



Công ty Cổ phần Gemadept (GMD: HSX)



BÁO CÁO LẦN ĐẦU

11/07/2019

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích

tungna@kbsec.com.vn

GMD là doanh nghiệp khai thác cảng lớn nhất trong các doanh nghiệp niêm yết.

Cảng Nam Đình Vũ tạo động lực tăng trưởng trong ngắn và trung hạn

Dự án Gemalink có triển vọng tích cực và được kì vọng đem lại tăng trưởng cho GMD trong trung dài hạn.

Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ phí sành xếp dỡ Container quốc tế tại cụm cảng Hải Phòng và Cái Mép tăng 10%.

Rủi ro

Được thành lập từ năm 1990, sở hữu các cảng lớn như cảng Nam Hải Đình Vũ, Nam Đình Vũ, GMD đã vươn lên trở thành một trong những doanh nghiệp khai thác cảng hàng đầu Việt Nam với quy mô doanh thu đứng đầu các doanh nghiệp niêm yết.

Động lực tăng trưởng trong ngắn – trung hạn của GMD đến từ việc tăng sản lượng tại cảng Nam Đình Vũ sau khi 2 cảng cũ không còn nhiều dư địa tăng trưởng do đã hoạt động vượt công suất. Sau khi hoàn thành cả 3 giai đoạn, cảng Nam Đình Vũ sẽ có công suất thiết kế tổng đạt 1.5 triệu TEU/năm, tương đương gấp 1.5 lần sản lượng các cảng Hải Phòng của GMD trong năm 2018.

Cảng nước sâu Gemalink giai đoạn 1 công suất 1.5 triệu TEU dự kiến đi vào hoạt động nửa cuối năm 2020 có triển vọng tích cực trong dài hạn dựa trên: (1) Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải có tốc độ phát triển nhanh nhất Việt Nam; (2) Cổ đông lớn CMA – CMG dự kiến đem về 1 – 1.2 triệu TEU tương đương 80% công suất sau khi giai đoạn 1 của dự án đi vào vận hành.

Theo thông tư 54/2018 mới ban hành đầu năm 2019 của Bộ Giao Thông Vận Tải, mức sành phí xếp dỡ Container quốc tế tại cụm cảng Hải Phòng và Cái Mép sẽ tăng khoảng 10%. Đây là cơ hội hiếm hoi cho các doanh nghiệp có thể cải thiện giá dịch vụ.

Hoạt động kinh doanh của GMD gặp phải một số rủi ro sau: (1) Cảng thẳng thương mại Mỹ - Trung leo thang (2) Cạnh tranh gia tăng ở cụm cảng Hải Phòng sau khi cảng HICT đi vào hoạt động; (3) Hệ thống cơ sở hạ tầng ở cụm cảng Cái Mép – Thị Vải chưa được cải thiện; (4) Khó khăn trong việc thoái vốn khỏi các mảng kinh doanh ngoài cốt lõi.

MUA

Giá mục tiêu	33,100 VND
Tăng/giảm	22.6%
Giá hiện tại(11/07/2019)	27,000 VND
Giá mục tiêu	33,100 VND
Vốn hóa thị trường	8,016 tỷ VND (344 triệu USD)
Tỷ giá ngày 08/07/2019: 1USD = 23,300 VND	

Dự phóng kết quả kinh doanh

FY-End	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	3,984	2,708	2,806	3,073
Tốc độ tăng trưởng(%)	6.48%	-32.04%	3.64%	9.52%
Lợi nhuận gộp(tỷ VND)	1,029	968	1,091	1,197
Biên lợi nhuận gộp (%)	25.83%	35.76%	38.88%	38.96%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	581	1,900	588	636
Tốc độ tăng trưởng(%)	31.03%	226.81%	-69.06%	8.08%
EPS (VND)	1,762	6,222.81	1,742.63	1,883
Tăng trưởng EPS	-18.9%	253.2%	-72.0%	8.1%
P/E	15.10	4.27	15.26	14.12

Thông tin giao dịch

Số lượng cổ phiếu lưu hành	296,924,957
KLGD(3M)	266,179
% sở hữu nước ngoài	49%

% thay đổi giá

(%)	1M	3M	6M	12M
GMD	3.8%	3.8%	5.1%	21.1%
VNINDEX	3.0%	0.1%	10.0%	9.6%



Nguồn: KBSV

I. THÔNG TIN TỔNG QUAN

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN

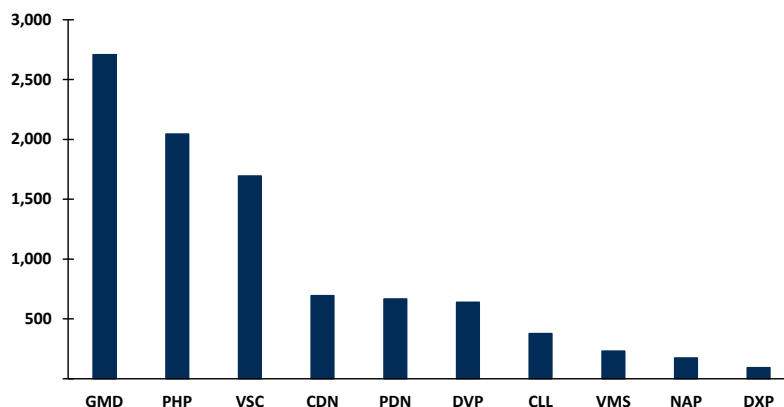


GMD là doanh nghiệp khai thác cảng lớn nhất trong các doanh nghiệp niêm yết.

VỊ THẾ NGÀNH

Được thành lập từ năm 1990, tiền thân là doanh nghiệp nhà nước thuộc Cục Hàng hải Việt Nam, là một trong những doanh nghiệp đầu tiên tiến hành cổ phần hóa, sau gần 30 năm hoạt động, sở hữu các cảng lớn như cảng Nam Đình Vũ, Đình Vũ, GMD đã vươn lên trở thành một trong những doanh nghiệp khai thác cảng hàng đầu Việt Nam với quy mô doanh thu đứng đầu các doanh nghiệp niêm yết (Biểu đồ 1).

Biểu đồ 1: Doanh thu các doanh nghiệp niêm yết ngành khai thác cảng 2018

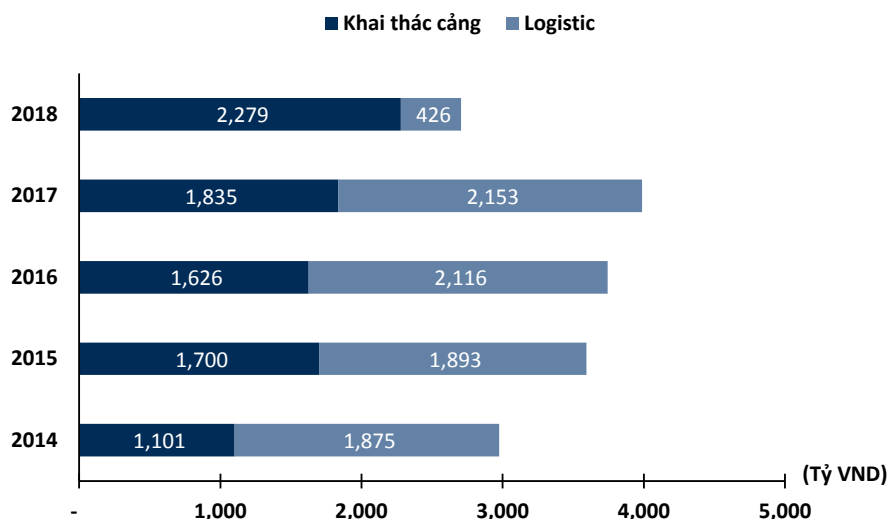


Nguồn: BCTC các doanh nghiệp

CƠ CẤU DOANH THU

GMD hiện đang hoạt động với hai mảng kinh doanh chính là Khai thác Cảng và Logistic. Năm 2018, mảng Khai thác Cảng đóng góp 84% tổng doanh thu; mảng Logistic đóng góp 16% doanh thu (Biểu đồ 2). Cơ cấu doanh thu thay đổi mạnh so với năm 2017 sau khi GMD tiến hành thoái vốn mảng Logistics và shipping trong Q1/2018.

Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu GMD giai đoạn 2014-2018

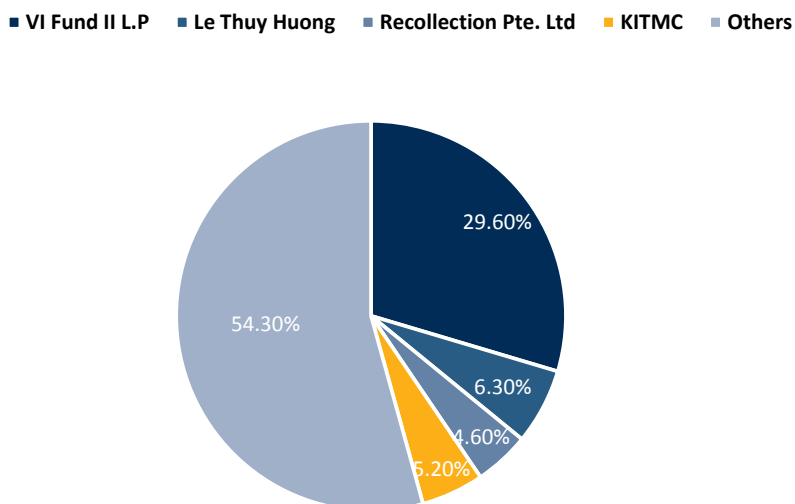


Nguồn: GMD

CƠ CẤU SỞ HỮU

CTCP Gemadepct có vốn điều lệ tính tới thời điểm hiện tại là 6,528 tỷ VND trong đó cổ đông trong nước nắm giữ 51%, còn lại là cổ đông nước ngoài. Quỹ VI Fund II L.P là cổ đông lớn nhất nắm giữ 29.6%. Bà Lê Thúy Hương nắm giữ 6.3% và quỹ KITMC nắm giữ 5.2%. Còn lại là các cổ đông nhỏ lẻ khác.

Biểu đồ 3: Cơ cấu sở hữu CTCP Gemadepct



Nguồn: Fiipro

II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG

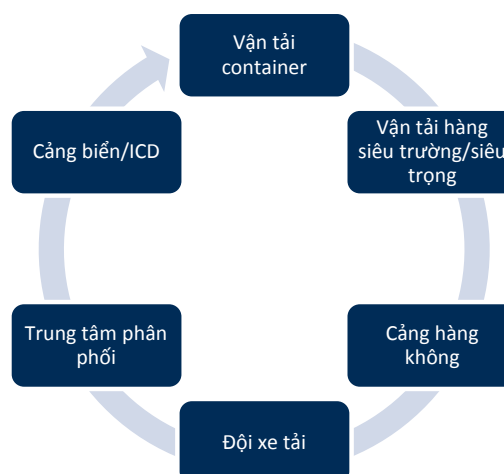
GMD hoạt động thông qua việc quản lý 18 công ty con và 17 công ty liên kết.

GMD nằm trong số ít các doanh nghiệp có thể cung cấp chuỗi dịch vụ Logistic khép kín.

GMD hoạt động thông qua việc quản lý 18 công ty con và 17 công ty liên kết trong đó mảng khai thác cảng đóng góp phần lớn vào tổng doanh thu, mảng Logistic đóng góp thông qua phần lãi của công ty liên doanh liên kết. 2 mảng Cao su và Bất động sản hoạt động kém hiệu quả và đang được GMD xem xét tìm đối tác để thoái vốn.

Với việc tham gia ở cả 2 mảng khai thác cảng và logistic, sở hữu các cảng biển, cảng ICD (Inland Container Depot), cảng hàng không, đội tàu xe và các trung tâm phân phối, GMD là doanh nghiệp hiếm hoi tại Việt Nam có khả năng cung cấp chuỗi dịch vụ logistic khép kín (Biểu đồ 4). Việc chủ động vận hành đầy đủ các dịch vụ trong chuỗi giúp GMD tiết giảm được chi phí thuê ngoài cũng như đảm bảo về mặt chất lượng dịch vụ cung cấp cho khách hàng hơn so với các đối thủ cạnh tranh.

Biểu đồ 4: Chuỗi dịch vụ Logistic khép kín của GMD



Nguồn: KBSV

MẢNG KHAI THÁC CẢNG

GMD hiện đang sở hữu và vận hành 3 cảng container, 2 cảng ICD và 1 cảng hàng rời với tổng công suất thiết kế tính tới hết năm 2018 đạt 4.65 triệu TEU/năm; tổng sản lượng đạt 4.18 triệu TEU năm 2018 tương đương hiệu suất đạt 90% (Bảng 5).

Bảng 5: Công suất các cảng thuộc sở hữu của GMD

Cảng	Loại hình	Địa điểm	Công suất thiết kế (nghìn TEU)	2018 (Nghìn TEU)	Hiệu suất 2018
Nam Hải	Cảng Container	Hải Phòng	150	180	120%
Nam Hải Đỉnh Vũ	Cảng Container	Hải Phòng	500	660	132%
Nam Đỉnh Vũ	Cảng Container	Hải Phòng	500	190	38%
Gemalink	Cảng Container nước sâu	Cái Mép	1500	0	0%
Phước Long	ICD	TP.HCM	600	750	125%
Nam Hải	ICD	Hải Phòng	500	280	56%
Dung Quất	Cảng hàng rời	Quảng Ngãi	2400	2120	88%

Nguồn: GMD

Tổng sản lượng container tại các cảng ở Hải Phòng của GMD đạt 1,030 nghìn TEU năm 2018, chiếm khoảng 25% Container cập bến khu vực Hải Phòng.

GMD hiện vận hành 3 cảng container tại Hải Phòng bao gồm cảng Nam Hải, Nam Hải Đình Vũ và Nam Đình Vũ với tổng công suất thiết kế đạt 1,150 nghìn TEU/năm và sản lượng năm 2018 đạt 1,030 nghìn TEU (Biểu đồ 7). Theo chúng tôi ước tính trong năm 2018, sản lượng của GMD chiếm khoảng 25% tổng số Container cập cảng khu vực Hải Phòng.

Bảng 6: Một số cảng quan trọng tại cụm cảng Hải Phòng

Cảng	Độ sâu nước bến (m)	Trọng tải tối đa (DWT)	Số cầu cảng	Độ dài cầu cảng (m)	Công suất thiết kế (TEU/năm)	Hiệu suất 2018
Nam Đình Vũ GĐ 1	11.5	40,000	2	440	500,000	38%
Nam Hải Đình Vũ	11.5	30,000	2	500	500,000	132%
Đình Vũ	8.7	20,000	2	425	600,000	120%
Tân Vũ	9.4	20,000	5	980	1,000,000	118%
Vip Green	9.5	30,000	2	400	500,000	110%
Lạch Huyện	16	160,000	2	750	1,100,000	0%

Nguồn: KBSV tổng hợp

Sau 6 tháng đầu đi vào hoạt động, tổng sản lượng container của cảng Nam Đình Vũ đạt 190 nghìn TEU tương đương 38% công suất giai đoạn 1.

Động lực tăng trưởng trong ngắn – trung hạn của GMD đến từ việc tăng sản lượng tại cảng Nam Đình Vũ sau khi 2 cảng cũ không còn nhiều dư địa tăng trưởng do đã hoạt động vượt công suất. Cảng Nam Đình Vũ có vị trí đắc địa, nằm ở hạ nguồn sông Cấm sát cửa biển, mớn nước sâu có thể cho các tàu có trọng tải 40,000 DWT cập bến. Sau khi hoàn thành cả 3 giai đoạn, cảng Nam Đình Vũ sẽ có cầu cảng dài nhất khu vực Hải Phòng, khoảng 1,540 m với 7 bến cảng và công suất thiết kế tổng đạt 1.5 triệu TEU/năm tương đương gấp 1.5 lần sản lượng các cảng Hải Phòng của GMD trong năm 2018.

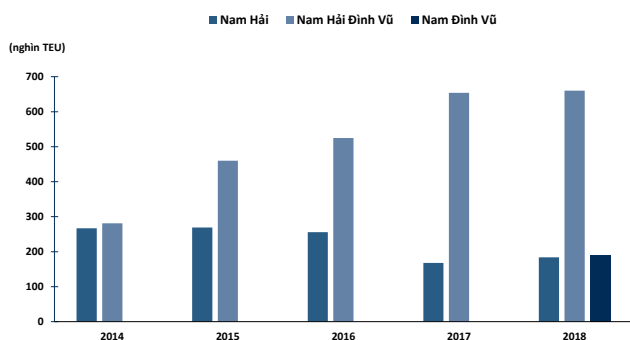
Các cảng ICD và cảng Dung Quất hoạt động ổn định, góp phần hoàn thiện chuỗi cung ứng.

GMD sở hữu 2 cảng ICD là cảng ICD Phước Long và ICD Nam Hải cùng với một cảng hàng rời là cảng Dung Quất. Cảng ICD Phước Long là cảng cạnh đầu tiên của GMD cũng như Việt Nam, cung cấp các dịch vụ xe tải, thông quan, vận chuyển sà lan trong khi đó cảng ICD Nam Hải là cảng ICD lớn nhất tại khu vực Hải Phòng với tổng diện tích 21ha trong đó 7ha được sử dụng làm bãi container, còn lại là khu vực phân phối, cung cấp các gói dịch vụ cho các khu công nghiệp tại Hải Phòng. Cảng Dung Quất là cảng rời thuộc khu vực miền Trung, chủ yếu nhận hàng gỗ và có sản lượng hàng hóa thông cảng khá ổn định trong các năm qua. Năm 2018, kết quả kinh doanh của các cảng này đều vượt mức kế hoạch sản lượng thông quan đề ra trong năm 2017.

Cảng nước sâu Gemalink giai đoạn 1 công suất 1.5 triệu TEU dự kiến đi vào hoạt động từ nửa cuối năm 2020.

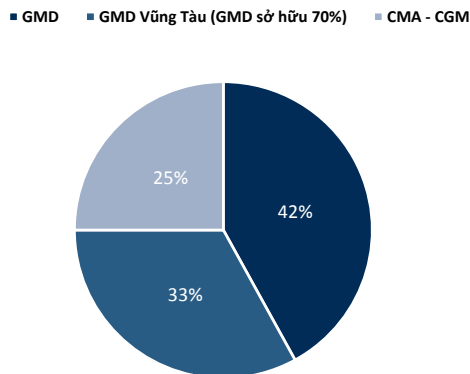
Cảng Gemalink là dự án cảng có quy mô lớn nhất khu vực Cái Mép, Thị Vải với diện tích 72 ha. Gemalink là cảng nước sâu duy nhất khu vực này với khả năng đón tối đa 3 tàu mẹ vào làm hàng, có thể tiếp nhận các loại tàu có trọng tải lớn nhất thế giới đến 200,000 DWT. Sau thời gian tạm dừng thực hiện dự án do diễn biến ngành khó khăn, Gemadept (65%) và đối tác (35%) (Biểu đồ 8) đã tiến hành triển khai lại dự án Gemalink với tổng vốn đầu tư là 330 triệu USD cho giai đoạn 1, trong đó 110 triệu USD là phần vốn góp đã được đầu tư từ giai đoạn trước, phần còn lại được tài trợ bằng vốn vay. Dự kiến giai đoạn 1 sẽ bắt đầu đi vào khai thác nửa cuối năm 2020 với công suất thiết kế đạt 1.5 triệu TEU.

Biểu đồ 7: Sản lượng khai thác các cảng của GMD 2014-2018



Nguồn: GMD

Biểu đồ 8: Cơ cấu sở hữu cảng Gemalink



Nguồn: GMD

LOGISTIC

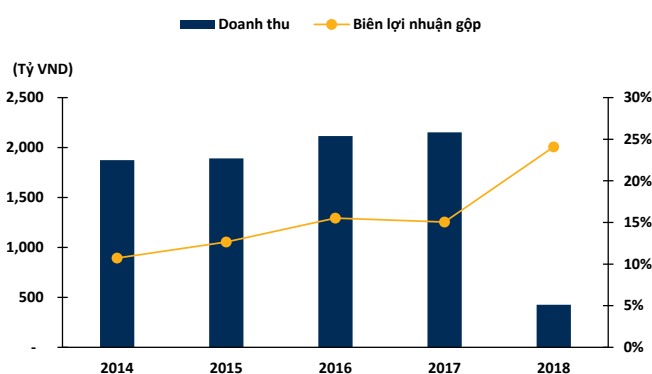
Doanh thu mảng Logistic giảm mạnh do thoái vốn.

Trong Q1/2018, GMD đã thoái vốn 51% cổ phần của công ty TNHH tiếp vận Gemadept là công ty vận hành mảng Logistic và 49% cổ phần tại Gemadept Shipping để tập trung nguồn lực cho mảng khai thác cảng có biên lợi nhuận gộp cao hơn. Bên cạnh đó, thông qua việc bán mảng Logistic cho tập đoàn CJ của Hàn Quốc, là tập đoàn có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực Logistic giúp GMD nâng cao giá trị chuỗi dịch vụ Logistic khép kín của mình. Hoạt động bán vốn khiến doanh thu đóng góp từ mảng Logistic giảm mạnh 80% yoy trong năm 2018 (Biểu đồ 9). Hiện tại, GMD ghi nhận kết quả kinh doanh từ 2 công ty này thông qua phần lợi nhuận từ công ty liên kết và chỉ hợp nhất phần hoạt động dịch vụ tàu biển.

SCS (GMD nắm giữ 36.4%) có kết quả kinh doanh ấn tượng với CAGR lợi nhuận 4 năm đạt 32.4%.

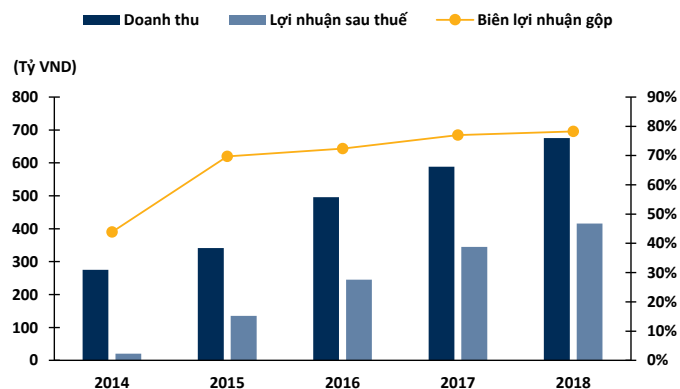
GMD hiện đang sở hữu 36.4% cổ phần của CTCP Dịch Vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS), là 1 trong 2 doanh nghiệp duy nhất hoạt động mảng cảng hàng không tại sân bay Tân Sơn Nhất. SCS hiện đang duy trì tăng trưởng kinh doanh khá ấn tượng trong các năm qua với CAGR doanh thu 4 năm đạt 52.2% và CAGR lợi nhuận đạt 32.4%. Năm 2018, Lợi nhuận sau thuế của SCS đạt 415.7 tỷ VND, tăng 20.7% yoy, là nhân tố đóng góp lợi nhuận chính trong các công ty liên kết của GMD (Biểu đồ 10).

Biểu đồ 9: KQKD khối Logistic 2014-2018



Nguồn: GMD

Biểu đồ 10: KQKD CTCP Dịch Vụ Hàng hóa Sài Gòn 2014-2018



Nguồn: SCS

Mảng cao su hoạt động không hiệu quả, đang trong giai đoạn tìm kiếm đối tác để thoái vốn.

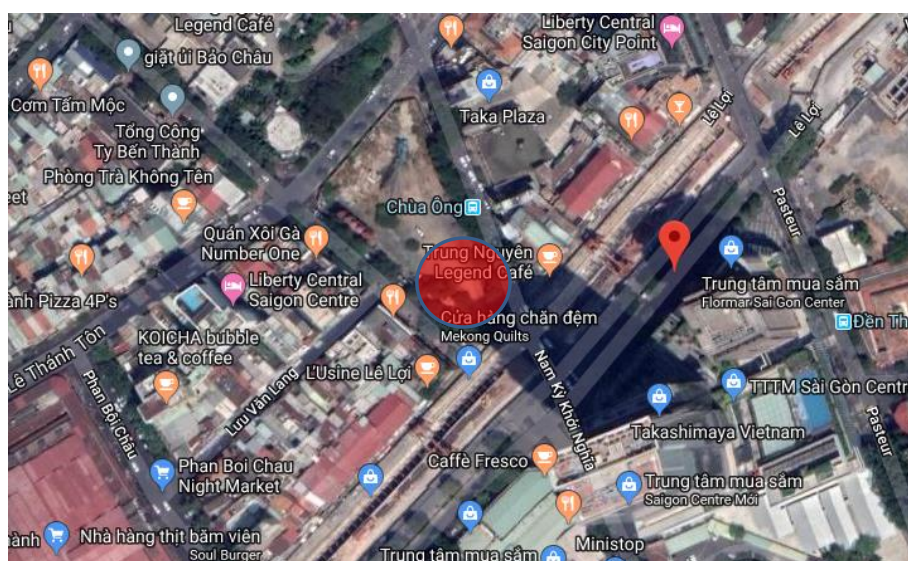
GMD sở hữu 3,640 m2 đất vàng tại TP. HCM và 6,715 m2 đất tại Viêng Chăn, hiện đang tìm đối tác để thoái vốn.

CAO SU & BẤT ĐỘNG SẢN

Mảng cao su với giá trị sổ sách đạt 1,600 tỷ VND, tương đương 16% tổng tài sản của GMD nằm trong danh sách thoái vốn trong kế hoạch năm 2018 tuy nhiên tiến trình tìm đối tác để thoái vốn gặp nhiều khó khăn do giá cao su vẫn đang ở mức thấp. Trong các năm vừa qua, mảng cao su không đóng góp lợi nhuận cho GMD cùng với đó phát sinh chi phí hoạt động. GMD hiện đã dừng trồng mới và chỉ tiến hành chăm sóc, dự kiến khai thác thử trong năm 2019 và sẽ khai thác đại trà khi nào giá cao su có chuyển biến tích cực.

GMD hiện đang sở hữu dự án Saigon Gem có tổng diện tích đạt 3,640 m2 với vị trí đắc địa tại khu vực Lê Lợi – Nam Kỳ Khởi Nghĩa (Biểu đồ 11), dự kiến xây dựng 49 tầng bao gồm trung tâm thương mại, văn phòng làm việc và khách sạn. Hiện tại dự án vẫn đang trong quá trình hoàn tất thủ tục pháp lý, kì vọng sẽ bắt đầu triển khai xây dựng vào năm 2020. Bên cạnh đó, GMD hiện sở hữu 6,715 m2 đất tại Viêng Chăn – Lào với thiết kế 7 tầng nổi và 1 tầng hầm với tổng diện tích sàn là 21,329 m2. Dự án hiện đang đã hoàn thành công tác cọc thí nghiệm, dự kiến thi công cọc và tầng hầm trong năm 2019. Theo ban lãnh đạo, GMD sẵn sàng thoái vốn tại 2 dự án này khi các đối tác trả mức giá hợp lý.

Biểu đồ 11: Vị trí dự án Saigon GEM



Nguồn: KBSV

Doanh thu năm 2018 giảm 32.2% yoy do thoái vốn mảng Logistic, Lợi nhuận sau thuế tăng 263.8% yoy.

Q1/2019, doanh thu giảm 8.9% yoy, Lợi nhuận sau thuế giảm 90.6% yoy.

III. KẾT QUẢ KINH DOANH & TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Doanh thu thuần năm 2018 đạt 2,707 tỷ VND, giảm 32.2% yoy do không còn ghi nhận doanh thu từ mảng Logistic vốn là mảng đóng góp tỷ trọng lớn doanh thu trong các năm trước (Biểu đồ 12). CAGR doanh thu giai đoạn 2012-2017 đạt 9.1%. Doanh thu mảng khai thác cảng năm 2018 đóng góp 2,278 tỷ VND, tăng 24% yoy; CAGR doanh thu mảng khai thác cảng 5 năm đạt 16%. Biên lợi nhuận gộp năm 2018 đạt 35.76%, tăng gần 10% đơn vị so với năm 2017 do thoái vốn mảng Logistic có biên lợi nhuận gộp thấp (Biểu đồ 13). Lợi nhuận sau thuế năm 2018 đạt 1,848 tỷ VND, tăng đột biến 263.8% yoy nhờ doanh thu từ hoạt động thoái vốn.

Q1/2019, GMD tiếp tục duy trì tăng trưởng ở mảng kinh doanh cốt lõi với doanh thu mảng khai thác cảng đạt 560.6 tỷ VND, tăng 12.3% yoy trong khi đó doanh thu

thuần giảm 8.9% yoy do Q1/2018 vẫn còn đóng góp của mảng Logistic. LNST Q1/2019 đạt 119.6 tỷ VND, giảm 90.6% yoy do Q1/2018 ghi nhận doanh thu tài chính đột biến từ việc thoái vốn mảng Logistic.

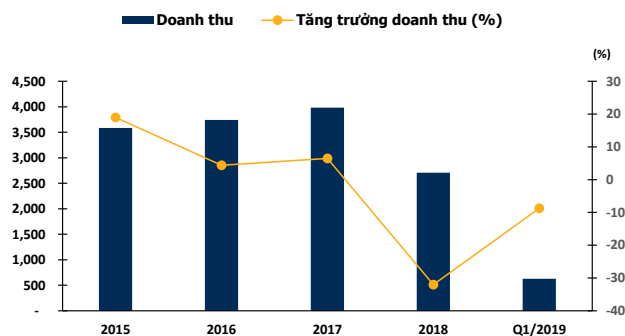
Chỉ tiêu sinh lời thấp do tài sản từ mảng kinh doanh không cốt lõi chiếm tỷ trọng lớn

ROE và ROA của GMD lũy kế 4 quý gần nhất lần lượt đạt 10.4% và 6.8% thấp hơn tương đối so với các đối thủ cùng ngành như VSC, DVP hay HAH (Biểu đồ 14). Nguyên nhân chủ yếu khiến các chỉ số sinh lời thấp hơn do GMD đọng khá nhiều vốn trong 2 mảng kinh doanh chưa sinh lời là mảng cao su và mảng bất động sản. Tính đến thời điểm hiện tại, giá trị sổ sách của 2 mảng này chiếm khoảng 16.9% tổng tài sản của GMD.

Tỷ lệ nợ/tổng tài sản đạt 35% năm 2018, nhiều khả năng GMD sẽ tăng tỷ lệ đòn bẩy trong thời gian tới.

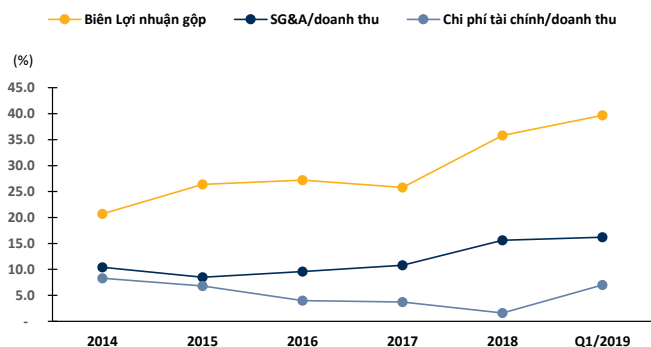
Tỷ lệ nợ/tổng tài sản của GMD đạt 35% trong năm 2018 và có xu hướng giảm trong 2 năm gần đây (Biểu đồ 15). Trong thời gian tới, với kế hoạch đẩy mạnh đầu tư tăng công suất, đặc biệt là dự án cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 và giai đoạn 3 và dự án Gemalink, chúng tôi đánh giá cao khả năng GMD sẽ phải tăng tỷ lệ đòn bẩy để tài trợ. Tuy nhiên, áp lực thanh toán đối với GMD trong thời gian tới sẽ không quá lớn khi phần lớn đều là vay nợ dài hạn cùng với việc GMD có dòng tiền hoạt động kinh doanh mạnh mẽ và ổn định, duy trì dương liên tiếp trong các năm gần đây.

Biểu đồ 12: Doanh thu GMD giai đoạn 2015-2019



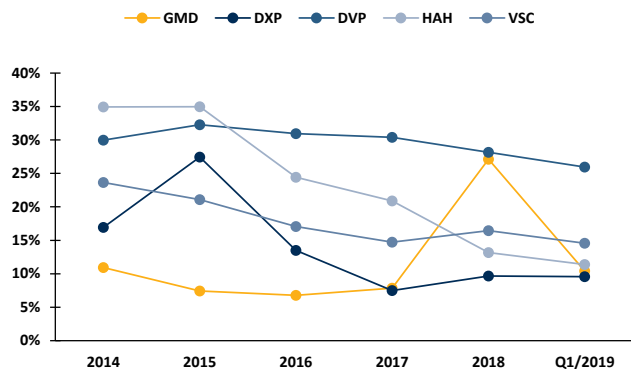
Nguồn: GMD, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 13: Biên LNG & cơ cấu chi phí 2014-2019



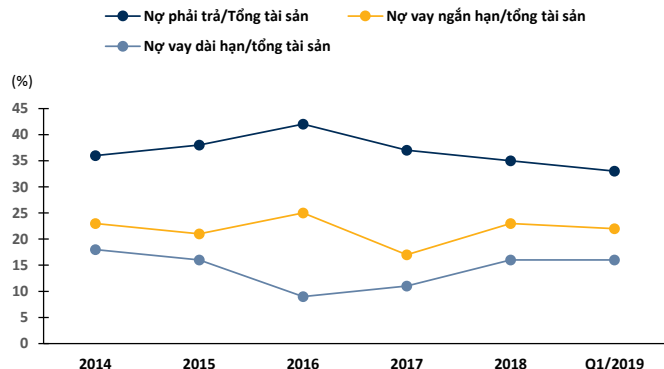
Nguồn: GMD, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 14: ROE các doanh nghiệp khai thác cảng



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 15: Cơ cấu tài chính GMD giai đoạn 2014-2019



Nguồn: GMD

Việt Nam đang trong quá trình hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế toàn cầu

IV. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

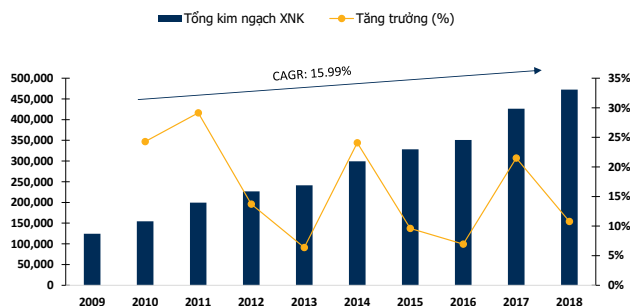
Việt Nam đang trong quá trình hội nhập mạnh mẽ, sâu rộng vào thương mại toàn cầu thể hiện qua tăng trưởng hoạt động giao thương. Cụ thể, kim ngạch xuất nhập khẩu liên tục tăng trưởng dương trong 10 năm vừa qua với CAGR đạt 15.99% trong giai đoạn 2009-2018 (Biểu đồ 16). Đáng lưu ý, trong 3 tháng gần đây, Việt Nam là quốc gia Châu Á hiếm hoi có tăng trưởng dương về kim ngạch xuất nhập khẩu (biểu đồ 17). Chúng tôi cho rằng, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu sẽ tiếp tục duy trì tăng 10-12% trong năm 2019 dựa trên:

(1) Dòng vốn FDI tiếp tục chảy về Việt Nam. Tính trong 4 tháng đầu năm 2019, tổng vốn FDI thực hiện tăng 11.7% yoy, vốn đăng ký mới tăng 50.4% yoy, số dự án cấp mới đạt 1,082 dự án, tăng 22.5% yoy (Biểu đồ 18);

(2) Hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung. Với diễn biến căng thẳng thương mại chưa có dấu hiệu hạ nhiệt, Việt Nam sẽ là quốc gia được hưởng lợi khi các công ty đa quốc gia thay đổi chuỗi cung ứng, chuyển cơ sở sản xuất từ Trung Quốc sang các quốc gia khác;

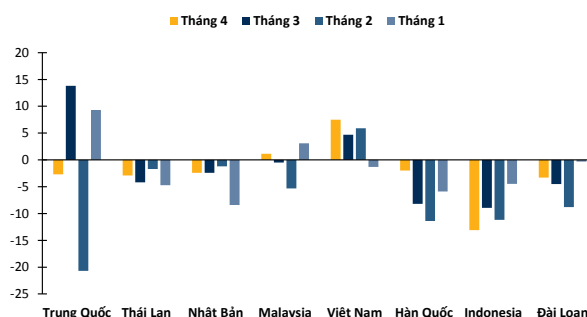
(3) Ảnh hưởng của các hiệp định FTA. CPTPP chính thức có hiệu lực từ ngày 14/01/2019 cùng với các hiệp định đã được ký kết hoặc đang trong thời gian đàm phán (Biểu đồ 19) được kì vọng sẽ là động lực tăng trưởng cho thương mại Việt Nam trong thời gian tới.

Biểu đồ 16: Tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam giai đoạn 2009-2018



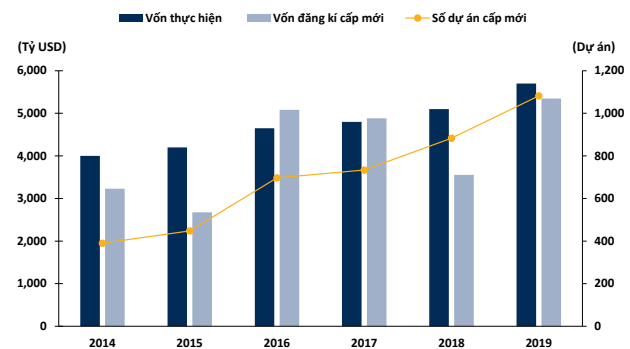
Nguồn: Tổng cục hải quan, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 17: Tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu 4 tháng đầu năm một số quốc gia trong khu vực



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 18: Tổng vốn FDI vào Việt Nam giai đoạn 2014-2019



Nguồn: FIA

Biểu đồ 19: Hiện trạng các hiệp định FTA của Việt Nam

Hiệp định	Hiện trạng	Đối tác
CPTPP	hiệu lực 01/2019	Việt Nam, Canada, Mexico, Peru, Chi Lê, New Zealand, Úc, Nhật Bản, Singapore, Brunei, Malaysia
AHKFTA	hiệu lực 11/06/2019	ASEAN, Hồng Kông (Trung Quốc)
EVFTA	Kết thúc đàm phán	Việt Nam, EU (28 thành viên)
RCEP	Đang đàm phán	ASEAN, Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Ấn Độ, Úc, New Zealand
EFTA	Đang đàm phán	Việt Nam, EFTA (Thụy Sĩ, Na uy, Iceland, Liechtenstein)
Israel FTA	Đang đàm phán	Việt Nam, Israel

Nguồn: Bộ Công Thương

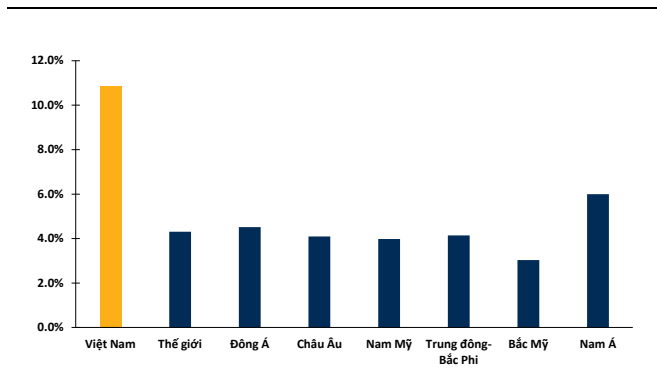
CAGR lưu lượng container qua cảng của Việt Nam đạt 10.9% giai đoạn 2010 – 2017.

Việt Nam là một trong các quốc gia có tốc độ tăng trưởng lưu lượng Container ấn tượng nhất thế giới. Theo World Bank, lưu lượng container qua cảng của Việt Nam có mức tăng trưởng kép đạt 10.9% giai đoạn 2010-2017, cao hơn so với trung bình thế giới đạt 4.3%, Đông Á đạt 4.5%, Nam Á đạt 6.0% (Biểu đồ 20). Theo quyết định số 1037/QĐ TTg về quy hoạch tổng thể ngành cảng biển Việt Nam, tổng sản lượng hàng hóa qua cảng Việt Nam sẽ đạt 1,542 triệu tấn năm 2030 tương đương CAGR 12 năm đạt 9.3%. Chúng tôi kì vọng mức tăng trưởng 9.3%/năm có thể đạt được dựa trên các yếu tố vĩ mô tích cực nêu trên.

Phí sành xếp dỡ Container quốc tế tại cụm cảng Hải Phòng và Cái Mép tăng 10%.

Theo thông tư 54/2018 mới ban hành đầu năm 2019 của Bộ Giao Thông Vận Tải, mức sành phí xếp dỡ Container quốc tế tại cụm cảng Hải Phòng và Cái Mép sẽ tăng khoảng 10% (Biểu đồ 21). Đây là cơ hội hiếm hoi cho các doanh nghiệp có thể cải thiện giá dịch vụ trong bối cảnh cạnh tranh trong ngành cao do dư cung và vị thế thương lượng, đàm phán giá ngày một yếu đi đối với các hãng tàu quốc tế. Bên cạnh đó, việc tăng giá cũng không gây ảnh hưởng đến sức cạnh tranh của cảng Việt Nam do hiện tại giá dịch vụ xếp dỡ của Việt Nam thấp hơn khá nhiều so với các quốc gia khác. Cụ thể, tại Hải Phòng phí mới khoảng 33 USD/container 20 feet trong khi tại Campuchia là 65 USD/container 20 feet, Malaysia là 52 USD/container 20 feet, Philippine khoảng 130 USD/container 20 feet.

Biểu đồ 20: Tăng trưởng kép lưu lượng Container qua cảng giai đoạn 2010-2017



Nguồn: Worldbank

Cảng Nam Đình Vũ kì vọng thu hút sản lượng lớn nhờ vị trí thuận lợi và vẫn còn dư thừa công suất.

Cảng Nam Đình Vũ nằm ở khu vực hạ Lưu sông Cấm ngay cửa ngõ ra biển với môn nước sâu có thể đón các tàu trọng tải lên đến 40,000 DWT. Cảng Nam Đình Vũ được kì vọng sẽ thu hút sản lượng Container lớn do các cảng hạ nguồn có lợi thế cạnh tranh hơn so với các cảng thượng nguồn nhờ có môn nước sâu hơn, có khả năng đón các tàu trọng tải lớn, tiết kiệm được chi phí nhiên liệu, thời gian di chuyển và giải phóng tàu cho các khách hàng do các tàu không phải vào sâu khu vực sông Cấm. Theo số liệu từ phía các doanh nghiệp, các cảng thượng nguồn như cảng Nam Hải và cảng Hải An có dấu hiệu suy giảm sản lượng trong những năm vừa qua, trong khi đó hầu hết các cảng Hạ nguồn như cảng Tân Vũ, Đình Vũ và Nam Hải Đình Vũ đã hoạt động vượt công suất và chưa có kế hoạch mở rộng (Biểu đồ 22). Hiện tại, cảng Nam Đình Vũ chỉ còn cạnh tranh với cảng Green Vip và cảng nước sâu Lạch Huyện (HICT) tại khu vực Hạ nguồn. Ngoài ra, Nam Đình Vũ là cảng nằm gần cửa ngõ ra biển nhất trong các cảng hạ nguồn và là cảng duy nhất nằm trong khu công nghiệp phi thuế quan Nam Đình Vũ, sẽ là đầu mối chính tiếp nhận lượng hàng lớn vào khu công nghiệp. Cần lưu ý rằng, hàng hóa về khu công nghiệp sẽ ưu tiên các cảng gần để tiết kiệm chi phí vận chuyển.

Biểu đồ 21: Biểu phí xếp dỡ container theo thông tư 54/2018

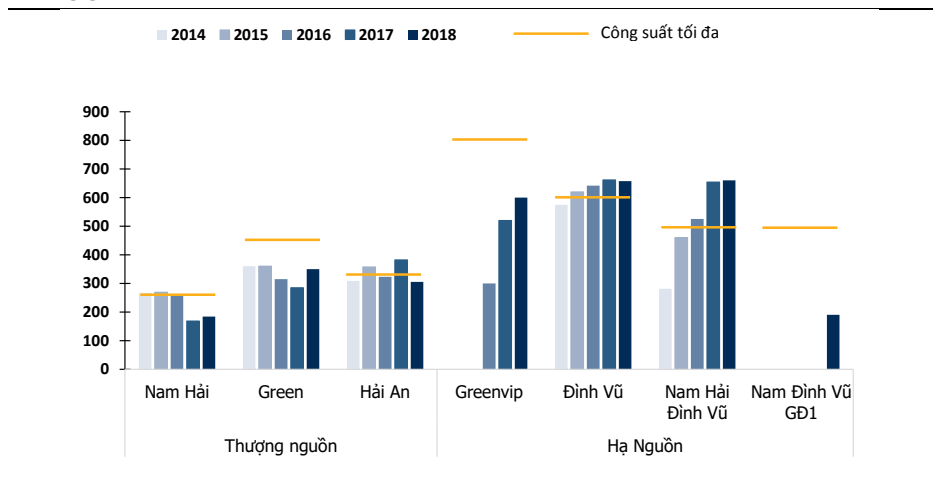
		=< 20 feet		=< 40 feet		> 40 feet	
		Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Khu vực 1 (Miền Bắc)	Giá sàn	30	33	45	50	52	57
	Giá trần	53	53	81	81	98	98
Lạch Huyện	Giá sàn	46	46	68	68	75	75
	Giá trần	60	60	88	88	98	98
Khu Vực 2 (Miền Trung)	Giá sàn	45	45	68	68	102	102
	Giá trần	59	59	89	89	132	132
Khu vực 3 (Miền Nam)	Giá sàn	41	41	62	62	75	75
	Giá trần	53	53	81	81	98	98
Cái Mép - Thị Vải	Giá sàn	46	52	68	77	75	85
	Giá trần	60	60	88	88	98	98

Nguồn: Bộ Giao thông Vận tải

GMD dự kiến hoàn thiện giai đoạn 2 và giai đoạn 3 của cảng Nam Đình Vũ, nâng tổng công suất lên 1.75 triệu TEU.

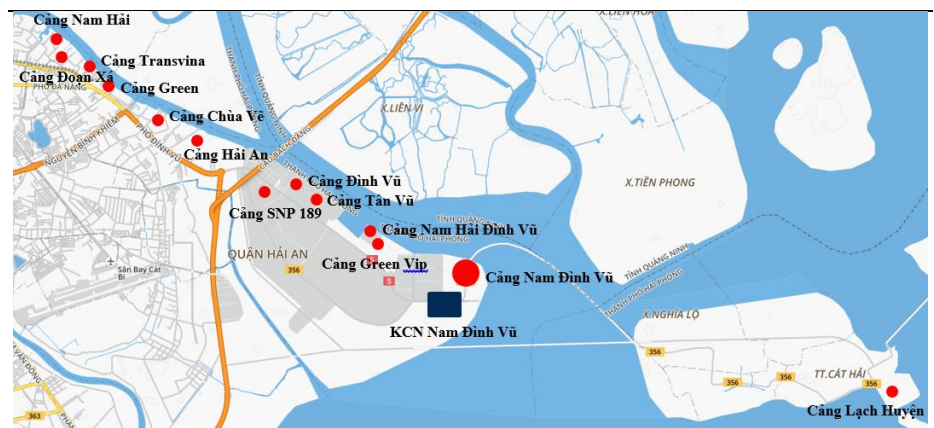
Hiện tại, Nam Đình Vũ cùng với Lạch Huyện là các cảng hiếm hoi có kế hoạch mở rộng công suất trong giai đoạn 2020-2025. Cụ thể, GMD dự kiến tiếp tục đầu tư Nam Đình Vũ GD 2 vào năm 2020 và GD 3 năm 2022-2023 nâng tổng công suất tại cảng này lên 1.75 triệu TEU, đảm bảo cho tăng trưởng dài hạn của GMD trong thời gian tới.

Biểu đồ 22: So sánh công suất các cảng Thượng nguồn và Hạ nguồn cụm cảng Hải Phòng giai đoạn 2014-2018



Nguồn: Số liệu các doanh nghiệp, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 23: Sơ đồ khu vực các cảng ở Hải Phòng



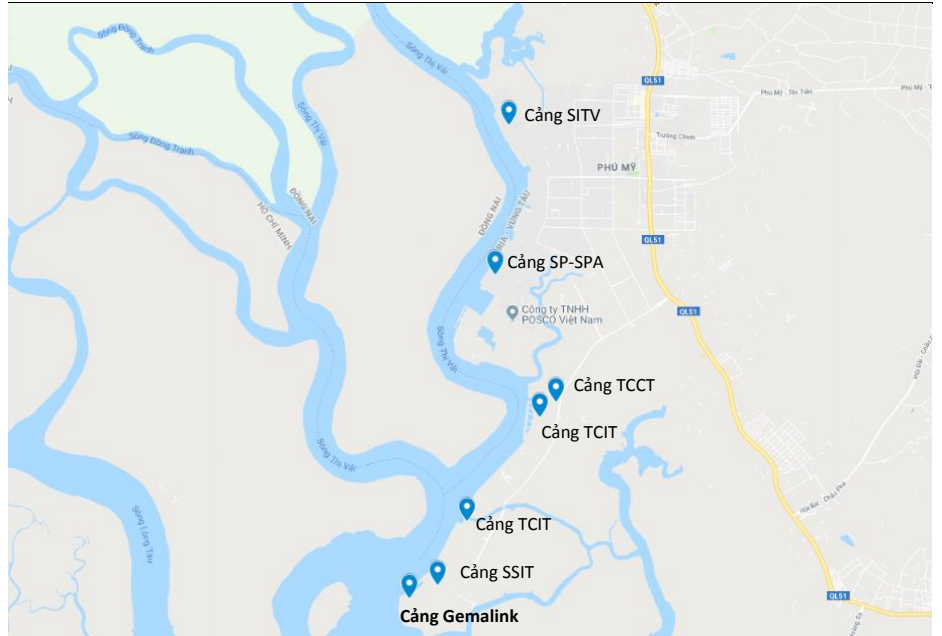
Nguồn: KBSV tổng hợp

Triển vọng tích cực của cảng Gemalink dựa trên: (1) tiềm năng cụm cảng Cái Mép – Thị Vải; (2) sự hỗ trợ của cổ đông lớn CMA – CGM.

Triển vọng phát triển của cảng Gemalink là rất tích cực do Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải hiện đang là khu vực cảng phát triển nhanh nhất Việt Nam. Theo Cục Hàng Hải Việt Nam, tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2012-2017 của khu vực này đạt 22.7%. Sự chuyển dịch lượng hàng từ các cảng truyền thống tại TP Hồ Chí Minh sang cụm cảng Cái Mép – Thị Vải đang diễn ra, tỷ trọng hàng hóa qua Vũng Tàu đạt 34.1% năm 2018 so với 30.6% năm 2013. Với lợi thế về mặt địa lý, cụm cảng Cái Mép – Thị Vải có thể trở thành trạm trung chuyển quốc tế, đón các tàu mẹ trọng tải lên đến 200,000 DWT. Trong năm 2018, cụm Cái Mép – Thị Vải tiếp nhận 28 chuyến tàu/tuần bao gồm 22 chuyến vận tải quốc tế và 6 tuyến vận tải nội địa, tăng mạnh so với năm 2013 chỉ có 8 chuyến tàu/tuần. Theo số liệu mới cập nhật, 6 tháng đầu năm 2019, tổng khối lượng container cập bến đạt 1.6 triệu TEU, tăng 24% yoy. Bên

cạnh đó, cảng Gemalink kì vọng sẽ được hỗ trợ bởi cổ đông lớn CMA-CGM, 1 trong những hãng vận tải container lớn nhất thế giới. Cụ thể, CMA – CGM dự kiến đưa về cảng Gemalink 1 – 1.2 triệu TEU/năm tương đương 70%-80% công suất giai đoạn 1.

Biểu đồ 24: Sơ đồ cảng khu vực Cái Mép – Thị Vải



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 25: Sơ đồ cảng khu vực Cái Mép – Thị Vải

Cảng	Độ sâu nước bến	Số cầu bến	Chiều dài bến	Trọng tải tối đa (DWT)	Công suất thiết kế (TEU/năm)
SITV	12	3	727	80,000	1,100
SP-PSA	15	1	600	120,000	1,500
TCCT - TCIT	17	3	890	80,000	1,500
CMIT	17	2	600	160,000	1,150
SSIT	17	1	600	160,000	1,570
Gemalink	17	3	1,150	200,000	1,500

Nguồn: KBSV tổng hợp

GMD duy trì chi trả cổ tức đều đặn 15% - 20% trong các năm qua.

Trong những năm vừa qua, GMD chi trả cổ tức tiền mặt khá đều đặn, trung bình giao động khoảng 15%-20%/năm tương đương lợi suất cổ tức 5.6 – 7.7% với mức giá hiện tại. Đặc biệt, trong năm 2018, sau khi thoái vốn thành công khỏi mảng Logistic, GMD đã chi trả cổ tức 80% bằng tiền mặt. Với hoạt động kinh doanh tăng trưởng ổn định, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh luôn dương, chúng tôi cho rằng GMD sẽ tiếp tục duy trì chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt trong những năm tới và có thể sẽ có tỷ lệ chi trả cao trong trường hợp GMD thoái vốn thành công ở mảng cao su và Bất động sản.

Kì vọng lợi nhuận đột biến từ các mảng kinh doanh ngoài cốt lõi.

Hai mảng ngoài cốt lõi của GMD là cao su và bất động sản đều là các mảng có giá trị lớn, chiếm tỷ trọng cao trong tổng tài sản. GMD đều đang có kế hoạch thoái vốn khỏi hai mảng này tuy nhiên mỗi mảng đều đang gặp những khó khăn riêng.

GMD hủy bỏ một số ngành nghề kinh doanh để xóa bỏ giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài dưới 49%

Trong trường hợp thoái vốn thành công, GMD có thể ghi nhận lợi nhuận đột biến, có thêm vốn phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh và cải thiện các chỉ số tài chính.

Tại Đại hội cổ đông thường niên, GMD đã thông qua việc hủy bỏ một số ngành nghề kinh doanh để xóa bỏ giới hạn tỷ lệ sở hữu đầu tư nước ngoài dưới 49%. Ngày 02/07/2019, Công ty TNHH SSI Consulting là công ty con của tập đoàn đa ngành lớn của Nhật Bản Sumitomo Corporation đã đăng kí mua 29.7 triệu cổ phiếu GMD tương đương 10% vốn điều lệ. Việc GMD nói room nước ngoài sẽ là yếu tố hỗ trợ tốt cho GMD khi dòng tiền khối ngoại sẽ cải thiện thanh khoản và đẩy nhanh giá cổ phiếu về giá trị hợp lý của doanh nghiệp. Cùng với đó, sự quan tâm của khối ngoại củng cố hơn tiềm năng phát triển của GMD.

V. RỦI RO

Chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của GMD sẽ chịu một số rủi ro chính như sau:

Diễn biến phức tạp từ chiến tranh thương mại

10/05/2019, Mỹ quyết định nâng thuế từ 10% lên 25% đối với 200 tỷ USD hàng hóa Trung Quốc, nâng tổng số lượng hàng hóa bị đánh thuế 25% lên con số 250 tỷ USD. Việt Nam được đánh giá là một trong các quốc gia được hưởng lợi trong ngắn hạn với nhiều ngành hàng sẽ được thay thế hàng Trung Quốc trên thị trường Mỹ. Tuy nhiên, về dài hạn, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung gây ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng hàng hóa và tăng trưởng kinh tế toàn cầu, qua đó ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động xuất khẩu của Việt Nam. Theo ước tính của Trung Tâm thông tin và dự báo kinh tế xã hội (NCIF), trong điều kiện Mỹ áp thuế cho 34 tỷ USD hàng hóa Trung Quốc, GDP Việt Nam sẽ giảm 0.09% năm 2019 và giảm 0.12% trong giai đoạn 2020-2021. Bên cạnh đó, Việt Nam hiện đang bị Mỹ đưa vào danh sách theo dõi do có thặng dư thương mại lớn với Mỹ và có hiện tượng hàng hóa Trung Quốc gắn mác Việt Nam xuất sang Mỹ để né thuế. GMD nói riêng và các doanh nghiệp cảng biển nói chung sẽ chịu ảnh hưởng khó lường khi hoạt động thương mại của Việt Nam và Thế giới chịu tác động tiêu cực từ chiến tranh thương mại.

Cạnh tranh gia tăng ở cụm cảng Hải Phòng sau khi cảng HICT đi vào hoạt động.

Cảng HICT giai đoạn 1 đi vào hoạt động từ Q2/2018 với công suất 1.1 triệu TEU, có khả năng tiếp nhận các tàu lớn trọng tải đến 160.000 DWT. Chúng tôi đánh giá mức độ cạnh tranh của cảng HICT đối với Nam Đình Vũ nói riêng và các cảng hạ nguồn nói chung là chưa đáng kể trong trung hạn dựa trên: (1) Định vị khách hàng khác biệt. Đối tượng khách cảng HICT hướng đến là các chuyến tàu mẹ có trọng tải lớn trong khi đó khách hàng của các cảng hạ nguồn là các tàu feeder. (2) Chi phí xếp dỡ tại cảng HICT cao hơn so với các cảng khác. Cụ thể, giá sàen xếp dỡ của cảng HICT đối với container 20 feet là 46 USD, cao hơn 39.4% so với các cảng khác. (3) cảng HICT nằm cách xa khu công nghiệp Nam Đình Vũ. Các doanh nghiệp sẽ phải tốn thêm chi phí vận chuyển hàng về khu công nghiệp.

Hệ thống cơ sở hạ tầng ở cụm cảng Cái Mép – Thị Vải chưa được cải thiện, chi phí chưa hợp lý.

Triển vọng phát triển của cảng Gemalink là khá lớn do nằm ở khu vực cụm cảng Cái Mép có vị trí thuận lợi, có khả năng tiếp nhận các tàu trọng tải lớn lên đến 200,000 DWT. Tuy nhiên, nhược điểm lớn của khu vực này là hệ thống đường bộ xung quanh chưa phát triển cùng với các tuyến đường sông kết nối có độ sâu khá nông làm tăng chi phí vận chuyển, tháo dỡ container. Bên cạnh đó, giá thông quan cao hơn TP HCM từ 1 đến 1.25 triệu VND cùng với việc thiếu hụt các cảng Container rộng cũng tạo rào cản để các hãng tàu cập bến. Những nguyên nhân trên dẫn tới mặc dù tốc độ tăng trưởng cao nhưng các cảng tại khu vực Cái Mép –

Thị Vải vẫn chưa hoạt động vượt được 50% công suất. Cụ thể, năm 2018, tổng sản lượng hàng hóa đạt 2.87 triệu TEU, tương đương 42% tổng công suất các cảng là 6.82 triệu TEU. Nếu không sớm được cải thiện, thực trạng này sẽ gây ảnh hưởng đến tiến độ chuyển hướng hàng hóa từ cụm cảng Hồ Chí Minh sang cụm cảng Cái Mép.

Khó khăn trong việc thoái vốn khỏi các mảng kinh doanh ngoài cốt lõi.

Hiện tại GMD đang có kế hoạch thoái vốn khỏi các mảng hoạt động thứ yếu như Bất động sản, cao su để tập trung nguồn lực vào hoạt động kinh doanh chính. Trong trường hợp hoạt động thoái vốn diễn ra không thuận lợi sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến GMD ở hai khía cạnh: (1) thiếu hụt vốn để phục vụ đầu tư các dự án cảng mới; (2) không có các khoản doanh thu đột biến dẫn tới việc giảm lợi nhuận, có thể gây tác động không tốt đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

VI. ĐỊNH GIÁ

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2019

Lợi nhuận sau thuế của GMD năm 2019 dự kiến đạt 525 tỷ VND, giảm 71.6% yoy, EPS forward đạt 1,766 VND/cp.

Năm 2019, chúng tôi ước tính doanh thu của GMD đạt 2,980 tỷ VND, tăng 10.06% yoy dựa trên các yếu tố:

Doanh thu mảng khai thác cảng đạt 2,589 tỷ VND, tăng 14% yoy nhờ: (1) tổng sản lượng Container thông cảng đạt 1.97 triệu TEU, tăng 11% yoy với giả định sản lượng cảng Nam Đình Vũ đạt 466,360 TEU, tăng 225% yoy bù lấp cho sự sụt giảm sản lượng tại 2 cảng Nam Hải và Nam Hải Đình Vũ lần lượt 20% yoy và 10% yoy. (2) Phí sà lầy xếp dỡ tại khu vực cảng Hải Phòng tăng 10%.

Doanh thu mảng Logistic đạt 261 tỷ VND, giảm 39% yoy do Q1/2018 vẫn còn ghi nhận doanh thu từ Gemadept Logistics Holding và Gemadept Shipping Holding.

Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết đạt 181 tỷ VND, tăng với giả định Lợi nhuận sau đóng góp từ SCS tăng trưởng 6% yoy, lợi nhuận đóng góp từ CJ Gemadept Logistic và Shipping tăng 5% yoy.

Lợi nhuận trước thuế dự kiến đạt 685 tỷ VND, giảm 68.63% yoy. LNST của công ty mẹ dự kiến đạt 525 tỷ VND, giảm 71.6% yoy, EPS dự kiến đạt 1,766 VND/cp.

Bảng 26: Dự phóng kết quả kinh doanh 2019

Tỷ VND	2016	2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	3,742	3,984	2,708	2,851	3,158
Giá vốn hàng bán	2,723	2,955	1,739	1,742	1,927
Lợi nhuận gộp	1,018	1,029	968	1,109	1,231
Chi phí bán hàng	63	87	102	107	119
Chi phí quản lý doanh nghiệp	297	344	321	337	374
Chi phí/Lợi nhuận tài chính	(112)	27	1,582	(103)	(125)
Lợi nhuận từ công ty liên kết	50	109	133	181	197
Lợi nhuận trước thuế	481	650	2,182	685	747
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	390	508	1,848	525	572

Source: KBSV

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá tổng từng phần của GMD bao gồm: (1) Hoạt động kinh doanh cốt lõi + lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết; (2) Dự án Gemalink; (3) Tài sản ngoài cốt lõi.

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF đối với hoạt động kinh doanh cốt lõi và lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết do đây đều là các mảng cho kết quả kinh doanh và dòng tiền ổn định, có thể dự báo trước.

Đối với dự án Gemalink, chúng tôi thực hiện định giá riêng sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền do chưa nắm được cơ cấu tài chính và thời gian hợp nhất vào hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Đối với mảng cao su, chúng tôi định giá dựa trên giá trị sổ sách khoản đầu tư và chiết khấu 30% do triển vọng không tích cực của ngành cao su và khả năng thoái vốn mảng cao su trong trung hạn của GMD là rất thấp.

Đối với mảng bất động sản, chúng tôi định giá theo giá trị khu đất hiện tại của dự án Saigon Gem do không nắm được thông tin chi tiết về dự án cùng với các vấn đề

liên quan đến pháp lý đang gây trở ngại cho tiến trình thực hiện dự án.

GMD là doanh nghiệp đầu ngành khai thác cảng biển của Việt Nam. Chúng tôi đánh giá tiềm năng tăng trưởng của GMD còn lớn dựa trên triển vọng trung của ngành cảng biển cùng với việc mở rộng công suất khai thác tại khu vực cảng Hải Phòng và khu vực Cái Mép Thị Vải. Dựa trên kết quả định giá và triển vọng kinh doanh, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GMD. Giá mục tiêu là 33,100 VND/cp, cao hơn 22.6% so với giá ngày 11/07/2019.

Bảng 27: Giả định theo phương pháp Chiết khấu dòng tiền (FCFF)

Giả định mô hình	Giá trị
WACC	10.77%
Lãi suất phi rủi ro	4.70%
Phần bù rủi ro	9.20%
Hệ số Beta	0.89
Tăng trưởng dài hạn	1%
Thời gian dự phóng	7 năm

Nguồn: KBSV

Bảng 28: Tổng hợp dự phóng FCFF 2019-2025

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Hoạt động cốt lõi							
Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	920	1,096	1,275	1,478	1,574	1,676	1,584
Vốn đầu tư XD/CB	(114)	(1,333)	(743)	(1,562)	(1,575)	(179)	(211)
Lãi vay*(1-thuế TNDN)	(128)	(147)	(184)	(223)	(263)	(304)	(347)
FCFF	678	(384)	349	(307)	(264)	1,192	1,026
Gemalink							
Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	0	199	342	280	332	390	440
Vốn đầu tư XD/CB	(2,478)	(2,556)	-	-	-	-	-
Lãi vay*(1-thuế TNDN)		156	312	312	312	312	280.8
FCFF	(2,478)	(2,314)	541	559	605	658	669

Nguồn: KBSV

Bảng 29: Định giá GMD

Các thành phần	Phương pháp	Giá trị vốn chủ sở hữu/cổ phiếu
Hoạt động cốt lõi	FCFF	19,109
Cao su	Giá trị sổ sách	3,786
Gemalink	FCFF	4,680
Bất động sản	RNAV	5,517
Giá mục tiêu		33,091

Nguồn: KBSV

PHỤ LỤC

Thông tin tài chính

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VND)	2016	2017	2018	Q1/2019
Doanh số thuần	3,741.67	3,983.96	2,707.56	628.99
Giá vốn hàng bán	2,723.43	2,954.82	1,739.45	379.05
Lãi gộp	1,018.24	1,029.15	968.11	249.94
Thu nhập tài chính	39.24	173.08	1,625.36	11.54
Chi phí tài chính	150.97	145.90	43.70	44.08
Trong đó: Chi phí lãi vay	121.20	143.86	128.80	35.85
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	50.13	108.69	132.54	42.92
Chi phí bán hàng	62.64	87.24	102.01	29.06
Chi phí quản lý doanh nghiệp	296.97	344.48	320.53	73.04
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	597.02	733.29	2,259.78	158.22
Thu nhập khác	19.42	60.61	29.31	3.78
Chi phí khác	135.72	143.45	106.95	0.90
Thu nhập khác, ròng	116.30	-82.83	-77.64	2.89
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	480.73	650.45	2,182.14	161.10
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	36.99	69.02	281.89	14.93
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	443.73	581.44	1,900.25	146.17
Lợi ích của cổ đông thiểu số	53.99	73.55	52.53	26.57
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	389.74	507.88	1,847.72	119.60

Tỷ suất lợi nhuận	2016	2017	2018	Q1/2019
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20.75%	26.40%	27.21%	25.83%
Tỷ suất EBITDA	19.26%	26.10%	25.08%	22.81%
Tỷ suất EBIT	10.38%	17.87%	17.60%	15.00%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	23.27%	14.10%	12.85%	16.33%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	24.96%	13.68%	15.96%	18.41%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	18.75%	12.85%	11.86%	14.59%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	Gián tiếp - Tỷ VND			
	2016	2017	2018	Q1/2019
Lãi trước thuế	480.73	650.45	2,182.14	161.10
Khấu hao TSCĐ	279.81	311.22	335.23	88.28
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	7.55	-117.86	-1,523.62	-0.93
Chi phí lãi vay	121.20	143.86	128.80	35.85
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	914.37	955.26	1,017.29	286.21
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-36.85	123.71	12.10	-103.67
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	17.11	-20.76	15.58	-25.62
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	25.58	-225.61	-16.60	48.87
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-15.36	5.97	-48.51	6.45
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	761.52	632.88	545.29	127.07
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1,017.51	-1,148.15	-875.89	-89.53
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	72.98	22.48	23.74	0.68
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-143.97	-49.66	-180.66	-2.19
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	80.29	76.80	187.09	0.00
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-292.96	-24.60	-238.37	-50.00
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp	4.38	154.65	1,875.04	0.00
Cổ tức và tiền lãi nhận được	60.23	127.61	217.07	1.05
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-1,236.54	-840.85	1,008.01	-139.98
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0.00	0.00	86.48	0.00
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0.00	0.00	0.00	0.00
Tiền thu được các khoản đi vay	764.31	853.37	1,245.03	192.80
Tiền trả các khoản đi vay	-185.93	-528.95	-618.72	-202.94
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	-12.54	-19.82	-31.92	-13.58
Cổ tức đã trả	-271.43	-40.20	-2,840.78	0.00
Tiền lãi đã nhận	0.00	0.00	0.00	0.00
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	294.40	264.40	-2,159.91	-23.72
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-180.62	56.42	-606.61	-36.64
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	904.52	724.47	779.80	172.57
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	724.47	779.80	172.57	135.89

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)	2016	2017	2018	Q1/2019
TÀI SẢN NGẮN HẠN	2,140.25	2,223.12	1,391.48	1,454.63
Tiền và tương đương tiền	724.47	779.80	172.57	135.89
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	88.72	113.00	112.26	114.04
Các khoản phải thu	1,128.06	1,127.69	948.72	1,064.01
Hàng tồn kho, ròng	87.03	107.80	65.55	64.55
TÀI SẢN DÀI HẠN	7,977.67	9,068.10	8,592.59	8,527.98
Phải thu dài hạn	151.38	127.49	54.55	30.78
Tài sản cố định	2,697.54	3,208.46	3,404.11	3,357.76
Giá trị ròng tài sản đầu tư	0.00	0.00	0.00	0.00
Tài sản dở dang dài hạn	1,823.66	2,457.81	1,707.55	1,689.78
Đầu tư dài hạn	2,308.32	2,310.19	2,631.53	2,674.44
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	10,117.92	11,291.22	9,984.06	9,982.62
NỢ PHẢI TRẢ	4,251.30	4,196.68	3,455.08	3,312.32
Nợ ngắn hạn	2,961.15	2,676.23	1,564.16	1,392.41
Phải trả người bán	595.04	761.27	403.58	357.42
Người mua trả tiền trước	14.93	44.83	4.78	11.18
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	2.37	0.01	0.00	0.00
Vay ngắn hạn	1,578.67	714.51	675.01	584.60
Nợ dài hạn	1,290.15	1,520.45	1,890.92	1,919.91
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Người mua trả tiền trước dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Doanh thu chưa thực hiện	237.93	231.68	230.49	228.93
Vay dài hạn	927.56	1,220.61	1,591.98	1,620.70
VỐN CHỦ SỞ HỮU	5,866.62	7,094.54	6,528.98	6,670.30
Vốn góp	1,794.32	2,882.77	2,969.25	2,969.25
Thặng dư vốn cổ phần	1,872.17	1,941.83	1,941.83	1,941.83
Lãi chưa phân phối	1,130.83	1,113.09	541.64	661.24
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	700.48	750.97	648.71	675.28

Chỉ số chính	2016	2017	2018	Q1/2019
Chỉ số định giá				
P/E	12.60	15.53	4.15	11.11
P/E pha loãng	11.88	14.64	4.15	11.11
P/B	0.90	1.17	1.30	1.28
P/S	1.24	1.87	2.83	2.92
P/Tangible Book	0.84	1.10	1.23	1.20
P/Cash Flow	6.08	11.75	14.05	15.23
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	6.83	9.46	11.08	11.24
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	9.73	14.38	17.88	17.85
Khả năng sinh lời				
ROE%	6.79	7.84	27.13	10.41
ROA%	4.08	4.74	17.37	6.82
ROIC%	7.87	6.62	6.20	7.03
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.29	0.34	0.20	0.20
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.67	0.77	0.81	1.00
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.72	0.83	0.89	1.04
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.16	0.17	0.24	0.24
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.09	0.11	0.16	0.16
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.43	0.27	0.35	0.33
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.25	0.17	0.23	0.22
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.50	0.38	0.24	0.21
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.29	0.24	0.16	0.14
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.72	0.59	0.53	0.50
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.42	0.37	0.35	0.33
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	7.83	6.92	5.23	6.99
Hệ số quay vòng HTK	27.61	29.41	19.38	25.06
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	4.64	4.36	2.99	4.93

Source: Fiiipro

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Mua: +15% hoặc cao hơn

Nắm giữ: trong khoảng +15% và -15%

Bán: -15% hoặc thấp hơn

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. 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 KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV 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 độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Sài Gòn

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn