

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Ngày 30 tháng 06 năm 2016

GMD – NĂM GIỮ

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(Ngày 30/06/2016)

Sàn giao dịch HOSE

Thị giá (đồng) 26.800

KLGD TB 10 ngày

Vốn hoá (tỷ đồng) 4.827

Số lượng CPLH
179.432.281

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Trương Anh Quốc
taquoc@vcbs.com.vn
(+84) 936 769 702

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

GMD: TĂNG TRƯỞNG CHẬM LẠI

Doanh thu quý 1 năm 2016 đạt 848 tỷ đồng (+4,3% yoy); lợi nhuận gộp đạt 220 tỷ đồng (+10% yoy) và LNST đạt 83,9 tỷ đồng (+4% yoy). Trong quý 1 năm 2016, cảng Nam Hải và Nam Hải Đình Vũ ước tính chiếm tỷ trọng doanh thu cao nhất (31% tổng doanh thu) đạt khoảng 263 tỷ đồng (+4% yoy). Hoạt động các cảng khác như Phước Long và Dung Quất đạt doanh thu khoảng 112 tỷ đồng (+4% yoy).

Triển vọng: Năm 2016 được đánh giá khả quan khi Nam Hải Logistics và Mekong Logistics sẽ đi vào hoạt động trong năm nay.

Rủi ro: Gemadept đã và đang đầu tư lượng vốn lớn vào các dự án bất động sản và trồng cao su. Trong đó, GMD đã đầu tư khoảng 1.400 tỷ đồng vào cao su trong khi dự án vẫn chưa thể đem lại lợi nhuận trước năm 2018, và dự án bất động sản cần vốn đầu tư 145 triệu USD. Ngoài ra, công ty đang giãn tiến độ thi công dự án cảng Hoa Sen khi cảng Cái Mép Thị Vải đang trong tình trạng thiếu hàng.

Đánh giá: Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2016 sẽ đạt 3.917 tỷ đồng (+9,3% yoy), LNST đạt 524 tỷ đồng (+13,9% yoy). EPS forward 2016 là 2.920 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E là 9,1 lần. Sử dụng phương pháp so sánh (P/E và EV/EBITDA), chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu GMD là 29.659 đồng/cổ phiếu. Xét đến tình hình kinh doanh tốt cũng như triển vọng ngành khả quan, chúng tôi khuyến nghị tiếp tục **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu GMD.

Chỉ tiêu tài chính	2013A	2014A	2015A	2016F
DTT (tỷ đồng)	2.531	3.017	3.582	3.917
+/- yoy (%)	-2	19	19	7
LNST (tỷ đồng)	204	565	460	524
+/- yoy (%)	31	177	-19	12
VCSH (tỷ đồng)	4.456	4.878	5.387	5.800
Nợ/TTS (%)	36	36	41	40
TS LN gộp (%)	18	21	27	28
ROA – TTM (%)	2	7	5	5
ROE – TTM (%)	3	12	9	10
EPS - TTM (đồng)	1.217	4.598	3.849	2.920
P/E	19,62	6,27	10,65	9,3
BVPS (đồng)	38.976	42.002	42.683	32.097
P/B	0,86	0,69	0,96	0,91

(Nguồn VCBS)

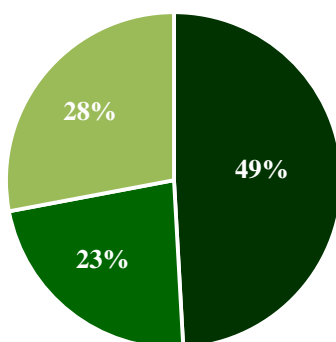
KQKD 2015

DT 2015 đạt 3.582 tỷ đồng (+18,9% yoy, hoàn thành 110% KH năm); LNST đạt 460 tỷ đồng (-18,5% yoy). **Doanh thu quý 1 năm 2016 đạt 848 tỷ đồng** (+4,3% yoy); lợi nhuận gộp đạt 220 tỷ đồng (+10% yoy) và LNST đạt 83,9 tỷ đồng (+4% yoy) tương đương EPS đạt 574 đồng. Cụ thể, doanh thu từ hoạt động cảng biển chiếm 49% đạt 418 tỷ đồng, doanh thu từ hoạt động vận tải chiếm 23% đạt 195 tỷ đồng, doanh thu kho bãi và các hoạt động khác chiếm 28% đạt 238 tỷ đồng. Mặc dù lợi nhuận gộp đạt 221 tỷ đồng (+10% yoy) và lãi từ hoạt động kinh doanh đạt 144 tỷ đồng (+81% yoy), công ty ghi nhận khoản lỗ lên đến 51 tỷ đồng do ghi nhận giá trị còn lại và chi phí thanh lý, nhượng bán tài sản cố định trong kỳ vào chi phí khác. Ngoài ra, DT Q1.2016 không còn sự tăng trưởng mạnh do các cảng của GMD đã được khai thác gần hết công suất.

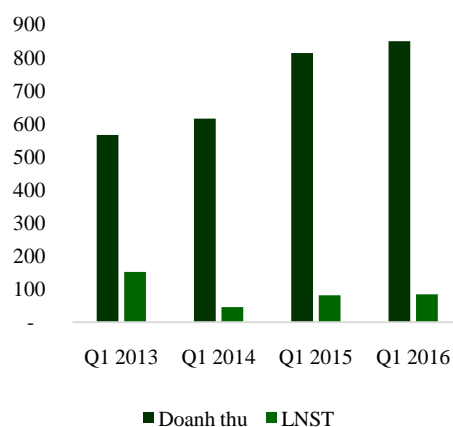
Trong Q1.2016, công ty đã thông qua kế hoạch chi trả cổ tức với tỷ lệ 20% mệnh giá bằng tiền mặt vào ngày 30/06/2016, đồng thời phát hành cổ phiếu để tăng vốn cổ phần từ nguồn vốn chủ sở hữu theo tỷ lệ 2:1. Theo đó, vào ngày 08/06/2016, công ty đã phát hành 59,8 triệu cổ phiếu cho trên 5 nghìn cổ đông nhằm nâng vốn điều lệ lên 1,79 nghìn tỷ đồng. Do đó, EPS của công ty dự kiến sẽ giảm từ 3.849 đồng trong năm 2015 xuống còn 2.920 đồng trong năm 2016.

Tỷ trọng doanh thu Q1 2016

■ Cảng biển ■ Vận tải ■ Kho bãi và các hoạt động khác



Doanh thu Q1 2013-2016 (tỷ VND)



(Nguồn VCBS, Gemadept)

Hoạt động cảng biển: tăng trưởng doanh thu chậm lại do các cảng đã hoạt động gần hết công suất.

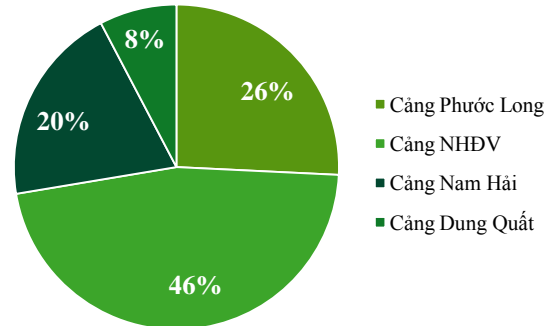
Doanh thu cảng biển Q1 2016 đạt 418 tỷ đồng (+0,2% yoy) với lợi nhuận gộp đạt 162 tỷ đồng (ngang bằng với LNG cùng kỳ năm 2015). Cụ thể:

1. Cảng Nam Hải – Đình Vũ: doanh thu Q1.2016 ước tính đạt 192 tỷ đồng chiếm 46% doanh thu cảng biển. Cảng NHĐV có quy mô lớn gấp 3 lần cảng Nam Hải với tổng vốn đầu tư 1.300 tỷ đồng, đây được xem là sự tăng trưởng doanh thu vượt bậc khi cảng NHĐV chỉ vừa được đưa vào hoạt động từ cuối năm 2013. Hiện nay, cảng Nam Hải Đình Vũ vẫn đang được hưởng tỷ suất thuế ưu đãi 0% cho đến năm 2018.
2. Cảng Nam Hải: doanh thu Q1.2016 ước tính đạt 84 tỷ đồng chiếm 20% doanh thu cảng biển. Hiện

nay, cảng đang hoạt động tương đương 150% công suất thiết kế. Mặc dù vị trí cảng Nam Hải nằm cách không xa cảng Nam Hải Đình Vũ, doanh thu cả hai cảng vẫn tăng trưởng ổn định vì hai cảng tập trung vào hai phân khúc khác nhau và không có hiện tượng cạnh tranh khách lẫn nhau. Cảng Nam Hải chuyên dành cho tàu trọng tải 10.000 DWT trong khi cảng Nam Hải Đình Vũ được thiết kế cho tàu trọng tải 30.000 DWT.

3. Cảng Phước Long và Dung Quất đóng góp 34% doanh thu cảng biển, đạt khoảng 142 tỷ đồng. Với vị trí thuận tiện nằm trên xa lộ Hà Nội, cảng cạn Phước Long đóng vai trò là trạm trung chuyển chính cho hàng hóa tại cảng Cái Mép – Thị Vải, ICD Phước Long được đánh giá là cảng cạn hoạt động hiệu quả nhất cả nước với 442.000 tấn hàng hóa được thông qua vào năm 2014. Có vị trí nằm trong khu kinh tế chiến lược miền Trung với các dự án dầu khí và công nghiệp lớn, cảng Dung Quất được đánh giá đứng đầu khu vực miền Trung. GMD đã hoàn thành nâng cấp cầu cảng từ 30.000 DWT lên 70.000 DWT giúp cảng có khả năng tiếp nhận tàu lớn nhất tại khu vực miền Trung.

Tỷ trọng doanh thu cảng biển Q1 2016



(Nguồn VCBS, Gemadept)

Thông tin cảng biển

Cảng biển	Vị trí	Tình trạng	Công suất thiết kế (TEUs)	Công suất hiện tại	Tải trọng (DWT)
Nam Hải	Hải Phòng	Đang hoạt động	150.000	150%	10.000
Nam Hải Đình Vũ	Hải Phòng	Đang hoạt động	500.000	90%	30.000
Dung Quất	Quảng Ngãi	Đang hoạt động	150.000 (2,5 triệu tấn)	90%	70.000
Phước long	TPHCM	Đang hoạt động	450.000	90%	N/A
Gemalink	Bà Rịa	Đang xây dựng	2.400.000	N/A	200.000
Hoa Sen	Bà Rịa	Đang xây dựng	600.000	N/A	70.000

(Nguồn VCBS, VCSC)

Kho bãi và Vận tải –doanh thu có sự tăng trưởng tốt

Doanh thu kho bãi và vận tải trong năm Q1 2016 đạt 431 tỷ đồng (+8,3% yoy), lợi nhuận gộp đạt 59 tỷ đồng (+40% yoy).

Doanh thu từ mảng vận tải đạt khoảng 204 tỷ đồng trong Q1 2016. GMD sở hữu đội tàu gồm 3 tàu feeder (tổng công suất trên 3.000 TEUs) và 18 xà lan (công suất mỗi chiếc 50-100 TEUs) chủ yếu đi

các tuyến nội địa và trong khu vực Châu Á. Gemadept shipping hiện đang dẫn đầu thị phần tuyến TPHCM –Phnom Penh, và đứng thứ 2 về vận tải thủy nội địa. Ngoài ra, GMD sở hữu đội xe gồm 150 xe đầu kéo, 50 xe tải nhỏ và trên 200 khung kéo container chủ yếu phục vụ cho các dự án nhà máy lọc dầu, nhà máy xi măng, nhiệt điện trong nước...

Doanh thu từ hoạt động kho bãi đạt khoảng 229 tỷ đồng trong Q1 2016. Các khách hàng chiến lược gồm có Vinamilk, Masan, Kinh Do, P&G, Unilever, Ajinomoto, Samsung...Cơ sở vật chất ngành kho bãi bao gồm:

1. Gemadept có 29% cổ phần tại công ty cổ phần dịch vụ hàng hóa Sài Gòn (SCSC). SCSC sở hữu nhà ga hàng hóa trị giá 50 triệu USD với diện tích 14.3 ha tại sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất. Nhà ga bao gồm (1) 5.2 ha sân đậu máy bay với sức chứa cùng lúc 3 máy bay B747F, (2) nhà kho, bãi đậu xe và tòa nhà văn phòng và (3) 2.7 ha nhà ga hàng hóa với công suất lên đến 350.000 tấn/năm. Sau hơn 4 năm hoạt động, SCSC đã có danh sách khách hàng vững chắc bao gồm 17 hãng hàng không.
2. GMD đang khai thác các trung tâm phân phối DC1, DC2, DC3, DC4 và An Thanh DC tại khu công nghiệp Sóng Thần, Bình Dương với tổng diện tích kho bãi 12.3 ha với công suất 80.000 pallet. Dự án Nam Hải logistics sẽ được đưa vào hoạt động trong Q3 2016. Ngoài ra, dự án Mekong Logistics kết hợp với thủy sản Minh Phú với diện tích 4.8 ha công suất 50.000 pallet được dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2016.

Cao su

Bắt đầu từ năm 2007, ban lãnh đạo Gemadept đã sang Campuchia để tìm quỹ đất cho dự án trồng cao su, dự án bắt đầu đi vào hoạt động từ năm 2011. Đến cuối năm 2015, GMD đã trồng được 9.000 ha cao su trên diện tích 30.000 ha đất GMD sở hữu tại miền Bắc Campuchia, xây dựng hạ tầng 66,7 km đường các loại, 31 cây cầu, hơn 1.000 cống, 3.000 m2 nhà kho, vốn đầu tư chiếm đến 14% tổng tài sản GMD với 1.200 tỷ đồng. Tuy nhiên, trong bối cảnh GMD đã đầu tư gần 1.400 tỷ đồng nhưng dự án vẫn chưa thể đem lại lợi nhuận trước cuối năm 2017, GMD đã bắt đầu kêu gọi các nhà đầu tư mua cổ phần của dự án.

Bất động sản

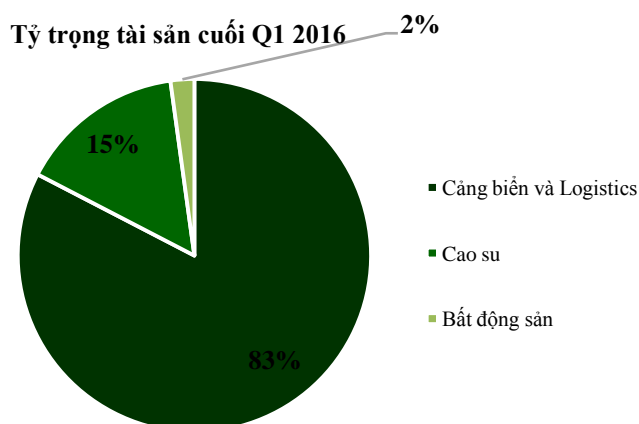
Hiện nay, Gemadept có 3 công trình, dự án bất động sản lớn: tòa cao ốc Gemadep Tower, dự án Khu phức hợp Saigon Gem liên doanh với Saigon Tourist với tổng vốn đầu tư 140 triệu USD, dự án Tổ hợp khách sạn – Trung tâm thương mại tại Vientian (Lào) có tổng mức đầu tư 35 triệu USD.

Với cao ốc Gemadep Tower, năm 2014 Gemadept đã hoàn thành thủ tục chuyển nhượng 85% cổ phần cho Tập đoàn CJ (Hàn Quốc). Giá trị phần vốn bán đi là 795,6 tỷ đồng. Theo thông tin từ GMD, công ty vẫn giữ kế hoạch sẽ bán 15% cổ phần còn lại của tòa nhà Gemadep Tower cho CJ trong năm 2016. Đối với dự án Khu phức hợp Saigon Gem và tổ hợp khách sạn - trung tâm thương mại Vientian Laos, Gemadept vẫn đang hoàn tất các thủ tục pháp lý để sớm khởi công xây dựng.

Với tổng nguồn vốn cần thiết 175 triệu USD, tương đương hơn 3.800 tỷ đồng phục vụ cho hai dự án này, GMD đã muốn thoái vốn sớm khỏi thị trường bất động sản, điều này thể hiện qua (1) cả hai dự án này đã được khởi động từ năm 2010 nhưng đến nay, hơn 5 năm trôi qua mà dự án vẫn chưa được khởi công và (2) HĐQT Gemadept đã xin cổ đông chấp thuận chủ trương thoái vốn ngoài ngành khỏi bất động sản và nông nghiệp trong đại hội cổ đông. Đây là quyết định hợp lý khi Gemadept muốn quay lại tập trung nguồn lực cho mảng kinh doanh cốt lõi, đồng thời làm giảm áp lực dư nợ cho GMD.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Với tổng tài sản 9.200 tỷ đồng tính đến cuối quý 1 năm 2016, đầu tư dài hạn cho mảng cao su chiếm vào khoảng 1.400 tỷ đồng, mảng bất động sản bao gồm 15% cổ phần tòa cao ốc GMD cũng như dự án Saigon Gem/Vientian Laos chiếm khoảng 196 tỷ đồng. Mặc dù chiếm tỷ trọng đáng kể trong tổng tài sản, mảng cao su vẫn chưa phát huy hiệu quả cho GMD.

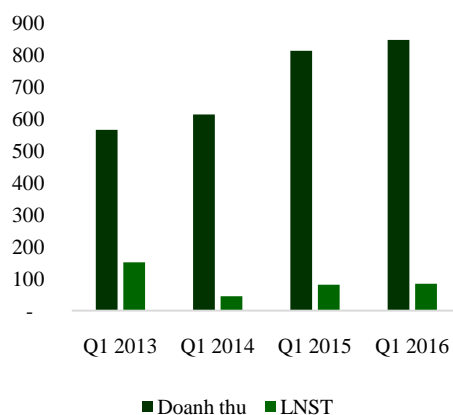


(Nguồn GMD)

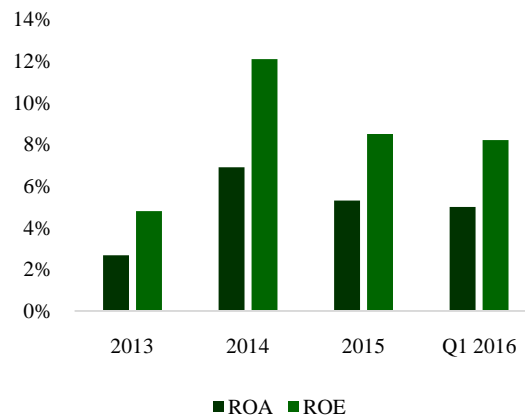
Chỉ số lợi nhuận

Xét trên khía cạnh lợi nhuận từ mảng kinh doanh cốt lõi là cảng biển và logistics, LNST Q1 2016 có sự tăng trưởng ổn định từ 80,7 tỷ đồng lên 83,9 tỷ đồng (+4% yoy). Chỉ số ROA và ROE có sự giảm nhẹ so với cuối năm 2015 khi đạt lần lượt là 5% và 8,2%. Ngoài ra, chỉ số Doanh thu/TTS giảm nhẹ so với cuối năm 2015 và đạt 39%, đây vẫn là con số khá ấn tượng trong bối cảnh mảng cao su và bất động sản vẫn chưa đem lại doanh thu.

Doanh thu Q1 2013-2016 (tỷ VNĐ)



ROE/ROA 2013-2016

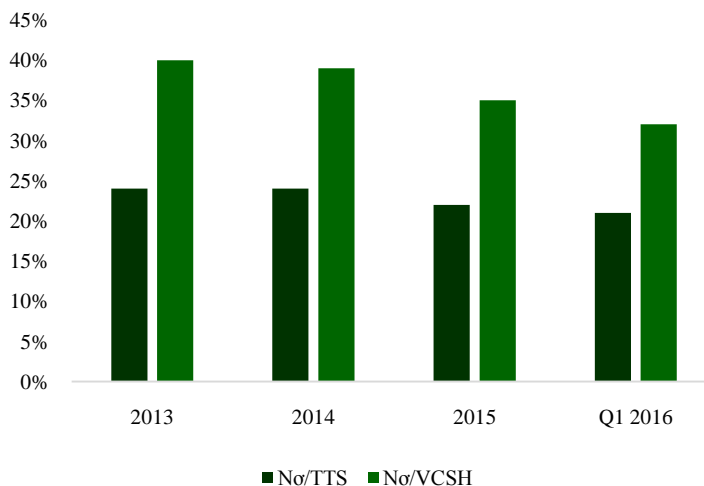


(Nguồn VCBS, Gemadept)

Tỷ trọng nợ và khả năng thanh toán

Tỷ trọng nợ/TTS luôn được công ty giữ ở tỷ lệ thích hợp và có xu hướng giảm dần từ 24% xuống 21% trong Q1 2016. Vay nợ ngắn hạn có sự tăng trưởng từ 300 tỷ đồng lên 357 tỷ đồng trong Q1 2016 (+19% yoy), chỉ số thanh toán nhanh/thanh toán hiện hành tăng trưởng thể hiện tính thanh khoản ngày càng tốt hơn của công ty khi đạt lần lượt là 1,3 và 1,4.

Tỷ trọng nợ 2013-2016



(Nguồn VCBS, Gemadept)

Vietnam Investment Group (VIG) hiện nay đang nắm giữ \$40.000.000 trái phiếu chuyển đổi (convertible bond) của GMD, các trái phiếu chuyển đổi này có giá chuyển đổi thành cổ phiếu vào khoảng 19.397 đồng/cổ phiếu và có khả năng sẽ được VIG thực hiện chuyển đổi thành cổ phiếu trong năm 2016/2017. Khoản nợ này có thời hạn 5 năm tính từ ngày 18/06/2012, lãi suất cố định 6%/năm. Sẽ có một trong hai trường hợp sau đây đối với khoản nợ trên trong năm 2016:

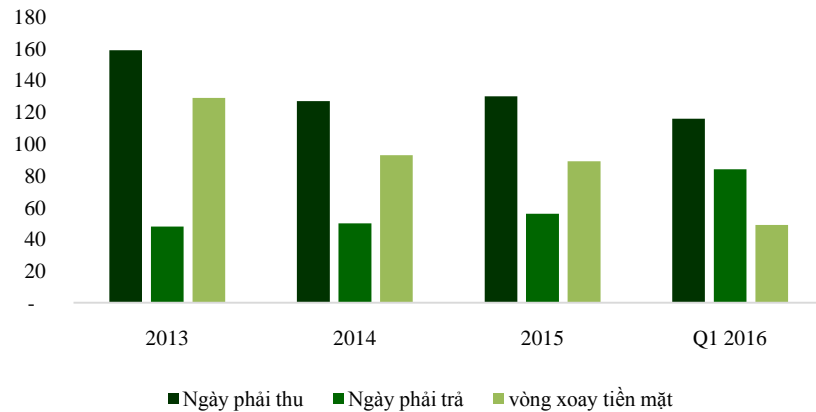
1. VIG thực hiện quyền chuyển đổi và ước tính nhận được 46,4 triệu cổ phiếu từ việc phát hành thêm (chiếm 26% tổng số cổ phiếu GMD), GMD sẽ chịu rủi ro pha loãng EPS (giảm còn 2.320 đồng) nếu VIG thi hành quyền chuyển đổi.
2. VIG không thực hiện quyền chuyển đổi, khi đó, GMD sẽ chịu rủi ro lỗ tỷ giá khi tỷ giá USD/VND được dự kiến sẽ tiếp tục biến động trong năm sau. Cho đến thời điểm cuối quý 1 năm 2016, khoản nợ \$40.000.000 từ năm 2012 có giá trị 894 tỷ đồng trong mục “vay và nợ dài hạn” của GMD. Theo ước tính, GMD sẽ mất 8,9 tỷ đồng cho mỗi 1% VND mất giá so với USD. Do đó, GMD cần có trích lập dự phòng rủi ro lỗ tỷ giá vào khoảng 27-36 tỷ đồng trong trường hợp VND mất giá 3%-4% trong năm 2016, khi đó, LNST ước tính trong năm 2016 sẽ giảm từ 524 tỷ đồng xuống còn 497 tỷ đồng.

Khoản trái phiếu VIG đầu tư vào GMD được đánh giá là hiệu quả cho cả hai bên. Đối với GMD, hiệu quả đó được thể hiện ở dịch vụ cảng khi các cảng Nam Hải, Nam Hải Đình Vũ và SCSC liên tục tăng trưởng về mặt doanh thu trong các năm gần đây.

Vòng xoay tiền mặt và số ngày chi trả

Chỉ số ngày phải thu/ ngày phải trả thể hiện sự tăng trưởng tích cực khi công ty rút ngắn được số ngày thu nợ từ 159 ngày trong năm 2013 xuống 116 ngày trong quý 1 năm 2016, và thời gian trả nợ cho đối tác/khách hàng được kéo dài hơn từ 48 ngày lên 84 ngày. Chu kỳ vòng xoay tiền mặt được rút ngắn từ 129 ngày trong 2013 xuống còn 49 ngày trong quý 1 năm 2016 cũng là một điểm tích cực cần lưu ý.

Ngày phải thu/phải trả 2013-2016

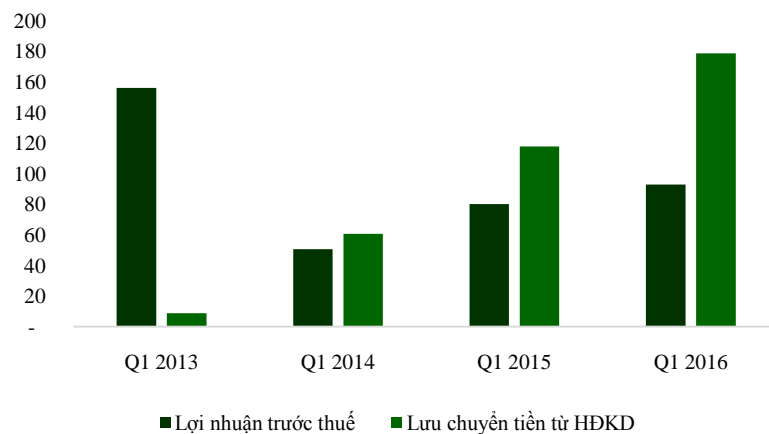


(Nguồn VCBS, Gemadept)

Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh

GMD có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định và tăng trưởng tốt trong quý 1 năm 2016, lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh đạt 179 tỷ đồng (+52% yoy) và lưu chuyển tiền thuần trong kỳ đạt 88 tỷ đồng (dòng tiền bị âm 14 tỷ đồng trong cùng kỳ năm 2015). Nhìn chung, Gemadept có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định và có đủ khả năng thanh toán các khoản nợ vay.

Lưu chuyển tiền tệ Q1 2013-2016 (tỷ VNĐ)



(Nguồn VCBS, Gemadept)

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Cảng biển

Trong giai đoạn 2016-2020, Gemadept có các dự án:

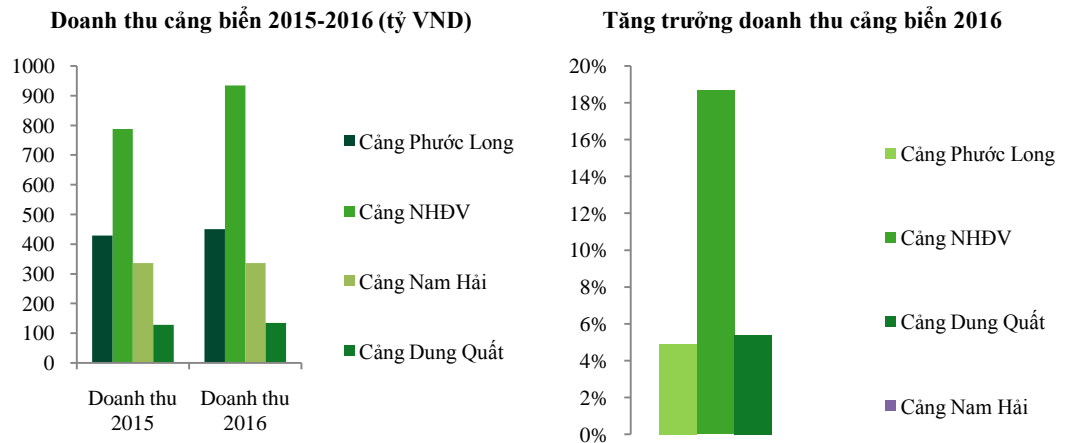
1. Dự án Nam Hải logistics giai đoạn 1 với diện tích 5 ha nhằm hỗ trợ cảng NHĐV được dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ quý 3 năm 2016, dự án có vốn điều lệ 120 tỷ và GMD góp 65%. Dự án được kỳ vọng sẽ là hệ thống kết nối các dịch vụ hoạt động khai thác cảng và logistics tại khu vực kinh tế trọng điểm phía Bắc.
2. Gemadept có kế hoạch sẽ mở rộng cảng Nam Hải Đình Vũ từ 500.000 TEUs lên 650.000 TEUs trong năm 2017. Gemadept đặt mục tiêu 1.000.000 TEUs trong tương lai cho cảng Nam Hải và Nam Hải Đình Vũ.
3. Theo dự kiến, cảng Gemalink sẽ được tái khởi động vào đầu năm 2017 và dự kiến đi vào hoạt động vào giữa năm 2018. Hiện nay, cảng đã hoàn thành trên 39%. Gemalink là dự án lớn nhất tại cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải, tổng vốn đầu tư 345 triệu USD liên doanh với CMA-CGM, trong đó GMD góp 75% cổ phần. Khi hoàn thành, cảng sẽ có bến chính dài 1.150m, bến tàu feeder dài 370m với diện tích kho bãi 72 ha. Cảng có khả năng tiếp nhận tàu tải trọng lên đến 200.000 DWT và công suất 2.4 triệu TEUs/ năm. Theo ước tính, cho đến thời điểm này GMD đã đầu tư khoảng 2.500 tỷ đồng vào dự án. GMD đang tìm kiếm đối tác chiến lược (các hãng tàu, cảng) để chuyển nhượng 25% cổ phần trong số 75% cổ phần công ty đang nắm giữ tại dự án Gemalink nhằm bổ sung nguồn hàng. VCBS nhận định Gemalink là dự án có tính khả thi cao do (1) cảng Cát Lái đã quá tải, (2) cảng Gemalink khi hoàn thành sẽ kết hợp được với dự án phà/xà lan/tàu feeder vận chuyển hàng từ khu vực Hậu Giang (Mekong Port), và (3) GMD đã có một lượng khách hàng nhất định cho khu vực cảng Cái Mép-Thị Vải.
4. Dự án cảng nước sâu Hoa Sen – Gemadept tại khu vực cảng Cái Mép - Thị Vải đang được một số đối tác làm việc và sẽ xem xét khởi động, dự án có tổng vốn đầu tư 1.000 tỷ đồng, GMD góp 51% cổ phần và Tập đoàn Hoa Sen góp 45% cổ phần. Cảng khi hoàn thành sẽ có diện tích 55 ha, phần cảng có diện tích 7 ha, 48 ha được sử dụng làm khu vực hậu cần bao gồm cảng cạn ICD và hệ thống kho CFS. Công suất thiết kế là 600.000 TEUs/năm và cảng có thể tiếp nhận tàu tải trọng lên đến 70.000 DWT. Như đã nêu trên, VCBS nhận định tính khả thi của dự án đang ở mức thấp do khó khăn chung tại khu vực cảng Cái Mép – Thị Vải.

Cảng Nam Hải Đình Vũ có sự tăng trưởng ổn định, cảng được dự kiến sẽ nâng cao năng lực xếp dỡ thêm 30% công suất trong năm 2017. Dự án Nam Hải Logistics được dự kiến đưa vào hoạt động trong năm sau sẽ là cơ sở cho dự đoán khả quan về dòng tiền từ mảng này cho những năm tiếp theo. Trong bối cảnh các cảng đã hoạt động gần hết công suất, chúng tôi dự đoán doanh thu cảng biển trong năm 2016 sẽ đạt 1.838 tỷ đồng (+10% yoy), trong đó:

1. Cảng NHĐV đạt 921 tỷ đồng (+17% yoy) với sản lượng kỳ vọng tăng từ 450.000 TEUs lên 495.000 TEUs. Trong quý 1 năm 2016, cảng Nam Hải Đình Vũ có thêm một khách hàng. VCBS nhận định rủi ro cạnh tranh từ cảng VIP Green không đáng kể khi hiện tại cảng này chỉ có 2 khách hàng và cầu bến ngắn.
2. Cảng Phước Long và Dung Quất đạt 585 tỷ đồng (+5% yoy). Sản lượng kỳ vọng tăng từ 464.100

TEUs lên 478.023 TEUs đối với cảng Phước Long, và sản lượng kỳ vọng tăng từ 1,58 triệu tấn lên 1,66 triệu tấn đối với cảng Dung Quất. Trong bối cảnh các cảng lân cận có vấn đề về cầu bến và không thể đón được cùng lúc nhiều tàu, cảng Phước Long dự kiến sẽ được tăng thêm 2-3 cầu bến, mở rộng thêm 5,2 ha bao gồm cả cảng Bình Dương. Sau khi mở rộng, sản lượng depot của cảng dự kiến sẽ tăng thêm 15%.

3. Doanh thu cảng Nam Hải sẽ duy trì do đã hoạt động vượt công suất từ năm 2010.



(Nguồn VCBS, Gemadept)

Kho bãi và Vận tải

Ngành kho bãi được dự đoán tăng trưởng trong năm 2016 khi nhu cầu xuất khẩu tăng cao. Doanh thu từ kho hàng và dịch vụ hàng hóa hàng không SCSC của GMD tại cảng hàng không Tân Sơn Nhất có sự tăng trưởng ổn định vào khoảng 10% qua các năm. Thêm vào đó, doanh thu từ các ICDs và DCs tại Bình Dương, Thủ Đức và hải Dương được kỳ vọng sẽ tăng trưởng ổn định vào khoảng 9% - 10% hàng năm. Dự án Mekong Logistics giai đoạn 1 sẽ được đưa vào hoạt động trong tháng 11 năm nay, trung tâm được dự tính sẽ bắt đầu mang lại lợi nhuận từ quý 1 năm 2017. Cụ thể, dự án có tổng diện tích 15 ha, trong đó bao gồm 5 ha kho lạnh, 3 ha kho khô, diện tích còn lại dành cho cảng và depot. Mekong Logistics có lợi thế cạnh tranh với cầu cảng dài 275m. Công ty thủy sản Minh Phú là đối tác lớn với cam kết sẽ sử dụng 60% - 70% dịch vụ kho lạnh tại dự án. Với giai đoạn 2 của dự án, GMD có kế hoạch cung cấp dịch vụ phà/xà lan/tàu feeder từ Mekong Port (Hậu Giang) di chuyển trực tiếp ra cảng Cát Lái/Cái Mép. Dự án ước tính sẽ thúc đẩy tăng trưởng biên lợi nhuận do chi phí vận chuyển hàng hóa bằng phà/xà lan thấp hơn 30% - 40% chi phí vận chuyển bằng đường bộ. Ngoài ra, công ty sẽ cung cấp dịch vụ kê khai hải quan tại chỗ với mục tiêu hàng hóa có thể hoàn thành thủ tục xuất bến tại cảng Mekong Port. Với giai đoạn 2, Gemadept kỳ vọng Mekong Logistics sẽ trở thành cảng xuất nhập khẩu chính tại khu vực Hậu Giang. Hàng hóa tập trung tại đây sẽ được làm thủ tục thông quan và xuất đi các nước Hoa Kỳ, Châu Âu...thông qua cảng Cái Mép. Chúng tôi nhận định đây là dự án khả thi với điều kiện GMD có thể tập trung nguồn hàng ổn định tại cảng nhằm bảo đảm tính hiệu quả cho dịch vụ xà lan. Chúng tôi dự đoán doanh thu kho bãi và các hoạt động khác sẽ tăng trưởng 9,7% trong năm 2016 đạt 1.149 tỷ đồng.

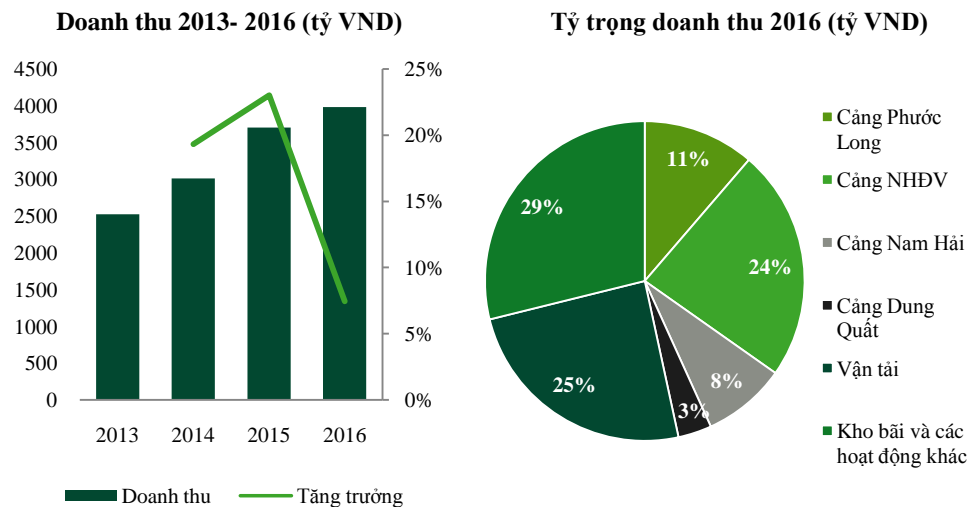
Cho đến quý 1 năm 2016, công ty đã bán 1 tàu sông và mua thêm 1 xà lan nâng tổng số xà lan lên 18 chiếc. Tuy rằng GMD sẽ thu hẹp hoạt động vận tải quốc tế bởi ngành vận tải được dự đoán sẽ gặp khó khăn bởi sự cạnh tranh gay gắt và giá cước giảm, GMD vẫn sẽ duy trì bởi mảng vận tải là một mắt xích quan trọng trong chuỗi logistics giúp GMD duy trì mối quan hệ với những khách hàng chiến lược cũng

như các hãng tàu. Ngoài ra, chính sách bảo trợ của chính phủ (ưu tiên các hãng tàu Việt Nam hoạt động trong tuyến nội địa) cũng góp phần giảm nhẹ khó khăn cho ngành vận tải. Chúng tôi dự đoán doanh thu ngành vận tải trong năm 2016 sẽ duy trì tại mức 930 tỷ đồng tương đương 2015.

Bất động sản

Ngoài ra, dựa vào doanh thu từ việc bán 85% cổ phần Gemadept Tower cho CJ, GMD dự kiến sẽ có khoản thu nhập bất thường 136 tỷ đồng từ việc bán 15% cổ phần còn lại của tòa nhà Gemadept Tower cho CJ trong năm 2016.

Chúng tôi dự báo doanh thu GMD năm 2016 sẽ đạt 3.917 tỷ đồng (+9,3% yoy), LNST đạt 524 tỷ đồng (+13,9% yoy). Tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ cảng Nam Hải Đình Vũ và hoạt động kho bãi như việc đi vào hoạt động của Mekong Logistics.



(Nguồn VCBS, Gemadept)

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh tương đối:

Sử dụng phương pháp so sánh P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu GMD là 25.308 đồng/cổ phiếu.

Mã	P/E
VSC	9,5
DVP	8,6
CLL	9,3
PDN	9,5
HAH	7,2
TB	8,8

(Nguồn VCBS)

Sử dụng phương pháp so sánh EV/EBITDA, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu GMD là 32.560 đồng/cổ phiếu.

Mã	EV	EBITDA	EV/EBITDA
VSC	3.045	302	10,08
DVP	2.644	233	11,35
CLL	957	92	10,4
PDN	597	45	13,27
HAH	1.284	132	9,73
TB	1.705	161	10,97

(Nguồn VCBS)

Kết hợp các phương pháp định giá

Mức giá hợp lý của cổ phiếu GMD là:

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
So sánh P/E	25.308	40%
So sánh EV/EBITDA	32.560	60%
Giá hợp lý	29.659	

(Nguồn VCBS)

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khuyến nghị: **Nắm giữ**

Mảng cảng biển trong năm 2016 được đánh giá khả quan khi cảng NHĐV được dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng về sản lượng. Ngoài ra, mảng kho bãi được dự đoán tăng trưởng khi Mekong Logistics và Nam Hải logistics sẽ được đưa vào hoạt động vào cuối năm 2016. Mặc dù đặc thù ngành đòi hỏi đầu tư vốn lớn vào tài sản dài hạn, GMD duy trì chỉ số Nợ/TTS hợp lý, chỉ số thanh toán tốt và tỷ suất sinh lợi ổn định qua các năm.

Tuy nhiên, Gemadept đã và đang đầu tư lượng vốn lớn vào các dự án bất động sản và trồng cao su. Trong đó, GMD đã đầu tư 1.400 tỷ đồng vào cao su trong khi dự án vẫn chưa thể đem lại lợi nhuận trước năm 2018, và dự án bất động sản cần vốn đầu tư 145 triệu USD. Ngoài ra, công ty đang giãn tiến độ thi công dự án cảng Hoa Sen khi cảng Cái Mép Thị Vải đang trong tình trạng thiếu hàng.

Doanh thu năm 2016 dự kiến sẽ đạt 3.917 tỷ đồng (+9,3% yoy), LNST đạt 524 tỷ đồng (+13,9% yoy). EPS 2015 đạt 3.849 đồng; EPS 2016 dự kiến đạt 2.920 đồng. Trong trường hợp VIG thực hiện quyền chuyển đổi trái phiếu, EPS pha loãng 2016 dự kiến đạt 2.320 đồng. Sử dụng phương pháp so sánh (P/E và EV/EBITDA), chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu GMD là 29.659 đồng/cổ phiếu. Xét đến triển vọng ngành khả quan và tình hình kinh doanh tốt của các cảng tại hải Phòng cũng như những khó khăn từ mảng cao su tự nhiên, chúng tôi khuyến nghị tiếp tục **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu GMD.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Lý Hoàng Anh Thi
Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

Trương Anh Quốc
Chuyên viên Phân tích
taquoc@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng