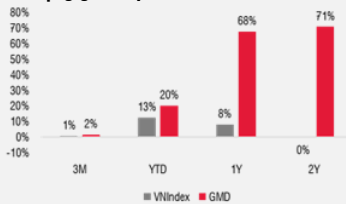


Ngày báo cáo: 21/08/2024  
 Ngành: VẬN TẢI  
 TPPTCP: Nguyễn Hoàng Giang, CFA  
 Email: giangnh@ssi.com.vn  
 SĐT: +84-24 3936 6321 ext. 8703

Khuyến nghị: **TRUNG LẬP**  
 Giá mục tiêu 1Y: **84.000 Đồng**  
 Giá CP ngày 20/08/2024: 82.800 Đồng  
 % Tăng giá: **+1,4%**

Giá trị vốn hóa (triệu USD): 1.024  
 Giá trị vốn hóa (tỷ đồng): 25.708  
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 310  
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 1.367.121  
 Giá cao/thấp nhất 52T (VNĐ): 84,6/51  
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 112,8  
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 48,6  
 Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

#### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

#### Thông tin cơ bản về công ty

Vào thời điểm thành lập, Gemadept là một công ty nhà nước trực thuộc Vinalines, GMD trở thành một trong ba công ty đầu tiên được cổ phần hóa vào năm 1993. Các hoạt động kinh doanh chính bao gồm cảng, vận tải và logistics, bắt đầu sản xuất và công ty đã mở rộng thêm trọng tâm cao su từ năm 2011. Sau khi bán Gemadept Tower trong năm 2014 và thoái vốn một phần mảng logistics trong năm 2018, GMD tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi là vận hành cảng biển và mảng logistics có tỷ trọng nhỏ hơn. Năm 2021, GMD đưa vào vận hành Gemalink là cảng nước sâu lớn nhất khu vực Cái Mép – Thị Vải.

## Đầu tư vốn là trọng tâm

Trong Q2/2024, doanh thu của GMD đạt 1,2 nghìn tỷ đồng, tăng 30% svck, phù hợp với dự báo của chúng tôi, động lực tăng trưởng chính đến từ sản lượng cải thiện. Sản lượng từ khu vực Hải Phòng (cảng Nam Đình Vũ) tăng 15% svck đạt 305 nghìn TEU trong Q2/2024, trong khi sản lượng của Gemalink đạt 380 nghìn TEU, tăng 48% svck nhờ xuất khẩu phục hồi tại cả thị trường Châu Âu và thị trường Hoa Kỳ và sản lượng bổ sung từ các dịch vụ bổ sung từ Singapore. Nếu không tính đến khoản lợi nhuận lớn bất thường 1,8 nghìn tỷ đồng từ việc thoái vốn cảng Nam Hải Đình Vũ trong Q2/2023, tăng trưởng LNTT của GMD trong Q2/2024 sẽ đạt 33% svck, đẩy tăng trưởng LNTT lõi trong nửa đầu năm 2024 lên 27,5% svck và phù hợp với ước tính trước đó của chúng tôi.

Cập nhật ngành: Theo số liệu 7 tháng đầu năm 2024 cho thấy sản lượng tăng trưởng mạnh qua cảng Việt Nam (+20% svck ở miền Bắc, +24% svck ở miền Nam). Điều này phản ánh sự phục hồi như dự kiến từ mức nền thấp của các ngành sản xuất và xuất/nhập khẩu. Về phía cung, chúng tôi nhận thấy khả năng tăng trưởng có phần hạn chế hơn ở khu vực miền Nam (TP. HCM/Cái Mép) trong khi khá mạnh ở miền Bắc (Hải Phòng/Lạch Huyện), với khả năng tăng trưởng 50% trong 2 năm tới, có thể gây ra cạnh tranh giá gay gắt trong khu vực này.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 16% dự báo cho năm 2024-2025 để phản ánh sản lượng cao hơn dự kiến trong năm 2024 và chi phí capex thấp hơn trong năm 2025. Chúng tôi ước tính LNTT năm 2024 và 2025 sẽ lần lượt đạt 2,1 nghìn tỷ đồng (-32% svck, +46% svck đối với lợi nhuận lõi) và 2,2 nghìn tỷ đồng (+2,1% svck, +15% svck đối với lợi nhuận lõi).

Chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP, và nâng giá mục tiêu 1 năm lên là 84.000 đồng/cổ phiếu dựa trên phương pháp định giá DCF. Chúng tôi cho rằng GMD là cổ phiếu đầu tư dài hạn tốt đối với câu chuyện phát triển cảng tại Việt Nam, nhưng tiềm năng tăng trưởng gần như đã phản ánh hết vào giá, với P/E dự phóng năm 2024-2025 là 25x/20x, cao hơn mức định giá lịch sử. Do đó, chúng tôi có thể cân nhắc điều chỉnh khuyến nghị đối với cổ phiếu khi giá cổ phiếu điều chỉnh hoặc khi có thêm thông tin về đầu tư vốn mới (cảng/vận tải). Yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu trong ngắn hạn đến từ kế hoạch tăng vốn được phê duyệt vào Q3/2024.

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	2.708	2.643	2.606	3.206	3.898	3.846	4.018	4.428
Tăng trưởng DTT	-32,0%	-2,4%	-1,4%	23,1%	21,6%	-1,3%	4,5%	10,2%
Lợi nhuận gộp	968	1.013	950	1.142	1.718	1.776	2.017	2.197
Biên lợi nhuận gộp	35,8%	38,3%	36,4%	35,6%	44,1%	46,2%	50,2%	49,6%
Thu nhập tài chính	1.625	107	28	40	24	1.941	73	132
Chi phí tài chính	-44	-147	-159	-108	-166	-169	-162	-148
SG&A	-423	-469	-479	-449	-667	-660	-690	-760
Thu nhập ròng khác	-78	-37	16	-55	0	-16	264	-18
LNTT	2.182	705	513	806	1.308	3.144	2.125	2.169
Lợi nhuận ròng	1.900	614	440	721	1.161	2.502	1.691	1.727
Tăng trưởng LN ròng	226,8%	-67,7%	-28,2%	63,6%	61,2%	115,5%	-32,4%	2,1%
Biên LN ròng	70,2%	23,2%	16,9%	22,5%	29,8%	65,1%	42,1%	39,0%
EPS (VNĐ)	6.207	1.602	1.149	1.869	3.034	7.119	2.971	3.902

Nguồn: GMD, SSI Research

## KQKD Q2/2024

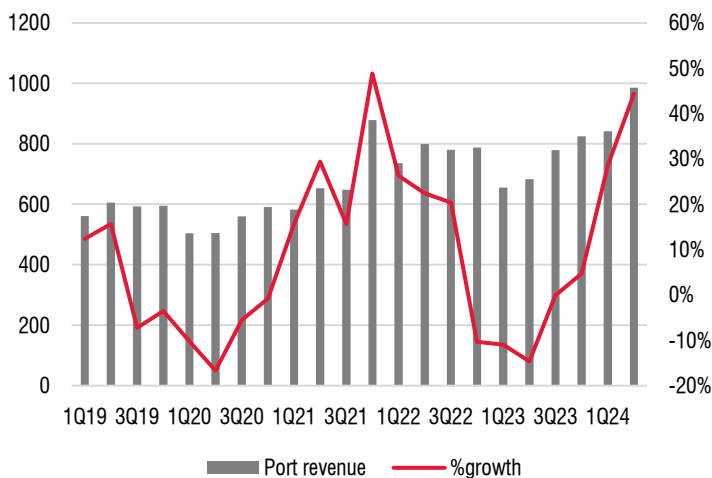
Tỷ đồng	2024	2023	YoY	1Q24	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							2024	2023	1Q24	2023
Doanh thu thuần	1.181,1	912,2	29,5%	1.005,5	17,5%	54,7%				
Lợi nhuận gộp	542,1	459,4	18,0%	440,9	23,0%		45,9%	50,4%	43,8%	46,2%
Lợi nhuận hoạt động	526,4	2.176,0	-75,8%	728,8	-27,8%		44,6%	238,6%	72,5%	84,0%
EBIT	547,6	2.203,2	-75,1%	743,8	-26,4%		46,4%	241,5%	74,0%	85,3%
EBITDA	651,1	2.290,2	-71,6%	847,5	-23,2%		55,1%	251,1%	84,3%	95,5%
LNTT	511,3	2.184,2	-76,6%	708,0	-27,8%	72,3%	43,3%	239,4%	70,4%	81,7%
Lợi nhuận ròng	450,7	1.717,2	-73,8%	656,0	-31,3%		38,2%	188,3%	65,2%	65,1%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	335,8	1.650,4	-79,7%	559,4	-40,0%		28,4%	180,9%	55,6%	57,8%

Nguồn: SSI Research, GMD

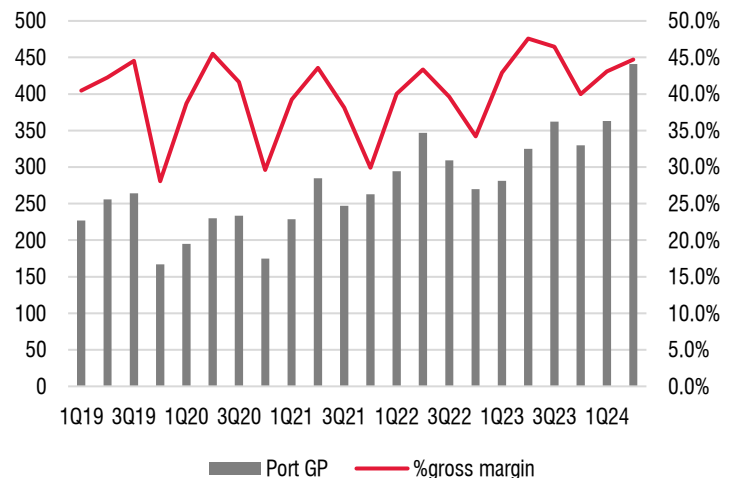
Trong Q2/2024, doanh thu của GMD đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (tăng 30% svck), phù hợp với ước tính của chúng tôi, trong đó, mảng cảng chiếm phần lớn tổng doanh thu (986 tỷ đồng, tăng 44% svck). Mức doanh thu ấn tượng này đạt được nhờ sản lượng qua cảng cao hơn ở cả miền Bắc và miền Nam.

**Sản lượng cải thiện là động lực thúc đẩy tăng trưởng chính:** Sản lượng từ khu vực Hải Phòng (cảng Nam Đình Vũ) tăng 15% svck đạt 305 nghìn TEU trong Q2/2024, trong khi sản lượng Gemalink đạt 380 nghìn TEU (tăng 48% svck) nhờ xuất khẩu phục hồi tại cả thị trường Châu Âu và thị trường Hoa Kỳ, và sản lượng bổ sung từ các dịch vụ phát sinh từ Singapore do tình trạng tắc nghẽn (chúng tôi ước tính khoảng 100-150 nghìn TEU phát sinh từ Singapore). Với sản lượng hiện tại, cả Nam Đình Vũ và Gemalink đều đang hoạt động tối đa công suất (1,2 triệu TEU cho Nam Đình Vũ và 1,5 triệu TEU cho Gemalink mỗi năm).

Doanh thu mảng cảng của GMD theo quý (tỷ đồng)



Lợi nhuận gộp mảng cảng của GMD theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: SSI Research

**Thu nhập từ công ty liên kết tăng đáng kể 210% svck đạt 182 tỷ đồng**, nhờ: LNTT của SCS tăng 44% svck từ việc phục vụ khách hàng lớn mới (Qatar Airways) và tỷ trọng đóng góp LNTT của Gemalink vào công ty mẹ cải thiện nhờ sản lượng cao hơn trong năm nay (Gemalink hiện đang được hạch toán hợp nhất theo phương pháp VCSH). Gemalink ước tính đóng góp 150 tỷ đồng LNTT trong nửa đầu năm 2024 (đây là mức thay đổi đáng kể so với mức lỗ nhẹ trong năm trước).

Với các điểm cải thiện kể trên, GMD đã công bố LNTT hợp nhất đạt 511 tỷ đồng (-73% svck). Nếu loại trừ khoản lãi bất thường từ việc thoái vốn tại cảng Nam Hải Đình Vũ 1,8 nghìn tỷ đồng trong Q2/2023, **LNTT Q2/2024 của GMD tăng 33% svck và LNTT lõi trong nửa đầu năm 2024 tăng 27,5% svck**, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi nửa đầu năm 2024 sẽ tăng trưởng mạnh trước khi quay về mức bình thường từ nửa cuối năm 2024.

## Cập nhật ngành

**Trong 7 tháng đầu năm 2024, chúng tôi nhận thấy xuất/nhập khẩu phục hồi đã giúp sản lượng tăng trưởng mạnh qua hệ thống cảng của cả nước.** Cụ thể, cụm cảng Hải Phòng ở miền Bắc có tổng sản lượng container đạt 4,1 triệu TEU (tăng 20% svck), cao hơn mức tăng trưởng 7,8% svck trong 7T2022. Ở khu vực miền Nam, theo dữ liệu của Hiệp hội Cảng Việt Nam, sản lượng qua khu vực TP. HCM và Cái Mép đạt 7,7 triệu TEU, tăng 24% svck. Điều này phù hợp với giả định của chúng tôi về mức tăng trưởng sản lượng của ngành sẽ đạt mức cao nhất trong nửa đầu năm 2024.

**Về phía cung, khả năng tăng trưởng của ngành khá chậm, do chúng tôi không nhận thấy có nhiều dự án mới sẽ được triển khai, đặc biệt là ở khu vực miền Nam.** Trong khi đó, có hai dự án mới đang chờ triển khai gồm: cảng nước sâu Cái Mép Hạ và Cần Giờ, tuy nhiên, các dự án này có thể sẽ không bắt đầu xây dựng trong thời gian tới vì vẫn đang ở giai đoạn bước đầu chuẩn bị và việc đấu thầu cho các nhà đầu tư cũng chưa được thực hiện. Do đó, chúng tôi cho rằng Gemalink (GMD) là cảng duy nhất có khả năng tăng công suất trong giai đoạn 2026-2028, giúp GMD trở thành công ty duy nhất tận dụng được mức tăng trưởng sản lượng trong cụm cảng nước sâu Cái Mép.

Ở khu vực miền Bắc, Nam Đình Vũ 3 (của GMD) dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động vào Q2/2025, đóng góp khoảng 800 nghìn TEU công suất (khoảng 10% tổng công suất khu vực), và chúng tôi cũng dự kiến bến cảng Lạch Huyện 3+4 (PHP là doanh nghiệp khai thác cảng) sẽ đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2024, bổ sung 1,2 triệu TEU công suất cho khu vực trong phân khúc cảng nước sâu. Lạch Huyện 5+6 (công ty tư nhân HATECO là đơn vị khai thác) dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào năm 2026, bổ sung khoảng 1,2-1,5 triệu TEU cũng trong phân khúc cảng nước sâu. Vào cuối năm 2026, khu vực Hải Phòng dự kiến sẽ có khoảng 3,6-3,9 triệu TEU công suất cảng nước sâu (tương đương khoảng một nửa công suất cảng feeder hiện tại) và sẽ cạnh tranh với những cảng feeder lân cận, đẩy cạnh tranh quanh khu vực Hải Phòng ngày càng gay gắt hơn. Chúng tôi lưu ý rằng tất cả các dự án này đã được phê duyệt 2-3 năm trước, và kể từ đó chúng tôi chưa thấy có thêm bất kỳ dự án mới nào được phê duyệt cho khu vực Hải Phòng.

**Chúng tôi cho rằng giá cước tại cảng miền Nam sẽ có nhiều tích cực hơn (như cảng Cái Mép) so với khu vực miền Bắc trong vài năm tới do tăng trưởng nguồn cung thấp hơn**, do đó, chúng tôi giả định GML có thể tăng thêm 10% giá cước bình quân trong năm 2025.

**Trong khi chúng tôi duy trì giả định nền kinh tế toàn cầu sẽ tiếp tục phục hồi và nền kinh tế của Việt Nam sẽ không suy thoái nghiêm trọng, các thị trường xuất khẩu chính (Mỹ) có nguy cơ suy thoái trong năm 2025 do báo cáo việc làm gần đây của Mỹ và sự suy yếu của nền kinh tế Trung Quốc.** Tuy nhiên, chúng tôi chưa nhận thấy dấu hiệu suy yếu nào, khi tăng trưởng sản lượng tháng 7 vẫn đạt khoảng 20% svck. Do đó, chúng tôi cho rằng các dữ liệu sắp tới sẽ rất quan trọng.

### **Kế hoạch tăng vốn và tác động**

Công ty đã ban hành nghị quyết HĐQT về kế hoạch tăng vốn sau khi kế hoạch được thông qua tại ĐHCĐ thường niên. Công ty quyết định thực hiện kế hoạch tăng vốn điều lệ thêm 33,33% thông qua phát hành quyền mua cổ phiếu (tỷ lệ 3:1), với giá phát hành là 29.000 đồng/cổ phiếu (chiết khấu khoảng 63% so với giá thị trường hiện tại). Tổng số tiền thu được theo kế hoạch (3 nghìn tỷ đồng) dự kiến sẽ được sử dụng để mua 3 tàu 1800 TEU (giá mới hiện tại là 29 triệu USD/tàu), 2 cần cầu STS, 7 xà lan 250 TEU cũng như để trả nợ và tăng vốn điều lệ của Nam Đình Vũ.

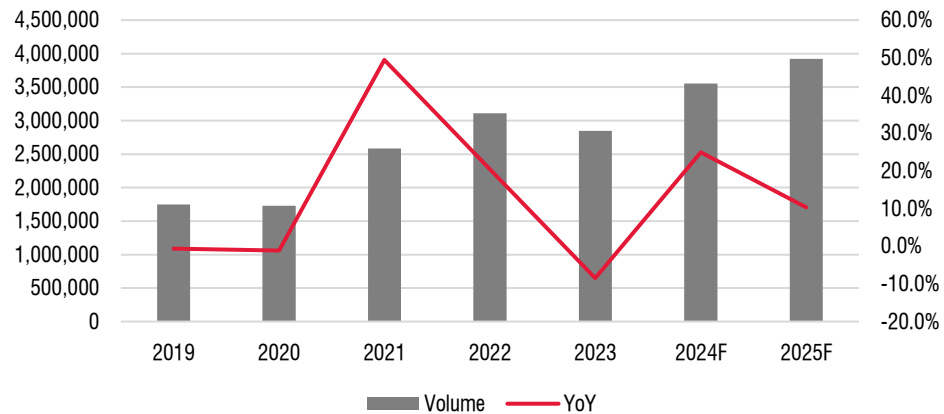
Giả sử GMD phát hành thành công và thực hiện theo kế hoạch này, chúng tôi cho rằng đây có thể là một thay đổi chiến lược đối với mô hình kinh doanh của công ty. Trước đây, sau một vài năm hoạt động không thành công ở mảng vận tải biển, GMD đã thu hẹp quy mô và bán gần 50% công ty con- GMD Shipping cho CJ. Sau đó, chúng tôi thấy rằng ngành vận tải biển đã phục hồi với mức giá cước cao hơn do môi trường địa chính trị hiện tại khiến các tuyến đường vận tải dài hơn và làm giảm năng lực của ngành vận tải biển. Chúng tôi tiếp tục giả định mức giá cước vận tải container cao như hiện tại sẽ quay về mức bình thường vào năm 2025 và khả năng giá cước neo cao tiếp tục kéo dài do số lượng và mức độ gia tăng của các cuộc xung đột hiện tại. Nếu đúng như diễn biến như vậy, thì kế hoạch đầu tư vào 3 tàu container của GMD là rất hợp lý.

Để đánh giá đầy đủ tiềm năng của kế hoạch này đối với lợi nhuận của GMD, chúng tôi sẽ cần thêm thông tin về thời gian đầu tư và kế hoạch kinh doanh sau đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng với giá tàu hiện tại (khoảng 29 triệu USD/tàu trọng tải 1.800 TEU), rủi ro cho khoản đầu tư này là khá thấp. Chúng tôi sẽ cung cấp thêm thông tin chi tiết khi công ty công bố. Chúng tôi cũng lưu ý rằng biên lợi nhuận mảng vận tải biển thường thấp hơn biên lợi nhuận mảng cảng.

## Triển vọng năm 2024 - 2025

Chúng tôi duy trì các giả định hiện tại về nền kinh tế, ngành và công ty như báo cáo trước đây liên quan đến tăng trưởng sản lượng và giá cước. Chúng tôi điều chỉnh tăng sản lượng Gemalink thêm 200 nghìn TEU (+15% so với dự báo trước đó) để phản ánh sản lượng trung chuyển gần đây từ tình trạng tắc nghẽn cảng tại Singapore, chúng tôi cho rằng tình trạng này sẽ giảm dần vào Q3/2024. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng ước tính tổng sản lượng qua cảng của GMD lên 3,6 triệu TEU (+28% svck) trong năm 2024 và duy trì ước tính sản lượng 4 triệu TEU (+10% svck) cho năm 2025. Chúng tôi cũng tiếp tục duy trì giả định giá cước, khi giá cước tại Hải Phòng sẽ tương đối ổn định trong khi giá cước tại khu vực Cái Mép ước tính tăng 10%/năm trong năm 2024-2025.

### Sản lượng qua cảng GMD theo năm (TEU)



Nguồn: SSI Research

Chúng tôi giả định Gemalink 2A sẽ bắt đầu hoạt động từ năm 2026 (thay vì năm 2025 như giả định trước đó) trong khi Nam Định Vũ 3 vẫn dự kiến bắt đầu hoạt động từ Q2/2025. Điều này làm giảm chi phí khấu hao và tăng lợi nhuận của Gemalink trong năm 2025. Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng lợi nhuận bất thường từ việc thoái vốn cảng Nam Hải từ 200 tỷ đồng lên 340 tỷ đồng.

Theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng 16% ước tính LNTT cho năm 2024 và 2025 sẽ lần lượt đạt 2,1 nghìn tỷ đồng (-32% svck, +46% svck đối với lợi nhuận lõi) và 2,2 nghìn tỷ đồng (+2,1% svck, +15% svck đối với lợi nhuận lõi). Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ (NPATMI) năm 2024 và 2025 lần lượt đạt 1,33 nghìn tỷ đồng (-39% svck) và 1,36 nghìn tỷ đồng (+0,8% svck).

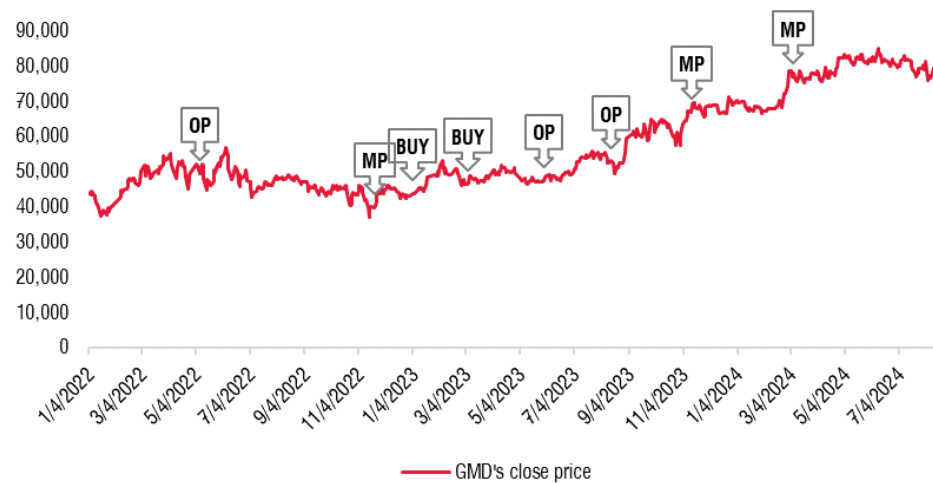
## Định giá và khuyến nghị đầu tư

Ở mức giá hiện tại, GMD đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 20x, mức này khá cao và chỉ thấp hơn mức P/E năm 2021 là 25x. Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá hiện tại đã phản ánh đà tăng trưởng 12-15%/năm về lợi nhuận dài hạn của GMD trong 5 năm tới khi công ty lập đầy công suất hiện tại. Tuy nhiên, mức định giá này chưa phản ánh tiềm năng tăng giá từ các dự án mới (như đầu tư cảng mới/tàu mới).

**Dựa trên các ước tính điều chỉnh cho năm 2024 và 2025, chúng tôi nâng giá mục lên 84.000 đồng/cổ phiếu (từ 77.000 đồng/cổ phiếu) và duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu của GMD.** Chúng tôi cho rằng, GMD là cổ phiếu luôn có diễn biến vượt trội hơn khi thị trường điều chỉnh do tính ổn định của mảng cảng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể chờ thêm thông tin về các khoản đầu tư sắp tới của GMD (bao gồm cảng và tàu), đặc biệt là thông tin đầu thầu các dự án cảng nước sâu mới như Cái Mép Hạ hoặc Lạch Huyện.

Yếu tố hỗ trợ đối với khuyến nghị của chúng tôi phụ thuộc vào việc GMD thu hút các dự án mới và tin tức liên quan đến việc phê duyệt quy trình pháp lý cho Gemalink Giai đoạn 2A và 2B, trong khi rủi ro giảm đôi với khuyến nghị đến từ tăng trưởng kinh tế toàn cầu yếu hơn dự kiến.

### Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	1.364	1.474	2.708	3.093
+ Đầu tư ngắn hạn	82	356	356	356
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	868	1.212	1.243	1.370
+ Hàng tồn kho	83	68	60	67
+ Tài sản ngắn hạn khác	222	290	297	327
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.619</b>	<b>3.401</b>	<b>4.664</b>	<b>5.214</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	45	40	41	45
+ GTCL Tài sản cố định	3.262	4.169	4.188	5.091
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	2.790	1.759	1.759	1.759
+ Đầu tư dài hạn	3.065	3.122	3.122	3.122
+ Tài sản dài hạn khác	1.249	1.051	809	901
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>10.412</b>	<b>10.141</b>	<b>9.919</b>	<b>10.918</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13.031</b>	<b>13.542</b>	<b>14.584</b>	<b>16.132</b>
+ Nợ ngắn hạn	3.211	1.936	1.706	1.903
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>543</i>	<i>446</i>	<i>393</i>	<i>438</i>
+ Nợ dài hạn	1.872	1.899	1.894	1.933
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>1.486</i>	<i>1.518</i>	<i>1.518</i>	<i>1.518</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>5.083</b>	<b>3.836</b>	<b>3.600</b>	<b>3.836</b>
+ Vốn góp	3.014	3.059	3.059	3.059
+ Thặng dư vốn cổ phần	1.942	1.942	1.942	1.942
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.227	2.938	3.877	4.826
+ Quỹ khác	1.765	1.768	2.106	2.468
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.948</b>	<b>9.707</b>	<b>10.984</b>	<b>12.295</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.031</b>	<b>13.542</b>	<b>14.584</b>	<b>16.132</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2.299	-88	1.992	1.996
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-1.235	1.013	-400	-1.350
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-338	-816	-359	-261
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>727</b>	<b>109</b>	<b>1.234</b>	<b>385</b>
Tiền đầu kỳ	637	1.364	1.474	2.708
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>1.364</b>	<b>1.474</b>	<b>2.708</b>	<b>3.093</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	0,82	1,76	2,73	2,74
Hệ số thanh toán nhanh	0,72	1,57	2,52	2,53
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,45	0,95	1,80	1,81
Nợ ròng / EBITDA	0,53	0,16	-0,07	-0,36
Khả năng thanh toán lãi vay	11,01	24,29	14,90	16,84
Ngày phải thu	45,8	53,5	53,8	52,0
Ngày phải trả	102,0	118,7	87,2	77,5
Ngày tồn kho	12,7	13,3	11,7	10,4
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,61	0,72	0,75	0,76
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,39	0,28	0,25	0,24
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,64	0,40	0,33	0,31
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,26	0,20	0,17	0,16
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,07	0,05	0,04	0,04

Nguồn: GMD, SSI ước tính

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.898</b>	<b>3.846</b>	<b>4.018</b>	<b>4.428</b>
Giá vốn hàng bán	-2.180	-2.069	-2.001	-2.231
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.718</b>	<b>1.776</b>	<b>2.017</b>	<b>2.197</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	24	1.941	73	132
Chi phí tài chính	-166	-169	-162	-148
Thu nhập từ các công ty liên kết	399	272	623	767
Chi phí bán hàng	-142	-115	-120	-132
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-524	-545	-570	-628
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>1.309</b>	<b>3.160</b>	<b>1.861</b>	<b>2.188</b>
Thu nhập khác	0	-16	264	-18
Lợi nhuận trước thuế	1.308	3.144	2.125	2.169
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.161</b>	<b>2.502</b>	<b>1.691</b>	<b>1.727</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>994</b>	<b>2.222</b>	<b>1.353</b>	<b>1.364</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	167	280	338	363
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	3.034	7.119	2.971	3.902
Giá trị sổ sách (VND)	22.981	27.975	31.045	34.147
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.000	1.000	1.000	1.000
EBIT	1.439	3.279	2.278	2.306
EBITDA	1.832	3.674	2.323	2.692
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	21,6%	-1,3%	4,5%	10,2%
EBITDA	40,4%	100,5%	-36,8%	15,9%
EBIT	55,5%	127,8%	-30,5%	1,3%
Lợi nhuận ròng	61,2%	115,5%	-32,4%	2,1%
Vốn chủ sở hữu	12,8%	22,1%	13,2%	11,9%
Vốn điều lệ	0,0%	1,5%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	21,4%	3,9%	7,7%	10,6%
<b>Định giá</b>				
P/E	15,2	6,5	25,9	19,7
P/B	2,0	1,7	2,5	2,3
Giá/Doanh thu	3,6	3,7	5,9	5,3
Tỷ suất cổ tức	2,2%	2,1%	1,3%	1,3%
EV/EBITDA	7,9	3,9	10,3	8,9
EV/Doanh thu	3,7	3,7	6,0	5,4
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	44,1%	46,2%	50,2%	49,6%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	36,7%	84,0%	48,4%	49,6%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	29,8%	65,1%	42,1%	39,0%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	3,6%	3,0%	3,0%	3,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	13,5%	14,2%	14,2%	14,2%
ROE	ROE	28,3%	16,3%	14,8%
ROA	9,8%	18,8%	12,0%	11,2%
ROIC	13,5%	24,1%	14,8%	13,5%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Ví mô

##### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

##### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Ngành Vận tải

#### Nguyễn Hoàng Giang, CFA

Trưởng phòng Phân tích cổ phiếu

giangnh@ssi.com.vn

SĐT: (+84-24) 3936 6321 ext. 8703

#### Dữ liệu

##### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059