# Báo cáo cập nhật doanh nghiệp

## GMD - CTCP Gemadept

**7/3/2019**

BSC

# Kỳ vọng từ Nam Đình Vũ

| Khuyến nghị: | Theo Dõi |
|---|---|
| **Mã Tuấn Minh Hiển (PTCB)** | |
| hien.mtm@bsc.com.vn | |
| Giá mục tiêu | 29,100 |
| Giá đóng cửa | 27,750 |
| Upside | 4.9% |
| **Đặng Quang (PTKT)** | |
| quangd@bsc.com.vn | |
| Giá mục tiêu | 29,060 |
| Giá cut loss | 26,890 |

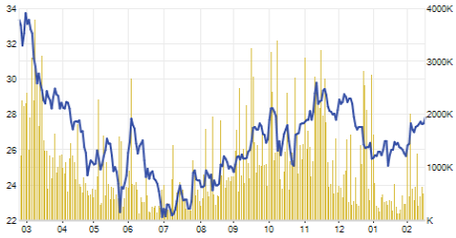
### Dữ liệu thị trường

| | |
|---|---|
| Số lượng cp (tr cp) | 296.90 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 8,180 |
| Giá cao nhất 52 tuần | 35,300 |
| KLGĐTB10 phiên (ng cp) | 1,227 |
| Sở hữu nước ngoài | 44.02% |

### Cổ đông lớn

| | |
|---|---|
| VI Fund II, L.P | 29.55% |
| Lê Thúy Hương | 7.30% |
| ReCollection Pte.Ltd | 6.11% |
| Deutsche Bank AG Londc | 3.90% |

### Diễn biến giá (1 năm)




### Tổng quan công ty

*GMD là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực khai thác cảng, logistics, vận tải hàng hóa, quản lý đội tàu và các dịch vụ phụ trợ khác. Ngoài ra, GMD là công ty duy nhất sở hữu một chuỗi giá trị toàn diện ngành logistics Việt Nam.*

**Các báo cáo khác** (link)

### Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **Theo Dõi** với GMD với giá mục tiêu 29,100 đồng, upside 4.9%, theo phương pháp P/E, với P/E mục tiêu là 15.3x (P/E trung vị ngành khu vực Asia = 15.3x) và EPS cốt lõi FW 2019 = 1,901 đồng/cp.

### Dự báo KQKD 2019

Chúng tôi dự báo Doanh thu và LNST cốt lõi của công ty mẹ 2019 sẽ đạt lần lượt 2,828 tỷ đồng (+5.31% yoy) và 593.6 tỷ đồng (+6.3% yoy) tương ứng EPS cốt lõi 2019 = 1,901 đồng/cp (+6.3% yoy, đã trừ đi QKTPL), P/E FW = 14.5x, P/B FW = 1.17x. Tăng trưởng của GMD trong năm 2019 sẽ tới từ Cảng Nam Đình Vũ với sản lượng dự báo 300,000 TEUs (+57.9% yoy) và giá bốc xếp sẽ tăng nhẹ 1%-2%.

### Luận điểm đầu tư

**1.** Các hiệp định CPTPP, EVFTA sẽ giúp giao thương hàng hóa ở các nước trong khối tăng lên qua đó sản lượng hàng hóa thông cảng sẽ hưởng lợi.

**2.** Tái khởi động dự án Gemalink ở khu vực trọng điểm Cái Mép – Thị Vải sẽ giúp GMD tăng 100% sản lượng từ năm 2020.

### Rủi Ro

**1.** Cạnh tranh cao ở khu vực Hải Phòng khiến việc kéo các hãng tàu mới về nhiều thử thách.

**2.** Khó khăn trong việc áp dụng khung giá dịch vụ cảng biển theo thông tư 54 của BGTVT.

**3.** Gánh nặng chi phí lãi vay, và chi phí khấu hao trong trường hợp công suất khai thác thường thấp hơn dự kiến khi đưa vào các cảng mới trong 1-2 năm đầu.

### Cập nhật KQKD 2018

Doanh thu GMD 2018 đạt 2,685.8 tỷ đồng (-32.7% yoy), LNST của công ty mẹ đạt 1,829.7 tỷ đồng (+260% yoy) tương đương EPS 2018 = 6,153 đồng/cp, P/E 2018 = 4.4x; hoàn thành 111.7% kế hoạch DT và 102.4% kế hoạch LNTT. Tuy nhiêu, nếu trừ đi lợi nhuận tài chính bất thường 2018 là 1,516 tỷ đồng thì LNST của công ty mẹ đạt 520.9 tỷ đồng (+11.5% yoy ), EPS cốt lõi 2018 = 1,788 đồng/cp, P/E = 15.3x.

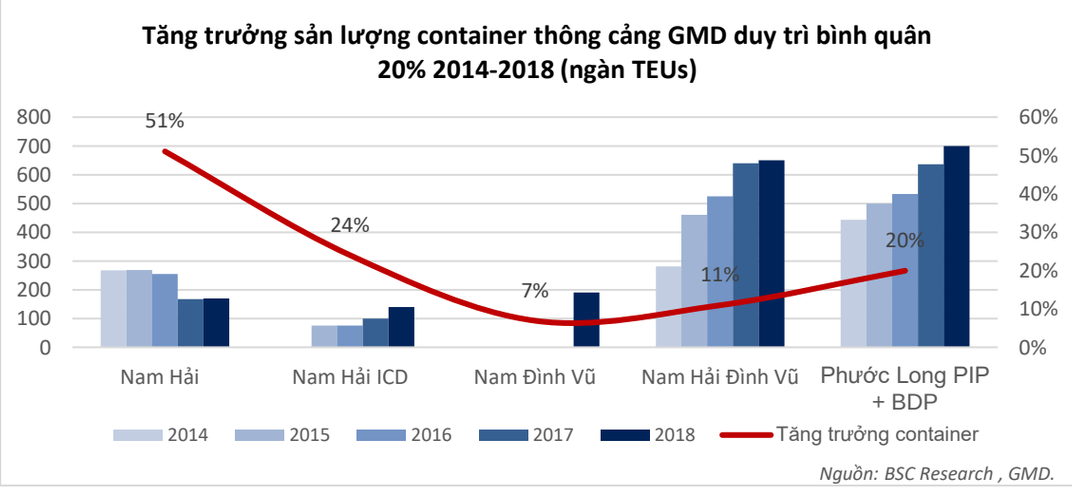
GMD hiện đang tái cơ cấu lại hoạt động kinh doanh theo hướng tập trung vào các mảng các biên lợi nhuận gộp cao. Cụ thể, **(1)** Doanh thu từ hoạt động khai thác cảng đạt 2,301 tỷ đồng (+25.4% yoy) nhờ sản lượng container thông cảng ước tính tăng 21% yoy **(2)** Doanh thu từ hoạt động logistics, đạt 381.9 tỷ đồng (-82.2% yoy) do việc GMD thoái vốn tại 2 công ty GMD Shipping và GMD Logistics. **(3)** Doanh thu từ cho thuê văn phòng đạt 2,778 tỷ đồng (+16% yoy).

Hiện tại, GMD đã hoàn thành việc thế chấp tài sản để đảm bảo khoản vay của Gemalink qua đó Gemalink đã tiếp tục khởi công lại vào 2/2019. Dự án Gemalink có tổng công suất 1.5 triệu TEUS dự kiến đi vào hoạt động vào Q2/2020, sẽ giúp cho tổng sản lượng container thông cảng của GMD đạt 3.5 triệu TEUs.

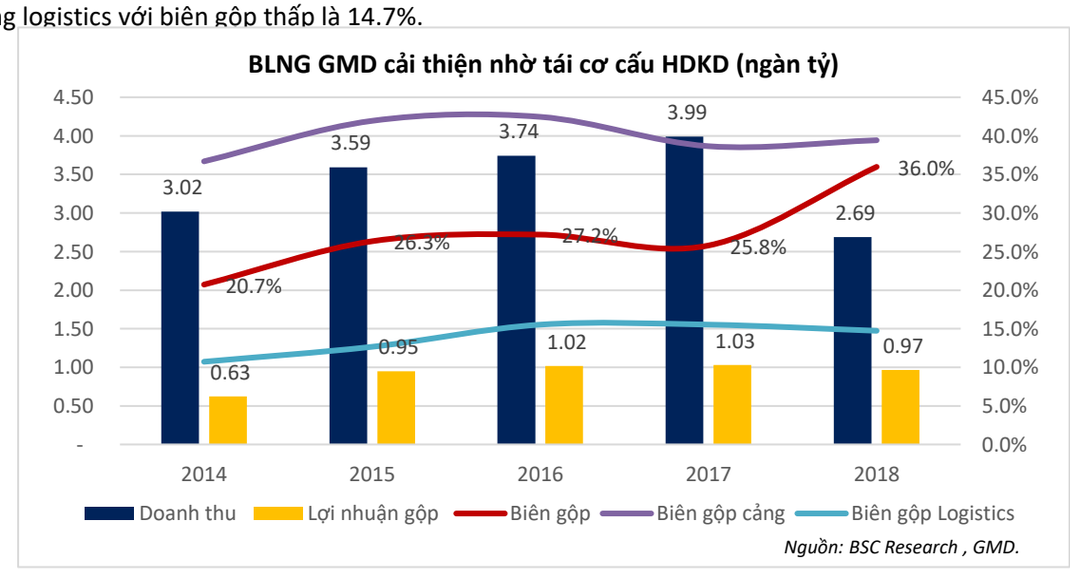
### Cập nhật KQKD 2018

Doanh thu GMD 2018 đạt 2,685.8 tỷ đồng (-32.7% yoy), LNST của công ty mẹ đạt 1,829.7 tỷ đồng (+260% yoy) tương đương EPS 2018 = 6,153 đồng/cp, P/E 2018 = 4.4x; hoàn thành 111.7% kế hoạch DT và 102.4% kế hoạch LNTT. Tuy nhiêu, nếu trừ đi lợi nhuận bất thường 2018 là 1,516 tỷ đồng thì LNST của công ty mẹ đạt 520.9 tỷ đồng (+11.5% yoy ), tương đương EPS cốt lõi 2018 = 1,788 đồng/cp, P/E cốt lõi = 15.3x.

GMD hiện đang tái cơ cấu lại hoạt động kinh doanh theo hướng tập trung vào các mảng các biên lợi nhuận gộp cao. Cụ thể, **(1)** Doanh thu từ hoạt động khai thác cảng đạt 2,301 tỷ đồng (+25.4% yoy) với tỷ trọng 85% tổng DT nhờ sản lượng container thông cảng ước tính tăng 21% yoy chủ yếu tới từ cụm cảng Hải Phòng bao gồm cảng Nam Hải Đình Vũ vượt công suất thiết kế (650,000 TEUs +15% yoy), Cảng Nam Đình Vũ đưa vào hoạt động vào Q2/2018 (190,000 TEUs). **(2)** Doanh thu từ hoạt động logistics, dịch vụ vận tải đạt 381.9 tỷ đồng (-82.2% yoy) với tỷ trọng giảm về 14.2% tổng DT do việc GMD thoái vốn tại 2 công ty GMD Shipping và GMD Logistics. **(3)** Doanh thu từ cho thuê văn phòng đạt 2,778 tỷ đồng (+16% yoy).




Lợi nhuận gộp đạt 966.3 tỷ đồng (-6.1% yoy) với biên gộp đạt 35.9% trong 2018 cải thiện tốt hơn năm 2017 là 25.8% nhờ cơ cấu lại tỷ trọng mảng khai thác cảng với biên gộp cao là 39.4% và giảm tỷ trọng mảng logistics với biên gộp thấp là 14.7%.



Hiện tại, GMD đã hoàn thành việc thế chấp tài sản để đảm bảo khoản vay của Gemalink qua đó Gemalink đã tái khởi động lại vào tháng 2/2019, hiện dự án Gemalink đã hoàn thành được 39% tiến độ. Dự án Gemalink giai đoạn 1 có tổng công suất 1.5 triệu TEUs dự kiến đi vào hoạt động vào Q2/2020, sẽ giúp cho tổng sản lượng khai thác container thông cảng của GMD tăng lên gần 3.5 triệu TEUs. Chúng tôi đánh giá cao hoạt động thúc đẩy tái khởi động của Gemalink nhằm tăng sản lượng container thông cảng ở khu vực trọng điểm Cái Mép – Thị Vải nơi có tốc độ tăng trưởng container dự kiến là 30% trong giai đoạn 2019-2020.

Bên cạnh đó, cổ đông CMA - CGM hiện đang góp 25% vốn tại dự án Gemalink cam kết sẽ chuyển nguồn hàng container vào cảng Gemalink với ước tính khoảng 700-800 ngàn TEUs. Qua đó, lượng hàng sẽ lấp đầy khoảng 60-70% công suất khai thác của cảng Gemalink.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý dự án Gemalink GĐ 1 với tổng vốn đầu tư là 330 triệu USD với tổng nợ vay dài hạn là gần 200 triệu USD. Chi phí lãi vay và khấu hao sẽ là gánh nặng cho GMD trong trường hợp GML đưa vào vận hành không hiệu quả với tỷ suất lấp đầy thấp trong 1-2 năm đầu. Vì vậy, chúng tôi cho GML là một trong những động lực tăng trưởng quan trọng của GMD vào 2020 nhưng cần theo dõi thêm hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp khi GML hoàn thành.

### Dự báo KQKD 2019

Chúng tôi dự báo Doanh thu và LNST của công ty mẹ 2019 sẽ đạt lần lượt 2,828 tỷ đồng (+5.31% yoy) và 593.6 tỷ đồng (+6.3% yoy) tương ứng EPS cốt lõi 2019 = 1,901 đồng/cp (+6.3% yoy, đã trừ đi QKTPL), P/E FW = 14.5x, P/B FW = 1.17x. Chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng chính của GMD trong 2019 sẽ tới từ Cảng Nam Đình Vũ với sản lượng dự báo 300,000 Teus (+57.9% yoy) nhờ các hiệp định thương mại CPTPP sẽ giúp xuất nhập khẩu tại khu vực Hải Phòng tăng và giá bốc xếp bình quân sẽ tăng nhẹ 1%-2%.

### Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Theo Dõi với GMD với giá mục tiêu 29,100 đồng, upside 4.9%, theo phương pháp P/E, với P/E cốt lõi mục tiêu là 15.3x (P/E trung vị ngành khu vực Asia = 15.3x) và EPS cốt lõi FW 2019 = 1,901 đồng/cp.

### TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|---|---|---|---|---|
| **Doanh thu thuần** | **3,013** | **3,586** | **3,742** | **3,923** | **2,686** |
| **LN gộp** | **625** | **947** | **1,018** | **1,024** | **966** |
| **DT tài chính** | 665 | 56 | 39 | **173** | **1,618** |
| CP tài chính | (251) | 28,250 | (151) | (132) | (52) |
| Lãi vay | (113) | (118) | (121) | (142) | (129) |
| CP bán hàng | (32) | (45) | (63) | (86) | (100) |
| CP QLDN | (280) | (261) | (297) | (355) | (325) |
| **Lãi/lỗ HĐKD** | **752** | **491** | **597** | **734** | **2,261** |
| TNhập khác (ròng) | (51) | 15 | (116) | (84) | (79) |
| **LN trước thuế** | **701** | **506** | **481** | **650** | **2,182** |
| **LN sau thuế** | **565** | **461** | **444** | **581** | **1,900** |
| LN CĐ thiểu số | 34 | 58 | 54 | 77 | 70 |
| LN Cty mẹ | 531 | 402 | 390 | 504 | 1,830 |
| EPS | 4,598 | 3,271 | 2,009 | 1,962 | 6,153 |
| **TS ngắn hạn** | **2,395** | **2,678** | **2,140** | **2,158** | **1,292** |
| Tiền và ĐT ngắn hạn | 1,075 | 996 | 813 | 891 | 283 |
| Phải thu ngắn hạn | 1,167 | 1,515 | 1,128 | 1,069 | 849 |
| Tồn kho | 91 | 107 | 87 | 103 | 60 |
| TS ngắn hạn khác | 63 | 60 | 112 | 94 | 99 |
| **TS dài hạn** | **5,784** | **6,321** | **7,978** | **9,079** | **8,660** |
| Phải thu dài hạn | 177 | 198 | 151 | 131 | 74 |
| TSCĐ | 2,461 | 2,432 | 2,698 | 3,224 | 3,423 |
| TS dở dang dài hạn | 799 | 1,086 | 1,824 | 2,448 | 1,693 |
| TS dài hạn khác | 402 | 595 | 997 | 956 | 795 |
| **Tổng TS** | **8,180** | **8,999** | **10,118** | **11,237** | **9,952** |
| **Nợ phải trả** | **2,961** | **3,385** | **4,251** | **4,145** | **3,402** |
| **Nợ ngắn hạn** | **1,169** | **1,606** | **2,961** | **2,584** | **1,464** |
| Vay ngắn hạn | 407 | 424 | 1,579 | 679 | 637 |
| **Nợ dài hạn** | **1,791** | **1,779** | **1,290** | **1,561** | **1,938** |
| Vay dài hạn | 1,480 | 1,455 | 928 | 1,256 | 1,630 |
| Vốn chủ sở hữu | 5,219 | 5,614 | 5,867 | 7,092 | 6,550 |
| Vốn góp | 1,161 | | 1,794 | 2,883 | 2,969 |
| LN chưa phân phối | 1,031 | 1,153 | 1,131 | 1,108 | 572 |
| **Tổng nguồn vốn** | **8,180** | **8,999** | **10,118** | **11,237** | **9,952** |
| % yoy DT | | 51% | 45% | 55% | -11% |
| **Biên ln gộp** | **21%** | **26%** | **27%** | **26%** | **36%** |
| **Lãi vay/DTT** | **4%** | **3%** | **3%** | **4%** | **5%** |
| CP bán hàng/DTT | 1% | 1% | 2% | 2% | 4% |
| CP QLDN/DTT | 9.3% | 7.3% | 7.9% | 9.0% | 12.1% |
| Biên ln thuần | 18.8% | 12.8% | 11.9% | 14.8% | 70.7% |

DTT đạt 2,686 (-31.5% yoy) do thoái bớt vốn lại mảng logistics. Mảng cảng phía Nam tăng trưởng tốt nhờ cảng Phước Long +35% yoy; phía Bắc ổn định với hệ thống cụm 3 cảng: Cảng Nam Hải (-10% yoy), Cảng Nam Hải Đình Vũ (+5% yoy) và Cảng Nam Đình Vũ mới hoàn thành Q1/2018 với 190,000 TEUs.

LNST đạt 1,900 tỷ (+227% yoy), doanh thu tài chính từ thoái vốn 2 công ty Gemadept Logistics Holding và Gemadept Shipping Holding.

GMD có cơ cấu TS Dài hạn chiếm chủ yếu 87% Tổng TS do công ty đầu tư vào nhiều cảng biển mới như Cảng Nam Hải Đình Vũ , Gemalink, v.v

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý nợ vay dài hạn đạt 1,938 tỷ đồng (+24.15% yoy) tăng 400 tỷ do xây dựng dự án Nam Đình Vũ GD1.

BLNG gộp đạt 36% trong 2018 nhờ cơ cấu lại tập trung vào hoạt động khai thác cảng với biên gộp cao hơn mảng logistics.

CP Lãi vay/DTT đạt 5% cần lưu ý do hiện tại GMD đang có nhiều dự án cảng đang xây dựng và tỷ lệ vay 6:4.

### MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|---|---|---|---|---|
| **1. Khả năng thanh toán** | | | | | |
| Hsố TT ngắn hạn | 2.05 | 1.67 | 0.72 | 0.84 | 0.88 |
| Hsố TT nhanh | 1.92 | 1.56 | 0.66 | 0.76 | 0.77 |
| **2. Cơ cấu vốn** | | | | | |
| TSNH/ TTS | 0.29 | 0.30 | 0.21 | 0.19 | 0.13 |
| TSDH/ TTS | 0.71 | 0.70 | 0.79 | 0.81 | 0.87 |
| Hsố Nợ/ TTS | 0.36 | 0.38 | 0.42 | 0.37 | 0.34 |
| Hsố Nợ/ VCSH | 0.57 | 0.60 | 0.72 | **0.58** | **0.52** |
| Nợ ngắn hạn / TTS | 0.14 | 0.18 | 0.29 | 0.23 | 0.15 |
| Nợ DH / TTS | 0.22 | 0.20 | 0.13 | 0.14 | 0.19 |
| **3. Năng lực hoạt động** | | | | | |
| Vquay hàng tồn kho | 23.3 | 27 | 28 | 30 | 21 |
| Vquay phải thu | 9.7 | 10 | 8 | 7 | 6 |
| Vquay phải trả | 7.3 | 6 | 5 | 5 | 3 |
| Số ngày HTK | 15.6 | 14 | 13 | 12 | 17 |
| Số ngày phải thu | 37.8 | 37 | 44 | 49 | 57 |
| Số ngày phải trả | 50.3 | 65 | 79 | 81 | 107 |
| CCC | 3.2 | (14) | (22) | (19) | (33) |
| **4. Khả năng sinh lời** | | | | | |
| LNST/DTT (%) | 18.8% | 12.8% | 11.9% | **14.8%** | **70.7%** |
| LNST/VCSH (%) | 11.6% | 8.5% | 7.7% | 9.0% | 27.9% |
| LNST/TTS | 7.1% | 5.4% | 4.6% | 5.4% | 17.9% |
| LN từ HĐKD/DTT | 25.0% | 13.7% | 16.0% | 18.7% | 84.2% |
| **5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)** | | | | | |
| TTS/VCSH | 1.63 | 1.59 | 1.67 | 1.65 | 1.55 |
| DT/TTS | 0.38 | 0.42 | 0.39 | 0.37 | 0.25 |
| EBIT/DT | 0.27 | 0.17 | 0.16 | 0.20 | 0.86 |
| EBT/EBIT | 0.86 | 0.81 | 0.80 | 0.82 | 0.94 |
| lãi ròng/LNTT | 0.81 | 0.91 | 0.92 | 0.89 | 0.87 |
| **6. Định giá** | | | | | |
| PE | | 7.9 | 12.3 | **15.1** | **4.5** |
| PB | | 0.6 | 0.9 | 1.1 | 1.3 |
| EPS | | | 2,172 | 1,762 | 6,153 |
| BVPS | | 42,514 | 28,792 | 22,005 | 22,059 |
| **7. Tăng trưởng (%)** | | | | | |
| TTS | 7% | 10% | 12% | 11% | -11% |
| Nợ | 16% | 8% | 4% | 21% | -8% |
| DTT | 19% | 19% | 4% | 5% | -32% |
| LN gộp | 41% | 51% | 8% | 1% | -6% |
| LNST | 177% | -18% | -4% | 31% | 227% |
| EPS | | | | | |

Hệ số Nợ/VCSH hiện đang duy trì ở mức 52% tuy nhiên dự án Gemalink sẽ làm nợ vay tăng đáng kể sẽ ảnh hưởng tới tài chính doanh nghiệp.

LNST/DTT nếu loại trừ 1500 tỷ doanh thu tài chính thì biên thuần sẽ đạt 20.9% cải thiện đáng kể so với 2017 nhờ mảng cảng có lợi nhuận cao hơn logistics.

Chúng tôi lưu ý P/E GMD nếu loại trừ các khoản doanh thu tài chính thì ước khoản 15.26x, hợp lý với P/E trung vị ngành cảng biển trong khu vực Châu Á là 15.3x, tuy nhiên cao hơn P/E trung vị ngành ở VN là 8.6x.

**GMD_Xu thế tăng**

**Điểm nhấn kỹ thuật:**

- Xu hướng hiện tại: tăng trong ngắn hạn và và giữ đà tăng trong trung hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: MACD ở trên đường tín hiệu và ở trên đường trung tâm.
- Chỉ báo RSI: trong vùn mua, xu hướng tiếp tục vận động trong vùng mua.
- Đường MA: tất cả các đường MA tiếp tục vận động hướng lên trừ MA 50 tiếp tục giảm.

**Nhận định:** GMD vận động trong vùng tích lũy trên mốc hỗ trợ 27.45 (tương ứng với Fibonacci 50%) và trong đà hồi phục từ vùng đáy 25.1 giữa tháng 1/2019. Thanh khoản cổ phiếu trong trạng thái tích cực. Chỉ báo RSI ủng hộ xu hướng tăng trong ngắn và trung hạn và chỉ báo MACD cho thấy dấu hiệu GMD tăng giá trong các phiên sau. Vận động các đường MA tiếp tục cho thấy đà hồi phục sẽ tiếp tục được duy trì. Nếu cổ phiếu tiếp tục duy trì vận động trên ngưỡng 27.45 với thanh khoản tích cực, GMD sẽ tiếp tục đà tăng đến ngưỡng kháng cự 28.45 và 29.8. Nếu GMD mất mốc 27.45 thì cổ phiếu sẽ điều chỉnh về vùng giá quanh mức hỗ trợ 26.89.

**Khuyến nghị:** Vị thế mua ngắn hạn GMD tại 27.9 – 28.6 và chốt lời ở mốc 29.06 – 31.07 và cắt lỗ ở mốc 26.89.

**Đồ thị kỹ thuật**

Nguồn: Amibroker, BSC

# 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 tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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

http://www.bsc.com.vn
Bloomberg: BSCV <GO>