

Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

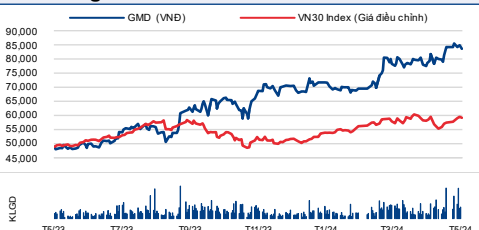
Giá mục tiêu: VNĐ87,600 (từ VNĐ87,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 4.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (10/5/2024)	83,600
Mã Bloomberg	GMD VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	47,612-85,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	84,340
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	25,195
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	990
Slg CP lưu hành (tr.đv)	301
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	148
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1.10
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	48.6%
Tỷ lệ freefloat	87.3%
Cổ đông lớn	SSJ Consulting (9.85%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	5.82	20.3	71.1
So với chỉ số	4.69	14.2	41.3
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,947	3,721	6.1
2025F	3,960	4,222	(6.2)
2026F	4,810	4,541	5.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

GMD là doanh nghiệp cảng biển tư nhân lớn nhất tại Việt Nam với hệ thống cảng trải dài trên toàn quốc và hệ thống logistics tích hợp.

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

- HSC hạ khuyến nghị đối với GMD xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. Giá mục tiêu mới của chúng tôi gần như giữ nguyên ở mức 87.600đ sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2025.
- Chúng tôi tăng 18% dự báo LNTT cho năm 2024 nhưng giảm 3% LNTT HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026. Theo dự báo mới, LNTT HĐKD cốt lõi sẽ tăng trưởng lần lượt 26%, 18%, 17% cho các năm 2024, 2025, 2026. Theo đó, LNTT dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 20%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% và diễn biến tích cực hơn VN Index 15% trong 3 tháng qua, GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,5 lần, cao hơn bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 19,8 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2024

Doanh thu thuần và LNTT Q1/2024 của GMD lần lượt đạt 1 nghìn tỷ đồng (tăng 11% so với cùng kỳ) và 707 tỷ đồng (tăng 130% so với cùng kỳ), với lợi nhuận được hỗ trợ bởi khoản lãi không thường xuyên 336 tỷ đồng từ thoái vốn cảng Nam Hải. Nếu không bao gồm các khoản mục không thường xuyên, LNTT HĐKD cốt lõi tăng 20% so với cùng kỳ đạt 371 tỷ đồng, nhờ nhu cầu phục hồi và KQKD tích cực của Gemalink. Mặc dù LNTT Q1/2024 vượt dự báo của chúng tôi nhờ khoản lợi nhuận thoái vốn, nhưng lợi nhuận HĐKD cốt lõi thấp hơn so với dự báo do tỷ suất lợi nhuận mảng logistic thấp hơn dự báo.

Tác động: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

Cho năm 2024, HSC tăng 18% dự báo LNTT lên 2 nghìn tỷ đồng (vẫn giảm 37% so với năm 2023) nhờ lợi nhuận thoái vốn cảng Nam Hải trong Q1/2024. Tuy nhiên, nếu loại trừ các khoản mục không thường xuyên trong năm nay và cuối năm 2023, chúng tôi thực tế giảm 2% dự báo LNTT HĐKD cốt lõi xuống 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 26%). Chúng tôi cũng giảm bình quân 4% dự báo LNTT cho năm 2025-2026 (tương đương tăng trưởng lần lượt 18% và 17%, theo đó LNTT HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 20%).

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu GMD đã tăng mạnh 20% trong 3 tháng vừa qua và diễn biến tích cực hơn so với chỉ số VN Index nhờ kỳ vọng về KQKD Q1/2024 khả quan hơn và lợi ích của việc cổ phiếu này được tăng tỷ trọng trong rổ chỉ số VN Diamond. GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,5 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 19,8 lần.

HSC hạ khuyến nghị đối với GMD xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu mới là 87.600đ (tiềm năng tăng giá 4,8%) từ 87.500đ trước đó, sau khi thay đổi dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 12/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,843	1,767	2,113	2,503	2,881
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	994	2,222	1,312 ▲	1,317	1,599
EPS ĐC (đồng)	3,034	7,126	3,947 ▲	3,960	4,810
DPS (đồng)	1,421	2,551	2,500	2,000	2,000
BVPS (đồng)	22,981	27,975	30,236	32,326	35,339
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.5	15.2	12.5	11.2	9.38
P/E ĐC (lần)	27.6	11.7	21.2	21.1	17.4
Lợi suất cổ tức (%)	1.70	3.05	2.99	2.39	2.39
P/B (lần)	3.64	2.99	2.76	2.59	2.37
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	62.4	135	(44.6)	0.34	21.5
ROAE (%)	15.0	28.7	14.7	13.8	15.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Các yếu tố cơ bản vững chắc, nhưng P/E đang cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn

HSC hạ khuyến nghị đối với GMD xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng). Giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây khiến tiềm năng tăng giá tại giá mục tiêu của chúng tôi giảm xuống chỉ còn 4,8%. Mặc dù hạ khuyến nghị đối với GMD với P/E trượt dự phóng 1 năm đang cao hơn 1,5 lần độ lệch chuẩn so với bình quân, HSC vẫn ưa thích cổ phiếu GMD nhờ vị thế dẫn đầu trong ngành cảng biển và logistic tại Việt Nam, triển vọng lợi nhuận tốt và BLĐ có tầm nhìn chiến lược. Nếu giá cổ phiếu giảm khi thị trường điều chỉnh sẽ là cơ hội để NĐT tích lũy lại cổ phiếu này.

KQKD Q1/2024 tích cực

LNTT Q1/2024 tăng mạnh 130% so với cùng kỳ đạt 708 tỷ đồng trong khi doanh thu thuần tăng 12% so với cùng kỳ đạt 1.006 tỷ đồng. Nếu loại trừ khoản lãi 336 tỷ đồng từ thương vụ thoái vốn cảng Nam Hải, LNTT HĐKD cốt lõi tăng 20% so với cùng kỳ đạt 371 tỷ đồng nhờ (1) sản lượng hàng hóa qua cảng tăng mạnh và (2) lợi nhuận từ các công ty liên doanh & liên kết cao.

Bảng 1: KQKD Q1/2024, GMD

LNTT HĐKD cốt lõi tăng 21% so với cùng kỳ trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh 130% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	902	1.006	11.5%
LNTT, công bố	308	708	129.9%
LNTT HĐKD cốt lõi	308	372	20.8%
Lợi nhuận thuần, công bố	202	559	176.7%

Nguồn: GMD

Doanh thu thuần tăng trưởng nhờ sản lượng hàng hóa qua cảng tăng mạnh

Doanh thu thuần tăng 11% so với cùng kỳ chủ yếu nhờ doanh thu mảng cảng tăng (tăng 29% so với cùng kỳ) trong khi doanh thu mảng logistic giảm 34% so với cùng kỳ. Cụ thể:

- Doanh thu mảng cảng đạt 842 tỷ đồng (tăng 29% so với cùng kỳ) nhờ sản lượng hàng hóa qua cảng phục hồi theo nhu cầu thị trường. Trong Q1/2024, GMD đã tiếp nhận xử lý 556.000 TEU hàng hóa, tăng 34% so với cùng kỳ. Trong đó, cảng Hải Phòng xử lý 276.760 TEU (tăng 14% so với cùng kỳ) và cảng Phước Long xử lý 279.240 TEU (tăng 60% so với cùng kỳ).
- Doanh thu mảng logistic giảm 34% so với cùng kỳ xuống 163 tỷ đồng do các hợp đồng thuê hai tàu của GMD đã hết hạn. Kết quả là các tàu này được chuyển sang sử dụng cho các tuyến nội địa, tạo ra doanh thu thấp hơn.

Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do KQKD mảng logistic kém

Lợi nhuận gộp trong Q1/2024 tăng 4% so với cùng kỳ đạt 441 tỷ đồng. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 43,8%, giảm so với mức 47,3% của cùng kỳ năm ngoái. Điều này chủ yếu do tỷ suất lợi nhuận gộp mảng logistic giảm xuống mức 47,3% so với 59% trong Q1/2023, do doanh thu mảng logistic giảm như đã đề cập. Bên cạnh đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng cảng vẫn ổn định ở mức 43,2% so với mức 42,9% trong Q1/2023.

Lợi nhuận từ công ty liên doanh & liên kết tăng mạnh

GMD ghi nhận 98 tỷ đồng lợi nhuận từ các công ty liên doanh & liên kết trong Q1/2024 so với chỉ 21 tỷ đồng trong cùng kỳ năm ngoái. Điều này được hỗ trợ bởi sự chuyển biến của Gemalink (GIL; GMD sở hữu 65% cổ phần) và lợi nhuận mạnh mẽ tại công ty vận hành cảng hàng không SCS (khuyến nghị Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 95.200đ, GMD sở hữu 36,24% cổ phần):

- Lưu ý rằng mặc dù GMD nắm giữ 65% cổ phần cảng GIL nhưng cảng này vẫn được ghi nhận là công ty liên kết của GMD theo điều lệ của GIL. Trong Q1/2024, GMD đã ghi nhận 48 tỷ đồng lợi nhuận từ GIL, so với khoản lỗ 39 tỷ đồng trong Q1/2023, chủ yếu nhờ sản lượng hàng hóa qua cảng này tăng mạnh. GIL đã xử lý

352.000 TEU hàng hóa trong Q1/2024, tăng 110% so với cùng kỳ, nhờ nhu cầu phục hồi và các tuyến dịch vụ mới được tiếp nhận từ Q4/2023. Công suất hoạt động của GIL trong Q1/2024 đạt 94% so với 45% trong Q1/2023.

- Lợi nhuận thuần Q1/2024 của SCS cũng tăng 30% so với cùng kỳ đạt 147 tỷ đồng nhờ nhu cầu phục hồi và sự đóng góp của khách hàng mới từ 8/2/2024. Nhờ đó, SCS tạo ra khoản lợi nhuận 53 tỷ đồng (tăng 30% so với cùng kỳ) cho GMD.

Bảng 2: Sản lượng container qua cảng, GMD

Sản lượng container cải thiện mạnh nhờ nhu cầu phục hồi

TEU	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước
Miền Bắc	242,000	276,760	14.4%	2.9%
Miền Nam	342,000	631,240	84.6%	-2.3%
- Cảng GIL	167,600	352,000	110.0%	-1.7%
- Cảng Phước Long	174,400	279,240	60.1%	-3.0%
Tổng	584,000	908,000	55.5%	-0.8%
Loại trừ cảng GIL	416,400	556,000	33.5%	-0.1%

Nguồn: GMD

Bảng 3: Cơ cấu theo mảng kinh doanh, GMD

Lợi nhuận mảng cảng tăng mạnh nhưng lợi nhuận mảng logistics giảm

Tỷ đồng	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước
Doanh thu thuần	902	1,006	11.5%	-2.7%
Mảng cảng	655	843	28.7%	2.2%
Mảng logistics	247	163	-34.1%	-22.0%
Lợi nhuận gộp	427	441	3.4%	3.6%
Mảng cảng	281	364	29.6%	10.4%
Mảng logistics	146	77	-47.2%	-19.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	47.3%	43.8%	-3.4 điểm cơ bản	+2.7 điểm cơ bản
Mảng cảng	42.9%	43.2%	+0.3 điểm cơ bản	+3.2 điểm cơ bản
Mảng logistics	59.0%	47.3%	-11.7 điểm cơ bản	+1.6 điểm cơ bản

Nguồn: GMD

Cập nhật tiến độ phát triển các dự án mới

Thông tin cập nhật mới nhất về các dự án đầu tư của GMD như sau:

- Cảng Nam Đình Vũ (NĐV) giai đoạn 3 sẽ bắt đầu hoạt động từ cuối năm 2025.** GMD dự kiến khởi công xây dựng cảng NĐV giai đoạn 3 trong nửa cuối năm 2024. Tổng công suất thiết kế là 800.000 TEU/năm với chi phí đầu tư ước tính 2.500 tỷ đồng bằng vốn vay (70%) và vốn tự có (30%). Thời gian xây dựng kéo dài 12 tháng, do đó, cảng NĐV giai đoạn 3 dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ Q4/2025.
- Cảng GIL giai đoạn 2:** GMD sẽ khởi công xây dựng cảng GIL giai đoạn 2A và giai đoạn 2B vào năm 2024 và 2025 để đưa vào hoạt động lần lượt từ cuối năm 2025 và cuối năm 2026. Tổng vốn đầu tư là 300 triệu USD sẽ được tài trợ bằng vốn vay và vốn tự có. BLĐ cũng có thể xem xét Phương án phát hành cổ phiếu mới để tài trợ cho dự án.

Những dự án đầu tư mới này sẽ là động lực chính giúp lợi nhuận GMD tăng trưởng dài hạn do cả hai đều có vị trí chiến lược tại các trung tâm container tập nập nhất Việt Nam. Lưu ý rằng mô hình dự báo của HSC đã tính đến các dự án đầu tư này. Tuy nhiên, cảng NĐV giai đoạn 3 dự kiến hoạt động trong Q4/2025, muộn hơn một quý so với giả định trước đó của chúng tôi là Q3/2025. Theo đó, trong báo cáo này, HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận để phản ánh sự chậm trễ này.

Dự báo mới

HSC tăng 18% dự báo LNTT năm 2024 lên 2 nghìn tỷ đồng (vẫn giảm 37% so với năm 2023) sau khi đưa lợi nhuận thoái vốn cảng Nam Hải vào mô hình dự báo. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 2% dự báo LNTT HĐKD cốt lõi trong năm nay do giảm giả định lợi nhuận của mảng logistic.

Cho năm 2025-2026, chúng tôi cũng giảm bình quân 4% dự báo LNTT HĐKD cốt lõi do dự án cảng NĐV giai đoạn 3 có thể sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ Q4/2025, chậm hơn một quý so với dự báo trước đó của chúng tôi là Q3/2025.

Dự báo mới cho năm 2024. Do KQKD mảng logistic kém tích cực trong Q1/2024, HSC giảm 1% dự báo doanh thu thuần xuống 4,1 nghìn tỷ đồng và điều chỉnh giảm giả định tỷ suất lợi nhuận xuống mức 46,5% từ 46,8% trước đó. Chúng tôi hiện dự báo doanh thu thuần và LNTT sẽ đạt lần lượt 4,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6%) và 2 nghìn tỷ đồng (giảm 37% so với năm trước).

Bảng 4: Điều chỉnh dự báo, GMD

HSC nâng ước tính LNTT năm 2024 nhưng giảm dự báo LNTT HĐKD cốt lõi cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Cũ	Tăng trưởng	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024					
Doanh thu thuần	4,116	7%	4,091	-1%	6%
LNTT	1,669	-47%	1,970	18%	-37%
LNTT HĐKD cốt lõi	1,669	28%	1,634	-2%	26%
2025					
Doanh thu thuần	4,801	17%	4,558	-5%	11%
LNTT	2,012	-58%	1,928	-4%	-2%
LNTT HĐKD cốt lõi	2,012	48%	1,928	-4%	18%
2026					
Doanh thu thuần	5,275	10%	5,078	-4%	11%
LNTT	2,353	17%	2,255	-4%	17%
LNTT HĐKD cốt lõi	2,353	17%	2,255	-4%	17%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Sản lượng container, GMD

HSC dự báo sản lượng container qua cảng sẽ tăng trưởng lần lượt 25%/12%/20% trong giai đoạn 2024-2026 (loại trừ cảng GIL)

Nghìn TEU	2023	2024F	2025F	2026F
Cảng GIL	1,018	1,450	1,700	2,300
Tăng trưởng	-7.0%	42.4%	17.2%	35.3%
Cảng Nam Đình Vũ	913	1,200	1,350	1,600
Tăng trưởng	136.1%	31.5%	12.5%	18.5%
Cảng Phước Long	928	1,113	1,169	1,169
Tăng trưởng	2.0%	20.0%	5.0%	0.0%
Tổng sản lượng container của GMD	3,012	3,763	4,219	5,069
Tăng trưởng	-4.0%	24.9%	12.1%	20.1%
Loại trừ cảng GIL	1,994	2,313	2,519	2,769
Tăng trưởng	-2%	16%	9%	10%

Nguồn: HSC

Nếu không bao gồm lợi nhuận không thường xuyên từ việc thoái vốn cảng Nam Hải Đình Vũ và Nam Hải trong năm 2023 và 2024 lần lượt là 1,8 nghìn tỷ đồng và 336 tỷ đồng, LNTT HĐKD cốt lõi dự báo sẽ tăng trưởng 26% đạt 1,6 nghìn tỷ đồng nhờ sản lượng hàng hóa qua cảng phục hồi. HSC dự báo tổng sản lượng hàng hóa qua cảng (bao gồm cả GIL) sẽ tăng trưởng 25% trong năm 2024 nhờ nhu cầu phục hồi và nhờ so với mức nền thấp trong năm ngoái.

Do đó, HSC điều chỉnh tăng 21% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 lên 1.312 tỷ đồng (giảm 41% so với năm 2023).

Dự báo mới cho năm 2025. Do cảng NĐV giai đoạn 3 nhiều khả năng sẽ đi vào hoạt động từ Q4/2025, muộn hơn so với giả định trước đó là Q3/2025, HSC hạ dự báo sản lượng hàng hóa qua cảng của NĐV cho năm 2025. Chúng tôi hiện dự báo cảng này sẽ xử lý 1,35 triệu TEU hàng hóa (tăng trưởng 12,5%), so với dự báo trước đó là 1,5 triệu TEU (tăng trưởng 25%).

Cho năm 2025, HSC dự báo tổng sản lượng hàng hóa qua các cảng của GMD (bao gồm GIL) sẽ tăng trưởng 12%, đạt 4,2 triệu TEU. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và LNTT HĐKD cốt lõi sẽ cải thiện, tăng lần lượt 11% và 18% đạt 4,6 nghìn tỷ đồng và 1,9 nghìn tỷ đồng nhờ vào sự tăng trưởng về sản lượng hàng hóa. Do thu nhập không thường xuyên từ việc thoái vốn cảng Nam Hải trong năm 2024, LNTT năm

2025 sẽ giảm 2% so với cùng kỳ xuống 1,9 nghìn tỷ đồng. Nhìn chung, lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo đạt 1.316 tỷ đồng, không tăng trưởng so với năm trước và giảm 3% so với dự báo trước đó của HSC.

Dự báo mới cho năm 2026. HSC cũng giảm 4% dự báo LNTT HĐKD cốt lõi xuống 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 17%). Chúng tôi giảm giả định sản lượng hàng hóa qua cảng NĐV xuống 1,6 triệu TEU (tăng trưởng 19%) so với dự báo trước đó là 1,7 triệu TEU. HSC hiện dự báo tổng sản lượng hàng hóa qua cảng của GMD (bao gồm GIL) sẽ tăng trưởng 20%, đạt 5 triệu TEU. Động lực tăng trưởng lợi nhuận chính cho năm 2026 là dự án GIL giai đoạn 2A và NĐV giai đoạn 3, dự kiến đi vào hoạt động từ cuối năm 2025. Cho năm 2026, HSC hiện dự báo lợi nhuận thuần đạt 1.599 tỷ đồng (tăng trưởng 21%), giảm 3% so với dự báo trước đó.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

Giá mục tiêu mới của chúng tôi tăng nhẹ lên 87.600đ (tiềm năng tăng giá 4,8%) so với 87.500đ trước đó do điều chỉnh dự báo và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2025. HSC hạ khuyến nghị đối với GMD xuống **Nắm giữ** (từ **Tăng tỷ trọng**) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu GMD nhờ vị thế dẫn đầu ngành cảng biển và logistic Việt Nam, triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ cũng như BLĐ có tầm nhìn chiến lược.

Tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận được bù đắp bằng việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng. HSC giữ nguyên các giả định đầu vào cho việc định giá, bao gồm lãi suất phi rủi ro là 4%, phân bù rủi ro vốn CSH 8,5%, beta là 1 lần (dẫn đến WACC là 10,3%) & giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%.

Bảng 6: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, GMD

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	1,388	1,718	2,018	2,365	2,688	3,074	3,407	3,641
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,086	1,340	1,574	1,845	2,096	2,398	2,658	2,840
Cộng: Khấu hao	395	396	486	516	516	516	516	516
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(1,068)	(346)	(2,466)	(78)	(92)	(108)	(128)	(152)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(729)	(269)	(732)	(677)	(592)	(536)	(524)	(550)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(316)	1,120	(1,138)	1,606	1,929	2,269	2,522	2,655

Nguồn: HSC

Bảng 7: Giả định & tính toán định giá, GMD

HSC đưa ra giá mục tiêu mới là 87.600đ với tiềm năng tăng giá là 4,8%

	Giá trị	Tỷ đồng	Đơn vị	Giữa năm 2025
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		3.0%
Phân bù rủi ro vốn CSH	8.5%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Nghìn tỷ đồng	22.7
Beta	1.0	Giá trị hiện tại của dòng tiền	Nghìn tỷ đồng	6.9
Chi phí vốn CSH	12.5%	Tổng giá trị hiện tại	Nghìn tỷ đồng	29.7
Tỷ trọng vốn CSH	61.0%	Cộng: Tiền mặt + các khoản đầu tư ngắn hạn	Nghìn tỷ đồng	2.5
Tỷ trọng nợ	39.0%	Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn	Nghìn tỷ đồng	(3.1)
WACC	10.3%	Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	Nghìn tỷ đồng	(1.4)
		Giá trị vốn CSH	Nghìn tỷ đồng	27.6
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	305.9
		Giá mục tiêu	Đồng/cp	87,604

Nguồn: HSC

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn, GMD

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	86,012	91,129	97,006	103,827	111,837
	3.5%	82,115	86,775	92,098	98,234	105,386
	4.0%	78,509	82,767	87,604	93,148	99,565
	4.5%	75,163	79,064	83,476	88,504	94,287
	5.0%	72,049	75,634	79,670	84,246	89,479

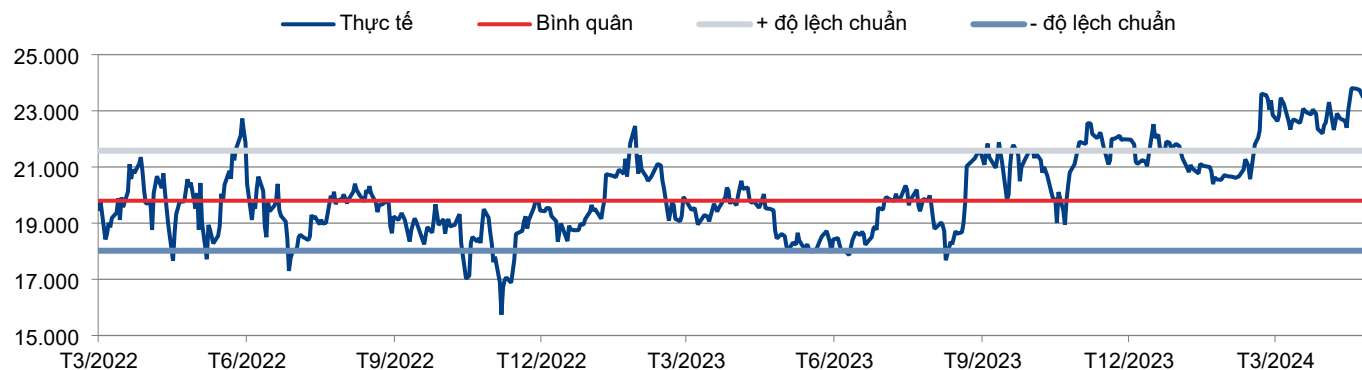
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 20% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,5 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 19,8 lần.

Biểu đồ 9: P/E trượt dự phóng 1 năm, GMD

GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,5 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ tháng 1/2022 là 19,8 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	3,898	3,846	4,091	4,558	5,078
Lợi nhuận gộp	1,718	1,776	1,903	2,136	2,338
Chi phí BH&QL	(667)	(660)	(723)	(806)	(898)
Thu nhập khác	(30.6)	(69.0)	(57.2)	(63.7)	(71.0)
Chi phí khác	30.3	53.1	56.5	63.0	70.1
EBIT	1,051	1,100	1,178	1,329	1,439
Lãi vay thuần	(142)	1,772	253	(88.8)	(110)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	399	272	538	688	925
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,308	3,144	1,970	1,928	2,255
Chi phí thuế TNDN	(147)	(642)	(241)	(273)	(292)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(167)	(280)	(417)	(339)	(363)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	994	2,222	1,312	1,317	1,599
Lợi nhuận thuần ĐC	914	2,158	1,207	1,211	1,471
EBITDA ĐC	1,843	1,767	2,113	2,503	2,881
EPS (đồng)	3,298	7,335	4,290	4,304	5,228
EPS ĐC (đồng)	3,034	7,126	3,947	3,960	4,810
DPS (đồng)	1,421	2,551	2,500	2,000	2,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	301	303	306	306	306
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	301	306	306	306	306
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	301	306	306	306	306

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	1,364	1,474	3,119	1,899	2,549
Đầu tư ngắn hạn	82.2	356	381	422	469
Phải thu khách hàng	868	1,212	1,290	1,439	1,605
Hàng tồn kho	82.5	68.2	72.5	80.8	90.0
Các tài sản ngắn hạn khác	222	290	309	344	384
Tổng tài sản ngắn hạn	2,619	3,401	5,171	4,186	5,097
TSCĐ hữu hình	2,956	3,894	3,788	5,701	5,185
TSCĐ vô hình	262	258	250	242	233
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	2,830	1,799	1,809	1,826	1,843
Đầu tư vào Cty LD,LK	3,026	3,083	3,083	3,083	3,083
Tài sản dài hạn khác	1,339	1,107	1,557	1,738	1,941
Tổng tài sản dài hạn	10,412	10,141	10,487	12,590	12,284
Tổng cộng tài sản	13,031	13,542	15,658	16,776	17,381
Nợ ngắn hạn	543	446	474	528	588
Phả trả người bán	838	508	696	456	305
Nợ ngắn hạn khác	1,737	901	959	1,068	1,190
Tổng nợ ngắn hạn	3,211	1,936	2,215	2,149	2,191
Nợ dài hạn	1,486	1,518	2,410	2,839	2,357
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	386	381	405	452	503
Tổng nợ dài hạn	1,872	1,899	2,815	3,291	2,860
Tổng nợ phải trả	5,083	3,836	5,030	5,440	5,051
Vốn chủ sở hữu	6,926	8,558	9,249	9,889	10,810
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,022	1,149	1,379	1,448	1,520
Tổng vốn chủ sở hữu	7,948	9,707	10,628	11,336	12,330
Tổng nợ phải trả và VCSH	13,031	13,542	15,658	16,776	17,381
BVPS (đ)	22,981	27,975	30,236	32,326	35,339
Nợ thuần*/(tiền mặt)	665	490	(235)	1,469	396

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	1,051	1,100	1,178	1,329	1,439
Khấu hao	(393)	(395)	(396)	(486)	(516)
Lãi vay thuần	(142)	1,772	253	(88.8)	(110)
Thuế TNDN đã nộp	(147)	(625)	(241)	(273)	(292)
Thay đổi vốn lưu động	1,077	(836)	(482)	(767)	(756)
Khác	(432)	(2,268)	4.12	6.32	7.03
LCT thuần từ HKKD	2,299	(88.2)	1,836	1,374	1,762
Đầu tư TS dài hạn	(1,366)	(1,068)	(346)	(2,466)	(77.9)
Góp vốn & đầu tư	88.0	(803)	0	0	0
Thanh lý	4.40	2,447	0	0	0
Khác	38.5	437	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,235)	1,013	(346)	(2,466)	(77.9)
Cổ tức trả cho CSH	(428)	(780)	(765)	(612)	(612)
Thu từ phát hành CP	0	45.2	0	0	0
Tăng/giảm nợ	132	(45.3)	920	484	(422)
Khác	(41.4)	(35.4)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(338)	(816)	155	(128)	(1,034)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	637	1,364	1,474	3,119	1,899
LCT thuần trong kỳ	727	109	1,645	(1,220)	650
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.06	0.49	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,364	1,474	3,119	1,899	2,549
Dòng tiền tự do	934	(1,156)	1,490	(1,092)	1,684

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	44.1	46.2	46.5	46.8	46.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	47.3	45.9	51.6	54.9	56.7
Tỷ suất LNT (%)	25.5	57.8	32.1	28.9	31.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	11.2	20.4	12.2	14.1	13.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	21.6	(1.34)	6.38	11.4	11.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	47.0	(4.16)	19.6	18.5	15.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	62.4	136	(44.1)	0.34	21.5
Tăng trưởng EPS (%)	62.4	122	(41.5)	0.34	21.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	62.4	135	(44.6)	0.34	21.5
Tăng trưởng DPS (%)	0.45	79.6	(2.00)	(20.0)	0.00
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	43.1	34.8	58.3	46.5	38.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.0	28.7	14.7	13.8	15.5
ROACE (%)	11.5	10.3	9.41	9.47	9.65
Vòng quay tài sản (lần)	0.33	0.29	0.28	0.28	0.30
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	2.19	(0.08)	1.56	1.03	1.22
Số ngày tồn kho	13.8	12.0	12.1	12.2	12.0
Số ngày phải thu	145	214	215	217	214
Số ngày phải trả	140	89.6	116	68.7	40.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	9.62	5.78	(2.49)	14.9	3.73
Nợ/tài sản (%)	15.6	14.5	18.5	20.1	17.0
EBIT/lãi vay (lần)	7.42	N/a	N/a	15.0	13.1
Nợ/EBITDA (lần)	1.41	1.32	1.83	1.86	1.51
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.82	1.76	2.33	1.95	2.33
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.87	6.98	6.44	6.16	5.32
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.5	15.2	12.5	11.2	9.38
P/E (lần)	25.3	11.4	19.5	19.4	16.0
P/E ĐC (lần)	27.6	11.7	21.2	21.1	17.4
P/B (lần)	3.64	2.99	2.76	2.59	2.37
Lợi suất cổ tức (%)	1.70	3.05	2.99	2.39	2.39

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn