

Cánh cổng vào thế giới

Khuyến nghị: MUA MẠNH

Mã Tuấn Minh Hiền (PTCB)

hien.mtm@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	37,620
Giá đóng cửa	27,900
Upside	35%

Trung Lê (PTKT)

trungql@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	32,000
Giá cut loss	27,000

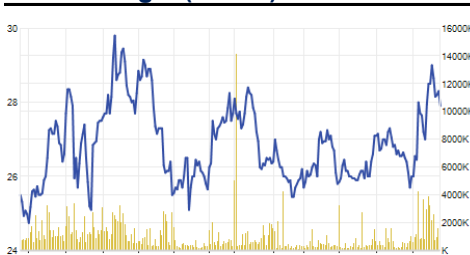
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	296.90
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,180
Giá cao nhất 52 tuần	35,300
KLGD TB10 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.

Định giá

BSC khuyến nghị **MUA MẠNH** GMD với giá mục tiêu **37,620** đồng, upside 35%, theo phương pháp DCF và EV/EBITDA (50:50) với EV/EBITDA mục tiêu là 8.5x với kỳ vọng tăng trưởng tới từ mảng cảng trong 2019 (EV/EBITDA trung vị VN là 4.8x).

Dự báo KQKD 2019

BSC dự báo Doanh thu, LNST 2019 sẽ đạt lần lượt 2,975.1 tỷ đồng (+10% yoy), và 670.8 tỷ đồng (-65% yoy), nếu loại trừ lợi nhuận bất thường 2018 là 1,519 tỷ đồng thì LNST của công ty mẹ 2019 +17.5% yoy, tương ứng EPS cốt lõi 2019 = 1,903 đồng/cp (đã trừ đi QKTPL), P/E FW = 14.8x, P/B FW = 1.2x, trong đó:

- Doanh thu cảng biển đạt 2,500.6 tỷ đồng (+9.7% yoy), dự kiến tổng sản lượng đạt 2.056 triệu TEUs (+7.4% yoy). Giá bốc xếp trung bình tăng 2%-5%. Doanh thu mảng logistics và cho thuê văn phòng đạt 471 tỷ đồng (+11% yoy) nhờ hợp tác với công ty CJ.
- Biên lợi nhuận gộp GMD 2019 kỳ vọng 40.5% cao hơn 5% so với cùng kỳ là 35.8% với giả định biên gộp mảng cảng cải thiện lên 42.5% nhờ giá cước bốc xếp tăng.
- Chi phí Quản lý doanh nghiệp và bán hàng/Doanh thu thuần đạt duy trì ở mức 15.6% so với năm 2018.

Catalyst: Giá cao su tăng, chuyển nhượng dự án bất động sản.

L luận điểm đầu tư

- 1. Tiềm năng cảng biển:** Doanh nghiệp tư nhân lớn nhất có hệ thống cảng biển cả 3 miền, tổng công suất tăng lên 5,5 triệu TEU năm 2023, chiếm 30% thị phần (gấp đôi 2018)
- 2. Phát triển Logistics:** Hợp tác với CJ Holding và Sumitomo để mở rộng thị trường trước thời cơ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.
- 3. Giá trị tài sản lớn:** Nhiều tài sản có giá trị lớn đang chưa phản ánh hoặc chỉ phản ánh một phần vào hoạt động kinh doanh hiện tại

Rủi Ro: (1) Cạnh tranh cao ở khu vực Hải Phòng khiến việc kéo các hãng tàu mới về nhiều thử thách. (2) Gánh nặng chi phí lãi vay, và chi phí khấu hao trong trường hợp công suất khai thác thường thấp khi đưa vào các cảng mới trong 1-2 năm đầu. (3) Cảng thẳng TQ-Mỹ ảnh hưởng đến nguồn hàng.

Cập nhật KQKD nửa đầu năm 2019 (xem tiếp trang sau):

Doanh thu GMD 6 tháng đầu năm 2019 giảm còn 1,297 tỷ đồng (-0.1% yoy) tuy nhiên LNST đạt 347.8 tỷ đồng (+47.5% yoy đã loại trừ lợi nhuận bất thường 2019); hoàn thành 46% kế hoạch doanh thu và 57% kế hoạch LNST. (1) DT cảng biển đạt 1,133 tỷ đồng (+10.8% yoy) nhờ vào sản lượng thông cảng GMD tăng 4.5%. (2) Mảng logistics và cho thuê văn phòng giảm mạnh chỉ đạt 163.9 tỷ đồng (-41% yoy).

Các báo cáo khác

[\(link\)](#)

Tổng quan doanh nghiệp

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** cổ phiếu GMD với giá mục tiêu là 37,620 đồng/cp, dựa trên các yếu tố sau:

Tiềm năng tăng trưởng cảng biển	- Ngành cảng biển và logistics luôn là nút thắt quan trọng đối với tất cả các quốc gia, khi muốn vươn lên khẳng định mình trong chuỗi giá trị của sản xuất và thương mại hàng hóa toàn cầu. GMD đang là một trong số các doanh nghiệp lớn nhất và có hệ sinh thái đồng bộ nhất từ cảng biển, logistic đến dịch vụ hàng hóa hàng không tại Việt Nam. - Vị thế đầu ngành cảng biển với số lượng cảng biển & ICD tại cả 3 miền cùng với lợi thế vị trí cảng thuận lợi nên dễ dàng cho tàu hàng cập bến. - Khả năng mở rộng quy mô lên gấp đôi vào năm 2023 khi GMD hoàn thành toàn bộ 2 dự án lớn cảng Nam Đình Vũ với công suất 1.5 triệu TEUs ở Hải Phòng và 2.4 triệu TEUs ở Cái Mép Thị Vải nâng thị phần GMD lên 30% cả nước.
Thị phần lên gấp đôi năm 2023	- Gemalink là một trong những dự án quan trọng nhất của Gemadept trong tương lai dài hạn. Gemalink có tổng công suất thiết kế là 2.4 triệu TEUs cho 2 giai đoạn với tổng giá trị đầu tư là 330 triệu USD cho giai đoạn 1. Vị trí của Gemalink nằm ở phía cuối hạ nguồn Cái Mép - Thị Vải dễ dàng cho các tàu hàng lớn trên 14,000 TEUs vào bến thuận tiện. - Cổ đông chiến lược CMA - CGM hiện sở hữu 25% cổ phần dự án Gemalink là một trong những hãng tàu lớn nhất thế giới cùng với liên minh Ocean Alliance sẽ đảm bảo nguồn hàng khoảng 700-800 ngàn TEUs bằng 50% công suất GD 1.
Phát triển Logistics nhờ CJ - Sumitomo	- Tập đoàn Sumitomo đầu tư lớn vào mảng cảng - logistics Việt Nam trong 2019. Chưa đầy 2 năm, GMD đã có 2 cổ đông chiến lược đầu tư hợp tác với thương vụ thoái vốn khỏi Gemadept Logistics và Shipping cho CJ trong 2018 và tập đoàn Sumitomo mua lại 10% cổ phần từ VI Fund để trở thành cổ đông lớn của GMD. - Phát triển toàn vẹn chuỗi giá trị cung ứng của ngành logistics không chỉ ở trong nước mà còn kết nối ra thế giới khi hợp tác với đối tác chiến lược CJ và Sumitomo.
Giá trị tài sản lớn	GMD hiện đang sở hữu giá trị tài sản lớn và giá cổ phiếu hiện tại chưa phản ánh đúng giá trị doanh nghiệp. Vì thế, chúng tôi đánh giá lại 3 mảng ngoài kinh doanh chính là bất động sản, SCS và mảng logistics và shipping theo đúng thị giá.
Định giá 37,620 VND/CP	BSC khuyến nghị MUA MẠNH với GMD với giá mục tiêu 37,620 đồng, upside 35%, theo phương pháp DCF và EV/EBITDA (50:50) với EV/EBITDA mục tiêu là 8.5x với kỳ vọng tăng trưởng tới từ mảng cảng trong 2019 (EV/EBITDA trung vị VN là 4.8x).
Rủi ro đầu tư	- Cạnh tranh cao ở khu vực Hải Phòng khiến việc kéo các hãng tàu mới về nhiều thử thách. - Gánh nặng chi phí lãi vay, và chi phí khấu hao trong trường hợp công suất khai thác thường thấp khi đưa vào các cảng mới trong 1-2 năm đầu. - Căng thẳng giữ Trung Quốc và Mỹ sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới giao thương thế giới qua đó số chuyển hàng hải quốc tế sẽ giảm đi khiến lượng hàng container giảm.

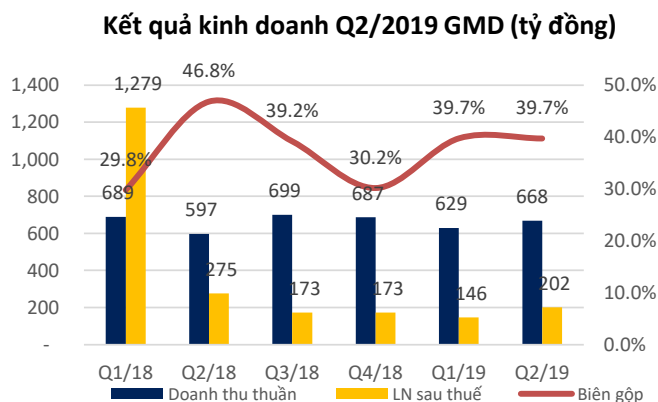
Luận điểm 01: Doanh nghiệp tư nhân lớn nhất có hệ thống cảng biển ở cả 3 miền, tổng công suất tăng lên 5,5 triệu TEU năm 2023, chiếm 30% thị phần (gấp đôi 2018)

Gemadept là doanh nghiệp có vị thế đầu ngành duy nhất sở hữu hệ thống cảng biển trải dài khắp 3 miền miền Bắc, Trung và Nam. Tính tới hiện tại, chúng tôi đánh giá GMD là doanh nghiệp có mạng lưới cảng biển kết nối phủ khắp cả nước qua đó giúp cho các doanh nghiệp XNK dễ dàng trong việc giao thương hàng hóa không như trong nước và là một cánh cổng kết nối với thế giới. **Chúng tôi dự báo tổng sản lượng toàn hệ thống cảng biển của GMD sẽ đạt 5,5 triệu TEUs chiếm 30% thị phần cả nước vào năm 2023.**

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm của Gemadept khả quan hơn nhờ tập trung khai thác cảng biển. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của GMD 1H2019 đạt lần lượt 1,297.2 tỷ đồng (-0.1% yoy) và 347.78 tỷ đồng (-77.6% yoy), nếu loại trừ lợi nhuận bất thường 1,519 tỷ đồng từ thoái vốn 2 công ty con trong Quý 2/2018 thì LNST tăng 47.5% yoy. Qua đó, Gemadept đã hoàn thành 46% kế hoạch doanh thu và 57% kế hoạch LNTT.

Hoạt động khai thác mảng cảng của GMD có nhiều khả quan trong 1H2019. Doanh thu mảng cảng đạt 1,133.3 tỷ đồng (+10.8% yoy) và biên lợi nhuận gộp của mảng cảng cũng cải thiện lên 42.5% cao hơn 0.7% so với cùng kỳ là 41.8%. Doanh thu mảng cảng tăng nhờ vào 2 yếu tố chính: **(1)** Sản lượng bình quân trong 6M19 tăng 5%; **(2)** Khung giá sàn bốc xếp tăng 10% theo thông tư 54 mà chúng tôi đã đề cập trong báo cáo trước. Tổng sản lượng container thông cảng Gemadept tăng khoảng 5% so với cùng kỳ cao hơn mức tăng bình quân của ngành chỉ đạt 3% trong 6M19 động lực chủ yếu tới từ khu vực miền Hải Phòng. Trong đó, sản lượng hàng hóa thông qua 3 cảng của Nam Đình Vũ, Nam Hải Đình Vũ và Nam Hải đạt 455,000 TEUs (+1% yoy) hoàn thành 42% kế hoạch sản lượng container ở khu vực Hải Phòng là 1,083,000 TEUs.

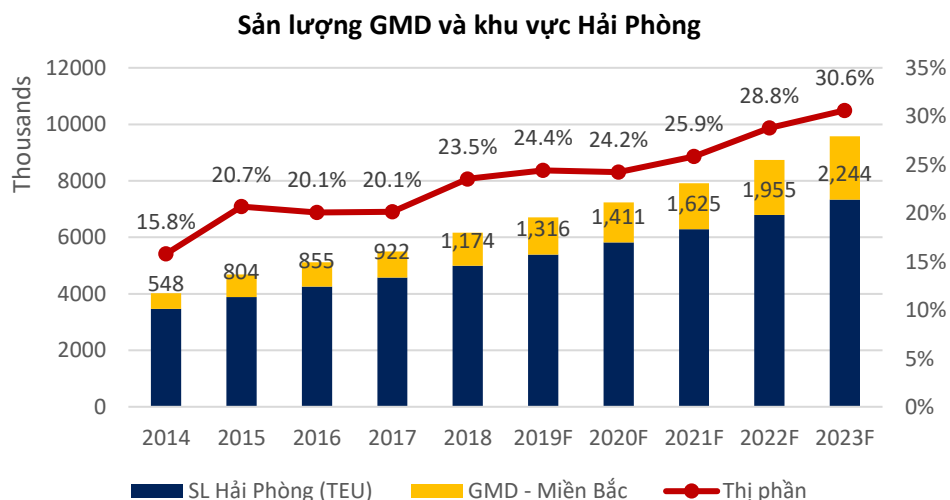
Cảng Nam Đình Vũ Giai đoạn sản lượng container thông cảng 6M19 ước tính đạt 171,000 TEUs (+234% yoy) hoàn thành 52% kế hoạch. Chúng tôi lưu ý cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động vào tháng 4/2/2018 nên cơ sở sản lượng năm trước thấp. Theo ban lãnh đạo cảng NDV chia sẻ trong tháng 8/2019 sẽ có thêm 2 tàu mới với công suất bình quân 1,700 TEUs/tàu qua đó số chuyến tàu mà cảng NDV phục vụ tăng lên 7 chuyến/tuần. Từ đó, cảng NDV dự kiến tổng sản lượng container thông cảng sẽ đạt 382,000 - 400,000 TEUs vượt 115%-121% so với kế hoạch đề ra trong năm 2019F vì thế doanh nghiệp sẽ có lợi nhuận dự kiến 90-100 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá tình hình hoạt động của cảng mới NDV tích cực hơn khi bối cảnh cạnh tranh khốc liệt ở khu vực Hải Phòng.



Sản lượng container('000)	6M18	6M19
Nam Hải	89	70
Nam Hải Đình Vũ	306	214
Nam Đình Vũ	57	171
Tổng Hải Phòng (TEU)	452	455
Phước Long ICD (TEU)	327	380
Dung Quất (tấn)	NA	1,130
Tổng sản lượng	779	833
Giá bốc xếp (tr/TEU)	1.31	1.36

Nguồn: GMD, HSC, BSC.

Tổng sản lượng GMD ở khu vực Hải Phòng sẽ đạt 2,244,400 TEUs vào năm 2023 với tốc độ tăng trưởng trung bình 14%. Chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng cụm cảng của GMD khả quan với động lực tới từ cảng Nam Đình Vũ cả 3 giai đoạn với tổng công suất là 1,500,000 TEUs vào cuối năm 2022. Qua đó, thị phần cụm cảng GMD ở khu vực Hải Phòng sẽ đạt 30.6% vào năm 2023 cao hơn 6.2% so với thị phần hiện tại là 24.4%.



Nguồn: GMD, BSC.

Quy mô của cụm cảng của GMD xếp vị trí thứ 2 chỉ sau PHP và rào cản gia nhập ngành cao khiến các đối thủ khác khó cạnh tranh lại GMD. Số lượng container thông cảng của GMD đạt 1,026,819 TEUs đứng thứ 2 chỉ sau PHP là 1,243,316 TEUs và cao hơn VSC là 993,460 TEUs trong năm 2018. PHP có tiềm năng mở rộng cảng nước sâu tuy nhiên giá bốc xếp cao hơn cảng sông và vị trí vận chuyển container từ Lạch Huyện vào nội thành sẽ tốn nhiều chi phí logistics hơn. Nếu xét về VSC thì GMD có lợi thế hơn về mặt mở rộng công suất, vị trí thuận tiện và rào cản gia nhập ngành ngày cao khiến cho VSC khó có thể mở rộng. Chính vì thế, quy mô mở rộng cảng và vị trí thuận lợi của GMD là một trong những lợi thế cạnh tranh quan trọng đối với các đối thủ khác.

Công ty	Tên cảng	Công suất (TEU/năm)	Container thông cảng 2018 (TEU)	Hiệu suất (%)
DVP	Dinh Vu	500,000	652,000	130%
DXP	Doan Xa	250,000	37,301	15%
GMD	Nam Hai	150,000	184,151	123%
GMD	Nam Dinh Vu	500,000	182,668	37%
GMD	Nam Hai Đình Vũ	500,000	660,000	132%
HAH	Hai An	250,000	250,000	100%
PHP	Chua ve	500,000	264,158	53%
PHP	Tan Vu	800,000	910,614	114%
PHP	HICT	1,100,000	68,544	6%
PVS	PTSC Dinh Vu	300,000	295,183	98%
Tân Cảng	TC-189	200,000	140,451	70%
Tân Cảng	TC 128	200,000	321,094	161%
Vinalines	Transvina	80,000	71,760	90%
VSC	Green Port	300,000	329,034	110%
VSC	VIP Green port	500,000	664,426	133%
Tổng khu vực Hải Phòng		6,130,000	5,031,384	82%

Nguồn: GMD, HSC, BSC.

Gemalink là một trong những dự án quan trọng nhất của Gemadept trong tương lai dài hạn. Gemalink có tổng công suất thiết kế là 2.4 triệu TEUs cho 2 giai đoạn với tổng giá trị đầu tư là 330 triệu USD cho giai đoạn 1. Vị trí của Gemalink nằm ở phía cuối hạ nguồn Cái Mép - Thị Vải vì thế cho thể cho các tàu hàng lớn 14,000 TEUs vào cặp bến thuận tiện.

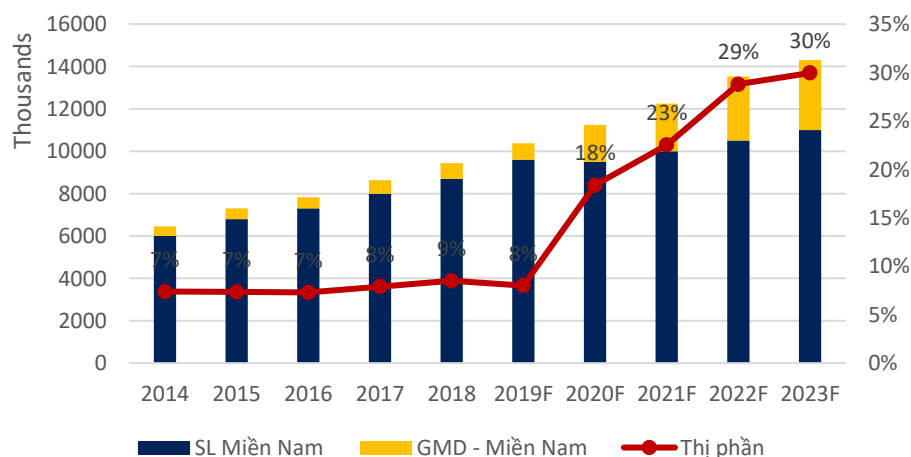
Sản lượng hàng hóa thông cảng ở khu vực Cái Mép - Thị Vải duy trì tăng trưởng ổn định 40,612.2 tấn (+3.04% yoy) trong 7/2019. Theo thống kê, sản lượng hàng hóa thông cảng đạt 40.6 ngàn tấn (+3.04% yoy) với tổng doanh thu dịch vụ cảng ở khu vực Cái Mép - Thị Vải tăng nhẹ 2,183.1 tỷ đồng (+1.39% yoy). Chúng tôi lưu ý hiện tại có 3 cảng cạnh tranh trực tiếp với dự án Gemalink là TCOT, CMIT và TCIT- TCCT với tăng trưởng bình quân 12-19% trong 2016-2017 tuy nhiên hiện nay đã gần đạt được 100% công suất nên dự án Gemalink có cơ hội tiếp nhận phần tăng sản lượng trong tương lai.

Sơ đồ vị trí dự án cảng Gemalink của Gemadept ở khu vực Cái Mép - Thị Vải:



Cổ đông chiến lược CMA - CGM đảm bảo nguồn hàng cho Gemalink. Cổ đông chiến lược CMA - CGM hiện sở hữu 25% cổ phần dự án Gemalink là một trong những hãng tàu lớn nhất thế giới cùng với liên minh Ocean Alliance sẽ đảm bảo nguồn hàng khoảng 800,000 - 1,000,000 TEUs bằng 50% - 66% công suất GĐ 1. Vì thế, chúng tôi đánh giá cao về cổ đông chiến lược CMA là hãng tàu đảm bảo được lượng hàng giúp cho Gemalink sớm hòa vốn và thanh toán được chi phí lãi vay lớn.

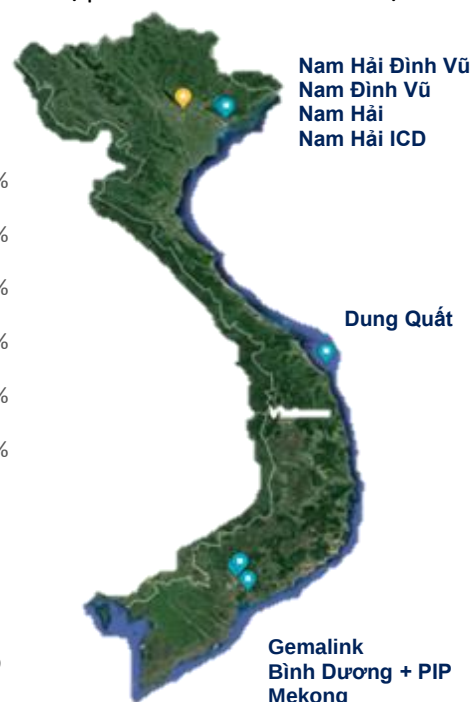
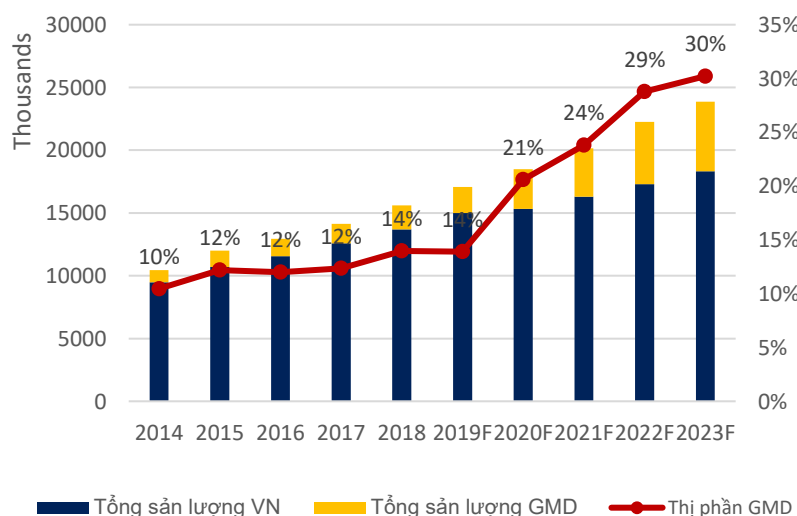
Sản lượng cảng miền nam và GMD



Nguồn: GMD, BSC.

Thị phần 30% ở khu vực miền Nam khi Gemalink giai đoạn 2 đi vào hoạt động vào 2023. Tổng quy mô cảng biển của GMD sẽ tăng lên thêm 2.4 triệu TEUs khi Gemalink giai đoạn 2 đi vào hoạt động vào năm 2023. Qua đó, tổng công suất của GMD đạt 3.3 triệu TEUs ở khu vực miền Nam trở thành doanh nghiệp tư nhân có quy mô lớn nhất trong ngành cảng biển với thị phần chiếm 30% ở khu vực miền Nam chỉ đứng sau công ty Tân Cảng Sài Gòn.

Tổng sản lượng GMD và cả nước VN



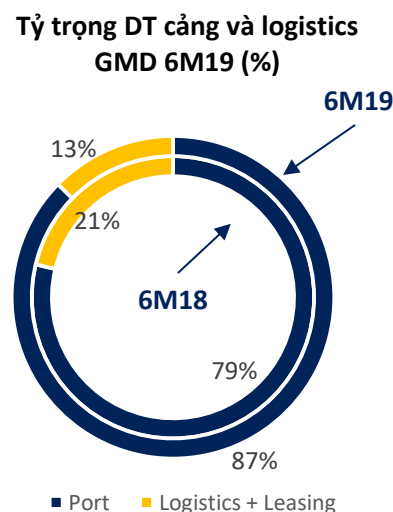
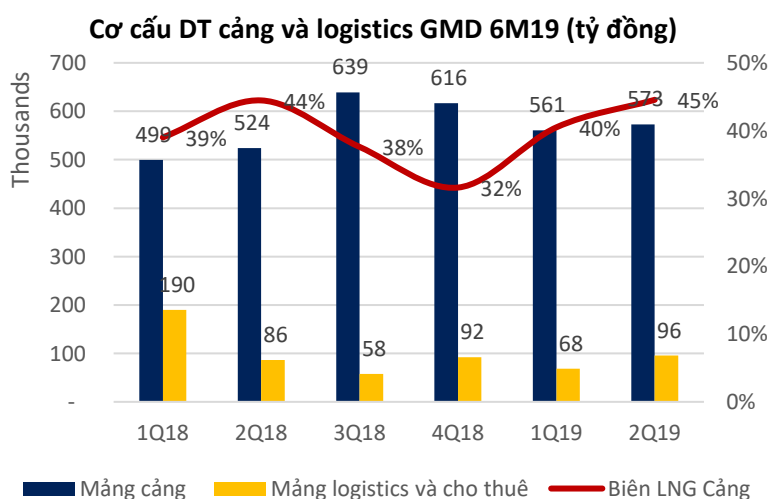
Nguồn: GMD, BSC.

Luận điểm 2: Hợp tác với CJ Holding và Sumitomo để mở rộng thị trường trước thời cơ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.

Trong tháng 7/2019, tập đoàn Sumitomo vừa hợp tác với công ty Suzuyo để thành lập công ty SSI Consulting Vietnam để đầu tư mua lại 10% vốn tại Gemadept từ phía VI Fund tương đương 37 triệu USD. Như chúng tôi đã đề cập ở trên, việc Sumitomo đầu tư vào mảng logistics Việt Nam nhằm xây dựng mạng lưới hậu cần kết nối các nhà máy với các cảng biển tạo thuận lợi cho xuất nhập khẩu hàng hóa trước bối cảnh dịch chuyển của khu công nghiệp Trung Quốc xuống Việt Nam. Qua đó, trong vòng 2 năm 2018 - 2019, chúng tôi đánh giá khả quan về triển vọng phát triển của Gemadept khi đã có 2 cổ đông chiến lược lớn từ Nhật Bản là Sumitomo và Hàn Quốc là CJ cùng phát triển chuỗi cung ứng hậu cần Việt Nam.

Hoạt động logistics và cho thuê văn phòng giảm bớt do GMD thoái bớt vốn ở mảng logistics. Trong nửa đầu năm 2019, doanh thu hoạt động logistics và cho thuê văn phòng đạt 163.87 tỷ đồng (-40.6% yoy) với biên lợi nhuận gộp đạt 20.3% thấp hơn 0.5% so với cùng kỳ. Hiện tại, chúng tôi thấy các thương vụ M&A ngành logistics đang rất sôi động khi đối tác Hàn Quốc và Nhật Bản đang tìm kiếm các cơ hội mua lại các công ty logistics Việt Nam nhằm đón đầu xu hướng dịch chuyển công nghiệp Trung Quốc vào Việt Nam và đặc biệt khi Việt Nam có được các hiệp định thương mại EVFTA, CPTPP.

Chúng tôi kỳ vọng việc hợp tác liên doanh win-win với các đối tác lớn như CJ sẽ giúp cho Gemadept có được lượng khách hàng quốc tế lớn và BOD GMD kỳ vọng doanh thu logistics sẽ tăng gấp đôi trong vòng 3 năm nữa và phát triển chuỗi giá trị ngành logistics không những trong nước và kết nối thế giới.



Nguồn: GMD, BSC.

Rủi ro đầu tư:

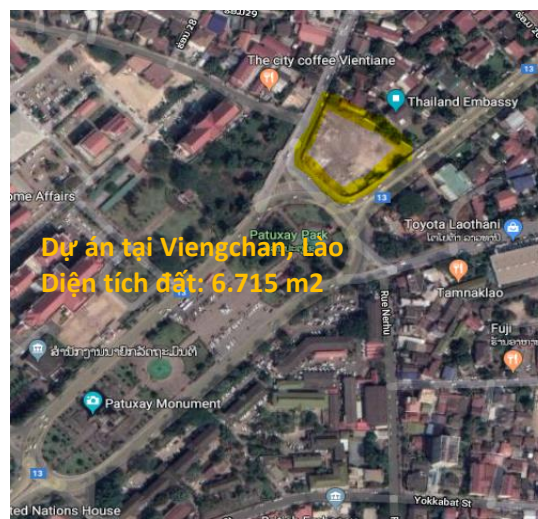
- (1) Cạnh tranh cao ở khu vực Hải Phòng khiến việc kéo các hãng tàu mới về nhiều thử thách. Chúng tôi lưu ý việc cảng nước sâu HICT và Mipec là 2 cảng mới sẽ cạnh tranh trực tiếp với cảng NDV.
- (2) Gánh nặng CP lãi vay, và CP khấu hao trong trường hợp công suất khai thác thường thấp khi đưa vào các cảng mới trong 1-2 năm đầu. Chúng tôi lưu ý Gemalink có vốn đầu tư là 330 triệu USD với 220 triệu là tiền vay nên chi phí lãi vay sẽ tăng vào năm 2020 khi dự án đi vào hoạt động.
- (3) Cảng thẳng giữ Trung Quốc và Mỹ sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới giao thương thế giới qua đó số chuyến hàng hải quốc tế sẽ giảm đi khiến lượng hàng container suy giảm.

Luận điểm 3: GMD sở hữu giá trị tài sản ngoài HDKD chính lớn nhưng chưa phản ánh đúng trên giá trị cổ phiếu.

GMD hiện đang sở hữu giá trị tài sản lớn và giá cổ phiếu hiện tại chưa phản ánh đúng giá trị doanh nghiệp. Vì thế, chúng tôi cập nhật tình hình một số dự án khác của GMD là bất động sản, SCS và mảng logistics và shipping theo đúng thị giá.

- **Bất động sản:** dự án bất động sản Saigon Gem tọa lạc tại khu đất vàng TPHCM với tổng diện tích đất là 3,640 m2 nằm ở vị trí vàng ở ngã tư Lê Lai và Nam Kỳ Khởi Nghĩa. Theo kế hoạch của GMD, đây sẽ là một tổ hợp có diện tích xây dựng là 60,000 m2 với tổng vốn đầu tư là 140 triệu USD bao gồm Trung tâm thương mại, khách sạn 5 sao và văn phòng cấp cao. Hiện tại, GMD đang xin chủ trương đầu tư và dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2019. Tuy nhiên, dự án Saigon Gem nằm trong kế hoạch thoái vốn của GMD nếu có giá chuyển nhượng hấp dẫn để tập trung vốn đầu tư hoạt động kinh doanh chính.

+ Dự án khu phức hợp Vientiane, ở Viengchan ở Lào là dự án với tổng diện tích đất và xây dựng lần lượt là 6,715 m2 và 21,329 m2, dự án được xây dựng ở đại lộ Lane Xang ở Thủ Đô Lào. Hiện dự án đã được cấp phép xây dựng và đang hoàn thành công tác đổ bê tông thí nghiệm và lắp đặt trạm biến áp 315KVA để sẵn sàng thi công cọc đại trà, cọc vây và tầng hầm trong 2019.



Nguồn: GMD, BSC.

- **SCS:** SCS là doanh nghiệp cung cấp dịch vụ kho hàng hóa hàng không với thị phần 30.6%, được hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng của vận tải hàng hóa hàng không nhờ thương mại điện tử, xu hướng tiêu dùng nhanh và đầu tư nước ngoài vào Việt Nam tăng. DTT và LNST nửa đầu năm 2019 đạt lần lượt 391.78 tỷ đồng (+15% yoy) và 239.75 tỷ đồng (+20.9% yoy) trong đó sản lượng hàng quốc tế đạt 95,846 tấn (+11.45% yoy) và hàng quốc nội đạt 29,329 tấn (+4.5% yoy) lũy kế tới 7/2019. Qua đó, BSC dự báo doanh thu thuần SCS đạt 758 tỷ (+12.3% yoy) và LNST 2019 đạt 486.5 tỷ (+17% yoy) vì thế BSC định giá SCS với giá mục tiêu là 167,000 VND/CP.

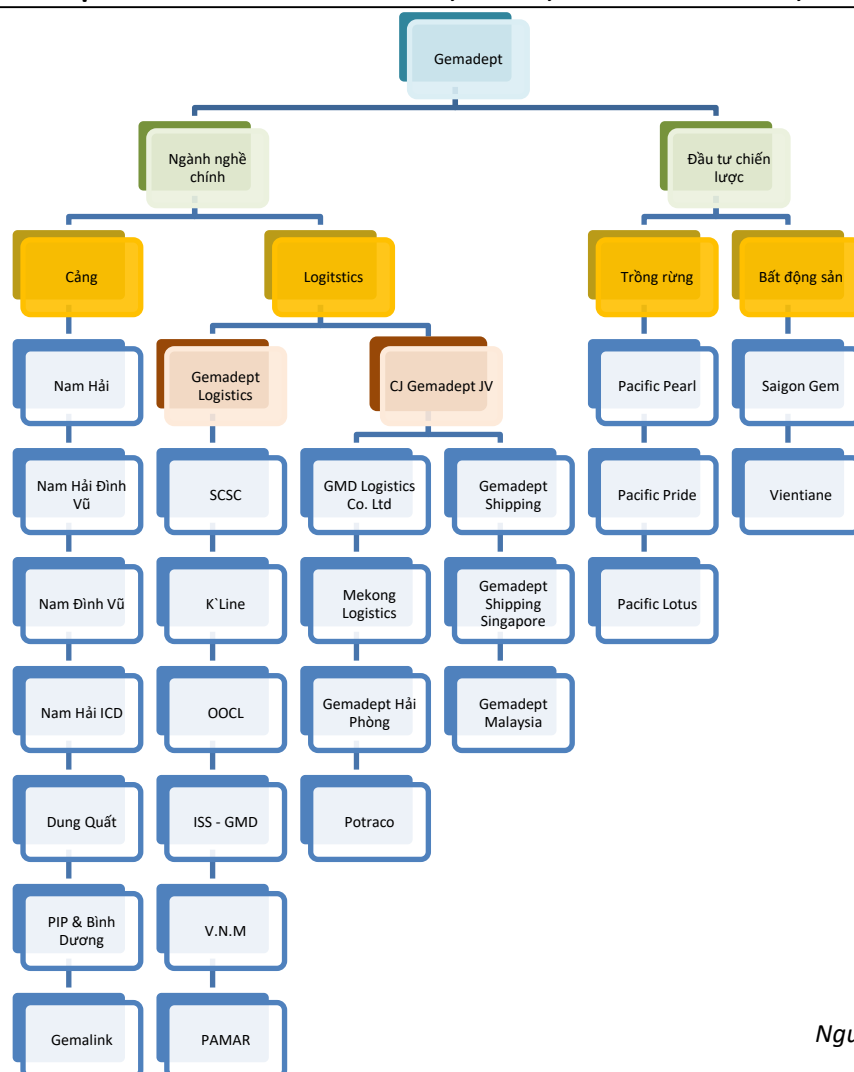
- **Mảng Logistics và Shipping:** GMD hiện đang sở hữu ước tính 13 doanh nghiệp hoạt động chuỗi giá trị ngành logistics bao gồm 6 mảng chính: vận tải đường biển, vận tải dự án, cảng hàng hóa hàng không SCSC, vận tải đường bộ, trung tâm phân phối và đại lý giao nhận. Mạng lưới Logistics của Gemadept được tiếp tục mở rộng trên phạm vi toàn quốc như: Hải Dương, Hải Phòng, Bắc Ninh, Bình Dương, TPHCM,... Bên cạnh mở rộng mạng lưới, GMD tiếp tục phát triển các loại hình dịch vụ mới dành cho lĩnh vực thương mại điện tử, bán lẻ. Đối với mảng vận tải đường biển, GMD hiện đang sở hữu 4 tàu biển và

trên 10 tàu sông mới với sản lượng trong năm 2018 đạt 281,160 TEUs (+11% yoy). Qua đó, GMD Shipping kỳ vọng các tuyến nội địa sẽ khả quan về nhu cầu hàng hóa chiều Hải Phòng - tPHCM cùng với sự hồi phục của giá cước trước thềm sự kiện IMO 2020.

Năm 2018, GMD đã thoái 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. Qua đó, việc hợp tác với đối tác là doanh nghiệp số 1 Logistics ở Hàn Quốc sẽ giúp 2 bên thực hiện được các dự án quan trọng, thắng một số gói thầu door-to-door lớn, trao đổi kinh nghiệm và có sự hỗ trợ công nghệ thông tin nhằm tăng năng lực quản lý kho hàng và quản lý vận tải.

- **Cao su:** GMD hiện đang sở hữu 3 công ty cao su là Pacific Pearl, Pacific Pride, và Pacific Lotus với 10,000 ha đất cao su ở Campuchia tuy nhiên lợi nhuận 2018 vẫn đang lỗ -14 tỷ trong 2018. Chúng tôi ước tính giá đất cao su có thể đạt 8,000 USD/ha nhờ giá cao su thế giới tăng lên 1.93 USD/kg (+23.7% yoy) trong 2019. GMD hiện đang tập trung khâu chăm sóc vườn cây, chuẩn bị sẵn sàng cho giai đoạn khai thác mủ và không tiến hành trồng mới thêm. Chúng tôi lưu ý do mủ cao su vẫn đang lỗ nên chúng tôi không đưa vào phần định giá lại cổ phiếu GMD.

Dự án (Đơn vị: tỷ)	Bất động sản	SCSC	Logistics & Shipping
Giá trị tài sản trên sổ sách	154	509	268
Đánh giá lại tài sản	2,295	2,977	1,523
Chênh lệch	2,140	2,467	1,255



Nguồn: GMD, BSC.

Dự báo KQKD 2019

BSC dự báo DT, LNST 2019 sẽ đạt lần lượt **2,975.1 tỷ đồng (+10% yoy)**, và **670.8 tỷ đồng (-65% yoy)**, nếu loại trừ lợi nhuận bất thường 2018 là 1,519 tỷ đồng thì LNST của công ty mẹ 2019 +17.5% yoy) tương ứng EPS cốt lõi 2019 = 1,903 đồng/cp (đã trừ đi QKTPL), P/E FW = 14.8x, P/B FW = 1.2x. Chúng tôi giả định:

- **Doanh thu cảng biển đạt 2,500.6 tỷ đồng (+9.7% yoy), dự kiến tổng sản lượng đạt 2.056 triệu TEUs (+7.4% yoy)** trong đó: **(1)** Khu vực miền Bắc đạt 1.32 triệu TEUs (+12% yoy) nhờ tăng trưởng tới từ Cảng Nam Đình Vũ với sản lượng đạt 400,000 TEUs (+111% yoy), **(2)** Khu vực miền Trung đạt 2.23 triệu tấn (+5% yoy) và **(3)** Khu vực miền Nam duy trì 740 ngàn TEUs. Giá bốc xếp trung bình tăng 2%-5%. Doanh thu mảng logistics và cho thuê văn phòng đạt 471 tỷ đồng (+11% yoy) nhờ hợp tác với công ty CJ.

- **Biên lợi nhuận gộp GMD 2019 đạt 40.5% cao hơn 5% so với cùng kỳ là 35.8% với giả định biên gộp mảng cảng cải thiện lên 42.5% nhờ giá cước bốc xếp tăng.**

- **Chi phí QLDN&BN/DTT đạt duy trì ở mức 15.6% so với năm 2018.**

Đơn vị: Tỷ đồng	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
Doanh thu thuần	2,975,095	3,201,679	3,487,052	3,895,891	4,280,980
%yoy	9.9%	7.6%	8.9%	11.7%	9.9%
Cảng biển	2,500,593	2,671,943	2,930,969	3,312,142	3,668,182
Logistics+Cho thuê VP	474,501	529,736	556,084	583,749	612,798
Lợi nhuận gộp	1,205,234	1,294,415	1,412,304	1,582,496	1,742,416
Cảng biển	1,062,752	1,135,576	1,245,662	1,407,660	1,558,977
Logistics+Cho thuê VP	139,703	156,061	163,864	172,058	180,661
Biên lợi nhuận gộp	40.5%	40.4%	40.5%	40.6%	40.7%
Cảng biển	42.5%	42.5%	42.5%	42.5%	42.5%
Logistics+Cho thuê VP	29.6%	29.6%	29.6%	29.6%	29.6%
CP HKKD	(464,284)	(499,644)	(544,178)	(592,682)	(651,266)
DT tài chính	158,676	488	108,285	211,170	233,107
CP tài chính	(71,490)	(137,585)	(143,977)	(143,281)	(145,898)
Lãi lỗ từ CTLDLK	132,538	(26,217)	89,078	193,597	210,570
Thu nhập khác	(77,636)	(77,636)	(77,636)	(77,636)	(77,636)
Lợi nhuận trước thuế	750,500	580,038	754,798	935,758	1,048,535
Lợi nhuận sau thuế	670,866	518,491	674,708	836,466	937,277
%yoy	-65%	-23%	30%	24%	12%
EPS (-QKT&PL)	1,903	1,471	1,914	2,373	2,659

Định giá

BSC khuyến nghị **MUA MẠNH** với GMD với giá mục tiêu **37,620** đồng, upside 35.0%, theo phương pháp DCF và EV/EBITDA (50:50):

- **Phương pháp DCF:** chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn $g = 3\%$, $Beta = 0.9$, và tỉ số chiết khấu sử dụng vốn WACC là 10.7%.

- **Phương pháp EV/EBITDA:** EV/EBITDA mục tiêu là 8.5x với kỳ vọng tăng trưởng tới từ mảng cảng trong 2019 (EV/EBITDA trung vị VN là 4.8x và ở khu vực các nước đang phát triển là 9.5x).

- **Đánh giá lại tài sản:** Chúng tôi đánh giá lại tài sản của GMD bao gồm 3 mảng: BDS, SCS, và Logistics, chiết khấu 20% từng mảng và cộng thẳng phần tái định giá lại vào trong phương pháp EV/EBITDA.

+ **BDS:** 2 dự án bất động sản Saigon Gem và Viengchan ở Lào với tổng diện tích đất lần lượt 3,640 m² và 21,329 m² (chiết khấu 50%) với giá trị đất lần lượt là 200 tr/m² và 73.45 tr/m².

+ **SCS:** GMD đang sở hữu 35.21% cổ phần SCS với giá trị sổ sách là 509 tỷ tương đương 27,609 đồng/cp, chúng tôi đánh giá lại SCS với giá kỳ vọng là 167,000 đồng/cp nên giá trị tăng thêm là 2,441.5 tỷ đồng.

+ **Mảng Logistics và Shipping:** Năm 2018, GMD đã thoái 51% khỏi 2 mảng này với tổng giá trị là 1,578.8 tỷ đồng, từ đó đánh giá lại giá trị của 49% còn lại tương ứng là 1,523 tỷ đồng nên so với giá trị sổ sách tại Q2/19 là 268.4 tỷ thì giá trị chênh lệch là 1,254.6 tỷ đồng.

Bảng 1: Dòng tiền tự do của GMD trong 2019-2028E

PP DCF	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028
Doanh thu	2,975	3,202	3,487	3,798	4,173	4,381	4,453	4,528	4,607	4,690
EBITDA:	1,115	1,186	1,274	1,365	1,458	1,510	1,523	1,507	1,515	1,526
LNST:	671	518	675	836	937	1,004	1,042	1,080	1,120	1,161
(+): I(1-t)	146	162	146	135	132	130	130	132	135	138
(+): Khấu hao	374	391	406	419	419	419	414	380	368	359
(-): WC	75	(13)	(18)	(19)	(23)	(13)	(4)	(5)	(5)	(5)
(-): CAPEX	(895)	(480)	(349)	(342)	(376)	(394)	(401)	(408)	(415)	(422)
PV FCFF	358	503	677	731	699	664	618	558	514	474

Bảng 2: Định giá GMD

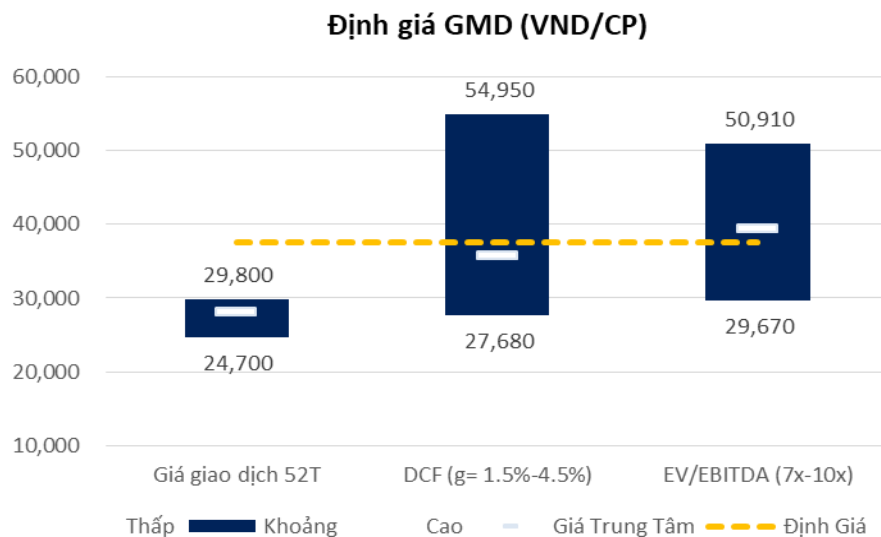
Phương pháp định giá			
EV/EBITDA (50%)		DCF (50%)	
EBITDA 2019F (tỷ)	1,115	Terminal Value (tỷ)	16,391
EV/EBITDA mục tiêu:	8.5 x	WACC	10.7%
Giá trị DN (tỷ)	9,480	g	3.0%
(Điều chỉnh)	(1,969)	PV(Terminal Value)	6,322
Giá trị VCSH (tỷ)	7,511	PV(FCFF) 2019-2028	6,080
Số lượng CP (tr)	291.45	Tổng dòng tiền (tỷ)	12,402
Giá cảng	25,772	(Điều chỉnh)	(1,969)
(+) Giá bất động sản	3,444	Giá trị VCSH (tỷ)	10,433
(+) Giá SCS	6,773	Số lượng CP (triệu)	291
(+) Giá Logistics+Ship	3,444		
Giá mục tiêu:	39,430	Giá mục tiêu:	35,800
Giá mục tiêu:	37,620		
Upside	35%		

Bảng 3: KQKD các doanh nghiệp trong ngành nửa đầu năm 2019.

Mã CP	DT 1H2019 (tỷ)	Tăng trưởng (%)	LNST 1H2019 (tỷ)	Tăng trưởng (%)	ROA (%)	ROE (%)	PE (x)	PB (x)
ILB	184	11%	31	9%	5%	17%	7.9	1.5
DVP	310	-7%	141	5%	24%	27%	5.9	1.5
PDN	321	8%	65	18%	13%	25%	11.5	2.8
CDN	331	13%	89	21%	10%	13%	11.4	1.4
VGR	357	11%	52	-32%	10%	14%	11.1	1.6
HAH	496	6%	76	-3%	8%	11%	6.0	0.8
VSC	796	13%	105	-40%	9%	12%	6.8	1.0
PHP	981	11%	244	4%	7%	9%	9.2	1.0
GMD	1299	0%	348	-78% (*)	6%	9%	14.0	1.4
Trung bình	564	7%	128	-2%	10%	15%	9.3	1.4
Trung vị	357	11%	89	5%	9%	13%	9.2	1.4

(*): Nếu loại trừ LNBT Q2/18 thì LNST GMD tăng hơn 47%.

Bảng 4: Các phương pháp định giá GMD.



TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019
Doanh thu thuần	597	699	687	629	668
LN gộp	280	274	207	250	265
DT tài chính	147	6	66	12	94
CP tài chính	53	(30)	(46)	(44)	(38)
Lãi vay	(30)	(32)	(43)	(36)	(38)
CP bán hàng	(53)	(7)	(15)	(29)	(35)
CP QLDN	(80)	(80)	(95)	(73)	(77)
Lãi/lỗ HĐKD	380	193	187	158	285
TN nhập khác (ròng)	(98)	11	1	3	(48)
LN trước thuế	281	204	188	161	237
LN sau thuế	275	173	173	146	202
LN CĐ thiếu số	15	27	18	27	32
LN Cty mẹ	261	146	155	120	169
EPS	3,098	3,544	3,514	3,662	1,994
TS ngắn hạn	1,380	1,377	1,292	1,455	1,517
Tiền và ĐT ngắn hạn	275	257	283	250	320
Phải thu ngắn hạn	868	912	849	1,064	1,053
Tồn kho	82	58	60	65	67
TS ngắn hạn khác	155	151	99	76	77
TS dài hạn	8,553	8,672	8,660	8,528	8,418
Phải thu dài hạn	105	105	74	31	31
TSCĐ	3,436	3,493	3,423	3,358	3,296
TS dở dang dài hạn	1,577	1,634	1,693	1,690	1,661
TS dài hạn khác	772	795	795	775	769
Tổng TS	9,933	10,050	9,952	9,983	9,934
Nợ phải trả	3,325	3,666	3,402	3,312	3,123
Nợ ngắn hạn	1,495	1,660	1,464	1,392	1,302
Vay ngắn hạn	560	736	637	585	428
Nợ dài hạn	1,830	2,007	1,938	1,920	1,821
Vay dài hạn	1,525	1,700	1,630	1,621	1,521
Vốn chủ sở hữu	6,608	6,383	6,550	6,670	6,811
Vốn góp	2,883	2,969	2,969	2,969	2,969
LN chưa phân phối	663	365	572	661	768
Tổng nguồn vốn	9,933	10,050	9,952	9,983	9,934
% yoy DT	(0)	-29%	-35%	-9%	12%
Biên In gộp	46.8%	39.2%	30.2%	39.7%	39.7%
Lãi vay/DTT	5%	5%	6%	6%	6%
CP bán hàng/DTT	9%	1%	2%	5%	5%
CP QLDN/DTT	13.4%	11.5%	13.9%	11.6%	11.5%
Biên In thuần	46.1%	24.7%	25.1%	23.2%	30.2%

DT Q2/2019 đạt 668 tỷ (+12% yoy) trong đó mảng cảng DT đạt 572.7 tỷ đồng (+9.3% yoy) và mảng logistics, cho thuê văn phòng, cao su đạt 95.5 tỷ đồng (+11% yoy).

Chi phí lãi vay đạt 38 tỷ (+27% yoy) do GMD hiện đang tăng vay nợ tài trợ dự án mới.

Tuy LNST chỉ đạt 202 tỷ trong Q2/2019 (-27% yoy) do biên gộp mảng logistics giảm mạnh từ 54.5% trong Q2/18 so với 10.7% trong Q2/19.

Tiền mặt đạt 320 tỷ đồng (+16% yoy).

Phải thu của khách hàng cũng đang tăng lên 1,054 tỷ đồng (+21% yoy) do (1) Phải thu từ các hãng tàu sử dụng dịch vụ bốc xếp của GMD với phải thu gần 438 tỷ đồng (+5.4% yoy), (2) Trả trước cho người bán là 398 tỷ đồng (+27% yoy) do trả trước cho các nhà cung cấp do đầu tư cho Gemalink và Nam Đình Vũ GĐ 2.

Chúng tôi lưu ý nợ vay dài hạn đạt 1,521 tỷ đồng (-0.3% yoy) trong đó khoản vay 225 tỷ để đầu tư mua tàu Green Pacific và Pride Pacific.

BLNG gộp đạt 39.7% trong 2018 thấp hơn cùng kỳ do biên gộp logistics đạt 54%..

CP Lãi vay/DTT đạt 6% 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

1. Khả năng thanh toán Q2 2018 Q3 2018 Q4 2018 Q1 2019 Q2 2019

Hsố TT ngắn hạn	1.57	1.82	1.79	1.74	1.67
Hsố TT nhanh	1.04	1.27	1.34	1.13	1.04

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.52	0.48	0.49	0.50	0.55
TSDH/ TTS	0.48	0.52	0.51	0.50	0.45
Hsố Nợ/ TTS	0.54	0.50	0.51	0.52	0.55
Hsố Nợ/ VCSH	1.19	0.98	1.03	1.07	1.24
Nợ ngắn hạn / TTS	0.33	0.26	0.27	0.29	0.33
Nợ DH / TTS	0.21	0.23	0.24	0.23	0.23

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	3.5	3.7	4.0	4.0	4.1
Vquay phải thu	3.8	4.9	5.2	5.4	5.4
Vquay phải trả	5.4	5.6	5.4	5.5	8.7
Số ngày HTK	103.2	99.0	90.7	91.3	90.1
Số ngày phải thu	94.8	74.1	69.8	67.0	67.3
Số ngày phải trả	67.6	64.8	67.1	66.1	41.8
CCC	130.4	108.3	93.4	92.2	115.5

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	14.1%	12.2%	3.8%	7.1%	8.3%
LNST/VCSH (%)	16.0%	18.1%	16.0%	16.4%	13.1%
LNST/TTS	6.6%	7.8%	7.5%	7.4%	6.0%
LN từ HĐKD/DTT	16.3%	13.0%	4.1%	7.9%	9.5%

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	2.31	2.26	2.11	2.14	2.21
DT/TTS	0.67	0.70	0.78	0.80	0.79
EBIT/DT	0.14	0.16	0.14	0.14	0.11
EBT/EBIT	0.80	0.81	0.80	0.80	0.77
lãi ròng/LNTT	0.86	0.86	0.85	0.85	0.86

6. Định giá

PE	7.4	6.6	6.7	6.3	14.4
PB	1.0	1.0	1.0	1.0	1.4
EPS	3,098	3,544	3,514	3,662	1,994
BVPS	22,132	23,109	23,494	24,132	20,611

7. Tăng trưởng (%)

TTS	26%	8%	7%	9%	17%
Nợ	42.2%	44.5%	16.3%	17.3%	14.1%
DTT	95.2%	23.1%	75.4%	50.2%	9.2%
LN gộp	164.2%	90.9%	33.2%	53.7%	-22.1%
LNST	226.9%	115.0%	-10.4%	37.7%	-36.0%
EPS		14.4%	-0.8%	4.2%	-45.6%

Hệ số Nợ/VCSH hiện đang giảm về 46% trên VCSH, tuy nhiên chúng tôi lưu ý sắp tới GMD sẽ mở rộng dự án NDV GD 2 với tổng vốn đầu tư là 1,500 tỷ, dự kiến sẽ vay 50% tương đương 750 tỷ, nên chúng tôi cho rằng tỉ lệ đòn bẩy tài chính của GMD trong 2020 sẽ tăng lên 60%.

Phải thu của GMD đang cao so với trung bình ngành với số vòng quay phải thu Q2/19 là 51 ngày còn ngành chỉ dao động từ 35-45 ngày.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp hiện đang giảm biên ròng có cải thiện lên 30.2%

GMD P/E hiện đang giao dịch ở mức 14.4x, cao hơn P/E trung vị của ngành cảng biển VN là 9.21x, tuy nhiên với triển vọng của GMD mở rộng hoạt động cốt lõi khai thác cảng biển nên chúng tôi cho rằng mức P/E trung vị ngành của Châu Á là 15.4x sẽ phù hợp với GMD.

GMD_Đà tăng vững chắc

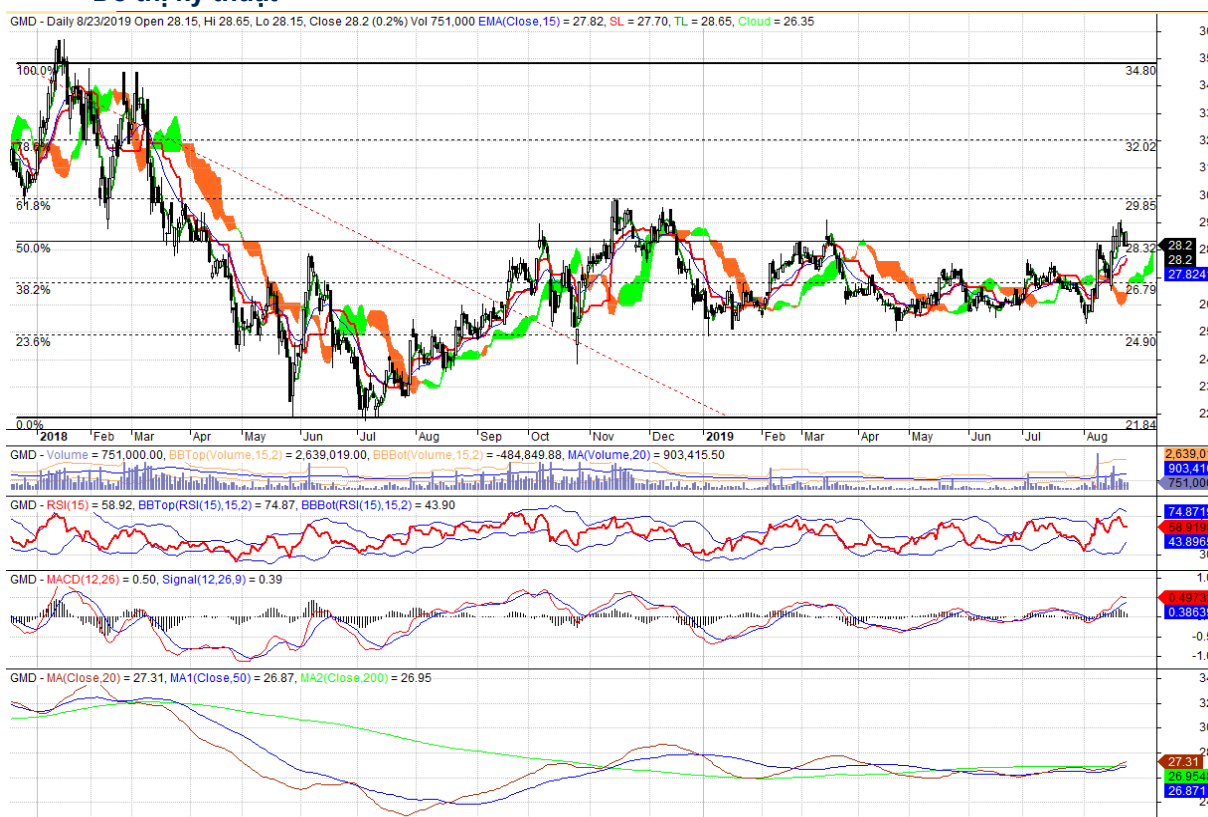
Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá
- Chỉ báo xu hướng MACD: phân kỳ trung tính, MACD cắt lên đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: Vùng quá mua, đi ngang.
- Đường MAs: MA20 cắt lên MA50 và MA200.

Nhận định: GMD vẫn duy trì xu hướng tăng mạnh từ sau khi tạo mô hình 2 đáy trong tháng 08. Thanh khoản cổ phiếu vẫn cao hơn ngưỡng trung bình giao dịch 20 phiên đồng thuận với đà tăng của bước giá. Chỉ báo MACD vẫn ủng hộ xu hướng tăng trong khi chỉ báo RSI đang cho thấy xu hướng tích lũy. Đường giá cổ phiếu vẫn đang được nâng đỡ bởi dải mây Ichimoku, và chưa có tín hiệu đảo chiều kỹ thuật. Như vậy, xu hướng tăng trong trung hạn của GMD khá vững chắc.

Khuyến nghị: Mua cổ phiếu tại vùng giá 27.5-28, chốt lãi tại ngưỡng giá 32 và cắt lỗ nếu cổ phiếu mất ngưỡng hỗ trợ 27.

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>

