



Công ty Cổ phần Gemadept [MUA, +20.5%] (GMD: HoSE)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

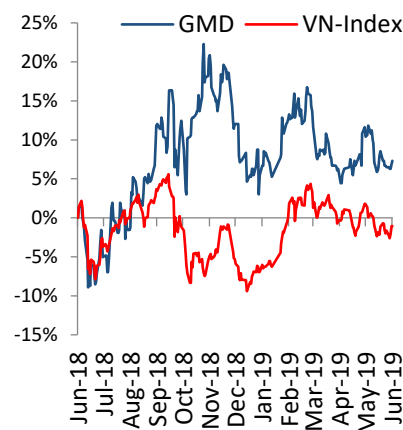
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	26,150
Giá mục tiêu (đồng/cp)	31,500
Tiềm năng tăng/giảm (%)	20.5
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	29,800
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	22,196
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	(3.9)
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	(4.2)
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	7.3
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	7,764.6
KLGDQB (SLCP, 3 tháng)	274,513
SL CP lưu hành (triệu cp)	296.9
Nước ngoài đang sở hữu (%)	49.0
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	4.2
P/E dự phóng 12 tháng (x)	13.2

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2016	2017	2018	2019F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,741.7	3,984.0	2,707.6	3,124.1
Tăng trưởng (% y/y)	4.3	6.5	(32.0)	15.4
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	389.7	507.9	1,847.7	644.5
Tăng trưởng (% y/y)	(3.1)	30.3	263.8	(65.1)
Biên lợi nhuận ròng (%)	10.4	12.7	68.2	20.6
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	5,866.6	7,094.5	6,529.0	6,659.2
Tổng tài sản (tỷ đồng)	10,117.9	11,291.2	9,984.1	11,183.2
ROA (%)	4.6	5.4	17.9	6.4
ROE (%)	7.7	9.0	27.9	10.3
EPS (đồng)	2,009	1,962	6,207	2,172
BVPS (đồng)	28,792	22,005	21,989	22,427.2
Cổ tức (đồng)	2,000	-	8,000	1,500
P/E (x)	12.8	15.7	4.2	14.5
EV/EBITDA (x)	6.9	9.6	11.2	N/A
P/B (x)	0.9	1.2	1.2	1.3

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

**Khuyến nghị GIỮ với giá mục tiêu
31,500 đồng/cổ phiếu**

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Việt Nam có đường bờ biển dài, vị trí địa lý thuận lợi để phát triển ngành cảng biển. Cầu nối thương mại, hàng hải với các quốc gia Đông Bắc Á. Kim ngạch xuất nhập khẩu trên 200% GDP mỗi năm và thu hút dòng vốn FDI vào khu vực sản xuất. Cơ sở hạ tầng ngày càng được cải thiện.
- Gemadept là doanh nghiệp Logistics nội địa có sự hiện diện trong mọi khâu của chuỗi Logistics nhờ sở hữu hệ thống cảng biển trải dài ba miền, đội tàu, xe, sà lan và các trung tâm phân phối với quy mô lớn.
- Ngành cảng biển Việt Nam đang trong giai đoạn phát triển, sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam tăng trưởng kép trong giai đoạn 2000-2018 là 16.6%/năm.

ĐIỂM HỖ TRỢ ĐẦU TƯ

- Gemadept hiện đang nắm giữ 36.89% cổ phần tại CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS: HoSE). Kỳ vọng tăng trưởng giai đoạn 2018 – 2022 nhờ cảng mới Nam Đình Vũ và cảng nước sâu Gemalink đi vào hoạt động
- Biên lợi nhuận gộp hoạt động cảng biển cao, trung bình trên 40%. Gemadept sẽ được hưởng lợi từ sự hợp tác với CJ Logistics, CMA - CGM thông qua việc mở rộng hệ thống khách hàng, năng lực quản trị cho cả hai phân khúc logistics và cảng.
- Khả năng ghi nhận lợi nhuận đột biến từ việc chuyển nhượng vốn tại cảng Gemalink và bán các bất động sản đang sở hữu.

ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

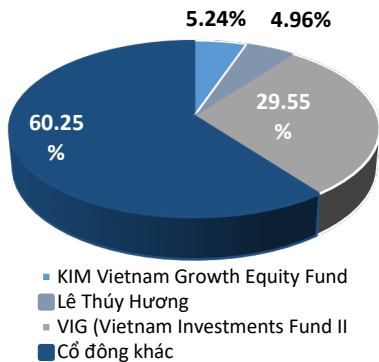
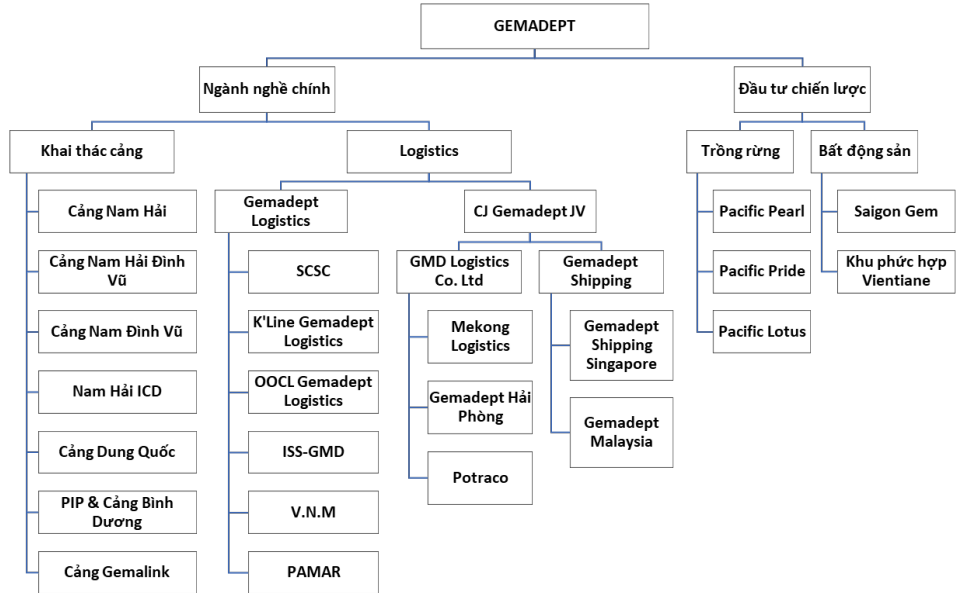
- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần để định giá GMD.
- Giá mục tiêu: GMD được xác định giá hợp lý ở mức 31,500 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu GMD.
- Rủi ro chính của GMD cạnh tranh gay gắt về giá cước, nguồn hàng trong hoạt động cảng biển và rủi ro lãi suất do GMD hiện vay nợ để đầu tư cảng..



GEMADEPT CORPORATION

1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Gemadep là được thành lập vào năm 1990, tiền thân là doanh nghiệp Nhà nước thuộc Cục Hàng hải Việt Nam, hoạt động chính trong 2 lĩnh vực đó là khai thác cảng và logistics. Năm 1993, công ty tiên phong trong việc cổ phần hóa và đến năm 2002 niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Tp. HCM (HoSE). Gemadep đã phát triển và trở thành một công ty chuyên cung cấp các dịch vụ logistics tích hợp, đồng thời có hệ thống cảng biển trải dài từ Bắc đến Nam.



Tính đến ngày 20/06/2019, Cổ đông lớn của Gemadep bao gồm KIM và VIG. Năm 2012, tình hình kinh tế Việt Nam tại thời điểm đó không ổn định, mặt bằng lãi suất cao, để huy động vốn cho dự án cảng Nam Hải Đình Vũ, Gemadep đã phát hành 40 triệu USD trái phiếu chuyển đổi cho quỹ đầu tư VIG. Khoản vay có thời hạn là 5 năm với lãi suất là 6%/năm và được trả vào cuối kỳ. Đến năm 2017, GMD phát hành 108.9 triệu cổ phần riêng lẻ để hoán đổi toàn bộ khoản vay bằng trái phiếu chuyển đổi. Tuy nhiên do room khối ngoại tại thời điểm đó không đủ do đó VIG chuyển nhượng một phần cho cá nhân Việt Nam là bà Lê Thúy Hương.

Nguồn: GMD, EVS

Bảng 1: Danh sách công ty con

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động
Công ty TNHH Cảng Phước Long	100%	Cảng biển
Công ty Thiết bị & Dịch vụ Thái Bình Dương	100%	Logistics
Công ty Vận tải Hàng hải Thái Bình Dương	100%	Logistics
Công ty Công nghiệp Cao su Thái Bình Dương	100%	Cao su
Công ty Cổ phần Hòn Ngọc Thái Bình Dương	100%	Cao su
Công ty Cổ phần Hoa Sen Thái Bình Dương	100%	Cao su
Công ty Niêm Kiêu Hãnh Thái Bình Dương	100%	Cao su
Công ty Cổ phần Cảng Nam Hải	99.98%	Cảng biển
Công ty Cổ phần Cảng Nam Hải Đình Vũ	84.66%	Cảng biển
Công ty Cảng quốc tế Gemadep Dung Quất	80.4%	Cảng biển
Công ty Cổ phần Gemadep Vũng Tàu	70%	Logistics
Công ty Cổ phần ICD Nam Hải	65%	Logistics
Công ty Cổ phần Cảng Nam Đình Vũ	60%	Cảng biển
Công ty Dịch vụ Vận tải Trường Thọ	46%	Logistics
Công ty Cảng quốc tế Gemadep Nhơn Hội	53.2%	Cảng biển
Công ty TNHH ISS — Gemadep	51.0%	Logistics
Công ty Hạ tầng Gemadep	50%	Bất động sản

Nguồn: BCTC Gemadep

Biểu đồ 1: Danh sách công ty liên kết

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động
Công ty "K" Line - Gemadep	50%	Logistics
Công ty CJ Gemadep Shipping	51%	Logistics
Công ty Vận tải biển Gemadep	51%	Logistics
Gemadep Shipping Singapore Pte	51%	Logistics
Gemadep (Malaysia) Sdn. Bhd	51%	Logistics
Công ty Cảng Cái Mép Gemadep	65.13%	Cảng biển
Công ty CJ Gemadep Logistics	49.1%	Logistics
Công ty Tiếp vận Gemadep	49.1%	Logistics
Công ty TNHH Gemadep Hải Phòng	49.1%	Logistics
Công ty TNHH OOCL Logistics	49%	Logistics
Công ty Thương mại Quả Cầu Vàng	45%	Dịch vụ
Công ty TNHH Golden Globe	40%	Bất động sản
Công ty Cổ phần Du lịch Minh Đạm	40%	Dịch vụ
Công ty Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn	36.43%	Logistics
Công ty Thương cảng Vũng Tàu	26.78%	Cảng biển
Công ty Liên hợp Thực phẩm	26.56%	Dịch vụ
Công ty Cổ phần Mekong Logistics	25.02%	Logistics

Nguồn: BCTC Gemadep

2. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

MẢNG HOẠT ĐỘNG CẢNG

Gemadep là nhà cung cấp dịch vụ Logistics tích hợp, cung cấp tất cả dịch vụ ở các khâu của logistics nhờ sở hữu các nguồn lực trong chuỗi giá trị logistics như hệ thống cảng biển dọc cả nước, trung tâm phân phối (Distribution Center – DC), cảng cạn (Inland Container Depot), đội xe tải lớn và sà lan. Điều này giúp công ty có sự kiểm soát tốt hơn trong vận hành so với việc thuê dịch vụ bổ sung bên ngoài và tiết giảm chi phí.



Dịch vụ giao nhận, vận tải nội địa & Hệ thống kho bãi tập kết hàng hóa



Hệ thống cảng biển & Cảng hàng không

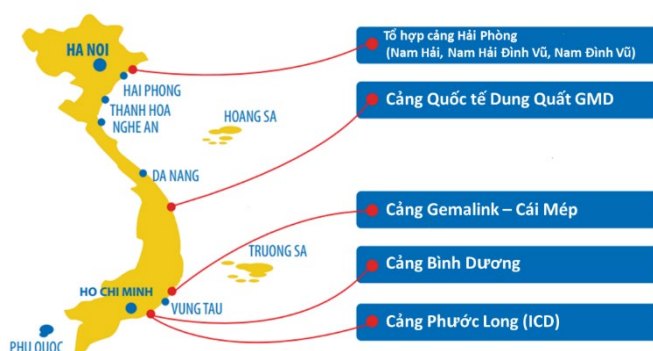


Tàu vận tải & Máy bay



Các trung tâm quản lý & phân phối hàng hóa

Cảng biển: Gemadep bắt đầu hoạt động khai thác cảng từ rất sớm với sự ra đời của mô hình cảng cạn đầu tiên tại Việt Nam - Cảng Phước Long tại TP. Hồ Chí Minh năm 1995. Những năm sau, GMD lần lượt đầu tư các Cảng Nam Hải, Nam Hải Đình Vũ, Nam Đình Vũ và Nam Hải ICD ở miền Bắc, Gemadep Dung Quất tại cửa ngõ miền Trung và cụm các Cảng Phước Long ICD, Cảng Bình Dương và Cảng nước sâu Gemalink tại miền Nam, nối liền mạch chuỗi 8 cảng dọc chiều dài đất nước. Khi hoàn thành các giai đoạn của tất cả các dự án cảng, Gemadep sẽ sở hữu và khai thác 4.5km cầu tàu với tổng công suất lên đến 5.8 triệu TEUs và 4 triệu tấn, góp phần thúc đẩy mạnh mẽ giao thương giữa các vùng kinh tế.

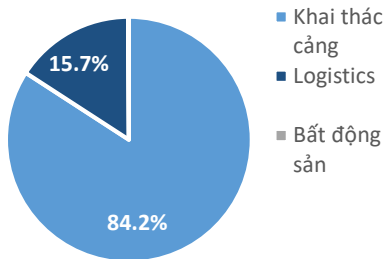


Bảng 2: Danh sách các cảng

Cảng	Vị trí	Năm khai thác	Công suất (TEU)	Sản lượng 2018 (tấn)	Hiệu suất sử dụng	Tải trọng tàu cho phép (DWT)
Hiện tại						
Cảng Nam Hải	Hải Phòng	29/02/2009	150,000	184,050	122.7%	10,000
Cảng Nam Hải Đình Vũ	Hải Phòng	06/05/2014	500,000	660,000	132%	30,000
Cảng Dung Quất	Quảng Ngãi	2008	150,000 TEU 2 triệu tấn hàng rời	2,120,000	84.8%	70,000
Cảng Bình Dương	Bình Dương	2011	200,000	200,000	100%	5,000
Phước Long ICD	Tp. HCM	1995	500,000	540,000	108%	-
Nam Hải ICD	Hải Phòng	10/2016	500,000			-
Đang triển khai xây dựng						
Cảng Nam Đình Vũ (giai đoạn 2)	Hải Phòng	Dự kiến 2020	600,000	200,101	37%	30,000
Gemalink (giai đoạn 1)	Cái Mép – Thị Vải	Dự kiến 2020	1,500,000			200,000

Nguồn: BCTN Gemadept

Năm 2018, doanh thu từ mảng khai thác cảng đạt 2,278.5 tỷ đồng (+24.2% YoY), chiếm 84.2% doanh thu thuần và 89% lợi nhuận gộp với tốc độ tăng trưởng CAGR 20% cho giai đoạn 2013 – 2018.



Nguồn: BCTC Gemadept

Các cảng của GMD đều hoạt động hết công suất trừ cảng Dung Quất (hiệu suất chỉ đạt 85% trong năm 2018), đây cũng là điểm yếu của ngành cảng Việt Nam do quy hoạch đầu tư ban đầu dàn trải, khu vực cảng miền Trung thiếu nguồn hàng.

Cảng Nam Hải: chuyên khai thác hàng container và đi vào hoạt động từ năm 2009 với công suất thiết kế là 150,000 TEUs. Vị trí cảng nằm sâu trong thượng nguồn sông Cấm và hiện nay đang bị chấn bởi cầu Bạch Đằng. Cảng chủ yếu tiếp nhận tàu chở hàng tuyến Hải Phòng – Hồng Kông (trọng tải 10,000 DWT). Với xu thế tăng tải trọng tàu nhằm tiết giảm chi phí Logistics như hiện nay cùng với vị trí địa lý của sẽ ảnh hưởng bất lợi đến Cảng Nam Hải. Trong tương lai, cảng Nam Hải sẽ trở thành cảng Hub nhằm phục vụ cho các tuyến vận tải nội địa và chuyển đổi công năng sang khai thác hàng rời.

Cảng Nam Hải Đình Vũ: GMD mua lại và xây dựng từ VIPCO, cảng đi vào hoạt động trong năm 2014. Cảng nằm ở vị trí hạ nguồn sông Cấm và không bị chấn bởi cầu Bạch Đằng, có thể đón tàu với tải trọng 30,000 DWT. Cảng chuyên phục vụ các tuyến từ Hải Phòng đi Thượng Hải, Busan Hàn Quốc. Các khách hàng lớn bao gồm CMA – CGM, Yang Ming, OOCL, C.K Lines. ICD Nam Hải cách cảng Nam Hải Đình Vũ 1.5km hỗ trợ việc luân chuyển hàng hóa và tăng công suất của cảng.

Cảng Nam Đình Vũ: Gemadept đã hoàn thành giai đoạn 1 (vốn đầu tư 1,500 tỷ) cảng Nam Đình Vũ với công suất 500,000 TEUs tại Hải Phòng đón chuyển tàu khai thác an toàn vào ngày 04/02/2018. Cảng có vị trí đắc địa nhất ngay tại cửa ngõ gần thông ra biển. Năm trong khu kinh tế Cát Hải thuộc Khu phi thuế quan và Khu Công nghiệp Nam Đình Vũ. Quy mô lên đến 65ha (giai đoạn 1: 22ha) và là cảng duy nhất đủ năng lực tiếp nhận tàu có tải trọng lên đến 40,000 DWT với chiều dài cầu tàu 1.5km. Giai đoạn 2 sẽ triển khai từ quý 3 2019 và giai đoạn 3 sẽ từ năm 2020. Việc đầu tư cảng Nam Đình Vũ nhằm nâng cao công suất khai thác ở tổ hợp cảng Hải Phòng trong bối cảnh cảng Nam Hải và Nam Hải Đình Vũ đã hoạt động vượt công suất thiết kế và tiếp nhận một phần nguồn hàng từ thượng lưu sông Cấm. Tỷ lệ sở hữu của Gemadept tại cảng Nam Đình Vũ là 60%, phần vốn còn lại thuộc Tập đoàn Sao Đỏ.

Cảng Nam Đình Vũ là cảng có khả năng thương thuyết cước phí cao nhất tại khu vực Hải Phòng do vị trí địa lý thuận lợi cũng như năng lực hậu cần, trang thiết bị hiện đại. Ngoài ra, việc ICD Nam Hải đi vào hoạt động sẽ giúp GMD cung cấp dịch vụ đưa hàng hóa về tới tận kho của khách hàng, tạo thêm giá trị gia tăng. Tuy nhiên

cần lưu ý mức phí xếp dỡ tại khu vực Hải Phòng trong những năm tới sẽ rất khó có khả năng tăng do cạnh tranh gay gắt với hàng loạt đơn vị cung cấp dịch vụ tương tự như Cảng Tân Vũ, VIP Green, PSTC Đình Vũ. Các đơn vị cung cấp phân mảnh và ít có quyền lực định giá. Mức phí xếp dỡ trung bình ở thượng nguồn sông Cấm ở mức 33 USD/TEU và hạ nguồn là 38 USD/TEU.

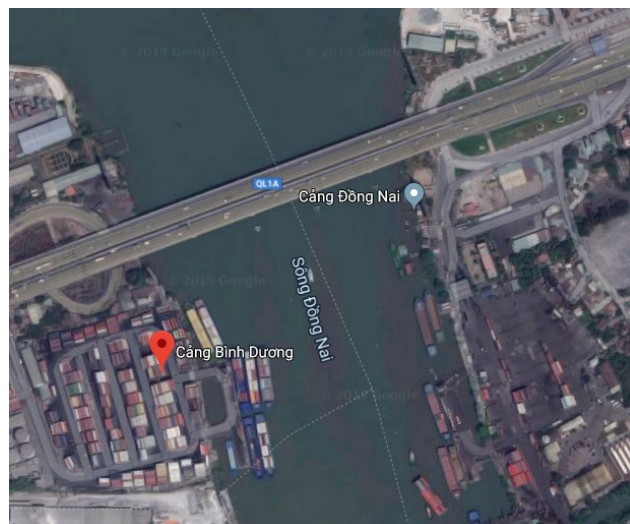


Cảng nước sâu Lạch Huyện đi vào hoạt động từ tháng 5/2018. Tuy nhiên định hướng của cảng Lạch Huyện là trở thành cảng trung chuyển và phục vụ các tàu trên 100,000 DWT nên giá cước dịch vụ sẽ cao hơn cảng Nam Đình Vũ đồng thời hàng hóa từ đất liền ra cảng Lạch Huyện đều phải qua cầu Tân Vũ – Lạch Huyện làm phát sinh thêm chi phí vận chuyển.

Cảng Dung Quất: cảng có vị trí tại vịnh nước sâu Dung Quất, tỉnh Quảng Ngãi nằm giữa hai khu kinh tế trọng điểm của miền Trung là Dung Quất và Chu Lai. Tuy nhiên hàng hóa KCN Chu Lai chủ yếu cập cảng Chu Lai Trường Hải do đó khách hàng của cảng Dung Quất chủ yếu đến từ KCN Quảng Phú, VSIP, Tịnh Phong. Mặt hàng chủ yếu là dăm gỗ xuất đi các nước Bắc Âu sử dụng trong lò sưởi và hàng rời. Mớn nước sâu 12m nên cảng có thể đón những tàu có tải trọng 7,000 DWT.

Cảng Phước Long: Là cảng cạnh đầu tiên của GMD cung cấp dịch vụ thông quan, vận tải bằng xe và sà lan tới cái trạm container hàng hóa và kho ngoại quan. Cảng có vị trí gần khu công nghiệp Bình Dương, Đồng Nai – Biên Hòa.

Cảng Bình Dương: Là cảng nhỏ nằm ở khu vực sông Đồng Nai, công suất 200,000 TEUs/năm. Năm 2018, GMD đã đầu tư 300 tỷ đồng mở rộng diện tích, đầu tư thêm trang thiết bị nhằm nâng cao công suất khai thác.



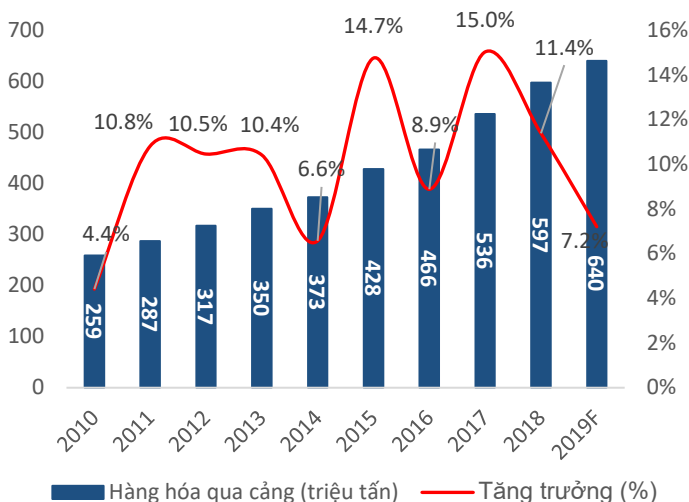
Cảng nước sâu Gemalink: là cảng nước sâu có quy mô lớn nhất tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải (72ha), dự án là liên doanh giữa Gemadept và Tập đoàn CMA – CGM của Pháp. Tỷ lệ sở hữu của GMD là 65.13% nhưng tỷ lệ biểu quyết là 50% do đó GMD sẽ ghi nhận lợi nhuận từ dự án này dưới hình thức lãi từ liên doanh và liên kết. Tổng vốn của dự án là 330 triệu USD (63% vốn vay). Lợi thế cạnh tranh của cảng Gemalink là có khả năng tiếp nhận tàu mẹ (20,000 DWT) và tàu con (feeder) cùng một lúc, hàng hóa sẽ vận chuyển trực tiếp đến khu vực Bắc Mỹ và Châu Âu mà không cần tàu feeder gom hàng đến các cảng trung gian như Singapore hay Hồng Kông. Dự án được đảm bảo 60 – 80% nguồn hàng từ đối tác CMA – CGM. Dự án đưa vào khai thác trong 3Q19, có lợi nhuận sau 2021 và hoàn vốn năm 2029.



Với sự phục hồi của lượng hàng qua cụm cảng Cái Mép – Thị Vải, trong những năm gần đây, tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu đã có quy hoạch chiến lược tổng thể phát triển Logistics. Tỉnh sẽ xây dựng trung tâm Logistics quy mô 800 ha tại khu vực Cái Mép ngay sau lưng Gemalink.

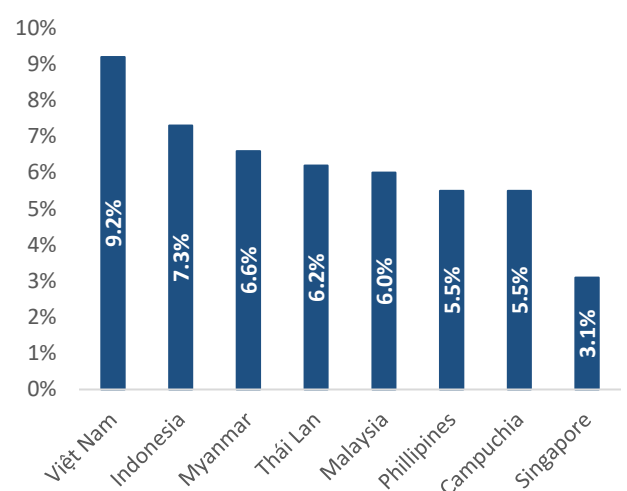
Tỷ suất lợi nhuận gộp của Gemadept năm 2018 giảm còn 37.9% so với 40.9% năm 2017 do Cảng Nam Đình Vũ giai đoạn I đi vào hoạt động làm khấu hao tăng trong khi doanh thu chưa thể tăng tương ứng cùng với đó là cạnh tranh gay gắt trong khu vực cụm cảng Hải Phòng

Biểu đồ 2 : Sản lượng hàng hóa qua cảng Việt Nam



Nguồn: Cục Hàng Hải Việt Nam

Biểu đồ 3: Tăng trưởng lượng hàng container thông qua hệ thống cảng biển các nước



Nguồn: Drewry – Maritime Research

MẢNG HOẠT ĐỘNG LOGISTICS

Lợi thế chủ chốt của GMD là sự sở hữu hoàn toàn các tài sản trong chuỗi giá trị logistics, giúp công ty có sự kiểm soát cao hơn so với việc thuê các tài sản này từ bên thứ ba, hoặc phụ thuộc vào các dịch vụ thuê ngoài để sử dụng trong chuỗi giá trị logistics.

Các trung tâm phân phối của GMD đóng vai trò trụ cột trong chuỗi giá trị Logistics, là mắt xích giữa hoạt động sản xuất và phân phối. Việc sở hữu nguồn lực đa dạng trong chuỗi hoạt động Logistics cũng là nền tảng để GMD phát triển dịch vụ Logistics 3PL – đây là dịch vụ Logistics outsourcing cung cấp cho các doanh nghiệp sản xuất tại Việt Nam, chủ yếu là các doanh nghiệp FDI, doanh nghiệp F&B (Unilever, P&G, Masan...) do có sự chuyên môn hóa cao trong sản xuất. Việt Nam trong những năm gần đây đang đón dòng vốn FDI mạnh mẽ từ nước ngoài và trong tương lai là các cơ sở sản xuất chuyển dịch đến Việt Nam do căng thẳng thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc do đó mảng Logistics 3PL được đánh giá rất tiềm năng.

Bảng 3: Gemadept Logistics

Vận tải	Kho bãi	Cảng biển	Vận chuyển quốc tế
Đường bộ: 250 xe đầu kéo, 51 xe tải nhẹ (loại 1.1 - 3 tấn). Hợp tác với 10 công ty với 200 xe tải	22 trung tâm phân phối: DC1, DC2, DC3, DC4 và DC An Thạnh ở Bình Dương	Cảng hàng hóa hàng không SCSC	3 tàu vận chuyển container cỡ nhỏ hoạt động trên các tuyến thuộc Châu Á
Đường thủy: 34 tàu trong đó 3 tàu feeder (Pacific, công suất 1,060 – 2,983 TEU) và 30 sà lan (công suất 50 - 100 TEU) chạy dọc tuyến Tân Cảng - Cái Mép và Việt Nam - Campuchia	Trung tâm logistics ở Hải Dương Trung tâm logistics ở Hậu Giang (hợp tác với Thủy sản Minh Phú)	5 cảng biển và 2 ICD: Nam Hải, Nam Hải Đình Vũ, Nam Hải ICD, Dung Quất, Nam Đình Vũ cảng Bình Dương, Phước Long ICD	
Vận chuyển hàng trung gian và thành phẩm	Quản lý kho hàng, CFS, đóng gói, dán nhãn...	Xử lý hàng hóa, thông quan...	Vận chuyển hàng trung gian và thành phẩm

Nguồn: Website Gemadept

Hậu Giang là khu vực có diện tích nuôi trồng và đánh bắt thủy sản lớn nhất cả nước. Kim ngạch xuất khẩu thủy sản vùng đạt từ 65 – 70% cả nước. Trong năm 2018, xuất khẩu thủy sản đạt 9 tỷ USD

Giai đoạn 2014-2018, tốc độ tăng trưởng xuất khẩu của vùng ĐBSCL là 10.6% nhưng đến 70% lượng hàng phải chuyển bằng đường bộ lên các cảng ở TP Hồ Chí Minh và Cảng Cái Mép. Điều này làm đội chi phí vận chuyển tăng từ 10 – 40%/chuyến hàng, nguyên nhân tăng cao do hàng vận chuyển một chiều, hệ thống cảng tại ĐBSCL không đáp ứng yêu cầu cho tàu tải trọng lớn ra vào.

Hàng hóa của Minh Phú sẽ chuyển từ kho Hậu Giang đến cảng Cái Cui sau đó vận chuyển bằng sà lan đến cảng Cái Mép để xuất khẩu đi EU hoặc Mỹ. DC Hậu Giang giúp các DN xuất khẩu thủy sản tiết giảm chi phí đáng kể thông qua dịch vụ gom hàng, bốc xếp và vận chuyển container thủy sản lạnh bằng sà lan từ Tây Nam Bộ đến cảng xuất (cụm cảng Cái Mép – Thị Vải hoặc Cát Lái). Hàng hóa trong kho lạnh có thể lưu giữ đến 2 năm và xuất bán tại thời điểm giá thị trường của tôm và cá tra thuận lợi.

Trong năm 2018, Gemadept và Minh Phú tiếp tục phát triển dự án Mekong Logistics. Đây là kho lạnh lớn nhất Đông Nam Á với quy mô 15ha, diện tích 4.8 ha và sức chứa 50,000 pallet. Sau khi kênh Quan Chánh Bồ được hoàn thành, các tàu có tải trọng 10,000 – 20,000 DWT sẽ vào được thượng nguồn sông Hậu. Việc phát triển cụm Logistics Mekong của GMD là bước đi chiến lược nhằm đón đầu xu thế nguồn hàng tại khu vực này

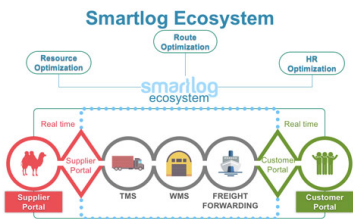
Bảng 4: Gemadept Trung tâm phân phối

Trung tâm phân phối	Vị trí	Khách hàng	Hiệu suất hoạt động	Diện tích (m ²)	Sức chứa (pallet)
DC1	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	Kinh Đô, Masan, Vinamilk	95-100%	8,800	10,000

DC2	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	Kinh Đô, Masan, Vinamilk	95-100%	24,000	60,000
DC3	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	Diana Charm (chiếm 90%)	100%	11,000	18,300
DC4	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	Kinh Đô, Masan, Vinamilk	95-100%	11,200	18,500
DC An Thạnh	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	Kinh Đô, Masan, Vinamilk	95-100%	34,000	24,000
DC Hải Dương (kho trần)	Hải Dương	Sabic, Diana	100%	10,000	-
DC Hậu Giang (kho lạnh)	KCN Sông Hậu, Hậu Giang	Minh Phú (80%), doanh nghiệp thủy sản Tây Nam Bộ	100%	15,000	50,000
DC Dương Xá - Gia Lâm	Hà Nội	Cảng Phù Đổng	100%	7,500	-
DC Bắc Ninh	Bắc Ninh	KCN Bắc Ninh	100%	7,500	-

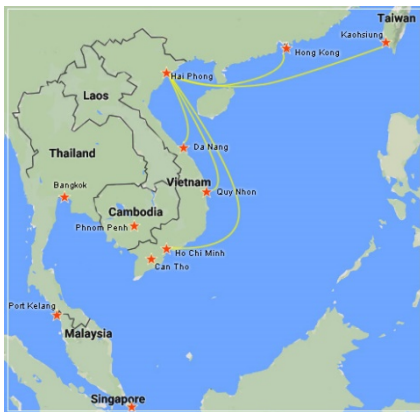
Nguồn: Website Gemadept

Dịch vụ 3PL



Hiện tại ở Việt Nam chỉ có 15% số doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực logistics có thể cung cấp dịch vụ 3PL. GMD với lợi thế hệ thống DC trải dài cả nước cùng đội ngũ xe tải hùng hậu, hệ thống phần mềm theo dõi tồn kho, quản lý đơn hàng, thực hiện thủ tục hải quan hiện đại có lợi thế rất lớn (**Hệ thống smartlog**). Khách hàng chủ yếu 90% hoạt động trong mảng FMCG, còn lại là doanh nghiệp sản xuất hàng điện tử, phụ tùng ô tô và ngành dược. Cùng với việc nở rộ các chuỗi siêu thị mini mart và thương mại điện tử (E-commerce) sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn.

Vận tải biển



Ngoài việc tập trung khai thác đội tàu và hệ thống dịch vụ, từ năm 2014 đến nay, GMD đã mở rộng đầu tư gần 2,000 container hàng khô và 150 container đóng hàng lạnh (RF), nâng tổng số lượng container trên toàn hệ thống lên gần 6,500 TEUs. GMD là một trong những hãng tàu có lượng container đóng hàng khô & lạnh lớn nhất cả nước.

Vận tải đường biển:

- Hồ Chí Minh – Hải Phòng – Hồ Chí Minh
- Hồ Chí Minh – Singapore – Hồ Chí Minh
- Hồ Chí Minh – Malaysia – Hồ Chí Minh
- Hải Phòng – Hồng Kông – Hải Phòng
- Hải Phòng – Cao Hùng – Hải Phòng

Vận tải đường sông:

- Hồ Chí Minh – Cần Thơ – Hồ Chí Minh
- Hồ Chí Minh – Phnom penh – Hồ Chí Minh

Vận tải đường bộ

Bên cạnh việc bổ sung đội xe thì biên lợi nhuận gộp năm 2018 mảng vận tải năm 2018 đạt 24.1% do nhận được sự hỗ trợ từ CJ Logistics về phần mềm quản lý kho hàng, quản trị chuỗi cung ứng. Tuy nhiên do tình hình khó khăn chung của ngành vận tải nên giá cước ít có khả năng cải thiện trọng ngắn hạn.

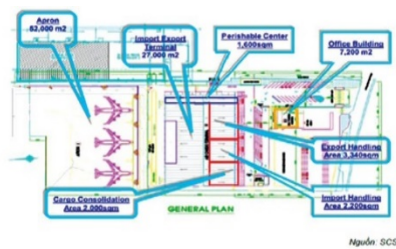
Ngành Logistics Việt Nam



Nhu cầu của dịch vụ logistics sẽ tiếp tục tăng trưởng trong những năm tới do:

- (1) Hoạt động sản xuất trong nước và nhu cầu tiêu thụ đang trong đà tăng trưởng thể hiện qua chỉ số sản xuất công nghiệp;
- (2) Thị trường bán lẻ có quy mô 120 tỷ USD và theo nghiên cứu của Bộ Công thương sẽ tăng trưởng trên 10% mỗi năm;
- (3) Thị trường thương mại điện tử quy mô 4 tỷ USD và tăng trưởng nhanh ở mức 35% qua các năm;
- (4) Chất lượng cơ sở hạ tầng Việt Nam ngày càng cải thiện;
- (5) Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam theo dự báo của ADB tăng trưởng trên 10%

Cảng hàng không SCS (HoSE: SCS)



GMD là cổ đông chính (36.89%) của Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng hoá Sài Gòn (SCSC),. SCSC hiện cung cấp và quản lý tất cả các hoạt động liên quan đến xuất nhập khẩu hàng hóa bằng đường hàng không cùng với sự hợp tác với nhiều hãng hàng không lớn trên thế giới có các chuyến bay thường xuyên tới/xuất phát từ sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất và sân bay quốc tế Nội Bài.

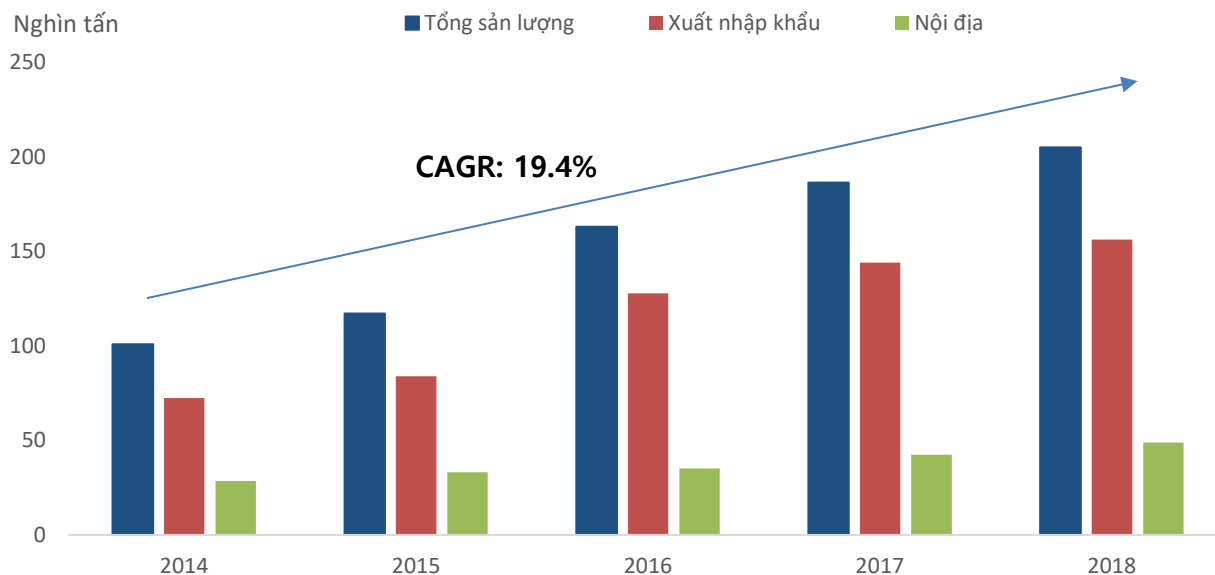
SCSC là công ty duy nhất được Cục Hàng không công nhận là ga hàng hóa và độc quyền cung cấp dịch vụ Kho thu gom hàng lẻ hàng không và kho ngoại quan. Hàng hóa chủ yếu là hàng điện tử, linh kiện điện tử. Các mặt hàng này có giá trị cao, hoặc cần vận chuyển nhanh nên mức giá dịch vụ cao, biên lợi nhuận gộp cao, lợi nhuận gộp tăng từ 238 tỷ đồng lên 528 tỷ đồng tương đương tốc độ tăng trưởng kép là 22%/năm, biên lợi nhuận gộp bình quân 73% trong 4 năm qua và đạt đỉnh điểm 78% vào năm 2018.

Bảng 5: Cảng dịch vụ hàng không SCS

Cảng hàng hóa	Vị trí	Khách hàng	Hiệu suất hoạt động	Diện tích (m ²)
SCSC Vốn đầu tư: 1,065 tỷ đồng	Sân bay Tân Sơn Nhất, Tp. HCM	Thai Airways, Hong Kong Airlines, Sichuan Airlines, Saudi Arabian, Emirates Sky Cargo, Cargolux, Lufthansa, Singapore Airlines, Turkish Cargo, Vietjet Air	100% GD1: 200,000 tấn GD2: 350,000 tấn (khi nhu cầu tăng sẽ đầu tư thêm)	<ul style="list-style-type: none"> • Diện tích: 143,000 m² • Khu vực sân đậu: 52.421 m², có sức chứa 3 máy bay B747F hoặc 5 máy bay A321 • Khu vực Ga hàng hóa: 26,670 m². Nhà ga hàng hóa có công suất thiết kế 200,000 tấn hàng hóa (giai đoạn 1), 350,000 tấn hàng hóa (giai đoạn 2). • Khu vực nhà kho, bãi đậu xe, đường giao thông và tòa nhà văn phòng, công trình phụ trợ: 64,000 m².

Nguồn: BCTN Gemadept

Biểu đồ 4: Sản lượng hàng hóa qua cảng SCS



Nguồn: BCTN SCS

Triển vọng về lâu dài là lớn, vì ngành vận tải hàng hóa của Việt Nam vẫn chưa phát triển, nhưng mức độ cạnh tranh lâu dài sẽ tăng dần. “Con hào kinh tế” - tức thế độc quyền khai thác sẽ mất dần trong dài hạn, không có lợi thế cạnh tranh nào có thể tồn tại mãi mãi. SCS đã đạt được các kết quả khá ấn tượng trong những năm qua, nhưng con số tăng trưởng nhanh sẽ khó duy trì được trong các năm tới nếu không mở rộng đầu tư thêm.

CÁC HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ NGOÀI NGÀNH VÀ THOÁI VỐN

Có thể nói, đầu tư ngoài ngành là điểm tối trong bức tranh hoạt động của Gemadept. Tuy nhiên Ban Lãnh đạo GMD đã đề ra chiến lược cụ thể đối với việc thoái vốn hoạt động đầu tư ngoài ngành và tập trung vào mảng hoạt động cốt lõi để đạt lợi thế cạnh tranh nhất.

Đầu tư chứng khoán

Giai đoạn 2008 – 2012: công ty sa đà vào hoạt động đầu tư chứng khoán, danh mục từ 213.8 tỷ đồng năm 2008 tăng lên 821.5 tỷ đồng năm 2010. Thua lỗ khiến GMD phải trích lập dự phòng và chấp nhận bán lỗ. Danh mục năm 2013 giảm còn 144.9 tỷ đồng và hiện. Đến cuối quý I năm 2019, danh mục còn 140.7 tỷ đồng trong đó trích lập dự phòng 60.7 tỷ đồng (giá trị hợp lý còn 80 tỷ đồng)

Bất động sản

GMD sở hữu 3 dự án nhưng hiện tại vẫn chưa triển khai xây dựng, GMD chỉ sở hữu quyền sử dụng đất và sẽ thực hiện các thủ tục chuyển nhượng khi tìm được đối tác phù hợp và hoàn tất các thủ tục pháp lý.

Bảng 6: Các dự án Bất động sản của Gemadept

Dự án	Địa chỉ	Vốn đầu tư	Diện tích	Tiến độ
Gemadept Tower	Số 6, Lê Thánh Tôn, Quận 1, Tp. HCM	251 tỷ đồng	24 tầng, 2 hầm đậu xe. Tổng diện tích 13,700 m ² Độ cao trần 2.7m	Bán 85% cho CJ Group năm 2013 Bán 15% còn lại tháng 10/2017 Lãi 100 tỷ đồng Đã được cấp phép xây dựng, đang hoàn thành công tác đóng cọc thí nghiệm và lắp đặt trạm biến áp để thi công cọc đại trà, cọc vây và tầng hầm trong năm 2019
Trung tâm thương mại phức hợp Viêng Chăn	Trung tâm hành chính - kinh tế Thủ đô Viêng Chăn - Lào	35 triệu USD Khách sạn 5 sao Trung tâm thương mại	7 tầng, 1 hầm đậu xe. Tổng diện tích 6,745 m ² Tổng diện tích xây dựng: 21,329 m ²	Thuê đất dự án 50 năm trả tiền một lần song do đang bị vướng thủ tục nên chưa thể triển khai dự án
Khu phức hợp Saigon Gem	117-123 Lê Lợi, Quận 1, Tp. HCM	140 triệu USD Quả Cầu Vàng: 70% (Gemadept sở hữu 45%) Saigon Tourist: 20% Phan Thành: 10%	Diện tích đất: 4,000 m ² . Diện tích xây dựng: 60,000 m ² Giá trị phần sở hữu ước tính của Gemadept: 887 tỷ đồng	

Nguồn: GMD, EVS ước tính

Dự án trồng cao su ở Campuchia

Bắt đầu từ năm 2011 đến nay, GMD đã đầu tư 1,600 tỷ đồng vào các dự án cao su 30,000 ha đất tại xã Royor, huyện Kohgnek, tỉnh Mondulkiri, Campuchia. Trước tình hình Chính phủ Campuchia ngưng cấp đất cho các công ty nước ngoài, Gemadept đã chủ động hoàn thành các thủ tục pháp lý quan trọng và đã nhận được “sổ đỏ” - Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất. Khu vực này có đất đai màu mỡ, nhiệt độ 26 – 29°C, lượng mưa hàng năm trên 1,600 mm, độ cao 120 – 150m so với mực nước biển, đáp ứng được các tiêu chuẩn về môi trường do URS chứng nhận, có đường quốc lộ 78 chạy ngang dự án.

Tuy nhiên cho đến hiện nay, GMD mới chỉ đầu tư trồng 10,000 ha. Giá cao su sau khi đạt đỉnh giai đoạn 2010 – 2011 (thời điểm bắt đầu dự án) liên tục giảm cho đến nay và phục hồi không đáng kể. GMD sẽ thoái vốn mặc dù giai đoạn hiện nay rất khó để tìm được đối tác trả giá phù hợp.

Giai đoạn 2010 – 2016, GMD có CAGR doanh thu 9.7%/năm. Mảng khai thác cảng đóng góp 45% doanh thu và logistics là 55%. Riêng mảng cảng có CAGR doanh thu 20.3% YoY trong khi Logistics chỉ 5.9%/năm. Năm 2016, doanh thu tăng nhẹ 4.3% do hầu hết các cảng và trung tâm phân phối của GMD đã hoạt động hết công suất.

Năm 2017, GMD bắt đầu hạch toán doanh thu từ cảng Bình Dương (+6.5% YoY), không còn mảng doanh thu văn phòng do đã bán Gemadept Tower cho CJ Group. Từ năm 2018 trở đi, GMD chỉ còn hầu hết doanh thu từ mảng khai thác Cảng (85% năm 2018). Doanh thu 2018 giảm -32% YoY do không còn hợp nhất doanh thu mảng Logistics. Nhưng nếu tính riêng mảng cảng thì tăng 24.2% YoY một phần do cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động.

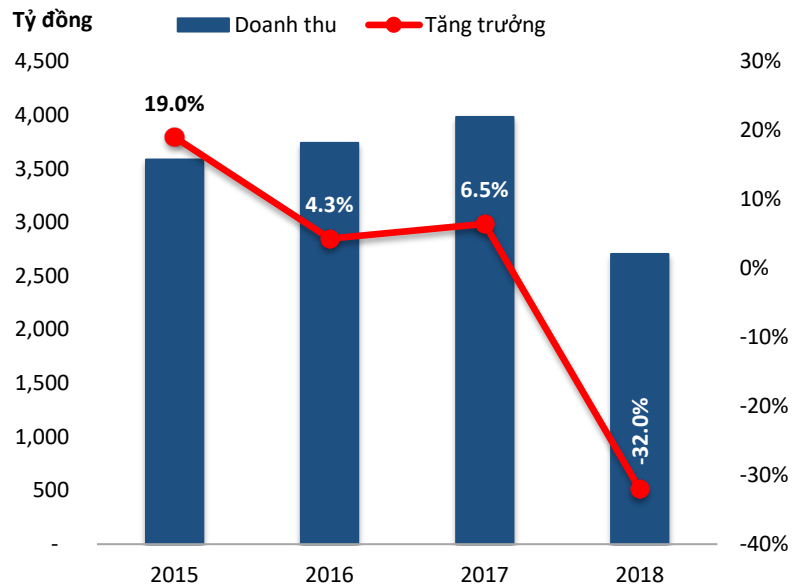
Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 2011 – 2018 nhờ hiệu suất hoạt động của các cảng tăng lên. Năm 2017, biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do cạnh tranh gay gắt giữa các cảng nên GMD phải giảm giá cước. Năm 2018, do GMD đã thoái vốn mảng Logistics do đó biên lợi nhuận gộp tăng đột biến (35.8%, mảng cảng chiếm 89% lợi nhuận gộp). Tuy nhiên nếu xét riêng mảng cảng thì vẫn thấp hơn mức 41.7% năm 2017 do cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động từ tháng 5/2018.

Đặc thù ngành logistics có chi phí QLDN (chi phí lương nhân viên quản lý) cao. GMD đang tăng cường sử dụng phần mềm quản lý nhằm tiết giảm chi phí. Chi phí bán hàng (hoa hồng, môi giới Logistics) sẽ duy trì ở mức 1.7%/doanh thu.

Mặc dù lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi tăng trưởng đều đặn, lợi nhuận thuần của GMD biến động rất mạnh. Năm 2015, lỗ chênh lệch tỷ giá của GMD tăng vọt lên 102 tỷ do khoản vay USD bằng trái phiếu chuyển đổi phát hành cho VIG và việc Trung Quốc phá giá đồng CNY. Năm 2017, GMD thu lợi nhuận 100 tỷ đồng từ bán 15% phần vốn còn lại tại CJ Tower.

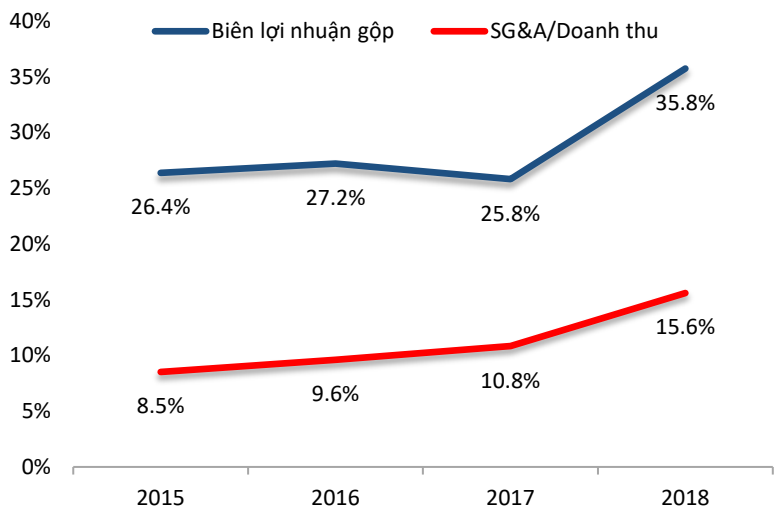
Năm 2018, lợi nhuận sau thuế tăng mạnh do khoản thu 1,578 tỷ đồng từ việc thoái vốn tại hai công ty Logistics chính của GMD và cảng Hoa Sen – Gemadept. Hoàn nhập 123 tỷ đồng từ dự phòng các khoản đầu tư tài chính và xử lý nợ xấu. Lãi liên kết từ SCS là 139.6 tỷ đồng. Lỗ từ Gemalink là 1w.8 tỷ đồng.

Biểu đồ 5: Doanh thu qua các năm



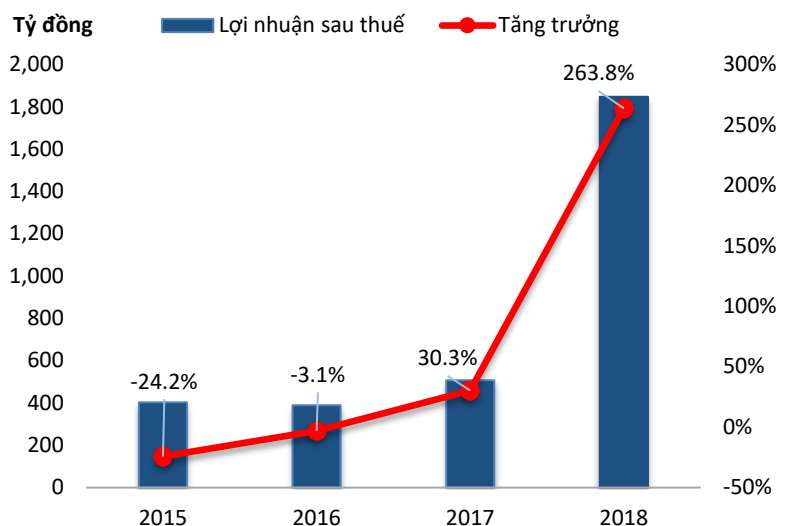
Nguồn: BCTC Gemadept

Biểu đồ 6: Biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ SG&A/doanh thu



Nguồn: BCTC Gemadept

Biểu đồ 7: Lợi nhuận sau thuế qua các năm



Nguồn: BCTC Gemadept

3. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Việt Nam là nước có điều kiện tự nhiên và vị trí địa lý thuận lợi để phát triển ngành cảng biển

Với đường bờ biển dài 3,260km, Việt Nam là cầu nối giao thông, thương mại, vận tải hàng hải có tầm quan trọng chiến lược trong khu vực, là cửa ngõ kết nối với các quốc gia Đông Bắc Á như Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Hồng Kông. Các cảng biển của Việt Nam nối liền với các cảng quốc tế khác trong khu vực Châu Á trên các tuyến đi Mỹ và Châu Âu. Tốc độ tăng trưởng sản lượng container qua cảng của Việt Nam cũng cao nhất so với các nước trong khu vực (trên 9% YoY).

Khả năng cung cấp trọn gói dịch vụ Logistics

Việt Nam cũng đang trong quá trình hội nhập, tự do thương mại với các nước trong hiệp định FTA. Kim ngạch xuất nhập khẩu trên 200% GDP mỗi năm và thu hút dòng vốn FDI vào khu vực sản xuất. Cơ sở hạ tầng ngày càng được cải thiện.

Cảng Nam Đình Vũ và Gemalink sẽ là động lực tăng trưởng cho GMD trong những năm tiếp theo

GMD là một trong những doanh nghiệp Logistics nội địa có sự hiện diện trong mọi khâu của chuỗi Logistics nhờ sở hữu hệ thống cảng biển trải dài ba miền, đội tàu, xe, sà lan và các trung tâm phân phối với quy mô lớn

Cảng Nam Đình Vũ không chỉ nổi bật với vị trí đắc địa nhất, quy mô lớn nhất mà còn bởi năng lực tiếp nhận được tàu lớn nhất khu vực Đình Vũ - cỡ tàu lên đến 40,000 DWT. Khi đi vào khai thác, toàn bộ dự án sẽ có quy mô 7 bến cảng container trên tổng diện tích hơn 65 ha, chiều dài cầu tàu 1.5 km, công suất gần 2 triệu TEUs và 3 triệu tấn. Dự kiến Cảng Nam Đình Vũ sẽ bắt đầu có lãi trong năm 2019.

Hợp tác với CJ Logistics nâng cao năng lực mảng vận tải.

Cảng Gemalink dự kiến đi vào khai thác năm 2020, là cảng nước sâu lớn nhất Việt Nam. Dự kiến năm 2021 sẽ có lãi. Việc phối hợp với hãng tàu lớn thứ 4 thế giới là CMA – CGM (CMA-CGM là thành viên của Ocean, liên minh mạnh nhất trên tuyến vận tải châu Á - Bắc Mỹ và mạnh thứ nhì trên tuyến Á - Âu) sẽ giúp GMD đảm bảo nguồn hàng trong dài hạn

SCS là cảng hàng hóa hàng không với lợi thế độc quyền và biên lợi nhuận gộp cao.

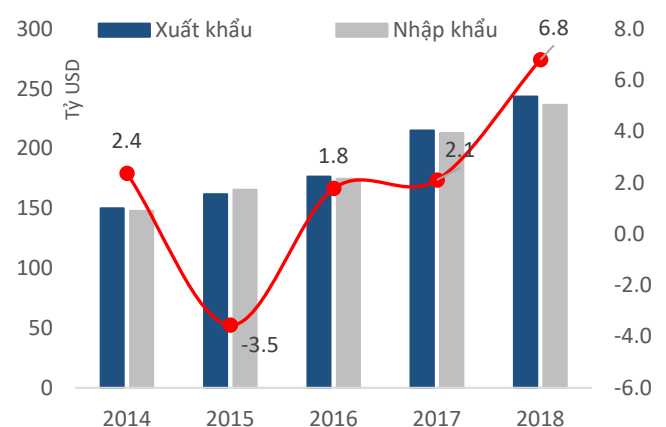
CJ Logistics hỗ trợ Gemadept về công nghệ, hệ thống, phần mềm... đồng thời hỗ trợ kinh nghiệm quản trị khách hàng chuỗi trong quan hệ cung ứng, cung cấp các sản phẩm tư vấn logistics. Đồng thời, CJ Logistics cũng đã giới thiệu một số khách hàng đa quốc gia (Samsung, Orion, PepsiCo...), đặc biệt đến từ Hàn Quốc, các đối tác trong hệ thống của CJ ở Trung Quốc, Trung Đông

SCSC là công ty duy nhất được Cục hàng không công nhận là ga hàng hóa và độc quyền cung cấp dịch vụ Kho thu gom hàng lẻ hàng không và kho ngoại quan. CAGR sản lượng hàng hóa thông qua cảng SCS đạt 20% mỗi năm. Biên lợi nhuận gộp trên 70% mỗi năm và có quyền lực định giá của nhà cung cấp lớn. Lợi nhuận từ khoản đầu tư liên doanh với SCS chiếm 51.7% lợi nhuận sau thuế của GMD trong năm 2018 (không tính phần lợi nhuận từ thoái vốn).

Bảng 7: Một số hiệp định FTA quan trọng

FTA	Hiện trạng	Đối tác
VKFTA	Có hiệu lực từ 2015	Việt Nam, Hàn Quốc
CPTPP (Tiền thân là TPP)	Có hiệu lực từ 30/12/2018, có hiệu lực tại Việt Nam từ 14/1/2019	Việt Nam, Canada, Mexico, Peru, Chi Lê, New Zealand, Úc, Nhật Bản, Singapore, Brunei, Malaysia
RCEP	Khởi động đàm phán tháng 3/2013	ASEAN, Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Ấn Độ, Úc, New Zealand

Biểu đồ 8: Kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: VCCI, EVS tổng hợp

Nguồn: Tổng cục Hải quan

4. RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro nguồn hàng không ổn định, biến động chi phí nhiên liệu

Đặc thù ngành cảng biển có tài sản cố định lớn, chi phí khấu hao chiếm trên 20% tổng chi phí. Do đó, biến động trong nguồn hàng ảnh hưởng đáng kể đến kết quả hoạt động của GMD. Hiện nay, GMD đang có quan hệ đối tác với hơn 20 hãng tàu lớn với cam kết dịch vụ ổn định. Ngoài ra việc CMA – CGM đảm bảo 60 – 80% nguồn hàng cho cảng Gemalink cũng phần nào giảm bớt rủi ro hoạt động.

Chi phí nhiên liệu chiếm 10 – 20% tổng chi phí đầu vào của Gemadept do đó biến động chi phí nhiên liệu (xăng, dầu... cũng sẽ ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh.

Cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt giữa các cảng ở khu vực cảng Hải Phòng

Cạnh tranh với các cảng tại khu vực Hải Phòng như VIP Green (VSC), cảng Tân Vũ tại khu vực cửa sông Bạch Đằng khiến GMD khó tăng giá cước. Các nguồn hàng tại khu vực thượng lưu sông Cấm dịch chuyển xuống hạ lưu do cầu Bạch Đằng nên cảng Nam Hải chỉ phục vụ các tàu chạy chuyển nội địa.

Tình hình khó khăn chung của ngành vận tải biển toàn cầu

Những năm gần đây, ngành vận tải biển toàn cầu luôn trong tình trạng dư thừa công suất dẫn đến giá phí vận chuyển luôn duy trì ở mức thấp và cạnh tranh trong việc tìm kiếm nguồn hàng gay gắt giữa các hãng vận tải

Rủi ro lãi suất

Hiện tại các dự án đầu tư của Gemadep đều thực hiện bằng hình thức vốn tự có và bổ sung vốn vay. GMD đang vay 2,200 tỷ để đầu tư các dự án. Nếu lãi suất tăng 1% sẽ làm lợi nhuận GMD giảm 22 tỷ tương đương với 6.5% lợi nhuận sau thuế.

Rủi ro đầu tư ngoài ngành

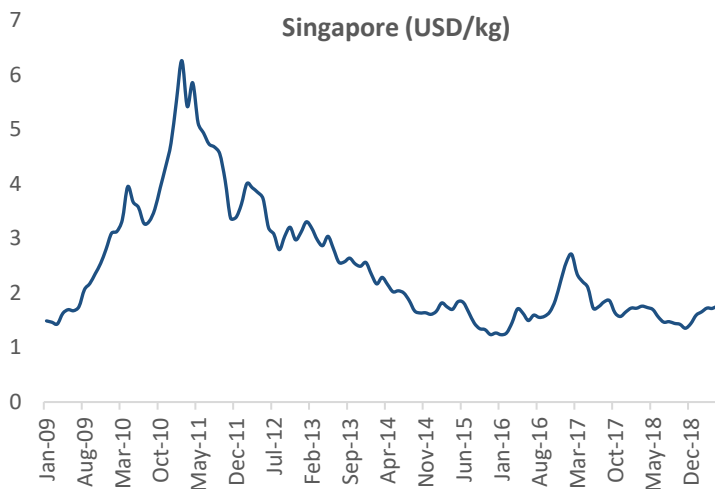
Hiện tại các khoản đầu tư ngoài ngành của GMD hầu hết đều không hiệu quả.

Các khoản đầu tư chứng khoán lỗ đến 43% giá trị mua ban đầu.

Dự án Saigon Gem ngưng thực thi từ năm 2010 cho đến nay và khó có khả năng thoái vốn do GMD hiện tại không nắm giữ phần vốn chi phối, vướng thủ tục do có sự xuất hiện của cổ đông Nhà nước.

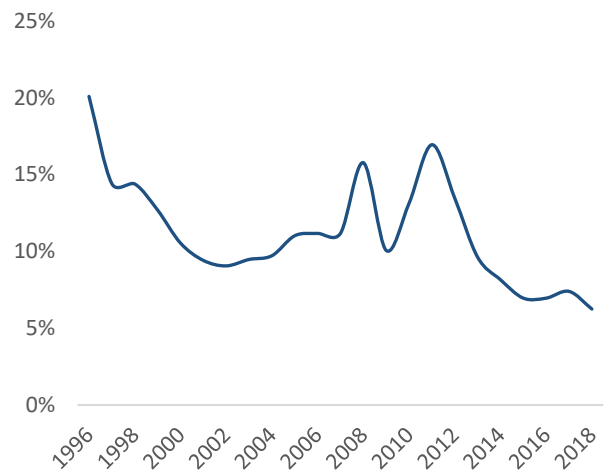
Các dự án trồng cao su ở Campuchia đầu tư 1,500 tỷ hiện đã dừng trồng mới và tập trung chăm sóc các cánh đồng hiện hữu. Dự án hiện gặp khó khăn trong việc tìm đối tác để thoái vốn do giá cao du diễn biến không thuận lợi.

Biểu đồ 9: Diễn biến giá cao su tự nhiên



Nguồn: World Bank, EVS

Biểu đồ 10: Diễn biến lãi suất tái cấp vốn



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

5. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Triển vọng kết quả kinh doanh 2019

Trong 1Q19, doanh thu thuần hợp nhất của Gemadept đạt 629 tỷ đồng (-8.7% YoY). Lợi nhuận trước thuế đạt 161.1 tỷ đồng (-89.3% YoY). Nếu loại trừ thu nhập từ thoái vốn trong 1Q18, lợi nhuận trước thuế từ hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn tăng trưởng (6.4% YoY). Doanh thu giảm do năm nay không còn hạch toán doanh thu từ 2 công ty Logistics và giá cước vận tải biển diễn biến không thuận lợi.

Bảng 8: Kế hoạch kinh doanh 2019

Chỉ tiêu	2018	2019 Kế hoạch	2019 Dự báo	Quý I/2019	% Kế hoạch
Doanh thu	2,707	2,800	3,124	629	22.5%
Lợi nhuận trước thuế	2,182	695	721	161	23.2%
<i>Trong đó:</i>					
LNTT từ SXKD thông thường	604	695	721		
LNTT từ chuyển nhượng vốn	1,578				

Nguồn: BCTC Gemadept, EVS dự phóng

Thông tư 54/2018/TT-BGTVT điều chỉnh khung giá một loạt các dịch vụ tại cảng biển Việt Nam giúp tăng thu nhập của các cảng hạ lưu ở Hải Phòng bằng cách hạn chế việc giảm giá dịch vụ do cạnh tranh khốc liệt ở khu vực này. Ở miền Nam, khung được giữ nguyên, ngoại trừ các bến tại Cái Mép - Thị Vải (tăng 13% mỗi TEU).

Theo Hiệp hội Logistics Việt Nam, tổng chi phí Logistics của Việt Nam năm 2018 tương đương 20% GDP, tốc độ tăng trưởng là 15.6%.

Chúng tôi đưa ra những dự báo về kết quả kinh doanh của Gemadept trong năm 2019 như sau:

Doanh thu hoạt động cảng tăng 15.6% YoY, mảng Logistics đạt 15% YoY bằng với mức trung bình ngành.

Biên lợi nhuận gộp mảng cảng đạt 41%, mảng Logistics đạt 24% do giá cước khó có khả năng cải thiện trong ngắn hạn do cạnh tranh gay gắt.

Chi phí SG&A sẽ tăng ở mức 16% do cảng Nam Đình Vũ mới đi vào hoạt động làm tăng chi phí hoa hồng.

Lợi nhuận từ SCS là 167 tỷ đồng (+19.4% YoY, bằng mức CAGR sản lượng hàng hóa 5 năm trở lại đây).

Lợi nhuận trước thuế đạt 721 tỷ đồng (+19.4% YoY). EPS dự phóng cho năm 2019 là 2,172 đồng/cổ phiếu.

Trong năm Gemadept cũng sẽ tiếp tục đầu tư vào cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 và cảng Cái Mép giai đoạn 1 như phân tích bên trên. Chi phí lãi vay sẽ không được vốn hóa vào giá trị xây dựng do cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 đã đi vào hoạt động.

Định giá và khuyến nghị

Bảng 9: So sánh tương quan với một số doanh nghiệp hoạt động cùng ngành

Mã CK	Sàn	Ngành nghề	Vốn hóa (tỷ đồng)	LNST 2018 (tỷ đồng)	Trailing P/E 2018
GMD*	HOSE	Cảng	7,764.6	585.3	13.3
PHP	HNX	Cảng	3,335.0	367.5	9.1
CDN	HNX	Cảng	1,772.1	147.5	12.0
VSC	HOSE	Cảng	1,736.4	300.4	5.8
DVP	HOSE	Cảng	1,520.0	287.7	5.3
TMS	HOSE	Logistics	1,365.9	217.3	6.3
STG	HOSE	Logistics	1,306.8	134.4	9.7
PDN	HOSE	Cảng	1,265.7	111.1	11.4
VFC	UpCom	Vận tải biển	610.7	17.7	34.5
CLL	HOSE	Cảng	867.0	89.3	9.7

HAH	HOSE	Cảng	588.2	135.2	4.4
TCL	HOSE	Logistics	538.3	99.5	5.4
DXP	HNX	Cảng	298.9	33.9	8.8
PSP	UpCom	Cảng	240.0	24.6	9.8
VOS	HOSE	Vận tải biển	212.8	17.1	12.4
VGP	HNX	Cảng	198.8	5.2	38.1
TCO	HOSE	Logistics	135.7	14.7	9.2
HMH	HNX	Logistics	129.1	11.3	11.4
Trung bình					12.0

(* Lợi nhuận sau thuế đã điều chỉnh giảm phần lợi nhuận bất thường từ hoạt động thoái vốn trong năm 2018.

Nguồn: Fiin Pro

Bảng 10: Định giá từng phần

Tài sản	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)
Mảng cảng và logistics	Hệ số giá thu nhập	8,676.0
Dự án Saigon Gem	Giá trị thị trường mảnh đất	886.6
Dự án cao su tại Campuchia	Giá trị sổ sách	1,490.0
Cảng Gemalink		1,367.1
Tiền và Đầu tư chứng khoán		249.9
<i>Trong đó: Nợ phải trả</i>		3,312.3
Giá trị hợp lý		8,493.6
Số lượng cổ phiếu hiện tại (triệu CP)		296.9
Giá trị nội tại/cổ phiếu (đồng)		31,500

Nguồn: EVS

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GMD giá mục tiêu 31,500 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh tương quan cộng với việc xác định giá trị của các tài sản đầu tư ngoài ngành và trong các khoản đầu tư (non-cash generating unit) vào công ty liên doanh, liên kết để xác định giá cổ phiếu GMD. Giá mục tiêu của GMD được xác định hợp lý ở mức 31,500 đồng/cổ phiếu tương ứng với P/E dự phóng cho năm 2019 là 13.2 lần.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu GMD với tiềm năng tăng giá 20.5% với thời hạn đầu tư 1 năm. Nhà đầu tư có thể xem xét giải ngân ở vùng giá 23,000 – 24,000 đồng/cổ phiếu nếu thị trường điều chỉnh giá GMD về vùng hợp lý.

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VNĐ)	2017	2018
Doanh số thuần	3,984	2,708
Lãi gộp	1,029	968
Thu nhập tài chính	173	1,625
Chi phí tài chính	-146	-44
Trong đó: Chi phí lãi vay	-144	-129
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	109	133
Chi phí bán hàng	-87	-102
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-344	-321
Thu nhập khác, ròng	-83	-78
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	650	2,182
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-69	-282
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	581	1,900
Lợi ích của cổ đông thiểu số	74	53
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	508	1,848

Chỉ số hoạt động	2017	2018
-		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25.8%	35.8%
Tỷ suất EBITDA	22.8%	32.5%
Tỷ suất EBIT	15.0%	20.2%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	16.3%	80.6%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	18.4%	83.5%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.6%	70.2%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2017	2018
Gián tiếp - Tỷ VNĐ		
Lãi trước thuế	650	2,182
Khấu hao TSCĐ	311	335
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-118	-1,524
Chi phí lãi vay	144	129
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	955	1,017
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	124	12
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-21	16
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-226	-17
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	6	-49
LCTT từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	633	545
Mua TSCĐ và các TSDH khác	-1,148	-876
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	22	24
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-50	-181
Tiền thu từ cho vay	77	187
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-25	-238
Thu từ chuyển nhượng vốn	155	1,875
Cổ tức và tiền lãi nhận được	128	217
LCTT từ hoạt động đầu tư	-841	1,008
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu	0	86
Tiền thu được các khoản đi vay	853	1,245
Tiến trả các khoản đi vay	-529	-619
Tiền thanh toán vốn gốc thuê tài chính	-20	-32
Cổ tức đã trả	-40	-2,841
LCTT từ hoạt động tài chính	264	-2,160
LCTT trong kỳ	56	-607
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	724	780
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	780	173

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)	2017	2018
TÀI SẢN NGẮN HẠN	2,223	1,391
Tiền và tương đương tiền	780	173
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	113	112
Các khoản phải thu	1,128	949
Hàng tồn kho, ròng	108	66
TÀI SẢN DÀI HẠN	9,068	8,593
Phải thu dài hạn	127	55
Tài sản cố định	3,208	3,404
Tài sản dở dang dài hạn	2,458	1,708
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	11,291	9,984
NỢ PHẢI TRẢ	4,197	3,455
Nợ ngắn hạn	2,676	1,564
Phải trả người bán	761	404
Người mua trả tiền trước	45	5
Vay ngắn hạn	715	675
Nợ dài hạn	1,520	1,891
Doanh thu chưa thực hiện	232	230
Vay dài hạn	1,221	1,592
VỐN CHỦ SỞ HỮU	7,095	6,529
Vốn góp	2,883	2,969
Thặng dư vốn cổ phần	1,942	1,942
Lãi chưa phân phối	1,113	542
Lợi ích CĐ KKS	751	649
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	11,291	9,984

Chỉ số chính	2017	2018
-		
Chỉ số định giá		
P/E	15.7	4.2
P/E pha loãng	14.8	4.2
P/B	1.2	1.3
P/S	1.9	2.9
P/Tangible Book	1.1	1.2
P/Cash Flow	11.9	14.2
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	9.6	11.2
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	14.6	18.1
Hiệu quả quản lý		
ROE%	7.8	27.1
ROA%	4.7	17.4
ROIC%	6.6	6.2
Cấu trúc tài chính		
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.3	0.2
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.8	0.8
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.8	0.9
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.2	0.2
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.2
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.6	0.5
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.4	0.4
Chỉ số hoạt động		
Vòng quay phải thu khách hàng	6.9	5.2
Vòng quay HTK	29.4	19.4
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	4.4	3.0

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +14%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-14%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -14%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán EVEREST (EVS), EVS 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 EVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. EVS 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 cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của EVS 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 EVS. Khi sử dụng các nội dung đã được EVS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

THÔNG TIN LIÊN LẠC

CTCP CHỨNG KHOÁN EVEREST (EVS)- www.eves.com.vn

Trụ sở chính:

Tầng 2, VNT Tower, 19 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3772 6699 - Fax: (84) 24 3772 6763

Chi nhánh Sài Gòn:

Tầng M, Central Park Tower, 117 Nguyễn Du, Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 6290 6296 - Fax: (84) 28 6290 6399

Chi nhánh Hàm Nghi:

Tầng 4, Ruby Tower, 81-85 Hàm Nghi, Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 3915 2616 - Fax: (84) 28 3915 2618

Chi nhánh Bà Triệu:

Tầng 1, Tòa nhà Minexport, 28 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 39366866 - Fax: (84) 24 3936 6586