Báo cáo cập nhật doanh nghiệp

GMD_CTCP GEMADEPT

BSC

17/3/2020

NGỌC TRONG ĐÁ

Khuyến nghị	MUA
Nguyễn Thị Thư (ptcb)	
thunt@bsc.com.vn	
Giá khuyến nghị	27,200
Giá đóng cửa (17/3/2020)	16,400
Upside	65.9%
Nguyễn Tiến Đức (ptkt)	
ducnt@bsc.com.vn	
Giá khuyến nghị	
Giá mua	

Dữ liệu thị trường

Cổ phiếu lưu hành (mil)	296.9
Vốn hóa (VND. bil)	
Giá cao nhất trong 52 tuần	27,383
KLGD trung bình 10 phiên (cp)	414,627
Sở hữu nước ngoài	44.02%

Cổ đông lớn

Lê Thúy Hường	7.15%
Vietnam Invest Fund II	6.11%

Diễn biến giá 1 năm



Tổng quan công ty: Hoạt động từ năm 1991, Gmadept là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu cả nước trong lĩnh vực khai thác cảng và logistics.

Các báo cáo khác: Link

Định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GMD với giá mục tiêu 27,200 đồng/cp (-27.7% so với giá mục tiêu cũ tại báo cáo gần nhất là 37,620 đồng) theo phương pháp định giá từng phần do (1) rút ngắn thời hạn khấu hao cảng Gemalink từ 40 năm xuống 25 năm, từ đó kết quả kinh doanh của GMD trong giai đoạn 2021 – 2025 bị suy giảm, (2) Hạ tăng trưởng g từ 3% xuống 2% do cụm cảng tại Hải Phòng trong dài hạn gặp phải áp lực cạnh tranh cao từ cảng nước sâu Lạch Huyện, (3) Điều chỉnh beta từ 0.9 lên 1.01 dẫn đến tăng WACC từ 10.7% lên 11.4%, (4) Giá trị SCS giảm 89% so với báo cáo cũ do đánh giá lại theo phương pháp chiết khấu cổ tức để đảm bảo tính đồng nhất thay vì đánh giá theo giá trị thị trường và (5) Giá trị bất động sản giảm 90% do điều chỉnh giả định theo thực tế.

Dự báo kết quả kinh doanh 2020

BSC dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của GMD năm 2020 đạt lần lượt 2,709 tỷ đồng (+2.6%yoy) và 644 tỷ đồng (+5%yoy) do ghi nhận lỗ từ dự án Gemalink. EPS sau quỹ khen thưởng, phúc lợi đạt 1,667 đồng, P/E F = 9.8x, P/B F = 0.75x.

Luận điểm đầu tư

(1) Hoạt động khai thác cảng của GMD tại khu vực Hải Phòng tăng trưởng ổn định trong dài hạn.

(2) Gemalink – dự án với lợi thế vượt trội trong cụm cảng Cái Mép – Thị Vải kỳ vọng ghi nhận tốc độ tăng trưởng lợi nhuận CAGR đạt 40%/năm, giúp lợi nhuận của GMD tăng khả quan ít nhất 17%/năm trong 2022 – 2025.

(3) Định giá rẻ so với giá trị tài sản thực có.

Rủi ro đầu tư

(1) Dịch bệnh và sự chững lại của nền kinh tế ảnh hưởng đến nhu cầu giao thương quốc tế

(2) Cạnh tranh trong dài hạn từ cảng nước sâu HICT.

(3) Việc bán vốn của cổ đông lớn tạo áp lực lên giá cổ phiếu.

Cập nhật KQKD 2019

Doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế của GMD trong năm 2019 đạt lần lượt 2,641 tỷ (-2.5%yoy) và 705 tỷ (-67.7%yoy). Nếu loại trừ lợi nhuận không thường xuyên thì lợi nhuận trước thuế của GMD đạt mức tăng trưởng 16.8%yoy.

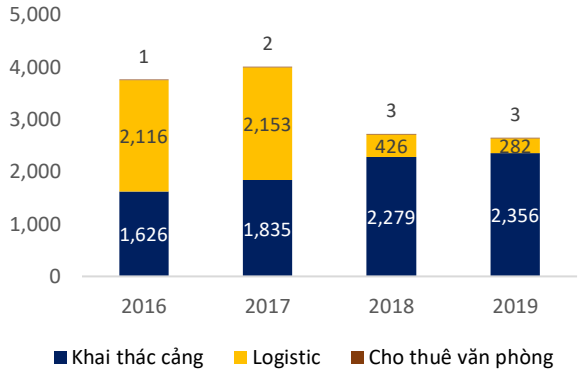
CTCP Gemadept

BSC

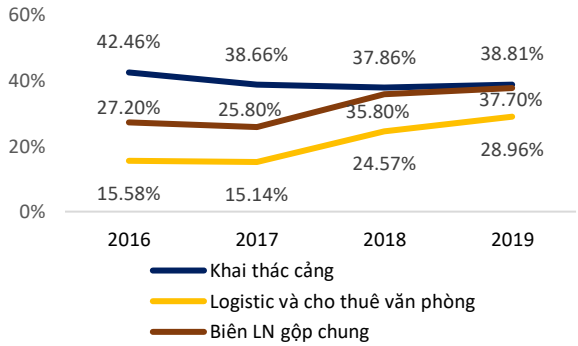
Cập nhật kết quả kinh doanh 2019

Doanh thu giảm nhẹ nhưng lợi nhuận hoạt động ghi nhận tăng trưởng khả quan. Doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế của GMD trong năm 2019 đạt lần lượt 2,641 tỷ (-2.5%yoy) và 705 tỷ (-67.7%yoy). Nếu loại trừ lợi nhuận không thường xuyên từ hoạt động bán vốn năm 2018 thì lợi nhuận trước thuế của GMD đạt mức tăng trưởng 16.8%yoy.

Cơ cấu doanh thu dần dịch chuyển sang mảng khai thác cảng cốt lõi



Biên lợi nhuận cải thiện qua từng năm nhờ tập trung vào hoạt động có tỷ suất lợi nhuận cao hơn



Nguồn: GMD, BSC Research

Doanh thu thuần giảm do không hợp nhất doanh thu mảng logistics đã thoái vốn.

(1) Hoạt động khai thác cảng tăng trưởng chậm, ghi nhận doanh thu 2,356 tỷ (+3.4%yoy). BSC ước tính tổng sản lượng hàng hóa năm 2019 của GMD đạt khoảng 2.1 triệu TEUs (+9.7%yoy). Trong đó sản lượng thông cảng khu vực Hải Phòng (không tính cảng cạn Nam Hải ICD) đạt 1.06 triệu TEUs, +2.5%yoy – thấp hơn so với mức 25% năm 2018, theo BSC, đến từ (1) tăng trưởng kinh tế chậm lại và Trung Quốc đẩy mạnh tiêu thụ nội địa cùng với (2) hãng tàu MSC ngừng khai thác tại cảng Nam Đình Vũ để chuyển qua HICT.

Sản lượng hàng thông cảng ước tính (đơn vị: TEU)

Cảng (đơn vị: TEU)	2018	2019	%yoy	Ghi chú
Nam Hải Đình Vũ	660,000	540,000	-18.2%	Trong Quý 4 lắp thêm cầu giàn nên bị gián đoạn hoạt động một thời gian
Nam Đình Vũ	185,037	350,000	+89.2%	Thời gian hoạt động nhiều hơn năm 2018 + 1 phần hàng được chuyển sang từ cảng Nam Hải Đình Vũ trong thời gian lắp cầu giàn
Nam Hải	184,151	165,000	-10.4%	Giảm do ở vị trí thượng nguồn cầu Bạch Đằng
Nam Hải ICD	140,000	300,000	+114.3%	Nhu cầu lưu trữ kho bãi tăng mạnh
Tổng tại Hải Phòng (không tính ICD)	**1,029,188**	**1,055,000**	**+2.5%**	

Phước Long ICD & Bình Dương	740,000	740,000	-	
Tổng sản lượng container (tính cả ICD)	**1,909,188**	**2,095,000**	**9.7%**	
Dung Quất (tấn)	**2,120,000**	**2,250,000**	+6.1%	

Nguồn: BSC Research

(2) Mảng logistics ghi nhận doanh thu 282 tỷ (-33.9%yoy) do trong năm GMD không ghi nhận hợp nhất từ 2 công ty đã thoái vốn cho CJ (năm 2018 vẫn tiến hành hợp nhất trong Quý 1).

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng. Trong năm 2019, GMD ghi nhận lợi nhuận gộp đạt 997 tỷ (+3%yoy). Biên lợi nhuận gộp cũng tăng từ 35.8% lên 37.7% nhờ tỷ trọng mảng logistics – vốn có biên lợi nhuận thấp – giảm.

- Mảng khai thác cảng đóng góp 914 tỷ lợi nhuận gộp (+6%yoy), đồng thời biên lợi nhuận gộp tăng 1 điểm % lên 38.8%, theo chúng tôi, đến từ việc cảng Nam Đình Vũ hoạt động được 70% công suất – trên mức hòa vốn.
- Mảng logistics đóng góp 80 tỷ lợi nhuận gộp (-22.4%yoy) nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh từ 24.6% lên 28.9% một phần nhờ phí dịch vụ điều chỉnh tăng trong năm.

Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết khả quan. Lợi nhuận từ liên doanh liên kết tăng 80.3%yoy, đạt 239 tỷ đến từ LNST của SCS +15%yoy và CJ Gemadept Shipping ghi nhận lãi 50 tỷ (năm 2018 lỗ 20 tỷ).

CTCP Gemadept

BSC

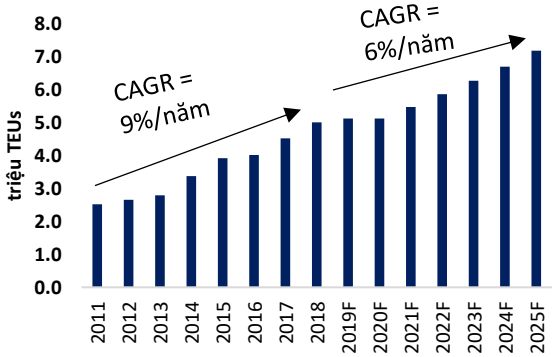
Luận điểm đầu tư

Hoạt động khai thác cảng của GMD tại khu vực Hải Phòng tăng trưởng ổn định trong dài hạn.

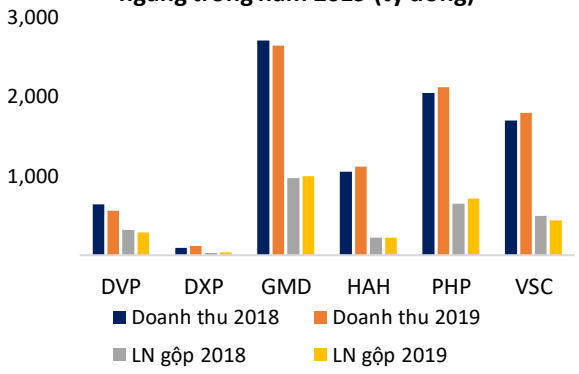
Sản lượng container thông cảng tại Hải Phòng tăng trưởng chậm lại trong giai đoạn 2020 – 2025. Chúng tôi ước tính sản lượng container tại khu vực này năm 2019 đạt khoảng 5.1 triệu TEUs, +2% yoy - thấp hơn so với mức 9% của năm 2018. Việc Trung Quốc siết chặt chính sách nhập khẩu với các mặt hàng nông, thủy sản đã làm tốc độ tăng trưởng sản lượng tại cụm cảng Hải Phòng suy giảm rõ rệt. Sang năm 2020, theo BSC, tăng trưởng sản lượng container tại Hải Phòng tiếp tục bị đe dọa, ít nhất trong nửa đầu năm, do dịch bệnh làm hoạt động sản xuất kinh doanh trên thế giới bị ngưng trệ. **Theo trao đổi, chỉ tính trong 2 tháng đầu năm, sản lượng container tại các cảng như Nam Hải Đình Vũ (GMD), VIP Green (VSC) giảm 20% so với cùng kỳ**. Những cảng ở phía thượng nguồn với khách hàng chủ yếu là tàu nội địa như Hải An (HAH) có mức giảm sâu hơn. Trong kịch bản thị trường sẽ phục hồi sau 6 tháng chịu ảnh hưởng từ dịch, chúng tôi kỳ vọng (1) lượng hàng lưu thông tăng mạnh trở lại phục vụ sản xuất và tích trữ và (2) việc các hiệp định thương mại như CTTPP và EVFTA có hiệu lực và các dự án FDI giải ngân trong 1-2 năm gần đây sẽ bù đắp cho sự thiếu hụt này.

Cho giai đoạn 2020 – 2025, chúng tôi cho rằng tổng sản lượng container sẽ tăng trưởng với CAGR ở mức 5-6%/năm nhờ (1) tác động tích cực từ các FTAs rõ ràng hơn, (2) vị trí trung tâm trung chuyển miền Bắc Việt Nam và các nước Châu Á nhưng thấp hơn so với mức 9%/năm trong năm 2011 – 2019 do ảnh hưởng từ tăng trưởng kinh tế thế giới được dự báo chậm lại.

Sản lượng thông cảng tại Hải Phòng dự báo tăng trưởng chậm lại so với giai đoạn 2011 - 2019

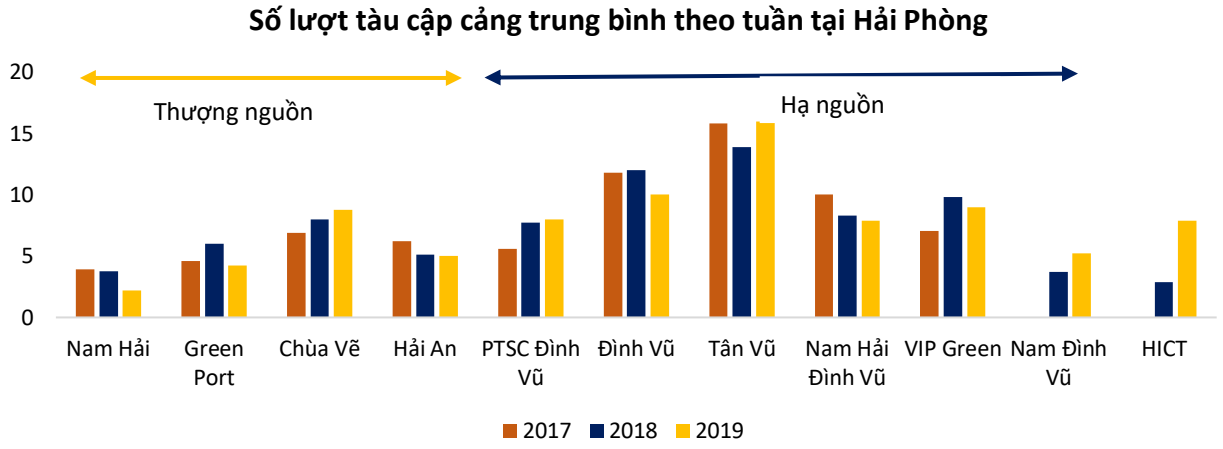


Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cảng niêm yết tại Hải Phòng gần như đi ngang trong năm 2019 (tỷ đồng)



Nguồn: BSC Research

Rủi ro từ cảng nước sâu HICT trong dài hạn do xu hướng sử dụng tàu lớn để tiết kiệm chi phí của các hãng tàu. Sản lượng của HICT năm 2019 ước tính đạt 370,000 TEUs (+480%yoy), thị phần tại Hải Phòng tăng từ 1.3% lên 7.3%. Các khách hàng của HICT phần lớn là những hãng tàu lớn như Maersk, MSC, Evergreen – cũng là những khách hàng hiện hữu của các cảng phía trong. Vì vậy trong dài hạn khi những hãng tàu nâng cấp kích cỡ tàu sẽ làm gia tăng áp lực cạnh tranh đối những những cảng phía trong như GMD, VSC, PHP.



Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, BSC Research

Tăng trưởng sản lượng ổn định 3-5%/năm với động lực chính đến từ cảng Nam Đình Vũ. Nam Đình Vũ là cảng biển container duy nhất của GMD còn dư địa để tăng trưởng sản lượng. Cảng nằm ở vị trí thuận lợi ngay cửa ngõ thông ra biển. Thêm vào đó, các cảng container cùng khu vực hạ nguồn đã hoạt động hết công suất (Tân Vũ, VIP Green) trong khi các cảng thượng nguồn chịu hạn chế từ cầu Bạch Đằng sẽ giúp Nam Đình Vũ hấp dẫn hơn với những khách hàng mới. Trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá áp lực cạnh tranh từ cảng nước sâu HICT tới khả năng thu hút khách của Nam Đình Vũ là chưa đáng kể do HICT tập trung vào các tàu lớn, quãng đường dài trong khi 70 – 80% khách hàng của Nam Đình Vũ là các tàu cỡ trung, chủ yếu chạy trong Châu Á.

Tuy vậy, (1) do triển vọng với ngành tại Hải Phòng trong trung hạn chậm lại, (2) tình trạng dư cung nặng nề, (3) cảng Nam Hải ở thượng nguồn bị hạn chế tàu lớn và có khả năng bị chuyển đổi công năng và (4) rủi ro cạnh tranh từ HICT chúng tôi cho rằng tổng sản lượng tại các cảng của GMD ở Hải Phòng chỉ tăng trưởng khoảng 3-5%/năm trong giai đoạn 2020 – 2025.

Danh sách các cảng của GMD

Cảng	Khu vực	Loại cảng	Công suất thiết kế (TEU)	Hiệu suất hoạt động năm 2019	Ghi chú
Đang khai thác					
Nam Hải	Hải Phòng	Cảng container	150,000	>=100%	Nằm trên thượng nguồn sông Cấm nên chủ yếu phục vụ tàu hàng nội địa, trong tương lai sẽ chuyển đổi công năng
Nam Hải Đình Vũ	Hải Phòng	Cảng container	540,000	100%	Chuyên phục vụ các tuyến đi Thượng Hải, Hàn Quốc
Nam Đình Vũ GĐ 1	Hải Phòng	Cảng container	500,000	70%	Cách cảng Nam Hải Đình Vũ 1.5km, hỗ trợ việc luân chuyển hàng hóa và tăng công suất cảng

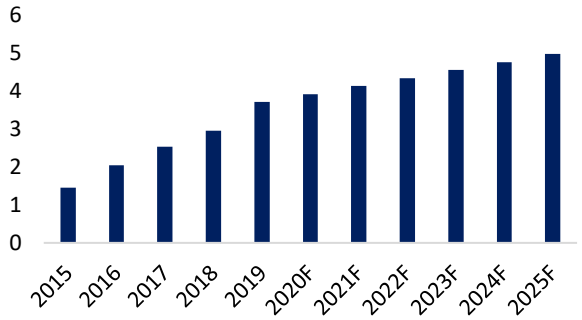
Nam Hải ICD	Hải Phòng	Cảng cạn	500,000	60%	Hỗ trợ cụm cảng tại Đình Vũ
Dung Quất (tấn)	Quảng Ngãi	Cảng hàng rời	2,500,000	~90%	Mặt hàng chủ yếu là dăm gỗ xuất đi Bắc Âu
Phước Long ICD và Bình Dương	TP. Hồ Chí Minh	Cảng cạn	650,000	114%	Gần KCN Bình Dương, Đồng Nai
Đang xây dựng					
Gemalink	Bà Rịa – Vũng Tàu	Cảng container	1,500,000	-	Dự kiến hoạt động vào T12/2020
Nam Đình Vũ GĐ 2	Hải Phòng	Cảng container	500,000	-	Dự kiến hoạt động vào năm 2021

Nguồn: BSC Research

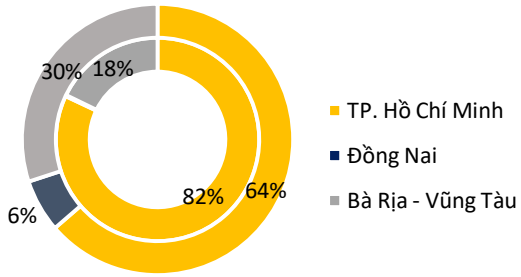
Gemalink – dự án đầy triển vọng tại khu vực phía Nam kỳ vọng ghi nhận tốc độ tăng trưởng lợi nhuận CAGR đạt 40%/năm, giúp lợi nhuận của GMD tăng khả quan ít nhất 17%/năm trong 2022 – 2025.

Khu vực cảng biển tiềm năng. Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải là điểm sáng le lói so với mức 6% của hệ thống cảng biển cả nước với tốc độ tăng trưởng sản lượng container năm 2019 đạt 25%. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tại đây sẽ tiếp tục giữ tốc độ tăng trưởng khả quan 2 chữ số trong 5 năm tới với động lực đến từ (1) chủ trương giới hạn sản lượng thông qua TP. Hồ Chí Minh, (2) hạ tầng giao thông được cải thiện, (3) các hiệp định thương mại có hiệu lực thúc đẩy giao thương và (4) xu hướng sử dụng tàu lớn.

Sản lượng container tại Cái Mép - Thị Vải dự kiến sẽ đạt gần 5 triệu TEUs vào năm 2025 khi việc thực hiện chủ trương giới hạn sản lượng qua TP.HCM được thực thi



Hàng hóa có xu hướng dịch chuyển từ khu vực cảng TP. HCM sang các cảng mới ở Bà Rịa - Vũng Tàu và Đồng Nai (Vòng trong: 2013, vòng ngoài: 2018)

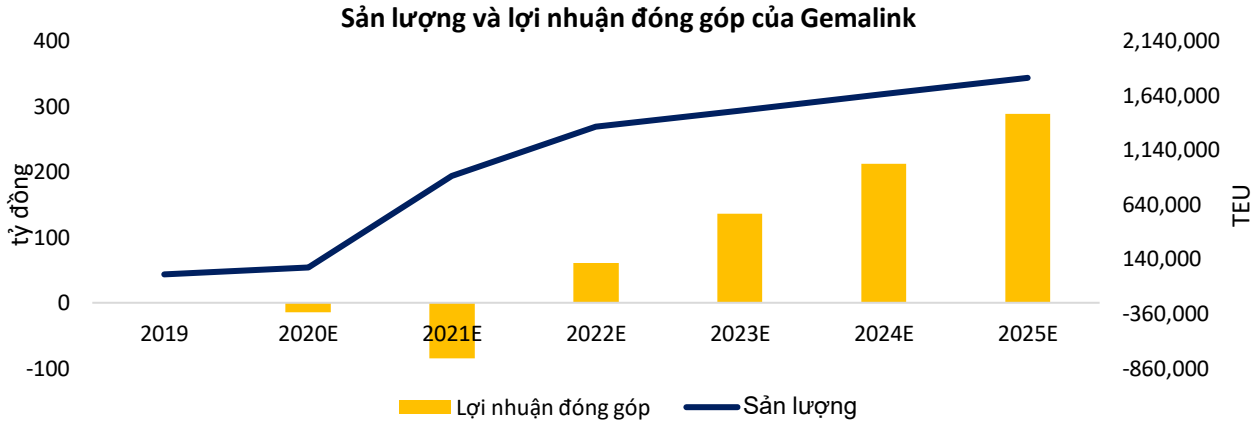


Nguồn: BSC Research

Lợi thế vượt trội so với đối thủ cùng khu vực: (1) các cảng hoạt động đúng công năng bốc xếp đang hoạt động vượt công suất và (2) cầu cảng của Gemalink giai đoạn 1 dài 800 m, có khả năng tiếp nhận 2 tàu mẹ có kích thước lớn nhất hiện tại với chiều dài 400m trong khi các cảng cùng công năng như SSIT, CMIT,… có chiều dài cầu cảng dài 600m nên chỉ có thể tiếp nhận một tàu 400m một lúc, do được thiết kế để tiếp nhận 2 tàu 300 mét, kích thước lớn nhất 10 năm trước.

Lượng hàng được đảm bảo bởi CMA-CGM và Liên minh Ocean Alliances. Việc CMA-CGM giảm tỷ lệ sở hữu trực tiếp từ 25% xuống 12.5% do hoạt động tái cấu trúc nội bộ, theo chúng tôi, không ảnh hưởng đến triển vọng của dự án do (1) CMA – CGM không góp vốn đầu tư tại bất kỳ cảng nào tại Việt Nam ngoài Gemalink và (2) vị trí cảng nằm ngay cửa sông có nhiều lợi thế trong việc thu hút nguồn hàng. Vì vậy, trong năm đầu tiên hoạt động, chúng tôi cho rằng Gemalink có thể đạt sản lượng 900,000 TEUs – tương đương 60% công suất.

BSC ước tính GMD sẽ phải chịu khoản lỗ lần lượt là 14 tỷ và 85 tỷ năm 2020 – 2021 (do tháng 12/2020 mới hoạt động). Tuy nhiên, trong giai đoạn 2022 – 2025, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ghi nhận từ Gemalink sẽ tăng trưởng với CAGR đạt 40%/năm, giúp lợi nhuận của GMD tăng tích cực trung bình 17%/năm.



Nguồn: BSC Research

Định giá rẻ so với giá trị tài sản thực có.

SCS: GMD sở hữu 35% vốn góp của SCS – doanh nghiệp duy nhất còn dư địa phát triển mảng cung cấp dịch vụ xử lý hàng hóa tại sân bay Tân Sơn Nhất. Được hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng vận tải hàng hóa hàng không + nhu cầu đầu tư xây dựng cơ bản không nhiều + không còn dư nợ, chúng tôi kỳ vọng SCS sẽ duy trì được mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt 60 – 70% hàng năm.

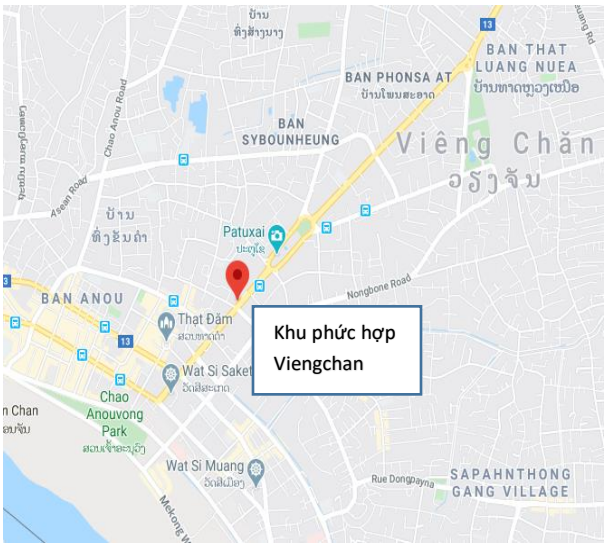
Mảng Logistics và Shipping: Năm 2018 GMD đã thoái 49% – 51% khỏi 2 công ty là CJ-Gemadept Logistics Holding và CJ-Gemadept Shipping Holding với tổng giá trị là 1,578.8 tỷ đồng. Việc hợp tác với CJ đã hỗ trợ tăng năng lực quản lý và hoạt động của 2 công ty này. Cụ thể, công ty Shipping ghi nhận lãi 50 tỷ trong năm 2019 (năm 2018 lỗ 20 tỷ).

Sở hữu 2 dự án bất động sản tại những vị trí vàng. Tuy nhiên GMD có ý định chuyển nhượng 2 dự án này để tập trung hoạt động khai thác cảng nếu tìm được đối tác trả giá hợp lý:

- Saigon Gem: Dự án nằm tại ngã tư Lê Lai giao Nam Kỳ Khởi Nghĩa với diện tích đất là 3,640m2. Dự kiến tại khu đất sẽ xây dựng tổ hợp với tổng vốn đầu tư là 140 triệu USD. Tuy nhiên do vướng mắc về giấy tờ thủ tục nên dự án chưa thể thực hiện.
- Khu phức hợp tại đại lộ Lane Xang, Viengchan, Lào: Nằm tại trung tâm hành chính – kinh tế của Thủ đô Viengchan, dự án khách sạn 5 sao kết hợp trung tâm thương mại có tổng mức đầu tư 35

triệu USD. Hiện tại dự án đã nhận được giấy phép xây dựng và tiến hành đóng cọc thí nghiệm từ Quý 2/2019. Tuy nhiên do nhận thấy dự án không được đầu tư thêm do GMD có ý định chuyển nhượng để tập trung vào hoạt động cốt lõi nên chúng tôi điều chỉnh định giá tài sản theo giá trị mảnh đất chứ không theo tổng diện tích sàn dự án như báo cáo cũ.





	Giá trị đánh giá lại (tỷ)	Giá trị sổ sách (tỷ)	Chênh lệch (tỷ)	Thay đổi chênh lệch so với báo cáo cũ
SCS	800	531	270	-89%
Logistics và Shipping	1,565	296	1,269	+1.1%
Bất động sản	364	157	207	-90.3%
Giá trị tăng thêm/cp (đồng)			558	-70%

Nguồn: BSC Research

Dự báo KQKD

	Chỉ tiêu	2018	2019	2020E
Giả định chính	Sản lượng thông cảng (triệu TEU – tính cả sản lượng tại cảng cạn ICD)	1.9	2.1	2.2
	%yoy	+23%	+10%	+3%
Dự phóng (tỷ đồng)	**Doanh thu thuần**	**2,708**	**2,641**	**2,709**
	%yoy	-32.2%	-2.5%	2.6%
	Khai thác cảng	2,279	2,356	2,418

	Logistics và khác	426	282	290
	Lợi nhuận gộp	**968**	**997**	**1,074**
	EBIT	**2,311**	**850**	**903**
	LNTT	**2,182**	**705**	**740**
	LNST	**1,900**	**614**	**644**
	%yoy	226.8%	-67.7%	5%

Nguồn: BSC Research

Giá cổ phiếu của GMD có xu hướng giảm trong 6 tháng nay trước kỳ vọng kết quả kinh doanh không có sự bứt phá mạnh mẽ và tâm lý đề phòng của nhà đầu tư đối với việc bán vốn của cổ đông lớn. Với mức giá giao dịch 16,400 đồng/cp ngày 17/3/2020, tương đương P/E F là 9.8x và P/B F là 0.75x, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu hiện tại đang chưa phản ánh được giá trị thực sự của doanh nghiệp do GMD còn một số tài sản tiềm năng chờ chuyển nhượng (Saigon Gem) và chưa đi vào hoạt động (Gemalink). Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu GMD:

- **Mảng khai thác cảng và logistics**: sử dụng phương pháp FCFF với WACC là 11.4%, tốc độ tăng trưởng dài hạn g=2%.
- **Mảng bất động sản**: đánh giá lại theo giá trị thị trường để xác định giá trị tăng thêm.
- **SCS**: sử dụng phương pháp chiết khấu dòng cổ tức với tỷ lệ cổ tức tiền mặt dự kiến hàng năm là 65%, Re=14.3%.
- **Mảng Logistics và Shipping**: Đánh giá lại theo deal thoái vốn với CJ năm 2018 để xác định giá trị chênh lệch so với sổ sách.

	Phương pháp định giá	**Giá trị (đồng/cp)**
Khai thác cảng và logistics	DCF	22,480
Bất động sản	Đánh giá lại	558
Giá trị SCS	DCF	727
Giá trị logistics + shipping	Đánh giá lại	3,418
Giá trị nội tại		**27,200**

Nguồn: BSC Reseach

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với giá trị hợp lý là 27,200 đồng/cổ phiếu (+72.2% so với mức giá ngày 16/3/2020). Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng việc GMD mua lại cổ phiếu quỹ và nằm trong rổ chỉ số VN Diamond sẽ tạo hiệu ứng tích cực lên tâm lý nhà đầu tư, hỗ trợ giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

PHỤ LỤC: DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	**2,708**	**2,641**	**2,709**	**2,783**	**2,902**
Giá vốn	**(1,739)**	**(1,644)**	**(1,635)**	**(1,716)**	**(1,819)**
Lãi gộp	**968**	**997**	**1,074**	**1,067**	**1,083**
Chi phí bán hàng	(102)	(128)	(132)	(135)	(141)
Chi phí QLDN	(321)	(333)	(342)	(351)	(366)
Doanh thu tài chính	1,625	108	110	109	113
Chi phí tài chính	(44)	(146)	(163)	(174)	(155)
Lợi nhuận khác	(78)	(31)	(31)	(31)	(31)
Lợi nhuận từ liên doanh, liên kết	133	239	224	154	300
LNTT	**2,182**	**705**	**740**	**639**	**802**
Thuế TNDN	-	(68)	(73)	(60)	(81)
LNST	**2,182**	**636**	**667**	**579**	**721**
Lợi ích cổ đông thiểu số	53	99	104	89	112
LNST công ty mẹ	**1,848**	**515**	**541**	**467**	**586**
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	**2018**	**2019**	**2020F**	**2021F**	**2022F**
TỔNG TÀI SẢN	**9,984**	**10,131**	**11,088**	**11,165**	**11,239**
Tài sản ngắn hạn	**1,391**	**1,196**	**1,131**	**1,335**	**1,594**
Tiền và tương đương tiền	173	186	131	316	549
Đầu tư ngắn hạn	112	44	44	44	44
Phải thu ngắn hạn	949	796	792	810	832
Hàng tồn kho	66	80	72	74	78
Khác	92	90	90	90	90
Tài sản dài hạn	**8,593**	**8,935**	**9,957**	**9,830**	**9,645**
Phải thu dài hạn	55	35	38	42	46
Đầu tư dài hạn	2,632	2,688	2,673	2,589	2,650
TSCĐ	3,404	3,343	3,282	4,529	4,314
Khác	2,502	2,869	3,964	2,669	2,635
NGUỒN VỐN	**9,984**	**10,131**	**11,088**	**11,165**	**11,239**
Nợ phải trả	**3,455**	**3,573**	**4,361**	**4,353**	**4,208**
Nợ ngắn hạn	1,564	1,829	2,212	2,437	2,639
Phải trả người bán	404	401	475	485	512
Phải trả ngắn hạn khác	443	733	854	999	1,184
Nợ vay ngắn hạn	675	632	807	863	849
Quỹ khen thưởng phúc lợi	42	62	76	89	93
Nợ dài hạn	1,891	1,744	2,149	1,916	1,569
Nợ vay dài hạn	1,592	1,446	1,841	1,602	1,244
Khác	299	299	308	314	324
Vốn chủ sở hữu	**6,529**	**6,558**	**6,727**	**6,811**	**7,031**
Vốn góp	2,969	2,969	2,969	2,969	2,969
Quỹ đầu tư phát triển	141	153	165	176	190
Quỹ khác	127	138	138	138	138
LNST chưa phân phối	542	508	560	544	638
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	649	694	797	887	999

Nguồn: BSC Research

CTCP Gemadept

BSC

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019
Doanh thu thuần	**3,586**	**3,742**	**3,923**	**2,686**	**2,641**
LN gộp	**947**	**1,018**	**1,024**	**966**	**997**
DT tài chính	56	39	173	1,618	108
CP tài chính	(243)	(151)	(132)	(52)	(146)
Lãi vay	(118)	(121)	(142)	(129)	(145)
CP bán hàng	(45)	(63)	(86)	(100)	(128)
CP QLDN	(261)	(297)	(355)	(325)	(333)
Lãi/lỗ HĐKD	**491**	**597**	**734**	**2,261**	**736**
Thu nhập khác (ròng)	15	(116)	(84)	(79)	(31)
LN trước thuế	**506**	**481**	**650**	**2,182**	**705**
LN sau thuế	**461**	**444**	**581**	**1,900**	**614**
LN CĐ thiểu số	58	54	77	70	99
LN Cty mẹ	402	390	504	1,830	515
EPS					

TS ngắn hạn	**2,678**	**2,140**	**2,158**	**1,292**	**1,196**
Tiền và ĐT ngắn hạn	996	813	891	283	230
Phải thu ngắn hạn	1,515	1,128	1,069	849	796
Tồn kho	107	87	103	60	80
TS ngắn hạn khác	60	112	94	99	90
TS dài hạn	**6,321**	**7,978**	**9,079**	**8,660**	**8,935**
Phải thu dài hạn	198	151	131	74	35
TSCĐ	2,432	2,698	3,224	3,423	3,343
TS dở dang dài hạn	1,086	1,824	2,448	1,693	1,793
Đầu tư dài hạn	595	997	956	795	1,076
TS dài hạn khác	**8,999**	**10,118**	**11,237**	**9,952**	**10,131**
Tổng TS	**3,385**	**4,251**	**4,145**	**3,402**	**3,573**
Nợ phải trả	1,606	2,961	2,584	1,464	1,829
Nợ ngắn hạn	424	1,579	679	637	632
Vay ngắn hạn	1,779	1,290	1,561	1,938	1,744
Nợ dài hạn	1,455	928	1,256	1,630	1,446
Vay dài hạn	**5,614**	**5,867**	**7,092**	**6,550**	**6,558**
Vốn chủ sở hữu	1,196	1,794	2,883	2,969	2,969
Vốn góp	1,153	1,131	1,108	572	508
LN chưa phân phối	**8,999**	**10,118**	**11,237**	**9,952**	**10,131**
Tổng nguồn vốn	**2,678**	**2,140**	**2,158**	**1,292**	**1,196**

% yoy DT	19%	4%	5%	-32%	-2%
Biên ln gộp	26.4%	27.2%	26.1%	36.0%	37.7%
Lãi vay/DTT	3.3%	3.2%	3.6%	4.8%	5.5%
CP bán hàng/DTT	1.2%	1.7%	2.2%	3.7%	4.9%
CP QLDN/DTT	7.3%	7.9%	9.0%	12.1%	12.6%
Biên ln thuần	12.8%	11.9%	14.8%	70.7%	23.2%

- Doanh thu giảm nhẹ do không hợp nhất từ 2 công ty logistics đã bán vốn cho CJ.
- Biên lợi nhuận gộp tăng nhờ (1) cảng Nam Đình Vũ vượt công suất hòa vốn, (2) giá dịch vụ logistics điều chỉnh tăng trong năm.

CTCP Gemadept

BSC

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2015	2016	2017	2018	2019
1. Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	1.67	0.72	0.84	0.88	0.65
Hsố TT nhanh	1.56	0.66	0.76	0.77	0.56
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.30	0.21	0.19	0.13	0.12
TSDH/ TTS	0.70	0.79	0.81	0.87	0.88
Hsố Nợ/ TTS	0.38	0.42	0.37	0.34	0.35
Hsố Nợ/ VCSH	0.60	0.72	0.58	0.52	0.54
Nợ ngắn hạn / TTS	0.18	0.29	0.23	0.15	0.18
Nợ dài hạn / TTS	0.20	0.13	0.14	0.19	0.17
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	26.6	28.0	30.5	21.1	23.6
Vquay phải thu	9.8	8.2	7.4	6.4	8.0
Vquay phải trả	5.7	4.6	4.5	3.4	4.8
Số ngày HTK	13.7	13.0	12.0	17.3	15.5
Số ngày phải thu	37.1	44.4	49.1	56.9	45.5
Số ngày phải trả	64.5	79.3	80.5	106.9	75.9
CCC	(13.7)	(21.9)	(19.5)	(32.7)	(14.9)
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT	12.8%	11.9%	14.8%	70.7%	23.2%
LNST/VCSH	8.5%	7.7%	9.0%	27.9%	9.4%
LNST/TTS	5.4%	4.6%	5.4%	17.9%	6.1%
LN từ HĐKD/DTT	13.7%	16.0%	18.7%	84.2%	27.9%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	1.59	1.67	1.65	1.55	1.53
DT/TTS	0.42	0.39	0.37	0.25	0.26
EBIT/DT	0.17	0.16	0.20	0.86	0.32
EBT/EBIT	0.81	0.80	0.82	0.94	0.83
lãi ròng/LNTT	0.91	0.92	0.89	0.87	0.87
6. Định giá					
PE	7.9	12.3	15.1	4.2	13.4
PB	0.6	0.9	1.1	1.3	1.1
EPS	3,364	2,172	1,762	6,223	1,734
BVPS	42,514	28,792	22,005	19,804	21,181
7. Tăng trưởng (%)					
TTS	10%	12%	11%	-11%	2%
Nợ	7.6%	4.5%	20.9%	-7.6%	0.1%
DTT	19.0%	4.3%	4.9%	-31.5%	-1.7%
LN gộp	51.4%	7.6%	0.6%	-5.7%	3.1%
LNST	-18.5%	-3.7%	31.0%	226.8%	-67.7%

Hệ số thanh toán giảm, nhỏ hơn 1, tiềm ẩn rủi ro thanh toán.

Các chỉ tiêu sinh lời cải thiện so với gia đoạn trước (trừ năm 2018 có lợi nhuận không thường xuyên từ việc bán vốn)

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

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

Bloomberg: BSCV <GO>

