

BÁO CÁO CẬP NHẬT CTCP GEMADEPT (GMD)

Báo cáo cập nhật 03/10/2018

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	35.100
Tiềm năng tăng giá	32%
Cổ tức (VND)	2.000
Lợi suất cổ tức	7%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 03/10/2018

Giá hiện tại (VND)	26.600
Số lượng CP niêm yết	296.924.957
Vốn điều lệ (tỷ VND)	2.969,2
Vốn hóa TT (tỷ VND)	7.898,2
Khoảng giá 52 tuần (VND)	22.200-35.300
% sở hữu nước ngoài	48,47%
% giới hạn sở hữu NN	49%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2015	2016	2017
EPS (vnd)	3.444	2.172	2.132
BVPS (vnd)	43.526	28.810	26.633
Cổ tức (vnd)	2.000	2.000	8.000
ROE (%)	4,68	4,08	4,74
ROA (%)	7,55	6,71	6,66

Hoạt động chính

Là một trong những doanh nghiệp vận tải biển phức hợp lớn nhất Việt Nam, Gemadept sở hữu hệ thống Cảng và hạ tầng Logistics trải dài từ Bắc vào Nam và quyền vận hành tại 5 cảng biển, 2 cảng cạnh với tổng công suất khai thác 2.500.000 container (TEU)/năm. Trải qua hơn 28 năm hình thành và phát triển, Gemadept ngày càng mở rộng mạng lưới kinh doanh nội địa và vươn sang các quốc gia khu vực ASEAN. Triển khai chiến lược "Tầm nhìn 2020" từ năm 2016, công ty kỳ vọng trở thành nhà khai thác cảng hàng đầu Việt Nam và nhà cung cấp dịch vụ logistics tích hợp dẫn đầu Bán đảo Đông Dương.

Nguồn: MBS tổng hợp

Tình gọn hoạt động kinh doanh nhờ thoái vốn

- **Lũy kế 6 tháng đầu năm 2018**, lợi nhuận sau thuế gấp gần 7 lần so với lợi nhuận H1 2017, đạt 1.528 tỷ đồng, hoàn thành 84% kế hoạch lợi nhuận cả năm.
- **Việc thoái vốn khỏi hoạt động vận tải giúp GMD cải thiện biên lợi nhuận và tình hình tài chính.** Cụ thể, biên lợi nhuận gộp của công ty tăng mạnh từ 25% H1 2017 lên 38% trong 6 tháng đầu năm 2018.
- **Dự án Nam Đình Vũ giai đoạn 1 chính thức được đưa vào khai thác với triển vọng lạc quan.** Sau 3 tháng hoạt động, từ tháng 2/2018 đến tháng 5/2018, cảng đã đón 35 chuyến tàu vào làm hàng, sản lượng hàng hóa thông qua đạt gần 25.000 TEU.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GMD của CTCP Gemadept với **giá mục tiêu 35.100 đồng**.

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	1H2018	2018E
Doanh thu (tỷ đồng)	3.586	3.742	3.984	1.299	2.433
Tăng trưởng y.o.y (%)	-	4,3%	6,5%	-30,4%	-38,9%
LNST (tỷ đồng)	402	390	508	1.529	1.634
Tăng trưởng y.o.y (%)	-	-3,2%	30,3%	694%	221,7%
Biên lợi nhuận ròng (%)	11,2%	10,4%	12,7%	117,7%	67,1%
ROE (%)	7,6%	6,7%	6,7%	-	25,1%
EPS (đồng)	3.444	2.172	2.132	5.243	5.513*

(*) EPS từ thoái vốn: 4.095 đồng/cp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GMD của CTCP Gemadept với **giá mục tiêu 35.100 đồng/cổ phiếu, tăng 32%** so với mức giá 26.600 đồng ngày 03/10/2018.

Hoạt động chuyển nhượng vốn đầu tư tại các công ty con nằm trong kế hoạch thoái vốn khỏi các lĩnh vực ngoài kinh doanh cốt lõi nhằm tập trung nguồn lực vào các hoạt động kinh doanh chính là khai thác cảng. Điều này đặc biệt giúp GMD cải thiện biên lợi nhuận và cơ cấu tài chính. Bên cạnh đó, ngành cảng biển được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ bình quân hàng năm trên hai con số. Việc 2 dự án cảng Nam Đình Vũ và Gemalink đang được thi công và đưa vào vận hành sẽ là động lực tăng trưởng của Gemadept trong tương lai.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Triển vọng ngành cảng biển khả quan nhờ kim ngạch xuất nhập khẩu tăng trưởng mạnh. Trong đó, sản lượng hàng hóa thông qua cụm cảng Hải Phòng sẽ tăng trưởng bình quân khoảng 10,9%/năm.** Giai đoạn 2008-2017, kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam tăng trưởng với tốc độ bình quân 12,8%/năm. Do đó, sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ cao và thuận theo mức độ tăng trưởng của kim ngạch xuất nhập khẩu.

- **Thoái vốn giúp GMD tập trung vào hoạt động kinh doanh chính là khai thác cảng và cải thiện biên lợi nhuận.**Sáu tháng đầu năm 2018, doanh thu hoạt động khai thác cảng của Gemadept đạt 1.023 tỷ đồng tăng gần 24% so với cùng kỳ năm trước. Biên lợi nhuận gộp của công ty tăng mạnh từ 25% H1 2017 lên 37% H1 2018. Nếu không tính phần thu từ chuyển nhượng, thoái vốn, lợi nhuận trước thuế của GMD đạt 269,5 tỷ đồng, tăng nhẹ 3,4% so với cùng kỳ năm trước.
- **Hai dự án cảng Nam Đình Vũ và Gemalink đang được thi công và đưa vào vận hành sẽ là động lực tăng trưởng của Gemadept trong tương lai.**Với hai dự án cảng Nam Đình Vũ và Gemalink đang được thi công và đưa vào vận hành, Gemadept đặt mục tiêu đến năm 2022 tăng trưởng thị phần tăng lần lượt 1,5 lần và 3 lần, tương ứng 28% miền Bắc và 22% miền Nam. Dự án Nam Đình Vũ giai đoạn 1 chính thức đưa vào khai thác từ tháng 2/2018 cho thấy triển vọng khả quan, khi chỉ sau 3 tháng hoạt động, sản lượng hàng hóa thông qua cảng đạt gần 25.000 TEU.

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá mục tiêu của cổ phiếu GMD dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Mức giá mục tiêu 35.100 đồng tương đương mức P/E forward 6,4 lần (theo EPS ước tính năm 2018 là 5.513 đồng/cổ phiếu).

RỦI RO ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU

- **Rủi ro cạnh tranh trong cụm cảng Hải Phòng:** GMD đối mặt với rủi ro cạnh tranh từ các đối thủ lớn như Cảng Lạch Huyện, Vicoship và Cảng Hải Phòng. Trong cụm cảng Hải Phòng năm 2018, bên cạnh cảng Nam Đình Vũ, Cảng Lạch Huyện cũng mới được đưa vào hoạt động, cùng với việc mở rộng công suất của cảng Tân Vũ đã giúp nâng công của cụm cảng từ 5,75 triệu TEU/năm lên 7,75 triệu TEU/năm, khiến hoạt động kinh doanh cảng trong khu vực này cạnh tranh khá gay gắt.
- **Thời điểm vận hành của cảng Gemalink chưa thể xác định:** Cảng Gemalink là dự án trọng điểm với nguồn vốn đầu tư lớn của Gemadept tuy nhiên vẫn chưa thể xác định thời điểm vận hành của cảng này do khu vực Cái Mép chưa được đầu tư cơ sở hạ tầng đầy đủ để các cảng nước sâu có thể vận hành thuận lợi.

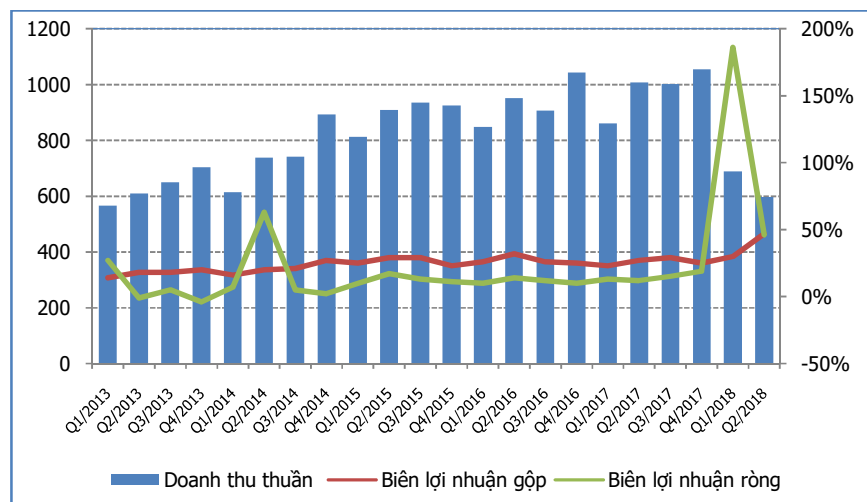
Lũy kế 6 tháng đầu năm, lợi nhuận sau thuế gấp gần 7 lần so với cùng kỳ năm trước nhờ chuyển nhượng vốn đầu tư.

Kết thúc 6 tháng đầu năm năm 2018, GMD đạt 1.299 tỷ đồng doanh thu, giảm 30% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, doanh thu hoạt động khai thác cảng đạt 1.023 tỷ đồng tăng gần 24%. Biên lợi nhuận gộp của hoạt động này tăng từ 41% H1 2017 lên 42% nửa đầu năm nay. Ngược lại, doanh thu hoạt động logistics (dịch vụ vận tải, dịch vụ đại lý, cho thuê tài sản...) chỉ đạt 274 tỷ đồng, bằng 26% cùng kỳ năm trước do công ty không còn ghi nhận doanh thu hợp nhất từ các công ty con đã bị thoái vốn. Dù vậy, biên lợi nhuận gộp của hoạt động này vẫn tăng từ 13% lên 21%.

Đáng chú ý, **doanh thu hoạt động tài chính của công ty tăng mạnh** trong kỳ từ 35 tỷ đồng lên hơn 1.546 tỷ đồng nhờ ghi nhận hơn 1.520 tỷ đồng lợi nhuận chuyển nhượng vốn đầu tư. Cụ thể, quý 1/2018 Gemadept đã chuyển nhượng 51% vốn tại Công ty TNHH CJ - Gemadept Logistics Holdings và 49% vốn tại Công ty TNHH CJ - Gemadept Shipping Holdings, thu về gần 1.356 tỷ đồng. Trong quý 2, Gemadept tiếp tục thoái vốn khỏi công ty con là CTCP Tiếp vận và Cảng quốc tế Hoa Sen – Gemadept, thu về hơn 164 tỷ đồng. Không những vậy, trong kỳ GMD còn **hoàn nhập hơn 114 tỷ đồng các khoản đầu tư tài chính**.

Kết quả, lợi nhuận trước thuế đạt 1.789,5 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế gấp gần 7 lần so với lợi nhuận H1 2017, đạt 1.529 tỷ đồng, hoàn thành 84% kế hoạch lợi nhuận cả năm. **Nếu bỏ phần thu từ chuyển nhượng, lợi nhuận trước thuế của Gemadept đạt 269,5 tỷ đồng, tăng nhẹ 3,4% so với cùng kỳ năm trước.**

Kết quả kinh doanh theo quý Gemadept



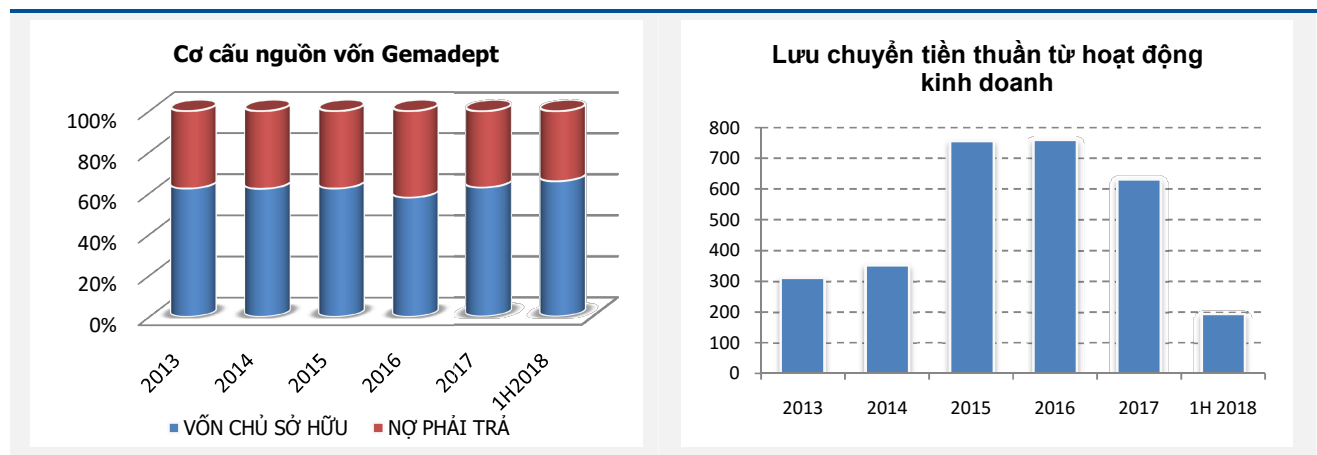
Nguồn: Gemadept

Hoạt động chuyển nhượng vốn đầu tư tại các công ty con nằm trong kế hoạch thoái vốn khỏi các lĩnh vực ngoài kinh doanh cốt lõi nhằm tập trung nguồn lực vào các hoạt động kinh doanh chính là khai thác cảng. Trước đây, GMD hoạt động trong mảng vận tải với đội tàu, xà lan và xe đầu kéo khá lớn, thực hiện hoạt động vận tải đa phương thức. Tuy nhiên hoạt động này gần như không tạo ra lợi nhuận trong năm 2017. Do vậy, việc thoái vốn khỏi hoạt động này giúp GMD cải thiện biên lợi nhuận và tình hình tài chính. Cụ thể, **biên lợi nhuận gộp của công ty tăng mạnh từ 25% H1 2017 lên 37% trong 6 tháng đầu năm 2018.**

Hai mảng kinh doanh cao su và bất động sản cũng nằm trong kế hoạch thoái vốn của Gemadept, mặc dù vẫn trong giai đoạn tìm kiếm nhà đầu tư và đàm phán nhưng các thương

vụ chuyển nhượng trong mảng này được dự kiến sẽ đem lại lợi nhuận lớn cho công ty. Trong đó, rừng cao su 300.00 hecta tại Campuchia của GMD được bắt đầu trồng từ năm 2011 có giá trị đầu tư khoảng hơn 1.500 tỷ đồng với mức chi phí quản lý doanh nghiệp không được vốn hóa hàng năm khoảng 10 tỷ đồng, được ước tính giá trị thoái vốn khoảng 1.050 tỷ đồng (tỷ lệ chiết khấu 30%).

Đến cuối quý II/2018, tổng tài sản của GMD giảm hơn 11% so với đầu năm do thoái vốn, nhưng tài sản cố định của công ty vẫn tăng hơn 5% nhờ đầu tư mở rộng và xây dựng cảng mới. Đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết cũng tăng 15,5% đạt gần 2.669 tỷ đồng, trong đó chủ yếu là khoản đầu tư vào CTCP Cảng Cái Mép Gemadept – Terminal Link (xây dựng cảng nước sâu Gemalink) với giá trị hơn 1.477 tỷ đồng và CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn SCSC, với giá trị hơn 396 tỷ đồng. Cơ cấu tài sản chuyển dịch theo hướng tăng tỷ trọng tài sản dài hạn (từ 80% lên 85%) và giảm tỷ trọng tài sản ngắn hạn. Điều này là phù hợp với một doanh nghiệp đầu tư tài sản cố định và khai thác dịch vụ như Gemadept. Trong khi đó, cơ cấu vốn được duy trì ở mức ổn định với phần lớn là vốn chủ sở hữu (chiếm 66% tổng nguồn vốn). Nợ vay được kiểm soát tốt với tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu ở mức vừa phải 31,6%. Trong cơ cấu nợ vay, nợ dài hạn chiếm tỷ trọng lớn (gần 73%) trong khi nợ vay ngắn hạn có xu hướng giảm từ năm 2016 – thời điểm công ty khởi công xây dựng cảng mới. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh luôn được duy trì ở mức dương và ổn định đều qua các năm.



Nguồn: GMD, MBS Research

Triển vọng ngành cảng biển khả quan, sản lượng hàng hóa thông qua cụm cảng Hải Phòng sẽ tăng trưởng bình quân khoảng 10,9%/năm.

Hệ thống cảng biển Việt Nam là hệ thống cảng vệ tinh (feeder ports) nằm trong chuỗi vận tải Liên Á (Intra Asia), trải từ phía Bắc Đông Á tới phía nam Trung và kết thúc ở Đông Nam Á. Chuỗi vận tải này là khu vực giao hội của hai tuyến vận tải biển quan trọng nhất thế giới - tuyến vận tải Á – Mỹ và tuyến vận tải Á – Âu. Hàng hóa sản xuất trong khu vực Liên Á nói chung và Việt Nam nói riêng sẽ (i) đi nội tuyến để xuất khẩu cho nhau; (ii) đi theo tuyến Á - Mỹ qua Thái Bình Dương để xuất khẩu tới nước Mỹ và (iii) đi qua Singapore, qua Ấn Độ Dương và kênh đào Suez để tới châu Âu; chiều nhập khẩu đi theo hướng ngược lại. Vì vậy, cảng biển Việt Nam có vị trí quan trọng trong chuỗi vận tải biển thế giới.

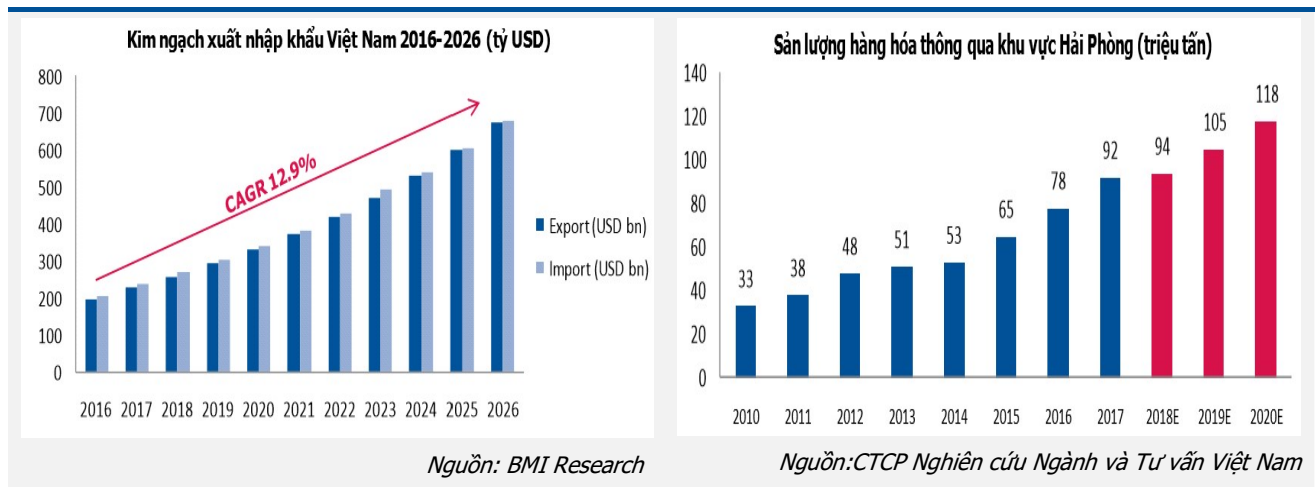
Là nền kinh tế định hướng xuất khẩu, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam luôn duy trì trên 80% GDP các năm. Trong giai đoạn 2008-2017, sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam tăng trưởng với **tốc độ bình quân 11.7%/năm**. Tốc độ

tăng trưởng cao nhờ kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam trong giai đoạn này cũng tăng trưởng mạnh, với tốc độ bình quân là 12,8%/năm.



Nguồn: Cục hàng hải Việt Nam, Tổng cục thống kê

Trong bối cảnh Trung Quốc đang chuyển đổi mô hình từ kinh tế định hướng xuất khẩu sang kinh tế định hướng tiêu dùng, dòng vốn đầu tư nước ngoài đã bắt đầu có xu hướng dịch chuyển sang các quốc gia có nguồn lao động dồi dào nhưng chi phí chưa cao như Việt Nam. Điều này là một động lực lớn giúp **sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ cao** và thuận theo mức độ tăng trưởng của kim ngạch xuất nhập khẩu.



Với tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu như trên, sản lượng container thông quan tăng thêm tại cụm cảng biển miền Nam trong tương lai có thể đạt 900.000-1.000.000 TEU/năm. Theo quy hoạch của Bộ Giao thông – Vận tải, sản lượng hàng hóa tới năm 2020 sẽ đạt 10,83 triệu TEU, tương đương sản lượng tăng trưởng bình quân 750.000 TEU/năm.

Đối với hệ thống cảng biển miền Bắc – một trong hai nhóm cảng biển lớn nhất nước ta sau nhóm cảng biển Đông Nam Bộ, với 20-25% sản lượng container các năm. Trong đó, nhờ vào điều kiện giao thương thuận lợi, cụm cảng Hải Phòng chiếm phần lớn tổng sản lượng hàng hóa thông qua tại khu vực này. **Theo dự báo của VIRAC, sản lượng hàng hóa thông qua cụm cảng Hải Phòng sẽ tăng trưởng bình quân khoảng 10,9%/năm - tương đương khoảng 400.000-450.000 TEU/năm.** Trong khi nếu

có thể duy trì được tốc độ tăng trưởng trong quá khứ là từ 15% đến 16%/năm, sản lượng hàng hóa thông quan tại Hải Phòng có thể tăng tới 650.000-700.000 TEU/năm. **Sự tăng trưởng này đang tạo áp lực rất lớn cho ngành dịch vụ cảng và hậu cần sau cảng, tuy nhiên các cảng tại Hải Phòng sẽ được hưởng lợi từ sự tăng trưởng bền vững này.**

Dự án Nam Đình Vũ giai đoạn 1 chính thức đưa vào khai thác.

Gemadept sở hữu hệ thống cảng biển trên cả 3 miền Bắc Trung Nam và vẫn còn dự địa mở rộng các cảng mới. Gemadept hiện tại đang vận hành 5 cảng biển và 2 cảng cạn với tổng công suất khai thác là 2.500.000 container/năm. Bên cạnh đó, GMD còn sở hữu 32,89% vốn điều lệ của công ty cổ phần Dịch vụ Hàng Hóa Sài Gòn SCSC hoạt động trong mảng vận tải, kho bãi và hỗ trợ vận tải đường hàng không. Ngoài ra, GMD còn đầu tư vào hai dự án xây dựng cảng mới bao gồm:

- **Dự án cảng Nam Đình Vũ** có tổng quy mô 65 ha gồm 07 cầu cảng, tổng chiều dài cầu tàu là 1,5km và tổng mức đầu tư 6.000 tỷ đồng, có vị trí đặc địa thuộc Khu phi thuế quan và Khu công nghiệp Nam Đình Vũ, nằm tại cửa ngõ thông ra biển gần nhất so với các cảng khác tại khu vực. Dự án được chia làm 3 giai đoạn, trong đó giai đoạn 1 của dự án được chính thức khởi công ngày 09/11/2016 với công suất thiết kế khoảng 600.000 TEU thông qua/năm, và được hoàn thành vào ngày 04/02/2018. Giai đoạn 2 của dự án dự kiến được khởi công trong quý 3 năm nay và có thể được đưa vào khai thác vào đầu năm 2020 với công suất tương đương giai đoạn 1.
- **Dự án cảng nước sâu Gemalink** có quy mô lớn nhất trong cụm cảng nước sâu Cái Mép-Thị Vải với tổng diện tích lên tới 72ha, chiều dài cầu bến chính là 1.150m và bến tàu feeder là 370m, khả năng xếp dỡ lên tới 2.400.000 TEU/năm. Dự án được chia làm 2 giai đoạn, với giai đoạn 1 được Gemadept triển khai xây dựng từ năm 2010. Đầu năm 2012, sau khi hoàn thành 39% tổng tiến độ giai đoạn 1, bởi lý do suy thoái kinh tế thế giới và trong khu vực, Gemadept đã chủ động giãn tiến độ thi công dự án nhằm tiết kiệm chi phí. Năm 2017, ban lãnh đạo GMD đã quyết định tái khởi động việc xây dựng dự án vào đầu năm 2018 để đưa giai đoạn 1 của dự án vào vận hành từ cuối năm 2019, với Khả năng xếp dỡ của cảng trong giai đoạn 1 là 1.5 triệu TEU/năm.

Danh sách cảng của GMD

Khu vực cảng	Cảng	Loại cảng	Thời điểm vận hành	Công suất năm 2017 (TEU/năm)	Sản lượng năm 2017	Công suất dự kiến vào năm 2020
Miền Bắc	Nam Hải	Cảng biển	T2/2009	150.000	167.896	150.000
	Nam Hải Đình Vũ	Cảng biển	T5/2014	500.000	654.474	500.000
	Nam Đình Vũ	Cảng biển	T2/2018	600.000	-	1.200.000
	Nam Hải ICD	Cảng cạn	T10/2016	500.000	250.000	500.000
Miền Trung	Dung Quất	Cảng biển	2008	250.000	90.500	250.000
Miền Nam	Gemalink	Cảng biển	2020E	-	-	1.200.000
	Phước Long ICD	Cảng cạn	1995	500.000	630.000	500.000
Tổng				2.500.000	1.792.870	4.300.000

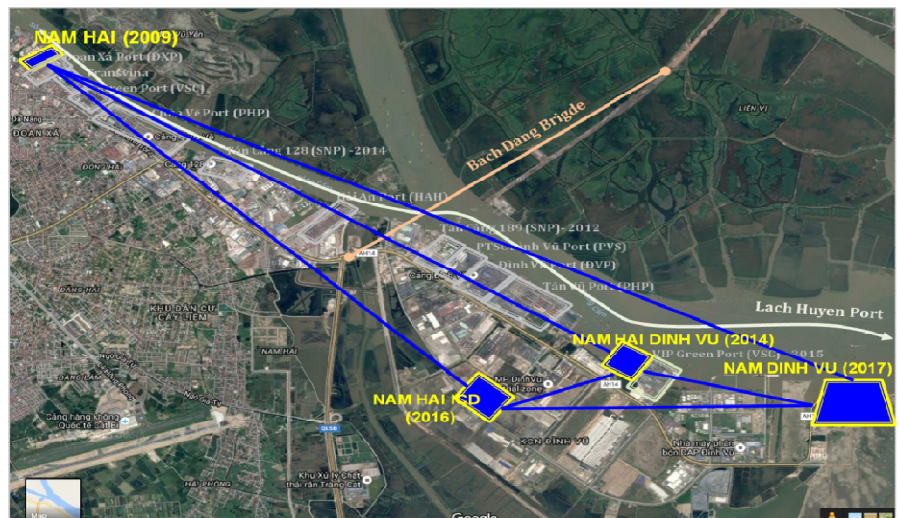
Nguồn: GMD, MBS Research

Tính đến thời điểm cuối năm 2017, thị phần khai thác cảng trên cả nước của Gemadept đạt 26% (thị phần tại miền Bắc là 19% và miền Nam là 7%).

Với hai dự án cảng Nam Đình Vũ và Gemalink đang được thi công và đưa vào vận hành, công ty đặt mục tiêu đến năm 2022 tăng trưởng thị phần tăng lần lượt 1,5 lần và 3 lần, tương ứng 28% miền Bắc và 22% miền Nam. Cụ thể, doanh thu khai thác cảng tăng trưởng 30%/năm, lợi nhuận tăng trưởng 21%/năm. Trong đó hoạt động khai thác cảng tăng 19%/năm và logistics tăng 25%/năm trong giai đoạn 2018-2020.

Đầu năm 2018, dự án Nam Đình Vũ giai đoạn 1 chính thức đưa vào khai thác cho thấy triển vọng khả quan. Chính thức đón chuyển tàu đầu tiên trong ngày 04/02/2018, Cảng Nam Đình Vũ (giai đoạn 1) với quy mô hơn 20ha và 2 cầu tàu dài gần 450m, công suất khoảng 600.000 TEUs/năm đã đi vào hoạt động và trở thành cảng thứ 3 của Gemadept tại Hải Phòng và cảng thứ 6 trên cả nước. Trong số 38 cảng đang hoạt động tại Hải Phòng, Nam Đình Vũ là cảng có chiều dài cầu bến và độ sâu luồng cũng như vùng quay tàu rộng, cùng với hệ thống trang thiết bị hiện đại, đồng bộ, có thể tiếp nhận các tàu có trọng tải lên đến 40.000 DWT.

Do vị trí khá thuận lợi nằm trong khu kinh tế Cát Hải, thuộc Khu phí thuế quan và khu công nghiệp Nam Đình Vũ, nằm ngay đầu sông Cấm, Nam Đình Vũ có cự li ra biển gần nhất so với các cảng khác tại khu vực cảng Hải Phòng. Đây được coi là một lợi thế rất lớn do các hãng tàu ưa thích các cảng gần biển để tiết kiệm chi phí. Đồng thời, hạ tầng giao thông từ cảng này được kết nối thuận tiện, liên hoàn với hệ thống giao thông quốc gia như: đường cao tốc Hà Nội - Hải Phòng, Hải Phòng - Hạ Long... Vì vậy, **cảng Nam Đình Vũ có khả năng sẽ thu hút lượng lớn container về cảng nhờ điều kiện vị trí địa lý thuận lợi** này. Thật vậy, chỉ sau 3 tháng hoạt động, từ tháng 2/2018 đến tháng 5/2018, cảng này đã đón 35 chuyến tàu vào làm hàng, sản lượng hàng hóa thông qua đạt gần 25.000 TEU. **Tuy nhiên, đáng lưu ý, cảng Nam Đình Vũ nằm trên khúc sông có nhiều phù sa hơn các cảng khác trên sông, do vậy chi phí nạo vét phù sa hàng năm sẽ tương đối lớn đối với Gemadept.**



Nguồn: GMD

Trước đó, hầu hết các cảng của Gemadept đều đang hoạt động vượt công suất thiết kế nên việc cảng Nam Đình Vũ được đưa vào hoạt động nói riêng và việc đầu tư mở rộng thêm các cảng mới nói chung sẽ góp phần đáp ứng nhu cầu quá tải của Công ty.

Bên cạnh đó, phí xếp dỡ container ở nước ta còn khá thấp so với khu vực, với miền Bắc là 30 USD và phía Nam là 40 USD, trong khi đó ở Indonesia khoảng 95USD, Campuchia khoảng 65USD. Chi tiết tại từng khu vực phía Bắc, thượng nguồn hiện mức sàn là 30 USD, Nam Đình Vũ tối thiểu 39 USD và Lạch Huyện là 56 USD. Do vậy, chúng tôi cho rằng doanh thu khai thác cảng tại Hải Phòng sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng trong tương lai khi hoạt động hết công suất.

Dự phóng doanh thu hoạt động khai thác cảng năm 2018

Chi tiêu	2015	2016	2017	2018E
Doanh thu (triệu đồng)	1.699.715	1.626.266	1.835.238	2.110.524
- Tăng trưởng	-	-4,3%	12,8%	15%
Sản lượng container (TEU)	1.268.500	1.361.664	1.792.870	2.055.000
- Tăng trưởng	-	8,2%	9,8%	14,6%
Cảng Nam Hải	235.000	222.164	167.896	180.000
Cảng Nam Hải Đình Vũ	460.000	525.000	654.474	650.000
Cảng Nam Đình Vũ				200.000
Cảng Dung Quất	73.500	84.500	90.500	95.000
Phước Long ICD	500.000	530.000	630.000	630.000
Nam Hải ICD			250.000	300.000

Nguồn: GMD, MBS Research

MÔ HÌNH DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Định giá cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) để xác định giá mục tiêu của cổ phiếu GMD.

Các dữ liệu đầu vào giá định chính:

- Tăng trưởng bình quân năm doanh thu thuần 14% trong giai đoạn 2018–2022
- Từ sau năm 2018, không phát sinh doanh thu từ hoạt động vận tải;
- Biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhờ loại bỏ mảng vận tải;
- Tốc độ tăng trưởng bền vững sau năm 2022 là 1%;
- Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết (trong đó có SCSC) ở mức ổn định, tương đương mức năm 2017.

Đơn vị: Tỷ đồng	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	2.210	733	837	956	1.048
(-) Thuế	(442)	(147)	(167)	(191)	(210)
(+) Khấu hao	345	383	426	472	513
(-) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	(496)	(515)	(588)	(601)	(550)
(-) Thay đổi VLD ngoài tiền mặt	(135)	(77)	26	30	23
FCF	1.482	378	533	666	824
WACC	10,3%				
Kỳ chiết khấu	0,25	1,25	2,25	3,25	4,25
Hệ số chiết khấu	0,98	0,88	0,80	0,73	0,66
Giá trị hiện tại của dòng tiền	1.445,7	334,0	427,0	483,8	542,9
Tổng PV (FCF)	3.233,4				
(+) Giá trị hiện tại của dòng tiền sau 2022	8.713,4				
(+) Tiền và tương đương tiền	182,9				
(-) Nợ	2.150,6				
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0				
Giá trị công ty (Tỷ đồng)	9.979,2				
Số lượng CP lưu hành (triệu cổ phiếu)	296,90				
Chi phí vốn chủ sở hữu	12%				
Dividend yield	7%				
Giá trị cổ phần (đồng)	35.100				

Mức giá mục tiêu 35.100 đồng tương đương với mức P/E 6,4 lần (theo EPS ước tính năm 2018 là 5.513 đồng).

Chúng tôi tập hợp số liệu từ một số công ty trong khu vực có cùng hoạt động kinh doanh và quy mô tương xứng để xác định tính hợp lý của giá cổ phiếu, khoảng 9,3 lần.

Tên	Vốn hóa (tỷ VND)	BF P/E
Tegma Gestao Logistica SA	5.800	9,7x
Hanjin Transportation Co Ltd	7.938	13,0x
Shanghai Huaming Intelligent T	7.265	8,8x
Japan Transcity Corp	7.653	7,3x
Median		9,3x

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

RỦI RO ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU

Rủi ro cạnh tranh trong cụm cảng Hải Phòng: GMD đối mặt với rủi ro cạnh tranh từ các đối thủ lớn như Cảng Lạch Huyện, Vicosnhip và Cảng Hải Phòng. Trong cụm cảng Hải Phòng năm 2018, bên cạnh cảng Nam Đình Vũ, Cảng Lạch Huyện cũng mới được đưa vào hoạt động, cùng với việc mở rộng công suất của cảng Tân Vũ giúp nâng công của cụm cảng từ 5,75 triệu TEU/năm lên 7,75 triệu TEU/năm, khiến hoạt động kinh doanh cảng trong khu vực này cạnh tranh khá gay gắt.

Thời điểm vận hành của cảng Gemalink chưa thể xác định: Cảng Gemalink là dự án trọng điểm với nguồn vốn đầu tư lớn của Gemadept tuy nhiên vẫn chưa thể xác định thời điểm vận hành của cảng này do khu vực Cái Mép chưa được đầu tư cơ sở hạ tầng đầy đủ để các cảng nước sâu có thể vận hành thuận lợi.

Cuối tháng 8/2018, Bộ Giao thông vận tải vừa đề nghị Thủ tướng Chính phủ cho phép bộ này được sử dụng nguồn dự phòng chung kế hoạch trung hạn để thực hiện đầu tư Dự án nâng cấp tuyến luồng Cái Mép – Thị Vải ngay trong giai đoạn 2018 – 2020. Dự án có tổng mức đầu tư 1.161 tỷ đồng này sẽ nạo vét 29,68 km luồng tàu từ phao số 0 đến cảng CMIT đạt chiều rộng 350 m, cao độ đáy nạo vét – 15,5 m; nạo vét vũng quay tàu thuộc khu vực ngã 3 Gò Gia đạt đường kính 600 m, cao tốc đáy – 15,5 m. Với độ sâu này, luồng Cái Mép – Thị Vải có thể giúp tàu container đến 160.000 DWT, sức chở 14.000 TEU, mớn nước 15,5 m hành hải thuận lợi mà không phụ thuộc vào thủy triều và có thể đón các tàu trọng tải đến 200.000 DWT, sức chở tới 18.000 TEU, mớn nước 16,0 m lợi dụng thủy triều, góp phần đưa cụm cảng Cái Mép – Thị Vải sớm trở thành cảng trung chuyển quốc tế trong khu vực.

TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH				CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH			
Đvt: Tỷ VNĐ					2015	2016	2017
	2015	2016	2017	Hệ số đánh giá thu nhập			
Doanh thu bán hàng và CCDV	3.593,80	3.743,80	3.990,50	EPS	3.451	2.574	2.543
Các khoản giảm trừ doanh thu	7,40	2,20	6,60	Giá trị sổ sách của cổ phiếu	46.935	32.695	24.610
Doanh thu thuần	3.586,30	3.741,70	3.984,00	Chỉ số P/E		10,49	15,79
Giá vốn hàng bán	2.639,70	2.723,40	2.954,80	Chỉ số P/B		0,83	1,63
Lợi nhuận gộp	946,70	1.018,20	1.029,10	Chỉ số P/S		1,09	2,01
Doanh thu hoạt động tài chính	55,70	39,20	173,10	Tỷ suất cổ tức	0	0	0
Chi phí tài chính	242,80	151,00	145,90	Hệ số khả năng sinh lời			
Trong đó: Chi phí lãi vay	118,50	121,20	143,90	Tỷ suất lợi nhuận gộp biên	26,40	27,21	25,83
Chi phí bán hàng	44,60	62,60	87,20	Tỷ lệ lãi EBIT	17,41	16,09	19,94
Chi phí quản lý doanh nghiệp	261,10	297,00	344,50	Tỷ lệ lãi EBITDA	25,63	23,57	27,75
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	490,70	597,00	733,30	Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu thuần	12,85	11,86	14,59
Thu nhập khác	21,80	19,40	60,60	ROE	7,67	6,79	7,84
Chi phí khác	6,70	135,70	143,40	ROA	4,68	4,08	4,74
Lợi nhuận khác	15,10	-116,30	-82,80	Tăng trưởng doanh thu thuần	19,04	4,33	6,48
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	36,80	50,10	108,70	Tăng trưởng lợi nhuận gộp	51,44	7,56	1,07
Lợi nhuận trước thuế	505,80	480,70	650,50	Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	-27,85	-4,96	35,31
Chi phí thuế TNDN hiện hành	42,90	49,00	79,20	Tăng trưởng LNST của CĐ công ty mẹ	-24,22	-3,14	30,31
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	2,20	-12,10	-10,20	Hệ số khả năng thanh toán			
Lợi nhuận sau thuế	460,70	443,70	581,40	Tỷ số thanh toán bằng tiền mặt	0,56	0,24	0,29
Lợi ích của cổ đông thiểu số	58,30	54,00	73,60	Tỷ số thanh toán nhanh	1,60	0,69	0,79
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	402,40	389,70	507,90	Tỷ số thanh toán nhanh	0,62	0,27	0,33
				Tỷ số thanh toán hiện hành	1,67	0,72	0,83
				Khả năng thanh toán lãi vay	5,27	4,97	5,52
				Hệ số về hiệu quả hoạt động			
				Vòng quay phải thu khách hàng	9,00	7,83	6,92
				Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	40,55	46,60	52,72
				Vòng quay hàng tồn kho	26,60	28,04	30,33
				Thời gian tồn kho bình quân	13,72	13,02	12,03
				Vòng quay phải trả nhà cung cấp	5,62	4,64	4,36
				Thời gian trả tiền khách hàng bình quân	64,90	78,72	83,77
				Vòng quay tài sản cố định	1,26	1,46	1,35
				Vòng quay tổng tài sản	0,42	0,39	0,37
				Vòng quay vốn chủ sở hữu	0,68	0,65	0,61
				Hệ số về cơ cấu vốn			
				Tăng trưởng tổng tài sản	10,02	12,43	
				Tăng trưởng nợ dài hạn	-0,68	-27,48	17,85
				Tăng trưởng nợ phải trả	14,32	25,60	-1,28
				Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	15,10	4,49	20,93
				Tăng trưởng vốn điều lệ	3,00	50,00	60,66
				Giá vốn hàng bán/Doanh thu thuần	73,60	72,79	74,17
				Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	1,24	1,67	2,19
				Chi phí quản lý doanh nghiệp/DTT	7,28	7,94	8,65
				Chi phí lãi vay/Doanh thu thuần	3,30	3,24	3,61
BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN							
Đvt: Tỷ VNĐ							
	2015	2016	2017				
TÀI SẢN NGẮN HẠN	2.678,10	2.140,30	2.223,10				
Tiền và tương đương tiền	904,50	724,50	779,80				
Đầu tư tài chính ngắn hạn	91,40	88,70	113,00				
Các khoản phải thu	1.514,90	1.128,10	1.127,70				
Hàng tồn kho	107,20	87,00	107,80				
Tài sản ngắn hạn khác	60,00	112,00	94,80				
TÀI SẢN DÀI HẠN	6.321,20	7.977,70	9.068,10				
Phải thu dài hạn	198,50	151,40	127,50				
Tài sản cố định	2.431,70	2.697,50	3.208,50				
Bất động sản đầu tư	0	0	0				
Tài sản dở dang dài hạn	1.086,20	1.823,70	2.457,7,80				
Đầu tư tài chính dài hạn	2.010,30	2.308,30	2.310,20				
Lợi thế thương mại	160,30	126,90	93,50				
Tài sản dài hạn khác	434,30	869,90	870,60				
TỔNG TÀI SẢN	8.999,30	10.117,90	11.291,20				
NỢ PHẢI TRẢ	3.384,80	4.251,30	4.196,70				
Nợ ngắn hạn	1.605,70	2.961,20	2.676,20				
Vay và nợ ngắn hạn	423,60	1.578,70	714,50				
Phải trả người bán	579,70	595,00	761,30				
Người mua trả tiền trước	16,70	14,90	44,80				
Nợ dài hạn	1.779,10	1.290,20	1.520,40				
Vay và nợ dài hạn	1.455,30	927,60	1.220,60				
VỐN CHỦ SỞ HỮU	5.614,50	5.866,60	7.094,50				
Vốn đầu tư của CSH	1.196,20	1.794,30	2.882,80				
Thặng dư vốn cổ phần	2.471,50	1.872,20	1.941,80				
Cổ phiếu quỹ	0	0	0				
Lãi chưa phân phối	1.152,60	1.130,80	1.113,10				
Vốn và quỹ khác	0	0	0				
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0				
TỔNG CÔNG NGUYÊN VỐN	8.999,30	10.117,90	11.291,20				

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Đvt: Tỷ VND

	2015	2016	2017
TÀI SẢN NGẮN HẠN	2.678,10	2.140,30	2.223,10
Tiền và tương đương tiền	904,50	724,50	779,80
Đầu tư tài chính ngắn hạn	91,40	88,70	113,00
Các khoản phải thu	1.514,90	1.128,10	1.127,70
Hàng tồn kho	107,20	87,00	107,80
Tài sản ngắn hạn khác	60,00	112,00	94,80
TÀI SẢN DÀI HẠN	6.321,20	7.977,70	9.068,10
Phải thu dài hạn	198,50	151,40	127,50
Tài sản cố định	2.431,70	2.697,50	3.208,50
Bất động sản đầu tư	0	0	0
Tài sản dở dang dài hạn	1.086,20	1.823,70	2.457,70
Đầu tư tài chính dài hạn	2.010,30	2.308,30	2.310,20
Lợi thế thương mại	160,30	126,90	93,50
Tài sản dài hạn khác	434,30	869,90	870,60
TỔNG TÀI SẢN	8.999,30	10.117,90	11.291,20
NỢ PHẢI TRẢ	3.384,80	4.251,30	4.196,70
Nợ ngắn hạn	1.605,70	2.961,20	2.676,20
Vay và nợ ngắn hạn	423,60	1.578,70	714,50
Phải trả người bán	579,70	595,00	761,30
Người mua trả tiền trước	16,70	14,90	44,80
Nợ dài hạn	1.779,10	1.290,20	1.520,40
Vay và nợ dài hạn	1.455,30	927,60	1.220,60
VỐN CHỦ SỞ HỮU	5.614,50	5.866,60	7.094,50
Vốn đầu tư của CSH	1.196,20	1.794,30	2.882,80
Thặng dư vốn cổ phần	2.471,50	1.872,20	1.941,80
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
Lãi chưa phân phối	1.152,60	1.130,80	1.113,10
Vốn và quỹ khác	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	8.999,30	10.117,90	11.291,20

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:**Chuyên viên phân tích:****Nguyễn Hòa Hợp** Email: hop.nguyenhoa@mbs.com.vn**Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn**Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn