

CTCP GEMADEPT (GMD – HOSE)
Ngô Trúc Quỳnh

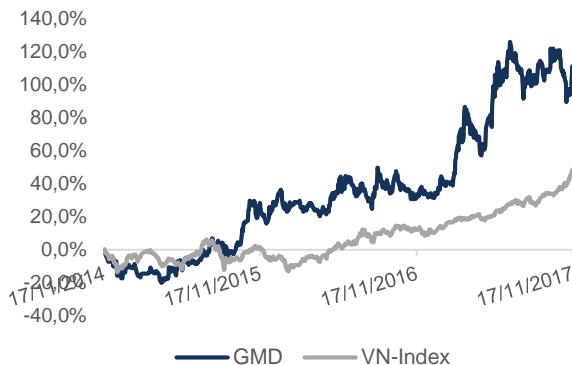
Chuyên viên phân tích

Email: quynhnt@fpts.com.vn

Tel: (84) - 86290 8686 – Ext : 7590

Biến động giá cổ phiếu GMD và VNIndex

(từ 17/11/2014 – 17/11/2017)


Thông tin giao dịch (17/11/2017)

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	41.500
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	45.800
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	26.200
Số lượng CP niêm yết (cp)	179.432.281
Số lượng CP lưu hành (cp)	288.276.957
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	697.582
% sở hữu nước ngoài	49,00%
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	2.883
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	11.963

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty cổ phần Gemadept
Địa chỉ	6 Lê Thánh Tôn, Quận 1, TPHCM
Doanh thu chính	Khai thác cảng
Chi phí chính	Chi phí dịch vụ mua ngoài
Lợi thế cạnh tranh	Sở hữu chuỗi logistics khép kín, ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm
Rủi ro chính	Cạnh tranh, suy giảm kinh tế thế giới và dòng chảy thương mại.

Danh sách cổ đông (17/11/2017)

	Tỷ lệ %
Vietnam Investment Group	30,44%
Lê Thúy Hương	7,52%
ReCollection Pte. Ltd.	7,46%
Deutsche Bank AG London	4,02%
PYN Elite Fund	1,98%
Đỗ Văn Nhân (Chủ tịch HĐQT)	0,46%

Giá thị trường (17/11/2017)

41.500

Khuyến nghị

Giá trị nội tại của cổ phiếu

55.800

Chênh lệch

34,4%

MUA
KỶ VỌNG TÁI CẤU TRÚC VÀ CẢNG NƯỚC SÂU GEMALINK

Sau 27 năm thành lập và phát triển, GMD hiện nay đã trở thành nhà khai thác cảng và cung cấp chuỗi dịch vụ logistics khép kín lớn nhất Việt Nam.

Sở hữu hệ thống cảng biển trải dài từ Bắc vào Nam cùng hệ thống trung tâm phân phối rộng khắp, GMD có lợi thế rất lớn khi có thể cung cấp các dịch vụ tích hợp trong chuỗi logistics khép kín. Năm 2019, với cảng nước sâu Gemalink đi vào hoạt động, vị thế của Gemadept sẽ ngày càng lớn mạnh, tăng sự hiện diện trong chuỗi logistics tại khu vực phía Nam. Gemadept hiện đang thoái vốn khỏi các dự án ngoài ngành nhằm tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Ngành Logistics Việt Nam đang tăng trưởng nhanh với tốc độ bình quân 20-30%/năm. Với vị thế đầu ngành, Gemadept hiện đang là đối tượng được các doanh nghiệp nước ngoài quan tâm. Tháng 10/2017, Gemadept đã bán 50,9% cổ phần tại hai công ty con Logistics & Shipping cho CJ Logistics. CJ Logistics hiện đang có một số chi nhánh hoạt động trong lĩnh vực vận tải container và vận tải hàng trọng trường nội địa tại Việt Nam. Gemadept được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ sự hợp tác với CJ Logistics thông qua việc mở rộng hệ thống khách hàng cho cả hai phân khúc logistics và cảng. Đồng thời, năng lực tài chính của CJ Logistics kỳ vọng sẽ giúp GMD Logistics mở rộng nhanh chóng trong tương lai.

Với những thay đổi về cấu trúc hoạt động, cùng với sự kỳ vọng về cảng nước sâu Gemalink và sự hợp tác với CJ Logistics. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GMD dựa trên những luận điểm phân tích đầu tư sau:

- **Động lực tăng trưởng**
- **Khả năng sinh lời**
- **Rủi ro đầu tư**
- **Đánh giá Ban lãnh đạo**
- **Định giá**

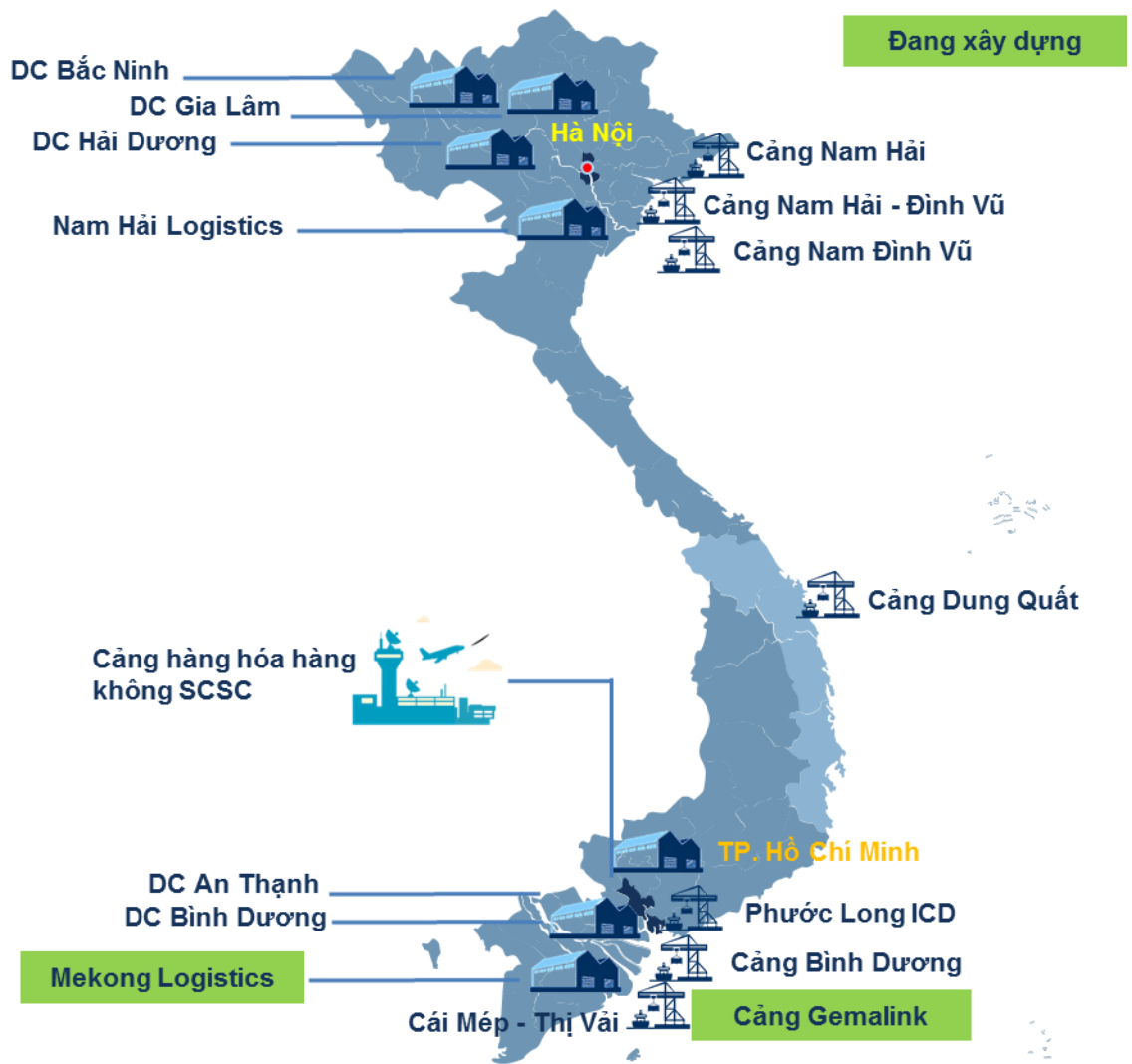
I. ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG TỪ CẢNG NAM ĐÌNH VŨ VÀ CẢNG NƯỚC SÂU GEMALINK

Từ năm 2018, GMD được kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ cả về doanh thu và lợi nhuận nhờ việc đưa cảng Nam Đình Vũ và Gemalink đi vào hoạt động tại thị trường phía Bắc và phía Nam. Bên cạnh đó, ngành logistics với tiềm năng còn lớn cũng là động lực thúc đẩy lợi nhuận của GMD trong trung và dài hạn.

1. GMD là một trong số ít những doanh nghiệp Việt Nam có thể cung cấp trọn gói dịch vụ logistics

Trong số các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ logistics và khai thác cảng trong nước, Gemadept là một trong số ít những doanh nghiệp có sự hiện diện trong mọi khâu của chuỗi dịch vụ logistics. Nhờ sở hữu các tài sản trong chuỗi giá trị logistics như hệ thống cảng biển, trung tâm phân phối (Distribution Center – viết tắt là DC), các kho chứa, các điểm thông qua nội địa (ICD), đội tàu và sà lan cũng như đội xe tải lớn, Gemadept đã tận dụng lợi thế này để trở thành nhà cung cấp dịch vụ logistics tích hợp, từ đầu đến cuối trong chuỗi cung ứng. Điều này giúp công ty có sự kiểm soát tốt hơn so với việc thuê tài sản từ bên thứ ba, đồng thời tiết giảm chi phí thuê ngoài trong hoạt động kinh doanh.

Hình: GMD hiện diện trong mọi khâu của chuỗi giá trị logistics và khai thác cảng.



Các tài sản GMD hiện đang sở hữu bao gồm:

Cảng biển: GMD đang sở hữu và vận hành 4 cảng biển trải dọc bờ biển miền Bắc, miền Trung và miền Nam, bao gồm: cảng Nam Hải, cảng Nam Hải Đình Vũ, cảng Dung Quất và Phước Long ICD. Trong tương lai, sau khi đưa thêm hai cảng Nam Đình Vũ và Gemalink đi vào hoạt động, dự kiến GMD sẽ có thị phần lớn nhất tại cụm cảng Hải Phòng (11%) và chiếm 30% thị phần cả nước.

Trung tâm phân phối: Tính đến thời điểm hiện tại, GMD sở hữu mạng lưới DC lớn nhất so với các đối thủ lớn trong ngành. Nhờ hệ thống kho rộng khắp, GMD có đủ khả năng phục vụ các khách hàng lớn như Unilever, P&G, Masan... vốn là những doanh nghiệp có hệ thống nhà máy và thị trường tiêu thụ trải rộng trên cả nước. Lợi thế này giúp gia tăng năng lực cạnh tranh cho GMD so với đối thủ trong ngành.

Điểm thông quan nội địa (ICD): Gemadept đang vận hành ICD Phước Long (TP.HCM) và ICD Nam Hải (TP. Hải Phòng). Trong đó, ICD Phước Long là cảng cạn đầu tiên của Việt Nam. Bắt đầu hoạt động từ năm 1995, ICD Phước Long đã có gần 30 năm hoạt động cung cấp các gói dịch vụ đa dạng từ thông quan, vận chuyển bằng xe tải và vận chuyển sà lan đến các kho thu gom hàng lẻ CFS. Trong khi đó, ICD Nam Hải là ICD lớn nhất khu vực Hải Phòng hiện nay. ICD Nam Hải có tổng diện tích hơn 21ha, trong đó GMD khai thác 7ha làm bãi container, phần còn lại sẽ phát triển thành trung tâm phân phối và kho ngoại quan cung cấp các gói dịch vụ logistics door-to-door cho các doanh nghiệp trong KCN ở khu vực Hải Phòng. Việc đưa vào vận hành ICD Nam Hải sẽ giúp GMD có thể cung cấp thêm các dịch vụ mang tính giá trị gia tăng cao, thay vì chỉ đơn thuần cung cấp các dịch vụ xếp dỡ và kho bãi như hiện tại.

Cảng hàng hóa hàng không: GMD hiện đang nắm giữ 32,89% cổ phần tại CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS – UpCom) – tính đến cuối Q3/2017. SCS chuyên cung cấp các dịch vụ hàng hóa hàng không tại sân bay Tân Sơn Nhất. Sau hơn 6 năm hoạt động, SCS đã có 23 hãng hàng không là khách hàng trong tổng số 47 hãng hàng không có mặt tại Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất, trong đó có những hãng hàng không lớn trên thế giới như: Cathay Pacific Airways, Cargolux, Singapore Airlines, Thai Airways, Emirates SkyCargo, Turkish Cargo, HongKong Airlines...

Đội tàu: GMD đang sở hữu 3 tàu feeder (tàu con), bao gồm Pacific Pearl, Pacific Grace và Pacific Express với tổng công suất 2.284 TEU. Nhờ sở hữu đội tàu này mà GMD có thể hoàn thiện chuỗi giá trị dịch vụ logistics, cung cấp dịch vụ trọn gói cho khách hàng đồng thời hạn chế được việc sử dụng dịch vụ thuê lại phương tiện từ bên thứ ba, giúp tối ưu hóa khả năng hoạt động của công ty.

Đội sà lan: Ngoài đội tàu hàng hải, GMD còn đang vận hành 14 sà lan vận tải đường thủy với công suất mỗi sà lan 50-160 TEU. Trong năm 2017, GMD đã đóng thêm 2 tàu sông lớn với công suất 200 TEU nhằm củng cố vị thế khai thác trên tuyến Việt Nam – Campuchia đồng thời đóng vai trò chủ lực kết nối các cảng khu vực TP. Hồ Chí Minh với khu vực cảng Cái Mép và vùng Đồng bằng Sông Cửu Long. Tàu đã được hạ thủy vào tháng 8/2017. Đây là tàu lớn nhất và hiện đại nhất trên thị trường hiện nay.

Đội xe tải: Công ty đang sở hữu đội xe tải lớn bao gồm: 250 xe đầu kéo, 52 xe tải nhẹ (loại 1,5-5 tấn) phục vụ các tuyến đường ngắn và 250 rơ-móc. Bên cạnh đó, GMD còn hợp tác với 10 công ty khác với năng lực cung cấp hơn 200 xe tải đủ chủng loại.

2. Triển vọng trong trung và dài hạn

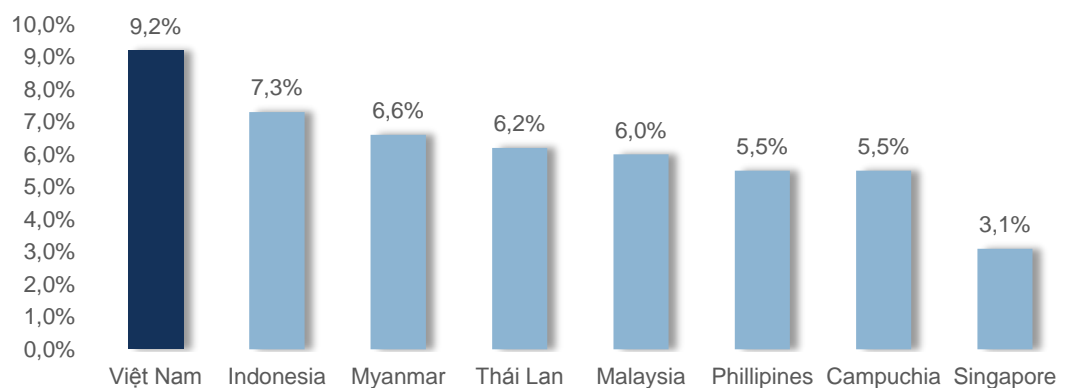
Với vị trí nằm ngay cạnh Biển Đông – một cầu nối thương mại đặc biệt quan trọng trên bản đồ hàng hải thế giới, Việt Nam có vị trí địa lý thuận lợi để phát triển ngành khai thác cảng.

Khu vực cảng biển phía Bắc của Việt Nam là cửa ngõ kết nối tiếp giáp với các quốc gia Đông Bắc Á như Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc và Hồng Kông. Trong khi đó, khu vực cảng biển miền Nam có vị trí kết nối các nước châu Á trên tuyến vận tải quốc tế đi các châu lục khác.

Công ty tư vấn vận tải biển thế giới – Drewry, dự báo trong 8 quốc gia khu vực Đông Nam Á bao gồm: Việt Nam, Thái Lan, Singapore, Philippines, Malaysia, Indonesia, Myanmar và Campuchia thì Việt Nam là quốc gia có tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển giai đoạn 2013-2020 là cao nhất, đạt 9,2%/năm ([xem biểu đồ 1](#)). Động lực chính của ngành sẽ đến từ hoạt động xuất nhập khẩu, được thúc đẩy bởi dòng vốn FDI chảy vào ngành công nghiệp sản xuất đang tăng mạnh.

Biểu đồ 1

Tăng trưởng lượng hàng container thông qua hệ thống cảng biển các quốc gia Đông Nam Á 2013-2020

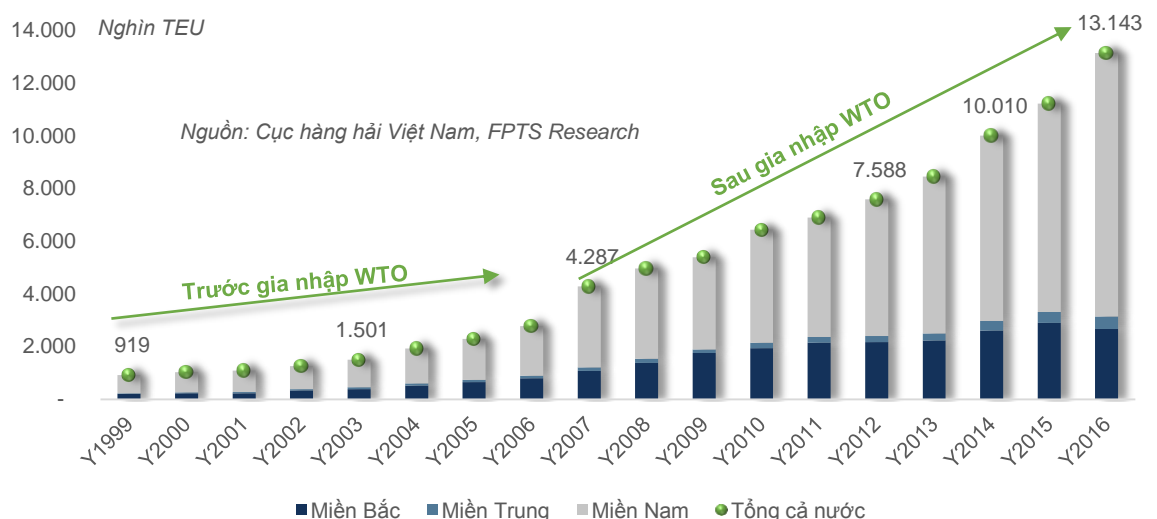


Nguồn: Drewry, FPTs Research

Ngành cảng biển Việt Nam đang trong giai đoạn phát triển, sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam luôn tăng trưởng đều đặn qua các năm, với tốc độ tăng trưởng kép trong giai đoạn 2000-2016 là 16,6%/năm, từ 1.150 nghìn TEU lên 13.360 nghìn TEU. Sự tăng trưởng này chủ yếu đến từ việc Việt Nam đang trở thành trung tâm sản xuất của khu vực. Việt Nam cũng đang trong quá trình hội nhập và mở cửa thương mại với những hiệp định FTA được ký kết.

Biểu đồ 2

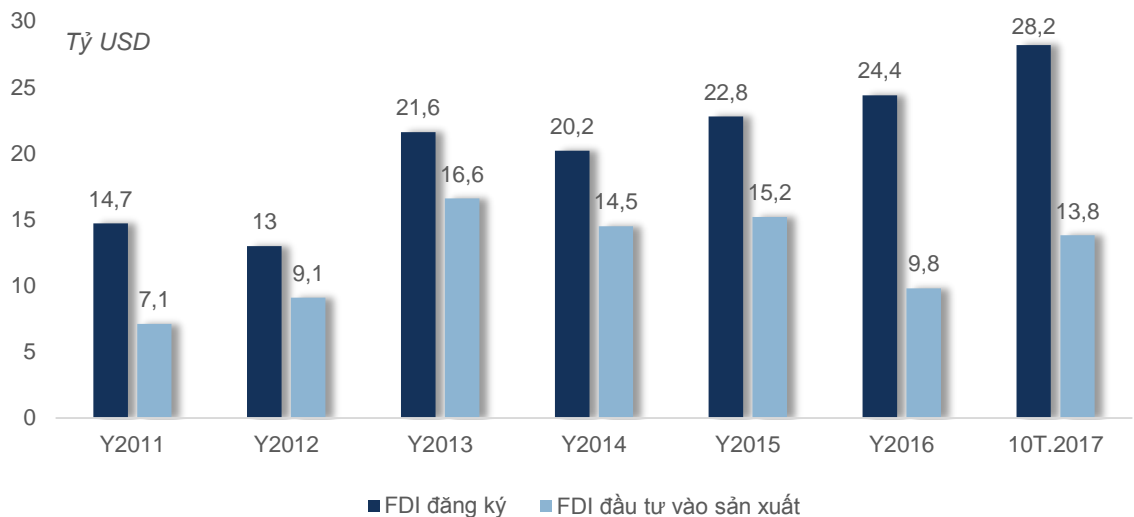
Sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam 2000-2016



Việt Nam đang đón dòng vốn lớn từ FDI chảy vào ngành sản xuất. Trong báo cáo Ngành cảng biển ([xem tại đây](#)), chúng tôi đã chứng minh khối doanh nghiệp FDI có tác động rất lớn đến sự phát triển của ngành cảng biển thông qua các hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa. Thương mại của Việt Nam được dự báo sẽ vẫn duy trì tích cực trong giai đoạn 2017-2020 nhờ vào các hiệp định FTA đã ký kết và xu hướng dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam vẫn khả quan. Trong đó, lĩnh vực thu hút FDI nhiều nhất là ngành sản xuất ([xem biểu đồ 3](#)). Điều này được phản ánh qua sự chuyển hướng của các công ty sản xuất lớn đa quốc gia từ Trung Quốc sang Việt Nam như Samsung, LG.... Những sự chuyển hướng này sẽ thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu các thiết bị, máy móc sang Việt Nam và xuất khẩu thành phẩm trong ngắn hạn, từ đó làm gia tăng sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu thông qua các cảng biển cao hơn. Trong trung và dài hạn, xu hướng này sẽ tạo ra nhu cầu ổn định cho các dịch vụ logistics trong quá trình vận chuyển, phân phối các nguyên liệu thô nhập khẩu, cũng như xuất khẩu thành phẩm.

Biểu đồ 3

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam 2011-10T.2017



Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTs Research

Nhu cầu đối với dịch vụ logistics trong vài năm tới còn được hỗ trợ bởi 3 yếu tố sau: (1) Nền kinh tế đang cải thiện và hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp tại Việt Nam ngày càng khả quan hơn; (2) Thị trường bán lẻ hiện đại và Thương mại điện tử đang phát triển nhanh chóng tại Việt Nam làm gia tăng nhu cầu vận chuyển, kho bãi và các dịch vụ logistics khác; (3) Chất lượng cơ sở hạ tầng Việt Nam ngày càng cải thiện.

Bảng: Dự báo tăng trưởng Xuất Nhập khẩu của Việt Nam 2016-2020

Tổ chức dự báo	Dự báo
BMI, GSO, ADB	10,3%
HSBC, Oxford Economics	11,2%

Bảng: Cơ sở hạ tầng của Việt Nam đang ngày càng cải thiện

Loại hình	Xếp hạng/142	Xếp hạng/144	Xếp hạng/139	Xếp hạng/144	Xếp hạng/140
	Năm 2011/2012	Năm 2012/2013	Năm 2013/2014	Năm 2014/2015	Năm 2015/2016
CSHT đường bộ	123	120	102	104	93
CSHT đường sắt	71	68	58	52	48
CSHT hàng không	111	113	98	88	75
CSHT cảng biển	95	94	92	87	76

Nguồn: Global Competitiveness Report 2011-2016, FPTs Research

3. Kỳ vọng vào cảng mới Nam Đình Vũ và cảng nước sâu Gemalink

3.1 Cảng Nam Đình Vũ

Gemadept hiện đang xây dựng cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 có công suất 600.000 TEU tại Hải Phòng với tổng số vốn đầu tư là 75 triệu USD, dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào tháng 12/2017 – 1/2018. Việc đầu tư thêm cảng Nam Đình Vũ một mặt giải quyết tình trạng hai cảng Nam Hải và Nam Hải – Đình Vũ đã hoạt động hết công suất, mặt khác nhằm đón đầu xu hướng nguồn hàng của các cảng ở phía thượng lưu sông Cấm san sẽ cho các cảng phía hạ lưu khi cầu Bạch Đằng hoàn thành vào cuối năm 2017.

Bảng: Tiến trình xây dựng cảng Nam Đình Vũ

Giai đoạn	Dự kiến hoàn thành	Vốn đầu tư	Chiều dài cầu bến
1	12/2017 – 01/2018	75 triệu USD	440m
2	06/2019 – 01/2021	75 triệu USD	440m
3	06/2021 – 01/2023	115 triệu USD	660m
Tổng cộng		265 triệu USD	1.540m

Cảng Nam Đình Vũ là cảng có lợi thế nhất so với các cảng biển khác trong khu vực Hải Phòng. Đặc biệt là vị trí nằm sát ngay cửa ngõ ra biển (trước cảng VIP Green) (*xem hình 1*), mớn nước sâu nên có thể đón được tàu có trọng tải 30.000 DWT. Sau khi hoàn thành cả 3 giai đoạn đầu tư, cảng Nam Đình Vũ sẽ có chiều dài cầu cảng khoảng 1.540m (dài nhất trong số các cảng ở khu vực Hải Phòng), bao gồm 7 bến cảng, tổng diện tích 65ha và có công suất toàn phần 1,2 triệu TEU/năm, nâng năng lực làm hàng container của GMD tại Hải Phòng lên 2 triệu TEU/năm (tương đương với PHP – cảng container lớn nhất ở Hải Phòng hiện nay).

Giai đoạn 1 của dự án bao gồm 2 cầu cảng và được triển khai trên diện tích 20ha. Khi giai đoạn 1 hoàn thành, tổng công suất khai thác của Gemadept tại khu vực cảng Hải Phòng sẽ lên tới 1,3 triệu TEU/năm, gấp gần 2 lần so với hiện tại. Bên cạnh vị trí địa lý thuận lợi, cảng Nam Đình Vũ còn nằm trong khu vực gần các cụm sản xuất công nghiệp lớn (KCN Đình Vũ). Đây là nguồn hàng tiềm năng cho GMD khai thác.

Hình 1: Cảng Nam Đình Vũ có vị trí ngay cửa biển

 **Luồng tàu vào cảng**



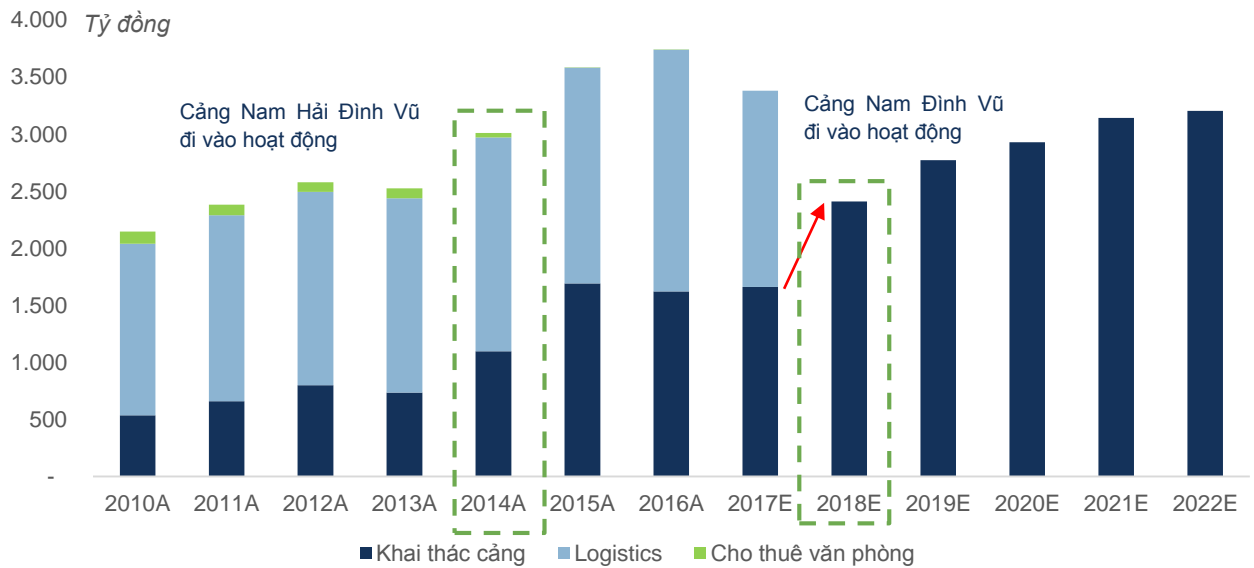
Nguồn: Google Maps, FPTs Research

Trong tương lai, các cảng ở hạ nguồn sông Cấm sẽ tiếp nhận một lượng hàng từ các cảng thượng nguồn chuyển sang do những cảng thượng nguồn hiện đều đang hoạt động với công suất tối đa. Các cảng này cũng không thể tiếp nhận được các tàu có trọng tải lớn vốn đang là xu hướng của ngành vận tải biển thế giới. Ngoài ra, việc Cầu Bạch Đằng hoàn thành cuối năm 2017 khiến việc cập cảng tại các cảng thượng nguồn trở nên khó khăn hơn. Cảng Nam Đình Vũ có vị trí tốt nhất tại khu vực cảng Hải Phòng, giúp các hãng tàu quốc tế tiết kiệm được nhiên liệu cũng như thời gian quay trở tàu. Nhờ vậy, cảng Nam Đình Vũ cũng sẽ có khả năng thương thuyết về cước phí cao hơn so với các cảng khác. Theo khảo sát của FPTTS, phí xếp dỡ container 20 feet tại Hải Phòng trung bình vào khoảng 36-40 USD/TEU. Trong đó, mức phí xếp dỡ container 20 feet tại các cảng hạ nguồn hiện cao hơn, vào khoảng 40-41 USD/TEU, trong khi các cảng thượng nguồn chỉ khoảng 32-35 USD/TEU.

Sau khi đi vào hoạt động, nhờ các lợi thế sẵn có, cảng Nam Đình Vũ sẽ có thể hỗ trợ cảng Nam Hải Đình Vũ trong trường hợp một trong hai cảng đang làm hàng, không còn bến để tiếp nhận các tàu đến sau. Nhờ đó, vị thế của cảng Nam Hải Đình Vũ cũng sẽ được nâng cao hơn.

Cảng nước sâu Lạch Huyện dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào tháng 5/2018. Đây là cảng trung chuyển đầu tiên tại miền Bắc, có thể đón các tàu mẹ, có trọng tải lớn đến 100.000 DWT vào làm hàng (*xem vị trí cảng Lạch Huyện ở hình 1*). Tính tới thời điểm hiện tại, cảng Lạch Huyện đã hoàn thành xong 3 cầu cảng, hệ thống bãi depot phục vụ đã có thể đi vào hoạt động. Đánh giá về tác động của Lạch Huyện, đại diện phía Gemadept cho biết cảng Nam Đình Vũ có nhiều lợi thế hơn vì những nguyên nhân sau:

- Cảng Nam Đình Vũ nói riêng và các cảng tại cụm cảng Hải Phòng nói chung hiện nay chủ yếu phục vụ cho các tuyến intra – Asia (liên Á), hàng hóa được vận chuyển từ cụm cảng Hải Phòng lên cảng Shanghai, HongKong, Busan, Tokyo... Những tuyến này đều có khoảng cách ngắn nên thường dùng tàu trọng tải 20.000-30.000 DWT. Do đó, phân khúc khách hàng (tàu) mà cảng Nam Đình Vũ và cảng Lạch Huyện khai thác là khác nhau.
- Vị trí cảng Nam Đình Vũ nằm ngay trước khu công nghiệp Đình Vũ – nguồn hàng chính của các cảng tại sông Cấm (*xem hình 1*). Trong khi đó, cảng Lạch Huyện mới đi vào hoạt động sẽ cần thêm thời gian để tìm kiếm nguồn hàng.
- Do cảng nước sâu Lạch Huyện có chi phí đầu tư lớn (90 triệu USD, cao hơn 20% so với cảng Nam Đình Vũ của GMD) và định hướng phát triển thành cảng trung chuyển, phục vụ các tàu mẹ 100.000 DWT nên giá cước dịch vụ sẽ cao hơn nhiều so với các cảng phục vụ phân khúc tàu 20.000-30.000 DWT.
- Hàng hóa được vận chuyển từ đất liền ra cảng Lạch Huyện (đối với hàng xuất khẩu) và ngược lại (đối với hàng nhập khẩu) đều phải đi qua cầu Tân Vũ – Lạch Huyện dài khoảng 15-16km, làm phát sinh thêm chi phí vận chuyển container/hàng hóa bằng xe tải (phí trucking) và mất nhiều thời gian hơn. Chúng tôi ước tính chi phí trucking từ cảng Lạch Huyện (qua cầu Tân Vũ) đến các khu công nghiệp Hải Phòng và Hà Nội cao hơn khoảng 2-2,2 triệu đồng/container 20 feet so với vận chuyển trực tiếp từ cảng Nam Đình Vũ.

Biểu đồ 4
Quy mô Doanh thu của GMD 2010-2022E


Nguồn: GMD, FPTs Research

GMD đã thoái 50,9% mảng logistics trong đầu tháng 10/2017, vì thế doanh thu từ mảng này không còn được hợp nhất từ Q4/2017 (chỉ hợp nhất 9T2017). Doanh thu từ cho thuê văn phòng cũng không còn được ghi nhận do công ty đã bán xong 15% còn lại của Tòa nhà CJ Tower. Từ năm 2018, doanh thu của GMD chỉ thuần từ hoạt động khai thác cảng.

Doanh thu khai thác cảng năm 2017 của GMD sẽ không có nhiều sự đột phá, dự kiến chỉ tăng trưởng 2,3% so với năm 2016, đạt 1.662 tỷ đồng do các cảng hiện tại đã hoạt động hết công suất và tình hình cạnh tranh đang gay gắt khi cầu Bạch Đằng chuẩn bị hợp long vào cuối 2017.

Cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động từ đầu năm 2018 sẽ tạo ra sự đột biến về doanh thu khai thác cảng cho GMD. Chúng tôi dự kiến cảng Nam Đình Vũ sẽ đạt hiệu suất 65% trong cả năm 2018. Lộ trình lấp đầy công suất các năm sau sẽ là 95% năm 2019 và 105% năm 2020. Cơ sở để đạt được hiệu suất này là sau năm 2017 khi cầu Bạch Đằng hợp long, một lượng hàng từ phía thượng nguồn sông Cấm sẽ được chuyển về phía hạ nguồn. Bên cạnh đó, GMD đã tiến hành nghiên cứu và đàm phán với các hãng tàu để đảm bảo nguồn hàng ổn định cho cảng, tránh hiện tượng tài sản đầu tư hoàn tất nhưng không có hàng để khai thác. Ngoài ra, nhờ vị trí thuận tiện nhất nên cảng Nam Đình Vũ được kỳ vọng sẽ là sự lựa chọn ưu tiên của các tàu vào làm hàng.

3.2 Cảng nước sâu Gemalink

Dự án Gemalink là liên doanh giữa Gemadept và Tập đoàn CMA-CGM của Pháp, trong đó GMD góp 75% vốn, còn CMA-CGM góp 25% phần còn lại. Tổng vốn đầu tư của dự án Gemalink khoảng 345 triệu USD, trong đó vốn đầu tư giai đoạn 1 là 300 triệu USD.

Cảng Gemalink là cảng nước sâu có quy mô lớn nhất tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải, với tổng diện tích lên đến 72ha. Cảng nằm ngay cửa sông với môn nước sâu nhất, thuận tiện cho việc quay trở tàu và tiết kiệm được thời gian cũng như chi phí (xem hình 2). Cầu cảng cho tàu mẹ có chiều dài 1.150m và cầu cảng cho tàu feeder (tàu gom) dài khoảng 370m, cho phép Gemalink tiếp nhận cùng lúc các tàu feeder và tàu mẹ cùng thời điểm, đây chính là lợi thế cạnh tranh của Gemalink so với các cảng còn lại tại Cái Mép – Thị Vải.

Gemalink sẽ hoạt động như một cảng trung chuyển trong khu vực. Hàng hóa qua cảng sẽ được vận chuyển trực tiếp từ Việt Nam tới khu vực Bắc Mỹ và Châu Âu mà không cần các tàu gom (tàu feeder) kết nối với các trung tâm trung chuyển khác như Singapore và HongKong. Việc không dùng đến tàu gom và giảm bớt được chi phí trung chuyển ước tính tiết kiệm khoảng 150-300 USD/TEU đối với những container đi và đến Việt Nam. Do GMD sẽ chỉ nắm giữ 50% cổ phần Gemalink nên lợi nhuận từ cảng này sẽ đóng góp vào Lợi nhuận của GMD thông qua hình thức Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết.

Hình 2: Cảng Gemalink có vị trí ngay cửa sông, tiếp nhận được cỡ tàu lớn nhất



Nguồn: GMD, Google Maps, FPTs Research

Giai đoạn 1 của dự án bao gồm 880m cầu cảng cho tàu mẹ và 260m cầu cảng cho tàu feeder, với depot, bãi container, và kho bãi rộng 33ha. Cảng có thể tiếp nhận tàu có trọng tải lên đến 200.000 DWT (tương đương 20.000 TEU – cỡ tàu lớn nhất hiện tại), công suất xếp dỡ giai đoạn 1 là 1,2 triệu TEU/năm. Sau khi tạm hoãn do tình trạng suy thoái kinh tế năm 2012, Gemadept hiện đã có kế hoạch khởi động lại dự án Gemalink. Có hai nguyên nhân khiến Gemadept quyết định khởi động lại dự án này:

- **Sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng Cái Mép – Thị Vải đang cho thấy dấu hiệu khả quan hơn.** Thực tế, sản lượng container qua cụm cảng này trong năm 2016 tăng mạnh 37% so với năm 2015, đạt gần 2 triệu TEU. Trong khi đó, xu hướng sáp nhập và gia tăng kích cỡ tàu của các hãng vận tải biển đã tạo ra nhu cầu cấp thiết với các cảng nước sâu có thể đón được các tàu trọng tải lớn. Mặc dù cụm cảng Cái Mép – Thị Vải đang trong tình trạng dư thừa công suất, tuy nhiên, nếu không tính đến công suất của hai cảng SP-PSA và cảng SITV ở phía thượng nguồn sông Thị Vải không thể đón được các tàu có sức chở lớn hơn 5.000 TEU, hiệu suất khai thác thực tế của cụm cảng Cái Mép – Thị Vải theo GMD là 70% năm 2016 và sẽ tăng lên 89% trong năm 2017. Vì vậy, việc tái khởi động dự án Gemalink giai đoạn 1 với công suất 1,2 triệu TEU sẽ có điểm rơi khai thác vào năm 2019 – cũng là thời điểm cụm cảng này được dự đoán là bị quá tải nguồn hàng.

- **CMA-CGM – đối tác liên doanh với Gemadept đang nắm giữ 25% cổ phần Gemalink, cam kết cung cấp 60-80% nguồn hàng:** CMA-CGM đã cam kết đảm bảo khoảng 800.000-1.000.000 TEU sản lượng qua cảng Gemalink (tương đương 60-80% công suất thiết kế giai đoạn 1). Theo xếp hạng của Alphaliner – tổ chức chuyên thống kê và phân tích về ngành cảng biển và vận tải biển, CMA-CGM là hãng tàu lớn thứ ba trên thế giới. Năm 2016, CMA-CGM cũng đã mua lại thành công hãng tàu NOL-APL – hãng tàu container lớn nhất khu vực Đông Nam Á. CMA-CGM là hãng tàu rất mạnh trên tuyến Châu Á – Châu Âu và là một trong những hãng có nhiều tàu ghé cụm cảng Cái Mép – Thị Vải nhất (2016). Do vậy, chúng tôi cho rằng đây là một ưu thế lớn của Gemalink nhờ có được nguồn hàng ổn định từ hãng tàu này. ĐHCĐ 2017 của Gemadept đã thông qua việc bán bớt 25% cổ phần trong số 75% cổ phần công ty đang nắm giữ tại Gemalink cho đối tác khác bên cạnh cổ đông hiện hữu CMA-CGM. Chúng tôi cho rằng khả năng cao đó cũng sẽ là một chủ hàng, giúp bổ sung thêm nguồn hàng cho Gemalink.
- Trong tương lai, tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu sẽ triển khai chính sách quy hoạch tổng thể phát triển dịch vụ Logistics tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải. Tỉnh sẽ tập trung đầu tư và xây dựng trung tâm Logistics với quy mô khoảng 800 ha tại khu vực Cái Mép hạ. Trung tâm logistics này có vị trí nằm ngay sau cảng Gemalink.

4. Thoái vốn khỏi các dự án ngoài ngành và bán 50,9% hai công ty con logistics cho CJ Logistics

Tại ĐHCĐ thường niên 2017, GMD đã thông qua việc thoái vốn khỏi các dự án ngoài ngành và một số dự án logistics nhằm tập trung nguồn lực cho hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty. Diễn biến hoạt động thoái vốn tính đến thời điểm viết báo cáo như sau:

STT	Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ dự kiến chuyển nhượng	Mục đích	Giá gốc cuối Q2/2017 (tỷ đồng)	Tình trạng
1	Các dự án cao su	100%	51-100%	Tập trung phát triển hoạt động kinh doanh cốt lõi	1.377,2	Đang tìm đối tác
2	Tòa nhà CJ Tower (Công ty TNHH CJ Việt Nam)	15%	15%	Tập trung phát triển hoạt động kinh doanh cốt lõi	140,4	Đã hoàn tất chuyển nhượng cho CJ O Shipping Co.Ltd
3	Cảng Hoa Sen - Gemadept	51%	51%	Tập trung phát triển cảng Gemalink	70,9	Đã hoàn tất
4	Cảng Cái Mép Terminal Link (Gemalink)	75%	25%	Chuyển nhượng cho đối tác chiến lược, ưu tiên hãng tàu để bổ sung thêm nguồn hàng cho Gemalink	1.373,2	Đang tìm đối tác
5	Công ty TNHH Vận tải biển Gemadept Holding	100%	50,9%	Tập trung hoạt động kinh doanh cốt lõi; chia cổ tức đặc biệt	264,9	Đã hoàn tất chuyển nhượng cho CJ Logistics
6	Công ty TNHH Logistics Gemadept Holding	100%	50,9%	Tập trung hoạt động kinh doanh cốt lõi; chia cổ tức đặc biệt	140,8	Đã hoàn tất chuyển nhượng cho CJ Logistics

Nguồn: Gemadept, FPTs Research

Theo đó, Gemadept đã chuyển nhượng vốn góp tại 4 công ty, cụ thể:

- Ngày 15/08/2017, Gemadept đã ký hợp đồng chuyển nhượng 51% cổ phần tại Cảng Hoa Sen – Gemadept (**mục 3** bảng trên), dự kiến thu về 100 tỷ lợi nhuận trước thuế.
- Ngày 01/10/2017, Gemadept đã ra nghị quyết chuyển nhượng phần vốn góp tại 3 công ty sau:
 - Chuyển nhượng 50,9% cổ phần ở hai công ty con là Công ty TNHH Gemadept Shipping Holding (**mục 5** bảng trên) và Công ty TNHH Gemadept Logistics

Holding (mục 6 bảng trên) cho CJ Logistics. Chúng tôi ước tính hai thương vụ này mang lại 2.200 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế cho GMD. Do tỷ lệ chuyển nhượng đến 50,9% nên từ Q4/2017, GMD sẽ không còn hợp nhất mảng Logistics. Tuy nhiên, mảng này vẫn đóng góp vào lợi nhuận của GMD thông qua Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết.

- Chuyển nhượng 15% phần vốn góp còn lại tại công ty CJ Việt Nam (CJ Tower) (mục 2 bảng trên) cho CJ O Shipping Co.Ltd, dự kiến thu về 100 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế.

Dòng tiền thu được từ việc thoái vốn này dự kiến được dùng để chi trả cổ tức tiền mặt đặc biệt 85% mệnh giá, tương đương 8.500 đồng/cổ phiếu cho cổ đông, phần còn lại sẽ được dùng để tái đầu tư vào các dự án hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty. Các năm trước công ty chia cổ tức tiền mặt 15-20% mệnh giá, tương đương 1.500-2.000 đồng/cổ phiếu.

Đối với dự án cảng nước sâu Gemalink, hiện GMD đang đàm phán với một số đối tác về việc chuyển nhượng 25% cổ phần của cảng này. Chúng tôi kỳ vọng GMD sẽ chuyển nhượng 25% vốn góp này cho đối tác chiến lược trong năm 2018. Do thông tin còn hạn chế, chúng tôi không ước tính lợi nhuận GMD nhận được từ thương vụ thoái vốn này. Đối với các dự án cao su, chúng tôi cho rằng sẽ có những khó khăn nhất định cho GMD khi chuyển nhượng do giá cao su vẫn đang ở vùng thấp so với quá khứ.

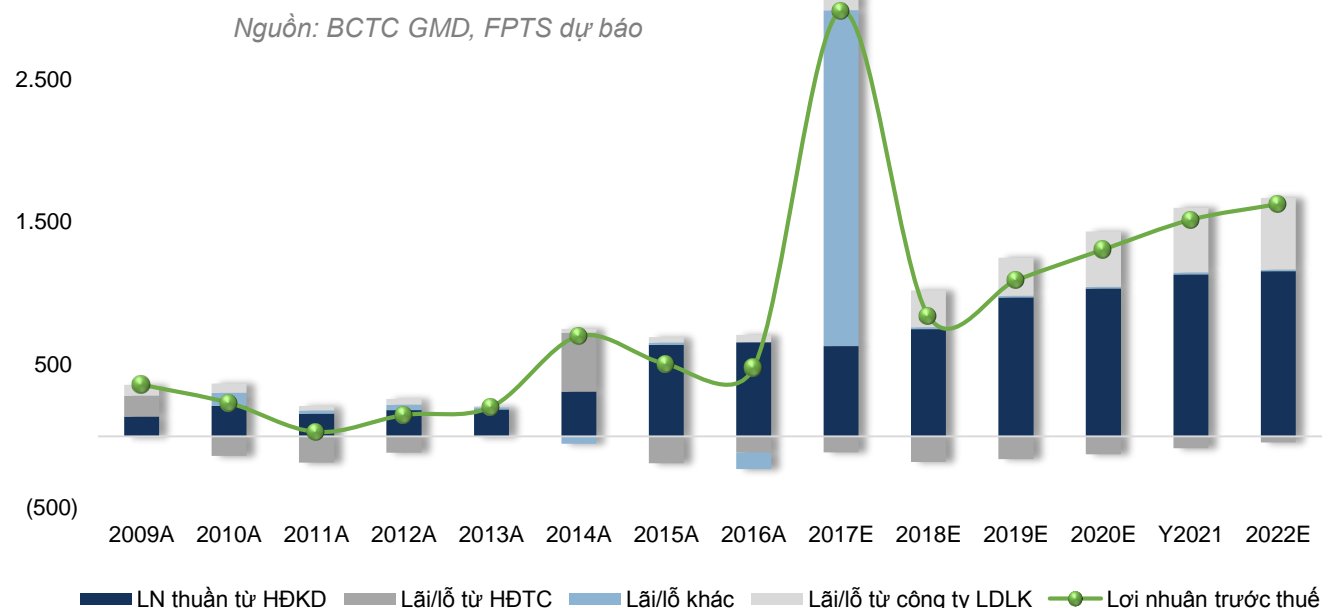
Như vậy, trong năm 2017, GMD sẽ ghi nhận lợi nhuận đột biến từ các thương vụ thoái vốn trên. Cũng từ 2017, lợi nhuận trước thuế của GMD có sự đóng góp rất lớn từ hoạt động của các công ty liên doanh liên kết, đến từ các công ty sau: (1) Các công ty hoạt động trong lĩnh vực Logistics mà GMD vừa thoái 50,9% vốn trên; (2) Cảng nước sâu Gemalink dự kiến bắt đầu hoạt động từ tháng 6/2019; (3) Cảng hàng hóa hàng không SCSC và (4) Các công ty liên doanh, liên kết khác (các công ty này đóng góp lợi nhuận cho GMD không đáng kể do có lợi nhuận rất thấp, thậm chí âm).

Biểu đồ 5

Lợi nhuận trước thuế của GMD từ 2009-2022E

Tỷ đồng

3.500

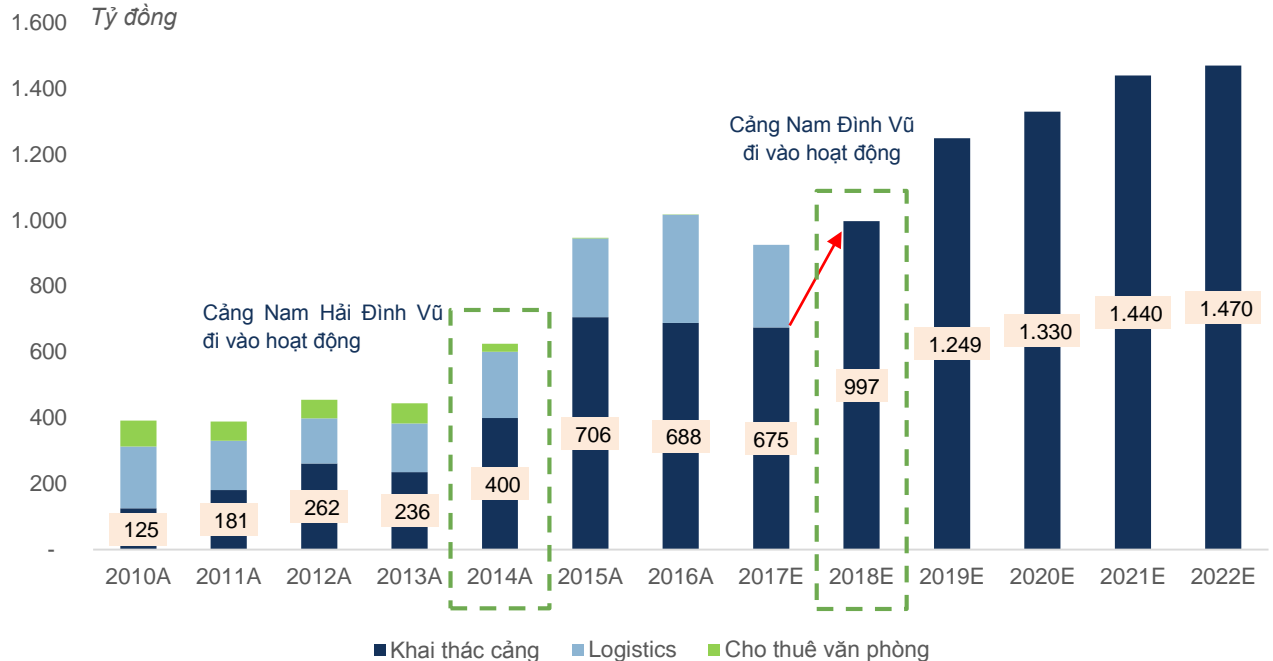


II. KHẢ NĂNG SINH LỜI

Biên lợi nhuận được cải thiện từ 2018 nhờ cảng mới Nam Đình Vũ đi vào hoạt động và không còn hợp nhất mảng Logistics

Biểu đồ 6

Lợi nhuận gộp của GMD 2010-2022E

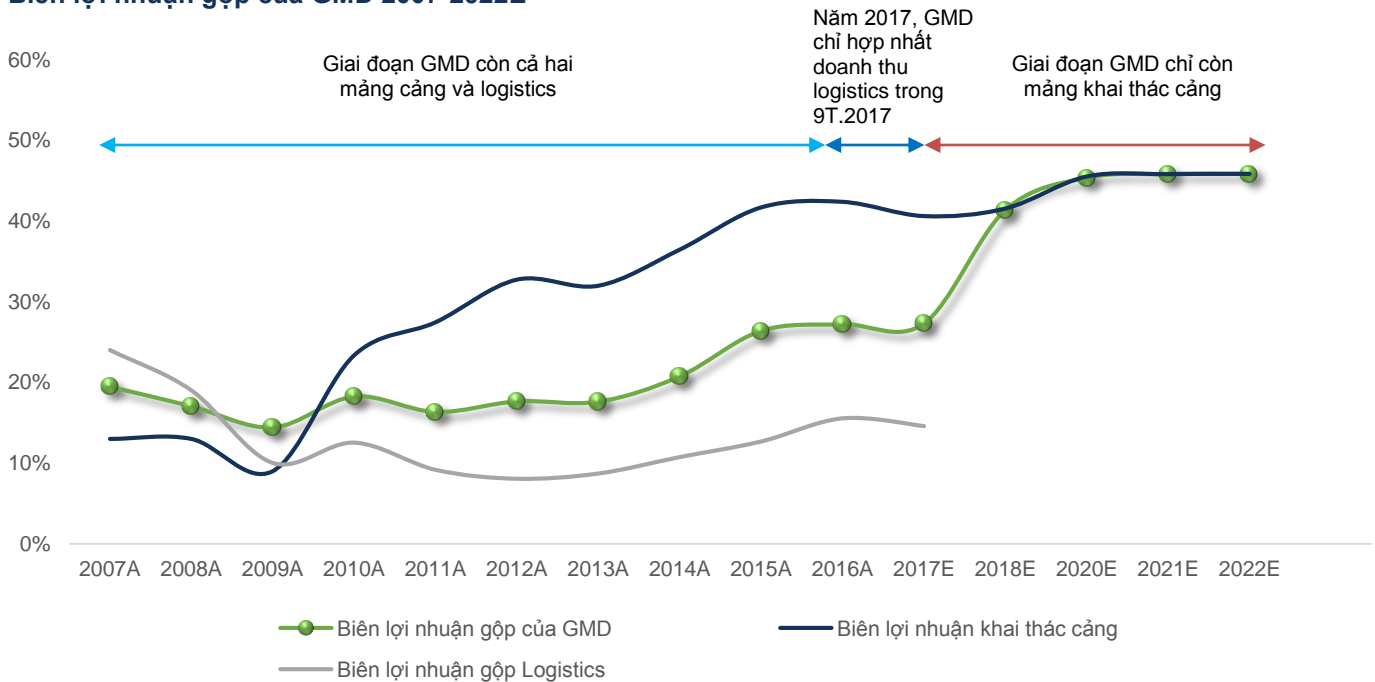


Nguồn: GMD, FPTs Research

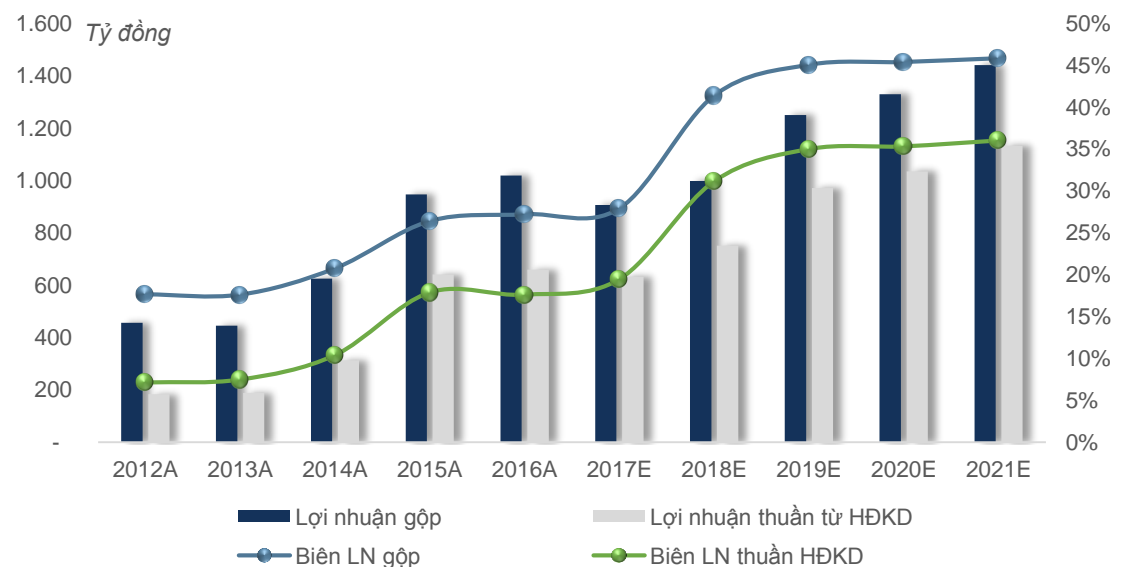
Cùng với sự tăng trưởng của doanh thu, lợi nhuận gộp của GMD cũng tăng mạnh từ năm 2018.

Năm 2017, do các cảng đã hoạt động hết công suất và tình hình cạnh tranh tại khu vực cảng Hải Phòng ngày càng gay gắt khiến lợi nhuận gộp mảng khai thác cảng của GMD giảm nhẹ 1,9% so với năm trước. Tuy nhiên, kể từ năm 2018, nhờ đưa cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động, lợi nhuận gộp của GMD tăng mạnh lên 997,5 tỷ đồng từ mức 675,2 tỷ đồng của năm 2017. Từ năm 2019-2022, lợi nhuận gộp sẽ tăng dần theo lộ trình lấp đầy công suất cảng Nam Đình Vũ, với 65% năm 2018; 95% năm 2019 và 105% năm 2020.

Cùng với sự gia tăng của lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận gộp của GMD cũng sẽ ngày càng được cải thiện. Nhờ có vị trí thuận lợi, khả năng thương thuyết mức phí cao, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của cảng Nam Đình Vũ sẽ cao hơn hoặc ít nhất bằng biên lợi nhuận gộp của cảng Nam Hải Đình Vũ – cảng có biên lợi nhuận gộp cao nhất trong số các cảng đang hoạt động của GMD, khoảng 50%. Các cảng còn lại đều đã đi vào hoạt động ổn định nên biên lợi nhuận sẽ được duy trì ở mức tương đương các năm trước. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp của GMD sẽ ngày càng được mở rộng, từ mức 40,9% năm 2017 dự kiến tăng lên 45-46% vào năm 2022.

Biểu đồ 7
Biên lợi nhuận gộp của GMD 2007-2022E

Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh cũng cải thiện theo Biên lợi nhuận gộp và sự ổn định của Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Trong giai đoạn 2017-2022, chi phí bán hàng được dự báo duy trì tỷ lệ bình quân 1,4-1,5% doanh thu, thấp hơn mức 1,7% năm 2016 do GMD không còn hợp nhất mảng Logistics. Lưu ý rằng, chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất trong chi phí bán hàng của GMD là chi phí hoa hồng, môi giới và chi phí này chủ yếu nằm trong hoạt động Logistics. Trong khi đó, chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ duy trì tỷ lệ 8,0-8,2% doanh thu do bắt đầu từ năm 2018, GMD có thêm cảng mới Nam Đình Vũ đi vào hoạt động. Với những chuyển biến tích cực từ biên lợi nhuận gộp và không còn hợp nhất mảng Logistics có biên lợi nhuận gộp thấp (12-15%), sự ổn định của chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng, chỉ tiêu biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh cũng được cải thiện tích cực từ năm 2018.

Biểu đồ 8
Biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh của GMD 2012-2022E


Vị thế doanh nghiệp dẫn đầu ngành Khai thác cảng và Logistics trong nước

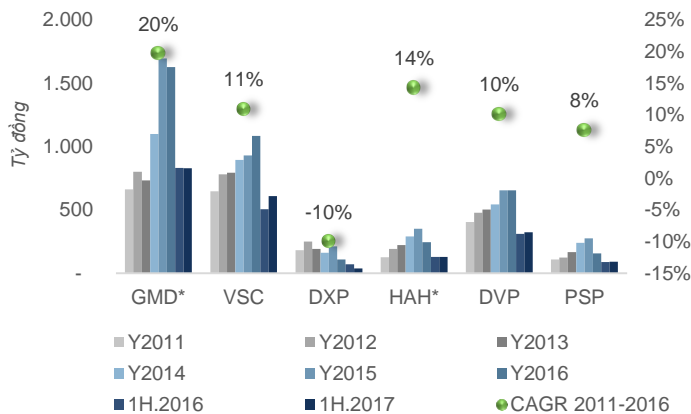
Khai thác cảng

GMD dẫn đầu về quy mô doanh thu so với các doanh nghiệp khai thác cảng trong nước nhờ sở hữu hệ thống cảng biển trải dài từ Bắc vào Nam (Chúng tôi không so sánh với PHP vì PHP sở hữu 51% cổ phần DVP nên được hợp nhất báo cáo tài chính). GMD cũng duy trì lợi nhuận gộp ở mức cao nhất trong ngành. Giai đoạn 2011-2016, GMD là doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu và lợi nhuận gộp cao nhất trong ngành, lần lượt là 20%/năm và 31%/năm.

Lợi nhuận gộp của GMD tăng mạnh trong giai đoạn 2011-2015 là hệ quả của việc gia tăng hiệu suất sử dụng của cảng. Tuy nhiên đến 2016 và nửa đầu năm 2017, lợi nhuận gộp có phần chững lại. Cảng Nam Hải và Nam Đình Vũ (khu vực Hải Phòng) đóng góp gần 80% lợi nhuận gộp của GMD, vì thế hoạt động của hai cảng này có ảnh hưởng mạnh đến lợi nhuận gộp mảng khai thác cảng của công ty. Từ tháng 1/2015, cầu Bạch Đằng bắt đầu đi vào xây dựng, các cảng ở phía thượng nguồn sông Cấm khu vực Hải Phòng phải hạ giá cước để thu hút tàu cập cảng, hai cảng Nam Hải và Nam Đình Vũ của GMD phải hạ giá cước theo tình hình chung của thị trường.

Biểu đồ 9

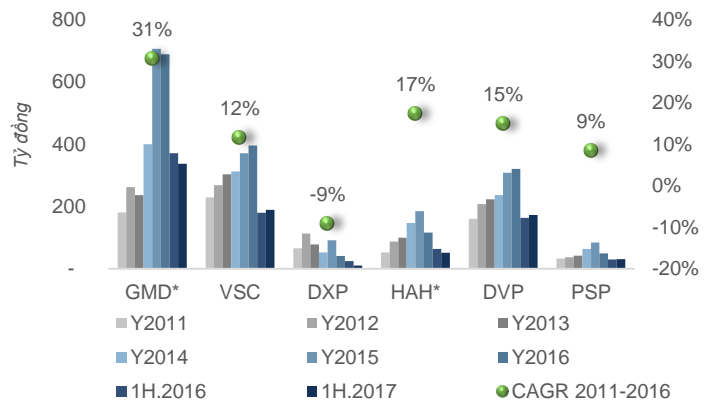
Doanh thu các doanh nghiệp Khai thác cảng 2011-2016



Nguồn: BCTC, FPTIS Research

Biểu đồ 10

Lợi nhuận gộp các doanh nghiệp Khai thác cảng 2011-2016



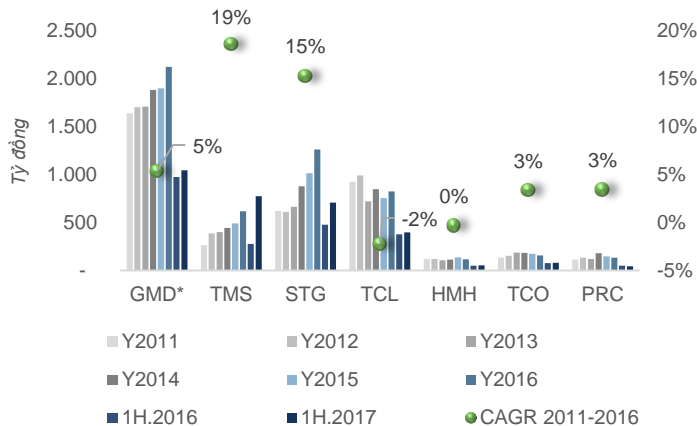
Nguồn: BCTC, FPTIS Research

Logistics

Tương tự mảng khai thác cảng, GMD cũng dẫn đầu về quy mô doanh thu so với các doanh nghiệp logistics khác trong ngành nhờ cung cấp được nhiều dịch vụ đa dạng. GMD cũng có quy mô lợi nhuận gộp cao nhất trong ngành.

Biểu đồ 11

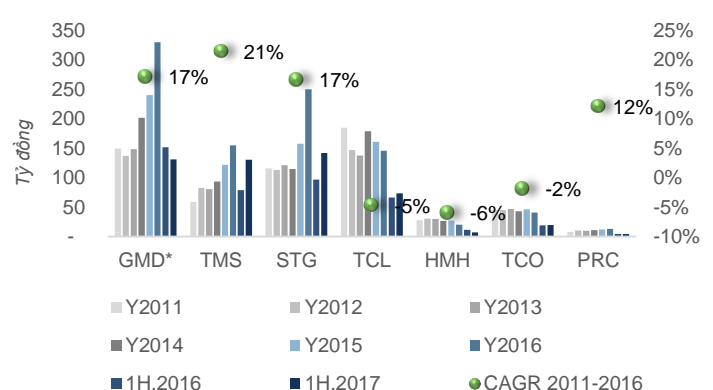
Doanh thu các doanh nghiệp Logistics 2011-2016



Nguồn: BCTC, FPTIS Research

Biểu đồ 12

Lợi nhuận gộp các doanh nghiệp Logistics 2011-2016



Nguồn: BCTC, FPTIS Research

Lợi nhuận gộp mảng logistics của GMD gia tăng mạnh mẽ từ 2011-2016 nhờ công ty liên tục đưa các trung tâm phân phối mới vào hoạt động và mở rộng đội xe tải cùng với diễn biến thuận lợi của giá nhiên liệu đầu vào (giá dầu). Nửa đầu năm 2017, lợi nhuận gộp của GMD giảm 13,7% do giá dầu có phần hồi phục so với cùng kỳ (+39,2% YoY).

III. RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro kinh doanh:

- Tại khu cảng Hải Phòng (phía Bắc): cạnh tranh giữa các cảng tại khu vực sẽ ngày càng gay gắt hơn sau khi cầu Bạch Đằng hợp long vào cuối năm 2017. Vì thế, chúng tôi cho rằng cảng Nam Hải sẽ giảm giá cước khoảng 5% trong năm 2017, trong khi cảng Nam Hải Đình Vũ nhờ vị trí tốt hơn nên giá cước chỉ giảm 3%, thấp hơn cảng Nam Hải. Đầu năm 2018, với sự xuất hiện của cảng Nam Đình Vũ, chúng tôi kỳ vọng vị thế cạnh tranh của GMD sẽ gia tăng đáng kể.
- Tại khu vực miền Trung (cảng Dung Quất): Hiện tại số lượng cảng nước sâu hiện đại tại khu vực miền Trung không lớn và khu vực này vẫn chưa thu hút được nhiều nguồn hàng nên cạnh tranh vẫn chưa cao. Tuy nhiên, rủi ro cạnh tranh có thể tăng lên trong dài hạn khi các chính sách phát triển và đầu tư cảng biển tại khu vực miền Trung đang ngày càng được chú trọng hơn. Bên cạnh đó, nguồn hàng chủ yếu của cảng Dung Quất là hàng dăm gỗ xuất khẩu nên tính bền vững của nguồn hàng không cao.
- Tại khu vực miền Nam (cảng Gemalink hoạt động trong tương lai): khu vực miền Nam hiện tại vẫn đang bị quá tải về nguồn hàng, đặc biệt tại khu vực Cát Lái. Hàng hóa tại cụm cảng này đang dịch chuyển dần về cụm cảng Cái Mép – Thị Vải nên nguồn hàng tại đây có thể nói khá dồi dào. Vì thế, cạnh tranh cũng không quá gay gắt như tại khu vực cảng Hải Phòng. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng, do cảng Gemalink có công suất lớn (1,2 triệu TEUs/năm) nên biến động về nguồn hàng ảnh hưởng rất lớn đến cảng. Năm 2011, khủng hoảng kinh tế khiến ngành vận tải biển thế giới bị ảnh hưởng trầm trọng, các hãng tàu lớn bắt đầu rút hàng, không dùng các cảng ở Cái Mép – Thị Vải cho mục đích trung chuyển khiến các doanh nghiệp cảng tại đây rơi vào tình trạng âm vốn chủ sở hữu. GMD đã phải gián đoạn quá trình xây dựng cảng Gemalink để chờ thị trường hồi phục. Do đó, biến động kinh tế và thương mại thế giới có ảnh hưởng rất lớn đến Gemalink nói riêng và hệ thống cảng của Gemadept nói chung.

Rủi ro hoạt động: với đặc thù ngành là tài sản cố định lớn, chi phí khấu hao chiếm 20-25% khiến rủi ro hoạt động (định phí) đối với GMD là khá đáng kể. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro này không đáng quan ngại trong bối cảnh ngành hiện tại đang tăng trưởng về nguồn hàng khá ổn định. Bên cạnh đó, nguồn khách hàng của GMD khá đa dạng với 20 hãng tàu lớn do có chất lượng dịch vụ cam kết tốt. Cảng Gemalink dù có công suất khá lớn nhưng được đối tác CMA-CGM (25%) cam kết đảm bảo 60-80% công suất trong giai đoạn 1, điều này phần nào giúp cho Gemadept giảm bớt được rủi ro hoạt động.

Rủi ro lãi suất: GMD đang tài trợ việc xây dựng cảng mới của mình bằng nợ vay ngân hàng, điều này đặt ra rủi ro khi mặt bằng lãi suất có thể tăng cao trong các năm tới làm gia tăng chi phí lãi vay cũng như rủi ro thanh toán đối với các khoản nợ vay đến hạn.

Rủi ro giá dầu: Mặc dù không còn hợp nhất mảng logistics nhưng mảng này vẫn đóng góp vào lợi nhuận của GMD (thông qua Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết). Vì thế, giá dầu vẫn có tác động đến kết quả kinh doanh của GMD, đặc biệt là mảng vận tải container quốc tế và nội thủy. Rủi ro giá dầu hồi phục trở lại ảnh hưởng rất lớn đến mảng kinh doanh này do đây là mảng có biên lợi nhuận gộp khá mỏng, chỉ 5-6%. Tuy nhiên, việc giá dầu được dự báo sẽ tiếp tục dao động ổn định trong khung 50-60 USD/thùng sẽ giữ biên lợi nhuận gộp của mảng vận tải container quốc tế và nội thủy của GMD biến động trong biên độ hẹp hơn.

Rủi ro ngành vận tải biển: Vận tải container quốc tế và nội thủy chiếm khoảng 35% doanh thu và 10% lợi nhuận gộp của mảng Logistics. Ngành vận tải biển hiện tại vẫn đang trong giai đoạn khó khăn, giá cước vận chuyển vẫn đang ở mức thấp so với quá khứ. Rủi ro giá cước giảm có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của Gemadept. Tuy nhiên, rủi ro này hiện tại vẫn không quá đáng kể do ngành vận tải biển bắt đầu cho thấy dấu hiệu hồi phục, giá cước trên các tuyến vận tải biển chính từ châu Á hiện đã cao hơn khoảng 22% so với cùng kỳ năm ngoái (theo Alphaliner, 09/2017).

Rủi ro thoái vốn các dự án ngoài ngành: GMD đã đầu tư khá lớn khoảng 1.600 tỷ đồng vào các dự án cao su. Trong khi đó, giá cao su hiện tại vẫn đang ở vùng thấp so với quá khứ. Điều này có thể gây khó khăn cho GMD trong việc thoái vốn về mặt thời gian cũng như thương lượng về mức giá thoái vốn các dự án cao su với phía đối tác.

IV. ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ BAN LÃNH ĐẠO

Kinh nghiệm và quá trình hoạt động

Ban lãnh đạo của GMD đều có kinh nghiệm lâu năm trong ngành khai thác cảng và logistics. Chủ tịch HĐQT Đỗ Văn Nhân đã gắn bó với Gemadept ngay từ những ngày đầu thành lập. Ông cũng là Phó Tổng Giám đốc Tổng Công ty Hàng hải Việt Nam (Vinalines) – Tổng công ty chi phối ngành hàng hải lớn nhất Việt Nam. Vì vậy, ông Đỗ Văn Nhân có thể nói là một người có nhiều tuổi nghề và độ từng trải cao trong ngành khai thác cảng và logistics Việt Nam. Ông Đỗ Văn Minh – Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc của Gemadept, là một trong những người đầu tiên gắn bó với công ty từ những ngày đầu thành lập (năm 1990). Ông bắt đầu tại GMD từ chức vụ nhân viên khai thác, sau đó trở thành trưởng phòng Đại lý Tàu biển của GMD. Năm 1995, ông chính thức đảm nhiệm vai trò Tổng Giám đốc Gemadept và là Thành viên HĐQT của công ty. Có thể thấy, ông bắt đầu tại Gemadept từ những vị trí nền tảng nhất, vì thế ông rất am hiểu và gắn bó sâu sắc với hoạt động kinh doanh của công ty. Cả hai vị lãnh đạo đều có hơn 27 năm hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng và Logistics tại Việt Nam. Dưới sự dẫn dắt của bộ máy lãnh đạo dày dặn kinh nghiệm, Gemadept đã có được những bước chuyển mình rõ rệt cả về quy mô lẫn kết quả kinh doanh kể từ khi thành lập đến nay.

Khả năng định hướng thị trường

Khởi đầu chỉ với cảng cạn ICD Phước Long và một số dịch vụ logistics cơ bản tại thị trường phía Nam. GMD hiện nay đã sở hữu 4 cảng biển (trong tương lai là 6 cảng) trải dài từ Bắc vào Nam và hệ thống phân phối rộng khắp cả nước. Điều này có được là nhờ khả năng định hướng thị trường của Ban lãnh đạo. Năm 2008, nhận thấy thị trường khai thác cảng tại thị trường miền Trung vẫn còn nhỏ lẻ và khá rời rạc, đồng thời nhu cầu luân chuyển hàng hóa của các khu kinh tế Dung Quất và Chu Lai đang ngày càng tăng, Gemadept đã quyết định đưa cảng Dung Quất vào khai thác. Dù nguồn hàng ban đầu rất ít, chỉ khoảng 200.000 tấn, nhưng Gemadept Dung Quất có sản lượng hàng hóa tăng rất đều đặn qua các năm. Năm 2016, sản lượng hàng hóa qua cảng Dung Quất đạt 1.690.000 tấn, mức cao nhất kể từ khi hoạt động đến nay.

Đến năm 2009, cảng Nam Hải được Gemadept đưa vào hoạt động ngay tại thời điểm lượng hàng qua cụm cảng Hải Phòng vượt tổng công suất khai thác, khiến các cảng tại đây phải từ chối bớt nguồn hàng. Năm 2014, cảng Nam Hải Đình Vũ được đưa vào khai thác khi nguồn hàng tại đây tăng mạnh sau khoảng thời gian 2012-2013 bị trì trệ do ngành vận tải biển suy thoái và cảng Nam Hải đã hoạt động hết công suất. Năm 2018, cảng Nam Đình Vũ sẽ được đưa vào hoạt động nhằm gia tăng năng lực khai khi hai cảng hiện tại đều đã hoạt động hết công suất và chuẩn bị đón thêm nguồn hàng từ các cảng thượng nguồn sông Cấm chuyển sang. ICD Nam Hải cũng được xây dựng với mục đích là miền hậu phương của

cảng, giúp GMD cung cấp cho khách hàng thêm nhiều dịch vụ có giá trị gia tăng cao hơn, thay vì chỉ đơn thuần là bốc xếp và lưu trữ như hiện tại.

Cuối 2016-đầu 2017, DC Hậu Giang được đưa vào hoạt động. Đây là dự án kho lạnh đầu tiên tại Đồng bằng sông Cửu Long dưới sự hợp tác giữa Gemadept (51%) và Minh Phú (49%). Đây là dự án khá tiềm năng khi Hậu Giang hiện là vùng sản xuất thủy sản lớn nhất cả nước, nhu cầu vận chuyển và bảo quản thủy sản ở khu vực này là rất lớn. Việc bảo quản tại kho lạnh của Gemadept giúp các doanh nghiệp thủy sản tại Đồng bằng sông Cửu Long tiết kiệm được chi phí và thời gian thay vì phải vận chuyển hàng hóa đến các kho lạnh tại TP.HCM để lưu giữ.

Năm 2019, cảng Gemalink sẽ được đưa vào hoạt động trong bối cảnh cụm cảng Cái Mép – Thị Vải khu hạ nguồn dự kiến hoạt động vượt công suất. Với lợi thế vị trí gần cửa biển nhất, có thể đón được nhiều tàu mẹ và tàu feeder cùng một lúc, Gemalink được kỳ vọng sẽ là lựa chọn ưu tiên của các hãng tàu khi đi qua cụm cảng này. Cảng nước sâu Gemalink sẽ là bước đánh dấu cho sự hiện diện sâu hơn của Gemadept trong lĩnh vực vận hành cảng và logistics, đặc biệt là ở thị trường phía Nam.

Tuy nhiên, cũng cần nhắc tới những mảng kinh doanh ngoài ngành chưa thực sự hiệu quả của Gemadept. Năm 2010-2012, giai đoạn này GMD khá sa đà vào hoạt động đầu tư chứng khoán, khiến công ty phải gánh chịu lỗ và phải thường xuyên trích lập giảm giá các khoản đầu tư chứng khoán, kéo theo chi phí tài chính tăng cao. Lợi nhuận sau thuế trong giai đoạn này giảm mạnh mặc dù doanh thu từ hoạt động kinh doanh chính vẫn tăng trưởng. Năm 2013-2014, Gemadept tiến hành tái cấu trúc tài chính, công ty không còn phải chịu những khoản lỗ đầu tư và trích lập giảm giá chứng khoán như giai đoạn trước, giúp lợi nhuận cải thiện trở lại.

Năm 2011, công ty cũng đã tiến hành đầu tư các dự án cao su và bất động sản. Giá cao su trong giai đoạn này bắt đầu giảm mạnh và đến hiện tại vẫn chưa có dấu hiệu hồi phục. Các dự án bất động sản Saigon Gem và Viên Chăn tại Lào cần vốn đầu tư khá lớn. Trong khi hiện tại Gemadept cần nguồn vốn lớn để đầu tư vào hoạt động kinh doanh cốt lõi. Vì thế, tại ĐHCĐ thường niên 2017, GMD đã quyết định thoái vốn khỏi các dự án ngoài ngành nhằm tập trung nguồn lực cho hoạt động kinh doanh chính của công ty.

Hoạt động đầu tư

Nhận thấy các hoạt động đầu tư ngoài ngành không hiệu quả, Ban lãnh đạo đã quyết định thoái vốn khỏi dự án ngoài ngành nhằm tập trung vào các hoạt động kinh doanh cốt lõi. Công ty đang tập trung đầu tư và đưa các cảng Nam Định Vũ, cảng nước sâu Gemalink vào khai thác trong năm 2018 và 2019 đúng tiến độ. Tất cả đều thể hiện rõ tham vọng của Gemadept trong việc trở thành doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành Khai thác cảng và Logistics. Các dự án mới hứa hẹn làm tăng doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận cho doanh nghiệp. Chúng tôi đánh giá quyết định thoái vốn các dự án ngoài ngành để tập trung vào hoạt động kinh doanh lõi của ban lãnh đạo doanh nghiệp là đúng đắn. Trong bối cảnh ngành đang tăng trưởng tốt về nguồn hàng và cạnh tranh ngày càng gay gắt, việc đưa vào khai thác các dự án cảng mới có vị trí thuận lợi và công suất lớn là điều cần thiết để phát triển và phù hợp với Chính sách quy hoạch ngành cảng biển của Chính phủ tại cụm cảng Hải Phòng và Cái Mép – Thị Vải.

V. ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

1. Giá định

Tham số định giá			
Giai đoạn dự phóng chi tiết		Giai đoạn tăng trưởng dài hạn	
Lãi suất phi rủi ro	6,50%	D/E mục tiêu	50,0%
Beta (U)	0,59	Ke mục tiêu	13,5%
Phần bù rủi ro thị trường (ERP)	8,55%	Chi phí lãi vay dài hạn	10,0%
		Thuế suất tại năm cuối dự phóng	20,0%
		Chi phí lãi vay dài hạn sau thuế	8,0%
SLCP hiện tại (triệu CP)	288,28	WACC mục tiêu	11,7%
		Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2,5%

- **Lãi suất phi rủi ro:** chúng tôi lựa chọn lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 15 năm theo thống kê giao dịch thị trường trái phiếu trong tháng 10/2017.
- **D/E mục tiêu:** chúng tôi giả định GMD sẽ sử dụng mức đòn bẩy tài chính D/E = 0,5 lần trong dài hạn, đây cũng là mức bình quân của các doanh nghiệp khai thác cảng trường thành trên thế giới.
- **Tốc độ tăng trưởng dài hạn:** Tốc độ tăng trưởng ngành cảng thế giới giai đoạn 2015-2020 bình quân 2,5-3%/năm và đang có xu hướng chuyển dịch về phía châu Á, đặc biệt là khu vực Đông Nam Á. Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn của GMD ở mức 2,5%/năm sau giai đoạn dự phóng chi tiết 2017-2022.

2. Kết quả Định giá

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)
Giá trị của mảng Cảng và Logistics	Chiết khấu dòng FCFF	15.848
Giá trị của Saigon Gem (Lê Lợi)	Giá trị thị trường mảnh đất*	219
Giá trị của các Dự án cao su	Giá trị sổ sách	1.559
Cộng: Tiền và Đầu tư tài chính		1.035
Giá trị doanh nghiệp (EV)		18.662
Trừ: Nợ vay ngắn hạn/dài hạn		2.581
Giá trị vốn chủ sở hữu		16.081
Số lượng cổ phiếu hiện tại (triệu CP)		288,28
Giá trị nội tại/cổ phiếu		55.800

Trong đó:

Giá trị nội tại của cổ phiếu GMD trong bảng trên đã bao gồm cả 3 mảng: (1) Cảng và Logistics, (2) Bất động sản và (3) Cao su. Nếu không tính đến giá trị của mảng Bất động sản và Cao su, giá trị nội tại của cổ phiếu GMD là 49.700 đồng/cổ phiếu, với giả định là GMD sẽ chi trả cổ tức tiền mặt đặc biệt cho cổ đông trong năm 2017 – 85% mệnh giá, tương đương với 8.500 đồng/cổ phiếu. Lưu ý rằng, mức giá mục tiêu này chưa bao gồm dòng tiền GMD thu được từ thoái 25% vốn tại Gemalink.

Trong phân khúc Logistics, chúng tôi cho rằng việc GMD hợp tác với CJ Logistics sẽ mang lại những lợi thế nhất định cho công ty trong tương lai. Tuy nhiên, chúng tôi chưa thể định lượng hiệu quả của việc này một cách chính xác ở thời điểm hiện tại. GMD và CJ Logistics hiện chưa đưa ra bất kỳ kế hoạch cụ thể nào về việc hợp tác giữa hai bên cũng như kế hoạch hợp nhất mạng lưới logistics của GMD vào mạng lưới của CJ Logistics.

Giá trị sổ sách của các dự án trồng cao su là 1.559 tỷ đồng tính đến ngày 30/09/2017.

Giá trị của Saigon Gem thuộc về Gemadept được tính dựa trên giá thị trường đất nền Lê Lợi. Dự án Saigon Gem (117-123 Lê Lợi, Quận 1, TP.HCM) của GMD rộng 4.300 m² và đến nay vẫn chưa được triển khai xây dựng. Do đó chúng tôi tính toán giá trị hợp lý chỉ dựa trên giá trị của mảnh đất trên đường Lê Lợi mà GMD đang sở hữu. Lưu ý rằng, mức giá đất mà chúng tôi sử dụng là giá đất được Ủy ban nhân dân TP.Hồ Chí Minh quy định trong Quyết định số 51/2014/QĐ-UBND ngày 31/12/2014. Theo đó, giá đất đường Lê Lợi được quy định là 162 triệu đồng/m². Tuy nhiên, mức giá thị trường của đất nền Lê Lợi hiện tại theo FPTSS khảo sát là 670-830 triệu đồng/m². Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi sử dụng mức giá 162 triệu đồng/m² để xác định giá trị mảnh đất này.

GMD hiện đang nắm giữ 45% sở hữu tại Công ty TNHH Quả Cầu Vàng – đơn vị này sở hữu 70% cổ phần tại Công ty quản lý và phát triển dự án Saigon Gem. Như vậy, tỷ lệ sở hữu thực tế của GMD tại dự án Saigon Gem là 31,5%. Theo đó, giá trị Saigon Gem thuộc về Gemadept là:

$$4.300 \text{ m}^2 * 162 \text{ triệu đồng/m}^2 * 31,5\% \text{ tỷ lệ sở hữu} = 219,4 \text{ tỷ đồng}$$

Đối với dự án Khu phức hợp Viên Chăn tại Lào của GMD, chúng tôi không phản ánh vào mô hình định giá do khó xác định chính xác giá thị trường đất nền của dự án này.

3. Phân tích độ nhạy

Thay đổi giá cổ phiếu theo biến động trong tỷ lệ Tăng trưởng dài hạn và WACC

Giá trị nội tại mỗi cổ phần								
WACC	Tăng trưởng dài hạn							
	55.800	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
	10,67%	53.200	55.400	57.800	60.600	63.700	67.200	71.300
	11,67%	49.800	51.600	53.600	55.800	58.300	61.000	64.200
	12,67%	46.900	48.400	50.100	51.900	53.900	56.200	58.700
	13,67%	44.500	45.800	47.200	48.800	50.400	52.300	54.300
	14,67%	42.500	43.600	44.800	46.100	47.500	49.100	50.800
	15,67%	40.700	41.700	42.700	43.900	45.100	46.400	47.800

Thay đổi giá cổ phiếu theo biến động trong tỷ lệ D/E mục tiêu và Tăng trưởng dài hạn

D/E mục tiêu	Giá trị nội tại mỗi cổ phần							
	Tăng trưởng dài hạn							
	55.800	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
	30,00%	49.900	51.800	53.800	56.000	58.500	61.300	64.500
	40,00%	49.800	51.700	53.700	55.900	58.400	61.200	64.300
	50,00%	49.800	51.600	53.600	55.800	58.300	61.000	64.200
	70,00%	49.600	51.400	53.400	55.600	58.100	60.800	63.900
	90,00%	49.600	51.300	53.300	55.500	57.900	60.600	63.700
	110,00%	49.500	51.300	53.200	55.400	57.800	60.500	63.600
	130,00%	49.400	51.200	53.100	55.300	57.700	60.400	63.400
	150,00%	49.400	51.100	53.100	55.200	57.600	60.300	63.300

4. Khuyến nghị đầu tư

Với giá thị trường đóng cửa tại ngày 17/11/2017 là **41.500đ/cp**, giá trị nội tại mỗi cổ phiếu theo Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF là **55.800đ/cp**, cao hơn giá thị trường 34,4%, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GMD.

Để tìm hiểu thêm những phân tích chi tiết về tình hình hoạt động kinh doanh-tài chính của doanh nghiệp, vui lòng tham khảo phần PHỤ LỤC phía dưới.

PHỤ LỤC

I. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

1. SƠ LƯỢC VỀ HOẠT ĐỘNG



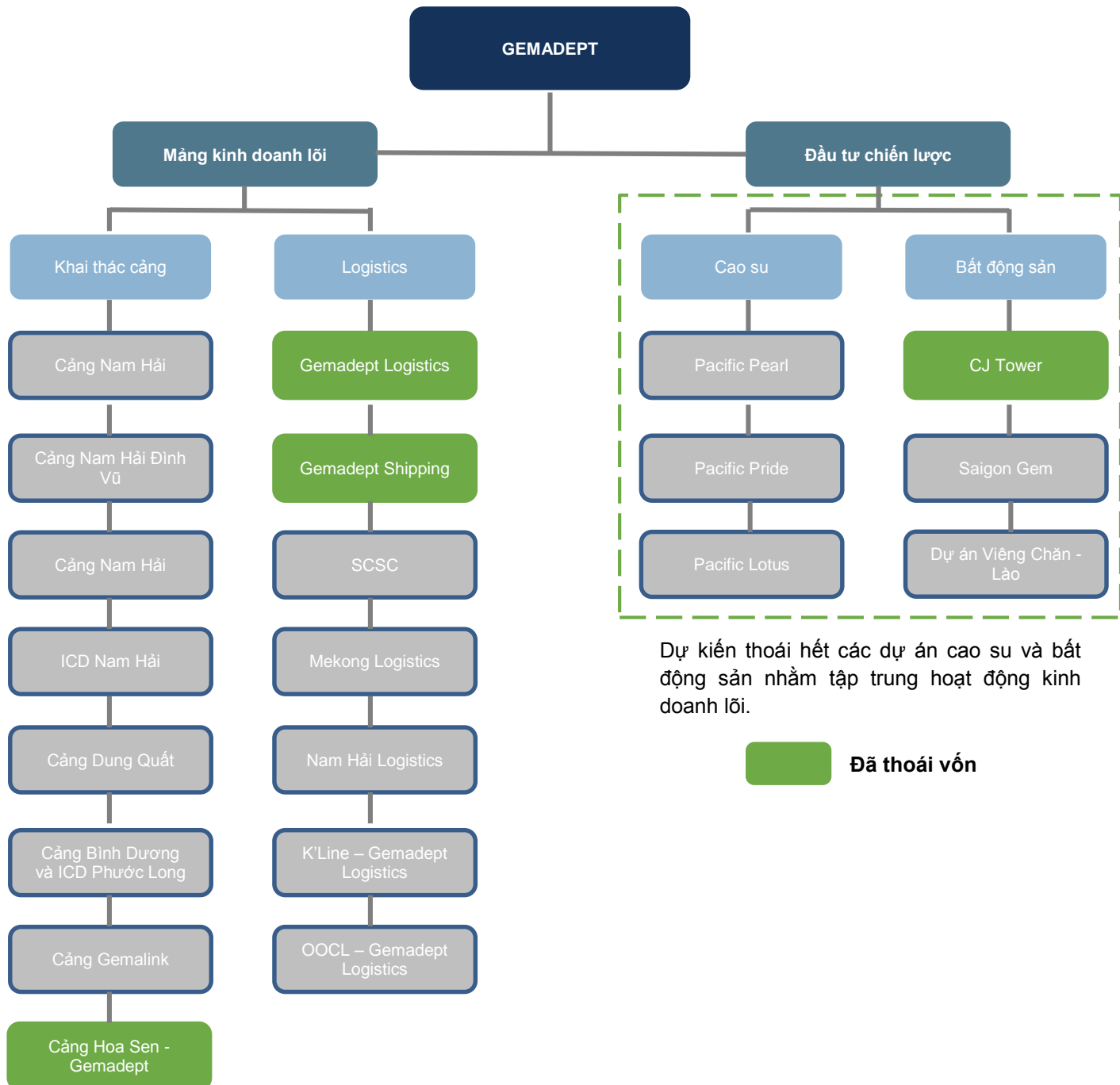
Công ty cổ phần Gemadept được thành lập vào năm 1990 và niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM (HSX) vào năm 2002. Vốn điều lệ hiện tại là 2.882,8 tỷ đồng. Công ty hoạt động trong lĩnh vực chính là khai thác cảng và cung cấp các dịch vụ Logistics. Ngoài ra, công ty còn tham gia vào các dự án trồng rừng cao su và bất động sản.

Hoạt động kinh doanh chính:

- **Khai thác cảng:** GMD đang vận hành hệ thống cảng lớn ở các thành phố và khu kinh tế trọng điểm như Hải Phòng, Quảng Ngãi, Bình Dương và TP.HCM. Hệ thống cảng của GMD bao gồm: Cảng Phước Long ICD, Nam Hải ICD, cảng Nam Hải Đình Vũ, cảng Nam Hải, cảng Dung Quất, cảng Bình Dương. GMD hiện đang triển khai hai dự án cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 và cảng Gemalink giai đoạn 1, dự kiến sẽ đi vào hoạt động tháng 12/2017 và năm 2019.
- **Dịch vụ Logistics:** GMD cung cấp các dịch vụ trong chuỗi giá trị logistics như: Logistics 3PL, vận tải biển, đại lý giao nhận và cảng hàng hóa hàng không.
- **Bất động sản:** GMD hiện đang sở hữu ba dự án: (1) Dự án khu phức hợp Saigon Gem (Quận 1); (2) Dự án tổ hợp khách sạn Trung tâm thương mại phức hợp tại Viêng Chăn, Lào và (3) Cao ốc văn phòng Gemadept Tower số 6 Lê Thánh Tôn, Quận 1. GMD đã bán 85% giá trị cao ốc Gemadept Tower tại Quận 1 cho CJ Group vào tháng 12/2013, công ty cũng vừa bán nốt 15% còn lại trong tháng 10/2017 này. Hai dự án còn lại là Saigon Gem và Trung tâm thương mại phức hợp tại Viêng Chăn, Lào đều có vị trí đắc địa, cụ thể:
 - Dự án khu phức hợp Saigon Gem: diện tích sàn khoảng 60.000-70.000 m², có hai mặt tiếp giáp đại lộ Lê Lợi và Nam Kỳ Khởi Nghĩa, cách chợ Bến Thành khoảng 200m. Diện tích đất nền 4.300 m².
 - Tổ hợp khách sạn Trung tâm thương mại phức hợp tại Viêng Chăn, Lào: tọa lạc tại trung tâm hành chính, kinh tế của Thủ đô Viêng Chăn, đối diện với Khải hoàn môn Patuxay, là biểu tượng và niềm tự hào của nước Lào. Công trình gồm 7 tầng nổi và 1 tầng hầm, trên diện tích đất 6.745 m². Tổng diện tích xây dựng khoảng 22.000 m².
 - Tuy nhiên, hiện tại cả hai dự án này đều chưa được Gemadept triển khai xây dựng. GMD chỉ sở hữu quyền sử dụng đất và theo ban lãnh đạo, các dự án có thể sẽ được chuyển nhượng khi công ty tìm được đối tác thích hợp và hoàn tất đầy đủ các thủ tục pháp lý.
- **Cao su:** năm 2004, GMD đã đầu tư khoảng 30.000 ha đất ở Campuchia để trồng cao su. Tổng vốn đầu tư của GMD cho các dự án cao su tới thời điểm hiện tại khoảng 1.600 tỷ đồng. Theo Gemadept, các dự án rừng cao su của công ty có điều kiện trồng trọt thuận lợi và đã hoàn tất các thủ tục pháp lý, cụ thể như sau:
 - Điều kiện tự nhiên thuận lợi: Đất đai màu mỡ, độ cao 120-150m trên mực nước biển, nhiệt độ trung bình 26,8-28,7°C. Lượng mưa hàng năm trên 1.600mm.

- Quỹ đất 30.000 ha, đã được Chính phủ Campuchia cấp giấy sử dụng đất.
- Đã hoàn tất các thủ tục pháp lý (giấy phép đầu tư, quyền sử dụng đất).
- Đã hoàn thành đánh giá tác động đối với môi trường: Được URS thực hiện độc lập theo tiêu chuẩn IFC.

Cơ cấu tổ chức của GMD



Tại ĐHCĐ thường niên 2017, GMD đã thông qua việc thoái vốn khỏi các dự án ngoài ngành và một số dự án logistics nhằm tập trung nguồn lực cho hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty. Diễn biến hoạt động thoái vốn tính đến thời điểm viết báo cáo như sau:

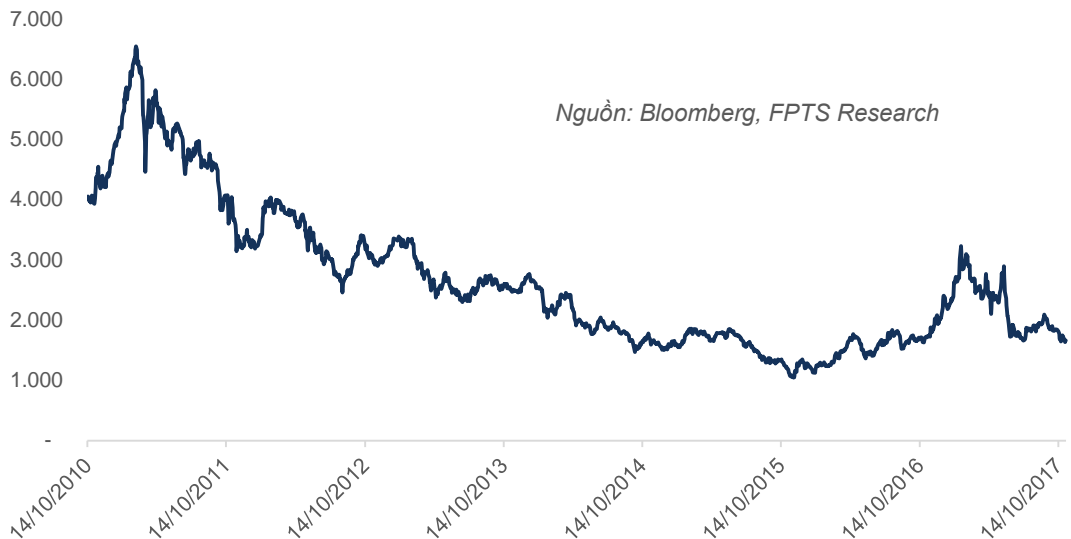
STT	Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ dự kiến chuyển nhượng	Mục đích	Giá gốc cuối Q2/2017 (tỷ đồng)	Tình trạng
1	Các dự án cao su	100%	51-100%	Tập trung phát triển hoạt động kinh doanh cốt lõi	1.377,2	Đang tìm đối tác
2	Tòa nhà CJ Tower (Công ty TNHH CJ Việt Nam)	15%	15%	Tập trung phát triển hoạt động kinh doanh cốt lõi	140,4	Đã hoàn tất chuyển nhượng cho CJ O Shipping Co.Ltd
3	Cảng Hoa Sen - Gemadept	51%	51%	Tập trung phát triển cảng Gemalink	70,9	Đã hoàn tất
4	Cảng Cái Mép Terminal Link (Gemalink)	75%	25%	Chuyển nhượng cho đối tác chiến lược, ưu tiên hãng tàu để bổ sung thêm nguồn hàng cho Gemalink	1.373,2	Đang tìm đối tác
5	Công ty TNHH Vận tải biển Gemadept Holding	100%	50,9%	Tập trung hoạt động kinh doanh cốt lõi; chia cổ tức đặc biệt	264,9	Đã hoàn tất chuyển nhượng cho CJ Logistics
6	Công ty TNHH Logistics Gemadept Holding	100%	50,9%	Tập trung hoạt động kinh doanh cốt lõi; chia cổ tức đặc biệt	140,8	Đã hoàn tất chuyển nhượng cho CJ Logistics

Nguồn: Gemadept, FPTs Research

Theo đó, Gemadept đã chuyển nhượng vốn góp tại 4 công ty, cụ thể:

- Ngày 15/08/2017, Gemadept đã ký hợp đồng chuyển nhượng 51% cổ phần tại Cảng Hoa Sen – Gemadept (**mục 3** bảng trên), dự kiến thu về 100 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế.
- Ngày 01/10/2017, Gemadept đã ra nghị quyết chuyển nhượng phần vốn góp tại 3 công ty sau:
 - Chuyển nhượng 50,9% cổ phần ở hai công ty con là Công ty TNHH Gemadept Shipping Holding (**mục 5** bảng trên) và Công ty TNHH Gemadept Logistics Holding (**mục 6** bảng trên) cho CJ Logistics. Chúng tôi ước tính hai thương vụ này mang lại khoảng 2.200 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế cho GMD.
 - Chuyển nhượng 15% phần vốn góp còn lại tại công ty CJ Việt Nam (CJ Tower) (**mục 2** bảng trên) cho CJ O Shipping Co.Ltd, dự kiến thu về 100 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế.

Đối với dự án cảng nước sâu Gemalink, hiện GMD đang đàm phán với một số đối tác về việc chuyển nhượng 25% cổ phần của cảng này. Chúng tôi kỳ vọng GMD sẽ chuyển nhượng 25% vốn góp cho đối tác chiến lược trong năm 2018. Đối với các dự án cao su, chúng tôi cho rằng sẽ có những khó khăn nhất định cho GMD khi chuyển nhượng do giá cao su vẫn đang ở vùng thấp so với quá khứ.

Biểu đồ 13
Giá cao su tự nhiên 10/2010-10/2017
USD/tấn


Vì GMD đã chuyển nhượng đến 50,9% nên doanh thu mảng shipping và logistics sẽ không còn được hợp nhất vào Báo cáo tài chính công ty mẹ kể từ Q4/2017. Mặc dù ngoài 2 công ty trên, GMD vẫn còn một số công ty hoạt động trong lĩnh vực logistics nhưng quy mô đều rất nhỏ và chiếm tỷ trọng doanh thu không đáng kể, vì thế từ Q4/2017, có thể xem GMD chỉ còn mảng kinh doanh chính là khai thác cảng, mảng shipping và logistics sẽ được ghi nhận vào lợi nhuận sau thuế của GMD thông qua hình thức Lãi/lỗ từ công ty liên doanh liên kết.

2. QUÁ TRÌNH HÌNH THÀNH PHÁT TRIỂN

CTCP Gemadept chính thức thành lập vào năm 1990, dưới hình thức là đơn vị quốc doanh trực thuộc Liên hiệp Hàng hải Việt Nam. Năm 1993, công ty chuyển đổi thành công ty cổ phần với vốn điều lệ ban đầu là 6,2 tỷ đồng. Đến nay, sau 27 năm phát triển, GMD đã thực hiện tăng Vốn điều lệ lên đến 2.882,8 tỷ đồng. Khởi đầu chỉ là đơn vị cung cấp các dịch vụ hậu cần đơn giản, GMD đã phát triển và trở thành một công ty chuyên cung cấp các dịch vụ logistics tích hợp, đồng thời có hệ thống cảng biển trải rộng khắp cả nước. Chúng tôi chia quá trình hình thành của GMD thành 3 giai đoạn như sau:

Giai đoạn 1 – Xây dựng nền tảng

- Năm 1990: Thành lập đơn vị quốc doanh, trực thuộc Liên hiệp hàng hải Việt Nam.
- Năm 1993: Chuyển đổi thành công ty cổ phần với vốn điều lệ 6,2 tỷ đồng.
- Năm 1995: Thành lập Cảng Phước Long ICD, cảng cạn đầu tiên của Việt Nam.
- Năm 2000: Đứng thứ hai cả nước về sản lượng container khai thác, chỉ sau Tân Cảng Sài Gòn.

Giai đoạn này, doanh thu của GMD tăng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 50,4%/năm, từ 16 tỷ đồng lên 419 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế tăng với CAGR là 52,1%/năm, từ 3 tỷ đồng lên 86 tỷ đồng.

Giai đoạn 2 – Mở rộng

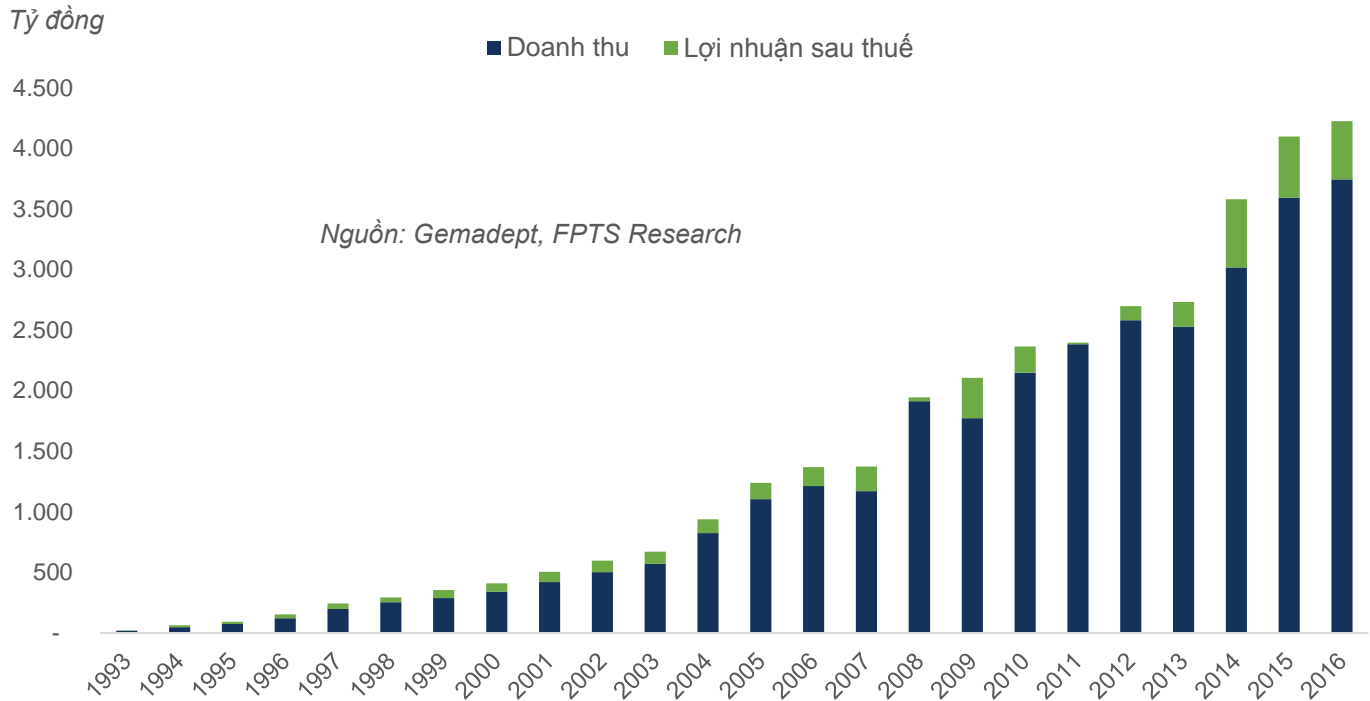
- Năm 2002: Tháng 3/2002, công ty niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh. Tháng 9/2002, công ty nâng vốn điều lệ lên 200 tỷ đồng.
- Năm 2004: GMD trở thành thành viên của IATA – Hiệp hội Vận chuyển hàng không Quốc tế. Công ty cũng thành lập 2 công ty con sở hữu 100% tại Singapore và Malaysia.
- Năm 2006: Phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ lên 475 tỷ đồng.
- Năm 2007: Công ty đầu tư mua 3 tàu container viển dương, mở 4 tuyến vận tải đường biển, thành lập 3 công ty liên doanh với đối tác quốc tế lớn.
- Năm 2008: Công ty đưa vào khai thác 4 dự án: cao ốc Gemadept, Trung tâm Logistics Schenker – Gemadept và hai cảng Dung Quất và Nam Hải (ở Hải Phòng).
- Năm 2009: Khởi công nhà ga hàng hóa hàng không Tân Sơn Nhất SCSC.
- Năm 2010: Nâng vốn điều lệ lên 1.000 tỷ đồng. Đưa vào khai thác nhà ga hàng hóa hàng không Tân Sơn Nhất; nâng tỷ lệ sở hữu trong Công ty Cảng Nam Hải lên 99,98%.
- Năm 2011: Khởi công dự án trồng cây cao su tại Campuchia. Đưa vào khai thác Trung tâm phân phối số 1 tại KCN Sóng Thần, Bình Dương.
- Năm 2012: Đưa vào khai thác Trung tâm Phân phối số 2 tại KCN Sóng Thần, Bình Dương; khởi công xây dựng Cảng container Nam Hải Đình Vũ.
- Năm 2013: Nâng vốn điều lệ lên 1.144 tỷ đồng.
- Năm 2014: Nâng vốn điều lệ lên 1.161 tỷ đồng. Chính thức khai thác Cảng container Nam Hải Đình Vũ. Nâng cấp năng lực Cảng quốc tế Gemadept Dung Quất lên 70.000DWT. Hoàn tất việc chuyển nhượng 85% vốn góp trong Cao ốc Gemadept.
- Năm 2015: Nâng vốn điều lệ lên hơn 1.196 tỷ đồng. Đưa vào hoạt động Trung tâm phân phối số 3 tại KCN Sóng Thần, Bình Dương. Triển khai dự án Trung tâm Logistics – Depot tại Hải Phòng và Hải Dương. Thành lập liên doanh với Tập đoàn Minh Phú, xây dựng dự án kho lạnh tại Hậu Giang.
- Năm 2016: Nâng vốn điều lệ lên hơn 1.794 tỷ đồng. Hoàn thành, đưa vào khai thác 3 công trình quan trọng: Kho lạnh hiện đại và lớn nhất Việt Nam – Mekong Logistics; Nam Hải ICD tại Hải Phòng và Trung tâm K'Line Gemadept Logistics tại KCN Long Hậu. Khởi công xây dựng Cảng Nam Đình Vũ tại Hải Phòng.

Giai đoạn này, doanh thu của GMD tăng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 15,5%/năm, từ 500 tỷ đồng lên 3.744 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế tăng với CAGR là 12,1%/năm, từ 97 tỷ đồng lên 481 tỷ đồng.

Giai đoạn 3 – Củng cố vị thế

- Năm 2017: Đưa vào khai thác cảng Nam Đình Vũ, mở rộng gấp 1,5 lần công suất cảng Bình Dương nhằm tăng khả năng luân chuyển hàng hóa cho khu vực ICD Phước Long. Mở rộng K' Line Gemadept và Cảng hàng hóa hàng không SCSC (SCS – UpCom).

- Năm 2019: Đưa vào khai thác giai đoạn 1 cảng Gemalink – cảng nước sâu có quy mô lớn nhất khu vực Cái Mép – Thị Vải.
- Năm 2020 trở về sau (chưa có lộ trình cụ thể do GMD phải căn cứ vào nhu cầu thị trường): Tiến hành xây dựng cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 và 3, cảng Gemalink giai đoạn 2 và 3 nhằm củng cố vị thế doanh nghiệp dẫn đầu ngành khai thác cảng Việt Nam.

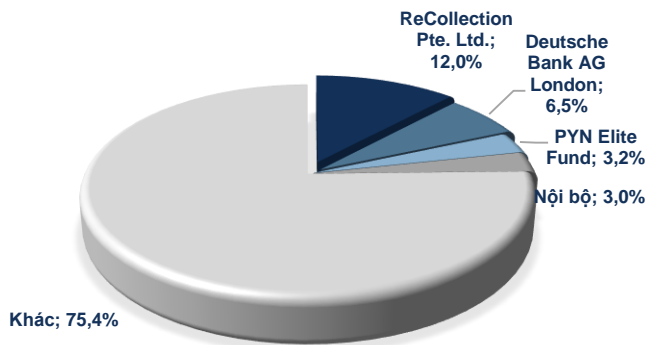
Biểu đồ 14
Quy mô Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế của GMD từ 1993-2016


3. CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

3.1 Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 15

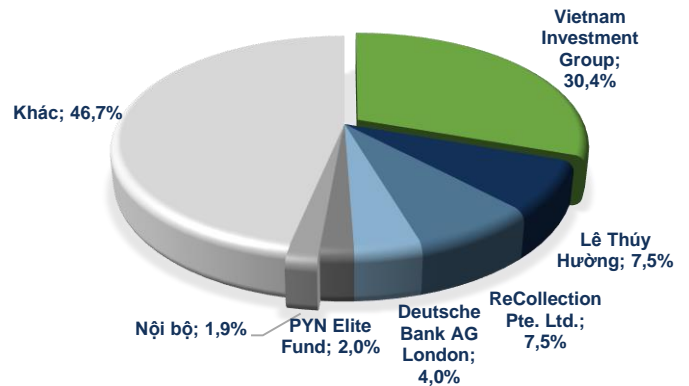
Cơ cấu cổ đông cuối năm 2016



Nguồn: FPTs Research

Biểu đồ 16

Cơ cấu cổ đông cuối Q2.2017



Nguồn: FPTs Research

Tính từ cuối năm 2016 đến Q2/2017, lượng cổ phần nắm giữ của các tổ chức nước ngoài như: ReCollection Pte, Deutsche Bank AG, PYN Elite Fund và cổ đông nội bộ không có sự thay đổi. Tuy nhiên, tỷ lệ sở hữu của những cổ đông trên đến Q2/2017 lại giảm xuống (*xem biểu đồ 15 và 16*). Trong khi đó, cổ đông lớn nhất tại thời điểm cuối Q2/2017 xuất hiện thêm Vietnam Investment Group (VIG) và bà Lê Thúy Hương, với tỷ lệ nắm giữ lần lượt là 30,4% và 7,5%. Nguyên nhân của sự kiện này là do ngày 18/6/2012, để huy động vốn cho dự án cảng Nam Hải Đình Vũ, GMD đã phát hành 40 triệu USD trái phiếu chuyển đổi cho VIG. Trái phiếu này có kỳ hạn 5 năm với lãi suất vay là 6%/năm, lãi được trả vào cuối kỳ. Đến thời điểm 18/6/2017, khoản vay chính thức đáo hạn, GMD đã phát hành riêng lẻ 108,9 cổ phần để hoán đổi khoản vay này.

Để phục vụ cho việc chuyển đổi, GMD đã điều chỉnh room khối ngoại từ 49% xuống còn 20,4%. Tuy nhiên, đến kỳ hạn thanh toán, room khối ngoại của GMD không đủ để VIG thực hiện chuyển đổi. Vì vậy, VIG đã chuyển nhượng một phần cổ phần chuyển đổi cho một cá nhân Việt Nam là bà Lê Thúy Hương.

Sau khi phát hành, lượng cổ phiếu lưu hành của GMD tăng lên 288,3 triệu cổ phiếu, tương đương vốn điều lệ là 2.883 tỷ đồng. Theo đó, VIG và bà Lê Thúy Hương cũng trở thành cổ đông lớn của GMD. Lượng cổ phiếu phát hành chuyển đổi này chịu ràng buộc không được chuyển nhượng trong 1 năm, kể từ ngày hoàn thành đợt chào bán theo quy định (tức 21/06/2017).

Theo tìm hiểu của FPTs, VIG và bà Lê Thúy Hương đều không có ý định nắm giữ lâu dài cổ phần GMD. Bên cạnh đó, với vị thế đầu ngành, GMD hiện nay đang được các đối tác nước ngoài rất quan tâm, trong đó có Taekwang và CJ Logistics. Taekwang là tập đoàn đang hoạt động trong ngành sợi tổng hợp, dệt may và hóa chất tại Hàn Quốc. Trong khi CJ Logistics là một thành viên của CJ Group, tập đoàn đa ngành của Hàn Quốc, hoạt động trong các lĩnh vực thực phẩm, logistics và cơ sở hạ tầng. Hai doanh nghiệp này đều đang nỗ lực muốn sở hữu cổ phần của GMD. Vì thế, chúng tôi cho rằng khả năng hai cổ đông lớn VIG và bà Lê Thúy Hương sẽ thoái vốn khỏi GMD trong 12-18 tháng tới là rất lớn. Đây cũng là cơ hội để các doanh nghiệp nước ngoài có thể sở hữu cổ phần của GMD trong bối cảnh room khối ngoại đã kín và GMD cho biết sẽ không phát hành thêm cổ phiếu cho các đối tác chiến lược này.

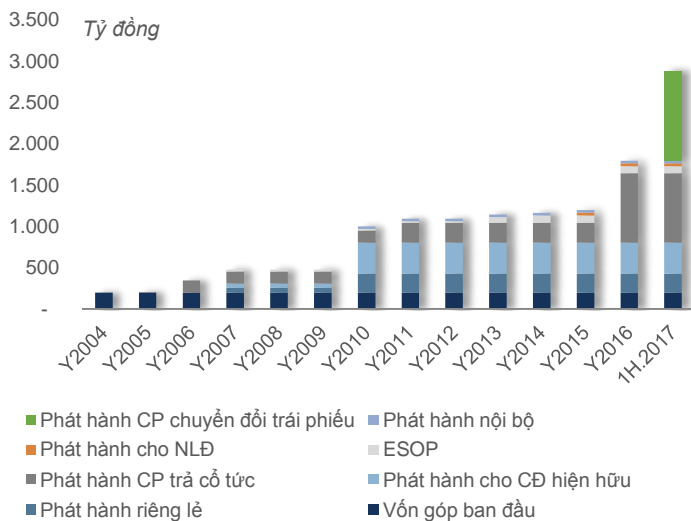
3.2 Quá trình tăng quy mô vốn chủ sở hữu

Sau 13 năm từ 2004-2017, quy mô vốn góp chủ sở hữu của GMD đã tăng gần 14 lần, doanh thu tăng từ 824 tỷ đồng năm 2004 lên 3.800 tỷ đồng năm 2017 (kế hoạch), tương đương mức tăng gần 5 lần, lợi nhuận trước thuế cũng tăng từ mức chỉ 155 tỷ đồng năm 2004 lên 530 tỷ theo kế hoạch 2017. Tính đến cuối năm 2016, tổng tài sản của GMD đạt 10.118 tỷ đồng, trong đó 58% là vốn chủ sở hữu.

Từ năm 2004 đến nay, vốn chủ sở hữu của GMD tăng trưởng phần lớn nhờ tăng vốn điều lệ do hoạt động phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược hoặc phát hành cho cổ đông hiện hữu.

Biểu đồ 17

Quá trình tăng Vốn góp CSH 2004-1H.2017



Nguồn: BCTC, FPTC Research

Biểu đồ 18

Quá trình tăng Vốn chủ sở hữu 2004-1H.2017



Nguồn: BCTC, FPTC Research

Bảng dưới đây tổng hợp những thời điểm có sự thay đổi vốn điều lệ, số lượng cổ phiếu (SLCP), vốn góp của chủ sở hữu và tính toán tỷ lệ tăng/giảm quyền lợi của Cổ đông hiện hữu từ 2004-2017.

Thời gian	Nội dung	SLCP phát hành (triệu cp)	SLCP sau phát hành (triệu cp)	% pha loãng danh nghĩa
Năm 2005	Tăng vốn từ 197,3 tỷ đồng lên 207 tỷ đồng thông qua việc phát hành cổ phiếu trả cổ tức, tỷ lệ 20:1	0.98	20.7	
Năm 2006	Tăng vốn từ 207 tỷ đồng lên 345 tỷ đồng thông qua việc phát hành cổ phiếu thưởng, tỷ lệ 3:2	13.81	34.5	
Năm 2007	Tăng vốn từ 345 tỷ đồng lên 475 tỷ đồng thông qua việc: Phát hành cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ 20:3, giá phát hành 74.000đ/cp Phát hành cho cổ đông chiến lược 5.798.511 cổ phiếu, giá phát hành 160.173đ/cp Phát hành cổ phiếu cho cán bộ công nhân viên 2.000.000 cổ phiếu	12.98	47.5	38%
Năm 2010	Tăng vốn từ 475 tỷ đồng lên 1.000 tỷ đồng thông qua việc: Phát hành cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ 3:2, giá 20.000đ/cp Phát hành cho Ban lãnh đạo và Cán bộ quản lý 2.410.652 cổ phiếu, giá 20.000đ/cp Phát hành cho đối tác chiến lược 17.235.208 cổ phiếu, giá phát hành 36.500đ/cp	52.50	100.0	111%

Năm 2011	Tăng vốn từ 1.000 tỷ đồng lên 1.095 tỷ đồng thông qua việc phát hành 9.447.309 cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu	9.45	109.5	
Năm 2013	Tăng vốn từ 1.095 tỷ đồng lên 1.144 tỷ đồng thông qua việc phát hành 3.283.400 cổ phiếu ESOP cho năm 2010-2011, giá phát hành 10.000 đ/cp và 1.690.960 cổ phiếu ESOP cho năm 2012, giá phát hành 10.000 đ/cp	4.95	114.4	5%
Năm 2014	Tăng vốn từ 1.144 tỷ đồng lên 1.161 tỷ đồng thông qua việc phát hành 1.761.325 cổ phiếu ESOP cho năm 2013, giá phát hành 10.000 đ/cp	1.70	116.1	1%
Năm 2015	Tăng vốn từ 1.161 tỷ đồng lên 1.196 tỷ đồng thông qua việc: Phát hành 1.742.000 cổ phiếu cho người lao động cho năm 2014 Phát hành 1.742.000 cổ phiếu cho người lao động cho năm 2015	3.10	119.2	3%
Năm 2016	Tăng vốn từ 1.196 tỷ đồng lên 1.794 tỷ đồng thông qua việc phát hành cổ phiếu từ nguồn vốn CSH, tỷ lệ 2:1	60.20	179.4	
1H.2017	Tăng vốn từ 1.794 tỷ đồng lên 2.883 tỷ đồng thông qua việc phát hành 108.844.676 cổ phiếu chuyển đổi cho trái phiếu của Vietnam Investment Group và bà Lê Thúy Hương, giá phát hành 10.640 đ/cp	108.90	288.3	61%

Mức độ pha loãng quyền lợi cổ đông phổ thông của GMD vào những năm 2007, 2010 và Q2.2017 là lớn nhất khi số lượng cổ phiếu (SLCP) cơ bản (SLCP cơ bản chỉ tính những lần gia tăng cổ phiếu làm thay đổi quyền lợi của cổ đông hiện hữu, không tính những tác động từ việc chia tách cổ phiếu – các yếu tố không làm thay đổi quyền lợi của cổ đông hiện hữu) tăng lần lượt 40%, 74% và 187% so với năm liền trước.

Tại những thời điểm GMD tăng vốn 2007 và 2010, công ty đều nhằm mục đích xây dựng các cảng mới, cụ thể: năm 2007, GMD tăng vốn để xây dựng cảng Nam Hải với tổng vốn đầu tư hơn 1.000 tỷ đồng; năm 2010 công ty tăng vốn để xây dựng cảng Gemalink với tổng vốn đầu tư giai đoạn 1 là hơn 6.000 tỷ đồng. GMD đã xây dựng 39% tổng khối lượng công trình này trước khi tạm hoãn vào năm 2013

Tại Q2.2017, công ty phát hành 108,9 triệu cổ phiếu để chuyển đổi trái phiếu cho Vietnam Investment Group và bà Lê Thúy Hương như phân tích ở phần cơ cấu cổ đông làm quyền lợi của cổ đông bị pha loãng mạnh.

Số lượng cổ phiếu	Y2004	Y2005	Y2006	Y2007	Y2008	Y2009	Y2010	Y2011	Y2012	Y2013	Y2014	Y2015	Y2016	1H.2017
SLCP thực tế	19.7	20.7	34.5	47.5	47.5	47.5	100.0	109.4	109.4	114.4	116.1	119.6	179.4	288.3
SLCP cơ bản	19.7	19.7	19.7	27.6	27.6	27.6	47.9	47.9	47.9	52.9	54.6	58.1	58.1	166.9
Mức độ pha loãng SLCP	n.a	0%	0%	40%	0%	0%	74%	0%	0%	10%	3%	6%	0%	187%

Chúng tôi tiến hành tính toán lại số lượng cổ phiếu cơ bản của GMD theo nguyên tắc trên, EPS sau khi điều chỉnh lại cho thấy bức tranh rõ nét hơn về khả năng sinh lời trên mỗi đồng vốn cổ đông bỏ ra đầu tư vào GMD.

	Y2009	Y2010	Y2011	Y2012	Y2013	Y2014	Y2015	Y2016
SLCP cơ bản bình quân (triệu cp)	27.6	37.7	47.9	47.9	50.4	53.8	56.4	58.1
LNST đã điều chỉnh (tỷ đồng)	124.8	237.7	115.2	114.5	204.0	233.7	453.7	545.1
EPS cơ bản (tính toán lại)	4,529	6,298	2,405	2,390	4,047	4,348	8,052	9,384

4. VỊ THẾ DOANH NGHIỆP

4.1 GMD là một trong số ít những doanh nghiệp Việt Nam có thể cung cấp trọn gói dịch vụ logistics

Trong số các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ logistics và khai thác cảng trong nước, Gemadept là một trong số ít những doanh nghiệp có sự hiện diện trong mọi khâu của chuỗi giá trị logistics. Nhờ sở hữu các tài sản trong chuỗi giá trị logistics như hệ thống cảng biển, trung tâm phân phối (Distribution Center – viết tắt là DC), các kho chứa, các điểm thông quan nội địa (ICD), đội tàu và sà lan cũng như đội xe tải lớn, Gemadept đã tận dụng lợi thế này để trở thành nhà cung cấp dịch vụ logistics tích hợp, từ đầu đến cuối trong chuỗi cung ứng. Điều này giúp công ty có sự kiểm soát tốt hơn so với việc thuê tài sản từ bên thứ ba, đồng thời tiết giảm chi phí thuê ngoài trong hoạt động kinh doanh.

Trung tâm phân phối



Cảng biển/ ICD



Đội xe tải



Vận tải container quốc tế và nội thủy

Cảng hàng hóa hàng không



Vận tải hàng siêu trường, siêu trọng



Cảng biển: GMD đang sở hữu và vận hành 4 cảng biển trải dọc bờ biển miền Bắc, miền Trung và miền Nam. Hệ thống cảng của GMD đã xử lý tổng cộng 951.164 TEU lượng hàng hóa container và 1,69 triệu tấn hàng rời trong năm 2016, chiếm 7,1% tổng sản lượng hàng container và 0,4% tổng sản lượng hàng rời thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam năm 2016.

Gemadept hiện đang xây dựng cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 có công suất 600.000 TEU tại Hải Phòng với tổng số vốn đầu tư là 75 triệu USD, dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào tháng 12/2017 – 1/2018. Sau khi cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động, tổng công suất khai thác của Gemadept tại khu vực cảng Hải Phòng sẽ lên tới 1,3 triệu TEU/năm, gấp gần 2 lần so với hiện tại. Bên cạnh đó, Gemadept cũng đang đầu tư xây dựng cảng Gemalink tại Cái Mép – Thị Vải với công suất giai đoạn 1 là 1,2 triệu TEU, có quy mô lớn nhất trong cụm cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải.

Trung tâm phân phối (DC): Hiện tại, hệ thống trung tâm phân phối của GMD bao gồm: DC 1, DC 2; DC 3; DC4 và DC An Thạnh tại KCN Sóng Thần – Bình Dương; DC Hải Dương và DC Hậu Giang với tổng diện tích hơn 100.000 m².

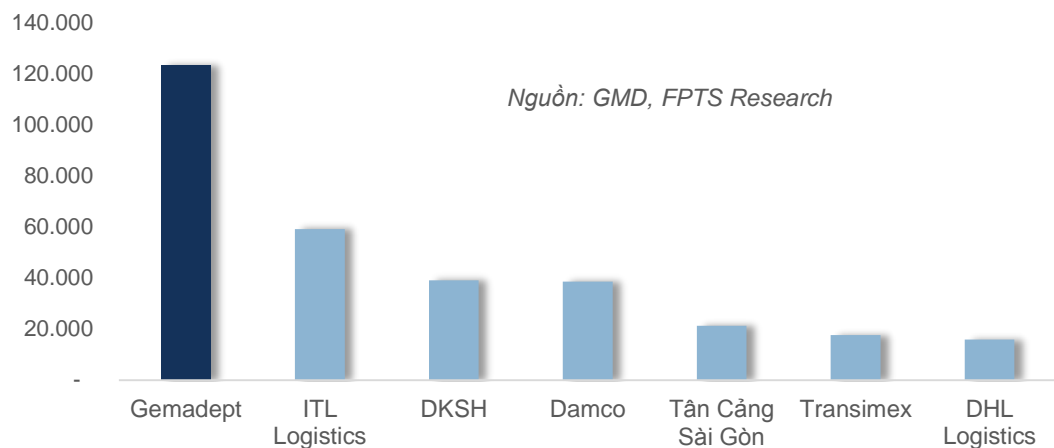
Tính đến thời điểm hiện tại, GMD sở hữu mạng lưới DC lớn nhất so với các đối thủ lớn trong ngành (*xem biểu đồ 19*). So với ITL Logistics, diện tích các DCs của GMD lớn hơn gần gấp 2 lần và có vị trí ở cả miền Bắc và miền Nam. Nhờ hệ thống kho rộng khắp, GMD có đủ khả năng phục vụ các khách hàng lớn như Unilever, P&G, Masan... vốn là những doanh

nghiệp có hệ thống nhà máy và thị trường tiêu thụ trải rộng trên cả nước. Lợi thế này giúp gia tăng năng lực cạnh tranh cho GMD so với đối thủ trong ngành. Ngoài ra, vị trí các DCs của GMD nằm cạnh các khu công nghiệp lớn như Sóng Thần 1 – Bình Dương, Đại An – Hải Dương giúp các kho DCs tiếp cận các nguồn cầu tiềm năng tại đây. Đáng chú ý, kho DC Hậu Giang mới của GMD có vị trí đặt tại KCN Sông Hậu – Hậu Giang rất thuận lợi khi nằm trên các trục tuyến giao thông quan trọng của tiểu vùng Tây Nam sông Hậu, có những điểm giao lưu kinh tế lớn đối với các huyện thuộc tỉnh Sóc Trăng, Bạc Liêu, Kiên Giang và đặc biệt là đô thị trung tâm của vùng Đồng bằng sông Cửu Long – TP. Cần Thơ.

Biểu đồ 19

GMD có hệ thống Trung tâm phân phối lớn nhất lớn nhất

Tổng diện tích DC (m²)

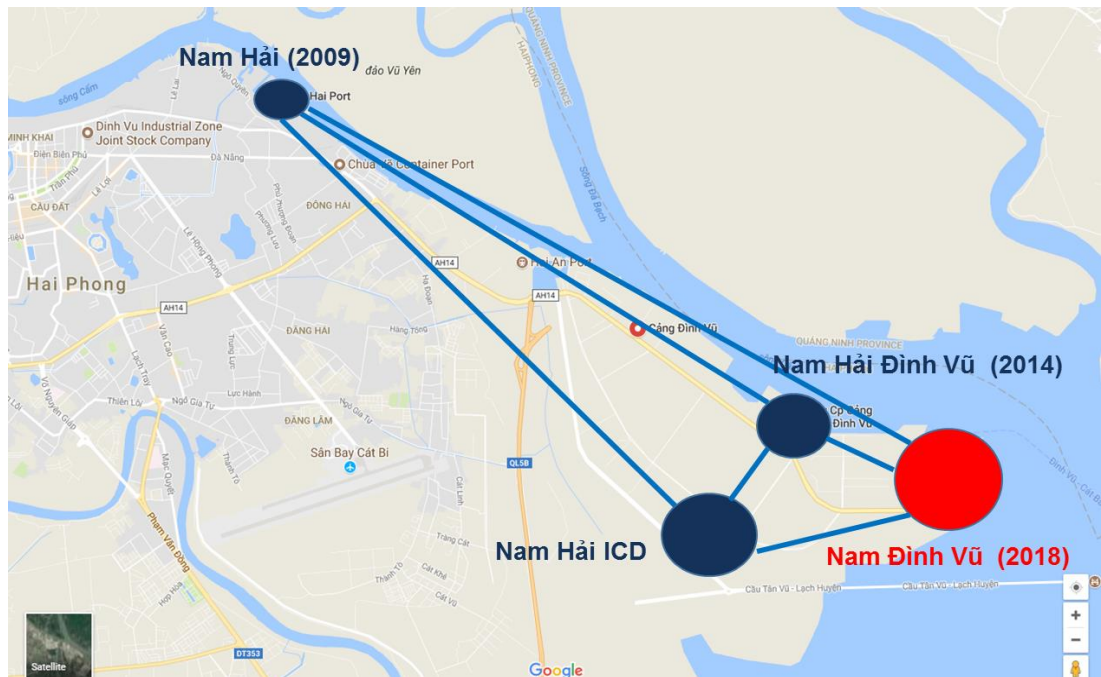


Điểm thông quan nội địa (ICD): Gemadept đang vận hành ICD Phước Long (TPHCM) và ICD Nam Hải (TP. Hải Phòng).

ICD Phước Long là cảng cạn đầu tiên của Việt Nam. Bắt đầu hoạt động từ năm 1995, ICD Phước Long đã có gần 30 năm hoạt động. Cảng cung cấp các gói dịch vụ đa dạng từ thông quan, xe tải và vận chuyển sà lan đến các kho thu gom hàng lẻ CFS. Hiện tại, ICD Phước Long có chiều dài bến 320m, kho gom hàng lẻ (CFS) có diện tích 5.000 m², nằm tại vị trí trên trục đường Xa lộ Hà Nội, Quận Thủ Đức, Tp. Hồ Chí Minh.

ICD Nam Hải là ICD lớn nhất khu vực Hải Phòng hiện nay, chỉ mới đi vào hoạt động từ tháng 10/2016 và có vị trí tại khu công nghiệp MP Đình Vũ, TP. Hải Phòng. ICD Nam Hải có tổng diện tích hơn 21ha, trong đó GMD khai thác 7ha làm bãi container, phần còn lại sẽ phát triển thành trung tâm phân phối và kho ngoại quan cung cấp các gói dịch vụ logistics door-to-door cho các doanh nghiệp trong khu công nghiệp ở khu vực Hải Phòng. Trong đầu năm 2017, công ty đã hoàn thành toàn bộ 3 giai đoạn: kho bãi (Depot), nhà kho Container (CFS) và cảng cạn (ICD). ICD Nam Hải sẽ hỗ trợ cho các cảng Nam Hải Đình Vũ và Nam Đình Vũ, giúp quá trình luân chuyển hàng hóa tại hai cảng này tăng lên.

ICD Nam Hải hỗ trợ cho cảng Nam Hải Đình Vũ và Nam Đình Vũ



Cảng hàng hóa hàng không: GMD hiện đang nắm giữ 32,89% cổ phần tại CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS – Upcom) – tính đến cuối Q3/2017. SCS chuyên cung cấp các dịch vụ hàng hóa hàng không tại sân bay Tân Sơn Nhất. Tọa lạc trên diện tích 14,3 ha trong khu vực sân bay Tân Sơn Nhất, SCS bao gồm 2 khu vực chính là sân bay với tổng diện tích 52.000 m² và khu vực kho hàng rộng 91.000 m². Sau hơn 6 năm hoạt động, SCS đã có 23 hãng hàng không là khách hàng trong tổng số 47 hãng hàng không có mặt tại Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất, trong đó có những hãng hàng không lớn trên thế giới như: Cathay Pacific Airways, Cargolux, Singapore Airlines, Thai Airways, Emirates SkyCargo, Turkish Cargo, HongKong Airlines...

Bên cạnh các tài sản kể trên, hiện tại, GMD đang sở hữu 3 tàu biển và 11 sà lan vận tải đường sông, hoạt động chủ yếu trên tuyến Việt Nam – Campuchia, các tuyến liên Á giữa Việt Nam với Singapore, HongKong, Đài Loan, Malaysia... và kết nối các cảng khu vực TP. Hồ Chí Minh với khu vực Cái Mép và vùng Đồng bằng Sông Cửu Long. Công ty cũng sở hữu đội xe tải lớn bao gồm: 250 xe đầu kéo, 52 xe tải nhẹ (loại 1,5-5 tấn) phục vụ các tuyến đường ngắn và 250 rơ-móc. Bên cạnh đó, GMD còn hợp tác với 10 công ty khác với năng lực cung cấp hơn 200 xe tải đủ chủng loại.

4.2 Quy mô của GMD so với các doanh nghiệp trên sàn

Hiện tại trên cả 3 sàn HOSE, HNX và UpCom có 24 doanh nghiệp đang hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng, vận tải container đường biển và cung cấp dịch vụ logistics. Trong đó, GMD đang dẫn đầu với giá trị vốn hóa lên đến 11.963 tỷ đồng (tại thời điểm 17/11/2017), đồng thời cũng đứng đầu về quy mô vốn chủ sở hữu và quy mô tổng tài sản, lần lượt đạt 5.867 và 10.188 tỷ đồng tính đến thời điểm 31/12/2016. GMD là doanh nghiệp có quy mô tổng tài sản lớn nhất do công ty hiện đang hoạt động trong cả ba mảng khai thác cảng, vận tải biển và cung cấp các dịch vụ logistics. Các doanh nghiệp còn lại chỉ hoạt động một trong ba mảng trên (*xem bảng 1*). Đồng thời, GMD cũng là doanh nghiệp có doanh thu cao nhất, đạt 3.742 tỷ đồng trong năm 2016 (bao gồm doanh thu từ hai mảng khai thác cảng và logistics).

Riêng với GMD, mặc dù công ty kinh doanh ở cả hai mảng logistics và khai thác cảng, nhưng chúng tôi đưa GMD vào nhóm khai thác cảng do mảng này đóng góp vào lợi nhuận hoạt động của công ty lớn nhất, chiếm 68% trong khi mảng logistics đóng góp chỉ 32% (tính đến cuối năm 2016). Bên cạnh đó, GMD cũng sẽ không còn hợp nhất doanh thu từ mảng logistics kể từ Q4/2017.

Bảng 1

Quy mô với các doanh nghiệp khai thác cảng, vận tải và logistics đã niêm yết và trên UpCom trong nước

Mã CK	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	Vốn CSH (31/12/2016)	Tổng tài sản (31/12/2016)	Doanh thu 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)
Cảng						
GMD	HOSE	11.963	5.867	10.118	3.742	444
VSC	HOSE	2.232	1.515	2.397	1.082	262
DXP	HNX	312	311	331	106	39
HAH	HOSE	757	574	966	488	134
PHP	HNX	3.956	3.848	5.129	2.402	599
DVP	HOSE	2.800	913	1.070	652	287
PSP	UpCom	320	428	618	155	5
CDN	HNX	1.492	820	1.045	553	128
CLL	HOSE	921	576	674	288	81
PDN	HOSE	1.198	373	732	422	66
VGP	HNX	184	161	170	40	15
Vận tải biển						
VFC	UpCom	281	490	996	1.086	11
VOS	HOSE	288	629	4.239	1.258	(359)
TJC	HNX	59	127	195	178	11
VNA	UpCom	30	77	948	532	(99)
VST	UpCom	47	(468)	1,740	594	(263)
Logistics						
TMS	HOSE	1.728	1.078	2.006	616	172
STG	HOSE	1.709	1.235	2.290	1.258	111
TCL	HOSE	586	586	835	821	94
HMH	HNX	148	265	288	116	31
TCO	HOSE	199	221	247	157	28
PRC	HNX	20	23	73	132	3

Nguồn: BCTC, FPTs Research

5. ĐẶC ĐIỂM HỆ THỐNG CẢNG BIỂN CỦA GEMADEPT

Công suất khai thác sẽ tăng mạnh trong thời gian tới

Hệ thống 6 cảng biển và ICD trải dài từ Bắc vào Nam là một trong những lợi thế cạnh tranh lớn nhất của Gemadept. Năm 2016, GMD chiếm 7,1% tổng sản lượng hàng container và 0,4% tổng sản lượng hàng rời thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam.

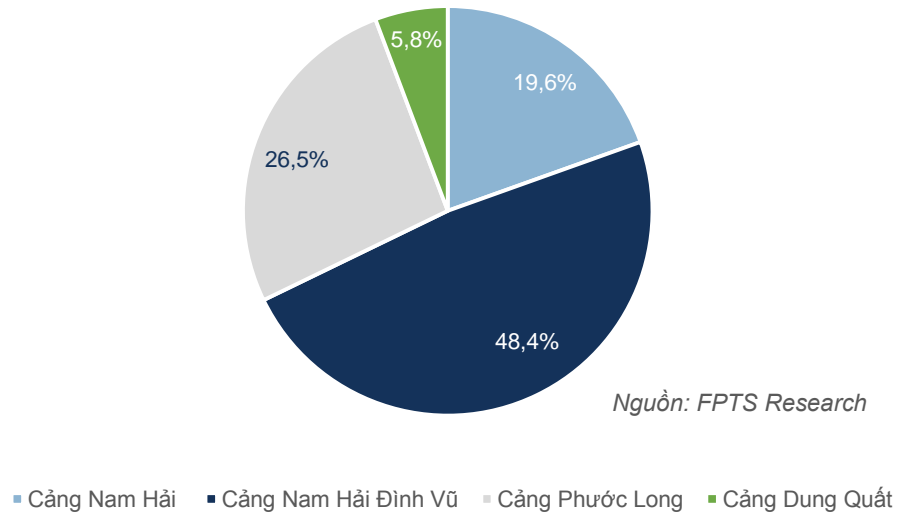
Các cảng biển và ICD phần lớn đều đã hoạt động hết công suất trừ cảng Dung Quất với hiệu suất hoạt động năm 2016 chỉ mới đạt 84,5%. Vì thế nhằm mở rộng khả năng khai thác, GMD đã đưa ICD Nam Hải đi vào hoạt động từ giữa năm 2016, nhằm gia tăng công suất cũng như hỗ trợ hoạt động của hai cảng Nam Hải và Nam Hải Đình Vũ. Sau khi ICD Nam Hải và cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động, tổng công suất khai thác của Gemadept tại khu vực cảng Hải Phòng sẽ lên tới 1,3 triệu TEU/năm, gấp 2 lần so với hiện tại. Gemadept cũng đang đầu tư xây dựng cảng Gemalink tại Cái Mép – Thị Vải với công suất giai đoạn 1 là 1,2 triệu TEU, có quy mô lớn nhất trong cụm cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải.

Hệ thống cảng biển của GMD

Cảng	Vị trí	Năm khai thác	Công suất	Sản lượng năm 2016	Hiệu suất sử dụng	Tải trọng tàu cho phép (DWT)
Hiện tại						
Cảng Nam Hải	Hải Phòng	29/02/2009	150.000 TEU	222.164 TEU	148%	10.000
Cảng Nam Hải Đình Vũ	Hải Phòng	6/5/2014	500.000 TEU	525.000 TEU	105%	30.000
Cảng Dung Quất	Quảng Ngãi	2008	150.000 TEU & 2,0 triệu tấn hàng rời	1,69 triệu tấn hàng rời	84,5%	70.000
Cảng Bình Dương	Bình Dương	2011	200.000 TEU	204.000 TEU	102%	5.000
Phước Long ICD	TPHCM	1995	500.000 TEU	530.000 TEU	106%	-
Nam Hải ICD	Hải Phòng	10/2016	500.000 TEU		Dự kiến đạt 70% công suất 2017. Mục tiêu đạt 100% công suất năm 2018	-
Các dự án đang triển khai						
Cảng Nam Đình Vũ (giai đoạn 1)	Hải Phòng	Dự kiến 12/2017	600.000 TEU			30.000
Gemalink (giai đoạn 1)	Cái Mép – Thị Vải	Dự kiến 2019	1.200.000 TEU		Dự kiến thoái 25% cổ phần trong 2018.	200.000
GMD – Hoa Sen	Cái Mép – Thị Vải		350.000 TEU/năm và 250.000 tấn/năm		Đã thoái hết 51% cổ phần, dự kiến thu về 177 tỷ doanh thu và 100 tỷ lợi nhuận	70.000

Nguồn: Công ty, FPT Research

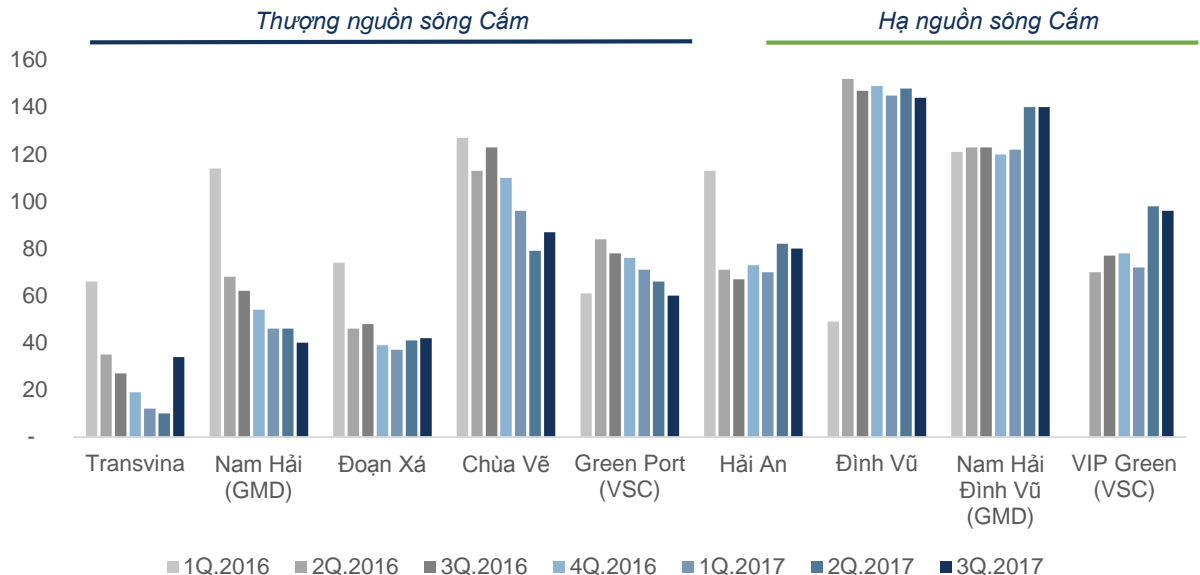
Năm 2016, doanh thu mảng khai thác cảng chiếm 43,4% trong tổng doanh thu của GMD, đạt 1.624 tỷ đồng. Trong đó, với công suất khai thác cao nhất, cảng Nam Hải Đình Vũ đóng góp lớn nhất trong doanh thu khai thác cảng của GMD, khoảng 48,4%. Cảng Phước Long đóng góp tỷ trọng lớn thứ hai với 26,5%; cảng Nam Hải và Dung Quất lần lượt chiếm 19,6% và 5,8% doanh thu khai thác cảng.

Biểu đồ 20
Tỷ trọng đóng góp doanh thu của từng cảng

a. Các cảng của GMD tại cụm cảng Hải Phòng (phía Bắc)

Cảng Nam Hải: là cảng chuyên khai thác hàng container, công suất khai thác là 150.000 TEU/năm và bắt đầu đi vào hoạt động từ năm 2009. Cảng có vị trí nằm sâu trong thượng lưu sông Cấm, độ sâu luồng chỉ 5,5m và hiện bị chắn bởi cầu Bạch Đằng, vì thế chỉ có thể đón được tàu có trọng tải tối đa là 10.000 DWT. Với xu hướng gia tăng kích cỡ tàu của thế giới, đây là điều bất lợi đối với cảng Nam Hải. Tuy nhiên, giai đoạn 2012-2016, cảng Nam Hải luôn hoạt động ổn định tại mức 130-150% công suất thiết kế. Cảng Nam Hải chủ yếu tiếp nhận tàu chạy chuyên tuyến Hải Phòng – HongKong, vì khoảng cách giữa hai cảng ngắn nên những tàu chạy tuyến này thường có trọng tải chỉ 10.000 DWT. Tuy nhiên, xu hướng gia tăng kích cỡ tàu trong tương lai có thể sẽ tác động tiêu cực đến cảng Nam Hải khi các tàu có kích thước 10.000 DWT sẽ ngày càng giảm dần.

Hiện một số cảng ở phía sau cầu Bạch Đằng như Hải An, Đoạn Xá, Chùa Vẽ... cũng bị tình trạng tương tự như cảng Nam Hải – chỉ đón được tàu có trọng tải tối đa 10.000 DWT nên lượng tàu vào cảng bị suy giảm mạnh (*xem biểu đồ 21*). Trong năm 2016, các cảng này đã phải chuyển sang khai thác hàng rời. Tuy nhiên, cảng Nam Hải nhờ mối quan hệ tốt của GMD, sự tin tưởng của khách hàng nên sản lượng container qua cảng những năm qua vẫn duy trì khá ổn định. Năm 2016, sản lượng container qua cảng đạt 222.164 TEU, giảm nhẹ 3,4% so với năm 2015 và đạt 148% công suất thiết kế. Lượt tàu vào cảng năm 2016 cũng chỉ giảm nhẹ – 245 lượt tàu so với 250 lượt tàu năm 2015. Trong khi những cảng nằm phía sau cầu Bạch Đằng khác có số lượt tàu giảm mạnh. Vì thế, định hướng của GMD trong tương lai sẽ phát triển cảng Nam Hải thành cảng Hub phục vụ cho các tuyến vận tải nội địa của Gemadept Shipping và các tàu feeder của khách hàng trong nước (tàu 10.000 DWT), đồng thời hỗ trợ cho cảng Nam Hải Đình Vũ và Nam Đình Vũ. Trường hợp xấu nhất, cảng Nam Hải sẽ chuyển sang khai thác hàng rời nhưng kỳ vọng việc chuyển đổi công năng sẽ không xảy ra trong 3 năm tới.

Qua những phân tích trên, chúng tôi cho rằng cảng Nam Hải trong các năm tới sẽ hoạt động với hiệu suất trung bình 120-130% công suất thiết kế, thấp hơn mức 150-170% trong 2009-2016.

Biểu đồ 21
Lượt tàu qua một số cảng tại cụm Cảng Hải Phòng


Cảng Nam Hải Đình Vũ: Đầu năm 2013, GMD đã mua cảng container từ CTCP Vận tải biển VIPCO (VIP – HSX) và tiến hành xây dựng Cảng Nam Hải Đình Vũ. Cảng chính thức đón chuyển hàng đầu tiên vào ngày 6/5/2014.

Cảng Nam Hải Đình Vũ có vị trí nằm ở hạ lưu sông Cấm, độ sâu luồng lớn hơn cảng Nam Hải với 6,5m và không bị chắn bởi cầu Bạch Đằng. Vì thế, cảng Nam Hải Đình Vũ tiếp nhận được tàu có trọng tải tối đa đến 30.000 DWT – lớn hơn cảng Nam Hải. Cảng có công suất 500.000 TEUs/năm và hiện đã hoạt động hết công suất. Năm 2016, sản lượng container qua cảng đạt 525.000 TEU, tăng 14,1% so với năm 2015 và đạt 105% công suất thiết kế.

Khác với cảng Nam Hải, cảng Nam Hải Đình Vũ chủ yếu tiếp nhận các tàu có trọng tải từ 20.000-30.000 DWT, hoạt động theo các tuyến trong phạm vi Châu Á, nối liền Hải Phòng với các cảng biển lớn của Châu Á như Thượng Hải, Busan,...trong khi cảng Nam Hải chỉ tiếp nhận tàu có trọng tải tối đa 10.000 DWT, hoạt động theo các tuyến Hải Phòng – Hong Kong. Vì thế, hai cảng này không cạnh tranh trực tiếp với nhau. Danh mục khách hàng của cảng Nam Hải Đình Vũ khá đa dạng, giúp hạn chế rủi ro đầu ra cho Gemadept, bao gồm: China Shipping, Zim Lines, T.S Lines, China United Lines, A.S Lines, Jin Jiang shipping, Yang Ming, CMA – CGM, MSC, PIL, KMTC, C.K Lines, N.Y.K và OOCL...

Trong những năm tới, chúng tôi cho rằng cảng Nam Hải Đình Vũ sẽ hoạt động với hiệu suất 110-120% công suất thiết kế, cao hơn mức 105% trong năm 2016 vì những nguyên nhân sau:

- Vị trí cảng thuận lợi nên nhận được sự ưu tiên của các hãng tàu. Trong tương lai, cảng Nam Hải Đình Vũ cũng sẽ đón nhận bớt nguồn hàng từ các cảng từ phía thượng lưu sông Cấm chuyển sang nói chung và nguồn hàng từ cảng Nam Hải nói riêng.
- ICD Nam Hải đi vào hoạt động hỗ trợ quá trình luân chuyển hàng hóa của cảng Nam Hải Đình Vũ. ICD Nam Hải chỉ cách cảng Nam Hải Đình Vũ 1,5 km – khá gần và thuận tiện cho việc luân chuyển hàng hóa của cảng, giúp tăng công suất làm hàng của cảng.

- Trong tương lai, cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động sẽ góp phần nâng cao vị thế của cảng Nam Hải Đình Vũ.

Cảng Nam Đình Vũ: Gemadept hiện đang xây dựng cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 có công suất 600.000 TEU tại Hải Phòng với tổng số vốn đầu tư là 75 triệu USD, dự kiến sẽ đi vào hoạt động tháng vào 12/2017 – 01/2018. Việc đầu tư thêm cảng Nam Đình Vũ một mặt giải quyết tình trạng hai cảng Nam Hải và Nam Hải – Đình Vũ đã hoạt động hết công suất, mặt khác nhằm đón đầu xu hướng nguồn hàng của các cảng ở phía thượng lưu sông Cẩm San sẽ bớt cho các cảng hạ lưu khi cầu Bạch Đằng hoàn thành. Tỷ lệ sở hữu của Gemadept tại cảng Nam Đình Vũ là 60%.

Tiến trình xây dựng cảng Nam Đình Vũ

Giai đoạn	Dự kiến hoàn thành	Vốn đầu tư	Chiều dài cầu bến
1	12/2017 – 01/2018	75 triệu USD	440m
2	06/2019 – 01/2021	75 triệu USD	440m
3	06/2021 – 01/2023	115 triệu USD	660m
Tổng cộng		265 triệu USD	1.540m

Cảng Nam Đình Vũ là cảng có lợi thế nhất so với các cảng biển khác trong khu vực Hải Phòng. Đặc biệt là vị trí nằm sát ngay cửa ngõ ra biển (trước cảng VIP Green), môn nước sâu nên có thể đón được tàu có trọng tải 30.000 DWT. Sau khi hoàn thành cả 3 giai đoạn đầu tư, cảng Nam Đình Vũ sẽ có chiều dài cầu cảng khoảng 1.540m (dài nhất trong số các cảng ở khu vực Hải Phòng), bao gồm 7 bến cảng, tổng diện tích 65ha và có công suất toàn phần 1,2 triệu TEU/năm, sẽ nâng năng lực làm hàng container của GMD tại Hải Phòng lên 2 triệu TEU/năm (tương đương với PHP – cảng container lớn nhất ở Hải Phòng hiện nay).

Giai đoạn 1 của dự án bao gồm 2 cầu tàu và được triển khai trên diện tích 20ha. Khi giai đoạn 1 hoàn thành, tổng công suất khai thác của Gemadept tại khu vực cảng Hải Phòng sẽ lên tới 1,3 triệu TEU/năm, gấp gần 2 lần so với hiện tại. Bên cạnh vị trí địa lý thuận lợi, cảng Nam Đình Vũ còn nằm trong khu vực gần các cụm sản xuất công nghiệp lớn (Khu công nghiệp MP Đình Vũ). Đây là nguồn hàng tiềm năng cho GMD khai thác.

Trong tương lai các cảng ở phía sau cầu Bạch Đằng sẽ phải chuyển đổi công năng thành bất động sản hoặc chuyển sang mảng kinh doanh kho bãi, hoặc phục vụ tàu nội địa thay cho tàu quốc tế. Trái lại, những cảng ở phía ngoài sẽ hoạt động tốt hơn nhờ nguồn hàng từ các cảng ở phía trong chuyển sang. Vì thế, cảng Nam Đình Vũ và Nam Hải Đình Vũ trong tương lai sẽ cạnh tranh với các cảng ở phía ngoài (trước cầu Bạch Đằng), bao gồm: Tân Cảng 189, Cảng Tân Vũ, Cảng Đình Vũ, Cảng PTSC Đình Vũ và cảng VIP Green. Chúng tôi cho rằng cảng Nam Đình Vũ của GMD là cảng có lợi thế cạnh tranh cao nhất so với các cảng hạ nguồn khác, cụ thể được chúng tôi trình bày trong bảng so sánh dưới đây.

Bảng 2: So sánh lợi thế cạnh tranh của các cảng ở hạ nguồn sông Cẩm (cụm cảng Hải Phòng)

Cảng	Nam Đình Vũ (hoạt động năm 2018)	VIP Green	Nam Hải Đình Vũ	Tân Vũ	Đình Vũ	PSTC Đình Vũ	SNP 189
Doanh nghiệp khai thác	GMD (HOSE)	VSC (HOSE)	GMD (HOSE)	PHP (HOSE)	PHP (HOSE)	PVS (HOSE)	Tân Cảng Sài Gòn (chưa cổ phần hóa)
Xếp hạng mức độ thuận lợi về vị trí	1	2	3	4	5	6	7
Công suất thiết kế	600.000 TEUs/năm	500.000 TEUs/năm	500.000 TEUs/năm	1.000.000 TEUs/năm	450.000 TEUs/năm	300.000 TEUs/năm	200.000 TEUs/năm

Hiệu suất khai thác dự kiến năm 2017

- Hơn 100% Hơn 100% Khoảng 80% Hơn 100% Khoảng 70-80% Hơn 100%

Kế hoạch mở rộng công suất	Có, giai đoạn 2 và 3, tổng công suất lên đến 1,2 triệu TEUs/năm	Không	Không	PHP dự kiến năng công suất lên 1.200.000 Teus/năm	Không	Không	Không
Số cầu cảng	2	2	2	5	2	1	1
Chiều dài cầu cảng	440 m	380 m	450 m	955 m	427 m	250 m	160 m
Cỡ tàu tiếp nhận	30.000 DWT	30.000 DWT	30.000 DWT	20.000 DWT	20.000 DWT	10.000 DWT	10.000 DWT
Khách hàng	Dự kiến tương tự như cảng Nam Hải Đình Vũ	Hiện có 3 khách hàng chính: Evergreen, OOCL và CosCo	Khách hàng đa dạng với hơn 20 hãng tàu	Khách hàng đa dạng với hơn 20 hãng tàu	Khách hàng đa dạng với hơn 20 hãng tàu	Nguồn khách hàng khá hẹp, chủ yếu là tàu biển dầu khí	Khách hàng đa dạng nhờ thuộc sở hữu Tân Cảng Sài Gòn
Khả năng thương thuyết cước phí	Cao nhất , do có vị trí thuận lợi nhất tại hạ nguồn sông Cấm, trang thiết bị hiện đại.	Cao , do có vị trí thuận lợi	Cao , do có vị trí thuận lợi và khách hàng đa dạng	Cao , do có vị trí thuận lợi và khách hàng đa dạng	Cao , do có vị trí thuận lợi và khách hàng đa dạng	Thấp , do chất lượng dịch vụ thấp, cỡ tàu tiếp nhận nhỏ.	Trung bình , có vị trí thuận lợi, nguồn khách hàng đa dạng. Tuy nhiên chỉ có 1 cầu cảng, khó cạnh tranh với cảng lớn để thu hút nguồn hàng.

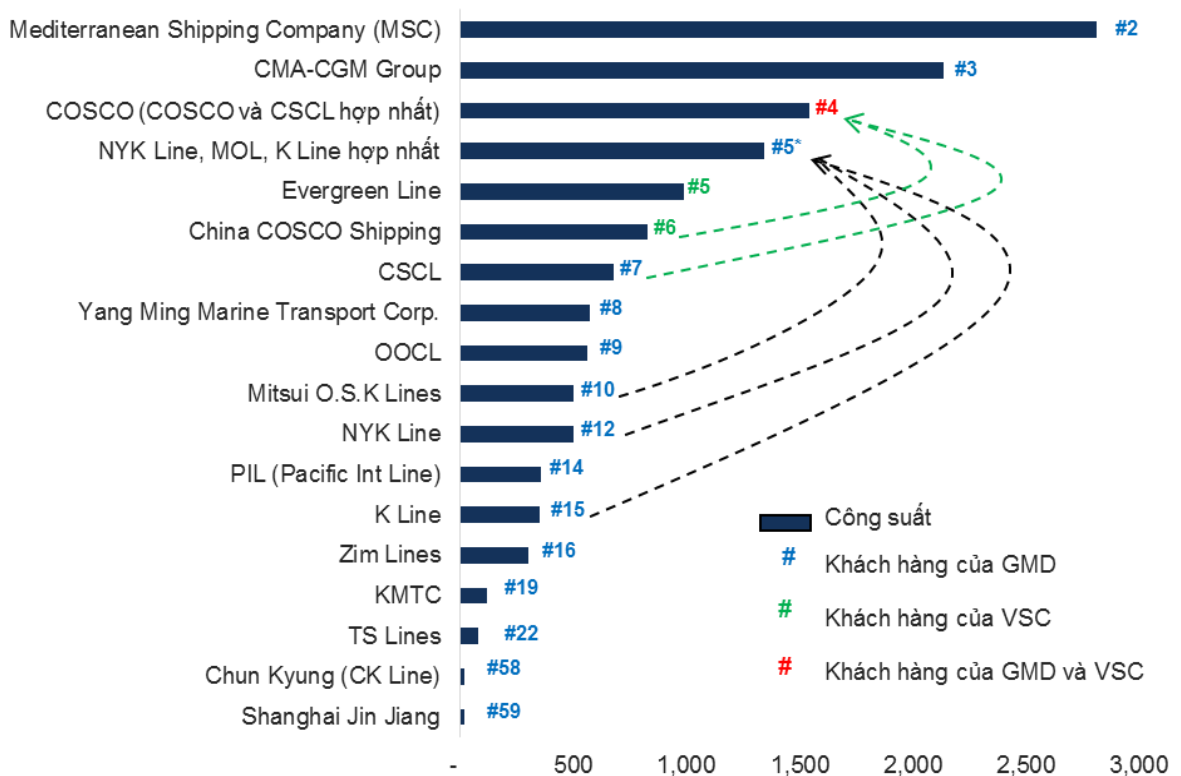
Ngoài ra, tháng 10/2016, GMD đã đưa ICD Nam Hải đi vào hoạt động. Với hệ thống cơ sở logistics mới và cơ sở vật chất của cảng biển đã sẵn có, GMD có thể cung cấp dịch vụ đưa hàng hóa về tận kho khách hàng để tăng các giá trị gia tăng, thay vì chỉ đơn thuần cung cấp dịch vụ xếp dỡ tại cảng như trước kia. ICD Nam Hải kỳ vọng đạt 70% công suất thiết kế vào năm 2017 và sẽ hoạt động hết công suất vào năm 2018.

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng những năm tới mức phí xếp dỡ trung bình tại cụm cảng Hải Phòng khó có khả năng cải thiện trong bối cảnh triển vọng ảm đạm của ngành vận tải biển toàn cầu và sự hợp nhất, sáp nhập gần đây của các hãng vận tải biển. FPTTS cho rằng có 4 yếu tố chính làm hạn chế khả năng tăng giá cước xử lý hàng hóa tại cụm cảng Hải Phòng, bao gồm:

- (1) Phần lớn các công ty khai thác cảng tại khu vực cảng Hải Phòng đều khá nhỏ và phân mảnh, vì thế ít quyền định giá so với các hãng vận tải biển quy mô lớn thế giới.
- (2) Tình hình cạnh tranh ngày càng gay gắt trong ngắn và trung hạn, đặc biệt sau khi cầu Bạch Đằng hợp long vào cuối năm nay khiến các cảng ở phía thượng nguồn sẽ phải hạ giá cước xuống thêm để thu hút tàu vào làm hàng.
- (3) Xu hướng thu tóm, hợp nhất và liên kết của các hãng vận tải biển làm tăng khả năng định giá của các doanh nghiệp này đối với các công ty khai thác cảng.
- (4) Tình hình kinh doanh và tài chính không mấy khả quan của các doanh nghiệp vận tải biển khiến khả năng tiếp nhận mức tăng giá xếp dỡ là khá hạn chế.

Biểu đồ 22

Các hãng tàu đang tăng quyền định giá so với các doanh nghiệp khai thác cảng thông qua hợp nhất, sáp nhập



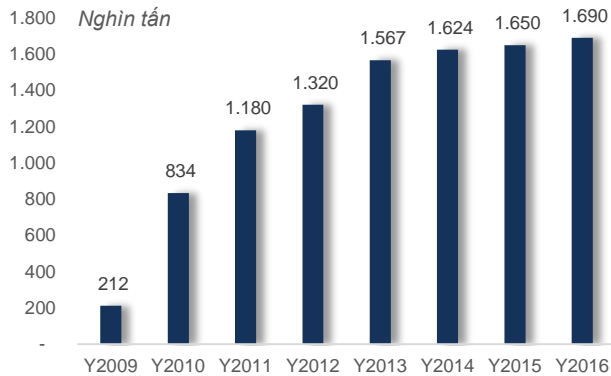
Nguồn: Alphaliner, FPTs Research

Do đó, trong bối cảnh thị trường hiện tại, những cảng có vị trí cảng thuận lợi sẽ càng có khả năng thương thuyết và định giá cước phí cao hơn. Hiện tại, mức phí xếp dỡ trung bình tại cụm cảng Hải Phòng là 36-40 USD/TEU, các cảng hạ nguồn sông Cẩm có mức phí cao hơn, vào khoảng 40-41 USD/TEU trong khi các cảng thượng nguồn khoảng 32-35 USD/TEU.

b. Cảng Dung Quất tại miền Trung

Đây là cảng khai thác cả hàng container và hàng rời với công suất lần lượt là 150.000 TEU/năm và 2 triệu tấn/năm. Năng suất xếp dỡ hàng rời dùng cầu là 150 tấn/giờ và hàng container là 40 lượt/giờ. Cảng có vị trí tại vịnh nước sâu Dung Quất, tỉnh Quảng Ngãi, độ sâu mớn nước lên đến 12m nên có thể tiếp nhận được tàu trọng tải lên đến 70.000 DWT đối với tàu dầm gỗ và 50.000 DWT đối với tàu tổng hợp. Do có vị trí nằm ở khu vực miền Trung nên hàng hóa thông qua cảng đa số là hàng rời, mặt hàng chủ yếu là dầm gỗ xuất khẩu đi các nước Bắc Âu để sưởi ấm. Năm 2016, lượng hàng rời thông qua cảng Dung Quất lên đến 1,69 triệu tấn, cao nhất kể từ lúc bắt đầu đi vào hoạt động năm 2008 và tương đương với 85% công suất thiết kế.

Cảng Dung Quất nằm giữa hai khu kinh tế Dung Quất và Chu Lai – điểm trọng tâm của chiến lược phát triển kinh tế miền Trung. Đây là nguồn khách hàng tiềm năng mà cảng có thể khai thác. Bên cạnh đó, nguồn hàng từ các khu công nghiệp Quảng Phú, VSIP và Tịnh Phong cũng thông qua cảng Dung Quất. Điều này mang lại lợi thế nguồn hàng ổn định cho cảng Dung Quất. Sản lượng hàng hóa qua thông cảng Dung Quất khá đều đặn và ổn định trong những năm qua (*xem biểu đồ 23 và hình 3*).

Biểu đồ 23
Sản lượng hàng hóa qua cảng Dung Quất (nghìn tấn)


Nguồn: GMD, FPTs Research

Hình 3
Vị trí cảng Dung Quất gần các khu kinh tế lớn miền Trung


Nguồn: GMD, FPTs Research

c. Các cảng của GMD tại khu vực phía Nam

Cảng Phước Long: Là cảng cạn đầu tiên của GMD đồng thời cũng là cảng cạn đầu tiên của Việt Nam. Kho Phước Long ICD đã có gần 30 năm hoạt động cung cấp gói dịch vụ đa dạng từ dịch vụ thông quan, xe tải và vận chuyển sà lan đến các trạm chứa container hàng hóa (CFS). Với vị trí địa lý gần các khu công nghiệp Bình Dương, Đồng Nai – Biên Hòa, cảng Phước Long luôn có lượng hàng tăng ổn định qua các năm. Trong năm 2016, sản lượng container thông qua đạt 530.000 TEU, tăng 6,0% so với năm 2015 và tương đương với 106% công suất thiết kế.

Cảng Bình Dương: Cuối tháng 3/2017, GMD đã hoàn tất các thủ tục cuối cùng để tăng sở hữu tại cảng Bình Dương (BDP) lên 65% từ mức 15% các năm trước. Đây là một cảng nhỏ, có vị trí nằm trên khu vực sông Đồng Nai, đối diện với cảng Đồng Nai (PDN – HOSE). Cảng có một cầu cảng với công suất 200.000 TEU/năm. Trong năm 2016, BDP đã hoạt động vượt công suất với sản lượng container đạt mức 204.000 TEUs. GMD dự kiến sẽ mở rộng quỹ đất, nâng công suất BDP lên 300.000 TEU vào Q4/2017. Khu vực Long Bình, ngay bên cạnh cảng Bình Dương (xem hình 4) đã được chính quyền TP.HCM chọn là một trong những vị trí quy hoạch cảng ICD cho TP.HCM. Vì thế, chúng tôi cho rằng trong tương lai, GMD sẽ còn tiếp tục mở rộng cảng Bình Dương tại vị trí này.

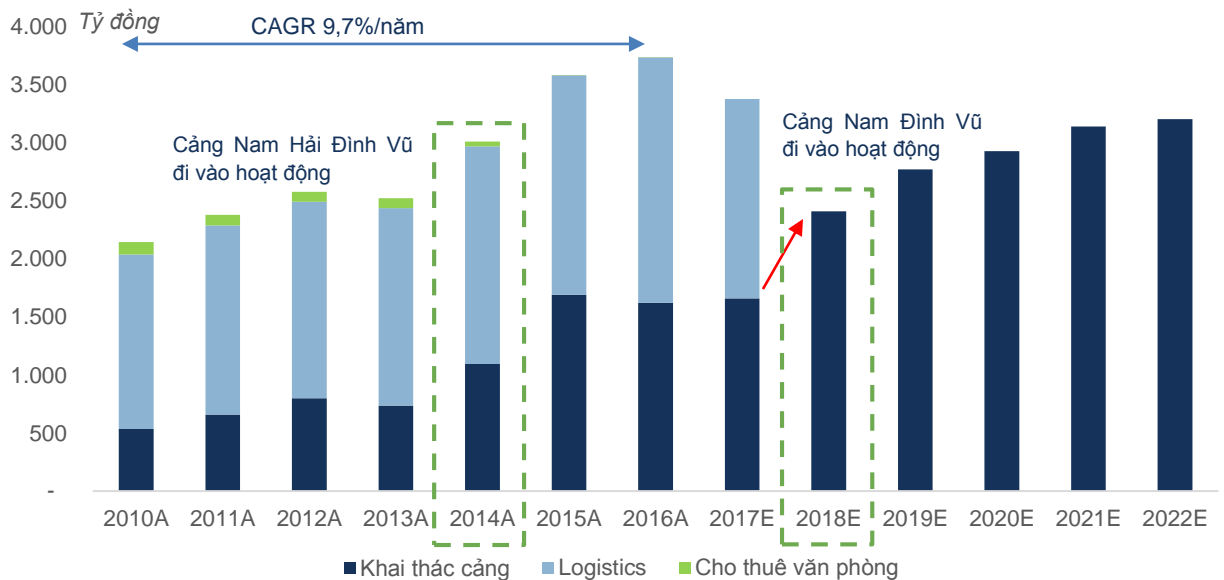
Hình 4
Vị trí cảng Bình Dương

Nguồn: Google Maps, FPTs Research



Cảng nước sâu Gemalink (xem phần Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết)

Các cảng đang hoạt động của GMD thường ký hợp đồng với các hãng tàu vào tháng 9,10 hàng năm. Sau mỗi năm sẽ ký hợp đồng lại một lần, với sự điều chỉnh về giá cước cho phù hợp với tình hình thị trường. Về chính sách thu hồi công nợ: Các khoản phải thu (công nợ) từ các hãng tàu được thanh toán hàng tháng, do đó nếu có rủi ro thanh toán từ phía các hãng tàu thì chỉ liên quan tới công nợ của 1 tháng trước đó. Nhờ vậy, rủi ro nợ xấu từ các khách hàng của GMD rất thấp.

II. TÌNH HÌNH KINH DOANH, TÀI CHÍNH
1. DOANH THU
Biểu đồ 24
Quy mô Doanh thu của GMD 2010-2022E


Nguồn: GMD, FPTs Research

Doanh thu của GMD trong giai đoạn 2010-2016 có tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 9,7%/năm, tăng từ 2.147 tỷ đồng lên 3.742 tỷ đồng. Trong đó, mảng khai thác cảng đóng góp từ 25,0% lên 43,4% trong tổng doanh thu, từ 537 tỷ đồng lên 1.624 tỷ đồng và có tốc độ tăng trưởng bình quân (CAGR) là 20,3%/năm nhờ vào việc xây dựng và mở rộng các dự án khai thác cảng mới tại những vị trí thuận lợi. Mảng logistics có tỷ trọng đóng góp doanh thu lớn nhất – 56,6% trong tổng doanh thu năm 2016 và có tốc độ tăng trưởng bình quân là 5,9%/năm, từ 1.503 tỷ đồng lên 2.116 tỷ đồng.

Năm 2014 và 2015, GMD ghi nhận doanh thu tăng mạnh do công ty đưa cảng Nam Hải Đình Vũ đi vào hoạt động (6/2014). Hiệu suất sử dụng cảng lần lượt trong hai năm này là 65% và 95%. Năm 2016, doanh thu chỉ tăng nhẹ do các cảng của GMD đã hoạt động hết công suất, trong khi doanh thu mảng logistics không có nhiều thay đổi do các trung tâm phân phối (chiếm tỷ trọng cao nhất trong doanh thu logistics) đã hoạt động hết 100% công suất thiết kế.

Do GMD đã thoái 50,9% mảng logistics trong đầu tháng 10/2017 nên doanh thu từ mảng này không còn được hợp nhất từ Q4/2017 (chỉ hợp nhất 9T2017). Doanh thu từ cho thuê văn phòng cũng không còn được ghi nhận do công ty đã bán xong 15% còn lại của Tòa nhà CJ Tower. Từ năm 2018, doanh thu của GMD chỉ từ hoạt động khai thác cảng.

Cho giai đoạn 2017-2022, chúng tôi tiến hành dự phóng doanh thu của 6 cảng: Nam Hải, Nam Hải Đình Vũ, Nam Đình Vũ (2018), Dung Quất, Phước Long ICD và cảng Bình Dương (BDP). Lưu ý rằng trong tháng 3/2017, GMD đã nâng sở hữu tại BDP lên 65%. Như vậy, doanh thu từ cảng Bình Dương sẽ được hợp nhất từ năm 2017 trở đi.

Doanh thu khai thác cảng năm 2017 của GMD sẽ không có sự đột phá, dự kiến tăng trưởng 2,3% so với năm 2016, đạt 1.662 tỷ đồng do các cảng hiện tại đã hoạt động hết công suất và tình hình cạnh tranh đang gay gắt khi cầu Bạch Đằng bắt đầu hợp long vào cuối 2017. Trong đó, cảng Nam Hải và Nam Hải Đình Vũ giả định hoạt động ổn định với công suất 120-130% và 110-120% công suất thiết kế. Giá cước dịch vụ tại cảng Nam Hải và Nam Hải Đình Vũ sẽ giảm do cạnh tranh đang gay gắt. Trong đó, cảng Nam Hải giảm 5% do có vị trí tại thượng nguồn sông Cấm bị ảnh hưởng nặng hơn bởi tác động bởi cầu Bạch Đằng, trong khi cảng Nam Đình Vũ chỉ giảm 3% nhờ có vị trí thuận lợi hơn, khả năng thương thuyết mức phí cũng cao hơn.

Cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động từ đầu năm 2018 sẽ tạo ra sự đột biến về doanh thu khai thác cảng cho GMD. Chúng tôi dự kiến cảng Nam Đình Vũ sẽ đạt hiệu suất 65% trong cả năm 2018. Hiệu suất khai thác tại cảng Nam Đình Vũ sẽ tăng tương tự thậm chí nhanh hơn so với hiệu suất khai thác tại cảng Nam Hải Đình Vũ. Lộ trình nâng hiệu suất khai thác tại cảng Nam Hải Đình Vũ từ năm 2014 như sau: năm 2014 đạt 65%, năm 2015 đạt 95% và năm 2016 đạt 105% công suất thiết kế. Cơ sở để đạt được hiệu suất này là sau năm 2017 khi cầu Bạch Đằng hợp long, một lượng hàng từ phía thượng nguồn sẽ được chuyển về phía hạ nguồn. Bên cạnh đó, GMD đã tiến hành nghiên cứu và đàm phán với các hãng tàu để đảm bảo nguồn hàng ổn định cho cảng, tránh hiện tượng tài sản đầu tư hoàn tất nhưng không có hàng để khai thác. Ngoài ra, nhờ vị trí thuận tiện nhất nên cảng Nam Đình Vũ cũng sẽ có khả năng thương thuyết cước phí cao hơn. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi giả định cước phí xếp dỡ container tại cảng Nam Đình Vũ bằng với Nam Hải Đình Vũ.

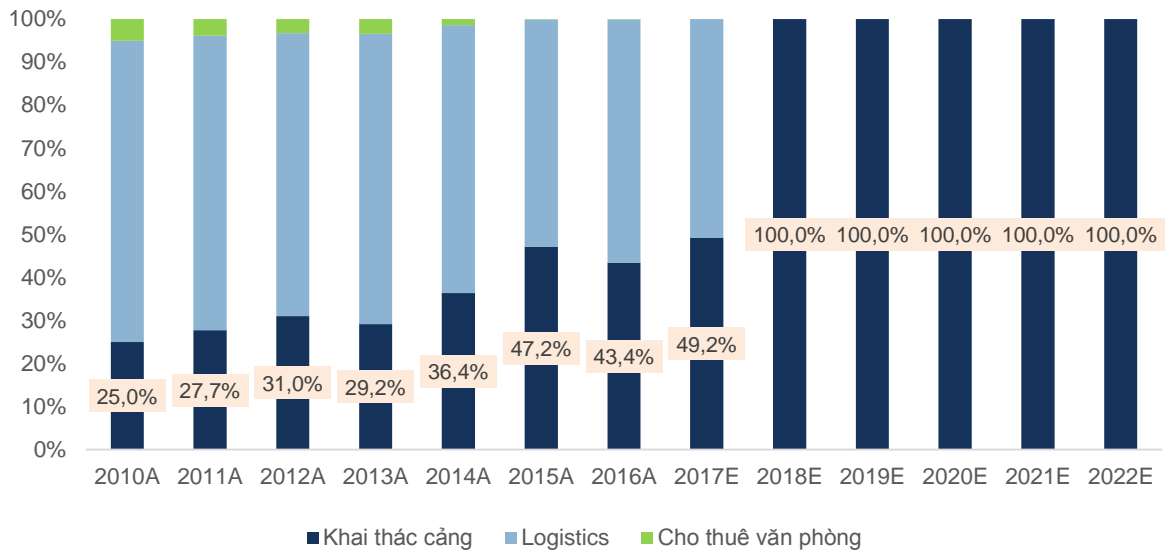
Doanh thu từ cảng Bình Dương được chúng tôi dự phóng dựa trên xem xét giá cước làm hàng container của cảng Đồng Nai (PDN – HOSE) vì 2 lý do sau: (1) Vị trí cảng tương đồng (đối diện nhau – [xem hình 4](#)), cùng nằm sâu trong sông Đồng Nai, chỉ đón được các tàu 5.000 DWT, gần Quốc Lộ 1A và các khu công nghiệp Bình Dương, Đồng Nai; (2) Theo khảo sát của FPTTS, giá cước xếp dỡ hàng container tại cảng Bình Dương và cảng Đồng Nai là bằng nhau, khoảng 650.000 đồng/TEU từ tàu/sà lan vào bãi (cảng Bình Dương và Đồng Nai chủ yếu chỉ khai thác hàng container nội địa). Công suất thiết kế cảng Bình Dương từ 2018 là 300.000 TEU/năm.

Cảng Phước Long đã đi vào hoạt động ổn định trong 10 năm với mức sản lượng trung bình hàng năm 500.000 TEU/năm và mỗi năm công suất tăng 2%. Do đó, chúng tôi giả định sản lượng hàng qua cảng và giá cước khai thác tại ICD Phước Long tiếp tục duy trì ổn định, suất khai thác từ 105-110%.

Cảng Dung Quất hiện chỉ mới hoạt động 85% công suất thiết kế. Nguồn hàng qua cảng những năm qua tăng trưởng đều khoảng 2-3%/năm. Chúng tôi giả định nguồn hàng qua cảng Dung Quất của GMD tăng trưởng bình quân 2%/năm từ 2017-2022. Mức độ cạnh tranh tại khu vực miền Trung không cao do thiếu cảng nước sâu và khu vực này vẫn chưa thu hút được nhiều nguồn hàng nên chúng tôi kỳ vọng rằng giá cước xếp dỡ tại cảng Dung Quất sẽ không thay đổi.

Doanh thu từ cảng Gemalink dự kiến không được hợp nhất vào doanh thu khai thác cảng của GMD do GMD chỉ sở hữu 50% cổ phần Gemalink. Do đó, Gemalink sẽ đóng góp vào lợi nhuận của GMD thông qua hình thức Lãi/lỗ từ công ty liên doanh liên kết.

Tỷ giá USD/VND giả định tăng 2% qua các năm.

Biểu đồ 25
Tỷ trọng đóng góp doanh thu của từng mảng kinh doanh của GMD


Nguồn: GMD, FPTs Research

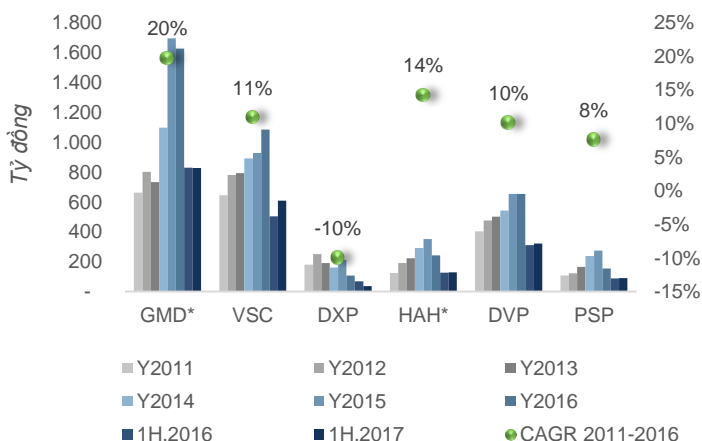
2. LỢI NHUẬN GỘP

2.1 Tình hình chung về lợi nhuận gộp của GMD so với ngành

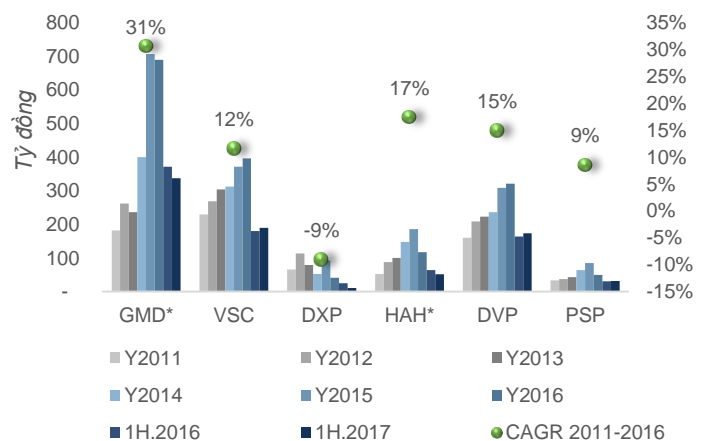
Dẫn đầu về quy mô doanh thu và lợi nhuận gộp trong ngành khai thác cảng và logistics

Khai thác cảng

GMD dẫn đầu về quy mô doanh thu so với các doanh nghiệp khai thác cảng trong nước nhờ sở hữu hệ thống cảng biển trải dài từ Bắc vào Nam. (Chúng tôi không so sánh với PHP vì PHP sở hữu 51% cổ phần DVP nên được hợp nhất báo cáo tài chính). GMD cũng duy trì lợi nhuận gộp ở mức cao nhất trong ngành. Giai đoạn 2011-2016, GMD là doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của doanh thu và lợi nhuận gộp cao nhất trong ngành, lần lượt là 20%/năm và 31%/năm.

Biểu đồ 26
Doanh thu các doanh nghiệp Khai thác cảng 2011-2016


Nguồn: BCTC, FPTs Research

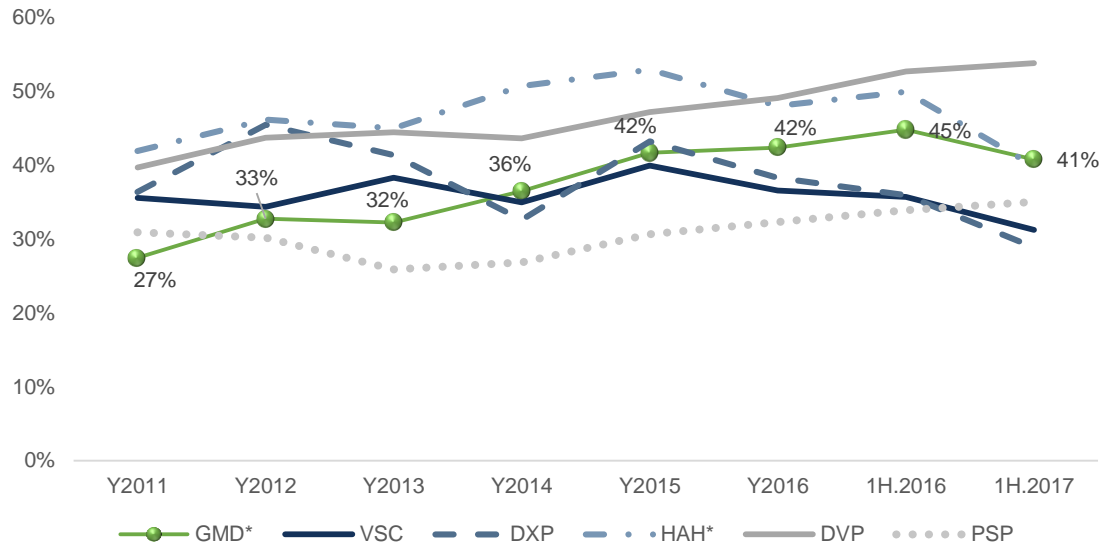
Biểu đồ 27
Lợi nhuận gộp các doanh nghiệp Khai thác cảng 2011-2016


Nguồn: BCTC, FPTs Research

Biên lợi nhuận gộp của GMD thuộc nhóm cao trong nhóm ngành khai thác cảng và đang có sự cải thiện mạnh mẽ trong giai đoạn 2011-2015, từ 27% lên 42% nhờ hiệu suất hoạt động của các cảng GMD tăng lên. Tuy nhiên đến 2016, biên lợi nhuận của GMD bắt đầu giảm nhẹ do các cảng đã hoạt động hết công suất và hai cảng khu vực Hải Phòng (chiếm 85% lợi nhuận gộp mảng khai thác cảng) của GMD phải giảm giá cước do cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn.

Biểu đồ 28

So sánh biên lợi nhuận gộp của GMD với các doanh nghiệp cùng ngành cảng



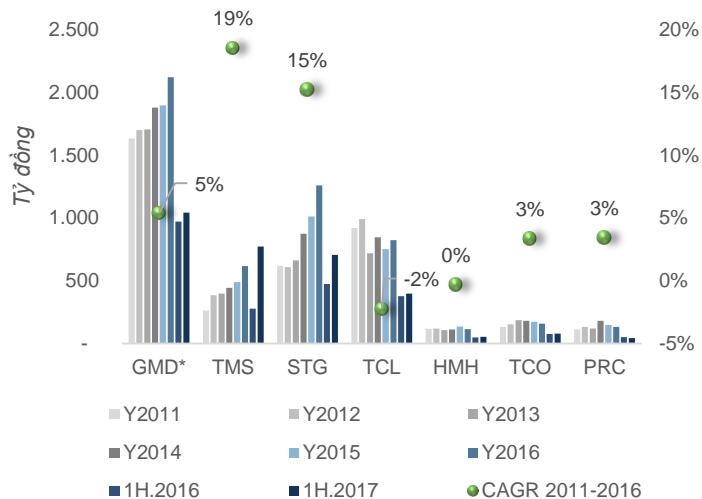
Nguồn: BCTC, FPTs Research

Logistics

Tương tự mảng khai thác cảng, GMD cũng dẫn đầu về quy mô doanh thu so với các doanh nghiệp logistics khác trong ngành nhờ cung cấp được nhiều dịch vụ đa dạng. GMD cũng có quy mô lợi nhuận gộp cao nhất trong ngành.

Biểu đồ 29

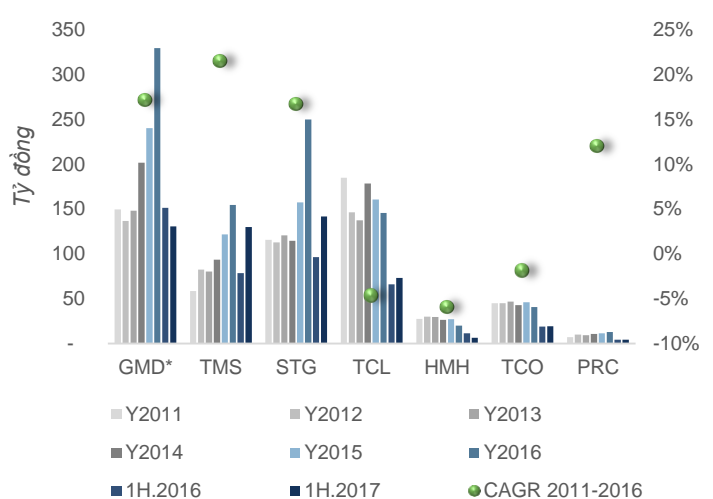
Doanh thu các doanh nghiệp Logistics 2011-2016



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Biểu đồ 30

Lợi nhuận gộp các doanh nghiệp Logistics 2011-2016

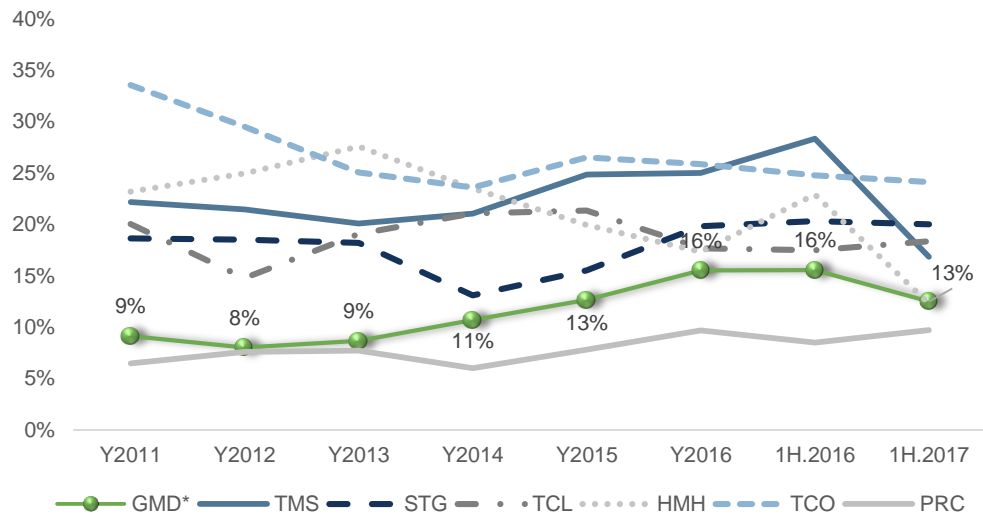


Nguồn: BCTC, FPTs Research

Lợi nhuận gộp mảng logistics của GMD gia tăng mạnh mẽ từ 2011-2016 nhờ công ty liên tục đưa các trung tâm phân phối mới vào hoạt động cùng với diễn biến thuận lợi của giá dầu (chiếm 20% chi phí đầu vào của GMD). Nửa đầu năm 2017, lợi nhuận gộp của GMD giảm 13,7% do giá dầu hồi phục so với cùng kỳ (+39,2% YoY).

Biểu đồ 31

Biên Lợi nhuận gộp mảng Logistics của GMD so với ngành 2011-1H.2017

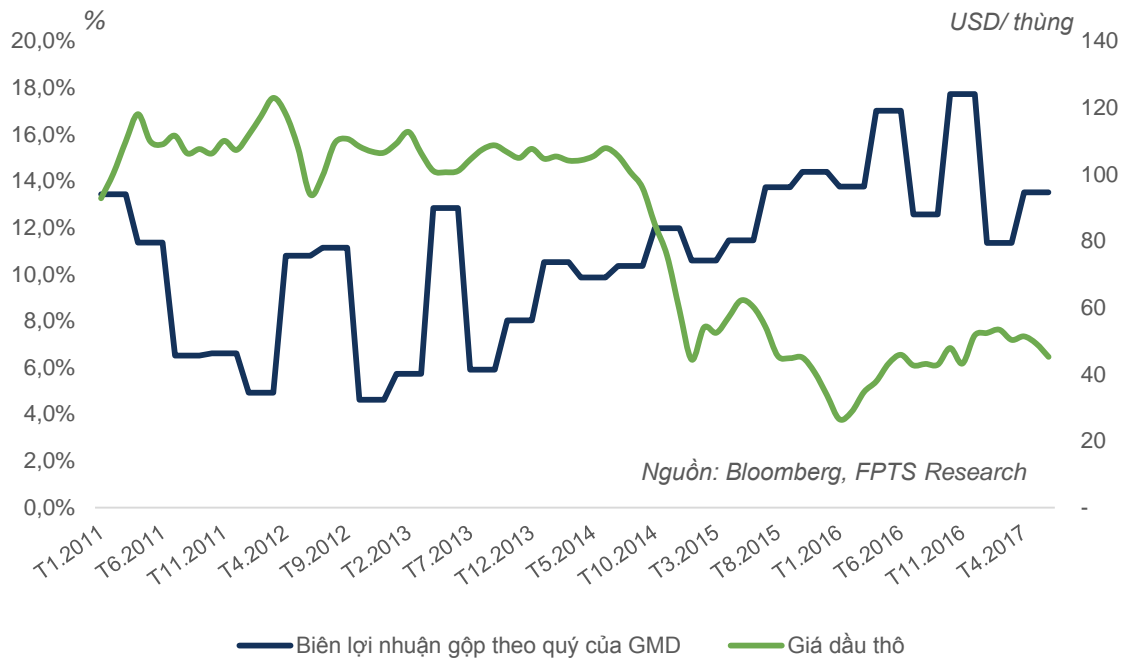


Nguồn: BCTC, FPTs Research

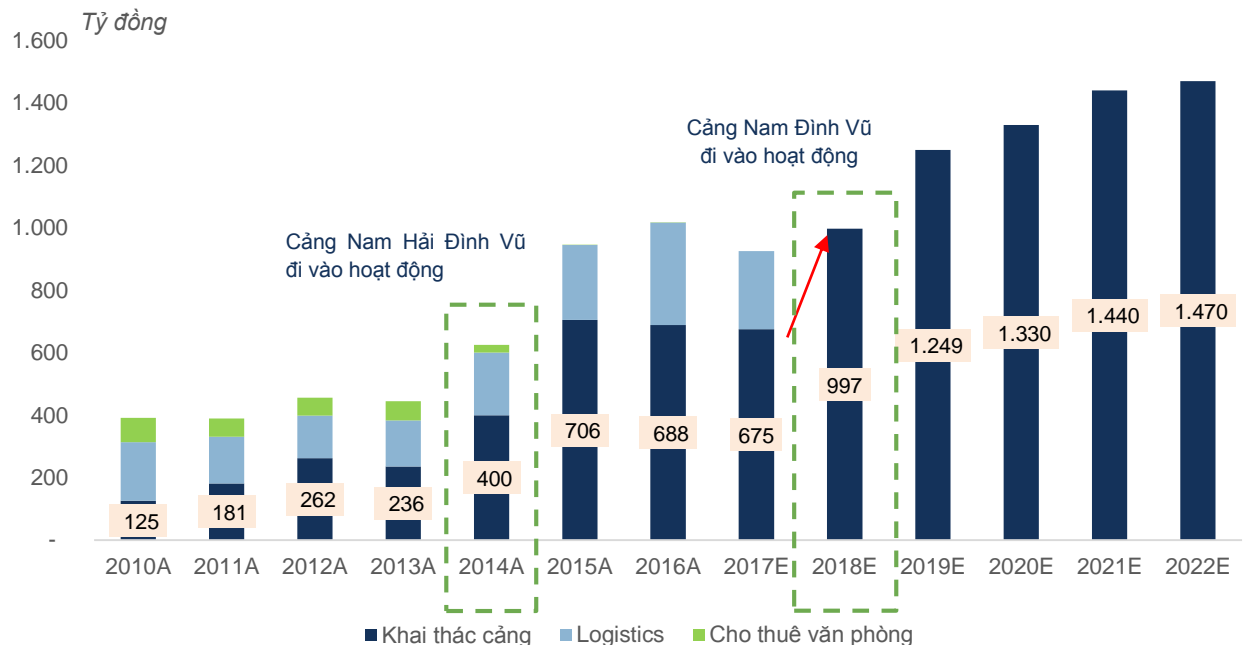
Biên lợi nhuận gộp mảng logistics của GMD khá thấp so với mặt bằng chung của ngành. Nguyên nhân là do trong mảng logistics của GMD còn có mảng vận tải container nội thủy và đường biển, vốn có biên lợi nhuận thấp, chỉ khoảng 5%. Trong khi các doanh nghiệp được so sánh đều chỉ hoạt động ở mảng kho bãi, đóng gói và vận chuyển bằng xe tải – có biên lợi nhuận gộp cao hơn.

Tính toán của chúng tôi cho thấy, biên lợi nhuận gộp của mảng logistics GMD có sự tương quan mạnh mẽ với giá dầu. Mặc dù chi phí nhiên liệu không phải là chi phí lớn nhất trong tổng chi phí đầu vào của GMD (nhiên liệu dầu chiếm 16-20% tổng chi phí đầu vào giai đoạn giá dầu tăng cao và hiện chỉ còn chiếm 9-10% giai đoạn giá dầu giảm sâu), nhưng đây là chi phí biến động mạnh nhất so với các chi phí còn lại (nhân công, thuê ngoài...). Bên cạnh đó, mảng vận tải container nội địa & quốc tế, vận tải đường bộ và vận tải hàng dự án (có chi phí dầu chiếm 30-35% chi phí đầu vào) đóng góp hơn 60% lợi nhuận gộp của GMD.

- **Giai đoạn 2011-2013:** Giá dầu biến động mạnh trong khung giá 100-120 USD/thùng khiến biên lợi nhuận gộp của GMD bị sụt giảm mạnh, chỉ còn 9% năm 2011 thậm chí là 8% trong năm 2012, trong khi giai đoạn 2009-2010, biên lợi nhuận của GMD là 10-12%.
- **Giai đoạn 2014-2016:** giá dầu thô thế giới sụt giảm nhanh chóng, đặc biệt từ nửa cuối năm 2014 kéo theo chi phí nhiên liệu của GMD giảm mạnh. Nếu như giai đoạn 2011-2013, chi phí nhiên liệu chiếm đến 16-20% tổng chi phí đầu vào thì trong giai đoạn này chi phí nhiên liệu đã giảm xuống chỉ còn chiếm 9-10% chi phí đầu vào của GMD. Biên lợi nhuận cũng GMD vì thế cũng được cải thiện, lên mức 13-16% trong giai đoạn 2014-2016.

Biểu đồ 32
Tương quan giá dầu và biên lợi nhuận gộp của GMD

2.2 Dự báo lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp của GMD

Cùng với sự tăng trưởng của doanh thu, lợi nhuận gộp của GMD cũng tăng mạnh từ 391,9 tỷ năm 2010 lên 1018,2 tỷ đồng năm 2016. Trong đó, mảng logistics chỉ chiếm 32% cơ cấu lợi nhuận gộp của GMD dù chiếm tỷ trọng đóng góp lớn trong doanh thu (chiếm 57%) và tỷ trọng này đang có xu hướng giảm kể từ năm 2009. Nguyên nhân chủ yếu là do mảng khai thác cảng biển có khả năng sinh lời lớn hơn nhiều lần so với logistics, đặc biệt kể từ sau khi GMD đưa vào khai thác cảng biển Nam Hải Đình Vũ (2014).

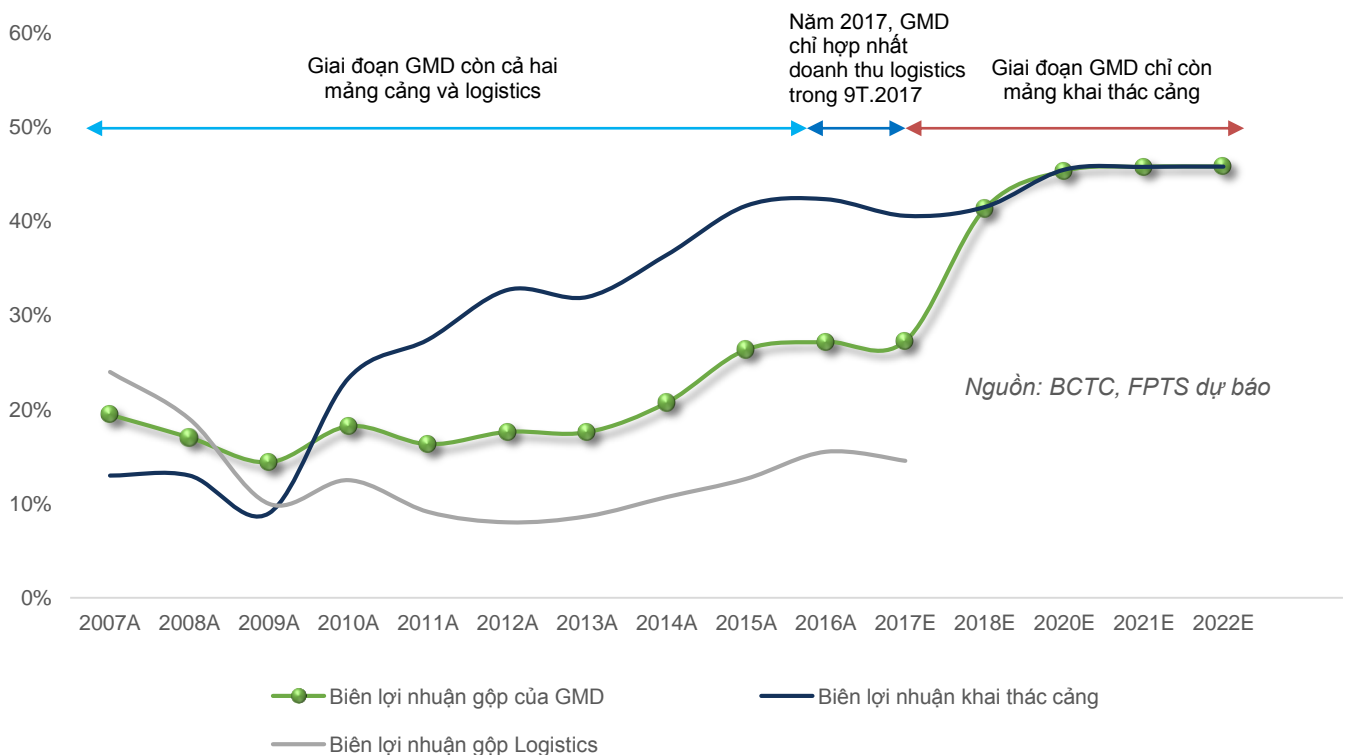
Biểu đồ 33
Lợi nhuận gộp của GMD 2010-2022E


Năm 2018, nhờ đưa cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động, lợi nhuận gộp mảng khai thác cảng của GMD tăng mạnh lên 997,5 tỷ đồng từ mức 675,2 tỷ đồng năm 2017. Từ năm 2018-2022, lợi nhuận gộp sẽ tăng dần theo hiệu suất sử dụng cảng Nam Đình Vũ ngày càng tăng.

Trước năm 2009, ICD Phước Long chiếm đến 80% doanh thu hoạt động khai thác cảng của GMD. Tuy nhiên, do hoạt động dưới mô hình cảng cạn nên biên lợi nhuận gộp của ICD Phước Long không cao như cảng biển, chỉ từ 10-11%. Theo mô hình này, sẽ có nhiều chi phí phát sinh thêm so với cảng biển thông thường, đặc biệt là chi phí chuyển hàng từ hệ thống phao vào trong đất liền, dẫn đến lợi nhuận gộp mảng cảng biển của GMD khá thấp, chỉ dao động quanh ngưỡng 10-13%. Sau năm 2009, nhờ đưa thêm cảng mới Nam Hải và Nam Hải Đình Vũ đi vào hoạt động theo mô hình cảng biển có biên lợi nhuận cao đã giúp biên lợi nhuận gộp của GMD tăng lên, trung bình đạt 40-42%.

Biểu đồ 34

Biên lợi nhuận gộp của GMD 2007-2022E



Từ Q4/2017, mảng logistics của GMD – có biên lợi nhuận thấp (12-15%) không còn được hợp nhất nên Biên lợi nhuận gộp của GMD sẽ tăng lên đáng kể do chỉ còn mảng khai thác cảng – có biên lợi nhuận cao (trên 40%). Năm 2017, dự kiến biên lợi nhuận gộp của GMD đạt 27,3%, tăng nhẹ so với mức 27,2% của năm 2016. Trong đó, biên lợi nhuận gộp của mảng khai thác cảng giảm còn 40,9% so với mức 42,4% của năm 2016 do cạnh tranh gay gắt khiến GMD phải hạ giá cước dịch vụ như đã phân tích ở trên. Biên lợi nhuận gộp mảng logistics cũng giảm còn 14,6% từ mức 15,5% năm 2016 do giá dầu hồi phục trở lại so với cùng kỳ (+23,6% YoY) làm chi phí nhiên liệu tăng.

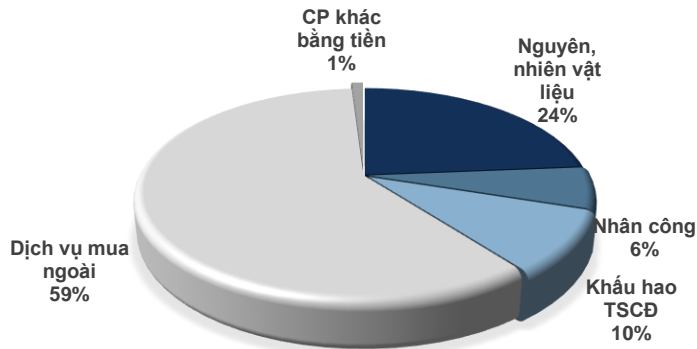
Từ năm 2018-2022, cảng Nam Đình Vũ sẽ dần lấp đầy công suất thiết kế, ước tính đạt 65% năm 2018; 95% năm 2019 và 105% năm 2020. Bên cạnh đó, nhờ vị trí thuận lợi, khả năng thương thuyết mức phí cao, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của cảng Nam Đình Vũ sẽ cao hơn hoặc ít nhất bằng biên lợi nhuận gộp của cảng Nam Hải Đình Vũ – cảng có biên lợi nhuận gộp cao nhất trong số các cảng đang hoạt động của GMD, khoảng 50%. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp của hai cảng này bằng nhau. Các cảng còn lại đều đã đi vào hoạt động ổn định nên biên lợi nhuận sẽ được duy trì ở mức

tương đương các năm trước. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp của GMD sẽ ngày càng được mở rộng, từ mức 40,9% năm 2017 dự kiến tăng lên 45-46% vào năm 2022.

2.3 Cơ cấu chi phí theo yếu tố

Biểu đồ 35

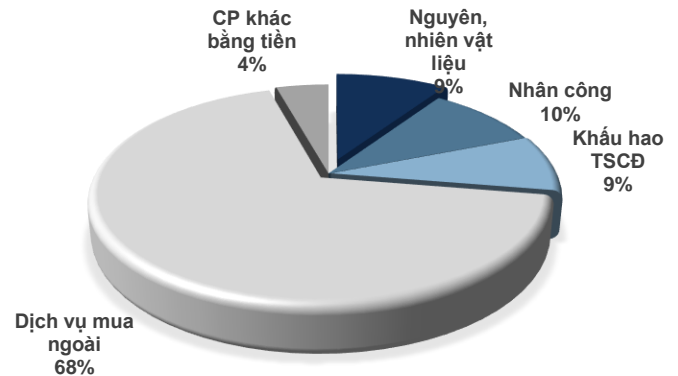
Cơ cấu chi phí giá vốn 2011



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Biểu đồ 36

Cơ cấu chi phí giá vốn 2016



Nguồn: BCTC, FPTs Research

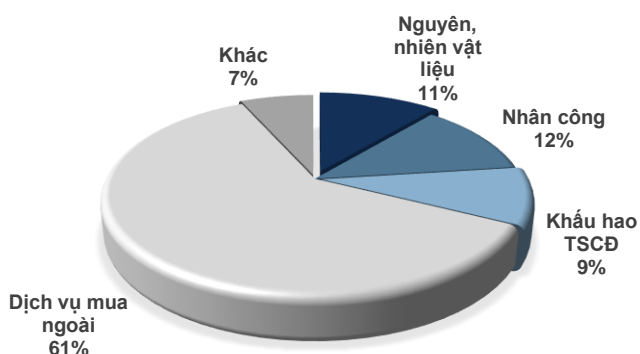
Trong cơ cấu chi phí giá vốn của GMD, chi phí dịch vụ mua ngoài năm 2016 chiếm tới 68%, chi phí nhân công chiếm 10% và khấu hao TSCĐ chỉ chiếm 9%. Đặc điểm chung của các doanh nghiệp logistics là phải thường xuyên thuê ngoài thêm nhà kho, máy móc và các phương tiện vận tải (như xe tải) để đáp ứng nhu cầu của nguồn hàng hóa, đặc biệt là vào mùa cao điểm. Chi phí nguyên, nhiên liệu năm 2016 chỉ chiếm chưa đến 9%, trong khi năm 2011 chiếm đến 24%. Nguyên nhân là do giá dầu đã bắt đầu giảm mạnh kể từ giữa năm 2014, kéo theo chi phí nguyên, nhiên liệu của GMD trong tổng chi phí cũng giảm theo.

Dự báo cho năm 2017, do vẫn còn hợp nhất mảng vận tải và logistics trong 9 tháng đầu nên cơ cấu chi phí giá vốn của GMD sẽ không có quá nhiều sự khác biệt so với năm 2016. Chi phí dịch vụ mua ngoài vẫn là chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất trong giá vốn – 61%, chi phí nhân công chiếm 12%, chi phí khấu hao TSCĐ chiếm 9% và tỷ trọng chi phí nhiên liệu tăng lên 11% từ mức 9% năm 2016. Nguyên nhân là do giá dầu trong nước từ đầu năm đến nay đã tăng 23,6% so với cùng kỳ năm trước.

Bắt đầu từ năm 2018, GMD không còn hợp nhất mảng vận tải và logistics nên cơ cấu chi phí giá vốn ước tính sẽ thay đổi theo hướng: Tỷ trọng chi phí nhiên liệu giảm còn 6%, chi phí nhân công tăng lên 15%, chi phí khấu hao TSCĐ tăng lên 22% do cảng mới Nam Đình Vũ bắt đầu đi vào hoạt động và chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm 52% trong tổng chi phí giá vốn.

Biểu đồ 37

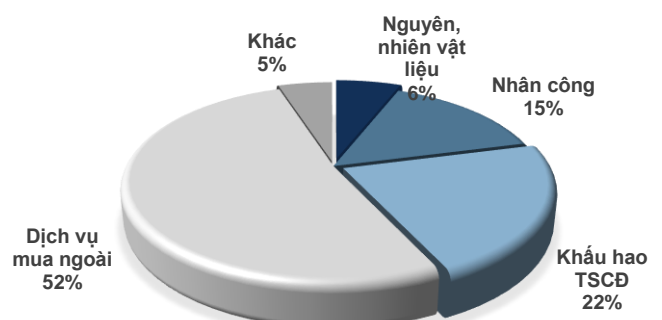
Cơ cấu chi phí giá vốn 2017



Nguồn: Dự báo của FPTs Research

Biểu đồ 38

Cơ cấu chi phí giá vốn 2018

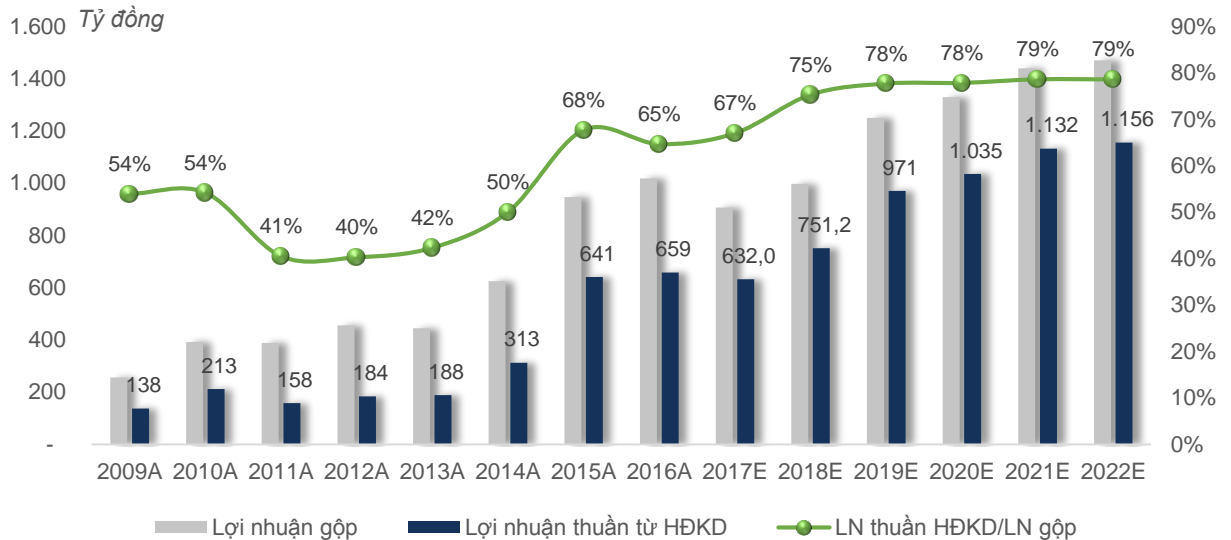


Nguồn: Dự báo của FPTs Research

3. LỢI NHUẬN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Biểu đồ 39

Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh 2009-2022E

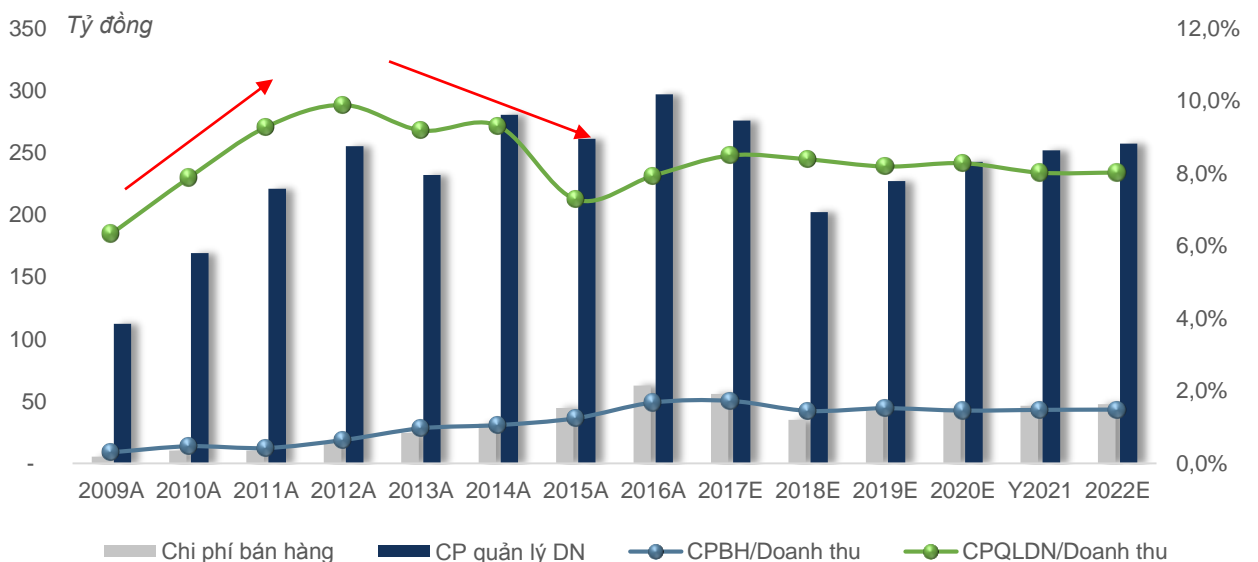


Trong giai đoạn 2009-2014, lợi nhuận gộp của GMD không ngừng gia tăng do sự tăng trưởng của doanh thu ở cả hai mảng khai thác cảng và logistics. Biên lợi nhuận gộp của công ty theo đó cũng được mở rộng như phân tích ở trên. Chi phí quản lý và chi phí bán hàng cũng tăng theo do các hoạt động mở rộng cảng biển, trung tâm phân phối và tăng chi hoa hồng môi giới cho các dự án mới khiến tỷ số lợi nhuận hoạt động/lợi nhuận gộp suy giảm, từ mức 54% giảm còn 50%. Tuy vậy, **lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh vẫn tăng trưởng rất tốt**, từ 138 tỷ đồng lên 313 tỷ đồng, tương đương với CAGR là 17,8%/năm.

Giai đoạn 2014-2016, lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh tăng vọt nhờ sự gia tăng của lợi nhuận gộp như phân tích ở trên, từ mức 313 tỷ đồng lên 659 tỷ đồng. Đáng chú ý, tỷ lệ lợi nhuận hoạt động/lợi nhuận gộp tăng mạnh lên 65%, từ mức 50%. Nguyên nhân là do trong giai đoạn này, chi phí bán hàng và quản lý của doanh nghiệp được kiểm soát tốt hơn dù công ty vẫn đang tăng cường chi hoa hồng môi giới cho các dự án trung tâm phân phối mới.

Biểu đồ 40

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của GMD từ 2009-2022E



Tỷ lệ CPQLDN/Doanh thu của GMD biến động khá mạnh. Trong chi phí quản lý doanh nghiệp, chi lương cho nhân viên quản lý chiếm tỷ trọng cao nhất, khoảng 40-45% trong giai đoạn 2009-2012 và không ngừng gia tăng, kéo theo tỷ lệ CPQLDN/Doanh thu tăng mạnh, từ 6,3% lên 9,9%. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh vì thế cũng bị ảnh hưởng, đặc biệt năm 2011 khi lợi nhuận hoạt động giảm đến 26% so với năm 2010 dù lợi nhuận gộp chỉ giảm nhẹ 1%. Tuy nhiên, từ sau năm 2012 đến nay, tỷ lệ này đã giảm mạnh chỉ còn 7,8% (Quý 2/2017). Nguyên nhân là do Gemadept đã nghiên cứu và sử dụng phần mềm quản lý kho chuyên dụng kể từ cuối 2011 – đầu 2012, từ đó giúp tiết giảm được chi phí lương nhân viên quản lý. Đây là bước đi đúng đắn của GMD trong bối cảnh mức lương bình quân của Việt Nam đang tăng lên và ngành logistics ngày càng bị chi phối bởi công nghệ.

Trong giai đoạn 2017-2022, chi phí bán hàng được dự báo duy trì tỷ lệ bình quân 1,4-1,5% doanh thu, thấp hơn mức 1,7% năm 2016 do GMD không còn hợp nhất mảng Logistics. Lưu ý rằng, chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất trong chi phí bán hàng của GMD là chi phí hoa hồng, môi giới và chi phí này chủ yếu nằm trong hoạt động Logistics. Trong khi đó, chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ duy trì ở tỷ lệ 8,0-8,2% doanh thu, cao hơn mức 7,9% của năm 2016. Nguyên nhân là do từ năm 2018, GMD sẽ có thêm cảng mới Nam Đình Vũ đi vào hoạt động. Với sự ổn định của chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp cùng với sự gia tăng của doanh thu và lợi nhuận gộp, lợi nhuận hoạt động kinh doanh của GMD được kỳ vọng tăng dần từ 2017-2022.

4. LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ

Mặc dù có lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh tăng trưởng cao và đều đặn, lợi nhuận trước thuế của GMD vẫn biến động mạnh trong các năm qua chủ yếu bởi ảnh hưởng của hoạt động tài chính và các hoạt động thanh lý, mua bán tài sản.

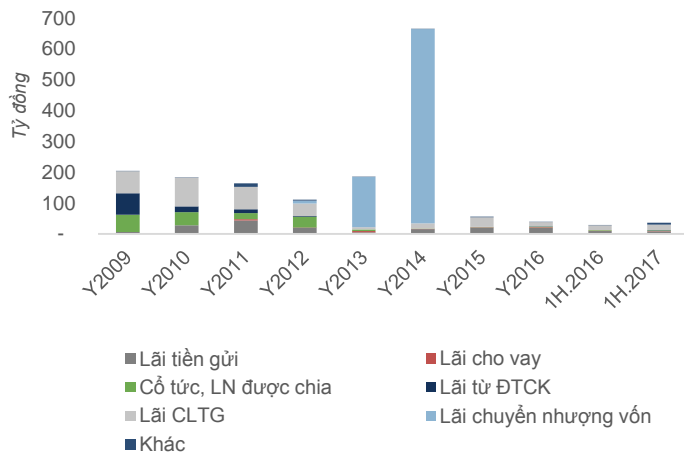
Biểu đồ 41

Lợi nhuận trước thuế của GMD từ 2009-2022E

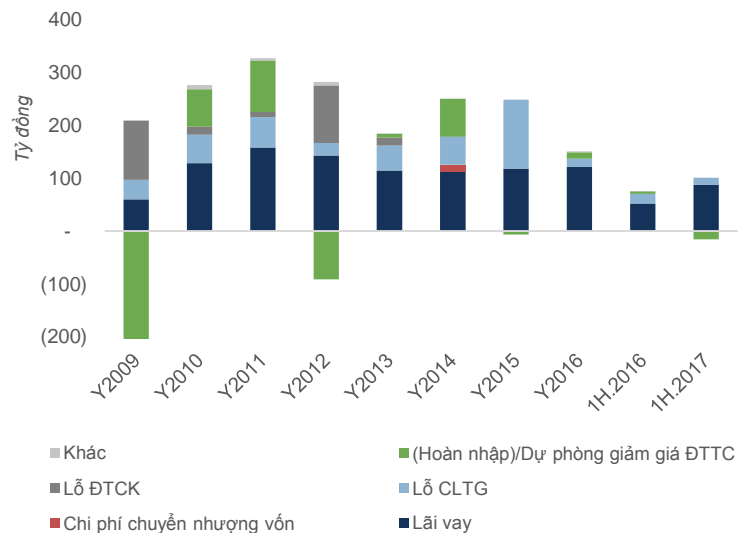
Tỷ đồng



Giai đoạn 2009-2012: Lợi nhuận trước thuế của GMD chịu ảnh hưởng lớn bởi Lãi/lỗ từ hoạt động tài chính. Doanh thu và chi phí tài chính của GMD trong giai đoạn này biến động khá bất ổn, nguyên nhân đến từ nhiều yếu tố tác động đan xen lẫn nhau, cụ thể:

Biểu đồ 42
Doanh thu tài chính 2009-1H.2017


Nguồn: BCTC, FPTs Research

Biểu đồ 43
Chi phí tài chính 2009-1H.2017


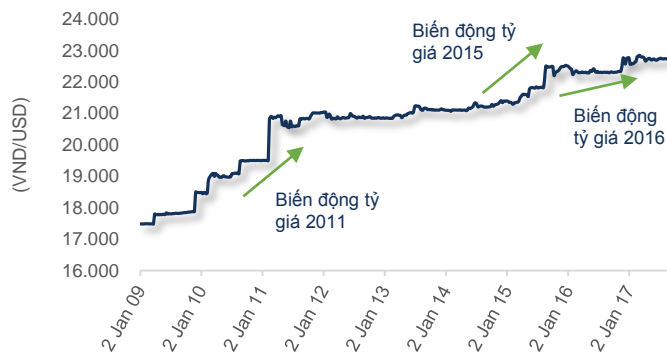
Nguồn: BCTC, FPTs Research

- Giai đoạn này GMD khá sa đà vào hoạt động đầu tư chứng khoán, khoản mục đầu tư chứng khoán của GMD trên bảng cân đối không ngừng tăng lên từ chỉ 213,8 tỷ đồng năm 2008 đã tăng lên đến mức 821,5 tỷ đồng năm 2010. Sự thua lỗ từ hoạt động này khiến công ty phải thường xuyên trích lập giảm giá các khoản đầu tư chứng khoán, kéo theo chi phí tài chính tăng cao.
- Chi phí lãi vay tăng cao do công ty tăng vay nợ ngắn hạn và dài hạn để đầu tư thêm TSCĐ và bổ sung cho nguồn vốn lưu động, đồng thời giai đoạn này lãi suất cho vay của ngân hàng đang ở mức cao nhất do sự bất ổn của nền kinh tế.

Năm 2013, GMD tiến hành tái cấu trúc tài chính, cắt giảm danh mục đầu tư chứng khoán từ mức cao nhất 821,5 tỷ đồng năm 2010 còn 144,9 tỷ đồng và chấp nhận chịu lỗ bán chứng khoán. Nhờ đó, các năm sau 2013-2016, GMD không còn phải trích lập giảm giá chứng khoán và chịu lỗ khi giá cổ phiếu động, giảm bớt áp lực của chi phí tài chính lên lợi nhuận trước thuế của GMD.

Năm 2014, Lợi nhuận trước thuế của GMD tăng mạnh đạt 701 tỷ đồng so với mức 206 tỷ đồng của năm 2013. Nguyên nhân là do GMD đã tiến hành chuyển nhượng 85% cổ phần tại cao ốc Gemadept Tower cho CJ Group, thu về 630 tỷ đồng (Lưu ý rằng 15% cổ phần còn lại công ty đã thoái hết trong tháng 10/2017).

Giai đoạn 2015-2016: lỗ chênh lệch tỷ giá (CLTG) của GMD tăng vọt, đỉnh điểm là năm 2015 với 102 tỷ, trong khi con số này của năm 2014 chỉ là 22 tỷ đồng. Năm 2012, công ty vay từ Vietnam Investment Group 40 triệu USD dưới hình thức là trái phiếu chuyển đổi với kỳ hạn 5 năm, lãi suất 6%/năm nhằm xây dựng cảng Nam Hải Đình Vũ và thực hiện dự án trồng cao su tại Campuchia. Điều này dẫn đến phát sinh khoản mục lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện của GMD trong chi phí tài chính kể từ sau năm 2012, trong khi các năm trước không có hoặc có giá trị rất nhỏ. Năm 2012-2014, tỷ giá USD/VND tương đối ổn định nên khoản lỗ CLTG chưa thực hiện của GMD không quá lớn. Tuy nhiên đến năm 2015, tỷ giá USD/VND biến động khá mạnh do Trung Quốc phá giá đồng NDT, đã khiến lỗ CLTG của GMD tăng cao.

Biểu đồ 44
Diễn biến tỷ giá VND/USD giai đoạn 2009-8T.2017


Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

Bảng 5
Thống kê tỷ giá VND/USD giai đoạn 2011-8T.2017

Thời kỳ	Tỷ giá cuối kỳ	Tỷ giá bình quân	Mức độ biến động
8T.2017	22.728	22.712	69
Y2016	22.761	22.368	136
Y2015	22.506	21.907	443
Y2014	21.388	21.198	98
Y2013	21.095	21.032	122
Y2012	20.840	20.871	48
Y2011	21.034	20.686	419

Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

Từ năm 2017, GMD sẽ không còn gánh chịu lỗ chênh lệch tỷ giá do công ty đã phát hành 108,9 triệu cổ phiếu để hoán đổi khoản vay 40 triệu USD trái phiếu trên.

Trong năm 2017, lợi nhuận trước thuế của GMD sẽ tăng mạnh do công ty ghi nhận lợi nhuận đột biến 2.400 tỷ đồng từ việc thoái vốn các dự án, trong đó 100 tỷ đồng từ thoái 51% cảng Hoa Sen – Gemadept, 100 tỷ đồng từ bán 15% cổ phần CJ Việt Nam và khoảng 2.200 tỷ đồng từ chuyển nhượng 50,9% cổ phần tại hai công ty con là Công ty TNHH Gemadept Shipping Holding và Công ty TNHH Gemadept Logistics Holding.

Năm 2018, chúng tôi kỳ vọng GMD sẽ chuyển nhượng 25% cổ phần Gemalink cho đối tác chiến lược, có thể đó là một hãng tàu nhằm đảm bảo thêm nguồn hàng cho Gemalink. Do thông tin còn hạn chế, chúng tôi không ước tính lợi nhuận GMD nhận được từ thoái vốn dự án này.

Cũng từ 2017, lợi nhuận trước thuế của GMD có sự đóng góp rất lớn từ hoạt động của các công ty liên doanh liên kết, chủ yếu đến từ các công ty sau:

- Các công ty hoạt động trong lĩnh vực Logistics mà GMD vừa thoái 50,9% cổ phần cho CJ Group trong tháng 10/2017.
- Cảng nước sâu Gemalink dự kiến bắt đầu hoạt động từ tháng 6/2019.
- Cảng hàng hóa hàng không SCSC.

4.1 Lãi/lỗ từ Công ty liên doanh liên kết

Trong số các công ty liên doanh liên kết, tại thời điểm hiện tại CTCP Dịch vụ hàng hóa Sài Gòn (SCS – UpCom) là công ty đóng góp vào lợi nhuận nhiều nhất cho GMD, trong khi các công ty liên doanh, liên kết khác có lợi nhuận rất thấp, thậm chí âm.

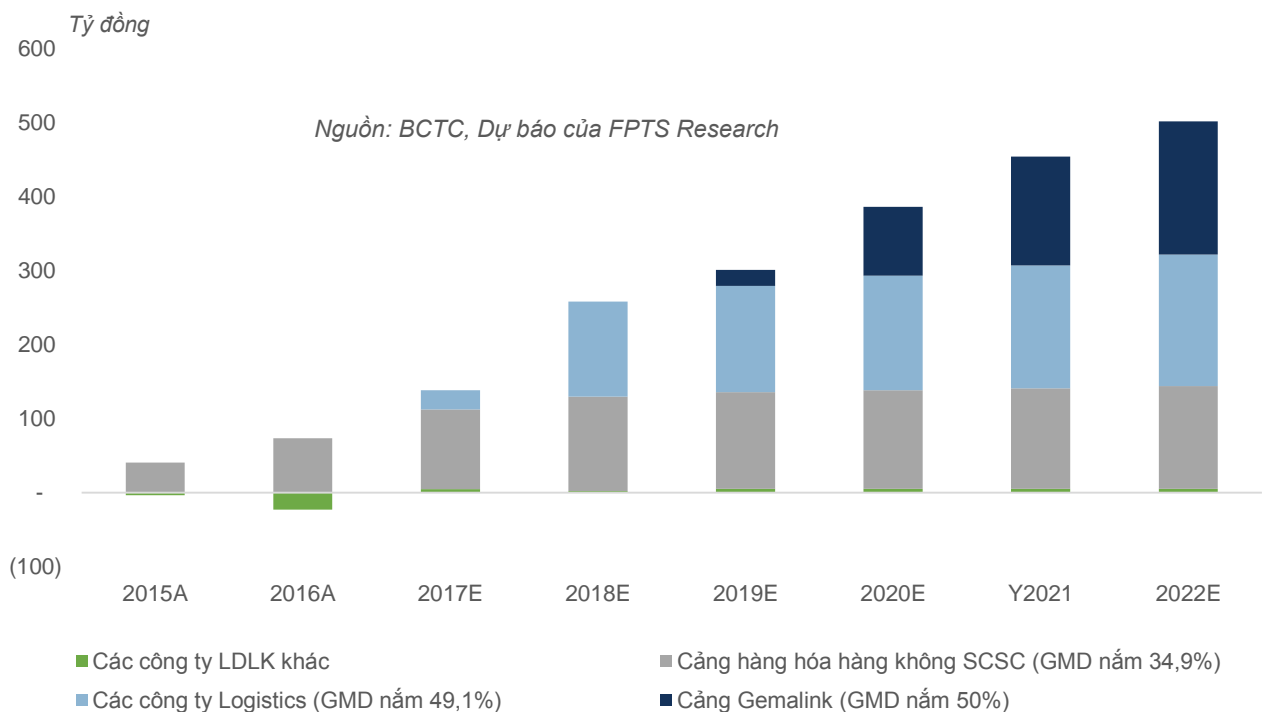
(Xem bảng 6 ở trang tiếp theo)

Bảng 6
Danh sách các công ty liên doanh liên kết của Gemadept

STT	Tên công ty	Hoạt động kinh doanh	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	% GMD sở hữu	Lợi nhuận đóng góp cho GMD	
					2015	2016
1	CTCP Thương cảng Vũng Tàu	Logistics, ngoại quan	182.0	26.78%	1.54	n.a
2	CTCP Cảng Cái Mép Gemadept Terminal Link	Khai thác cảng	2,000.0	50.00%	-	-
3	Công ty TNHH Tiếp vận "K" Line - Gemadept	Logistics	216.0	50.00%	1.99	2.63
4	CTCP Vận tải và Dịch vụ Điện lực	Vận tải, kho bãi	47.0	38.03%	1.60	1.35
5	CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS – UpCom)	Cho thuê sân đậu máy bay, cung cấp dịch vụ nhà ga hàng hóa sân bay Tân Sơn Nhất	533.8	32.89%	40.49	73.40
6	Công ty TNHH Thương mại Quả Cầu Vàng	Bất động sản	5.0	45.00%	2.22	3.61
7	CTCP Du lịch Minh Đạm	Dịch vụ du lịch	5.0	40.00%	(0.15)	n.a
8	CTCP TNHH Golden Globe	Xây dựng, cho thuê văn phòng	223.0	40.00%	-	-
9	CTCP Liên hợp Thực phẩm	Chế biến thực phẩm	60.0	26.56%	0.52	(3.51)
10	Công ty TNHH OOCL Logistics (Việt Nam)	Dịch vụ giao nhận, vận tải	2.0	49.00%	-	n.a

Nguồn: BCTC GMD 30/9/2017; FPTs Research

Bắt đầu từ Q4/2017, Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết sẽ có thêm sự đóng góp từ các công ty logistics mà GMD đã tiến hành thoái vốn cho CJ Logistics (hiện GMD chỉ sở hữu 49,1%). Do chỉ đóng góp trong một quý nên tỷ trọng đóng góp trong năm 2017 vẫn thấp. Từ năm 2018-2022, tỷ lệ đóng góp từ các công ty Logistics này sẽ ngày càng tăng lên. Đáng chú ý, cảng nước sâu Gemalink cũng sẽ bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết cho GMD từ tháng 6/2019 (thời điểm bắt đầu khai thác). Lợi nhuận đóng góp từ cảng Gemalink trong giai đoạn 2019-2022 dự kiến ngày càng tăng lên do cảng gia tăng hiệu suất hoạt động. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng cảng hàng hóa hàng không SCSC tiếp tục hoạt động ổn định nhờ nguồn hàng thông qua vẫn sẽ tăng đều đặn do nhu cầu còn lớn.

Biểu đồ 45
Lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết 2015-2022E


4.1.1 Logistics

Như chúng tôi đã đề cập ở phần vị thế doanh nghiệp, Gemadept hiện là một trong số ít các doanh nghiệp cung cấp gần như trọn vẹn các dịch vụ chuỗi giá trị logistics nhờ sở hữu các tài sản lớn như: Hệ thống cảng biển/ICD, trung tâm phân phối, cảng hàng hóa hàng không, đội xe tải, đội tàu và sà lan.

Hoạt động của GMD trong chuỗi giá trị inbound logistics

	Nhà cung cấp	Vận tải	Kho bãi	Vận tải	Nhà máy sản xuất
Cơ sở vật chất	Không tham gia	Đường bộ: 200 xe đầu kéo, 51 xe tải nhẹ Đường thủy: 3 tàu feeder và 14 sà lan chạy dọc tuyến Tân Cảng - Cái Mép và Việt Nam - Campuchia	Trung tâm phân phối DC1, DC2, DC3, DC4 và DC An Thạnh ở Bình Dương Trung tâm logistics ở Hải Dương Trung tâm logistics ở Hậu Giang (hợp tác với Thủy sản Minh Phú)	Đường bộ: 200 xe đầu kéo, 51 xe tải nhẹ Đường thủy: 3 tàu feeder và 14 sà lan chạy dọc tuyến Tân Cảng - Cái Mép và Việt Nam - Campuchia	Không tham gia
Dịch vụ cung cấp	Không tham gia	Vận chuyển nguyên liệu thô/dụng cụ, phụ tùng, phụ kiện...	Quản lý kho hàng	Vận chuyển nguyên liệu thô/dụng cụ, phụ tùng, phụ kiện...	Không tham gia

Hoạt động của GMD trong chuỗi giá trị outbound logistics

	Nhà máy sản xuất	Vận tải	Kho bãi	Vận tải	Xử lý hàng hóa thông qua cảng biển và cảng hàng không	Vận chuyển quốc tế
Cơ sở vật chất	Không tham gia	Đường bộ: 200 xe đầu kéo, 51 xe tải nhẹ Đường thủy: 3 tàu feeder và 14 sà lan chạy dọc tuyến Tân Cảng - Cái Mép và Việt Nam - Campuchia	Trung tâm phân phối DC1, DC2, DC3, DC4 và DC An Thạnh ở Bình Dương Trung tâm logistics ở Hải Dương Trung tâm logistics ở Hậu Giang (hợp tác với Thủy sản Minh Phú)	Đường bộ: 200 xe đầu kéo, 51 xe tải nhẹ Đường thủy: 3 tàu feeder và 14 sà lan chạy dọc tuyến Tân Cảng - Cái Mép và Việt Nam - Campuchia	Cảng hàng hóa hàng không SCSC 6 cảng biển và ICD trải dài từ Bắc, Trung, Nam: Nam Hải, Nam Hải Đình Vũ, Nam Hải ICD, Dung Quất, cảng Bình Dương, Phước Long ICD	3 tàu vận chuyển container cỡ nhỏ hoạt động trên các tuyến thuộc Châu Á
Dịch vụ cung cấp	Không tham gia	Vận chuyển hàng trung gian và thành phẩm	Quản lý kho hàng, CFS, đóng gói, dán nhãn...	Vận chuyển hàng trung gian và thành phẩm	Xử lý hàng hóa, thông quan...	Vận tải viễn dương hàng hóa trung gian hoặc/và thành phẩm

a. Trung tâm phân phối (DC)

GMD hiện đang khai thác hệ thống trung tâm phân phối lớn nhất Việt Nam với diện tích hơn 100.000 m² tại các trung tâm kinh tế lớn của cả nước như TP.HCM, Bình Dương, Hậu Giang và Hải Dương. Về dài hạn, các trung tâm phân phối đóng vai trò trụ cột trong toàn bộ chuỗi giá trị logistics của GMD vì đây là mắt xích nối giữa logistics sản xuất và logistics phân phối. Lĩnh vực này cũng là cơ sở để GMD phát triển dịch vụ logistics 3PL (được trình bày ở phần sau), từ đó giúp các lĩnh vực khác trong chuỗi logistics được hưởng lợi. Chính vì thế, GMD hiện tại vẫn đang tập trung mở rộng các dự án trung tâm phân phối. Hệ thống trung tâm phân phối của GMD bao gồm: DC1, DC2; DC3; DC4 và DC An Thạnh tại Khu công nghiệp (KCN) Sóng Thần – Bình Dương; DC Hải Dương và DC Hậu Giang với tổng diện

tích hơn 100.000 m². Các trung tâm phân phối chiếm 12-14% doanh thu hoạt động logistics của GMD. Ngoài ra GMD còn có các nhà kho ở Gia Lâm và Bắc Ninh, với diện tích 7.500 m².

Bảng 7

Thông tin về một số trung tâm phân phối chính của GMD

Trung tâm phân phối (DC)	Vị trí	Năm hoạt động	Diện tích (m ²)	Sức chứa (pallet)
DC1	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	2011	8,800	10,000
DC2	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	2012	24,000	60,000
DC3	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	11/2015	11,000	18,300
DC4	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	2012	11,200	18,500
DC An Thạnh	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	2012	34,000	24,000
DC Hải Dương*	Hải Dương	7/2015	10,000	-
DC Hậu Giang (kho lạnh)	KCN Sông Hậu, Hậu Giang	10/2016	15,000	50,000

** DC Hải Dương là kho trần, chứa hàng truyền thống, không phải kho chứa pallet*

DC1,2,4 và DC An Thạnh tại KCN Sóng Thần, Bình Dương đang hoạt động ổn định, công suất luôn duy trì 95-100%. Các DC này hiện phục vụ cho các ông lớn trong lĩnh vực FMCG như Kinh Đô, Masan và Vinamilk.

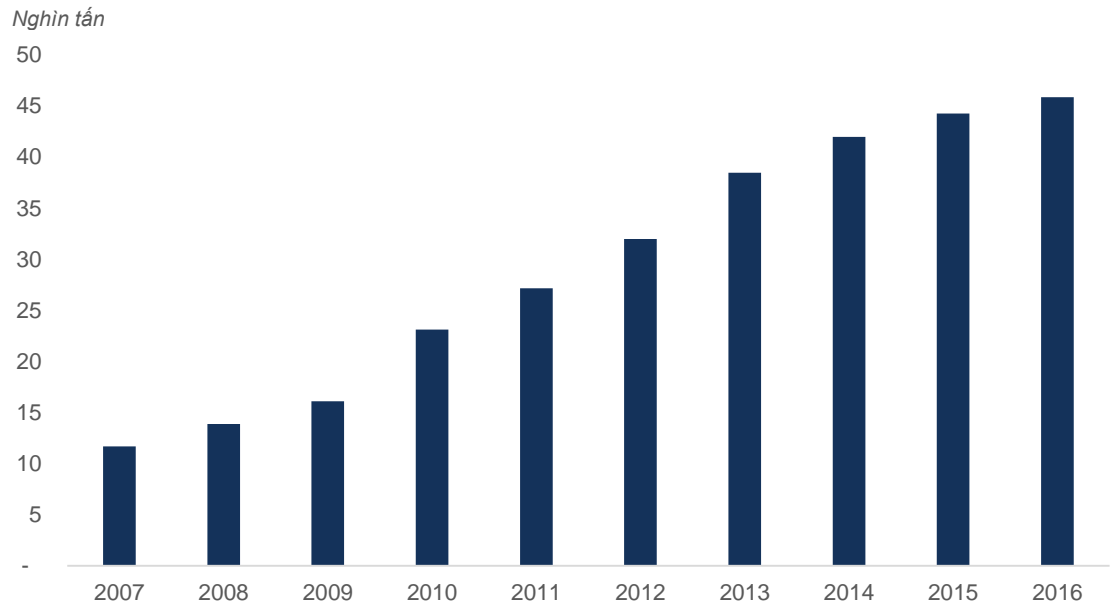
DC3 đã hoạt động với công suất tối đa từ cuối năm 2016. Khách hàng chính của DC3 là Diana Unicharm – cũng là công ty hàng tiêu dùng nhanh với 90% tổng lượng hàng hóa của trung tâm phân phối này. Đây cũng là khách hàng của dịch vụ Logistics bên thứ 3 (3PL) của GMD.

DC Hải Dương: đã hoạt động 100% công suất. Khách hàng chính của DC Hải Dương là Sabic và Diana.

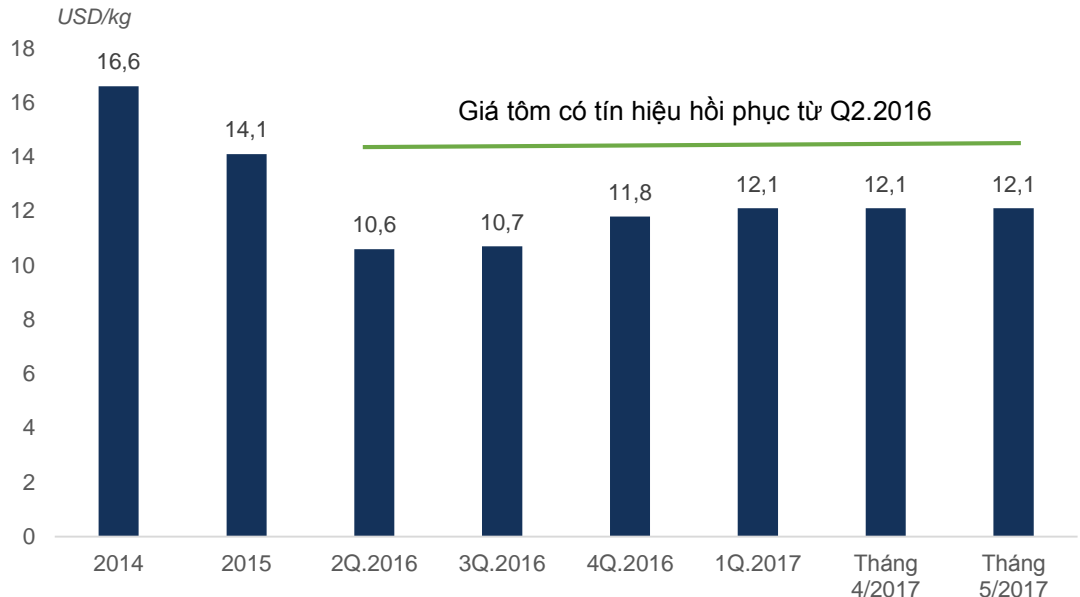
DC Hậu Giang: Gemadept đã hợp tác với doanh nghiệp thủy sản Minh Phú xây dựng hệ thống kho lạnh DC Hậu Giang, trong đó GMD sở hữu 51% và Minh Phú sở hữu 49% còn lại. Tổng vốn đầu tư 670 tỷ, giai đoạn 1 có chi phí 400 tỷ đồng và đã đi vào hoạt động từ tháng 10/2016. DC Hậu Giang bao gồm 9 kho lạnh, công ty đã đưa vào hoạt động 6/9 kho lạnh kể từ tháng 10/2016. Minh Phú đảm bảo 60-80% công suất hoạt động cho kho lạnh của GMD. Dự kiến từ đây đến hết 2017, công ty sẽ đưa vào hoạt động 3 kho lạnh còn lại. Cập nhật từ phía GMD, công suất của 9 kho lạnh này có thể sẽ được lấp đầy trong năm 2018 nhờ công ty đã có kế hoạch hợp tác với một đối tác cho vay tài chính cho phần lớn các doanh nghiệp thủy sản tại vùng Tây Nam Bộ. Đối tác này muốn sử dụng kho lạnh tại DC Hậu Giang của Gemadept để lưu trữ hàng hóa thể chấp cho các khoản vay của công ty.

Sơ lược về tập đoàn Minh Phú

CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú (MPC – HOSE) là công ty xuất khẩu thủy sản lớn nhất Việt Nam với sản phẩm chính là tôm đông lạnh. Với xuất khẩu chiếm gần 95% tổng doanh thu, Minh Phú cần hệ thống kho lạnh rất lớn để dự trữ nguyên vật liệu cũng như bảo quản thành phẩm. Do sản phẩm tôm đông lạnh có thời gian lưu trữ đến hai năm, Minh Phú thường mua tôm nguyên liệu với giá thấp, sau đó chọn thời điểm xuất khẩu tôm khi giá thị trường tăng. Trong năm 2016, giá tôm thế giới giảm 22% so với năm liền trước, Minh Phú phải bảo quản thành phẩm trong kho lạnh lâu hơn nhằm hạn chế lỗ. Trong bối cảnh giá tôm thế giới biến động khá thất thường và dự báo vẫn sẽ khó dự đoán trong tương lai, việc Minh Phú hợp tác với GMD đóng vai trò quan trọng đối với hoạt động của công ty, vì thế GMD có thể đảm bảo luôn có một lượng hàng tối thiểu từ Minh Phú.

Biểu đồ 46
Sản lượng xuất khẩu của Minh Phú 2007-2016


Nguồn: BCTC MPC, FPTs Research

Biểu đồ 47
Giá tôm thế giới đang hồi phục từ Q2.2016


Nguồn: IMF, FPTs Research

Hậu Giang là vùng sản xuất thủy sản lớn nhất cả nước, nhu cầu vận chuyển, lưu giữ và bảo quản thủy sản ở khu vực này là rất lớn. Bên cạnh dịch vụ kho lạnh, DC Hậu Giang còn giúp các DN xuất khẩu thủy sản tiết giảm chi phí đáng kể thông qua dịch vụ gom hàng, bốc xếp và vận chuyển container thủy sản lạnh bằng sà lan từ Tây Nam Bộ đến cảng xuất (cụm cảng Cái Mép – Thị Vải hoặc Cát Lái).

Về dài hạn, dự án DC Hậu Giang đem lại ba lợi ích chính cho GMD:

- (1) Đánh dấu sự hiện diện của GMD vào phân khúc mới của chuỗi giá trị logistics là phân khúc hàng đông lạnh, có biên lợi nhuận cao hơn 1,5 lần so với hàng hóa thông thường (*Theo FPTS khảo sát*).
- (2) Phát triển hoạt động vận chuyển hàng hóa bằng xe tải và phà/sà lan của GMD vì Minh Phú sẽ cần vận chuyển các container tôm đông lạnh đến cụm Cảng Cát Lái để xuất khẩu. Minh Phú hiện nay đang sử dụng các kho lạnh ở TPHCM, chủ yếu là Swire Cold Chain để chứa thành phẩm trước khi xuất khẩu qua cảng Cát Lái, với sản lượng trung bình khoảng 30.000 pallet/năm.
- (3) Có thể tạo ra nguồn hàng mới cho cảng Gemalink của GMD trong tương lai khi cảng Gemalink hoàn thành: sản phẩm tôm đông lạnh của Minh Phú được vận chuyển từ kho Hậu Giang đến cảng Cái Cui (thuộc tỉnh Hậu Giang), sau đó được vận chuyển bằng sà lan đến cảng Gemalink thuộc hệ thống Cái Mép – Thị Vải để xuất khẩu đi EU hoặc Mỹ (thay vì xuất khẩu qua Cát Lái như trước kia). Gemadept sẽ có thể cung cấp dịch vụ trọn gói cho Minh Phú đồng thời hưởng lợi từ giá trị thặng dư trong chuỗi logistics. Đây là lợi thế của GMD khi kết hợp được lĩnh vực logistics và khai thác cảng.

Hình 5

Hàng hóa được xuất khẩu từ cảng Cái Cui qua Cái Mép – Thị Vải giúp tiết giảm chi phí cho Minh Phú



Sau trung tâm phân phối DC Hậu Giang, GMD có kế hoạch phát triển thành cụm logistics tại đây nhằm đón đầu nhu cầu logistics tăng cao tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long (Mekong Logistics). GMD sẽ triển khai xây dựng thêm bãi depot, bãi container và cảng container trong tương lai.

Cụm logistics của GMD có vị trí thuận lợi, nằm tại trung tâm của Đồng bằng sông Cửu Long và nằm giữa các trung tâm nông nghiệp lúa nước Long Xuyên, Sóc Trăng, Bạc Liêu...

Hình 6
Mekong Logistics có Vị trí kết nối thuận lợi

Hình 7
Trung tâm Mekong Logistics


Khu vực Đồng bằng sông Cửu Long là khu vực nông nghiệp lớn nhất Việt Nam với mặt hàng thủy sản là chủ lực. Năm 2016, xuất khẩu thủy sản đạt 4,2 tỷ USD, chiếm 80% kim ngạch xuất khẩu thủy sản của cả nước. Dù là trung tâm lớn của hoạt động nông nghiệp tại Việt Nam, cơ sở hạ tầng logistics tại đây vẫn chưa phát triển vì thiếu sự đồng bộ giữa hệ thống các cảng biển, kho chứa và điều kiện giao thông. Nguyên nhân chính khiến ngành nông nghiệp tại Đồng bằng sông Cửu Long chưa khai thác hết tiềm năng là do thiếu hụt hệ thống nhà kho phù hợp, khiến tỷ lệ hao hụt sau khi thu hoạch lên đến 15-20%. Do đó, việc hợp tác với Minh Phú sẽ mở đường cho vị thế dẫn đầu thị trường logistics tại Đồng bằng Sông Cửu Long của GMD. Ngoài Minh Phú, GMD cũng sẽ cung cấp các dịch vụ logistics trọn gói đến các công ty chuyên sản xuất và xuất khẩu thủy sản và trái cây trong khu vực.

Về dài hạn, cụm logistics của GMD sẽ được hưởng lợi từ việc thông luồng kênh Quan Chánh Bố, giúp tiếp nhận được tàu feeder 20.000 DWT vào cuối 2017 – đầu 2018. Hiện tại, do mực nước nông chỉ khoảng 5-6m tại cửa sông Định An của sông Hậu khiến các tàu có trọng tải 10.000-20.000DWT không thể đi vào các cảng ở thượng nguồn sông Hậu – nơi có cảng Cái Cui và Trà Nóc. Theo thống kê của Cục hàng hải Việt Nam, mỗi năm có khoảng 9-12 triệu tấn hàng hóa từ Đồng bằng sông Cửu Long xuất khẩu bằng đường biển nhưng chỉ có 20-30% từ các cảng khu vực đi thẳng, 70-80% hàng hóa còn lại đều phải trung chuyển qua Cát Lái hoặc Cái Mép – Thị Vải bằng sà lan làm gia tăng chi phí cũng kéo dài thời gian. Do đó, từ năm 2010 Bộ Giao thông Vận tải đã triển khai dự án khai thông luồng kênh Quan Chánh Bố để đón được tàu biển có tải trọng đến 20.000 DWT, bao gồm 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 đã hoàn thành vào tháng 4/2016, bao gồm đê phía nam, đường dẫn từ biển, và hoàn thành nạo vét kênh Quan Chánh Bố và kênh sông Hậu, giai đoạn 2 dự kiến hoàn thành vào cuối 2017 – đầu 2018. Kênh này được thiết kế cho phép các tàu feeder kích thước từ 10.000- 20.000DWT và dự kiến cải thiện hiệu suất hoạt động của cảng Trà Nóc và Cái Cui tại TP. Cần Thơ. Diễn biến này sẽ tiếp tục làm gia tăng nhu cầu vận chuyển hàng hóa thông qua cụm logistics của GMD trong khu vực này.

Hình 8

Kênh Quan Chánh Bó



Việc khai thông kênh Quan Chánh Bó sẽ cho phép tàu có trọng tải lớn 10.000-20.000 DWT đi vào thượng nguồn sông Hậu để đến các cảng container trong khu vực như Cái Cui hoặc Trà Nóc, sau đó hàng hóa từ đây sẽ được trung chuyển đến cụm cảng Cái Mép – Thị Vải và xuất khẩu đi Mỹ hoặc Châu Âu. Lộ trình này giúp tiết kiệm đến 40-50% chi phí so với việc trung chuyển đến cụm cảng Cát Lái như hiện tại. Điều này sẽ làm tăng nhu cầu vận chuyển hàng hóa thông qua cụm logistics của GMD trong khu vực này.

Bên cạnh đó, GMD cũng đang hướng tới việc xây dựng cảng container tại đây (cảng Mekong) nhằm đón đầu ưu thế từ kênh Quan Chánh Bó. Hiện tại, chỉ có 3 cảng container tại Cần Thơ, bao gồm Hoàng Diệu, Trà Nóc và Cái Cui, tất cả các cảng này đều thuộc sở hữu nhà nước và quản lý kém hiệu quả. Trong đó, cảng Trà Nóc không phải là đối thủ của GMD do không thể đón được các tàu có trọng tải lớn hơn 5.000 DWT do có cầu cảng chỉ dài 77m và hiện chỉ tập trung khai thác hàng rời. Ngược lại, cầu cảng của cảng Hoàng Diệu và Cái Cui có độ dài lần lượt 302 và 365m, cho phép hai cảng này tiếp nhận các tàu có trọng tải lên đến 10.000DWT-20.000DWT. Vì thế, hai cảng này được coi là đối thủ cạnh tranh với cảng Mekong của GMD khi kênh Quan Chánh Bó hoàn thành. Cảng Hoàng Diệu và Cái Cui đều thuộc công ty cảng Cần Thơ – trực thuộc Nhà nước.

So sánh cảng Mekong (GMD), Cái Cui và Hoàng Diệu

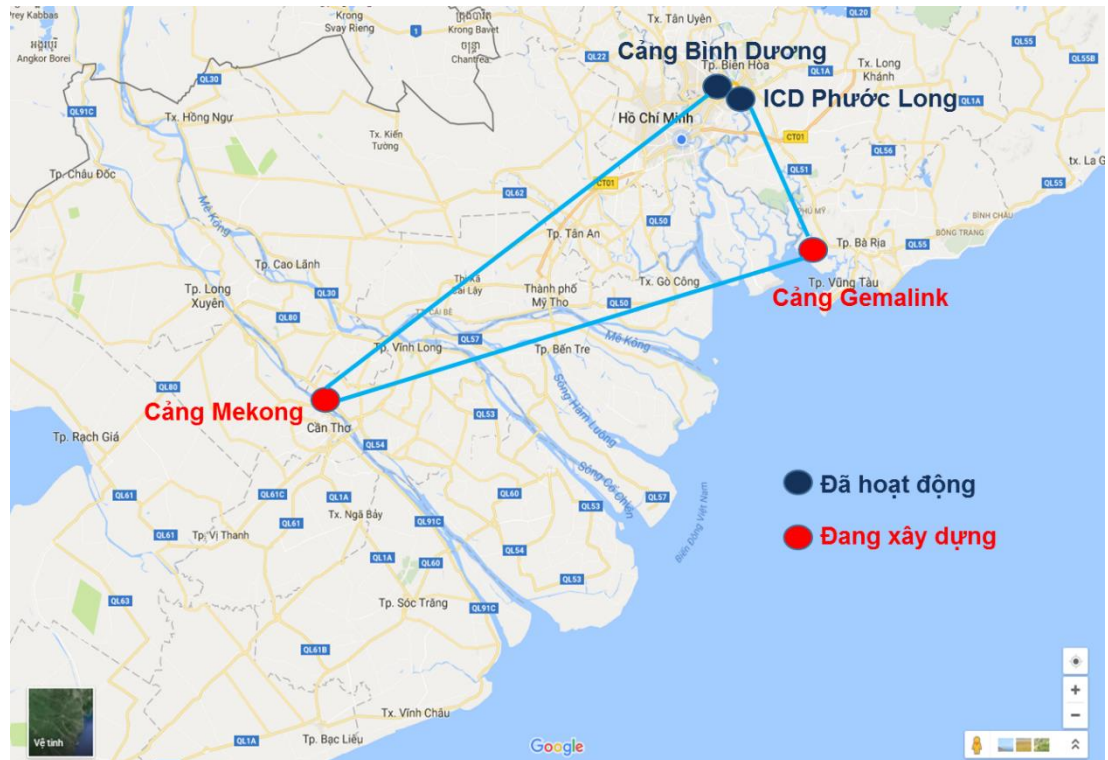
	Mekong (GMD)	Cái Cui	Hoàng Diệu
Chiều dài cầu cảng	275m	365m	302m
Diện tích bãi container	10.000 m ²	10.098 m ²	50.000 m ²
Công suất	500.000 TEUs/năm	200.000 TEUs/năm	200.000 TEUs/năm
Cỡ tàu tiếp nhận	20.000 DWT	20.000 DWT	20.000 DWT

Nguồn: FPTS Research

Theo GMD, lộ trình xây dựng cảng Mekong sẽ còn tùy thuộc vào tiến độ khai thông kênh Quan Chánh Bó. Do đó, kế hoạch xây dựng cảng này vẫn chưa có lộ trình cụ thể. Chúng tôi không phản ánh dự án cảng Mekong vào mô hình định giá.

Hình 9

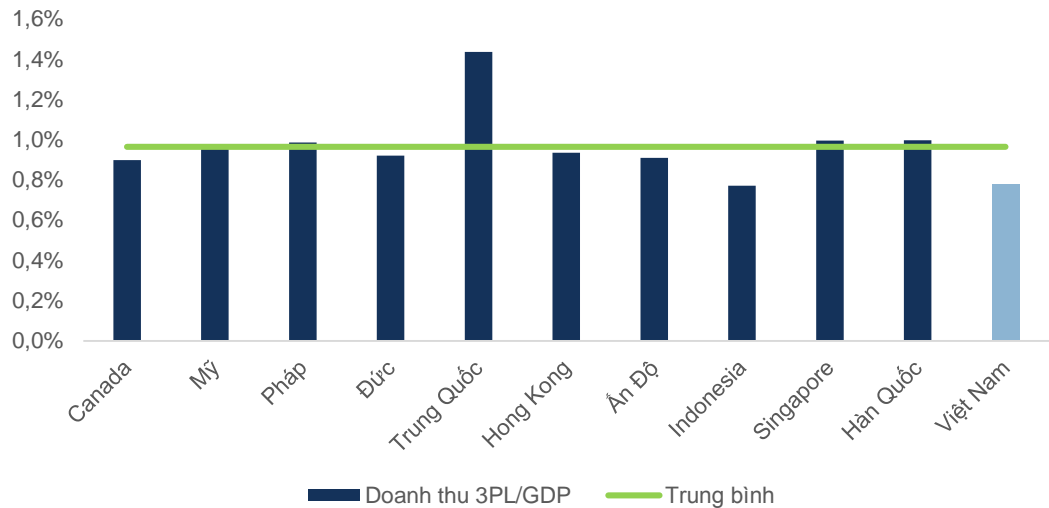
Kết nối của hệ thống cảng phía Nam của GMD khi cảng Mekong hoàn thành



b. Dịch vụ logistics bên thứ 3 (Third Party Logistics – 3PL)

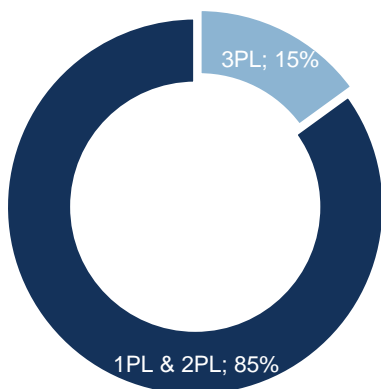
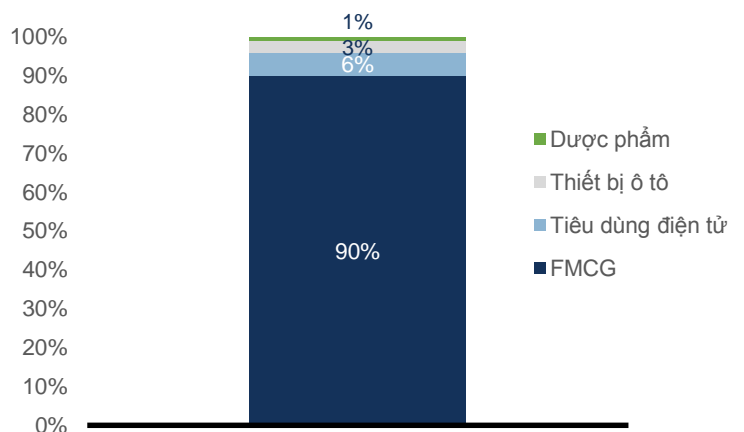
Những năm gần đây, Gemadadept đã bắt đầu phát triển dịch vụ 3PL. Logistics bên thứ ba – 3PL đã phát triển từ rất lâu trên thế giới, nhưng vẫn còn rất non trẻ tại Việt Nam và hiện chỉ chiếm chưa đến 10% doanh thu mảng logistics của GMD. Tuy nhiên, đây là mảng rất tiềm năng trong tương lai khi xu hướng thuê ngoài các hoạt động logistics ngày càng cao trong nền kinh tế phát triển. Xu hướng thuê ngoài gia tăng đến từ hai động lực chính: (1) Việt Nam đang trong giai đoạn đón dòng vốn FDI lớn vào ngành sản xuất, các doanh nghiệp quốc tế đã thiết lập nhà xưởng tại Việt Nam ngày càng nhiều, mang theo tư duy sản xuất chuyên môn hóa, mức độ thuê ngoài cao và (2) Các doanh nghiệp cũng sẽ dần chuyển hướng, tập trung vào điểm mạnh để phát triển trong môi trường ngày càng mở cửa và cạnh tranh, từ đó làm gia tăng hoạt động thuê ngoài. Từ xu hướng này, dịch vụ 3PL tất yếu sẽ phát triển mạnh mẽ trong tương lai.

Theo thống kê từ dữ liệu Amstrong & Associates, thị trường cung cấp 3PL tại Việt Nam trong năm 2014 ước tính đạt 1.2 tỷ USD, tỷ lệ còn rất thấp so với mức trung bình thế giới. Điều đó cho thấy rằng, dư địa tăng trưởng của dịch vụ 3PL trong tương lai sẽ còn lớn.

Biểu đồ 48
Tỷ trọng 3PL trong nền kinh tế


Nguồn: Amstrong & Associates

Trung tâm phân phối (DC) là xương sống của hoạt động logistics bên thứ ba. Gemadept nhờ sở hữu mạng lưới DC rộng khắp sẽ có lợi thế rất lớn trong việc phát triển dịch vụ 3PL. Tại Việt Nam, hiện chỉ có 15% doanh nghiệp logistics có thể cung cấp dịch vụ 3PL và GMD là một trong số những doanh nghiệp đó. Khác với các nhà kho truyền thống chỉ đơn thuần cung cấp kho chứa hàng và các dịch vụ an ninh, DC cung cấp dịch vụ quản lý hàng tồn kho, theo dõi đơn hàng, hỗ trợ hải quan... Theo Vietnam Logistics Business Association (VLA), đầu ra của ngành dịch vụ 3PL có đến 90% từ khách hàng ngành hàng tiêu dùng nhanh (FCMG), 6% là tiêu dùng điện tử, 3% là thiết bị ô tô và 1% là ngành dược. Các công ty FCMG ở Việt Nam đã bắt đầu sử dụng dịch vụ 3PL là Unilever, Vinamilk, P&G và Masan. Ngành FMCG vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng nhanh tại Việt Nam là yếu tố thúc đẩy Logistics bên thứ ba (3PL) phát triển trong dài hạn.

Biểu đồ 46
Doanh nghiệp 3PL tại Việt Nam chỉ chiếm 15%

Biểu đồ 47
Đầu ra của dịch vụ 3PL Việt Nam


Nguồn: Vietnam Logistics Business Association

c. Vận tải container quốc tế và nội thủy

GMD hiện sở hữu 3 tàu feeder (tàu con), bao gồm Pacific Pearl, Pacific Grace và Pacific Express với tổng công suất 2.284 TEU và 14 sà lan vận tải đường thủy với công suất mỗi sà lan 50-160 TEU hoạt

Tàu	Công suất (TEU)	Hiệu suất sử dụng 2016
Pacific Pearl	699	93%
Pacific Grace	836	87.40%
Pacific Express	749	74.20%

động các tuyến nội địa và Việt Nam – Campuchia. Đội tàu hàng hải của GMD hoạt động khá ổn định, luôn duy trì hiệu suất hoạt động trung bình khoảng 85-90%. Trong năm 2016, mảng vận chuyển container đường biển và nội thủy đã vận chuyển 217.600 TEU, đem lại 29,5 triệu USD cho GMD. Trong năm 2017, tình hình vận tải biển thế giới đã có sự khởi sắc nên GMD đóng thêm 2 tàu sông lớn với công suất 200 TEU nhằm củng cố vị thế khai thác trên tuyến Việt Nam – Campuchia đồng thời đóng vai trò chủ lực kết nối các cảng khu vực Tp. Hồ Chí Minh với khu vực Cái Mép và vùng Đồng bằng Sông Cửu Long. Tàu đã được hạ thủy vào tháng 8/2017. Đây là tàu lớn nhất và hiện đại nhất trên thị trường hiện nay.

Hình 11

Các tuyến vận chuyển GMD đang hoạt động



d. Vận tải đường bộ và hàng dự án:

Trong năm 2016, Gemadept đã tăng số lượng xe tải do công ty sở hữu thêm 29% lên 200 xe từ 155 cuối 2015, nhằm đáp ứng nhu cầu vận chuyển bằng xe tải ngày càng tăng do công ty mở rộng thêm hệ thống trung tâm phân phối trên cả nước. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu từ mảng vận tải đường bộ và hàng dự án năm 2016 đạt khoảng 740 tỷ, tăng 8,0% so với năm 2015 và chiếm 35% doanh thu logistics của GMD.

Triển vọng ngành Logistics

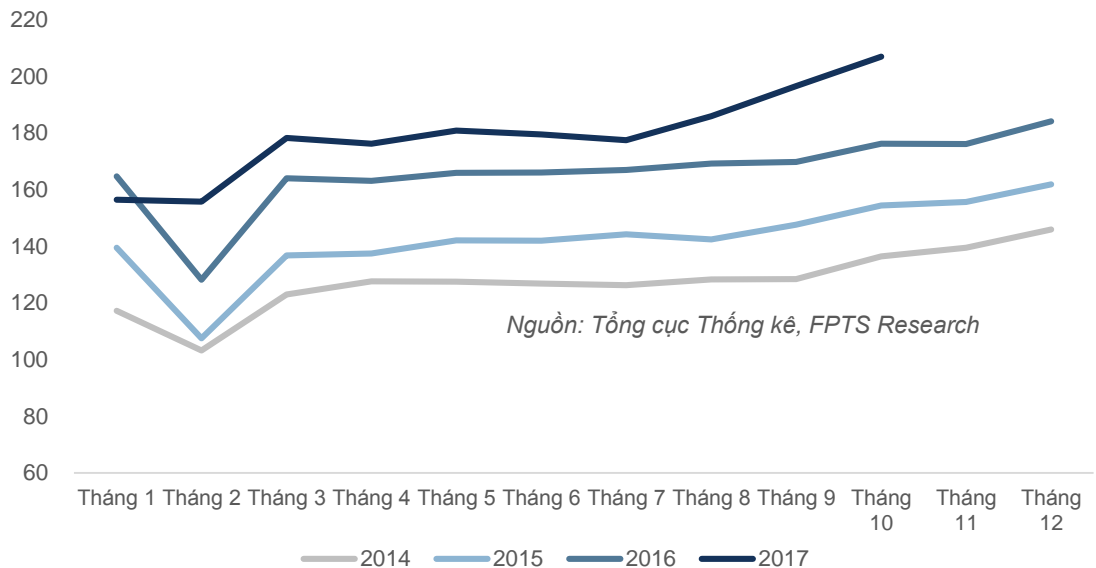
Chúng tôi cho rằng nhu cầu đối với dịch vụ logistics sẽ tăng cao trong vài năm tới nhờ được hỗ trợ bởi 3 yếu tố sau:

- (1) Sự phục hồi của nền kinh tế cũng như các ngành sản xuất giúp kích thích nhu cầu dịch vụ logistics

Ngành logistics sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi sự gia tăng hoạt động sản xuất khi nền kinh tế và nhu cầu tiêu thụ trong nước ngày càng cải thiện. Điều này được thể hiện qua sự tăng trưởng của chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) giai đoạn 2014 đến nay (*xem biểu đồ 49*).

Biểu đồ 49

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) so với bình quân năm gốc 2010



Nếu tính chung cho 10 tháng 2017, chỉ số sản xuất công nghiệp tăng 8,7% so với cùng kỳ. Trong đó, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo có mức tăng cao nhất 13,6% so với cùng kỳ. Những ngành công nghiệp có chỉ số sản xuất tăng cao nhất chủ yếu là những ngành chiếm tỷ trọng xuất khẩu cao như điện tử, máy móc, thiết bị, linh kiện, dệt may, sắt thép.

- (2) Thị trường bán lẻ hiện đại và Thương mại điện tử đang phát triển nhanh chóng tại Việt Nam làm gia tăng nhu cầu vận chuyển, kho bãi và các dịch vụ logistics khác

Việt Nam là một trong những thị trường bán lẻ phát triển nhanh nhất thế giới. Theo Niesel, quy mô thị trường bán lẻ tăng nhanh từ 70 tỷ USD năm 2010 lên đến 158 tỷ USD năm 2016. Trong đó, kênh bán lẻ hiện đại ở Việt Nam hiện chỉ chiếm khoảng 25% thị phần, thấp hơn so với các nước trong khu vực như Philippines là 33%, Thái Lan là 34%, Trung Quốc là 51%, Malaysia là 60% và Singapore là 90%; còn lại 75% thị phần thuộc về kênh bán lẻ truyền thống. Dịch vụ logistics đóng vai trò rất quan trọng đối với kênh bán lẻ hiện đại. Bán lẻ truyền thống thường có quy mô nhỏ, không đầu tư nhiều nên hàng hóa thường là loại dễ lâu được, hàng hóa dễ hư hỏng thì chỉ được lấy từ nguồn địa phương, trong khi bán lẻ hiện đại thì ngược lại.

Theo dự báo của Viện Nghiên cứu Thương mại (Bộ Công Thương), giai đoạn 2016-2020, tốc độ tăng trưởng thương mại bán lẻ của Việt Nam sẽ đạt 11,9%/năm, quy mô thị trường khoảng 179 tỷ USD vào năm 2020, trong đó bán lẻ hiện đại chiếm trên 45% so với mức 25% của năm 2016. Tiềm năng lớn của bán lẻ hiện đại tạo ra cơ hội cho sự tăng trưởng mạnh mẽ nhu cầu của dịch vụ logistics như vận chuyển, kho bãi và đặc biệt mảng quản lý chuỗi đông lạnh đối với các công ty bán lẻ hàng tiêu dùng (có biên lợi nhuận cao hơn).

Thương mại điện tử tại Việt Nam cũng là mảng kinh doanh đang phát triển nhanh chóng. Theo báo cáo của Nielsen, thị trường thương mại điện tử Việt Nam năm 2016 đã đạt tới

mốc 4 tỷ USD và có tốc độ tăng trưởng 35%/năm. Dự báo, quy mô thị trường thương mại điện tử Việt Nam có thể đạt 10 tỷ USD trong 5 năm tới. Sự phức tạp của việc giao hàng và thanh toán của thương mại điện tử sẽ thúc đẩy các dịch vụ logistics, đặc biệt ở khâu giao nhận, phân phối và quản lý tồn kho...

(3) Chất lượng cơ sở hạ tầng và chi phí logistics ngày càng cải thiện hỗ trợ cho ngành hoạt động hiệu quả hơn.

Chất lượng cơ sở hạ tầng của Việt Nam đã liên tục cải thiện trong các năm qua, trong báo cáo của World Economic Forum, Global Competitiveness 2015/2016 cho thấy, chất lượng cơ sở hạ tầng của Việt Nam đứng thứ 99 trong 140 quốc gia và vùng lãnh thổ được xếp hạng, trong đó xếp hạng chất lượng CSHT đường bộ là 93/140, chất lượng CSHT đường sắt là 48/140, chất lượng CHST hàng không là 75/140 và chất lượng CSHT cảng biển là 76/140. Bảng dưới đây so sánh chất lượng của cơ sở hạ tầng Việt Nam từ năm 2011-2016, có thể thấy rằng, xếp hạng của Việt Nam ngày càng tăng lên, đặc biệt kể từ sau năm 2015.

Bảng: Cơ sở hạ tầng của Việt Nam đang ngày càng cải thiện

Loại hình	Xếp hạng/142	Xếp hạng/144	Xếp hạng/139	Xếp hạng/144	Xếp hạng/140
	Năm 2011/2012	Năm 2012/2013	Năm 2013/2014	Năm 2014/2015	Năm 2015/2016
CSHT đường bộ	123	120	102	104	93
CSHT đường sắt	71	68	58	52	48
CSHT hàng không	111	113	98	88	75
CSHT cảng biển	95	94	92	87	76

Nguồn: Global Competitiveness Report 2011-2016, FPTs Research

Ngoài chất lượng cơ sở hạ tầng, chỉ số lead time và chi phí logistics đang ngày càng giảm, hỗ trợ cho ngành logistics phát triển. Theo báo cáo Connecting to Compete 2014 và 2012 của World Bank, chỉ số lead time (thời gian tối thiểu để hàng hóa đi từ người bán/người nhận đến cảng bốc/cảng dỡ) và chi phí logistics nội địa của Việt Nam các năm qua đã có sự cải thiện rõ rệt.

Bảng: Lead time và chi phí logistics tại Việt Nam ngày càng cải thiện

Thời gian và chi phí xuất khẩu container 40 feet từ người bán (nhà xuất khẩu) đến cảng bốc			Thời gian và chi phí nhập khẩu container 40 feet từ cảng dỡ đến người mua (nhà nhập khẩu)		
Tiêu chí	2014	2012	Tiêu chí	2014	2012
Khoảng cách (km)	36	52	Khoảng cách (km)	31	63
Leadtime (ngày)	1	2	Leadtime (ngày)	1	2
Chi phí (USD)	237	310	Chi phí (USD)	281	361

Nguồn: Connecting to Compete 2014 và 2012 (WB), FPTs Research

Với cơ sở vật chất sẵn có của GMD và triển vọng ngành hiện tại, chúng tôi dự báo mảng logistics sẽ đóng góp 26,0 tỷ đồng vào Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết trong năm 2017 với giả định các DC1,2,3,4, An Thạnh và Hải Dương đều đã hoạt động hết 100% công suất thiết kế. Riêng kho lạnh tại DC Hậu Giang hoạt động 80% công suất thiết kế với hàng hóa chủ yếu đến từ mặt hàng tôm lạnh của Tập đoàn Minh Phú. Các hoạt động logistics khác không có nhiều biến động.

Năm 2018, kho lạnh tại DC Hậu Giang dự kiến hoạt động 100% công suất nhờ GMD hợp tác với bên cho vay tài chính các tập đoàn thủy sản ở Đồng bằng sông Cửu Long. Các công ty thủy sản tại đây phải lưu hàng hóa thủy sản tại kho lạnh Hậu Giang của GMD khi vay vốn từ bên cho vay tài chính này.

Năm 2019-2022, các DC sẽ mở rộng công suất thêm trung bình 2%/năm.

Đối với mảng dịch vụ Logistics bên thứ 3, doanh thu từ mảng này tăng trưởng khoảng 10,5%/năm. Đây là mức tăng trưởng của ngành 3PL tại khu vực Châu Á Thái Bình Dương trong giai đoạn 2007-2014 (Theo Armstrong & Associates), Việt Nam chỉ mới ở thời kỳ đầu của sự phát triển ngành dịch vụ này, vì thế trên quan điểm thận trọng chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ tăng trưởng chậm nhất là tương đương với khu vực trong những năm tới.

Vận tải container quốc tế và nội thủy sẽ duy trì sản lượng bình quân khoảng 200.000 TEUs/năm, bằng với mức bình quân trong giai đoạn 2011-2016. Thực tế, sản lượng container vận chuyển quốc tế và nội thủy của GMD Shipping các năm qua khá ổn định, biến động không đáng kể. Giá cước vận chuyển sẽ duy trì bằng với năm 2016 do ngành vận tải biển đã bắt đầu cho thấy tín hiệu khả quan hơn, vì thế kỳ vọng giá cước vận chuyển của GMD không còn giảm như năm 2016.

Doanh thu từ vận tải hàng dự án và vận tải đường bộ tăng trưởng khoảng 10%/năm. Đây là mức tăng trưởng hàng năm của hai hoạt động này của GMD.

Doanh thu từ mảng đại lý tàu biển dự báo tăng trưởng khoảng 10%/năm, theo tốc độ tăng trưởng của kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam trong giai đoạn 2016-2020.

Dự báo tăng trưởng kim ngạch Xuất nhập khẩu của Việt Nam 2016-2020

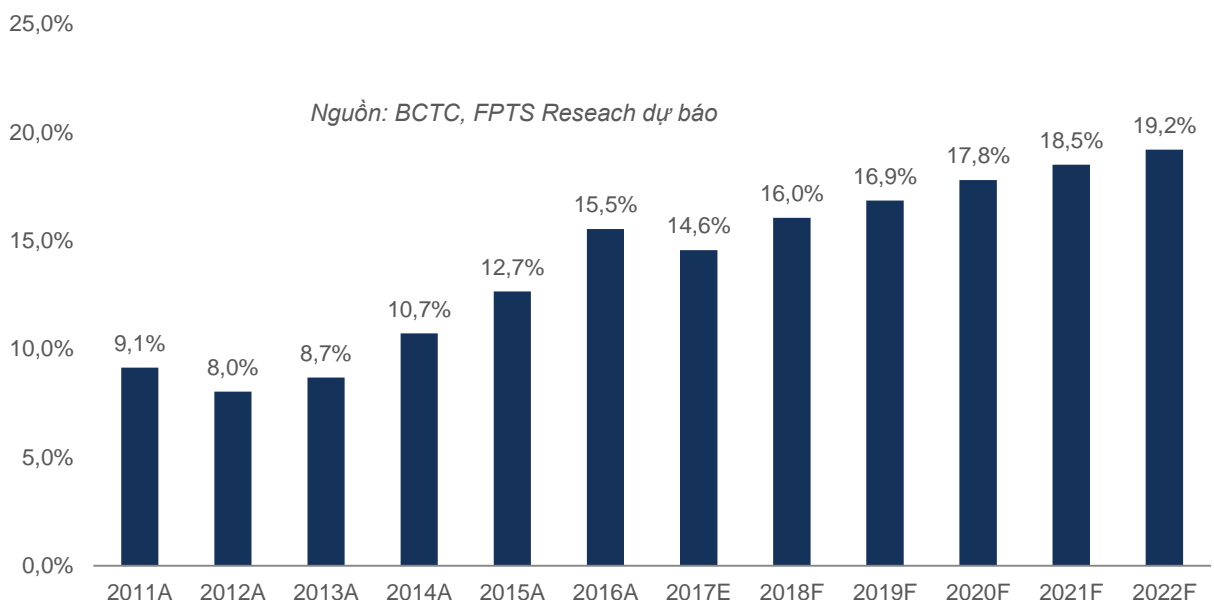
Tổ chức dự báo	Mức dự báo
BMI, GSO, ADB	10,3%
HSBC, Oxford Economics	11,2%

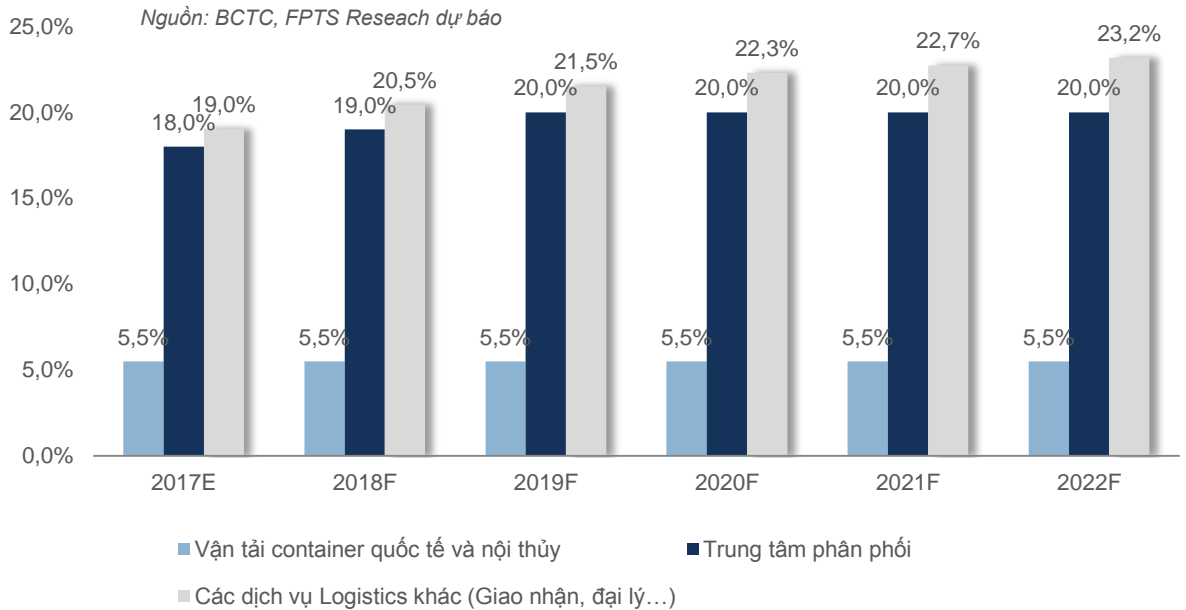
Nguồn: FPTIS Research tổng hợp

Về khả năng sinh lời của các hoạt động logistics, như chúng tôi đã phân tích, hệ thống nhà kho là mắt xích nổi giữa logistics sản xuất và logistics phân phối. Do đó, việc các nhà kho, trung tâm phân phối và trung tâm logistics mới (như ICD Nam Hải, Mekong Logistics) đi vào hoạt động sẽ giúp GMD kết hợp hiệu quả các lĩnh vực hoạt động khác trong chuỗi logistics của công ty. Chúng tôi cho rằng mảng vận tải đường biển, vốn có biên lợi nhuận thấp sẽ đóng góp tỷ trọng ngày càng nhỏ trong lợi nhuận mảng logistics (do GMD không có ý định mở rộng thêm đội tàu), trong khi đóng góp của các lĩnh vực có biên lợi nhuận cao, như giao nhận, đại lý tàu biển, Logistics bên thứ ba (3PL), vận chuyển bằng xe tải, vận chuyển hàng dự án... sẽ ngày càng tăng lên, giúp biên lợi nhuận gộp của lĩnh vực logistics ngày càng mở rộng kể từ năm 2017.

Biểu đồ 50

Biên lợi nhuận gộp mảng logistics 2011-2022E



Biểu đồ 51
Biên lợi nhuận gộp các lĩnh vực trong hoạt động logistics 2017-2022E

4.1.2 Cảng nước sâu Gemalink

Dự án Gemalink là liên doanh giữa Gemadept và Tập đoàn CMA-CGM của Pháp, trong đó GMD góp 75% vốn, còn CMA-CGM góp 25% phần còn lại. Tổng vốn đầu tư của dự án Gemalink khoảng 345 triệu USD, trong đó vốn đầu tư giai đoạn 1 là 300 triệu USD. Cảng Gemalink là cảng nước sâu có quy mô lớn nhất tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải, với tổng diện tích lên đến 72ha. Giai đoạn 1 của dự án bao gồm 880m cầu cảng cho tàu mẹ và 260m cầu cảng cho tàu feeder, với depot, bãi container, và kho bãi rộng 33ha. Cảng có thể tiếp nhận tàu có trọng tải lên đến 200.000 DWT và công suất xếp dỡ giai đoạn 1 là 1,2 triệu TEU/năm.

Cảng nằm ngay cửa sông với môn nước sâu nhất, thuận tiện cho việc quay trở tàu và tiết kiệm được thời gian cũng như là chi phí. Cầu cảng cho tàu mẹ có chiều dài 1.150m và cầu cảng cho tàu feeder (tàu gom) dài khoảng 370m, cho phép Gemalink tiếp nhận cùng lúc các tàu feeder và tàu mẹ cùng thời điểm, đây chính là lợi thế cạnh tranh của Gemalink so với các cảng còn lại tại Cái Mép – Thị Vải.

Các cảng khác tại Cái Mép – Thị Vải hiện có chiều dài trung bình chỉ là 300 mét mỗi bến, trong khi chiều dài lý tưởng phải là 350-400 mét. Đối với những cảng biển có 2 bến cảng thì tổng chiều dài bến phải là 700-800 mét thay vì 600 mét như hiện nay. Lý do là khi có hai tàu dài 350 mét vào bến cùng lúc tại một cảng thì một tàu sẽ phải thả neo đợi ở ngoài bến cho dù các cảng khác đang còn trống. Những cảng này cũng chưa được kết nối bằng các cầu cảng liên tục hay đường nối trực tiếp, từ đó cản trở việc nâng cấp các cảng lên tầm trung tâm trung chuyển. Thiết kế bến hiện nay gây ảnh hưởng đến việc xử lý hàng hóa trung chuyển, do không thể chuyển đổi hiệu quả những container nhận từ tàu gom sang tàu mẹ vì bến không đủ chiều dài cho cả hai tàu, hoặc khi tàu gom và tàu mẹ nằm ở các cảng khác nhau, không có đường nối. Vì thế, những tàu mẹ hay sà lan đến những cảng này thường phải chờ đợi khiến các tàu tăng thêm chi phí và thời gian xếp dỡ.

Dù công suất giai đoạn 1 khá lớn (1,2 triệu TEUs/năm) nhưng Gemadept dự kiến cảng Gemalink sẽ lấp đầy hết công suất trong ba năm 2019-2021. Điều này có sự đóng góp rất lớn từ đối tác liên doanh là hãng tàu CMA-CGM – hiện nắm giữ 25% cổ phần Gemalink

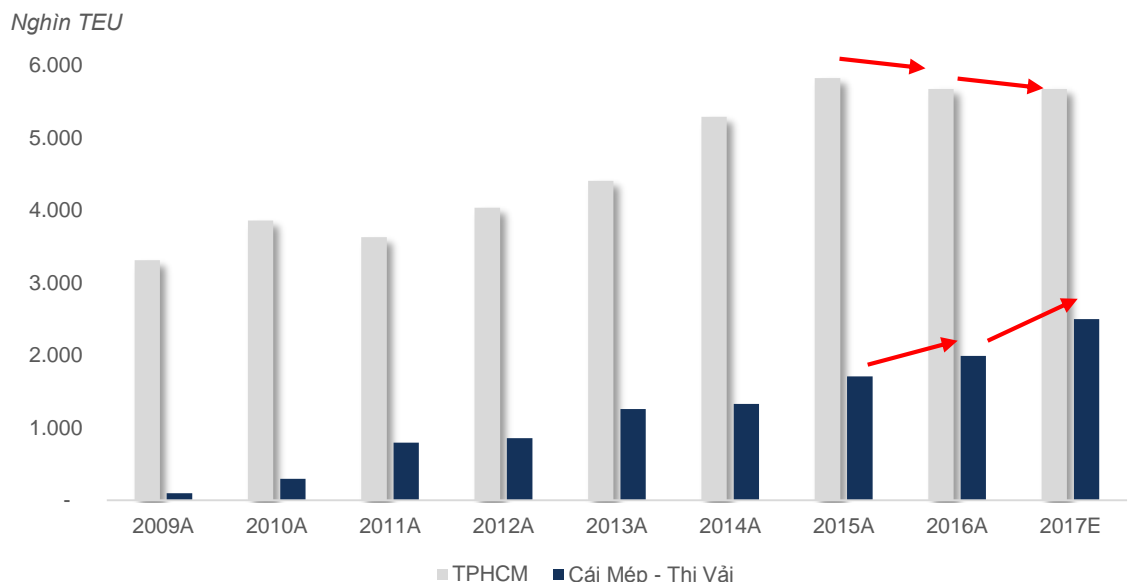
(Hãng tàu này cam kết cung cấp nguồn hàng từ 60-80% công suất cho Gemalink sau khi đi vào hoạt động). Ngoài ra, CMA-CGM còn dự kiến chuyển cảng trung chuyển (transhipment) của mình từ Philippines về Gemalink. Năm 2016, CMA-CGM cũng đã mua lại thành công hãng tàu NOL-APL – hãng tàu container lớn nhất khu vực Đông Nam Á. Như vậy, bên cạnh nguồn hàng có sẵn từ hoạt động trung chuyển của mình, CMA-CGM còn có thêm nguồn hàng từ APL. Dự kiến nguồn hàng sẵn có của CMA-CGM khoảng 1 triệu TEU/năm (Theo CMA-CGM).

Hiện tại, hiệu suất sử dụng cảng tại khu vực Cái Mép – Thị Vải là 90%. Với tốc độ tăng trưởng sản lượng container tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải: năm 2015 là 28,5%, năm 2016 20%, năm 2017 dự kiến 25,6%, nguồn hàng quá tải tại cụm cảng Cát Lái cũng đang có xu hướng chuyển dịch về cụm cảng Cái Mép – Thị Vải. Chúng tôi cho rằng khả năng cảng Gemalink lấp đầy công suất trong ba năm 2019-2021 là có thể đạt được. Lộ trình hiệu suất khai thác dự kiến sẽ là: 60% năm 2019, 95% năm 2020 và 100% năm 2021.

Giả định giá cước xếp dỡ của Gemalink bằng với giá cước trung bình hiện tại của cụm cảng Cái Mép – Thị Vải. Khả năng thương thuyết cước phí của các doanh nghiệp khai thác cảng tại đây cũng cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp cảng tại khu vực Hải Phòng (phía Bắc). Tại đây nếu không tính các cảng nằm sâu trong thượng nguồn sông Thị Vải là SITV và SP-PSA không đón được tàu lớn, thì hiệu suất khai thác tại cụm cảng này đã lên đến 90%. Thêm vào đó, nguồn hàng tại khu vực phía Nam, đặc biệt là khu cảng Cát Lái đang trong tình trạng quá tải nên đã bắt đầu dịch chuyển về cụm Cái Mép – Thị Vải nên nhìn chung nguồn hàng tại đây khá dồi dào. Mức phí xếp dỡ trung bình cụm Cái Mép – Thị Vải cũng cao hơn, khoảng 45 USD/TEU.

Biểu đồ 52

Sản lượng container thông qua hệ thống cảng TPHCM và Cái Mép – Thị Vải



Nguồn: GMD, FPTs Research

Dự kiến Gemalink sẽ đem lại lợi nhuận từ năm 2019 ngay sau khi hoạt động, đến năm 2021, Gemalink sẽ đóng góp khoảng 210 tỷ đồng cho GMD nhờ lấp đầy công suất.

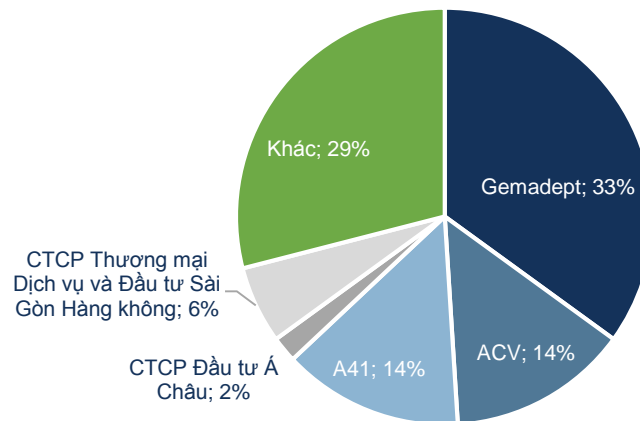
4.1.3 Cảng hàng hóa hàng không SCSC

Dự án Nhà ga hàng hóa hàng không Tân Sơn Nhất được khởi công từ năm 2009 với sự tham gia của 3 cổ đông lớn: GMD là cổ đông lớn nhất (29%), ACV (16%) và A41 (15%). Đến thời điểm hiện tại, GMD đã nâng tỷ lệ sở hữu tại SCSC lên 32,89% (tính đến cuối Q3/2017), ACV và A41 lần lượt sở hữu 14% cổ phần SCSC. Chủ tịch của SCSC – Bà Bùi Thị Thu Hương cũng là CFO của GMD, ông Nguyễn Quốc Khánh – CEO của SCSC là Thành viên HĐQT của GMD.

Biểu đồ 53

Cơ cấu sở hữu SCSC

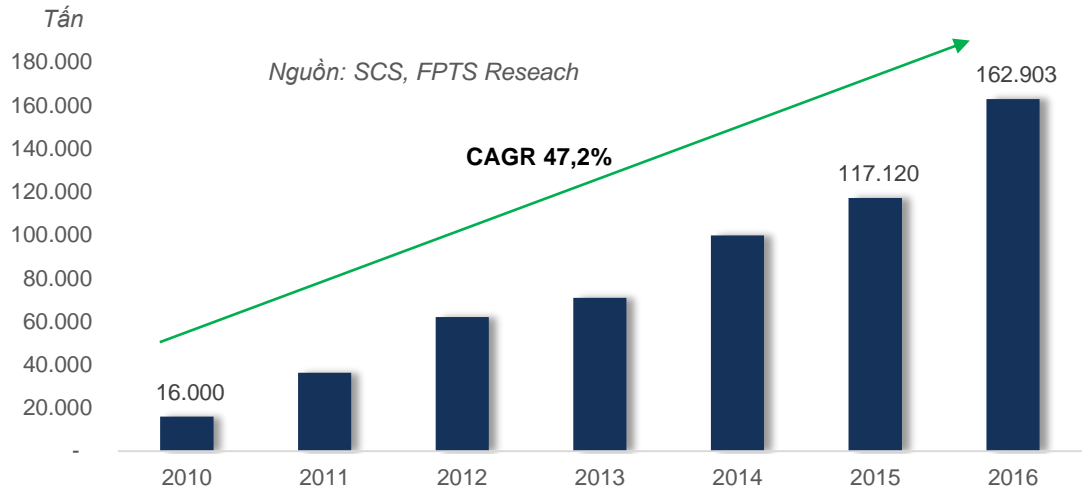
Nguồn: FPTIS Research



Dự án này nhằm khai thác tiềm năng của ngành hàng không, và cũng để góp phần tạo nên chuỗi giá trị logistics trọn gói cho GMD. Với tổng vốn đầu tư 1.065 tỷ đồng, cảng hàng hóa SCSC được xây dựng với diện tích 143.000 m² tại sân bay Tân Sơn Nhất – là một trong hai khu vực cửa khẩu hàng không năng động nhất cả nước, bao gồm ba khu vực chính:

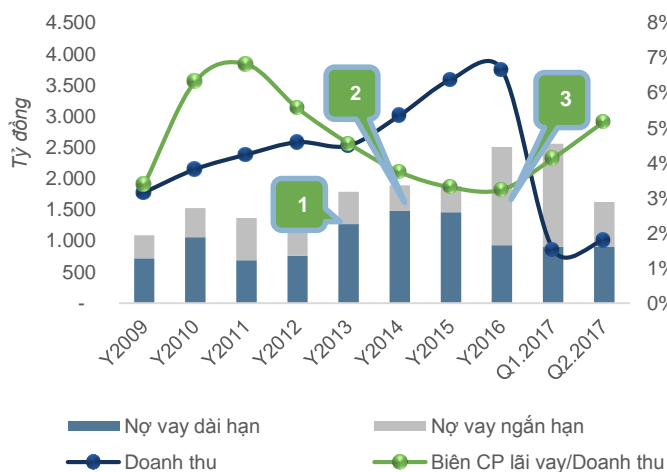
- Khu vực đậu máy bay: có diện tích 52.000 m², có thể chứa cùng lúc 3 máy bay Boeing 747F hoặc 5 máy bay Airbus A321.
- Khu vực chứa hàng hóa: có diện tích 27.000 m², hiện đang khai thác với công suất giai đoạn 1 là 200.000 tấn hàng hóa/năm. Giai đoạn 2 là 350.000 tấn hàng hóa/năm sẽ được khai thác khi nhu cầu thị trường tăng cao.
- Khu vực kho bãi, bãi đậu xe, văn phòng: có diện tích 64.000 m².

Hiện nay SCSC là công ty duy nhất được Cục hàng không công nhận là ga hàng hóa và độc quyền cung cấp dịch vụ Kho thu gom hàng lẻ hàng không và kho ngoại quan chuyên dùng hàng tươi sống tại Việt Nam. Bắt đầu khai thác vào năm 2010, lượng hàng hóa thông qua SCSC tăng trưởng rất ấn tượng với tốc độ tăng trưởng kép CAGR trong giai đoạn 2010-2016 là 47,2%/năm, từ khoảng 16.000 tấn năm 2010 đã tăng lên 163.000 tấn năm 2016. Năm 2016, công ty đang hoạt động với 81% công suất thiết kế. Điều này cho thấy SCSC vẫn còn dư địa tăng trưởng nhờ chưa hoạt động hết 100% công suất. Lưu ý rằng, hàng hóa vận chuyển hàng không chủ yếu là hàng điện tử như điện thoại, máy vi tính, máy ảnh, máy quay phim và linh kiện điện tử... đều là các mặt hàng giá trị cao, hoặc cần vận chuyển nhanh, nên SCSC có thể đòi hỏi mức giá dịch vụ cao, biên lợi nhuận gộp vì thế cũng cao, trung bình hàng năm khoảng 60-70% (2013-2016).

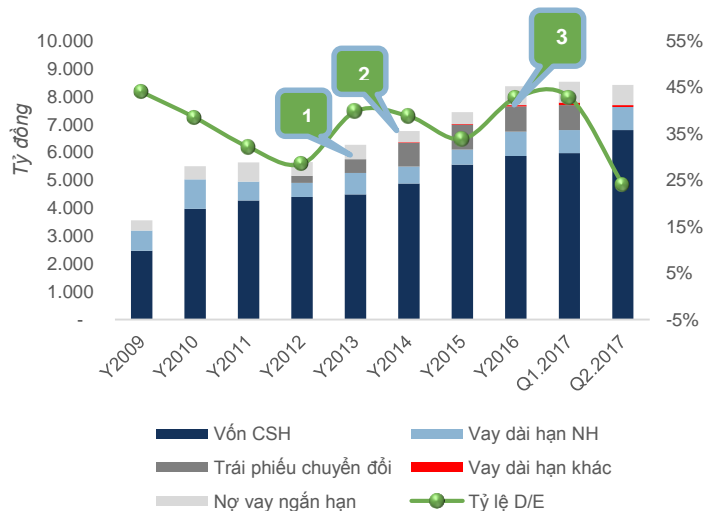
Biểu đồ 54
Lượng hàng hóa qua cảng hàng hóa hàng không SCSC


SCSC có cơ cấu khách hàng rất đa dạng, sau 7 năm hoạt động SCSC đã có hơn 23 khách hàng là các hãng hàng không lớn trên thế giới như Thai Airways, Hong Kong Airlines, Sichuan Airlines, Saudi Arabian, Emirates Sky cargo, Cargolux, Lufthansa, Singapore Airlines, Turkish Cargo cũng như Vietjet Air (VJC – HOSE) – hãng hàng không giá rẻ đang nổi lên của Việt Nam.

Dự kiến năm 2018, SCSC sẽ hoạt động 100% công suất thiết kế. Dưới giả định thận trọng, chúng tôi giữ nguyên mức công suất thiết kế của SCSC đến năm 2022 và giữ nguyên giá dịch vụ của công ty. Đồng thời, SCSC sẽ chia cổ tức 4.500 đ/cp cho GMD mỗi năm, tương tự như năm 2016. Dự kiến SCSC sẽ đóng góp khoảng 109,2 tỷ đồng vào lợi nhuận trước thuế của GMD trong năm 2017 (+48,8% YoY).

4.2 Tình hình sử dụng Nợ vay
Biểu đồ 55
Tình hình sử dụng nợ vay và Chi phí lãi vay 2009-1H.2017


Nguồn: BCTC, FPTs Research

Biểu đồ 56
Cơ cấu sử dụng Vốn CSH-Vốn vay 2007-2017


Nguồn: BCTC, FPTs Research

1. Đầu tư cảng Nam Hải – Đình Vũ;

2. Đầu tư dự án cao su tại Campuchia;

3. Đầu tư ICD Nam Hải

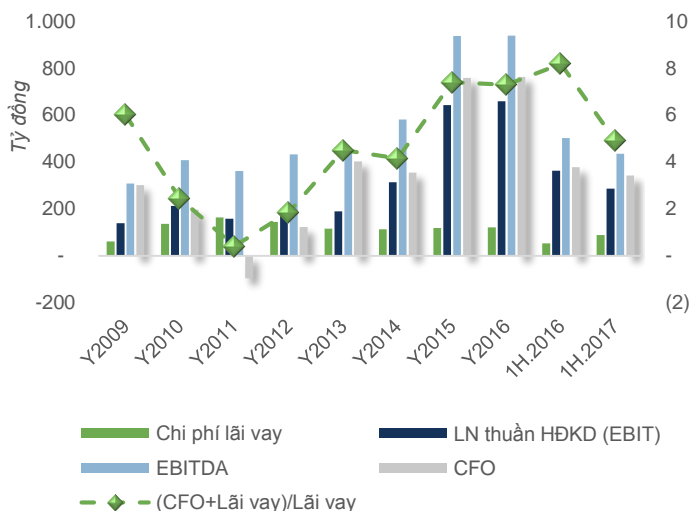
Tại những thời điểm đầu tư và xây dựng thêm các dự án mới, GMD đều gia tăng nợ vay dài hạn để tài trợ cho hoạt động mua sắm TSCĐ và chi đầu tư xây dựng cơ bản. Các khoản nợ vay ngắn hạn cũng tăng theo để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động. Điều này là hợp lý do hoạt động của chuỗi giá trị dịch vụ logistics đồng bộ với nhau, đồng thời GMD cũng thường xuyên chi tiền hỗ trợ cho các chủ hàng và chủ tàu trong dịch vụ đại lý giao nhận. Nhu cầu vốn lưu động sẽ tăng theo khi có thêm cảng biển và các trung tâm phân phối đi vào hoạt động. Tuy vậy, GMD luôn duy trì tỷ lệ đòn bẩy Nợ vay/Vốn CSH quanh ngưỡng 30-35%, con số này chỉ tăng lên 40% vào những năm GMD đầu tư thêm các dự án mới. Mặc dù nợ vay tăng nhưng tỷ lệ chi phí lãi vay/doanh thu trong những năm GMD đầu tư dự án mới lại không tăng, thậm chí giảm, từ 4,6% năm 2013 giảm còn 3,2% năm 2016. Nguyên nhân là do các dự án cảng mới của GMD chỉ sau trung bình 8-10 tháng hoạt động là đã đầy công suất, giúp doanh thu tăng trưởng nhanh. Tuy nhiên giai đoạn nửa đầu năm 2017, tỷ lệ chi phí lãi vay/Doanh thu đã tăng từ 4,1% Q1/2017 lên 5,2% Q2/2017, nguyên nhân là do cảng ICD Nam Hải chỉ mới hoạt động được 60-70% công suất thiết kế, trong khi các cảng cũ đã hoạt động hết công suất và giá cước dịch vụ giảm, khiến tốc độ tăng của doanh thu không còn cao như trước.

Cuối năm 2016, nợ vay ngắn hạn tăng đột biến lên 1.579 tỷ đồng, trong khi nợ vay dài hạn giảm còn 928 tỷ đồng, trong khi các năm trước vẫn bình thường. Nguyên nhân là do khoản vay trái phiếu chuyển đổi của GMD cho Vietnam Investment Group (VIG) năm 2012 chỉ còn một năm là đến hạn chuyển đổi (hợp đồng vay bắt đầu từ 18/6/2012). Vì thế, khoản vay này được chuyển từ mục vay dài hạn lên vay ngắn hạn. Đến cuối Q2/2017, GMD đã phát hành 108,9 triệu cổ phiếu để chuyển đổi cho VIG, do đó nợ vay của GMD tại thời điểm này giảm mạnh, tỷ lệ D/E chỉ còn 24%, thấp hơn hẳn so với mức 30-40% trong quá khứ.

4.3 Khả năng thanh toán Lãi vay – Nợ vay

Biểu đồ 57

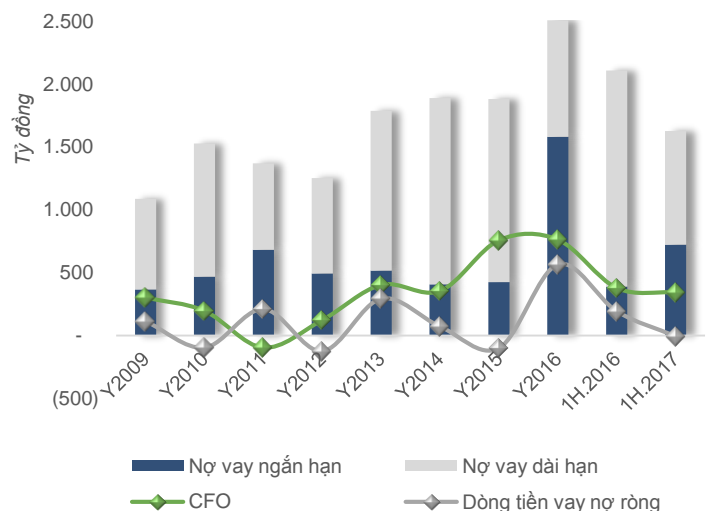
Khả năng thanh toán lãi vay 2009-2017



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Biểu đồ 58

Tình hình vay nợ 2009-2017



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Từ giai đoạn 2012-1H.2017, khả năng chi trả lãi vay bằng CFO rất tốt, điều này có được do dòng CFO của GMD luôn duy trì tỷ lệ cao và ngày càng tăng so với Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh. Chỉ có năm 2011, khả năng chi trả lãi vay của GMD suy giảm mạnh, dòng tiền CFO âm lần đầu tiên trong lịch sử hoạt động của công ty kể từ 2008 đến nay. Năm 2011 cũng là năm lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh của GMD sụt giảm do sa đà vào các hoạt động đầu tư chứng khoán như phân tích ở trên. Đồng thời đây cũng là năm rất khó khăn của ngành logistics nói chung và ngành vận tải biển nói riêng, GMD buộc phải nới lỏng chính sách thu hồi công nợ nhằm hỗ trợ khách hàng.

Sau giai đoạn khó khăn 2011, dòng CFO tăng trưởng ổn định trở lại giúp khả năng chi trả lãi vay từ dòng CFO được cải thiện đáng kể, thậm chí cao hơn mức của năm 2009 dù đây là giai đoạn GMD đầu tư rất mạnh và vay nợ nhiều hơn so với năm 2009. Đặc biệt, nếu xét đến khả năng chi trả nợ gốc, dòng CFO sinh ra hàng năm của GMD đều vượt trội hơn nhiều so với dòng tiền vay nợ ròng, ngoại trừ năm 2011 gặp khó khăn như phân tích trên. Tổng dòng CFO trong suốt 8 năm, từ 2009-2016 đạt 2.797 tỷ đồng, cao gấp 3 lần so với tổng dòng tiền vay nợ ròng trong suốt giai đoạn trên là 929 tỷ đồng. Điều tích cực này có được khi GMD luôn duy trì tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu ổn định và quanh ngưỡng 30-40% qua các năm.

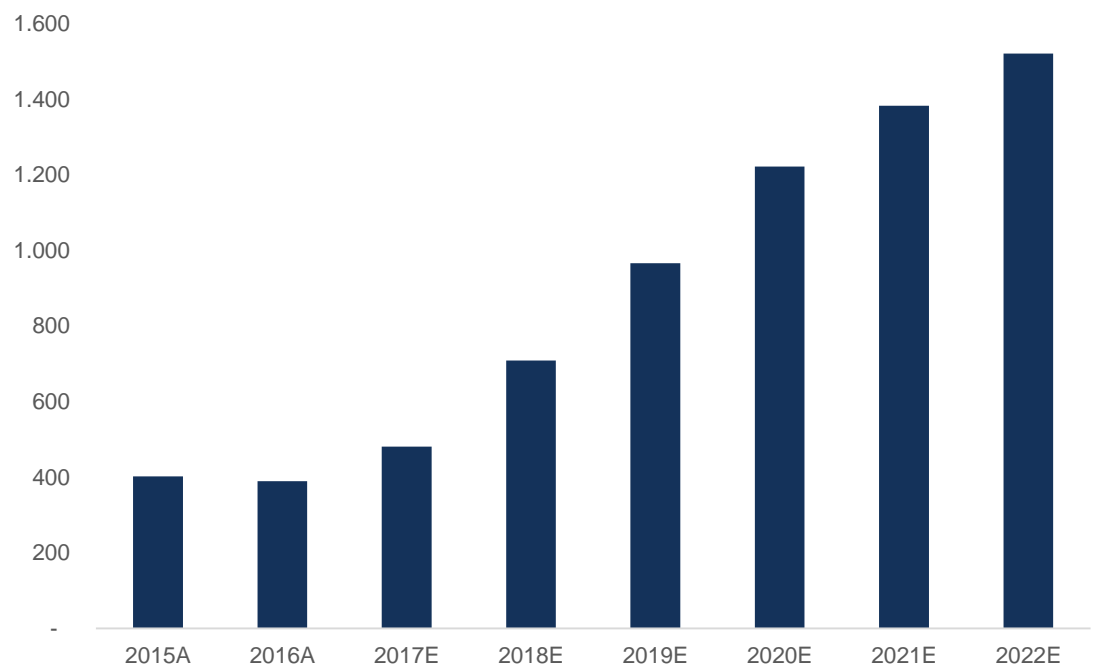
5. LỢI NHUẬN SAU THUẾ

Như chúng tôi đã phân tích, do những biến động từ các hoạt động mua bán thanh lý tài sản, trích lập và hoàn nhập dự phòng, cũng như công ty phải ghi nhận chi phí đầu tư không hiệu quả đối với các dự án cao su làm cho Lợi nhuận sau thuế biến động khá bất ổn và không rõ ràng. Vì thế, chúng tôi tiến hành điều chỉnh lại lợi nhuận sau thuế của GMD bằng cách loại đi các khoản thu nhập/chi phí bất thường và các khoản trích lập/hoàn nhập dự phòng, để có cái nhìn rõ hơn về xu hướng biến động lợi nhuận từ các hoạt động kinh doanh của GMD.

Biểu đồ 59

Lợi nhuận sau thuế đã điều chỉnh 2015-2022E

Tỷ đồng



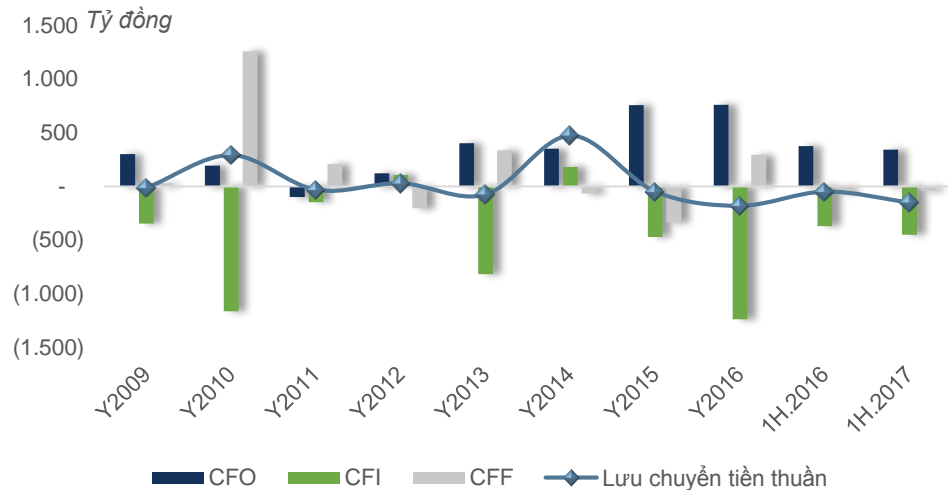
** Lưu ý Lợi nhuận sau thuế này chưa tính đến các khoản thu nhập bất thường từ thoái vốn*

Thuế suất bình quân của GMD trong năm 2015-2016 khoảng 9%. Cảng Nam Hải Đình Vũ hiện nay vẫn đang trong thời gian được ưu đãi thuế. Cảng được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 4 năm đầu tiên và được hưởng thuế suất ưu đãi 10% trong 9 năm tiếp theo. Như vậy, từ năm 2018, thuế suất thu nhập doanh nghiệp bình quân cho hoạt động kinh doanh lõi của GMD sẽ tăng lên do đã kết thúc khoảng thời gian 4 năm đầu được miễn thuế. Thuế suất thu nhập doanh nghiệp ước tính của GMD trong khoảng thời gian sau khoảng 12-14%.

6. PHÂN TÍCH DÒNG TIỀN

Biểu đồ 60

Tình hình dòng tiền 2009-2017



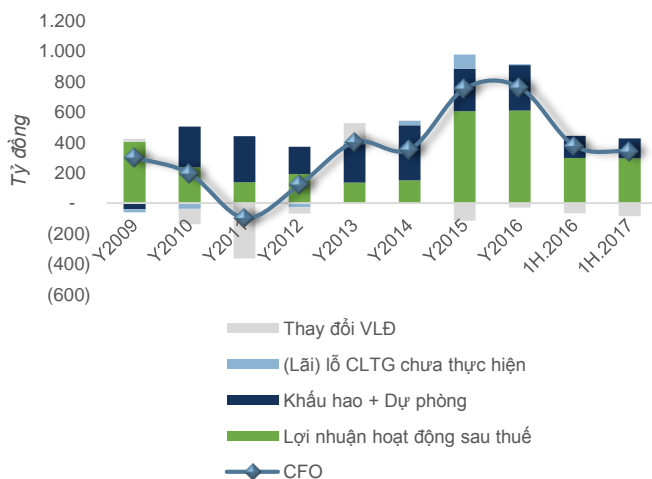
Nguồn: BCTC, FPTIS Research

GMD vẫn đang trong giai đoạn mở rộng đầu tư các dự án mới như cảng biển, trung tâm phân phối, đội xe...từ năm 2009 tới nay, việc liên tục đưa vào hoạt động hoặc mở rộng công suất các dự án khiến nhu cầu đầu tư của công ty trong những năm qua tăng cao. Dòng CFO trong suốt giai đoạn trên không đủ tài trợ cho nhu cầu đầu tư nên GMD phải sử dụng dòng CFF để tài trợ, trong đó chủ yếu tới từ nguồn vốn vay (vay ngân hàng, trái phiếu chuyển đổi).

6.1 Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO)

Biểu đồ 61

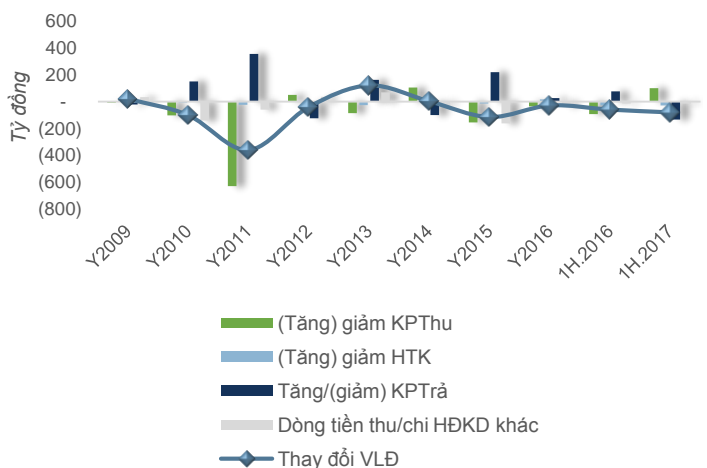
Tình hình dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) 2008-2017



Nguồn: BCTC, FPTIS Research

Biểu đồ 62

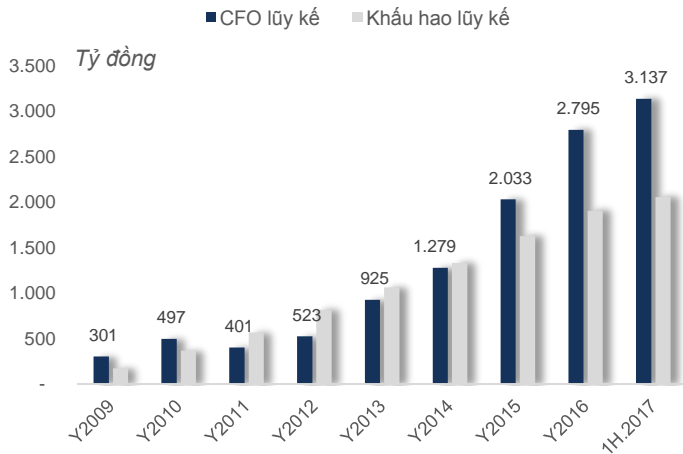
Thay đổi Vốn lưu động 2008-1H.2017



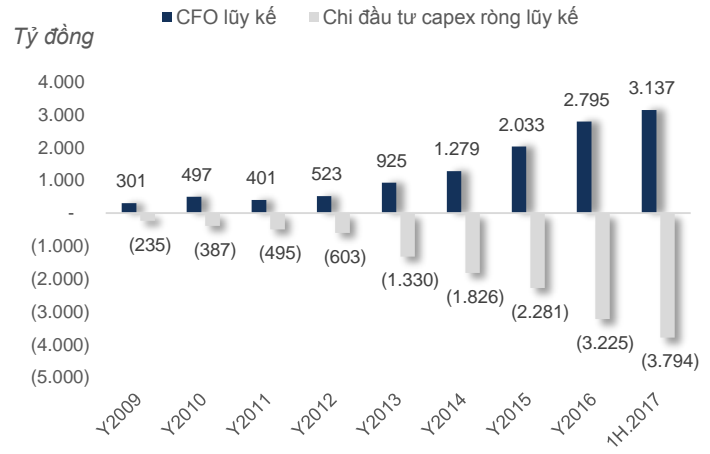
Nguồn: BCTC, FPTIS Research

Dòng tiền hoạt động kinh doanh của GMD khá ổn định từ 2009 đến nay khi những thay đổi vốn lưu động chỉ xoay quanh ngưỡng cân bằng 0. Riêng năm 2011, dòng CFO của GMD âm do những thay đổi vốn lưu động âm, tác động đến từ khoản phải thu khách hàng tăng đột biến khi GMD nới lỏng chính sách công nợ cho khách hàng trong thời kỳ khó khăn.

Do tính chất hoạt động kinh doanh là cung cấp dịch vụ nên khoản mục hàng tồn kho của GMD rất thấp, vốn lưu động thay đổi chủ yếu chỉ do tác động từ các khoản phải thu hàng tàu của GMD và các khoản GMD chi hộ dưới tư cách là đại lý giao nhận cho khách hàng. Ngoài năm 2011 có sự biến động mạnh trong khoản phải thu, các năm khác thay đổi vốn lưu động của GMD hầu như không đáng kể, điều đó cho thấy công ty đang quản trị vốn lưu động khá tốt.

Biểu đồ 63
CFO lũy kế và Khấu hao lũy kế 2007-1H.2017


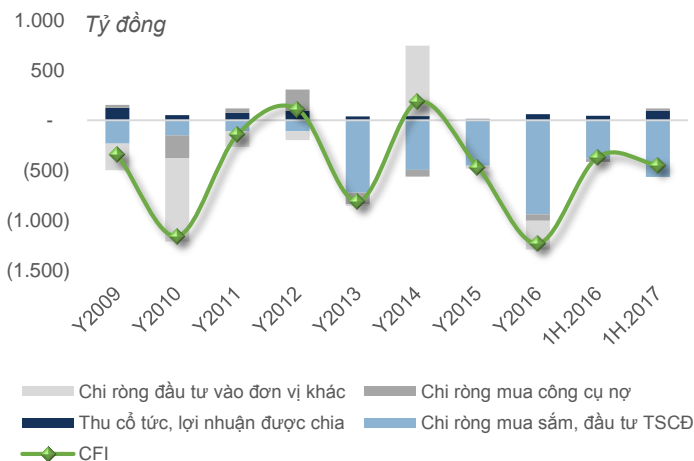
Nguồn: BCTC, FPTs Research

Biểu đồ 64
Tài trợ Capex 2007-1H.2017


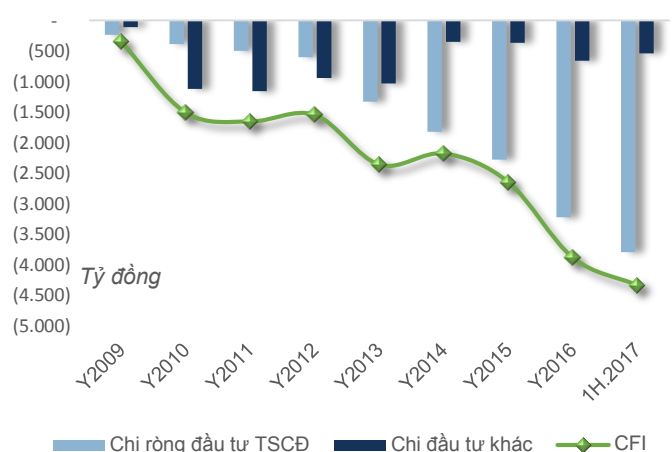
Nguồn: BCTC, FPTs Research

Năm 2014, dòng CFO lũy kế đã cân bằng được phần khấu hao lũy kế (từ 2009-2014), và sau đó từ 2014-1H.2017 thì dòng CFO tích lũy đã lớn hơn nhiều so với khấu hao lũy kế. Do vậy, dòng CFO hoàn toàn có thể đáp ứng được những nhu cầu đầu tư Capex duy trì. Đối với những dự án đầu tư mới, dù CFO hiện tại tích lũy rất tốt nhưng vẫn chưa đủ để tài trợ hoàn toàn, vì các dự án của GMD cần vốn đầu tư khá lớn, đặc biệt là dự án xây mới cảng biển và trung tâm logistics, GMD sẽ phải sử dụng thêm nguồn vốn vay để tài trợ các dự án mới này và tiếp tục quay vòng nợ qua các năm.

6.2 Dòng tiền từ hoạt động đầu tư (CFI)

Biểu đồ 65
Tình hình dòng tiền từ hoạt động đầu tư – CFI 2009-2017


Nguồn: BCTC, FPTs Research

Biểu đồ 66
Dòng tiền ròng từ Hoạt động đầu tư lũy kế 2007-1H.2017


Nguồn: BCTC, FPTs Research

Dòng tiền từ hoạt động đầu tư của GMD từ 2013-1H.2017 chủ yếu phục vụ nhu cầu mua sắm TSCĐ cho các dự án mới, tỷ lệ chi ròng TSCĐ/CFI trong giai đoạn này luôn ở mức cao, bình quân 95%. Giai đoạn trước 2013, dòng CFI chủ yếu chỉ cho hoạt động đầu tư, mua chứng khoán, tuy nhiên sau đó GMD đã tiến hành tái cấu trúc tài chính, khiến giá trị và tỷ lệ chi cho các hoạt động này ngày càng giảm và hiện tại chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ. Những hoạt động đầu tư của GMD khá trọng tâm, tập trung vào các công ty con, liên doanh liên kết cũng khá đồng nhất với hoạt động kinh doanh chính của công ty, các dự án ngoài ngành như bất động sản, cao su cũng được GMD thoái vốn trong năm 2017 nhằm tập trung cho hoạt động kinh doanh lõi là khai thác cảng và logistics.

6.1 Dòng tiền từ hoạt động tài chính (CFF)

Biểu đồ 67

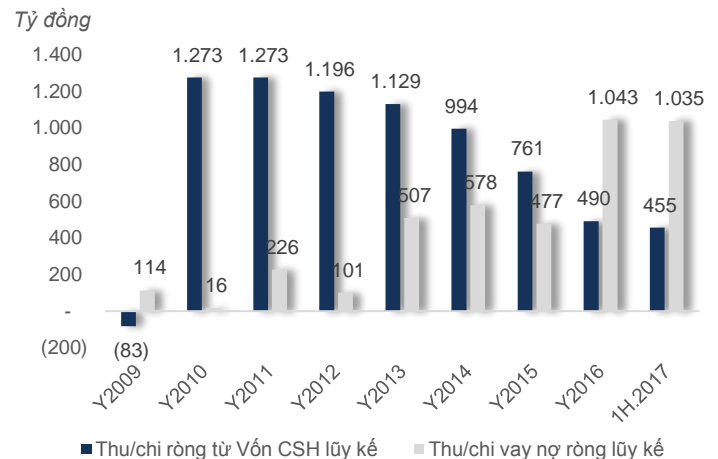
Tình hình dòng tiền từ hoạt động tài chính – CFF 2009-2017



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Biểu đồ 68

Dòng tiền ròng từ Hoạt động tài chính lũy kế 2009-1H.2017

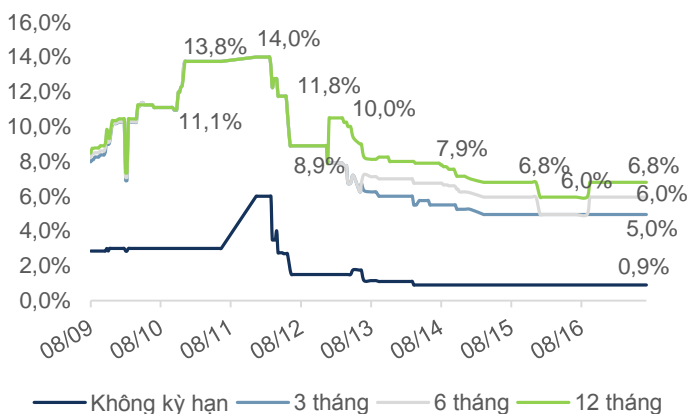


Nguồn: BCTC, FPTs Research

Giai đoạn 2009-2012, GMD hạn chế sử dụng nợ vay do lãi suất trong giai đoạn này tăng cao. Năm 2010, dòng CFI âm mạnh trong khi dòng tiền CFO không đủ để tài trợ, GMD đã huy động thêm vốn từ phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và đối tác chiến lược. Bắt đầu từ sau năm 2012, sau khi GMD tái cấu trúc tài chính, tập trung vào việc mở rộng hoạt động kinh doanh cốt lõi, nhu cầu vốn tăng mạnh, GMD đã chuyển sang sử dụng nợ vay để tài trợ do các dự án cảng biển và trung tâm phân phối mới. Thu/chi vay nợ ròng lũy kế ngày càng tăng kể từ năm 2012, trong khi Thu/chi ròng từ Vốn CSH lũy kế giảm dần.

Biểu đồ 69

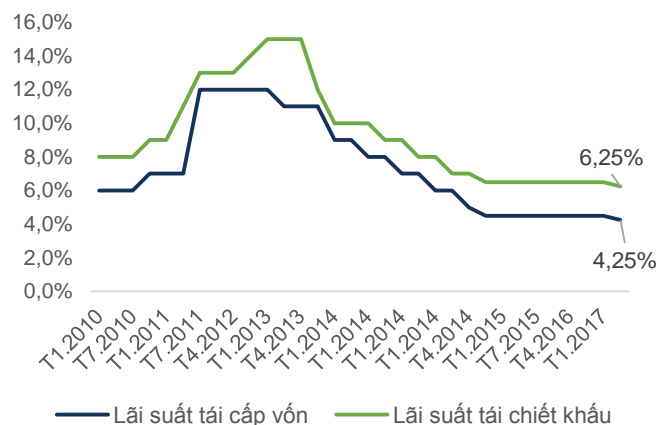
Lãi suất huy động VND bình quân các NHTM 2009-2017



Nguồn: FPTs Research

Biểu đồ 70

Lãi suất điều hành NHNN



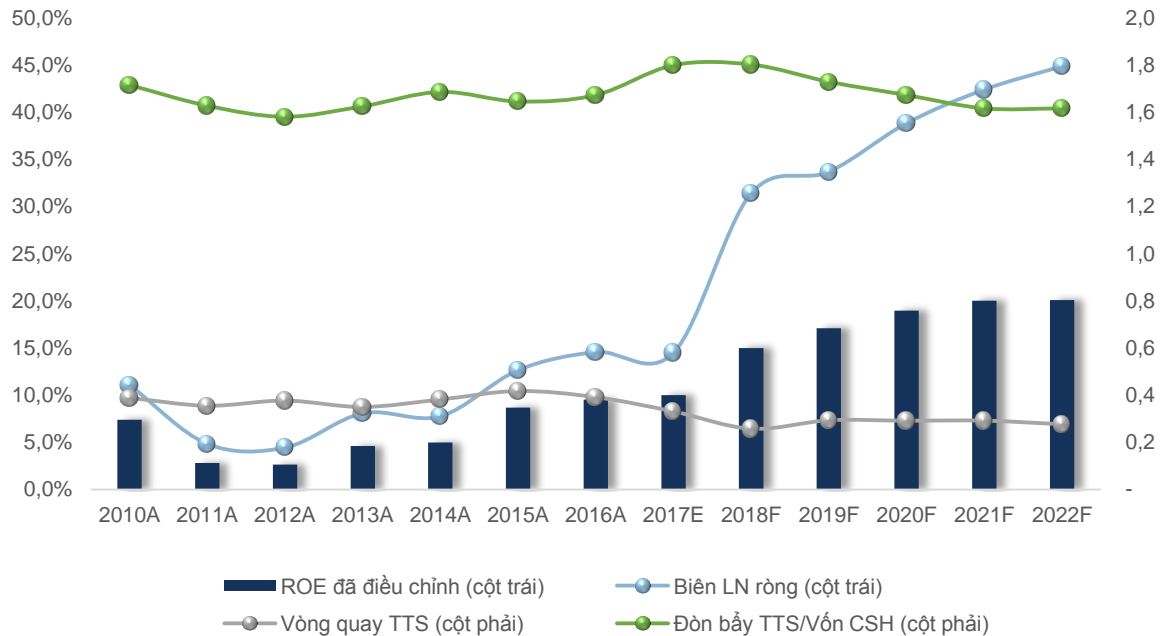
Nguồn: FPTs Research

Việc lựa chọn sử dụng nợ vay của ban lãnh đạo được xem là phù hợp khi mặt bằng lãi suất duy trì xu hướng giảm dần trong giai đoạn này. Lãi suất huy động hạ từ mức 8%/kỳ hạn 12 tháng năm 2014 xuống 7%/kỳ hạn 12 tháng năm 2015 và giảm tiếp xuống 6%/kỳ hạn 12 tháng năm 2016. Tương tự, lãi suất tái cấp vốn của NHNN cũng giảm mạnh từ mức 12% cuối 2012 xuống chỉ còn 6% cuối năm 2015.

7. HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN CHỦ SỞ HỮU

Biểu đồ 71

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu 2010-2022E



Như chúng tôi đã phân tích, lợi nhuận sau thuế (LNST) của GMD biến động khá mạnh do các hoạt động thanh lý, chuyển nhượng tài sản và các hoạt động tài chính khác. Do đó, chúng tôi đã tiến hành điều chỉnh lại LNST của GMD bằng cách loại bỏ các doanh thu và chi phí bất thường trong báo cáo thu nhập của GMD. Đồng thời, sử dụng LNST đã điều chỉnh này để tính toán lại ROE của doanh nghiệp.

Có thể thấy, chỉ số ROE của GMD biến động chủ yếu là do sự thay đổi của biên lợi nhuận ròng (yếu tố này tác động đến 98% vào biến động ROE của GMD). Với sự tăng trưởng đồng đều của tài sản và doanh thu, vòng quay tổng tài sản không có nhiều biến động, trung bình 0,3-0,4 vòng. Tương tự, GMD luôn duy trì mức sử dụng nợ cân bằng, tỷ số đòn bẩy tài chính chỉ dao động quanh mức 1,6-1,7 lần.

Trong giai đoạn 2010-2012, ROE (đã điều chỉnh) của GMD giảm mạnh từ 7,4% xuống chỉ còn 2,8%, nguyên nhân là do GMD đã quá sa đà vào việc đầu tư chứng khoán trong giai đoạn này, khiến LNST biến động mạnh kéo theo biên lợi nhuận ròng suy giảm. Tuy nhiên sau năm 2013 và đến hiện tại, ROE đã có sự cải thiện mạnh nhờ việc tái cấu trúc lại tài chính của doanh nghiệp trong năm 2012 để tập trung vào hoạt động kinh doanh lõi như chúng tôi đã phân tích tại phần Lợi nhuận trước thuế, nhờ đó biên lợi nhuận ròng cải thiện mạnh mẽ, kéo theo sự hồi phục của ROE.

Từ 2018-2022E, GMD không còn hợp nhất mảng logistics vốn có biên lợi nhuận thấp khiến biên lợi nhuận tăng mạnh theo biên lợi nhuận gộp (*xem lại phần Lợi nhuận gộp*). Bên cạnh đó, với sự đóng góp lớn từ các công ty liên doanh liên kết, cũng giúp biên lợi nhuận ròng ngày càng mở rộng, kéo theo sự gia tăng của ROE.

KẾT QUẢ DỰ PHÓNG CHI TIẾT

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH			Dự phóng					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Doanh thu	3.586,3	3.741,7	3.248,3	2.411,7	2.773,7	2.930,0	3.142,5	3.206,5
Giá vốn hàng bán	2.639,7	2.723,4	2.342,0	1.414,2	1.524,3	1.600,4	1.702,4	1.736,1
LN gộp	946,7	1.018,2	906,3	997,5	1.249,5	1.329,7	1.440,2	1.470,4
Biên LN gộp	26,4%	27,2%	27,9%	41,4%	45,0%	45,4%	45,8%	45,9%
Chi phí bán hàng & QLDN	305,7	359,6	265,5	237,2	269,3	285,3	298,3	304,8
EBITDA	936,0	938,4	884,6	1.032,0	1.266,7	1.335,2	1.436,7	1.464,2
Khấu hao	295,0	279,8	243,8	271,7	286,5	290,7	294,9	298,6
EBIT	641,0	658,6	632,0	751,2	970,9	1.035,1	1.132,3	1.155,7
Doanh thu tài chính	54,4	37,2	11,2	6,7	10,1	26,3	51,2	79,5
Chi phí tài chính	242,8	151,0	124,7	187,2	168,8	151,7	135,5	123,2
Lợi nhuận khác	15,1	(116,3)	2.348,8	11,3	11,6	11,5	13,4	11,8
LNTT	467,7	428,5	2.867,2	582,0	823,8	921,3	1.061,4	1.123,9
Thuế TNDN	45,1	37,0	272,4	55,3	103,0	115,2	132,7	140,5
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	38,1	52,2	110,2	257,9	311,8	492,4	545,2	635,3
Quỹ khen thưởng phúc lợi	20,1	19,5	38,8	36,4	47,6	60,3	68,4	75,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	58,32	53,99	52,77	63,47	87,76	98,41	113,51	120,51
LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ	402,4	389,7	2.652,2	720,9	944,4	1.199,4	1.359,7	1.497,4

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN			Dự phóng					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
TÀI SẢN								
Tiền & tương đương tiền	904,5	724,5	961,6	543,8	760,1	1.388,4	1.986,9	2.759,8
Đầu tư tài chính ngắn hạn	91,4	88,7	88,7	88,7	88,7	88,7	88,7	88,7
Khoản phải thu ngắn hạn	1.514,9	1.128,1	1.011,7	714,4	816,4	861,2	922,4	940,8
Hàng tồn kho	107,2	87,0	96,2	58,1	62,6	65,8	70,0	71,3
TSNH khác	60,0	112,0	178,7	132,6	152,6	161,2	172,8	176,4
Tài sản ngắn hạn	2.678,1	2.140,3	2.337,0	1.537,7	1.880,4	2.565,2	3.240,8	4.037,0
TSCĐ hữu hình	2.159,0	2.316,9	2.486,5	2.931,2	2.861,2	2.645,4	2.426,6	2.196,3
Đầu tư công ty con, LDLK	2.010,3	2.308,3	2.582,6	2.729,5	2.827,9	3.091,6	3.396,8	3.781,2
TSCĐ vô hình	245,9	331,4	322,9	316,5	308,5	299,5	292,7	285,8
TSDH khác	819,9	1.197,4	365,0	361,7	416,1	439,5	471,4	481,0
Tài sản dài hạn	6.321,2	7.977,7	7.450,9	8.048,8	8.227,5	8.289,8	8.401,3	8.558,1
TỔNG TÀI SẢN	8.999,3	10.117,9	9.787,9	9.586,6	10.107,9	10.855,0	11.642,1	12.595,1
NỢ PHẢI TRẢ								
Nợ vay ngắn hạn	423,6	1.578,7	699,2	726,0	785,4	875,7	966,5	1.073,8
Khoản phải trả ngắn hạn	579,7	595,0	322,1	188,5	209,4	219,7	233,8	238,0
Phải trả ngắn hạn khác	657,1	787,4	487,2	361,7	416,1	439,5	471,4	481,0
Nợ phải trả ngắn hạn	1.660,4	2.961,2	1.508,5	1.276,3	1.410,9	1.534,9	1.671,6	1.792,8
Nợ vay dài hạn	1.455,3	927,6	1.919,1	1.738,0	1.553,7	1.371,7	1.194,5	1.074,5
Phải trả dài hạn khác	323,8	362,6	227,4	168,8	194,2	205,1	220,0	224,5
Nợ phải trả dài hạn	1.779,1	1.290,2	2.146,5	1.906,9	1.747,8	1.576,8	1.414,5	1.299,0

Nợ phải trả	3.439,6	4.251,3	3.655,0	3.183,1	3.158,7	3.111,7	3.086,2	3.091,8
LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	525,4	700,5	754,3	818,8	907,5	1.007,0	1.121,5	1.243,1
VỐN CHỦ SỞ HỮU								
Vốn góp CSH	3.667,7	3.666,5	4.082,8	4.082,8	4.082,8	4.082,8	4.082,8	4.082,8
LN giữ lại	1.101,4	1.130,8	925,2	1.051,5	1.486,6	2.152,9	2.814,7	3.599,5
Quỹ khác thuộc CSH	265,3	368,8	370,6	450,4	472,2	500,8	537,0	578,0
Vốn chủ sở hữu	5.034,4	5.166,1	5.378,6	5.584,7	6.041,6	6.736,4	7.434,4	8.260,2
TỔNG NGUỒN VỐN	8.999,3	10.117,9	9.787,9	9.586,6	10.107,9	10.855,0	11.642,1	12.595,1

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2015A	2016A	Dự phóng					
			2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Lợi nhuận sau thuế	505,8	480,7	2.705	784	1.032	1.298	1.473	1.618
Điều chỉnh:								
Khấu hao và dự phòng	281,8	300,3	252,7	280,8	295,8	300,0	304,4	308,5
(Lãi) lỗ từ thanh lý tài sản	(19,9)	7,5	(2348,8)	(11,3)	(11,6)	(11,5)	(13,4)	(11,8)
(Lãi) lỗ từ công ty LDLK	(38,1)	(52,2)	(110,2)	(257,9)	(311,8)	(492,4)	(545,2)	(635,3)
Lợi nhuận từ CĐTTS	(58,3)	(54,0)	(52,8)	(63,5)	(87,8)	(98,4)	(113,5)	(120,5)
(Lãi) lỗ hoạt động đầu tư khác	307,1	232,0	(11,2)	(6,7)	(10,1)	(26,3)	(51,2)	(79,5)
LN hoạt động trước thay đổi VLB	978,4	914,4	434,8	725,7	906,7	969,3	1054,3	1079,2
(Tăng) giảm khoản phải thu	(155,4)	(36,8)	116,3	297,3	(101,9)	(44,9)	(61,1)	(18,4)
(Tăng) giảm hàng tồn kho	(15,9)	17,1	(9,2)	38,1	(4,5)	(3,1)	(4,2)	(1,4)
(Tăng) giảm TSNH khác	2,9	(52,0)	(66,7)	46,0	(19,9)	(8,6)	(11,7)	(3,5)
Tăng (giảm) Khoản phải trả	217,7	25,6	(273,0)	(133,6)	20,9	10,2	14,1	4,2
Tăng (giảm) Phải trả ngắn hạn khác	254,2	130,3	(300,2)	(125,5)	54,3	23,4	31,9	9,6
(Tăng) giảm Vốn lưu động	303,5	84,2	(532,7)	122,3	(51,1)	(22,9)	(31,0)	(9,5)
Chi khác cho HĐKD	(11,2)	(19,9)	(174,0)	(203,2)	(46,0)	97,3	(94,2)	(58,6)
Thu khác từ HĐKD	0,0	0,0	888,3	(239,9)	192,7	296,4	247,1	201,6
CFO	757,2	761,5	964,8	684,5	716,1	930,2	859,6	916,9
Chi mua sắm, đầu tư TSCĐ	(487,1)	(1.017,5)	(1.001,4)	(644,7)	(177,5)	(44,4)	(46,9)	(41,2)
Lãi/lỗ thanh lý TSCĐ	32,1	73,0	2.348,8	11,3	11,6	11,5	13,4	11,8
Tiền thu lãi cho vay, cổ tức và lợi nhuận được chia	10,5	60,2	11,2	6,7	10,1	26,3	51,2	79,5
(Tăng) giảm đầu tư tài chính ngắn hạn	39,9	2,7	-	-	-	-	-	-
(Tăng) giảm đầu tư vào công ty khác	(66,0)	(355,0)	(164,2)	111,0	213,4	228,6	240,0	250,9
CFI	(470,6)	(1.236,5)	1.194,4	(515,7)	57,6	222,1	257,8	301,1
Tăng (giảm) các khoản vay ngắn hạn	16,2	1.155,0	(879,5)	26,8	59,4	90,3	90,7	107,4
Tăng (giảm) các khoản vay dài hạn	(25,0)	(527,7)	991,5	(181,0)	(184,4)	(182,0)	(177,1)	(120,0)
Chi trả cổ tức	(267,9)	(271,4)	(2.450,4)	(432,4)	(432,4)	(432,4)	(432,4)	(432,4)
Tăng (giảm) vốn góp CSH	(57,5)	(61,5)	416,3	-	-	-	-	-
CFF	(334,2)	294,4	(1.922,0)	(586,7)	(557,4)	(524,1)	(518,8)	(445,1)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(47,6)	(180,6)	237,2	(417,8)	216,2	628,2	598,5	772,9
Số dư Tiền đầu năm	952,1	904,5	724,5	961,6	543,8	760,1	1.388,4	1.986,9
Số dư Tiền cuối năm	904,5	724,5	961,6	543,8	760,1	1.388,4	1.986,9	2.759,8

CHỈ SỐ QUAN TRỌNG	Dự phóng							
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
SLCP lưu hành (triệu CP)	119,6	179,4	288,3	288,3	288,3	288,3	288,3	288,3
SLCP pha loãng tối đa (triệu CP)	116,1	119,6	179,4	288,3	288,3	288,3	288,3	288,3
Khả năng sinh lời								
LN gộp/Doanh thu	26,4%	27,2%	27,9%	41,4%	45,0%	45,4%	45,8%	45,9%
EBITDA/Doanh thu	26,1%	25,1%	27,2%	42,8%	45,7%	45,6%	45,7%	45,7%
EBIT/Doanh thu	17,9%	17,6%	19,5%	31,1%	35,0%	35,3%	36,0%	36,0%
LNST/Doanh thu	12,8%	11,9%	83,3%	32,5%	37,2%	44,3%	46,9%	50,5%
ROA	5,4%	4,6%	27,2%	8,1%	10,5%	12,4%	13,1%	13,4%
ROE	8,1%	7,6%	50,3%	13,2%	16,2%	18,8%	19,2%	19,1%
EPS cơ bản	3.195	2.063	9.066	2.374	3.111	3.951	4.480	4.933
EPS pha loãng	3.195	2.063	9.066	2.374	3.111	3.951	4.480	4.933
Hiệu quả hoạt động								
Số ngày phải thu BQ	40,6	46,6	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Số ngày Hàng tồn kho BQ	13,7	13,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Số ngày phải trả BQ	64,5	79,3	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Vòng quay TSCĐ	1,6	1,7	1,4	0,9	1,0	1,1	1,2	1,4
Vòng quay Tổng tài sản	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Khả năng thanh toán								
Chỉ số thanh toán hiện hành	1,8	1,0	1,0	1,4	1,3	1,5	1,8	1,9
Chỉ số thanh toán nhanh	1,7	1,0	0,9	1,2	1,1	1,4	1,7	1,8
Chỉ số thanh toán tức thời	0,7	0,4	0,4	0,6	0,6	0,8	1,1	1,2
Đòn bẩy tài chính								
Nợ phải trả/Vốn CSH	0,6	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
Tổng Nợ vay/Tổng Tài sản	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Tổng Nợ vay/Vốn CSH	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 50 cổ phiếu GMD và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Trụ sở chính**

Số 52 đường Lạc Long Quân,
Quận Tây Hồ, thành phố Hà Nội
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt
Nam.
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, P. Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà
Nẵng
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888