

TIỀM NĂNG TỪ CẢNG BIỂN

Khuyến nghị

MUA

Nguyễn Hoàng Vy Thảo (PTCB)

thaonhv@bsc.com.vn

Mã Tuấn Minh Hiền (PTCB)

hienmtm@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	36,838
Giá đóng cửa	28,350
Upside	30%

Lê Quốc Trung (PTKT)

trunglq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	30,500
Giá cutloss	26,000

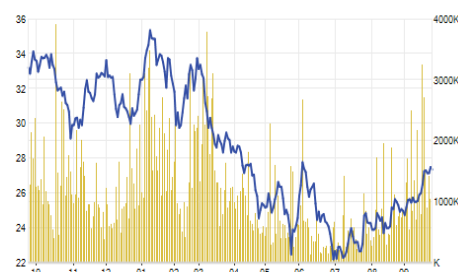
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	296.9
Vốn hóa (tỷ đ)	8,225
Giá cao nhất 52 tuần	35,348
KLGD TB 10 phiên (ng cp)	1,048
Sở hữu nước ngoài	48.47%

Cổ đông lớn (%)

Lê Thúy Hương	29.55%
VI Fund II, L.P	7.3%
ReCollection Pte.Ltd	6.11%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan doanh nghiệp

Trải qua 25 năm thành lập và phát triển, GMD hiện là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực khai thác cảng, logistics, vận tải hàng hóa, quản lý đội tàu cũng như các dịch vụ phụ trợ khác. Bên cạnh đó, GMD còn là công ty duy nhất sở hữu một chuỗi giá trị toàn diện ngành logistics tại Việt Nam.

Các báo cáo khác: [link](#)

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu GMD với giá mục tiêu cho cuối năm 2018 là 36,838 đồng, với mức sinh lời 30% so với giá đóng cửa ngày 05/10/2018 là 28,350 đồng dựa trên 2 phương pháp DCF và EV/EBITDA (đã loại trừ DT tài chính). Hiện, GMD đang được giao dịch với P/E TTM là 4.21x (nếu loại trừ thu nhập bất thường P/E TTM là 24x) và P/B TTM là 1.25x.

Dự báo KQKD

Chúng tôi dự báo DT và LNST 2018 lần lượt đạt 2,590 tỷ (-35% YoY) và 1,876 tỷ (+269% YoY), tương đương EPS FW 2018 là 5,908 đồng (+201% YoY) nhờ vào LN từ thanh lý các công ty con gần 1,520 tỷ. Nếu loại trừ LN bất thường, LNST đạt 521 tỷ (-11% YoY) và EPS FW đạt 1,248 đồng (-36% YoY), tương đương P/E FW là 22.72x.

Catalyst

- Room ngoại sẽ hờ 6%** (tương đương với 14 triệu cổ phiếu) khi GMD tăng tỷ lệ sở hữu NĐTNN lên 49% vào Q3/2018.
- Dự thảo thông tư điều chỉnh khung giá dịch vụ cảng biển:**
 - Khu vực I (Bắc):** Theo 2 phương án (1) Tăng 10% khung giá các cảng không thuộc khu vực Lạch Huyện và khu vực Lạch Huyện sẽ giữ nguyên. (2) Giá dịch vụ tăng 10% theo từng năm theo lộ trình 2019 - 2021.
 - Khu vực II (Trung):** Giá dịch vụ bốc dỡ tăng trung bình 11%.
 - Khu vực III (Nam):** Tại khu vực Cái Mép – Thị Vải, khung giá bốc dỡ container XNK và tạm nhập & tái xuất có thể tăng trung bình 0% - 6%, trong khi giá bốc dỡ container 20 - 40 ft trung chuyển, quá cảnh lại giảm trung bình 15% - 19%.

Rủi ro đầu tư

- Cảng quốc tế Lạch Huyện** đi vào HĐ gây tình trạng dư cung, đe dọa sản lượng thông qua tại hệ thống cảng Hải Phòng của GMD.
- Mảng cao su** (chiếm 16% tài sản) vẫn chưa giải được bài toán khó với khoản lỗ 6T2018 gần 95 tỷ. Hiện, GMD đang tìm đối tác nhằm thoát khỏi mảng này.

Cập nhật doanh nghiệp (xem chi tiết trang 2)

KQKD H1/2018 ghi nhận DTT và LNTT của GMD lần lượt đạt 1,299 tỷ (-31% YoY) và 1,790 tỷ (+586% YoY). KQ này lần lượt hoàn thành 54% và 84% kế hoạch DT và LNTT mà công ty đã đặt ra. Trong đó, 1,520 tỷ (86% LNTT) đến từ việc chuyển nhượng các công ty con.

BLNG 6T2018 tăng lên 37% (từ mức 25% H1/2017) do không còn hợp nhất DT công ty logistics (vốn có BLN thấp).

(1) Mảng cảng (79% DT): DT cảng 6T2018 đạt 1,023 tỷ (+24% YoY) nhờ sản lượng thông qua tăng 15% lên 913,000 TEUs. Sau khi hoàn tất thoái vốn khỏi các dự án ngoài ngành, GMD sẽ tập trung hoàn toàn vào khai thác cảng nhằm gia tăng tỷ suất sinh lời:

- Cảng Nam Đình Vũ** GD 1 (đi vào HĐ từ Q2/2018) giúp tổng công suất cụm cảng Hải Phòng của GMD nhận thêm 500,000 TEUs (+11% YoY), capex là 75 triệu đô. GD 2 dự kiến triển khai vào Q3/2018 và hoàn tất trong Q1/2020 với capex là 75 triệu đô. BSC kỳ vọng cảng Nam Đình Vũ GD 1 sẽ tạo đà tăng trưởng vững chắc cho GMD trong GD 2019 – 2020 khi đạt công suất 100%.
- Dự án cảng Gemalink – Cái Mép GD 1 (1.5 triệu TEUs)** đang chờ phê duyệt tín dụng từ 4 ngân hàng lớn, dự kiến sẽ giải ngân vào T10/2018 và triển khai XD trong Q4/2018.

(2) Mảng logistics (21% DT): DT H1/2018 đạt 274 tỷ (-74% YoY) do không còn hợp nhất DT từ công ty logistics. Chúng tôi cho rằng mảng logistics của GMD sẽ được hưởng lợi từ đối tác CJ nhờ cơ sở khách hàng lớn, năng lực công nghệ và kinh nghiệm sẵn có.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

KQKD H1/2018 – LNTT tăng 586% chủ yếu nhờ ghi nhận lợi nhuận bất thường từ chuyển nhượng

DTT và LNTT của GMD trong H1/2018 lần lượt đạt 1,299 tỷ đồng (-31% YoY) và 1,790 tỷ đồng (+ 586% YoY). KQKD 6T2018 lần lượt hoàn thành 54% và 84% kế hoạch DT và LNTT mà công ty đã đặt ra. Trong đó, 1,520 tỷ (86% LNTT) đến từ chuyển nhượng GMD Shipping, GMD Logistics và cảng QT Hoa Sen – GMD.

Nếu không tính khoản LN đột biến này, LNTT từ HĐKD cốt lõi của GMD vẫn đạt 272 tỷ (+4% YoY). Theo đó, BLN ròng (sau khi điều chỉnh DT từ HĐ thoái vốn) cũng tăng mạnh lên 21% (từ 12% trong H1/2017) (**Hình 1**).

BLNG 6T2018 tăng lên 37% (từ mức 25% H1/2017) do không còn hợp nhất DT công ty logistics (vốn có BLN thấp). Trong đó:

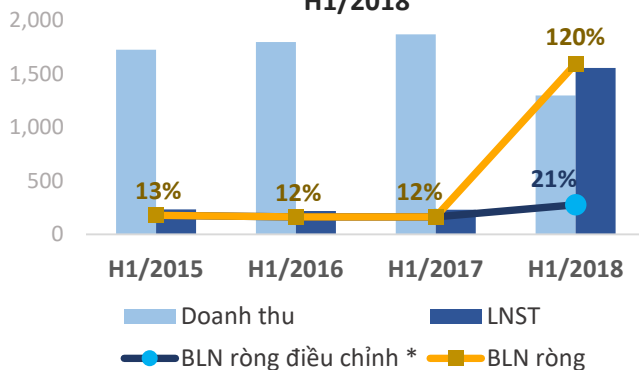
- (1) BLNG của mảng khai thác cảng 6T2018 duy trì ổn định ở mức 42% (so với 41% cùng kỳ năm 2017)
- (2) BLNG của mảng logistic cải thiện từ 13% trong H1/2017 lên 20% trong H1/2018.

Bảng 1: Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2018 của GMD

Tỷ đồng	H1/2017	H1/2018	Tăng trưởng (%) YoY	Kế hoạch 2018	% Hoàn thành
Doanh thu thuần	1,868	1,299	-31%	2,405	54%
<i>Khai thác cảng</i>	826	1,023	24%	2,183	47%
<i>Logistic</i>	1,041	274	-74%	222	123%
Lợi nhuận gộp	468	485	4%		
<i>Khai thác cảng</i>	337	427	27%		
<i>Logistic</i>	131	55	-58%		
Chi phí quản lý và bán hàng	(182)	(229)	26%		
<i>Chi phí bán hàng</i>	(37)	(79)	114%		
<i>Chi phí quản lý</i>	(145)	(150)	4%		
Doanh thu tài chính	36	1,546	4,194%		
Chi phí tài chính	(86)	24	128%		
LNTT	261	1,790	586%	2,130	84%
<i>LNTT từ HĐKD chính</i>	261	270	4%		
<i>LNTT từ chuyển nhượng vốn</i>	-	1,520	100%		
LNST	231	1,554	573%		
LNST trừ lợi ích CĐTS	193	1,529	692%		

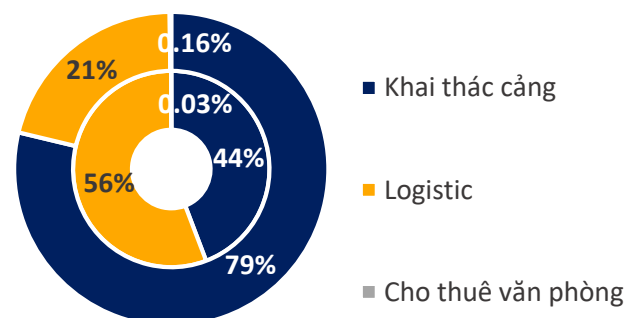
Nguồn: GMD, BSC Research

Hình 1: LNST và BLN ròng tăng trưởng mạnh trong H1/2018



Nguồn: GMD, BSC Research

Hình 2: Sự thay đổi trong cơ cấu doanh thu của GMD trong H1/2018



Nguồn: GMD, BSC Research
Ngoài: H1/2017, Trong: H1/2018

(1) Mảng cảng tiếp tục tăng trưởng vững chắc nhờ hệ thống cảng mở rộng:

DT và LNG từ khai thác cảng H1/2018 lần lượt đạt 1,023 tỷ (+24% YoY) và 427 tỷ (+27% YoY), tăng tỷ trọng trong cơ cấu DT và LNG lên lần lượt 79% và 88% (so với 44% và 72% vào H1/2017) (**Hình 2**).

KQKD cảng 6T2018 tích cực nhờ sản lượng thông qua tăng 15% lên 913,000 TEUs. Trong đó:

- **Cảng Nam Hải ICD và Phước Long PIP & Bình Dương** tăng sản lượng lên lần lượt 115,100 TEUs (+28% YoY) và 327,000 TEUs (+16% YoY) trong H1/2018.
- **Cảng Nam Đình Vũ** GĐ 1 (đi vào hoạt động từ Q2/2018) giúp tổng công suất cụm cảng Hải Phòng nhận thêm 500,000 TEUs (+11% YoY). Cảng Nam Đình Vũ GĐ 2 dự kiến triển khai vào Q3/2018 và hoàn tất trong Q1/2020 với tổng vốn đầu tư lên đến 75 triệu đô. GMD đầu tư thêm cảng Nam Đình Vũ nhằm giải quyết tình trạng quá tải tại cụm cảng Hải Phòng: Cảng Nam Hải 120% - 170% công suất, Cảng Nam Hải Đình Vũ 122% công suất. Chúng tôi ước tính DT từ cảng Nam Đình Vũ có thể lên đến 522.1 tỷ trong năm 2018 với công suất là 416.000 TEUs và giá bốc xếp vẫn giữ ở khung giá do bộ GTVT quy định. Tuy nhiên, chi phí nạo vét phù sa có thể lớn vì cảng nằm trên khúc sông có nhiều phù sa hơn.

Cảng Nam Đình Vũ có vị trí thuận lợi: (1) Nằm ngay cửa biển giúp các tàu dễ dàng cập cảng, tiết kiệm nhiên liệu và thời gian. *(2)* Nằm ở đầu sông Cấm, gần nhiều khu CN (khu CN Đình Vũ) với nguồn hàng lớn. *(3)* Có môn nước sâu và cầu cảng dài nhất khu vực Hải Phòng (khi hoàn thành 3 GĐ có thể lên đến 1,540m) giúp đón được tàu có trọng tải gần 40,000 DWT.

- **Cảng Gemalink** là cảng nước sâu lớn nhất tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải với tổng vốn đầu tư gần 345 triệu đô. Trong đó, GMD nắm 75% và CMA – CGM nắm 25% cổ phần. Dự án hiện đang được GMD đầu tư với tỉ lệ 39 VCSH: 61 Nợ Vay. Trong đó, 61% Nợ vay đang chờ phê duyệt tín dụng từ 4 ngân hàng lớn, dự kiến sẽ giải ngân vào T10/2018 và triển khai xây dựng trong Q4/2018. Khi đi vào hoạt động GĐ1 (H1/2020), Gemalink ước tính sẽ mở rộng quy mô cảng thêm 1.5 triệu TEUs (+50% so với tổng công suất các cảng năm 2017).

Gemalink có lợi thế cạnh tranh tại khu vực Cái Mép nhờ: (1) Vị trí thuận lợi – ngay cửa sông với môn nước sâu nhất giúp tiếp nhận cỡ tàu có tải trọng lớn. *(2)* Cầu cảng của Gemalink cho phép tiếp nhận cùng lúc tàu mẹ và tàu gom. *(3)* Theo định hướng phát triển cảng biển, khu vực cụm cảng Cái Mép – Thị Vải sẽ trở thành trung tâm logistics của Đông Nam Á sánh ngang với Singapore. *(4)* GMD có hệ thống các cảng nước cạn ICD Phước Long và Bình Dương, các kho bãi và hệ thống trung tâm phân phối DC tốt hỗ trợ lượng hàng lớn từ Gemalink.

GMD quyết định tái đầu tư cảng Gemalink vì: (1) Gemalink giúp giải quyết vấn đề quá tải hàng hóa tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải được dự đoán vào năm 2019 khi hiệu suất khai thác thực dụng năm 2017 đã lên tới 87%. *(2)* Đối tác liên doanh CMA – CGM cam kết cung cấp nguồn hàng 800,000 – 1,000,000 TEUs, tương đương 60 – 80% công suất thiết kế GĐ 1.

(2) Mảng logistics: DTT giảm do GMD chuyển nhượng công ty con:

DT và LNG mảng logistics 6T2018 lần lượt đạt 274 tỷ (-74% YoY) và 55 tỷ (-58% YoY), giảm tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu và LNG xuống lần lượt 21% và 11% (so với 56% và 28% vào H1/2017) do GMD chuyển nhượng công ty con (**Hình 2**).

BSC cho rằng, sự tham gia sâu của CJ sẽ giúp mảng logistics của GMD đẩy mạnh đà tăng trưởng trong những năm tới nhờ:

- Cơ sở khách hàng vững chắc với mạng lưới dịch vụ trên toàn cầu
- Công nghệ tiên tiến giúp triển khai dịch vụ logistic khép kín và toàn diện hơn: khả năng giao nhận (forwarding), thương mại điện tử, v.v.
- Kinh nghiệm dày dặn của CJ trong lĩnh vực logistics giúp GMD gia tăng hiệu quả mạng vận tải hàng không (SCS) và thực hiện các dịch vụ logistics quốc tế mà GMD còn hạn chế.

Bảng 2: Thông tin cảng biển GMD sở hữu (H1/2018)

Cảng biển	Vị trí	% sở hữu	Tình trạng	Công suất TK (TEU/năm)	Sản lượng 2017 (TEU)	Tải trọng (DWT)
Nam Hải	Hải Phòng	100%	Đang hoạt động	150,000	165,800	10,000
Nam Hải Đình Vũ	Hải Phòng	85%	Đang hoạt động	500,000	643,500	30,000
Nam Đình Vũ	Hải Phòng	60%	Đang hoạt động và xây dựng GD 2	600,000	-	40,000
Nam Hải ICD	Hải Phòng	100%	Đang hoạt động	200,000	-	N/A
Dung Quất	Quảng Ngãi	82%	Đang hoạt động	150,000 & 2tr tấn hàng rời	-	70,000
Phước Long PIP & Bình Dương	Bà Rịa VT	100%	Đang hoạt động	650,000	636,000	N/A
Gemalink – Cái Mép	Bà Rịa VT	75%	Đang xây dựng	2,400,000	-	200,000

Nguồn: GMD, BSC Research

Doanh thu tài chính đến từ các thương vụ thoái vốn đẩy mạnh tăng trưởng lợi nhuận:

Sau khi chuyển nhượng 51% Gemadept Logistics và 49% Gemdept Shipping trong Q1/2018 cho đối tác CJ, Gemdept tiếp tục chuyển giao 51% vốn cổ phần tại Công ty CP Tiếp vận và Cảng Quốc tế Hoa sen – Gemdept và thu về khoản DT tài chính gần 115 tỷ đồng. Tính đến hết Q2/2018, tổng DT tài chính của GMD đạt 1,546 tỷ (+4,194% YoY), chiếm 86% LNTT.

Bảng 3: Các thương vụ thoái vốn nửa đầu 2018

Công ty	% sở hữu (31/12/2017)	Tỷ lệ chuyển nhượng (%)	Mục đích
Công ty TNHH Gemadept Logistics Holdings	100%	51%	Tập trung phát triển mảng kinh doanh cốt lõi, chia cổ tức đặc biệt
Công ty TNHH Gemadept Shipping Holdings	100%	49%	
Công ty CP Tiếp vận và Cảng quốc tế Hoa sen – Gemadept	51%	51%	Tập trung phát triển cảng Gemalink

Nguồn: GMD, BSC Research

Dự thảo thông tư thay đổi khung giá dịch vụ cảng biển tăng trung bình 7.4% - 13% trên cả nước. Hiện, bộ GTVT đang soạn thảo thông tư ban hành biểu khung giá dịch vụ tại cảng biển Việt Nam với lộ trình áp dụng vào 1/1/2019. Nội dung chủ yếu bao gồm việc thay đổi khung giá đối với dịch vụ bốc dỡ container nội địa và container quốc tế theo từng khu vực I (Bắc), II (Trung) và III (Nam) cụ thể:

Khu vực I giá tăng trung bình 8.5% - 16% tùy theo địa lý và phương án:

(1) Nội địa: Container nội địa với kích cỡ 20 - 40 ft dự kiến điều chỉnh giảm giá trần (6% - 10%) và giá sàn (-18% và -10%), trong khi đó container có kích cỡ lớn hơn 40 ft tăng giá trần và giá sàn lên 16%. Các DN bốc xếp ở thượng nguồn sông Cấm sẽ bất lợi khi xu hướng chuyển dịch hàng XNK xuống hạ nguồn và Lạch Huyện + giá giảm làm giảm biên LNG.

(2) Dự thảo thông tư điều chỉnh khung giá dịch vụ bốc dỡ container nhập nhập khẩu theo 2 phương án: (1) Tăng 10% khung giá các cảng không thuộc khu vực Lạch Huyện và khu vực Lạch Huyện sẽ giữ nguyên. (2) Giá dịch vụ được điều chỉnh tăng dần theo từng năm lộ trình 2019 - 2021.

Việc tăng giá này một mặt sẽ giúp những doanh nghiệp cảng Hải Phòng ở hạ nguồn có cơ sở để cải thiện biên LN khi mà giá bốc xếp tại Việt Nam thấp hơn khoảng 40% so với khu vực. Tuy nhiên, việc này cũng sẽ thu hẹp khoảng cách giá giữa Lạch Huyện và cảng hạ nguồn (hiện nay giá bốc xếp tại Lạch Huyện cao hơn khoảng 50% so với cảng hạ nguồn), khiến tình trạng cạnh tranh cao hơn.

Chúng tôi đánh giá đây là một thông tin tích cực hỗ trợ trong ngắn hạn 1 - 2 năm, tuy nhiên, xét về dài hạn, nếu cạnh tranh tăng cao có thể khiến sản lượng của cảng hạ nguồn giảm do việc chuyển dịch sang cảng Lạch Huyện.

Các doanh nghiệp được hưởng lợi: VSC (VIP Green Port), GMD, DVP, HAH, PHP.

Khu vực II giá tăng trung bình 11% cho cả 2 phương án:

(1) Nội địa: Khung giá dịch vụ bốc dỡ container 20 - 40 ft tăng trung bình 4% cho cả giá trần-sàn.

(2) Quốc tế: Khung giá dịch vụ bốc dỡ container 20 - 40 ft XNK, tạm nhập, tái xuất, quá cảnh và trung chuyển tăng trung bình 14%.

Qua đó, các cụm cảng từ Thanh Hóa tới Bình Thuận sẽ được hưởng lợi việc tăng giá dịch vụ, chúng tôi đánh giá cảng Đà Nẵng sẽ được hưởng lợi nhiều nhất vì Đà Nẵng là nơi được chính phủ đề xuất để trở thành trung tâm logistics của miền Trung.

Các doanh nghiệp hưởng lợi: CDN, CNH, NAP, Cảng Quy Nhơn (OTC) và GMD (Cảng Dung Quất).

Khu vực III giá tăng trung bình từ 3% - 13% tùy theo vị trí và phương án:

(1) Nội địa: Khung giá dịch vụ bốc dỡ container 20-40 ft tăng trung bình 8% cho cả giá trần-sàn trên cả 2 phương án.

(2) Quốc tế:

- **Đối với khu vực Cái Mép – Thị Vải**, khung giá bốc dỡ container XNK và tạm nhập & tái xuất có thể tăng trung bình 0% - 6%. Trong khi đó, giá bốc dỡ container 20-40 ft trung chuyển, quá cảnh lại giảm trung bình 15%-19%.
- **Đối với khu vực Đồng bằng sông Cửu Long**, khung giá bốc dỡ container XNK bằng 75% khu vực Cái Mép và giá container trung chuyển bằng 55% giá khu vực Cái Mép – Thị Vải.
- **Các khu vực không thuộc 2 khu vực trên**, khung giá bốc xếp container XNK tăng trung bình 12% và giá containers trung chuyển tăng trung bình 18%.

Qua đó, chúng tôi đánh giá các cảng ở từ TPHCM tới mũi Cà Mau sẽ được hưởng lợi, đặc biệt ở TP.HCM với cụm cảng Hiệp Phước, Cát Lái sẽ được hưởng lợi nhất do lượng hàng container về thường xuyên và hoạt động luôn vượt công suất thiết kế.

Tuy nhiên, chúng tôi đặc biệt lưu ý cụm cảng Cái Mép – Thị Vải khi giá bốc dỡ container trung chuyển, quá cảnh có thể giảm -15% sẽ ảnh hưởng tới các cảng lớn SP – PSA, SITV, TCIT-TCCT, CMIT, TCOT, SSIT và Gemalink của GMD. Trong khi đó, đây là khu vực được chính phủ huy hoạch sẽ là trung tâm logistics hàng hải cho khu vực Đông Nam Á, vì thế hiện tại chúng tôi vẫn đang theo dõi tiếp động thái của các cảng lớn bị ảnh hưởng trước dự thảo trên.

Các doanh nghiệp hưởng lợi: SGP, CLL, CAG, TCL, CCT, PDN và GMD (Cảng Phước Long ICD, Cảng Bình Dương).

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
Doanh thu thuần	1,008	980	1,054	689	597
LN gộp	272	271	262	205	280
DT tài chính	21	5	126	1,395	147
CP tài chính	(50)	(19)	(3)	(20)	53
Lãi vay	(52)	(21)	(27)	(23)	(30)
CP bán hàng	(21)	(20)	(27)	(22)	(53)
CP QLDN	(77)	(83)	(130)	(78)	(80)
Lãi/lỗ HĐKD	173	184	257	1,504	380
TN nhập khác (ròng)	(31)	(16)	(37)	3	(98)
LN trước thuế	143	167	220	1,507	281
LN sau thuế	122	145	205	1,279	275
LN CĐ thiếu số	25	27	13	11	15
LN Cty mẹ	97	119	192	1,267	261
EPS					

Chi phí bán hàng H1/2018 tăng gấp đôi so với cùng kỳ lên 79 tỷ (với 74 tỷ là chi phí môi giới) nhằm hỗ trợ HĐKD của cảng Nam Đình Vũ GĐ1.

LNTT 6T2018 đạt 1,790 tỷ đồng (+586% YoY), hoàn thành 84% kế hoạch 2018 nhờ ghi nhận khoản doanh thu tài chính 1,546 tỷ đồng (+4,190% YoY).

TS ngắn hạn	2,162	2,374	2,158	1,629	1,380
Tiền và DT ngắn hạn	717	668	891	584	275
Phải thu ngắn hạn	1,254	1,537	1,069	833	868
Tồn kho	116	100	103	82	82
TS ngắn hạn khác	75	69	94	131	155
TS dài hạn	8,089	8,295	9,079	8,228	8,553
Phải thu dài hạn	132	135	131	105	105
TSCĐ	2,748	2,759	3,224	3,035	3,436
TS dở dang dài hạn	1,955	2,121	2,448	1,727	1,577
TS dài hạn khác	978	959	956	840	772
Tổng TS	10,251	10,669	11,237	9,856	9,933
Nợ phải trả	3,461	3,711	4,145	3,487	3,325
Nợ ngắn hạn	2,191	2,259	2,584	1,594	1,495
Vay ngắn hạn	721	671	679	428	560
Nợ dài hạn	1,269	1,452	1,561	1,892	1,830
Vay dài hạn	904	1,074	1,256	1,590	1,525
Vốn chủ sở hữu	6,791	6,958	7,092	6,370	6,608
Vốn góp	2,883	2,883	2,883	2,883	2,883
LN chưa phân phối	787	916	1,108	498	663
Tổng nguồn vốn	10,251	10,669	11,237	9,856	9,933

Phải thu ngắn hạn còn 868 tỷ (- 31% YoY) do không còn hợp nhất các công ty con.

Tồn kho H1/2018 giảm gần 30% xuống còn 82 tỷ do không còn hợp nhất nhiên liệu tồn trên tàu của cảng Hoa Sen – GMD và phụ tùng thay thế từ Gemadept Logistics.

Trong 6T đầu năm 2018, GMD đã **ghi nhận hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính** gần 100 tỷ, giảm tỷ lệ dự phòng cho đầu tư dài hạn từ 53% trong H1/2017 xuống còn 7%.

Nợ ngắn hạn còn 560 tỷ (-22% YoY) do GMD chuyển nhượng công ty con.

% yoy DT	6%	8%	1%	-20%	-41%
Biên LN gộp	27%	28%	25%	30%	47%
Lãi vay/DTT	5%	2%	3%	3%	5%
CP bán hàng/DTT	2%	2%	3%	3%	9%
CP QLDN/DTT	7.6%	8.5%	12.3%	11.3%	13.4%
Biên LN thuần	12.1%	14.8%	19.5%	185.5%	46.1%

BLN gộp trong H1/2018 cải thiện đáng kể và đạt 37% (từ 26% 6T2017) do không còn hợp nhất DT mảng logistics (vốn có BLN thấp).

1. Khả năng thanh toán	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
Hsố TT ngắn hạn	0.99	1.05	0.84	1.02	0.92
Hsố TT nhanh	0.90	0.98	0.76	0.89	0.76
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.21	0.22	0.19	0.17	0.14
TSDH/ TTS	0.79	0.78	0.81	0.83	0.86
Hsố Nợ/ TTS	0.34	0.35	0.37	0.35	0.33
Hsố Nợ/ VCSH	0.51	0.53	0.58	0.55	0.50
Nợ ngắn hạn / TTS	0.21	0.21	0.23	0.16	0.15
Nợ DH / TTS	0.12	0.14	0.14	0.19	0.18
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	23.5	30	30	28	25
Vquay phải thu	7.7	6	7	9	7
Vquay phải trả	5.3	5	5	7	5
Số ngày HTK	15.6	12	12	13	14
Số ngày phải thu	47.6	56	49	41	52
Số ngày phải trả	69.2	75	77	52	70
CCC	(6.0)	(7)	(16)	2	(4)
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	12.1%	14.8%	19.5%	185.5%	46.1%
LNST/VCSH (%)	7.3%	7.7%	9.0%	28.4%	28.4%
LNST/TTS	4.6%	4.7%	5.4%	17.4%	18.5%
LN từ HĐKD/DTT	17.2%	18.8%	24.4%	218.3%	63.5%
5. Mô hình DuPont					
TTS/VCSH	1.58	1.59	1.64	1.62	1.51
DT/TTS	0.39	0.37	0.37	0.37	0.32
EBIT/DT	0.17	0.18	0.20	0.58	0.69
EBT/EBIT	0.76	0.79	0.83	0.94	0.96
lãi ròng/LNTT	0.90	0.89	0.90	0.86	0.88
6. Định giá					
PE	19.2	22.6	15.1	4.1	3.9
PB	1.9	2.1	1.1	1.3	1.2
EPS	2,116	1,946	1,762	6,316	6,382
BVPS	20,924	21,315	22,005	19,825	20,600
7. Tăng trưởng (%)					
TTS	11%	13%	11%	-3%	-3%
Nợ	22%	23%	20%	7%	-3%
DTT	6%	8%	1%	-20%	-41%
LN gộp	-10%	16%	2%	5%	3%

Hệ số thanh khoản giảm còn 0.76 do tiền và các khoản tương đương trong H1/2018 giảm 68% xuống 275 tỷ để hỗ trợ vốn cho xây dựng và mở rộng cảng biển.

TS Dài hạn chiếm gần 86% tổng TS trong H1/2018 do công ty đầu tư vào nhiều cảng biển mới như Cảng Nam Hải Đình Vũ, Gemalink, v.v

Các khoản nợ vay dài hạn trong H1/2018 tăng lên 1,525 tỷ (+68% YoY). Theo đó, tỷ lệ Nợ DH/VCSH tăng từ 0.12 lên 0.18. Nợ vay tăng nhằm hỗ trợ vốn cho các hoạt động xây dựng và mở rộng cảng biển.

Tỷ suất sinh lời H1/2018 cải thiện lên mức 120% nhờ ghi nhận doanh thu tài chính 1,546 tỷ.

Chúng tôi dự báo PE FW 2018 và P/B FW 2018 là 4.8x và 1.28x, thấp hơn nhiều so với trung bình ngành hiện nay là 10.48x và 1.39x.

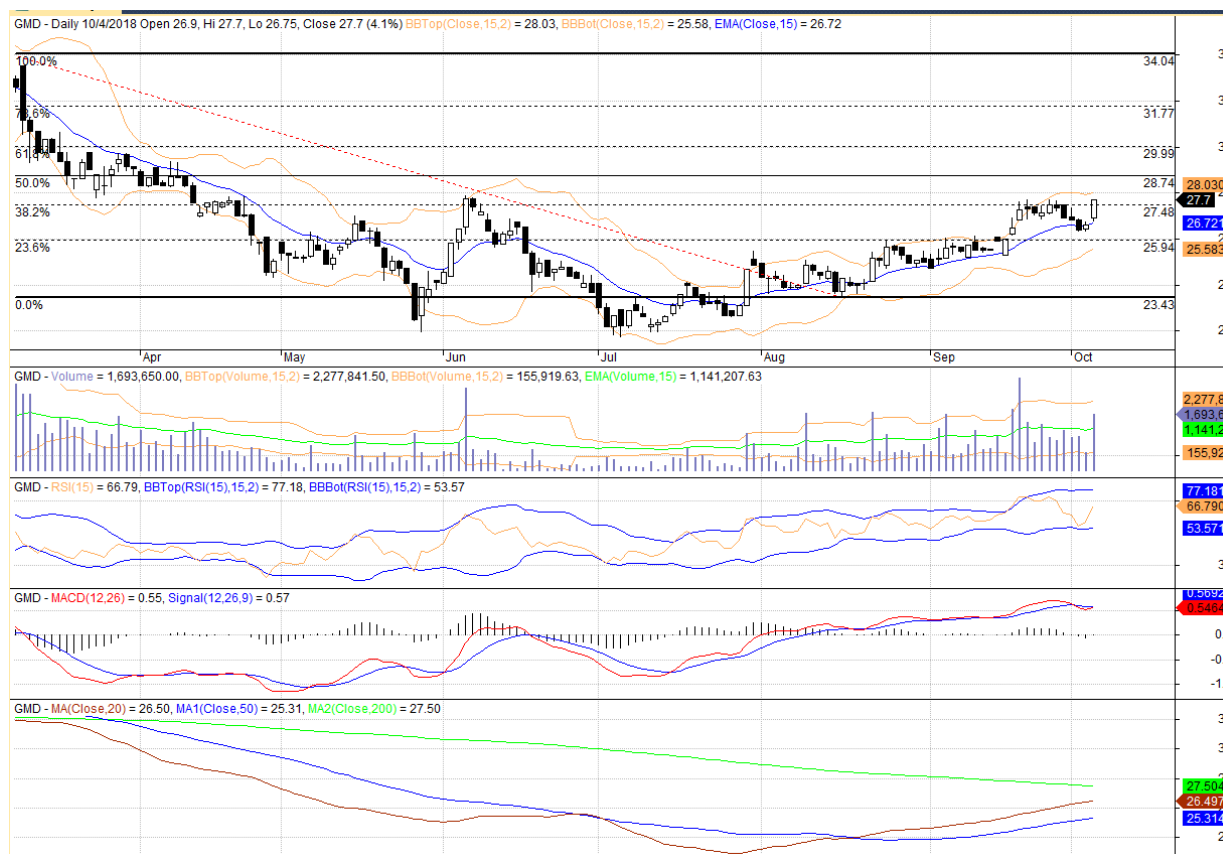
Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Bứt phá
- Chỉ báo xu hướng MACD: Hội tụ trên đường trung tâm, đường MACD có xu hướng vượt đường tín hiệu MACD.
- Chỉ báo RSI: Hồi phục từ kênh Bollinger dưới, hướng về ngưỡng quá mua.
- Đường MA: Đường MA 20 đường MA 50, tiến tới tiếp cận ngưỡng MA 200.

Nhận định: Cổ phiếu GMD đang nằm trong giai đoạn bứt phá sau khi tăng trở lại từ mức đáy 26.6. Hiện tại thanh khoản đã tăng mạnh trở lại trong phiên bứt phá hôm nay. Đường MACD báo hiệu xu hướng phân kỳ với đường MACD vượt ngưỡng MACD tín hiệu đang hình thành. Chỉ số RSI nằm trong xu hướng hồi phục báo hiệu lực tăng vẫn còn khi chỉ số vẫn chưa tiến đến ngưỡng quá mua hay kênh Bollinger trên. Xu hướng 3 đường MA cũng cho thấy cổ phiếu có thể tiếp tục đà tăng mạnh khi MA20 vượt MA200.

Khuyến nghị: Mở vị thế mua tại mức giá 27.5, chốt lãi tại ngưỡng kháng cự 30.5 nếu thanh khoản có dấu hiệu suy giảm. Nếu thanh khoản tiếp tục tăng, nhà đầu tư có thể chốt lãi ngưỡng giá 32. Nhà đầu tư nên cắt lỗ nếu cổ phiếu rơi khỏi ngưỡng hỗ trợ 26.

Đồ thị kỹ thuật:



Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về Vĩ mô, ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

