

25/11/2024

**KHOẢ PHÂN TÍCH**

**Tô Đình Hiền Viên**

viento@phs.vn

## HỒI PHỤC VỀ PHÍA CUỐI NĂM

- Sản lượng ngành cảng biển trong 9T24 hồi phục trên mức nền thấp 2023 và giá dịch vụ bốc dỡ cải thiện nhờ thông tư 39/2023/TT-BGTVT.
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khai thác duy trì đà hồi phục nhưng chậm hơn so với quý 3/2024 bởi nhu cầu nhập khẩu tại Mỹ trong các tháng cuối năm dự kiến giảm -10%QoQ do đã qua giai đoạn cao điểm nhập hàng thường niên của năm, tuy nhiên nhưng vẫn cao hơn so với cùng kỳ (+8%YoY). Bên cạnh đó, biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ so với cùng kỳ nhờ tăng giá bốc dỡ và đẩy mạnh thoái vốn các hoạt động kinh doanh không cốt lõi nhằm tập trung hoạt động kinh doanh cốt lõi.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu GMD và VSC dựa trên quan điểm triển vọng kinh doanh 2025 chưa nhiều khởi sắc nhưng giá cổ phiếu đã được chiết khấu so với giai đoạn trước đó.

### Diễn biến 9T2024 bắt đầu khởi sắc sau một năm ảm đạm

Ngành cảng trong giai đoạn 9T2024 đã có sự tăng trưởng khả quan với sản lượng khai thác trên cả nước trong 9T2024 cải thiện +19.2%YoY nhờ (i) hồi phục trên mức nền thấp và (ii) hưởng lợi từ các biến động vĩ mô (Mỹ áp thuế lên các mặt hàng của Trung Quốc, tắc nghẽn cảng tại Singapore). Đồng thời, thông tư 39/2023/TT-BGTVT có hiệu lực từ tháng 2/2024 giúp giá dịch vụ cải thiện bình quân dao động từ 3-10% tùy theo từng khu vực.

Theo số liệu kết quả kinh doanh trong 9T2024, lợi nhuận sau thuế của ngành cảng nói chung tăng trưởng tích cực với +42%YoY nhờ yếu tố tích cực được đề cập phía trên (ước tính bao gồm đã loại trừ lợi nhuận bất thường)

### Triển vọng kinh doanh trong 2025

Chúng tôi đưa ra qua điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành cảng biển, dựa trên:

- Sản lượng thông qua cảng kỳ vọng cải thiện nhưng chậm và có sự phân hóa chủ yếu đến từ nhu cầu nhập khẩu và triển vọng tiêu dùng tại Trung Quốc và Mỹ trong thời gian tới.** Trong đó:
  - Trung Quốc:** Chúng tôi cho rằng tác động từ các chính sách kinh tế giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng tại các khu vực này sẽ cải thiện nhưng có độ trễ, đồng thời triển vọng đơn hàng trong 2025 dự kiến chưa cải thiện. Theo đó, động lực tăng trưởng hàng hóa thông qua cảng tại khu vực phía Bắc dự kiến chưa có nhiều khởi sắc trong 2025.
  - Mỹ:** Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa thông qua cảng tại phía Nam trong thời gian tới phụ thuộc nhiều vào triển vọng tiêu dùng của người dân Mỹ nhờ tác dụng hạ lãi suất của FED hơn là phụ thuộc vào kế hoạch áp thuế của Trump trong nhiệm kỳ mới do độ trễ trong thực thi chính sách và tồn kho của Mỹ cao khiến các nhà nhập khẩu sẽ có xu hướng gia tăng nhập hàng tồn kho gần với thời gian áp thuế. Theo đó, chúng tôi cho rằng sản lượng thông qua cảng phía Nam dự kiến sẽ cải thiện trong 2H2025 nhờ tác động thấm thấu đến từ FED hạ lãi suất giúp cầu tiêu dùng cải thiện.

**(2) Các nhà khai thác cảng đẩy mạnh gia tăng công suất khiến cho áp lực cạnh tranh trong ngành ngày càng cao:** Dự kiến 4 bến mới đi vào hoạt động trong 2025. Theo đó, kim hãm động lực tăng giá của các doanh nghiệp khai thác cảng nhằm thu hút nguồn hàng vào cảng.

**(3) Giá dịch vụ bốc dỡ kỳ vọng đi ngang trong 2025:** Trong giai đoạn 2024, ngành cảng nói chung được hưởng lợi nhờ thông tư 39/2023/TT-BGTVT. Bước sang 2025, chúng tôi kỳ vọng giá bốc dỡ sẽ đi ngang do áp lực cạnh tranh đến từ công suất dư thừa.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu GMD và VSC dựa trên quan điểm triển vọng kinh doanh 2025 chưa nhiều khởi sắc nhưng giá cổ phiếu đã được chiết khấu so với giai đoạn trước đó.

**Bảng 1: Tổng hợp khuyến nghị của PHS (dữ liệu tại ngày 22/11/2024)**

Mã	Giá	Khuyến nghị	Giá hợp lý	Tiềm năng tăng/giảm	P/E		P/B	
					2024F	2025F	2024F	2025F
GMD	64,100	TĂNG TỶ TRỌNG	71,000	11%	19.6	20.5	2.6	2.4
VSC	15,750	TĂNG TỶ TRỌNG	18,000	14%	28.9	27.2	1.2	0.9

Nguồn: PHS tổng hợp và dự báo

## **NỘI DUNG**

<b>A. Tổng quan ngành cảng thế giới.....</b>	<b>4</b>
1. Tầm quan trọng ngày càng lớn của ngành cảng biển.....	4
2. Vai trò của Châu Á trong luồng vận động hàng hóa toàn cầu.....	5
3. Ngành cảng trước các biến động toàn cầu.....	8
4. Xu hướng và triển vọng cho ngành cảng biển thế giới.....	9
<b>B. Ngành cảng biển trong nước.....</b>	<b>12</b>
1. Tổng quan ngành cảng biển trong nước.....	12
2. Nguồn cung trong nước.....	14
3. Sản lượng khai thác.....	16
4. Triển vọng kinh doanh 2025.....	18
<b>CÔNG TY CỔ PHẦN GEMADEPT (HSX: GMD).....</b>	<b>21</b>
<b>CTCP CONTAINER VIỆT NAM (HSX: VSC).....</b>	<b>25</b>

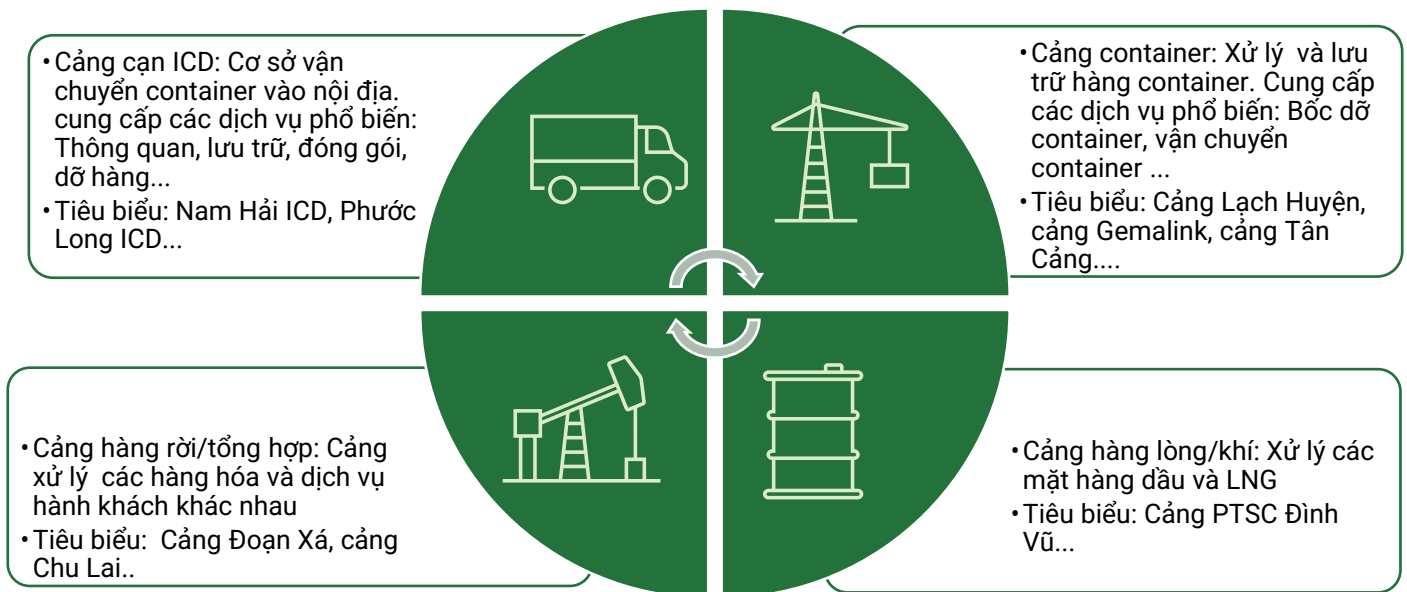
## A. Tổng quan ngành cảng thế giới

### 1. Tầm quan trọng ngày càng lớn của ngành cảng biển

Ngày nay, hoạt động vận tải nói chung và vận tải biển nói riêng đóng vai trò quan trọng chuỗi cung ứng toàn cầu. Theo đó, cảng biển là điểm trung chuyển quan trọng cho lượng hàng hóa toàn cầu và có mối quan hệ mật thiết với vận tải biển.

Các cảng biển thường được phân loại theo dịch vụ cung cấp, trong đó bao gồm: Cảng Container, Cảng hàng rời/tổng hợp & Cảng hàng lỏng/khí, Cảng ICD.

**Hình 1: 4 loại cảng biển được phân loại dựa theo dịch vụ cung cấp**



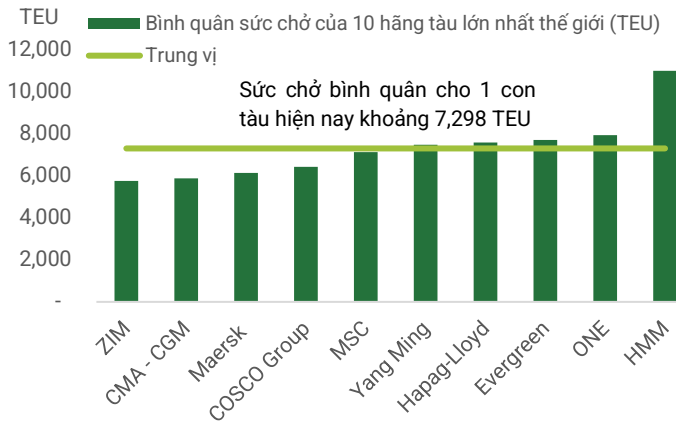
Nguồn: PHS tổng hợp

Theo số liệu chúng tôi tổng hợp, hình thức vận tải biển là loại hình phổ biến nhất (chiếm gần 70% tổng giá trị thương mại toàn cầu) so với đường hàng không hay đường bộ nhờ vào chi phí tiết kiệm hơn trong khi tải trọng vận chuyển lớn. Ước tính, các đội tàu hiện nay có sức chở bình quân khoảng 7,000 TEU đầy tải (tương đương 180 ngàn tấn), hiệu quả hơn gấp 14 ngàn lần so với xe tải thùng (\*) hoặc 1.2 ngàn lần so với vận chuyển bằng đường sắt (\*\*). Từ đó, giúp cho chi phí vận chuyển trên một đơn vị hàng hóa giảm đi đáng kể. Nhược điểm của hình thức này là thời gian vận chuyển dài hơn và nhạy cảm hơn trước các biến động địa chính trị. Các cảng biển ngoài đóng vai trò là điểm trung chuyển hàng hóa, còn cung cấp dịch vụ bốc xếp hoặc lưu trữ, xử lý hàng hóa,... là một mắt xích không thể tách rời với thương mại toàn cầu.

(\*) Ước tính dựa trên sức chở tối đa cho 1 xe tải thùng, khoảng 26,000 pound/lần vận chuyển.

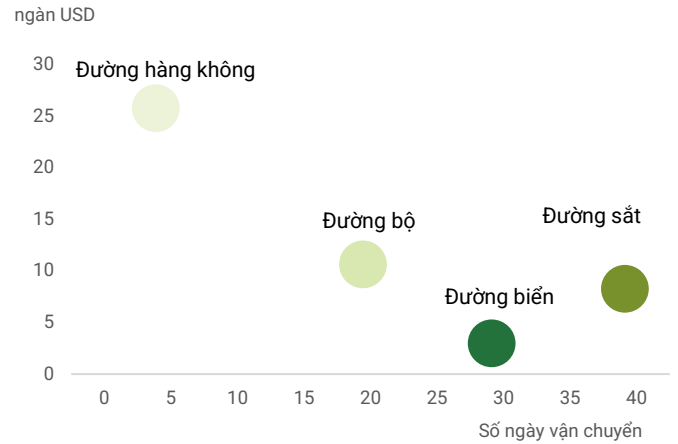
(\*\*) Ước tính dựa trên sức chở tối đa tối đa cho xe lửa, khoảng 286,000 pound/lần vận chuyển.

**Hình 2: Sức chở bình quân của 10 đội tàu lớn nhất thế giới tính đến năm 2024 (chiếm hơn 80% thị phần toàn cầu).**



Nguồn: Alphaliner, PHS tổng hợp

**Hình 3: Chi phí ước tính cho một tuyến vận chuyển tiêu biểu đi từ Trung Quốc sang EU thấp hơn so với các phương thức vận chuyển khác.**

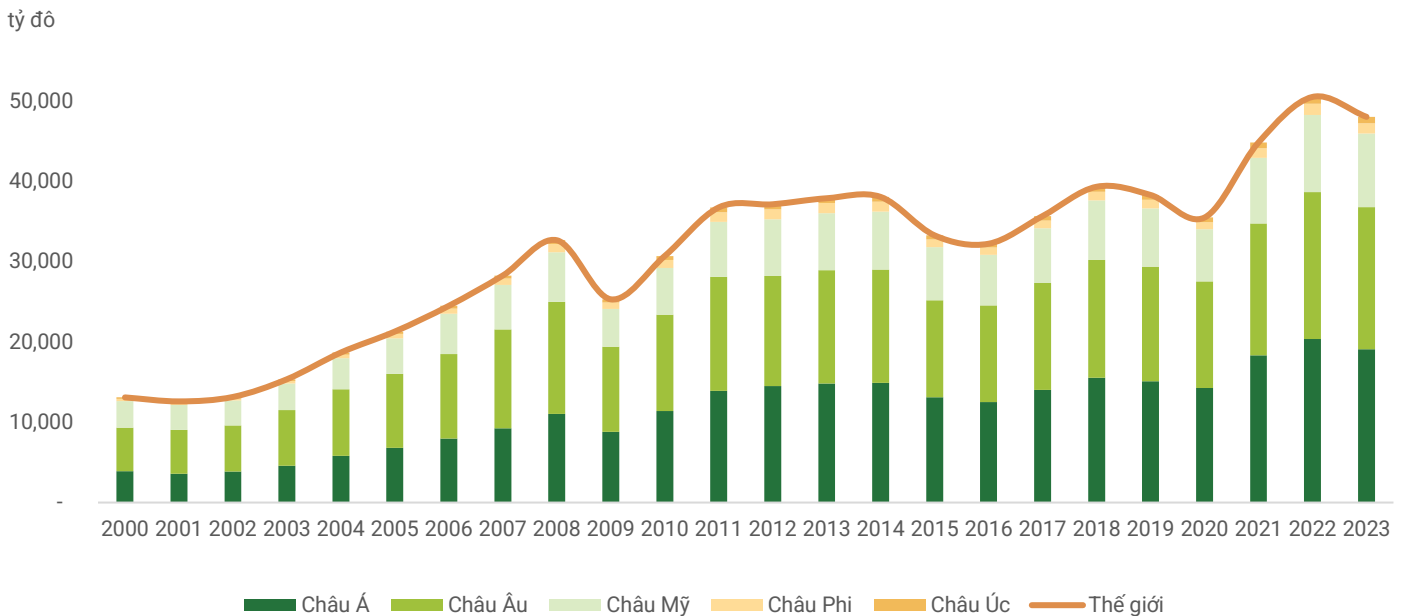


Nguồn: PHS tổng hợp

## 2. Vai trò của Châu Á trong luồng vận động hàng hóa toàn cầu

Nhờ vai trò là “công xưởng” của toàn cầu, các tuyến đường hàng hải đi từ châu Á là những tuyến “bận rộn” nhất thế giới với hơn 51% thị phần vận tải biển toàn cầu. Các nước đang phát triển tại châu Á như Trung Quốc, Ấn Độ, ASEAN luôn được biết đến là có lợi thế về chi phí sản xuất rẻ, các chính sách ưu đãi nhằm thu hút các doanh nghiệp FDI.

**Hình 4: Giá trị xuất nhập khẩu tại khu vực Châu Á tăng lên và thay thế Châu Âu nhờ nguồn nhân công giá rẻ, các chính sách thu hút vốn FDI tại khu vực này.**

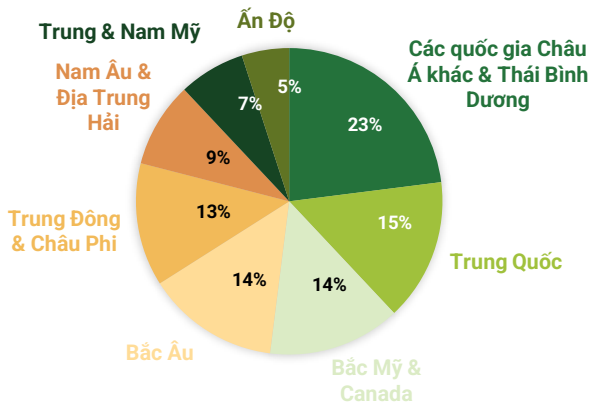


Nguồn: WTO, PHS tổng hợp

Nhờ đó, hoạt động sản xuất được gia tăng và tình hình xuất nhập khẩu được cải thiện, trở thành khu vực có tổng sản lượng container theo cảng đến và đi cao nhất so với các khu vực còn lại, lần lượt đạt 38% và 48% theo cảng đi và cảng đích. Không chỉ ở khía cạnh sản xuất, quy mô dân số châu Á

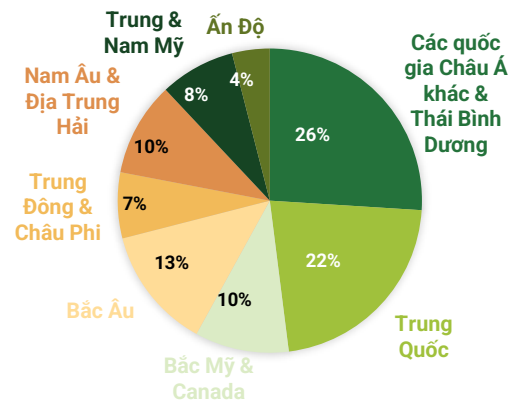
cũng vượt trội tỷ trọng hơn 60% dân số toàn cầu, vì vậy cũng được coi là thị trường tiêu thụ tiềm năng.

**Hình 5: Sản lượng container vận chuyển trên toàn cầu theo cảng đi (origin) năm 2023**



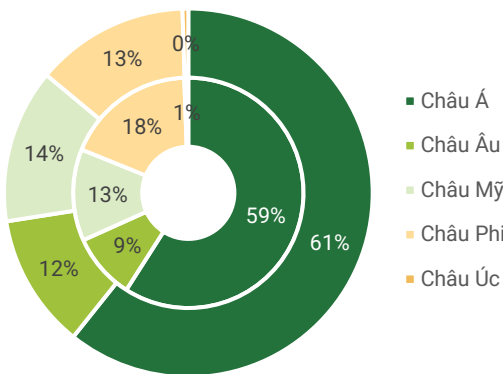
Nguồn: PHS tổng hợp

**Hình 6: Sản lượng container vận chuyển trên toàn cầu theo cảng đích (destination) năm 2023**



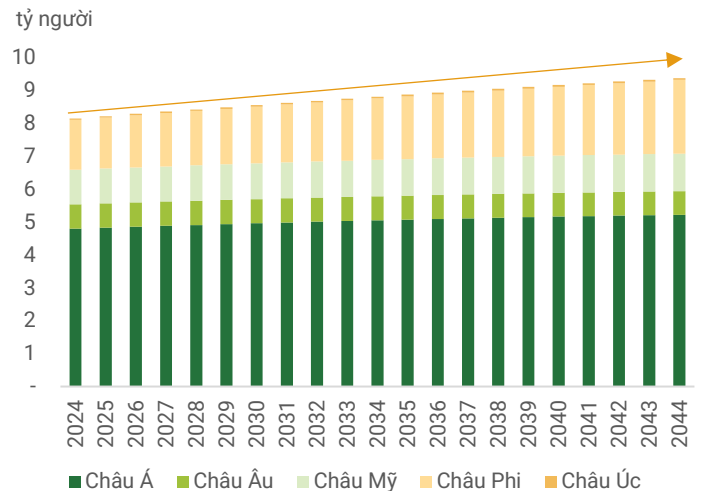
Nguồn: PHS tổng hợp

**Hình 7: Châu Á với thị trường tiêu thụ lớn nhờ quy mô dân số đông**



(\*): Vòng ngoài: năm 2023, Vòng trong: năm 2000  
Nguồn: UN's World Population Prospects, PHS tổng hợp

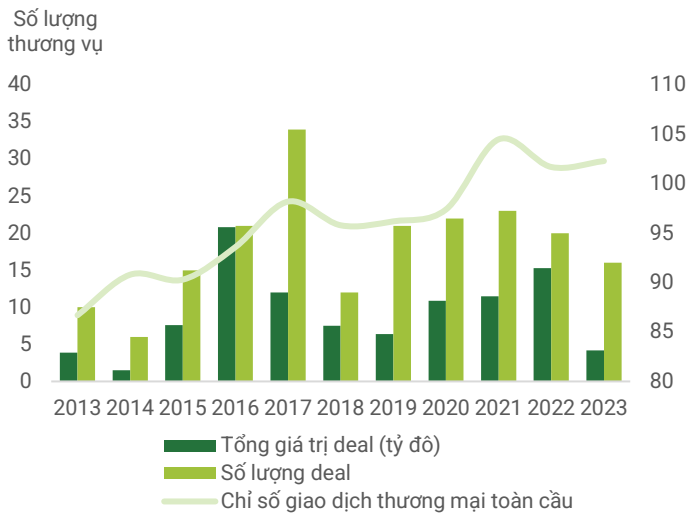
**Hình 8: Tốc độ tăng trưởng dân số theo từng khu vực trên thế giới tiếp tục tăng trưởng**



Nguồn: UN's World Population Prospects, PHS tổng hợp

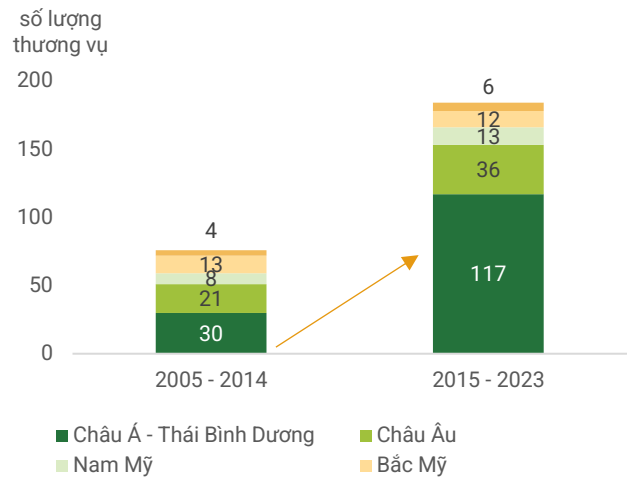
Tất cả những điều trên đã thúc đẩy xu hướng M&A trong ngành cảng biển tại khu vực châu Á gia tăng nhằm đảm bảo vị thế và khả năng tạo ra lợi nhuận vượt trội. Cụ thể: trong giai đoạn 2015 – 2023, tổng số lượng thương vụ M&A tăng gấp hơn 2.4 lần so với giai đoạn 2005 – 2014. Trong đó, tổng thương vụ tại Châu Á tăng đột biến, gấp 3.9 lần.

**Hình 9: Số lượng thương vụ và giá trị các thương vụ M&A cảng biển (\*) có xu hướng biến động với nền thương mại toàn cầu**



(\*) Không bao gồm các thương vụ đã bị hủy  
 Nguồn: PHS tổng hợp

**Hình 10: Các thương vụ M&A cảng biển(\*) có xu hướng gia tăng về "công xưởng" Châu Á trong gần 10 năm trở lại.**



(\*) Không bao gồm các thương vụ đã bị hủy  
 Nguồn: PHS tổng hợp

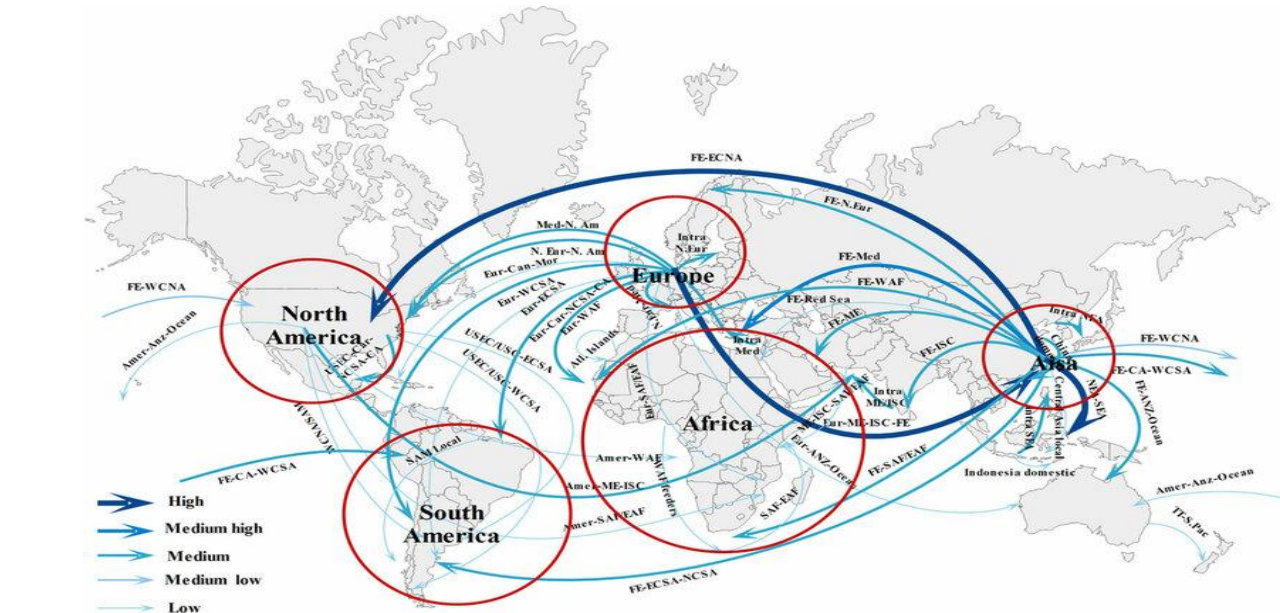
Trên thực tế, xu hướng này là tất yếu khi tần suất giao thương đường biển tại các khu vực Châu Á từ Đông Bắc Á, Nam Á, hay Đông Nam Á đều ghi nhận tăng trưởng mạnh trong hơn 1 thập kỷ qua. Tuyến đường biển quan trọng nhất phải kể đến là tuyến vận chuyển Đông – Tây với hơn 51% thị phần vận chuyển toàn cầu với các hàng hóa chuyên chở bao gồm cả hàng tiêu dùng thiết yếu lẫn các hàng hóa giá trị cao.

**Bảng 2: Thị phần và các mặt hàng vận chuyển tiêu biểu tại các tuyến hàng hải trên toàn cầu**

Tuyến vận chuyển	Thị phần	Điểm đi - Điểm đến	Mặt hàng chuyên chở tiêu biểu
<b>1. Đông – Tây (bao gồm tuyến chính và tuyến phụ)</b>	Tổng 51%. Gồm: (i)Tuyến chính: 38% (ii)Tuyến phụ: 13%	<u>Tuyến chính:</u> Châu Á – Bắc Mỹ, Tây Âu <u>Tuyến phụ:</u> Đông Á – Bắc Mỹ, Tây Âu	<u>Châu Á – Bắc Mỹ:</u> Chủ yếu điện tử, máy móc, ô tô, sản phẩm sản xuất và quần áo... <u>Châu Á – Tây Âu:</u> Đồ điện tử, hàng dệt may, máy móc hạng nặng và ô tô...
<b>2. Nội vùng (chủ yếu là Nội Á)</b>	28%	Đông Á – Đông Nam Á	Dệt may, đồ điện tử, máy móc, nguyên liệu thô, hàng tiêu dùng, nông sản...
<b>3. Nam – Nam</b>	12%	Đông Á, Tây Á – Nam Mỹ, Châu Úc, Châu Phi	Hàng hóa nông nghiệp (đậu nành, cà phê, trái cây...), khoáng sản (quặng sắt, đồng...), đồ điện tử, máy móc, hàng tiêu dùng, các sản phẩm dầu khí...
<b>4. Bắc – Nam</b>	9%	Nối Bắc Mỹ, Bắc Âu và Địa Trung Hải lại với nhau	Đường, bông, thuốc lá

Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 11: Sơ đồ luồng hàng hải và tần suất giao dịch trên các tuyến hàng hải trên toàn cầu

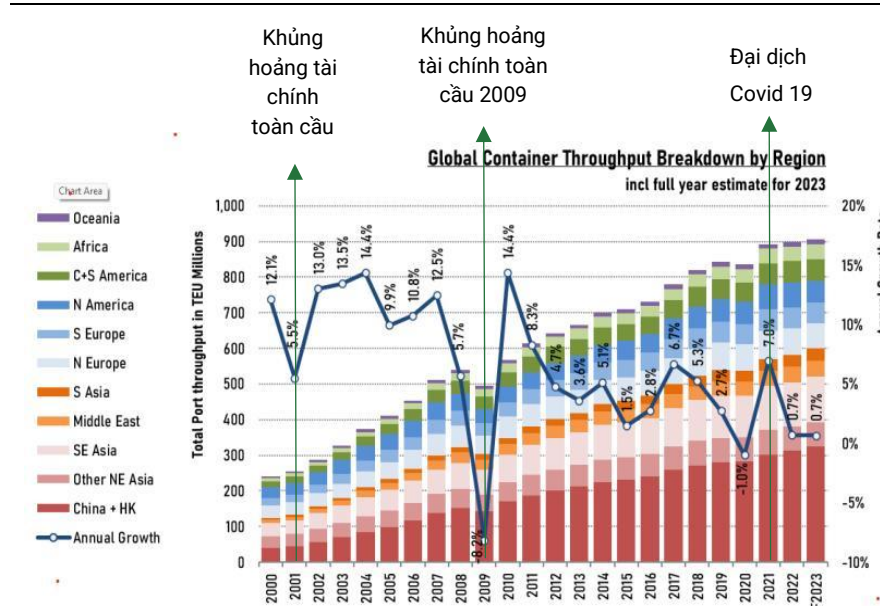


Nguồn: Researchgate, PHS tổng hợp

### 3. Ngành cảng trước các biến động toàn cầu.

Như đã đề cập bên trên, xu hướng toàn cầu hóa và chuyển dịch chuỗi cung ứng đã tác động mạnh mẽ đến dòng chảy thương mại và từ đó ảnh hưởng đến toàn bộ ngành. Trong giai đoạn 10 năm trở lại, chúng tôi thấy có hai tác nhân chính ảnh hưởng lên bức tranh toàn ngành là đại dịch Covid-19 và biến động địa chính trị. Đại dịch không chỉ ảnh hưởng đến tắc nghẽn chuỗi cung ứng mà còn gây tác động không thể chối bỏ đến kinh tế toàn cầu. Thực tế, sau 2 năm kể từ khi đại dịch kết thúc, nhiều quốc gia vẫn còn đang chật vật trong bài toán tăng trưởng. Qua đó, tác động gián tiếp đến sản lượng container toàn cầu.

Hình 12: Sản lượng container toàn cầu chịu tác động bởi tình hình chung của nền kinh tế toàn cầu

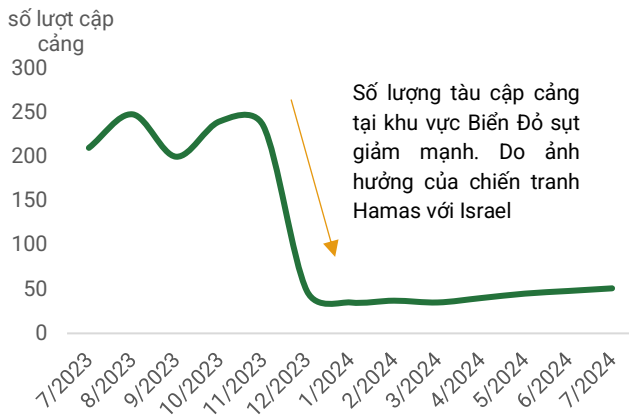


Nguồn: Lynerlitica, PHS tổng hợp



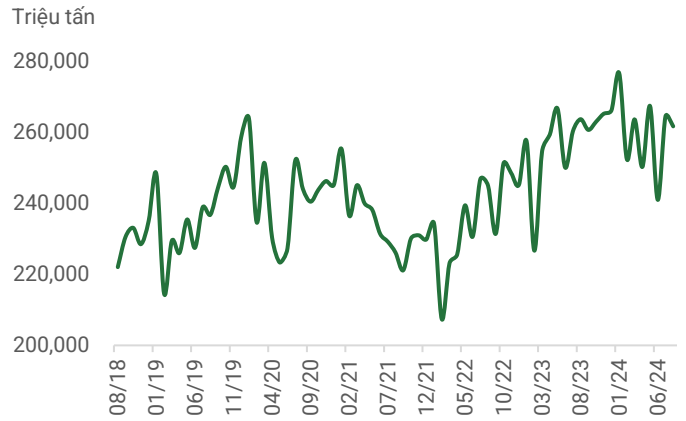
Và sau khi đại dịch đi qua, thế giới lại phải đối diện với tình trạng địa chính trị leo thang như xung đột giữa Israel - Hamash. Các yếu tố này đã thúc đẩy đà tăng của giá cước vận tải trong năm 2024 cũng như ảnh hưởng lên sản lượng khai thác cảng trong thời gian vừa qua.

**Hình 13: Số lượt tàu cập cảng tại khu vực Biển Đỏ sụt giảm nghiêm trọng so với cùng kỳ do xung đột địa chính trị**



Nguồn: Sea-Intelligence, PHS tổng hợp

**Hình 14: Lượng tàu cập cảng tại Singapore tính theo tổng tải trọng vận chuyển có xu hướng tăng trong tháng 7/2024 do tác động gián tiếp của chiến tranh ở Biển Đỏ gây xáo trộn lịch trình tàu cập cảng.**



Nguồn: MPA's Singapore, PHS tổng hợp

#### 4. Xu hướng và triển vọng cho ngành cảng biển thế giới

Chúng tôi cho rằng ngành cảng biển vẫn có những cơ hội & thách thức trong giai đoạn tới, đặc biệt trong bối cảnh biến động địa chính trị ngày càng căng thẳng. Theo đó, ngành cảng cũng sẽ ngày càng phân hóa dựa vào vị trí cũng như công suất của các cảng. Qua đó, chúng tôi dự kiến các xu hướng sau sẽ tiếp tục định hình ngành cảng trong giai đoạn 2025F – 2026F:

##### 1. Đẩy mạnh hoạt động đầu tư mở rộng công suất thay vì M&A:

Mặc dù ngành cảng biển vẫn có tiềm năng nhờ vào xu hướng M&A giúp tăng mức độ liên kết giữa hãng tàu và cảng biển nhưng chúng tôi cho rằng tăng trưởng công suất khai thác thông qua M&A trong các năm tới chỉ ở mức thấp từ 2 – 3%, trong khi đó chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp trong ngành sẽ thúc đẩy hoạt động đầu tư để gia tăng công suất (đầu tư thêm cảng nước sâu, mở rộng chiều dài cầu bến ...).

**Hình 15: Dự báo công suất cảng tăng nhẹ do tăng các hoạt động M&A và tư nhân hóa giai đoạn 2022 - 2027**



Công suất dự kiến tăng thông qua M&A đến năm 2027 (triệu TEU)

Nguồn: Drewry, PHS tổng hợp

## 2. Các cảng biển lớn tại Châu Á đẩy mạnh mở rộng công suất nhằm nắm bắt cơ hội gia tăng năng lực cạnh tranh trong dài hạn

Ngành cảng biển thế giới tương đối phân hóa, các cảng biển lớn tập trung chủ yếu tại các quốc gia Châu Á. Trong 20 cảng biển hàng đầu thế giới, cảng biển châu Á chiếm 15/20 với khoảng 37% thị phần cảng biển toàn cầu trong 2023. Nhìn chung, thị phần tại các cảng biển Châu Á không có biến động nhiều do mức độ cạnh tranh trong ngành tương đối cao.

**Bảng 3: Thị phần 20 doanh nghiệp cảng biển hàng đầu thế giới từ 2017 - 2023**

STT	Cảng	Quốc gia	2017	2018	2019	2022	2021	2022	2023
1	Shanghai	Trung Quốc	5.40%	5.40%	5.40%	5.50%	5.50%	5.50%	5.60%
2	Singapore	Singapore	4.50%	4.70%	4.60%	4.60%	4.40%	4.30%	4.50%
3	Ningbo-Zhoushan	Trung Quốc	3.30%	3.40%	3.40%	3.60%	3.70%	3.90%	4.00%
4	Shenzhen	Trung Quốc	3.40%	3.50%	3.20%	3.30%	3.40%	3.50%	3.40%
5	Guangzhou	Trung Quốc	2.70%	2.80%	2.90%	2.90%	2.80%	2.90%	2.90%
6	Busan	Hàn Quốc	2.70%	2.80%	2.70%	2.70%	2.70%	2.60%	2.60%
7	Qingdao	Trung Quốc	2.40%	2.30%	2.60%	2.80%	2.80%	3.00%	3.30%
8	Hong Kong	Trung Quốc	2.80%	2.50%	2.30%	2.30%	2.10%	1.90%	1.60%
9	Tianjin	Trung Quốc	2.00%	2.00%	2.20%	2.30%	2.40%	2.40%	2.50%
10	Rotterdam	Hà Lan	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.60%	1.50%
11	Jebel Ali	Ả Rập	2.10%	1.90%	1.80%	1.70%	1.60%	1.60%	1.70%
12	Port Klang	Malaysia	1.80%	1.60%	1.70%	1.70%	1.60%	1.40%	1.50%
13	Xiamen	Trung Quốc	1.40%	1.30%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%
14	Antwerp	Bỉ	1.40%	1.40%	1.40%	1.50%	1.40%	1.60%	1.40%
15	Kaohsiung	Đài Loan	1.40%	1.30%	1.30%	1.20%	1.20%	1.00%	1.10%
16	Dalian	Trung Quốc	1.30%	1.20%	1.30%	0.80%	0.40%	0.50%	0.60%
17	Los Angeles	Mỹ	1.30%	1.20%	1.20%	1.20%	1.30%	1.10%	0.90%
18	Hamburg	Đức	1.20%	1.10%	1.20%	1.10%	1.00%	0.90%	0.90%
19	Tanjung Pelepas	Malaysia	1.10%	1.10%	1.10%	1.20%	1.30%	1.20%	1.20%
20	Laem Chabang	Thái Lan	1.00%	1.00%	1.00%	0.90%	1.00%	1.00%	1.00%

Nguồn: PHS tổng hợp

Hoạt động gia tăng công suất thiết kế ở các cảng biển lớn tại Châu Á diễn ra tương đối mạnh mẽ, tiêu biểu như:

- Trung Quốc: Bến Luojing với công suất thiết kế tăng thêm 2.6 triệu TEU cho cảng Shanghai đã đi vào hoạt động trong tháng 8/2024 sau gần 2 năm xây dựng.
- Singapore: Cảng Tuas Megaport kế hoạch tăng thêm 4 triệu TEU
- Indonesia: Cảng Tanjung Priok Port giai đoạn 2 đã mở rộng tới 8 triệu TEU trong năm 2019 – 2024.
- Việt Nam: Cảng Cái Mép với mở rộng công suất Gemalink thêm 1.2 triệu TEU trong năm 2026 – 2028.

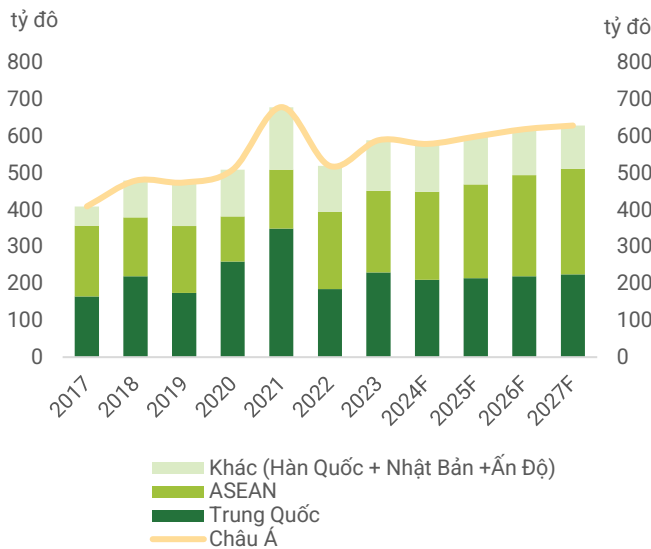
**Chúng tôi nhận thấy động lực chính khiến các cảng tại Châu Á gia tăng công suất chủ yếu đến từ:**

**(1) Xu hướng dịch chuyển sản xuất để đa dạng hóa rủi ro địa chính trị:** Với diễn biến phức tạp từ tác động của cạnh tranh chiến lược Trung – Mỹ. Các doanh nghiệp sản xuất có xu hướng chuyển một phần hoặc toàn bộ sang các quốc gia khác nhằm phân tán rủi ro đứt gãy chuỗi cung ứng khiến cho hoạt động sản xuất có thể bị đình trệ.

**(2) Gia tăng khả năng tiếp nhận tàu vào cảng do cỡ tàu tăng:** Các hãng tàu hiện nay đang có xu hướng tăng kích cỡ nhằm gia tăng năng suất và tiết kiệm chi phí vận chuyển. Do đó, khi tàu cập vào các bến cảng lớn, đòi hỏi các bến cảng phải đủ điều kiện để đáp ứng được trọng tải lớn của tàu: mớn nước, chiều dài cầu bến...

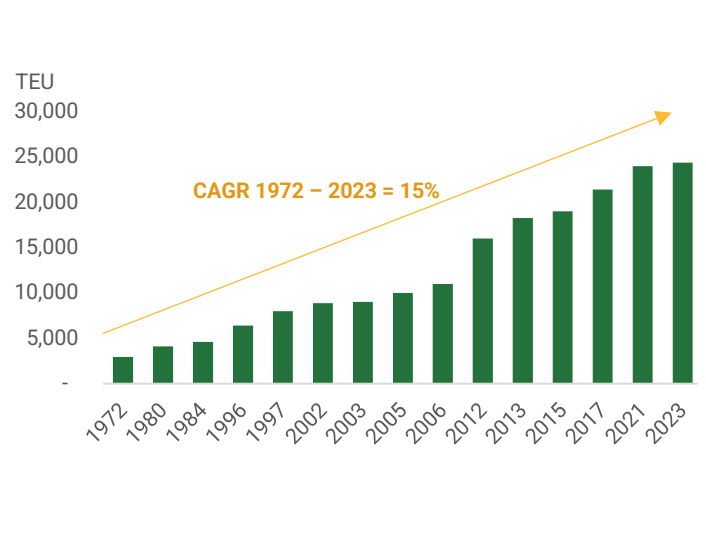
**(3) Tạo tiền đề để đón đầu cơ hội tăng trưởng** trong bối cảnh lĩnh vực hậu cần đang cạnh tranh gay gắt.

**Hình 16: FDI của khối ASEAN kỳ vọng được cải thiện nhờ sự dịch chuyển sản xuất khỏi Trung Quốc**



Nguồn: EIU, PHS tổng hợp

**Hình 17: Kích cỡ tàu có xu hướng gia tăng, đòi hỏi cảng biển nâng cao khả năng tiếp nhận tàu vào cảng**



Nguồn: PHS tổng hợp

### 3. Xu hướng thay đổi liên minh hãng tàu

Liên minh vận tải biển là hình thức hợp tác giữa các công ty vận tải biển, các hãng tàu và các tổ chức liên quan trong việc cung cấp dịch vụ vận tải biển quốc tế. Mục tiêu của các liên minh này là tối ưu hóa nguồn lực và cung cấp dịch vụ toàn diện cho người gửi hàng.

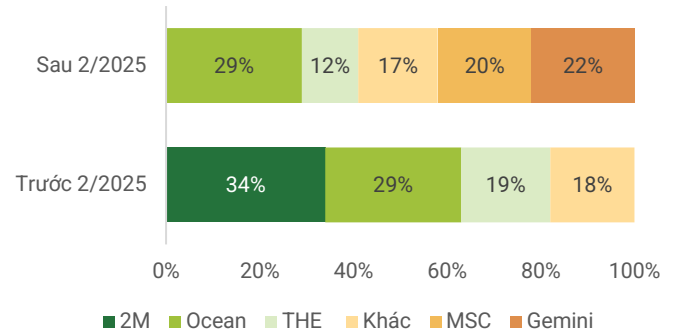
Liên minh vận tải biển lâu đời nhất – 2M – Dự kiến sẽ tan rã trong tháng 2/2025. Theo đó từ 2/2025 trở đi, cơ cấu liên minh hãng tàu sẽ thay đổi như sau:

**Hình 18: Cơ cấu các đội tàu trong liên minh thay đổi khi liên minh 2M tan rã vào 2/2025.**



Nguồn: PHS tổng hợp

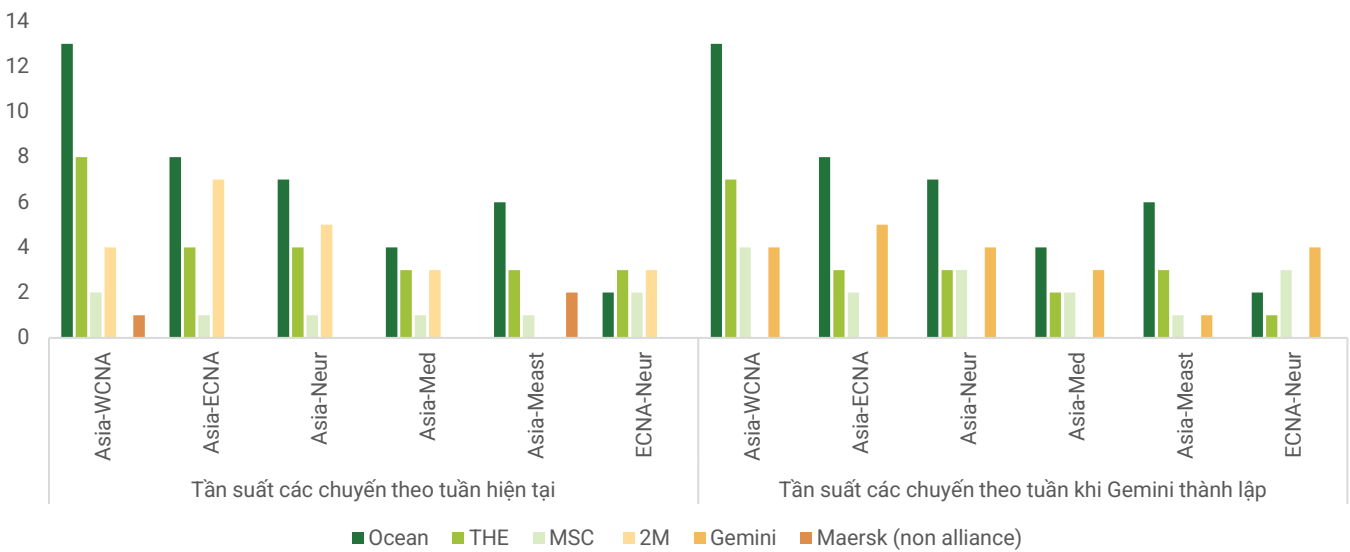
**Hình 19: Cơ cấu tải trọng đội tàu trước sau khi thành lập liên minh mới từ sau 2/2025**



Nguồn: PHS tổng hợp

Khi cơ cấu liên minh thay đổi vào trong 2/2025, sẽ định hình lại động lực cạnh tranh của ngành hàng hải toàn cầu do thay đổi đáng kể trong hoạt động phân phối đội tàu vận chuyển. Từ đó, các hãng tàu có sự thay đổi trong hoạt động cập cảng làm hàng, gây ảnh hưởng lên sản lượng container khai thác ở từng khu vực.

**Hình 20: Phân bố số tuyến/tuần hoạt động tại một số khu vực vận chuyển chính bị thay đổi do thay đổi liên minh**



Nguồn: Drewry, PHS tổng hợp

## B. Ngành cảng biển trong nước

### 1. Tổng quan ngành cảng biển trong nước

#### 1.1. Hoạt động xuất nhập khẩu gắn liền với hoạt động khai thác cảng

Việt Nam là nền kinh tế có độ mở tương đối lớn với chỉ số giá kim ngạch xuất nhập khẩu/GDP trong 2023 ước đạt 153% (chưa bao gồm kim ngạch xuất nhập khẩu dịch vụ). Do đó, hoạt động xuất nhập khẩu và hàng hóa thông qua cảng biển cũng sẽ chịu tác động bởi biến động từ các quốc gia có độ giao thương lớn với Việt Nam.

**Hình 21: Độ mở của nền kinh tế Việt Nam tương đối lớn nhờ chỉ số kim ngạch XNK(\*)/GDP cao**



(\*) Chưa bao gồm kim ngạch XNK dịch vụ  
Nguồn: GSO, PHS ước tính và tổng hợp

**Hình 22: Sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển động cùng chiều với tình hình xuất nhập khẩu hàng hóa**

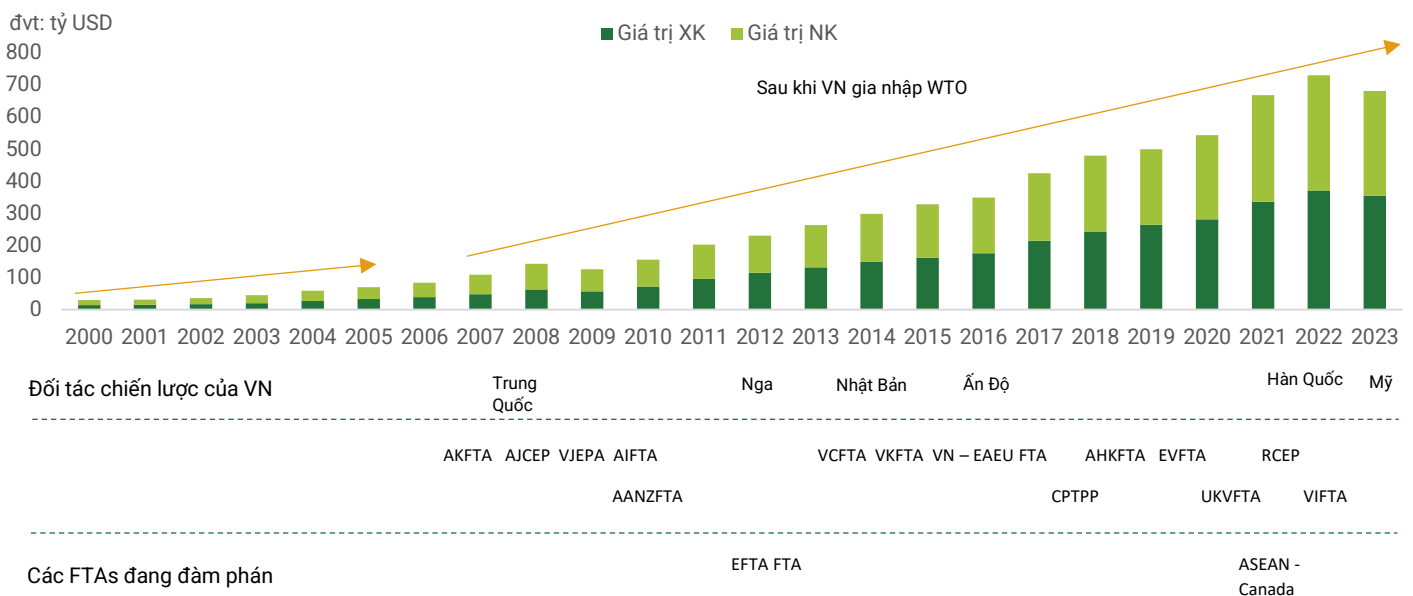


Nguồn: GSO, VPA, PHS tổng hợp

Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam được cải thiện mạnh mẽ kể từ sau khi Việt Nam gia nhập WTO, thông qua ký kết các hiệp định FTAs và Việt Nam trở thành đối tác chiến lược với các quốc gia lớn. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất nhập khẩu trong trung và dài hạn tiếp tục được cải thiện nhờ:

- (1) Hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển sản xuất khỏi Trung Quốc
- (2) Triển vọng nhu cầu tiêu thụ hồi phục tại các đối tác giao thương lớn của Việt Nam.

**Hình 23: Hoạt động xuất nhập khẩu Việt Nam được cải thiện nhờ ký kết các hiệp định FTAs và trở thành đối tác chiến lược với các quốc gia lớn.**



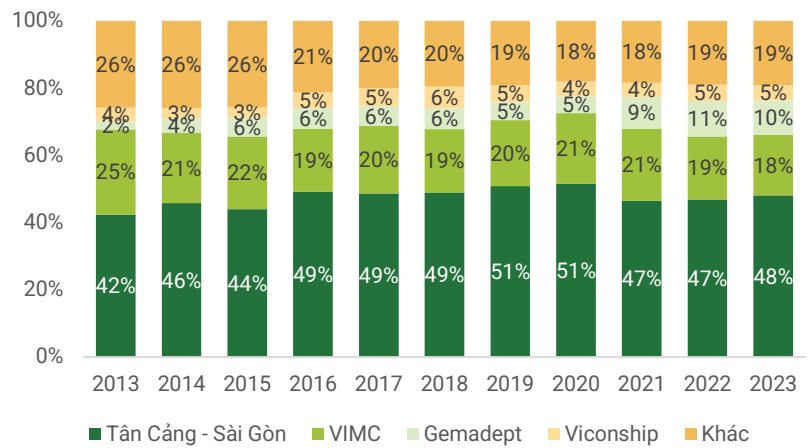
Nguồn: Tổng cục hải quan VN, GSO, PHS tổng hợp

## 1.2. Thị phần ngành cảng biển Việt Nam

Hiện Việt Nam đang có 34 cảng biển trải dài từ Bắc vào Nam. Tuy nhiên thị phần cảng biển lại có mức độ tập trung tương đối cao chủ yếu tại các doanh nghiệp có vốn Nhà nước, trong đó

- 2 doanh nghiệp có vốn nhà nước Tân Cảng – Sài Gòn và VIMC chiếm hơn 60% thị phần toàn ngành và duy trì thị phần tương đối ổn định.
- Các doanh nghiệp tư nhân chiếm thị phần nhỏ dưới 40%. Trong đó, doanh nghiệp GMD có thị phần thay đổi tương đối tích cực từ 2% lên 10% trong 11 năm qua, nhờ chiến lược chuyển từ tập trung logistics sang hoạt động khai thác cảng.

**Hình 24: Ngành cảng biển Việt Nam trong 11 năm qua (2013 – 2023) được thống lĩnh bởi các doanh nghiệp có vốn nhà nước và nhìn chung không có nhiều thay đổi đáng kể về thứ tự thị phần trong ngành.**



Nguồn: VPA, PHS ước tính và tổng hợp

## 2. Nguồn cung trong nước

### 2.1. Mức độ cạnh tranh ngành cảng biển

Cạnh tranh trong ngành cảng biển chủ yếu cạnh tranh về giá. Mức độ cạnh tranh ngành cảng biển Việt Nam hiện nay tương đối cao, chủ yếu do áp lực dư cung khiến các nhà khai thác cảng cạnh tranh với nhau bằng giá nhằm thu hút nguồn hàng vào cảng. Chúng tôi cho rằng mức độ cạnh tranh về giá sẽ tiếp tục gia tăng trong ngắn hạn, chủ yếu do:

**(1) Tăng trưởng sản lượng trong ngắn hạn chưa đáp ứng công suất dư thừa:** Trong 2025, ước tính công suất thiết kế chỉ tăng ở khu vực phía Bắc. Cụ thể:

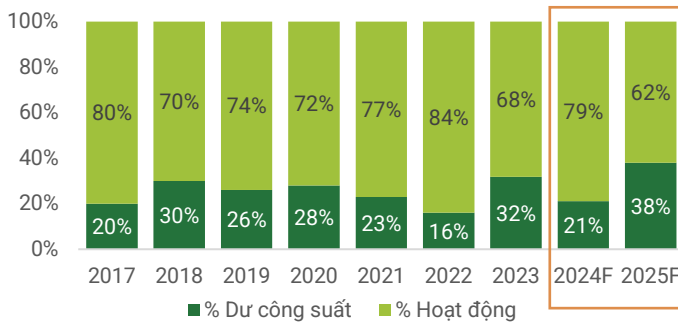
- Miền Bắc: 4 bến cảng Lạch Huyện dự kiến đi vào hoạt động trong quý 2/2025 và cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 sẽ đi vào hoạt động trong cuối 2025. Theo đó, ước tính tăng thêm +17% công suất thiết kế trong 2025. Bên cạnh đó, với khả năng hấp thụ thấp nhất so với các nhóm cảng khác trên cả nước với CAGR 2019 – 2023 chỉ đạt khoảng 3%/năm. Từ đó, thúc đẩy tình trạng dư thừa công suất lên cao.

- Miền Nam: Trong 2025, khu vực phía Nam chưa có dự án nào đi vào hoạt động. Đồng thời với khả năng hấp thụ tại khu vực phía Nam kỳ vọng được cải thiện nhờ tốc độ tăng trưởng sản lượng cao thứ 2 trên cả nước với CAGR 2019 – 2023 đạt 5%/năm. Chúng tôi cho rằng tình trạng dư cung trong 2025 sẽ cải thiện hơn so với khu vực phía Bắc.

**(2) Phần lớn các doanh nghiệp trong ngành không có nhiều sự khác biệt trong cung cấp dịch vụ khai thác cảng.** Do đó, các hãng tàu có nhiều sự lựa chọn trong việc tìm điểm đến làm hàng. Trong tháng 12/2023, Bộ GTVT đã ban hành thông tư 39/2023/TT-BGTVT, nhằm nâng giá bốc dỡ các cảng biển trong nước. Theo đó, giá dịch vụ bốc dỡ bình quân dự kiến tăng tối đa 10% so với trước đây. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy mức độ hưởng lợi mang tính chất phân hóa. Cụ thể, những cảng có (i) khả năng khai thác cao (ii) vị trí thuận lợi sẽ có lợi thế hơn trong việc nâng giá trong khi các cảng có vị thế kém hơn thì phải giảm các chi phí dịch vụ khác để bù đắp cho khách hàng khi tăng giá dịch vụ bốc dỡ.

**Hình 25: Các dự án đầu tư mới vào cảng biển nước sâu ở Hải Phòng trong 2025 tiếp tục đẩy tình trạng dư thừa công suất lên cao.**

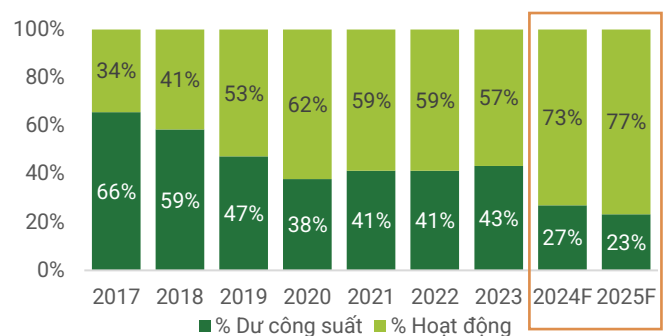
Bến cảng số 3 & 4 (PHP), 5 & 6 (Hateco) ở Lạch Huyện và Nam Đình Vũ giai đoạn 3 (GMD) ở Hạ nguồn sông Cấm đi vào hoạt động. Tiếp tục đưa tình trạng dư thừa công suất lên cao.



Nguồn: VPA, PHS ước tính và tổng hợp

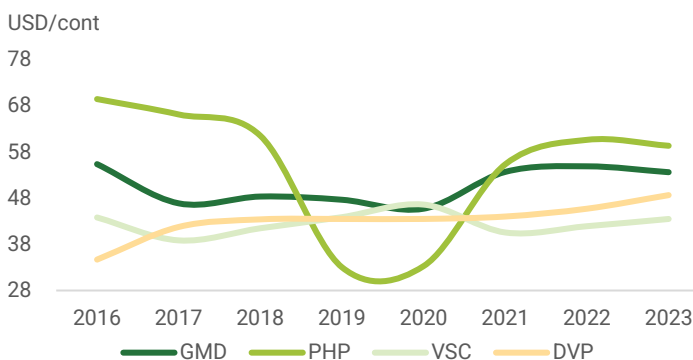
**Hình 26: Dư thừa công suất ở cảng Cái Mép – Thị Vải được cải thiện nhờ nâng cao khả năng thu hút nguồn hàng**

Tình trạng dư thừa công suất tại Cái Mép ước tính giảm trong 2024 – 2025 nhờ (i) số lượng tàu cập cảng tăng và (ii) thu hút nguồn hàng dư thừa ở cảng Hồ Chí Minh



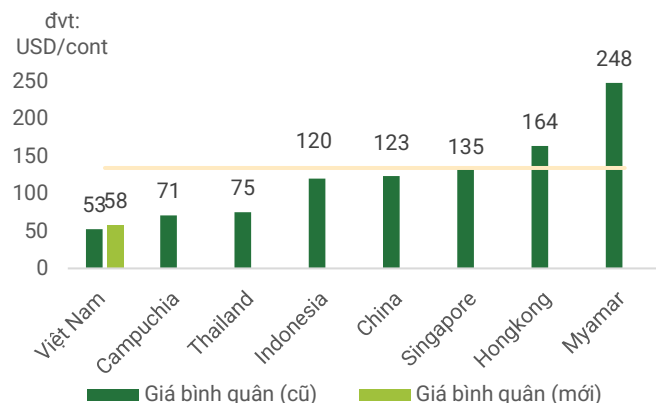
Nguồn: VPA, PHS tổng hợp

**Hình 27: Đơn giá bình quân của một số doanh nghiệp khai thác cảng không chênh lệch quá nhiều do áp lực cạnh tranh**



Nguồn: PHS tổng hợp và ước tính

**Hình 28: Giá bốc dỡ bình quân của Việt Nam sau điều chỉnh vẫn thấp hơn so với các quốc gia trong khu vực**



Nguồn: PHS tổng hợp

### 3. Sản lượng khai thác

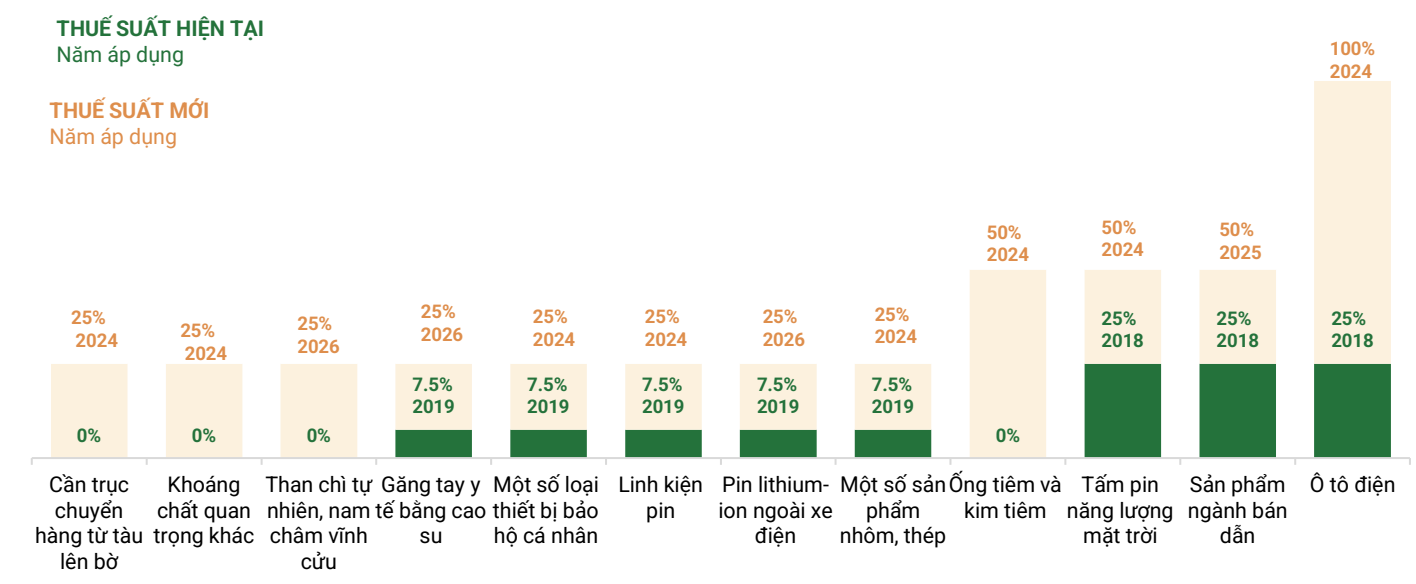
Giá trị xuất nhập khẩu với các nước Trung Quốc, Mỹ, EU và Hàn Quốc chiếm khoảng 70% giá trị xuất nhập khẩu của Việt Nam. Do đó, biến động trong diễn biến thương mại quốc tế, đặc biệt là của các quốc gia có độ giao thương lớn với Việt Nam đều sẽ tác động trực tiếp tới hoạt động xuất nhập khẩu và sản lượng khai thác cảng. Sản lượng khai thác cảng ở Việt Nam trong 9 tháng vừa qua có cải thiện tích cực và không theo tính mùa vụ, nhờ hưởng lợi từ các sự kiện:

**(1) Mỹ tăng áp thuế đối với các mặt hàng của Trung Quốc:** Trong tháng 5/2024, Mỹ thông báo tăng thuế hàng loạt đối với các mặt hàng của Trung Quốc, có tổng kim ngạch nhập khẩu hàng năm vào Mỹ khoảng 18 tỷ USD.

Trong quá khứ, vào giai đoạn chiến tranh thương mại 2018, việc Mỹ áp thuế lên các mặt hàng nhập khẩu từ Trung Quốc đã làm gia tăng xu hướng dịch chuyển luồng hàng hóa, từ đó, làm giá cước vận chuyển tăng mạnh, đặc biệt là trước khi thuế suất có hiệu lực. Theo đó, các doanh nghiệp khai thác cảng có các chuyển vận chuyển từ Châu Á tới bờ Tây nước Mỹ được hưởng lợi từ sự kiện trên (trong đó có Việt Nam).

**(2) Tình trạng tắc nghẽn cảng tại Singapore:** Theo như GMD chia sẻ, trong quý 1 và quý 2/2024, 1 số hãng tàu đã đưa thêm 1 số chuyến tàu vào cảng Gemalink để giải phóng lượng hàng bị tắc nghẽn ở cảng Singapore (ước tính khoảng 10 chuyến tàu adhoc, ngoài 8 tuyến hiện hữu hiện). Đánh giá, nếu tình hình tiếp tục kéo dài, 1 số hãng tàu có thể chuyển trung tâm chuyển tải hàng hóa từ Sing sang 1 số nước khác (khu vực Cái Mép và Hải Phòng).

**Hình 29: Mỹ tăng thuế suất đối với một số mặt hàng có nguồn gốc từ Trung Quốc.**



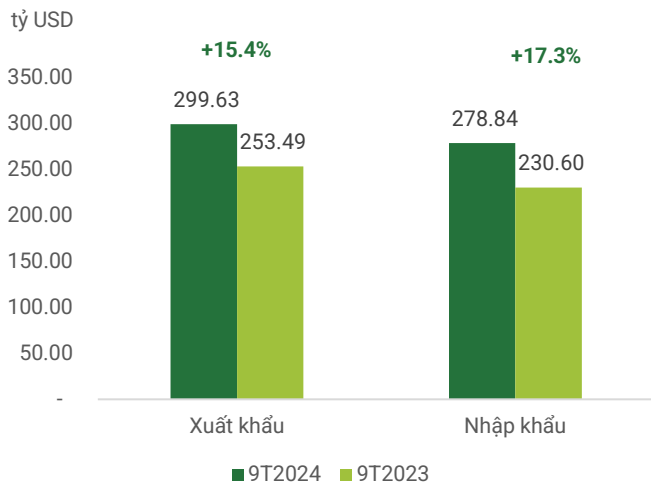
Nguồn: VnEconomy, The White House, PHS tổng hợp



Trong 9 tháng đầu năm 2024, tổng giá trị kim ngạch xuất nhập khẩu đã cải thiện +19.5%YoY. Nhờ đó, sản lượng khai thác cảng trên cả nước cũng hồi phục +19.2%YoY trên mức nền thấp cùng kỳ và hưởng lợi từ xu hướng tắc nghẽn cảng.

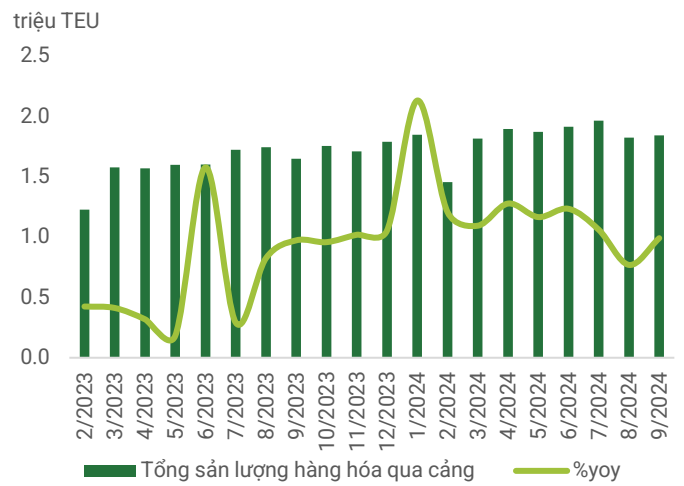
Chúng tôi tiếp tục duy trì kỳ vọng trong các tháng cuối năm, sản lượng khai thác cảng tiếp tục tăng so với với cùng kỳ nhờ nhu cầu tiêu dùng cải thiện nhưng với mức độ tăng khiêm tốn hơn do đã qua giai đoạn cao điểm tích trữ hàng tồn kho.

**Hình 30: Hoạt động xuất nhập khẩu cải thiện trong 9T2024**



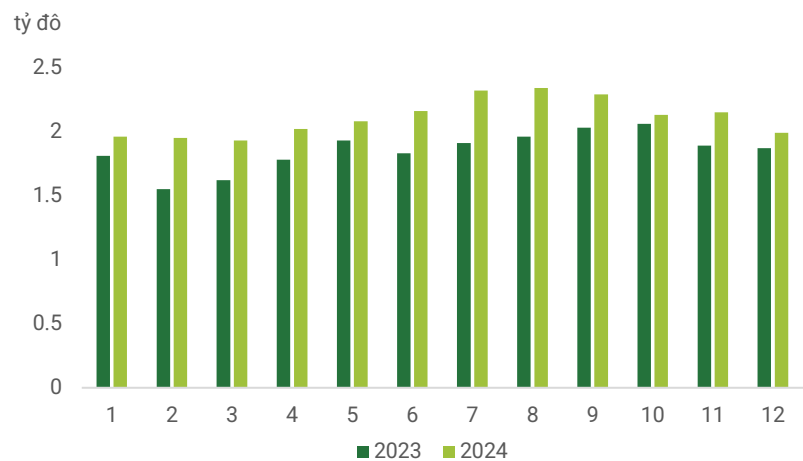
Nguồn: Tổng cục hải quan, PHS tổng hợp

**Hình 31: Sản lượng khai thác cảng trên cả nước trong 9T2024 dần hồi phục**



Nguồn: VPA, PHS tổng hợp

**Hình 32: Dự phóng sản lượng container tại Mỹ trong Q4/2024 dự kiến cải thiện +8%YoY nhờ nhu cầu cải thiện, nhưng vẫn thấp -10%QoQ do qua giai đoạn nhập hàng cao điểm thường niên.**



Nguồn: NFR, PHS tổng hợp

#### 4. Triển vọng kinh doanh 2025

Chúng tôi đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với triển vọng ngành trong 2025 dựa trên các quan điểm:

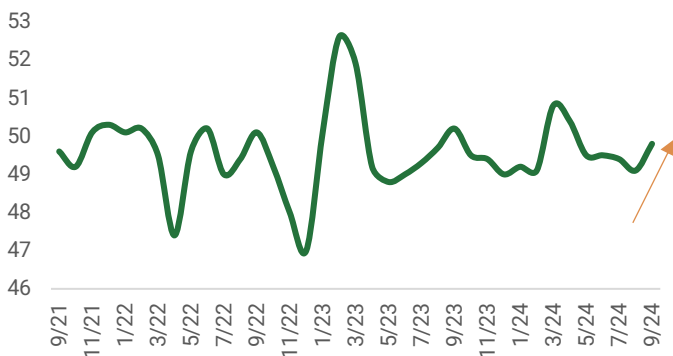
(1) **Sản lượng thông qua cảng kỳ vọng cải thiện và có sự phân hóa** và có sự phân hóa chủ yếu đến từ triển vọng tiêu dùng tại Trung Quốc và Mỹ. Cụ thể:

- **Trung Quốc:** Mặc dù chỉ số PMI trong tháng 9/2024 có xu hướng tăng sau và tỷ lệ thất nghiệp lao động tại Trung Quốc trong tháng 9/2024 có suy giảm về gần mức thấp nhất trong 3 năm gần đây.

Tuy nhiên, các đơn hàng đặt hàng mới tại Trung Quốc dự báo xu hướng giảm trong năm 2025. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng cho rằng các biện pháp kích cầu của Trung Quốc sẽ giúp cầu tiêu dùng cải thiện nhưng chậm vì độ trễ của chính sách.

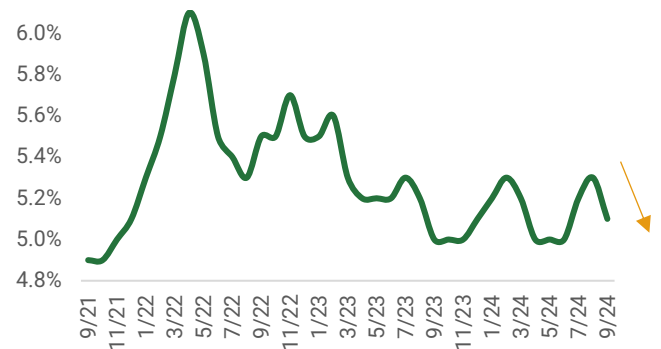
⇒ Vì vậy, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu dùng tại Trung Quốc kỳ vọng chưa có nhiều cải thiện tích cực trong 2025.

**Hình 33: Chỉ số PMI Trung Quốc trong tháng 9/2024 có dấu hiệu cải thiện**



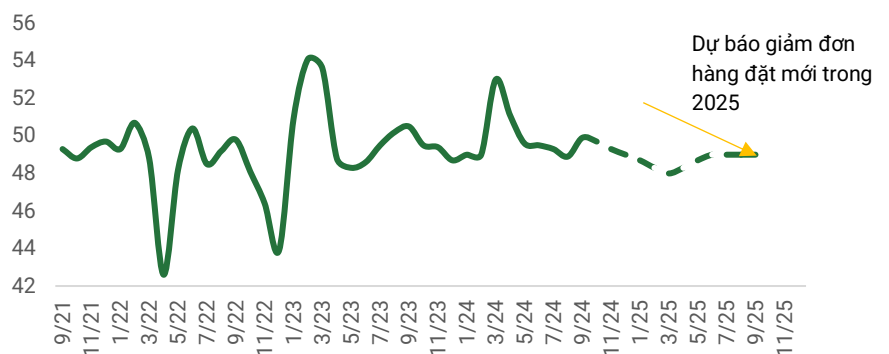
Nguồn: NBS, PHS tổng hợp

**Hình 34: Tỷ lệ người lao động thất nghiệp tại Trung Quốc có xu hướng giảm trong tháng 9/2024**



Nguồn: NBS, PHS tổng hợp

**Hình 35: Đơn hàng đặt mới tại các nhà máy Trung Quốc kỳ vọng giảm trong 2025**



Nguồn: Tradingeconomics, PHS tổng hợp

- **Mỹ:** Chúng tôi cho rằng triển vọng hàng hóa thông qua cảng trong thời gian tới phụ thuộc nhiều vào triển vọng tiêu dùng của người

dân Mỹ nhờ tác dụng hạ lãi suất của FED hơn là phụ thuộc vào kế hoạch áp thuế của Trump trong nhiệm kỳ mới.

Chúng tôi nhận thấy giai đoạn 2025 có những đặc điểm tương đồng với giai đoạn trong 2018 – 2019 dựa trên bối cảnh (i) Trump lên kế hoạch áp thuế đối với hàng nhập khẩu trong nhiệm kỳ (ii) tồn kho Mỹ duy trì mức cao. Theo đó, nhìn về giai đoạn 2018 – 2019 để lấy thông tin, chúng tôi nhận thấy:

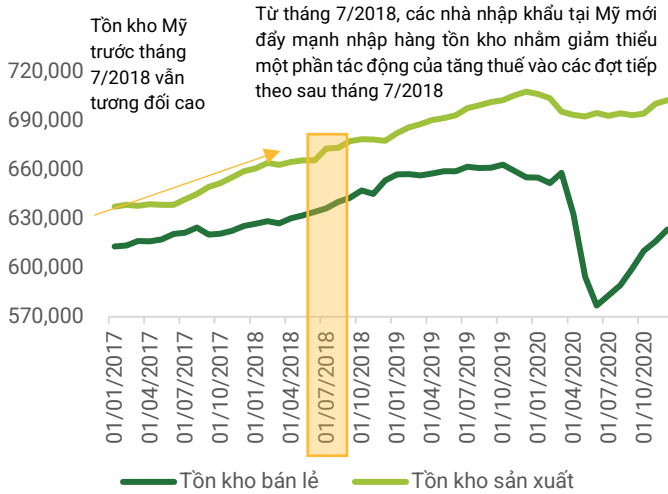
- (1) Kế hoạch áp thuế của Trump sẽ có độ trễ khoảng 1 năm kể từ ngày kêu gọi chính sách thuế quan chặt chẽ hơn.
- (2) Tồn kho Mỹ duy trì mức cao, khiến cho các nhà nhập khẩu nhập hàng vào sát thời điểm ban hành quy định thuế suất nhập khẩu mới thay vì nhập hàng sớm.
  - ⇒ Do đó, chúng tôi kỳ vọng trong 2025, sản lượng tại phía Nam sẽ cải thiện trong 2H2025 chủ yếu đến từ tác động thăm thấu đến từ FED hạ lãi suất giúp cầu tiêu dùng cải thiện.

**Bảng 4: Độ trễ trong việc thực thi chính sách áp thuế của Trump đối với các mặt hàng nhập khẩu khoảng 1 năm kể từ ngày kêu gọi thực thi chính sách thuế quan.**

<b>Độ trễ từ lúc lên kế hoạch đến khi thực hiện áp thuế khoảng gần 1 năm</b>	6/2016	Ứng cử viên Trump đưa ra kế hoạch chống hoạt động thương mại đối với Trung Quốc trong cuộc các tranh cử
	3/2017	Tổng thống Trump kêu gọi thực thi các chính sách thuế quan chặt chẽ hơn trong các vụ kiện chống trợ cấp và chống bán phá giá
	4-7/2017	Mỹ và Trung Quốc đàm phán thương mại và không thống nhất được về kế hoạch đàm phán
	3-4/2018	Trump ban hành chính sách áp thuế 25% và 10% đối với tất cả các nhà nhập khẩu (thép, nhôm)
	7/2018	Áp thuế 25%, có hiệu lực từ ngày 6/7/2018 đối với 34 tỷ đô hàng nhập khẩu từ Trung Quốc
	8/2018	Áp thuế 25%, có hiệu lực 23/08/2018 với 18 tỷ đô hàng nhập khẩu từ Trung Quốc.
	9/2018	Áp thuế 10% có hiệu lực 24/09/2018 đối với 200 tỷ đô hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Dự kiến đến 1/1/2019 mức thuế sẽ tăng lên 25%
	12/2018	Mỹ và Trung Quốc đồng ý tạm dừng áp thuế mới trong 90 ngày. Mỹ hoãn tăng thuế cho đợt áp dụng 1/1/2019
	8/2019	Mỹ hoãn áp thuế 10% đối với 300 tỷ hàng nhập khẩu từ Trung Quốc đến hết 15/12/2019
	9/2019	Cơ quan đại diện Hoa Kỳ ban hành miễn thuế đối với 400 sản phẩm của Trung Quốc

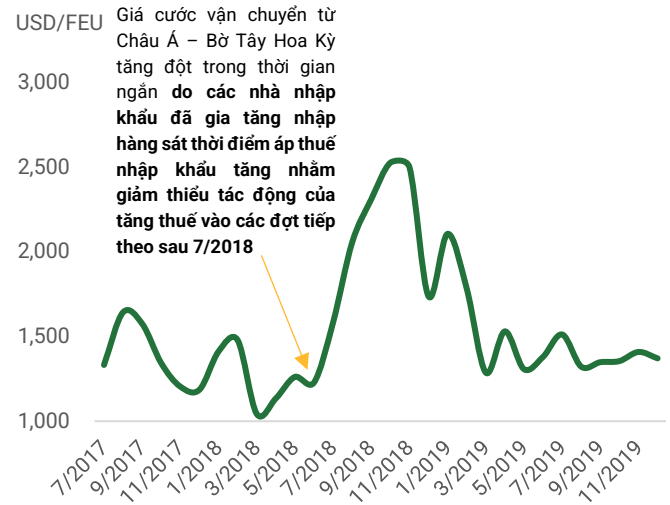
Nguồn: PHS tổng hợp

**Hình 36: Tồn kho bán lẻ và sản xuất của Mỹ trước 7/2018 nhìn chung vẫn tương đối cao.**



Nguồn: Fred, PHS tổng hợp

**Hình 37: Mặc dù tuyên bố áp thuế đối với hàng nhập khẩu từ trước tháng 7/2018, nhưng các nhà nhập khẩu chỉ đẩy mạnh nhập hàng vào sát đợt áp thuế mới.**



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

- (2) **Các nhà khai thác cảng đẩy mạnh gia tăng công suất khiến cho áp lực cạnh tranh trong ngành ngày càng cao:** Như đã đề cập trước đó, tình hình cạnh tranh trong ngành khai thác cảng (đặc biệt tại khu vực Hải Phòng) ngày càng gay gắt khi 4 bến mới đi vào hoạt động trong 2025. Theo đó, kìm hãm động lực tăng giá của các doanh nghiệp khai thác cảng nhằm thu hút nguồn hàng vào cảng.
- (3) **Giá dịch vụ bốc dỡ kỳ vọng đi ngang trong 2025:** Trong giai đoạn 2024, ngành cảng nói chung được hưởng lợi nhờ thông tư 39/2023/TT-BGTVT. Bước sang 2025, chúng tôi kỳ vọng giá bốc dỡ sẽ đi ngang do áp lực cạnh tranh đến từ công suất dư thừa.

## CÔNG TY CỔ PHẦN GEMADEPT (HSX: GMD)

25/11/2024

KHUYẾN NGHỊ	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá hợp lý	71,000
Giá hiện tại	64,100
Tiềm năng tăng/giảm	11%

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	413.9
Free float (triệu)	152
Vốn hóa (tỷ VND)	29,517
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	891,000
Sở hữu nước ngoài (%)	48.26%
Ngày niêm yết đầu tiên	24/02/2022

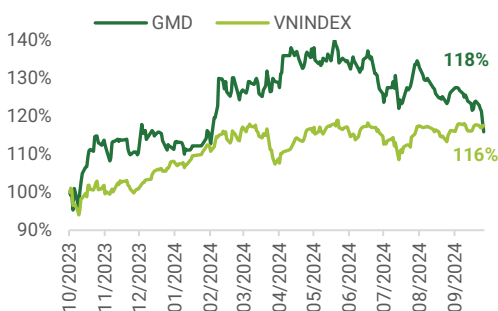
### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Công ty TNHH SSJ Consulting Việt Nam	10%
Lê Thúy Hương	4.96%
KIM Vietnam Growth Equity Fund	3.69%

### KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	4,110
BVPS (VND)	30,558
Nợ vay/VCSH (%)	19%
ROA (%)	9%
ROE (%)	14%
P/E	17.3
P/B	2.3
Tỷ suất cổ tức (%)	1.7%

### BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



### SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Gemadep là một trong những doanh nghiệp đầu ngành cảng biển và logistics của Việt Nam, hoạt động chính trong lĩnh vực khai thác cảng, logistics.

### CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tô Đình Hiền Viên  
viento@phs.vn

- Trong 9T24, LNST-CĐST -41.9%YoY do trong năm 2023, GMD ghi nhận lợi nhuận bất thường từ bán cảng Nam Hải Đình Vũ. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận và chi phí bất thường, LNST-CĐTS ước tính cải thiện +38.4%YoY, chủ yếu đến từ đóng góp lợi nhuận công ty liên doanh liên kết trong kỳ (Gemalink, SCS,...).
- Chúng tôi kỳ vọng KQKD trong các tháng cuối năm sẽ duy trì đà hồi phục nhưng chậm hơn so với quý 3/2024 bởi nhu cầu nhập khẩu tại Mỹ trong các tháng cuối năm dự kiến giảm -10%QoQ do đã qua giai đoạn cao điểm nhập hàng thường niên của năm, tuy nhiên nhưng vẫn cao hơn so với cùng kỳ (+8%YoY).
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu GMD với giá mục tiêu cho 1 năm là 71,000 VNĐ/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá 11% so với giá đóng cửa tại ngày 22/11/2024 (đã ước tính bao gồm quyền mua cổ phiếu tỷ lệ 3:1)

### Cập nhật kết quả kinh doanh 9T2024:

Trong quý 3/2024, GMD tiếp tục ghi nhận lợi nhuận tích cực so với cùng kỳ. Doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 1,264 tỷ đồng (+26.7%YoY) và 335 tỷ đồng (+31.9%YoY).

Theo đó, lũy kế 9 tháng 2024, doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 3,421 tỷ đồng (+21.7%YoY) và 2,107 tỷ đồng (-41.9%YoY), lần lượt hoàn thành 80% và 89% dự phóng của PHS. Nếu loại trừ thu nhập và chi phí bất thường trong 2023 và 2024 đến từ bán cảng và dự phòng khoản đầu tư cho dự án cao su. LNST-CĐTS trong 9 tháng 2024 ước đạt khoảng 874 tỷ đồng (+38.4%YoY). Cụ thể:

- Sản lượng thông qua cảng tại các công ty con trong 9T24 tăng trưởng tích cực +48%YoY chủ yếu nhờ mức nền thấp cùng kỳ.
- Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ -3.2 bsp YoY chủ yếu do mảng logistics hoạt động kém hiệu quả trong Q3/2024.
- Đóng góp lợi nhuận tích cực chủ yếu đến từ 2 công ty liên kết Gemalink và SCS:
  - Gemalink: Đóng góp 309 tỷ đồng (+462% YoY) được dẫn dắt bởi sản lượng khai thác đạt 1,2 triệu TEU (+95% YoY) nhờ gia tăng tần suất đón tàu mới vào làm hàng tại cảng và giá bốc dỡ bình quân ước tính tăng 10% nhờ hưởng lợi từ thông tư 39/2023/TT-BGTVT.
  - SCS: Đóng góp 171 tỷ đồng (+37% YoY), được thúc đẩy bởi mức tăng 43% YoY về sản lượng, được hỗ trợ chủ yếu bởi hợp đồng với khách hàng lớn từ Qatar.

### Luận điểm đầu tư:

- Sản lượng kỳ vọng tiếp tục tăng nhẹ trong 2025 với bối cảnh ngành chung chưa có nhiều yếu tố tích cực thúc đẩy đà tăng trưởng:** PHS dự kiến áp lực cạnh tranh sẽ mạnh mẽ hơn đến từ khả năng công suất tăng thêm hơn +2,8 triệu TEU (tương đương tăng thêm +17%YoY) trong 2025 tại phía Bắc, trong khi đó cầu tiêu dùng tại Trung Quốc chưa dự kiến chưa cải thiện tích cực do có độ trễ trong gói kích cầu. **Vi vậy, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tăng trưởng thấp chỉ khoảng +4.2%YoY, mà trong đó**

động lực tăng trưởng chính sẽ đến từ cảng Nam Đình Vũ với ước tính tăng trưởng nhẹ khoảng 5%YoY – tương đương với CARG 2019 – 2023.

**(2) Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng giảm nhẹ chủ yếu do áp lực giảm của mảng logistics trong 2025:** Giá cho thuê tàu trong 2025 ước tính giảm mạnh -%YoY. Bên cạnh đó, trong 2025, các doanh nghiệp khai thác cảng chưa có động lực tăng giá bởi yếu tố dư thừa công suất khi 4 bến mới đi vào hoạt động 2025 và giá dịch vụ tăng nhờ thông tư 39/2023 đã được phản ánh từ trong năm 2024. Vì vậy, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp trong 2025 dự kiến giảm nhẹ -0.8 bsp YoY chủ yếu đến từ mảng logistics.

**(3) LNST-CĐTTS ước tính giảm nhẹ -4.7%YoY chủ yếu do (i) Không phát sinh lợi nhuận bất thường và (ii) Đóng góp ổn định từ lợi nhuận công ty liên kết:** Nếu loại trừ lợi nhuận bất thường từ hoạt động bán cảng trong 2024, chúng tôi ước tính LNST-CĐTTS trong 2025 cải thiện +18%YoY. Bên cạnh đó, lợi nhuận đóng góp từ công ty liên kết trong 2025 kỳ vọng tăng nhẹ +10.2%YoY được dẫn dắt chính bởi Gemalink và SCS. Chúng tôi cho rằng Gemalink trong 2025 vẫn tiếp tục hoạt động trên công suất thiết kế với mức đóng góp LN khoảng 369 tỷ đồng (+13% YoY) nhờ đón được thêm các tuyến tàu mới vào làm hàng tại cảng, trong khi SCS vẫn duy trì mức lợi nhuận ổn định quanh mức 236 tỷ đồng (+6% YoY) nhờ sản lượng sẽ quay về mức tăng trưởng hữu cơ khoảng 10%.

### Dự phóng KQKD

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần trong năm 2024F & 2025F lần lượt đạt 4,188 tỷ đồng (+9%YoY) và 4,333 tỷ đồng (+3.5% YoY). Qua đó, LNST-CĐTTS lần lượt đạt 1,388 tỷ đồng (-38%YoY) & 1,331 tỷ đồng (-4.1% YoY).

### Định giá và khuyến nghị:

Dựa trên phương pháp SOTP bao gồm giả định 100% quyền mua cổ phiếu tỷ lệ 3:1 với giá phát hành 29,000 VND/cổ phiếu, chúng tôi ước tính giá mục tiêu cho 1 năm là 71,000 VNĐ/cổ phiếu. Theo đó, chúng tôi đưa ra quan điểm **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu GMD với tiềm năng tăng giá +11% so với giá đóng cửa tại 22/11/2024.

**Rủi ro:** (i) Cầu tiêu dùng hồi phục chậm hơn so với kỳ vọng, (ii) Chi phí đầu tư và khấu hao cao hơn so với dự kiến.

Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (Tỷ VND)	3,898	3,846	4,188	4,333	4,844
LNST-CĐTTS (Tỷ VND)	994	2,222	1,388	1,331	1,488
EPS (VND)	3,298	7,284	3,353	3,216	3,594
BVPS (VND)	26,371	31,825	25,335	27,146	29,170
ROE (%)	12.5%	7.7%	10.7%	11.8%	12.3%
ROA (%)	7.6%	5.5%	7.4%	8.1%	8.3%
P/E (x)	14.4	7.8	19.6	20.5	18.3
P/B (x)	1.8	1.8	2.6	2.4	2.3
Lợi suất cổ tức (%)	2.9%	3.1%	1.7%	1.7%	1.7%

Nguồn: PHS ước tính và tổng hợp

## Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3,206</b>	<b>3,898</b>	<b>3,846</b>	<b>4,188</b>	<b>4,333</b>	<b>4,844</b>
Giá vốn hàng bán	(2,064)	(2,180)	(2,069)	(2,208)	(2,309)	(2,581)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,142</b>	<b>1,718</b>	<b>1,776</b>	<b>1,979</b>	<b>2,025</b>	<b>2,264</b>
Chi phí bán hàng và QLDN	(449)	(667)	(660)	(719)	(744)	(832)
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>693</b>	<b>1,051</b>	<b>1,116</b>	<b>1,260</b>	<b>1,281</b>	<b>1,432</b>
Lợi nhuận tài chính	40	24	1,941	308	178	213
Chi phí tài chính	(108)	(166)	(169)	(174)	(200)	(230)
Lãi (lỗ) từ công ty liên kết	237	399	272	586	646	711
Thu nhập khác, ròng	(55)	(0)	(16)	(16)	(16)	(16)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>807</b>	<b>1,309</b>	<b>3,144</b>	<b>1,964</b>	<b>1,884</b>	<b>2,105</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>722</b>	<b>1,163</b>	<b>2,504</b>	<b>1,563</b>	<b>1,499</b>	<b>1,676</b>
LNST của cổ đông Công ty mẹ	612	994	2,222	1,388	1,331	1,488
Cân đối kế toán	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>1,689</b>	<b>2,619</b>	<b>3,401</b>	<b>3,893</b>	<b>4,473</b>	<b>5,064</b>
Tiền và tương đương tiền	637	1,364	1,474	1,842	2,278	2,632
Đầu tư tài chính ngắn hạn	52	82	356	356	356	356
Phải thu ngắn hạn	842	868	1,212	1,309	1,398	1,563
Hàng tồn kho	69	83	68	74	78	87
Tài sản ngắn hạn khác	-	-	-	-	-	-
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>9,042</b>	<b>10,412</b>	<b>10,141</b>	<b>11,145</b>	<b>11,923</b>	<b>12,791</b>
Phải thu dài hạn	44	45	40	48	50	55
Tài sản cố định	3,146	3,262	4,169	4,348	5,317	5,999
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	1,800	1,757	1,747	2,790	1,759	1,759
Đầu tư tài chính dài hạn	2,684	2,531	2,830	3,065	3,122	3,438
Tài sản dài hạn khác	1,067	991	1,275	1,249	1,051	1,552
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>10,731</b>	<b>13,031</b>	<b>13,542</b>	<b>15,037</b>	<b>16,396</b>	<b>17,855</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>3,687</b>	<b>5,083</b>	<b>3,836</b>	<b>4,549</b>	<b>5,158</b>	<b>5,779</b>
Nợ ngắn hạn	2,263	3,211	1,936	2,011	2,099	2,319
Nợ dài hạn	1,424	1,872	1,899	2,539	3,059	3,461
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7,045</b>	<b>7,948</b>	<b>9,707</b>	<b>10,488</b>	<b>11,238</b>	<b>12,076</b>
Vốn góp và lợi nhuận giữ lại	3,675	4,241	5,997	6,604	7,185	7,835
Lợi ích cổ đông thiểu số	726	1,022	1,149	1,324	1,492	1,680
Khác	6,331	7,768	6,396	7,110	7,718	8,340
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>10,731</b>	<b>13,031</b>	<b>13,542</b>	<b>15,037</b>	<b>16,396</b>	<b>17,855</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	965	2,333	(88)	1,408	1,544	1,926
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(356)	(1,269)	1,013	(917)	(901)	(1,199)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(398)	(338)	(816)	(123)	(206)	(374)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>211</b>	<b>726</b>	<b>109</b>	<b>368</b>	<b>436</b>	<b>353</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	428	637	1,364	1,474	1,842	2,278
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>637</b>	<b>1,364</b>	<b>1,474</b>	<b>1,842</b>	<b>2,278</b>	<b>2,632</b>
Chỉ số tài chính	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Tăng trưởng</b>						
Doanh thu	23%	22%	-1%	9%	3%	12%
Lợi nhuận sau thuế	64%	61%	115%	-38%	-4%	12%
Tổng tài sản	9%	21%	4%	11%	9%	9%
Tổng vốn chủ sở hữu	7%	13%	22%	8%	7%	7%
<b>Khả năng sinh lời</b>						
Tỷ suất lãi gộp	36%	44%	46%	47%	47%	47%
Tỷ suất EBIT	22%	27%	29%	30%	29%	29%
Tỷ suất lãi ròng	23%	30%	65%	37%	35%	35%
ROA	6%	8%	6%	7%	8%	8%
ROE	9%	13%	8%	11%	12%	12%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>						
Số ngày phải thu	44	46	53	53	54	53
Số ngày tồn kho	12	14	12	12	12	12
Số ngày phải trả	65	102	119	117	119	121
<b>Khả năng thanh toán</b>						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.7	0.8	1.8	1.9	2.1	2.2
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.7	0.7	1.6	1.7	1.9	2.0
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.3	0.4	0.8	0.9	1.1	1.1
<b>Cấu trúc tài chính</b>						
Tổng nợ/Tổng tài sản	34%	39%	28%	30%	31%	32%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	52%	64%	40%	43%	46%	48%
Vay ngắn hạn/VCSH	12%	7%	5%	4%	4%	5%
Vay dài hạn/VCSH	15%	19%	16%	21%	24%	26%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng



25/11/2024

KHUYẾN NGHỊ	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá hợp lý	18,000
Giá hiện tại	15,750
Tiềm năng tăng/giảm	14%

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

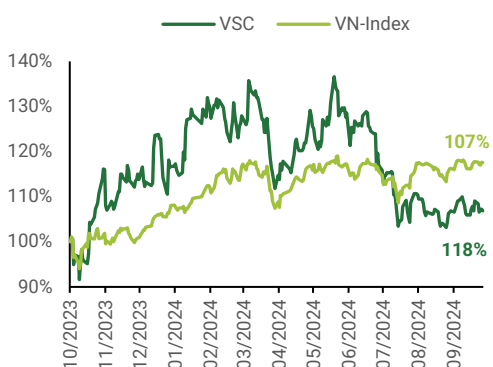
CP đang lưu hành (triệu)	286.8
CP lưu hành tự do (triệu)	140
Vốn hóa (tỷ VND)	4,861
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1,111
Sở hữu nước ngoài (%)	2.3
Ngày niêm yết đầu tiên	09/01/2018

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**

QLQ Ngân hàng Thương mại Cổ phần Công thương Việt Nam	16.12%
Lê Thị Thu Trang	6.21%
Đàm Văn Huy	5.84%

**KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU**

TTM EPS (VND)	1,056
BVPS (VND)	14,985
Nợ vay/VCSH (%)	31%
ROA (%)	3%
ROE (%)	6%
P/E	16
P/B	1.1
Tỷ suất cổ tức (%)	0%

**BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU**

**SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY**

CTCP Container Việt Nam (VSC), được thành lập vào năm 1985. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực vận hành kinh doanh cảng, kho bãi tại các khu vực Hải Phòng, Hà Nội, Quảng Ninh, Đà Nẵng, Quy Nhơn, TP.HCM

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Tô Đình Hiền Viên  
viento@phs.vn

## CTCP CONTAINER VIỆT NAM (HSX: VSC)

- LNST-CĐTS trong 9T24 tăng mạnh +105%YoY chủ yếu đến từ lợi nhuận hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện +42%YoY mà trong đó: (i) sản lượng bốc dỡ từ các cảng công ty con chỉ cải thiện +3% trong khi, (ii) giá dịch vụ bình quân tăng mạnh +21%YoY và (iii) các khấu hao của thiết bị, máy móc giảm -28%YoY.
- Chúng tôi kỳ vọng KQKD trong các tháng còn lại tiếp tục cải thiện dựa trên sản lượng hồi phục nhờ cầu tiêu dùng dần cải thiện và giá dịch vụ bốc dỡ cải thiện so với cùng kỳ nhờ thông tư 39/2023/TT-BGTVT.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu VSC với giá mục tiêu cho 1 năm là 18,000 VNĐ/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá +14% so với giá đóng cửa tại ngày 22/11/2024. Chủ yếu dựa trên quan điểm giá cổ phiếu đã được chiết khấu khoảng -12% so với tháng trước đó, mặc dù tiềm năng tăng trưởng đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn ở mức tương đối khiêm tốn trong 2025.

### Cập nhật kết quả kinh doanh 9T2024:

VSC ghi nhận kết quả kinh doanh quý 3/2024 tích cực với doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 709 tỷ đồng (+27%YoY) và 54 tỷ đồng (+66%YoY). Theo đó, doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 2,013 tỷ đồng (+29%YoY) và 167 tỷ đồng (+105%YoY), lần lượt hoàn thành 80% và 79% dự phóng của PHS. Trong đó:

- Đối với doanh thu:** Mặc dù doanh nghiệp không công bố chi tiết cơ cấu doanh thu, tuy nhiên chúng tôi nhận thấy hoạt động kinh doanh cốt lõi của VSC có cải thiện tích cực so với cùng kỳ, được biểu hiện thông qua (i) Sản lượng khai thác cảng tại các công ty con cải thiện +8%YoY và giá dịch vụ bốc dỡ bình quân ước tính cải thiện khoảng +4%YoY, nhờ hưởng lợi từ thông tư 39/2023/TT-BGTVT.
- Biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh cốt lõi** cải thiện nhẹ +1.8 bsp YoY. Chủ yếu đến từ (i) giá bốc dỡ bình quân cải thiện (ii) tiết giảm một phần chi phí nhờ sử dụng chung nguồn lực khi khai thác 2 bến VIP Green và Nam Hải Đình Vũ.
- LNST-CĐTS** tăng mạnh +105%YoY nhờ (i) hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện +42%YoY (ii) thuế suất áp dụng giảm -4.1 bsp YoY chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu đến từ cơ cấu doanh thu thay đổi (iii) tỷ lệ lợi ích cho cổ đông thiểu số giảm -5.6 bsp YoY.

### Luận điểm đầu tư:

- Doanh thu ước tính tăng trưởng khoảng +6%YoY chủ yếu nhờ đóng góp từ cảng Nam Hải Đình Vũ trong 2025:** Chúng tôi ước tính sản lượng trong 2025 (bao gồm thuê ngoài) tăng trưởng +4%YoY nhờ hợp nhất cảng Nam Hải Đình Vũ.
- Biên lợi nhuận gộp dự kiến thu hẹp -0.2 bsp YoY do cảng Nam Hải Đình Vũ hoạt động dưới điểm hòa vốn:** Với tình hình cạnh tranh gay gắt tại Hải Phòng khi 4 bến mới đi vào hoạt động trong quý 2/2025, cùng với đó cảng Nam Đình Vũ của GMD (nằm phía trước Nam Hải Đình Vũ) đã hoàn tất nạo vét kênh đào Hà Nam, nhờ đó dẫn tàu có tải trọng lớn trực tiếp vào cảng Nam Đình Vũ của GMD. Vì vậy, chúng tôi cho rằng cảng Nam Hải Đình Vũ của VSC sẽ có hạn chế năng lực cạnh tranh thu hút nguồn hàng trong 2025. Theo đó, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp dự kiến giảm nhẹ -0.2 bsp

YoY chủ yếu do hợp nhất cảng Nam Hải Đình Vũ vẫn tiếp tục hoạt động dưới điểm hòa vốn trong 2025.

(3) **LNST-CĐTS ước tính** tăng trưởng thấp +6%YoY chủ yếu do hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện chậm.

### Dự phóng KQKD 2024F và 2025F:

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần trong năm 2024F & 2025F lần lượt đạt 2,559 tỷ đồng (+17%YoY) và 2,714 tỷ đồng (+6% YoY). Qua đó, LNST-CĐTS lần lượt đạt 191 tỷ đồng (+54%YoY) & 202 tỷ đồng (-4.1% YoY).

### Định giá và khuyến nghị:

Dựa trên phương pháp EV/EBITDA với EV/EBITDA mục tiêu = 4.7x. Chúng tôi đưa ra quan điểm **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu VSC với giá mục tiêu là 18,000 VNĐ/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá 13% so với giá đóng cửa tại ngày 21/11/2024. Chủ yếu dựa trên quan điểm giá cổ phiếu đã được chiết khấu khoảng -10% so với tháng trước đó, mặc dù tiềm năng tăng trưởng đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn ở mức tương đối khiêm tốn trong 2025.

### Rủi ro:

(1) Cạnh tranh gia tăng ở Hải Phòng do tăng công suất (2) Cầu tiêu dùng hồi phục chậm hơn so với kỳ vọng (3) Rủi ro sử dụng vốn.

**Bảng: Dự báo KQKD 2024F – 2026F**

Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (Tỷ VND)	2,006	2,181	2,559	2,714	2,811
LNST-CĐTS (Tỷ VND)	314	124	191	202	221
EPS (VND)	6,348	2,360	880	606	642
BVPS (VND)	54,354	26,391	22,511	14,985	18,435
ROE (%)	10%	4%	4%	4%	4%
ROA (%)	7%	2%	3%	3%	3%
P/E (x)	7.4	19.9	28.9	27.2	24.9
P/B (x)	0.7	0.8	1.2	0.9	0.9
Lợi suất cổ tức (%)	5%	0%	0%	0%	0%

*Nguồn: PHS tổng hợp và ước tính*

## Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,892</b>	<b>2,006</b>	<b>2,181</b>	<b>2,559</b>	<b>2,714</b>	<b>2,811</b>
Giá vốn hàng bán	(1,290)	(1,349)	(1,527)	(1,740)	(1,851)	(1,917)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>602</b>	<b>659</b>	<b>654</b>	<b>819</b>	<b>863</b>	<b>894</b>
Chi phí bán hàng và QLDN	(129)	(185)	(227)	(266)	(282)	(293)
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>473</b>	<b>474</b>	<b>427</b>	<b>553</b>	<b>581</b>	<b>601</b>
Lợi nhuận tài chính	13	35	31	46	37	56
Chi phí tài chính	(2)	(5)	(173)	(172)	(175)	(178)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	4	(20)	(18)	(14)	(6)	(3)
Thu nhập khác, ròng	(6)	(7)	(3)	(3)	(3)	(3)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>483</b>	<b>477</b>	<b>265</b>	<b>409</b>	<b>434</b>	<b>474</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>414</b>	<b>393</b>	<b>199</b>	<b>307</b>	<b>326</b>	<b>356</b>
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	350	314	124	191	202	221
Cân đối kế toán	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>1,442</b>	<b>1,306</b>	<b>1,346</b>	<b>1,417</b>	<b>1,878</b>	<b>2,352</b>
Tiền và tương đương tiền	1,014	360	371	394	824	1,278
Đầu tư tài chính ngắn hạn	99	239	425	425	425	425
Phải thu ngắn hạn	232	560	464	512	543	562
Hàng tồn kho	21	28	29	29	29	29
Tài sản ngắn hạn khác	77	118	57	57	57	57
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>1,824</b>	<b>3,061</b>	<b>3,845</b>	<b>5,726</b>	<b>5,523</b>	<b>5,322</b>
Phải thu dài hạn	2	827	827	827	827	827
Tài sản cố định	811	814	644	2,539	2,343	2,144
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	2	12	-	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	506	487	1,470	1,456	1,450	1,447
Tài sản dài hạn khác	502	921	903	903	903	903
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>3,266</b>	<b>4,367</b>	<b>5,191</b>	<b>7,142</b>	<b>7,402</b>	<b>7,673</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>270</b>	<b>1,166</b>	<b>1,897</b>	<b>2,065</b>	<b>2,114</b>	<b>2,156</b>
Nợ ngắn hạn	269	434	403	561	588	607
Nợ dài hạn	1	732	1,493	1,505	1,527	1,549
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,996</b>	<b>3,201</b>	<b>3,294</b>	<b>5,077</b>	<b>5,287</b>	<b>5,517</b>
Vốn góp và lợi nhuận giữ lại	1,760	1,877	1,954	3,370	3,457	3,552
Lợi ích cổ đông thiểu số	374	408	413	779	903	1,037
Vốn khác	862	916	927	927	927	927
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3,266</b>	<b>4,367</b>	<b>5,191</b>	<b>7,142</b>	<b>7,402</b>	<b>7,673</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	645	472	607	655	690	729
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(562)	(1,875)	(1,037)	(663)	(173)	(179)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	437	749	439	31	(87)	(96)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>520</b>	<b>(653)</b>	<b>10</b>	<b>23</b>	<b>430</b>	<b>454</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	493	1,014	360	371	394	824
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>1,014</b>	<b>360</b>	<b>371</b>	<b>394</b>	<b>824</b>	<b>1,278</b>
Chỉ số tài chính	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng						
Doanh thu	-5.8%	12.0%	6.0%	8.7%	17.3%	6.1%
Lợi nhuận sau thuế	39.6%	-5.0%	-49.4%	54.2%	6.0%	9.3%
Tổng tài sản	32.9%	33.7%	18.9%	37.6%	3.6%	3.7%
Tổng vốn chủ sở hữu	38.0%	6.8%	2.9%	54.1%	4.1%	4.3%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	31.8%	32.8%	30.0%	32.0%	31.8%	31.8%
Tỷ suất EBIT	25.0%	23.6%	19.6%	21.6%	21.4%	21.4%
Tỷ suất lãi ròng	21.9%	19.6%	9.1%	12.0%	12.0%	12.7%
ROA	9.8%	10.7%	7.2%	2.4%	2.7%	2.7%
ROE	11.0%	11.7%	9.8%	3.8%	3.8%	3.8%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	44.8	101.9	77.7	73.0	73.0	73.0
Số ngày tồn kho	6.0	7.6	6.9	6.1	5.7	5.5
Số ngày phải trả	26.2	21.2	22.2	45.5	65.9	66.8
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	5.4	3.0	3.3	2.5	3.2	3.9
Tỷ suất thanh toán nhanh	5.0	2.7	3.1	2.4	3.0	3.7
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.6	1.0	1.1	1.7	3.8	0.8
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	8%	27%	37%	29%	29%	0%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	9%	36%	58%	41%	40%	0%
Vay ngắn hạn/VCSH	0%	7%	4%	5%	5%	0%
Vay dài hạn/VCSH	0%	22%	44%	29%	28%	0%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Tô Đình Hiền Viên**, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

**MUA:** Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

**TĂNG TỶ TRỌNG:** Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

**NẮM GIỮ:** Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

**BÁN:** Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

**KHÔNG XẾP HẠNG:** Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức)

## Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của tác giả tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,  
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

**Fax:** (84-28) 5 413 5472

**Call Center:** (84-28) 5 413 5488

**Web:** www.phs.vn

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,  
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,  
Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 5 413 5478

**Fax:** (+84-28) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby  
81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 535 6060

**Fax:** (+84-28) 3 535 2912

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,  
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận  
3, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 820 8068

**Fax:** (+84-28) 3 820 8206

### Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,  
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân  
Bình, Tp.HCM.

**Điện thoại:** (+84-28) 3 813 2401

**Fax:** (+84-28) 3 813 2415

### Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,  
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,  
Quận Cầu Giấy, Hà Nội

**Phone:** (+84-24) 6 250 9999

**Fax:** (+84-24) 6 250 6666

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,  
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận  
Hai Bà Trưng, Hà Nội

**Phone:** (+84-24) 3 933 4566

**Fax:** (+84-24) 3 933 4820

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,  
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải  
Phòng

**Phone:** (+84-22) 384 1810

**Fax:** (+84-22) 384 1801