

**Lê Huyền Trang**

[tranglh@ssi.com.vn](mailto:tranglh@ssi.com.vn)

+84 24 3936 6321 ext. 8717

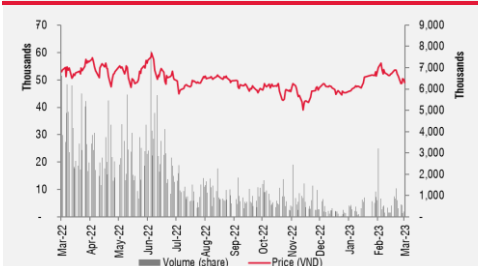
Ngày 06/03/2023

**NGÀNH LOGISTICS**

**Các chỉ số chính**

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	624
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	14.798
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	301
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	62,2/36,4
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	506.061
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	1,08
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	25,65
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0

**Biên động giá cổ phiếu**



Nguồn: Bloomberg

**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 động sản và công ty đã mở rộng thêm trọng 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.

**Thu nhập từ thoái vốn hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi trong năm 2023**

**Luận điểm đầu tư**

Sau khi lợi nhuận tăng mạnh 84% so với cùng kỳ trong 3 quý đầu năm 2022, lợi nhuận của GMD giảm tốc đáng kể, chỉ còn tăng 9% trong Q4.2022, do bị ảnh hưởng tiêu cực từ nhu cầu xuất khẩu suy yếu.

Chúng tôi cho rằng những thách thức của nền kinh tế sẽ tiếp tục gây áp lực lên lợi nhuận cốt lõi của công ty trong năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng việc bán cảng Nam Hải Đình Vũ (NHĐV) sẽ là yếu tố tích cực hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận, cũng như sử dụng nguồn tiền thu được để giảm gánh nặng tài chính và đầu tư vào các dự án mới. Bên cạnh đó, GMD có thể tái cấu trúc hoạt động kinh doanh tại khu vực cụm cảng Hải Phòng vốn cạnh tranh cao, bằng cách tập trung sản lượng cho cụm cảng Nam Đình Vũ (NDV).

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi ước tính LNTT năm 2023 đạt 2.778 tỷ đồng (+112% so với năm trước). Nếu loại trừ khoản lãi bất thường, LNTT cốt lõi có thể giảm 25% đạt 978 tỷ đồng do thiếu hụt sản lượng xếp dỡ từ NHĐV, cùng với chi phí tài chính và chi phí khấu hao tăng cao. Chúng tôi ước tính LNTT năm 2024 sẽ đạt 1.358 tỷ đồng (-51%, nhưng lợi nhuận cốt lõi tăng 39%). Dựa trên dự báo mới, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu 1 năm lên **61.500 đồng/cổ phiếu** (từ 57.400 đồng/cổ phiếu), tương ứng với mức tiềm năng tăng giá là 25% và khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu. Chúng tôi ưa thích GMD bởi công ty có vị thế vững chắc trong ngành logistics cũng như mục tiêu tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm tới.

Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng khoản lãi bất thường từ việc bán cảng NHĐV có thể được ghi nhận trong nửa đầu năm 2023 và hỗ trợ giá cổ phiếu. Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận có thể chậm lại trong nửa cuối năm 2023 để phản ánh những khó khăn hiện tại.

**Tóm tắt bảng chỉ tiêu tài chính**

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	2.606	3.206	3.916	3.795	3.981
Tăng trưởng so với cùng kỳ	-1,4%	23,1%	22,1%	-3,1%	4,9%
LNTT	513	806	1.308	2.778	1.358
Tăng trưởng so với cùng kỳ	-27%	57%	62%	112%	-51%
Lợi nhuận ròng	440	721	1.157	2.457	1.201
Tăng trưởng so với cùng kỳ	-28%	64%	61%	112%	-51%
EPS (VND)	1.149	1.869	3.037	6.375	3.081
BVPS (VND)	19.582	20.967	22.986	28.361	30.441
ROA	4,4%	7,0%	9,7%	17,2%	7,6%
ROE	6,7%	10,6%	15,4%	27,5%	11,6%
Ng/VCSH	0,29	0,27	0,26	0,22	0,2
P/E	41,17	24,61	14,01	7,89	16,33
P/B	2,42	2,19	1,85	1,77	1,65
EV/EBITDA	10,57	11,87	7,96	4,55	7,87

Nguồn: GMD, SSI Research

**KQKD Q4.2022: Tăng trưởng chậm lại do nhu cầu yếu**

Tỷ đồng	4Q22	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Tỷ suất lợi nhuận			
							4Q22	4Q21	3Q22	2021
Doanh thu thuần	1.065,9	1.038,1	2,7%	991,9	7,5%	101,7%				
Lợi nhuận gộp	454,4	303,1	49,9%	402,4	12,9%		42,6%	29,2%	40,6%	35,6%
Lợi nhuận từ HĐKD	349,4	291,3	19,9%	367,3	-4,9%		32,8%	28,1%	37,0%	30,4%
EBIT	287,0	260,7	10,1%	369,5	-22,3%		26,9%	25,1%	37,2%	28,9%
EBITDA	380,1	354,4	7,3%	463,8	-18,0%		35,7%	34,1%	46,8%	40,7%
LNTT	251,4	231,3	8,7%	336,5	-25,3%	109,0%	23,6%	22,3%	33,9%	25,1%
Lợi nhuận ròng	215,5	208,7	3,3%	287,5	-25,0%		20,2%	20,1%	29,0%	22,5%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	188,8	189,6	-0,5%	243,9	-22,6%		17,7%	18,3%	24,6%	19,1%

Nguồn: SSI Research

Trong Q4.2022, GMD đạt 1.066 tỷ đồng doanh thu (+2,7% so với cùng kỳ, +7,5% so với quý trước) và LNTT đạt 251 tỷ đồng (+8,7% so với cùng kỳ, -25,3% so với quý trước). Lũy kế cả năm 2022, doanh thu và LNTT lần lượt đạt 3.916 tỷ đồng (+22,1%) và 1.308 tỷ đồng (+63,3%), hoàn thành 102% và 109% kế hoạch năm của công ty.

- Khai thác cảng:** Sản lượng chậm lại đáng kể trong Q4.2022 do nhu cầu suy yếu. Do cảng Gemalink phục vụ lượng lớn hàng hóa xuất khẩu đi thị trường Mỹ/Châu Âu nên cảng chịu ảnh hưởng nặng nhất khi công suất hoạt động giảm xuống chỉ còn 55% trong Q4.2022 từ mức 80% trong các quý trước và Gemalink ghi nhận lỗ 22 tỷ đồng cho GMD trong Q4.2022. So với quý trước, tổng sản lượng xếp dỡ của GMD giảm 8,2%, chủ yếu bị ảnh hưởng bởi Gemalink (-30% so với quý trước) khiến sản lượng các cảng phía Nam giảm 16% trong khi các cảng phía Bắc tăng nhẹ 6%. Trong năm 2022, tổng sản lượng toàn công ty đạt 3,1 triệu TEU, tăng 20% so với năm trước (các cảng phía Nam tăng 28%, các cảng phía Bắc tăng 9%), khả quan hơn so với các công ty cùng ngành khi tổng sản lượng hàng hóa qua cảng cả nước chỉ tăng 5%. Lợi nhuận gộp mảng này tăng 19% trong năm 2022.
- Logistics** tiếp tục dẫn đầu với xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ các dịch vụ logistic bổ sung cho khách hàng công nghiệp, với lợi nhuận gộp tăng 357% so với cùng kỳ trong Q4.2022 nhờ doanh thu tăng 74% và tỷ suất lợi nhuận gộp đạt được ở mức rất cao là 66,5% so với 25,4% trong Q4.2021.

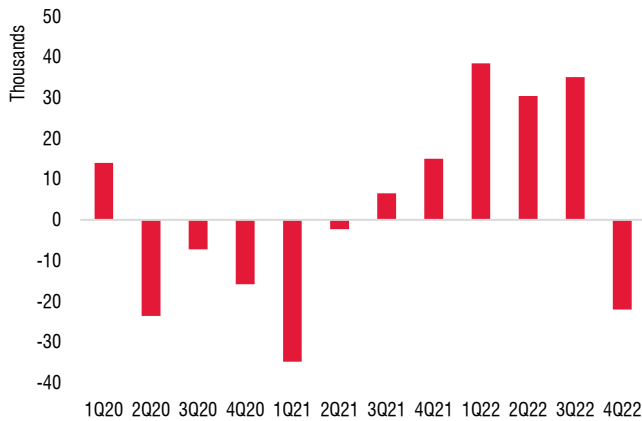
**Tổng quan về các cảng của GMD, theo khối lượng**

TEU	4Q22	QoQ	2022	YoY
<b>Tổng sản lượng</b>	<b>719.296</b>	<b>-8,2%</b>	<b>3.136.440</b>	<b>20,2%</b>
<b>Các cảng phía Nam</b>	<b>425.663</b>	<b>-16,0%</b>	<b>2.004.157</b>	<b>27,6%</b>
Gemalink	206.000	-29,9%	1.100.000	58,3%
Phước Long ICD & Cảng Bình Dương	219.663	3,2%	904.157	3,3%
<b>Các cảng phía Bắc</b>	<b>293.633</b>	<b>6,0%</b>	<b>1.132.273</b>	<b>8,9%</b>
Nam Hải	37.880	-13,3%	170.956	43,8%
Nam Hải Đình Vũ	143.699	0,1%	565.062	2,9%
Nam Đình Vũ	112.054	31,8%	396.255	6,7%

Nguồn: GMD, SSI Research

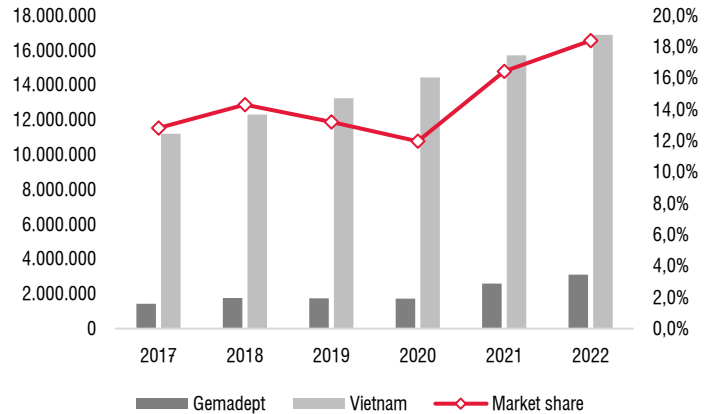
Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 42% trong năm 2022 từ 35,7% trong năm 2021. Hiệu quả chi phí tiếp tục được cải thiện khi chi phí bán hàng & quản lý giảm từ 14% trong năm 2021 xuống 13,8% trong năm 2022. Ngược lại, chi phí tài chính tăng 70 tỷ đồng do lỗ tỷ giá, chi phí lãi vay và chi phí dự phòng đầu tư cao hơn. Thu nhập từ công ty liên kết giảm 14% so với cùng kỳ xuống còn 70 tỷ đồng trong Q4.2022, chủ yếu do Gemalink lỗ 22 tỷ đồng so với khoản lãi 15 tỷ đồng trong Q4.2021.

Đóng góp lợi nhuận của Gemalink cho GMD (tỷ đồng)



Nguồn: SSI Research

Sản lượng container quốc tế của GMD (TEU)



Nguồn: GMD, Vinamarine, SSI Research

### Các cập nhật khác

**Việc thoái vốn tại Nam Hải Đình Vũ dự kiến sẽ hoàn tất trong nửa đầu năm 2023.** Mặc dù giá trị giao dịch chưa được tiết lộ, nhưng công ty đã ghi nhận khoản đặt cọc 1 nghìn tỷ đồng được trả trước trong Q4.2022. Ngoài ra, bên mua tiềm năng có thể là Viconship (VSC: HOSE), do công ty này đã công bố kế hoạch mua lại một cảng ở Hải Phòng có giá trị tương đương NHĐV. Theo VSC, tổng vốn đầu tư vào cảng ước tính khoảng 2.250 tỷ đồng cho 51% - 75% cổ phần, tương đương giá trị 3 nghìn tỷ đồng cho toàn bộ cảng. Với việc sở hữu 85% cảng, GMD có thể ghi nhận khoản lãi 2 nghìn tỷ đồng.

**Cảng Nam Đình Vũ Giai đoạn 2 bắt đầu hoạt động trong tháng 2,** bổ sung thêm 500 nghìn TEU vào tổng công suất của toàn bộ dự án và hiện có khả năng xử lý 1 triệu TEU mỗi năm. Dự án này sẽ thay thế cảng Nam Hải Đình Vũ sau khi thoái vốn và duy trì công suất hàng năm của cụm cảng phía Bắc của GMD ở mức 1,2 triệu TEU. Trong năm 2022, các cảng phía bắc của GMD đã xếp dỡ 1,1 triệu TEU.

Trong trường hợp NHĐV được chuyển nhượng cho VSC, thị phần của VSC sẽ cao hơn GMD và đạt 17,3% công suất cụm cảng Hải Phòng, chưa kể VSC còn sở hữu 36% VIMC Đình Vũ và 22% PTSC Đình Vũ. Tuy nhiên, GMD mong muốn có thể chuyển toàn bộ sản lượng của NHĐV sang NVĐ Giai đoạn 2 nhờ GMD vận hành các cảng thông qua một hệ thống kiểm soát trung tâm cho phép họ di chuyển container giữa các bến cảng. Ban lãnh đạo kỳ vọng NVĐ Giai đoạn 2 có thể đạt công suất tối đa trong năm 2023 nhờ sản lượng chuyển từ NHĐV sang. Do đó, GMD dự kiến sẽ khởi công xây dựng cảng NVĐ Giai đoạn 3 (500 nghìn TEU) vào cuối năm 2023 để bổ sung thêm công suất cho mạng lưới của công ty.

## Các cảng container tại Hải Phòng

Cụm cảng	Cảng Container	% Công suất	Công suất (TEU)	% thị phần	Sản lượng năm 2022 (TEU)	% thị phần
VIMC	Tân Vũ	86,4%	1.250.000	35,8%	1.080.082	30,0%
	Chùa Vẽ	32,1%	750.000		240.440	
	Đình Vũ	90,5%	600.000		543.104	
	VIMC Đình Vũ	0,0%	500.000		192	
Tân Cảng Sài Gòn	HICT	98,5%	1.200.000	22,0%	1.181.446	25,5%
	Tân Cảng 128	47,5%	500.000		237.345	
	Tân Cảng 189	83,6%	200.000		167.160	
Gemadep	Nam Đình Vũ (*)	38,1%	1.000.000	13,9%	380.731	17,7%
	Nam Hải	80,5%	200.000		160.956	
Viconship	VIP Green Port	110,6%	600.000	17,3%	663.763	15,2%
	Nam Hải Đình Vũ	100,9%	550.000		555.062	
	Green Port	80,8%	350.000		282.809	
Khác	Hải An	118,6%	350.000	11,0%	415.247	11,5%
	PTSC Đình Vũ	69,2%	300.000		207.706	
	Mipac	31,3%	300.000		94.045	
<b>Tổng cộng</b>		<b>71,8%</b>	<b>8.650.000</b>	<b>100%</b>	<b>6.210.088</b>	<b>100%</b>

(\*) Nam Đình Vũ: Bao gồm GĐ 2

Nguồn: VPA, SSI Research

**Phí dịch vụ cảng biển được điều chỉnh tăng cho năm 2023.** Chúng tôi nhận thấy rằng GMD đã tăng phí xếp dỡ đối với tất cả các cảng của họ (chi tiết như bảng dưới đây). Nhìn chung, giá các dịch vụ hầu hết tăng bình quân 20% so với năm 2022 nhưng vẫn ở dưới mức giá trần. Riêng giá dịch vụ của Gemalink chỉ tăng 5% do cảng đã chạm mức giá trần áp dụng cho cảng nước sâu. Chúng tôi nhận thấy nhiều công ty khác cũng thực hiện tăng giá dịch vụ. Theo chúng tôi, đây là tín hiệu tốt cho thấy các doanh nghiệp khai thác cảng đã đạt được thỏa thuận chung và không còn cạnh tranh về giá, nhất là tại các khu vực vẫn diễn ra tình trạng dư cung như cụm cảng Hải Phòng.

## Giá xếp dỡ container của Gemadep

USD/container	Container có hàng		Container rỗng	
	20'	40'	20'	40'
<b>Gemalink</b>	<b>20'</b>	<b>40'</b>	<b>20'</b>	<b>40'</b>
2022	58	85	36	54
2023	61,11	89,63	40,74	57,04
% YoY	5,4%	5,4%	13,2%	5,6%
<b>Nam Đình Vũ</b>	<b>20'</b>	<b>40'</b>	<b>20'</b>	<b>40'</b>
2022	38	57	22	33
2023	46	68	28	41
% YoY	21,1%	19,3%	27,3%	24,2%
<b>Nam Hải</b>	<b>20'</b>	<b>40'</b>	<b>20'</b>	<b>40'</b>
2022	38	57	22	33
2023	46	68	28	41
% YoY	21,1%	19,3%	27,3%	24,2%

Nguồn: GMD, SSI Research

## Triển vọng năm 2023 và ước tính lợi nhuận

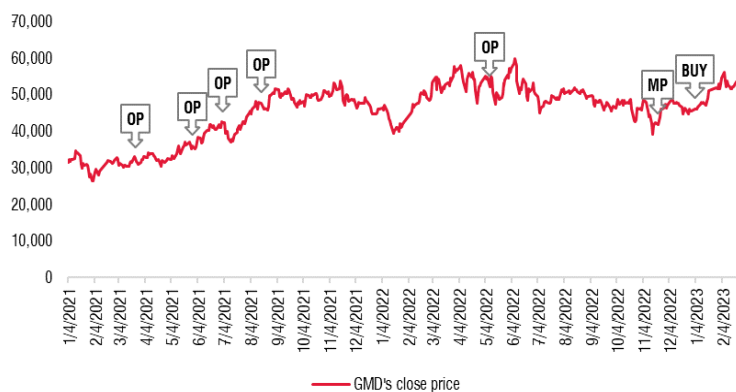
**Sản lượng qua cảng chịu nhiều áp lực, đặc biệt là Gemalink.** Chúng tôi vẫn có quan điểm thận trọng về tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2023 do nhu cầu bên ngoài suy yếu và mức tồn kho cao (như đã đề cập trong [báo cáo triển vọng ngành năm 2023](#)). Chúng tôi kỳ vọng rằng nhu cầu có thể phục hồi từ Q3.2023. Do đó, chúng tôi cho rằng sản lượng qua cảng GMD có thể giảm 10% trong năm 2023, trong đó sản lượng qua cụm cảng phía Bắc của GMD có thể giảm 11%. Chúng tôi giả định rằng Gemalink có thể xử lý 900 nghìn TEU (-18%) trong năm 2023, đây là mức sản lượng dưới điểm hòa vốn. Điểm sáng là phí dịch vụ cảng biển tăng lên có thể hỗ trợ tăng trưởng doanh thu, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến sẽ giảm do chi phí khấu hao cao hơn từ dự án Nam Đình Vũ Giai đoạn 2.

**Thu nhập từ việc bán cảng Nam Hải Đình Vũ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận.** Như đã đề cập ở trên, chúng tôi cho rằng giá giao dịch có thể cao hơn so với ước tính ban đầu chúng tôi đã đề cập trong [báo cáo trước](#). Chúng tôi ước tính LNTT năm 2023 có thể dao động trong khoảng 2.278 tỷ đồng – 3.278 tỷ đồng. Chúng tôi lựa chọn kịch bản giá trị giao dịch 2.500 tỷ đồng làm kịch bản cơ sở, chúng tôi ước tính LNTT có thể đạt 2.778 tỷ đồng (+112%) trong năm 2023. Nếu loại trừ khoản lãi bất thường này, LNTT cốt lõi có thể giảm 25% do thiếu hụt sản lượng xếp dỡ từ NHĐV, chi phí khấu hao và chi phí tài chính tăng cao.

Tỷ đồng	Kịch bản thận trọng	Kịch bản cơ sở	Kịch bản khả quan
<b>Giá trị giao dịch</b>	<b>2.000</b>	<b>2.500</b>	<b>3.000</b>
Lợi nhuận thu được	1.300	1.800	2.300
LNTT năm 2023	2.278	2.778	3.278
% tăng trưởng	74,1%	112,3%	150,6%
LNTT cốt lõi năm 2023	978	978	978
% tăng trưởng	-25,2%	-25,2%	-25,2%
<b>Giá mục tiêu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm (VND)</b>	<b>58.166</b>	<b>61.510</b>	<b>64.853</b>
% tăng giá	18%	25%	32%

**Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:** (i) giá trị giao dịch cảng Nam Hải Đình Vũ thấp hơn dự kiến; (ii) nhu cầu bên ngoài tiếp tục suy yếu và (iii) sản lượng xếp dỡ giảm nhiều hơn do cạnh tranh khốc liệt tại Hải Phòng.

### Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg, 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	2021	2022	2023F	2024F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	637	1.364	2.322	3.234
+ Đầu tư ngắn hạn	52	82	82	82
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	842	976	945	992
+ Hàng tồn kho	69	82	84	87
+ Tài sản ngắn hạn khác	90	221	214	225
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.689</b>	<b>2.724</b>	<b>3.648</b>	<b>4.620</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	44	45	44	46
+ GTCL Tài sản cố định	3.146	3.262	4.673	4.603
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	1.747	2.839	2.839	2.839
+ Đầu tư dài hạn	2.830	3.070	3.070	3.070
+ Tài sản dài hạn khác	1.275	1.250	1.081	1.116
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>9.042</b>	<b>10.466</b>	<b>11.706</b>	<b>11.674</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10.731</b>	<b>13.190</b>	<b>15.355</b>	<b>16.294</b>
+ Nợ ngắn hạn	2.263	3.374	3.456	3.560
Trong đó: vay ngắn hạn	860	543	557	573
+ Nợ dài hạn	1.424	1.873	1.966	1.983
Trong đó: vay dài hạn	1.061	1.486	1.586	1.586
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>3.687</b>	<b>5.247</b>	<b>5.422</b>	<b>5.543</b>
+ Vốn góp	3.014	3.014	3.014	3.014
+ Thặng dư vốn cổ phần	1.942	1.942	1.942	1.942
+ Lợi nhuận chưa phân phối	661	1.228	2.848	3.475
+ Quý khác	1.428	1.760	2.129	2.321
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.045</b>	<b>7.944</b>	<b>9.932</b>	<b>10.751</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>10.731</b>	<b>13.190</b>	<b>15.355</b>	<b>16.294</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	965	2.333	1.246	1.597
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-356	-1.269	-100	-400
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-398	-338	-188	-285
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>211</b>	<b>726</b>	<b>958</b>	<b>912</b>
Tiền đầu kỳ	428	637	1.364	2.322
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>637</b>	<b>1.364</b>	<b>2.322</b>	<b>3.234</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	0,75	0,81	1,06	1,3
Hệ số thanh toán nhanh	0,68	0,72	0,97	1,21
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,3	0,43	0,7	0,93
Nợ ròng / EBITDA	1,06	0,54	0,07	-0,31
Khả năng thanh toán lãi vay	7,76	11,01	15,4	8,86
Ngày phải thu	44,3	46,3	52,7	50,6
Ngày phải trả	65,3	97,9	133,1	132,7
Ngày tồn kho	12,5	12,1	13	13
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,66	0,6	0,65	0,66
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,34	0,4	0,35	0,34
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,52	0,66	0,55	0,52
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,27	0,26	0,22	0,2
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,12	0,07	0,06	0,05

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.206</b>	<b>3.916</b>	<b>3.795</b>	<b>3.981</b>
Giá vốn hàng bán	-2.064	-2.271	-2.326	-2.396
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.142</b>	<b>1.645</b>	<b>1.469</b>	<b>1.585</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	40	24	1.821	35
Chi phí tài chính	-108	-178	-203	-183
Thu nhập từ các công ty liên kết	237	406	263	521
Chi phí bán hàng	-154	-146	-141	-148
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-295	-396	-383	-402
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>861</b>	<b>1.357</b>	<b>2.825</b>	<b>1.408</b>
Thu nhập khác	-55	-48	-47	-49
Lợi nhuận trước thuế	806	1.308	2.778	1.358
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>721</b>	<b>1.157</b>	<b>2.457</b>	<b>1.201</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>612</b>	<b>995</b>	<b>2.088</b>	<b>1.009</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	108	162	368	192
EPS cơ bản (VND)	1.869	3.037	6.375	3.081
Giá trị sổ sách (VND)	20.967	22.986	28.361	30.441
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.200	1.000	1.000	1.000
EBIT	925	1.439	2.971	1.531
EBITDA	1.305	1.815	3.460	2.000
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	23,1%	22,1%	-3,1%	4,9%
EBITDA	22,3%	39,0%	90,7%	-42,2%
EBIT	40,4%	55,5%	106,4%	-48,5%
Lợi nhuận ròng	63,6%	60,6%	112,3%	-51,1%
Vốn chủ sở hữu	6,8%	12,8%	25,0%	8,2%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	9,1%	22,9%	16,4%	6,1%
<b>Định giá</b>				
PE	24,6	14	7,9	16,3
PB	2,2	1,9	1,8	1,7
Giá/Doanh thu	4,3	3,3	4	3,8
Tỷ suất cổ tức	2,6%	2,4%	2,0%	2,0%
EV/EBITDA	11,9	8	4,5	7,9
EV/Doanh thu	4,8	3,7	4,1	4
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35,6%	42,0%	38,7%	39,8%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	30,4%	37,8%	79,0%	38,9%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	22,5%	29,5%	64,7%	30,2%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	4,8%	3,7%	3,7%	3,7%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	9,2%	10,1%	10,1%	10,1%
ROE	10,6%	15,4%	27,5%	11,6%
ROA	7,0%	9,7%	17,2%	7,6%
ROIC	9,5%	13,4%	23,8%	10,8%



## 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.

## 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

### Vĩ 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 Vĩ mô

trinhthv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Đỗ Nam Tùng

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

tungdn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Phân tích Ngành Logistics

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên Phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: +84 – 24 3936 6321 ext. 8717

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Phó Giám đốc Chiến lược Đầu tư

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715