

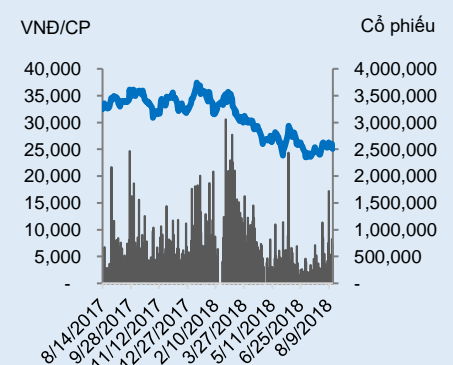
Ngành Vận tải
Báo cáo cập nhật

Tháng 8, 2018

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ)	33.200
Giá thị trường (15/8/2018)	25.100
Lợi nhuận kỳ vọng	32,2%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	23.500-37.420
Vốn hóa	27.236 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	288.276.957
KLGD bình quân 10 ngày	656.682
% sở hữu nước ngoài	27%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	8.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	32%
Beta	0,8

BIẾN ĐỘNG GIÁ


	YTD	1T	3T	6T
GMD	-25,1%	0,8%	-4,2%	-28,9%
VNIndex	-3,5%	1,8%	-2,5%	-13,7%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext 252

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

CTCP Gemadept

Mã giao dịch: GMD

Reuters: GMD.HM

Bloomberg: GMD VN

Lợi nhuận kỳ vọng tăng trưởng trở lại; định giá dài hạn hấp dẫn

Dự án Nam Đình Vũ giai đoạn 1 đi vào hoạt động sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu trong 2019 – 2020. Giai đoạn 1 của dự án có tổng mức đầu tư là 75 triệu USD, với công suất xếp dỡ là 750.000 teus đã đi vào hoạt động từ tháng 2.2018. Dự án hoàn thành tăng công suất xếp dỡ của GMD từ 1.250.000 teus lên 2.000.000 teus, tương ứng mức tăng 60%. Theo kế hoạch, tỷ lệ lấp đầy dự kiến trong 2019 là 80% và 100% trong 2020.

Lợi nhuận từ hoạt động logistic sẽ tăng trưởng với sự hỗ trợ từ đối tác CJ Logistic. Với sự tham gia sâu hơn của CJ Logistic, ban lãnh đạo công ty kỳ vọng mang lại động lực tăng trưởng tốt hơn cho mảng logistic nhờ i) mở rộng hệ khách hàng thông qua CJ Logistic ii) nâng cao năng lực, công nghệ để mang đến dịch vụ logistic khép kín, đặc biệt là triển khai các dịch vụ logistic quốc tế mà GMD còn hạn chế iii) gia tăng hiệu quả mảng vận tải hàng không (SCS) thông qua mạng lưới quốc tế của CJ Logistic.

Lợi nhuận sau thuế từ hoạt động kinh doanh chính tăng trưởng nhanh hơn từ 2019, giúp cho câu chuyện đầu tư vào GMD thuyết phục hơn. Câu chuyện tăng trưởng của GMD kỳ vọng sẽ khả quan và có tăng trưởng rõ nét trong 2019 – 2020. Cùng với những điểm nhấn về định giá, câu chuyện thoái vốn các mảng kinh doanh khác, cơ hội đầu tư vào GMD với đang ngày càng trở nên đáng quan tâm hơn.

Các chỉ tiêu định giá trở nên hấp dẫn trở lại xét trong cả ngắn và trung hạn.

Tính đến hiện tại, chỉ số định giá của GMD có sự điều chỉnh về gần mức cuối năm 2016, tương ứng với PE trailing 13-14x, và PB trailing là 1,3x, đã bắt đầu hấp dẫn, dù chưa tính đến triển vọng tăng trưởng trong thời gian tới (PE loại trừ thu nhập bất thường từ chuyện nhượng vốn 2 công ty cho CJ Logistic). Xét trong trung hạn, chúng tôi cho rằng định giá tương lai của GMD sẽ mức hấp dẫn và có tính thuyết phục hơn. Theo đó, với lợi nhuận dự báo tăng trưởng 2019 – 2020, PE forward của Công ty dự kiến sẽ điều chỉnh về mức 10x trong 2019 và tầm 8x vào năm 2020.

Khuyến nghị. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu GMD. Hoạt động kinh doanh kỳ vọng tăng trưởng trở lại là động lực chính mà BVSC cho rằng hỗ trợ cho sự phục hồi cổ phiếu, bên cạnh, câu chuyện về thoái vốn tại dự án bất động sản hoặc thông tin về thoái vốn của VIG tại công ty. BVSC sử dụng phương pháp định giá so sánh PE, PB để ước tính giá trị hợp lý. Theo đó, mục tiêu đầu tư cho GMD là **33.200 đồng/cp** với thời gian 6–12 tháng, tương ứng với premium là 32%.

Doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực cảng biển và logistic với hệ thống trải rộng; tiềm lực tài chính dồi dào. Trong các doanh nghiệp trong ngành, chúng tôi thật sự ưa thích đối với GMD. Trong 30 năm phát triển, Ban lãnh đạo đã xây dựng như một đội ngũ quản lý và nhân sự giàu kinh nghiệm; cơ sở vật chất quy mô hiện đại với hệ thống cảng biển lớn, trung tâm phân phối, kho DC, phương tiện vận tải; và mối quan hệ lớn với đối tác quốc tế - hãng tàu như Tập đoàn CJ, hãng tàu thứ 2 thế giới như CMA-CMG. Với những gì đã xây dựng, GMD hoàn toàn có thể cạnh tranh với những đối thủ trong nước như Tân Cảng, Viconship, cảng Hải Phòng... cũng như quốc tế như DHL, Nippon Express Việt Nam. Mặc dù vậy, ngành cảng biển nói chung, và GMD nói riêng trong thời gian vừa qua ít nhận được sự quan tâm từ nhà đầu tư khi hiệu ứng từ Hiệp định TPP giảm khi Mỹ rút khỏi bàn đàm phán, bất ổn của thương mại quốc tế và đặc biệt sự cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp trong ngành. Đây là những lý do có thể giải thích cho sự suy giảm giá cổ phiếu nhóm cảng biển thời gian qua.

Giá cổ phiếu tích lũy ở vùng giá thấp, trong khi lợi nhuận tăng trưởng trở lại trong 2019 – 2020. Giá cổ phiếu GMD có đợt tăng giá mạnh vào nửa sau 2017 trước thông tin về chuyển nhượng cổ phần tại công ty logistic cho đối tác; và cổ tức đặc biệt. Mức giá cao nhất mà cổ phiếu GMD thiết lập là 37.000 đồng/cp (đã điều chỉnh cổ tức) vào 1.2018. Từ thời điểm đó, cổ phiếu GMD có sự suy giảm kéo dài và hiện tại đang tích lũy tại vùng 24.000 - 26.000 đồng/cp, tương ứng với mức giảm 30% - 35%. Sự sụt giảm này ngoài nguyên nhân mà chúng tôi đề cập phần trên, còn lý do khác là sự tăng trưởng hoạt động kinh doanh chính của GMD trong 2017-2018 vẫn chưa thuyết phục. Điều này làm cơ hội đầu tư ngắn hạn vào GMD chưa tốt dù giá cổ phiếu đã có sự sụt giảm mạnh. Tuy nhiên, xét trung và dài hạn, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên quan tâm trở lại với GMD với những điểm nhấn:

- i) Hoạt động khai thác cảng sẽ tăng trưởng mạnh từ 2019 khi dự án Nam Đình Vũ hoạt động ổn định; và cảng Phước Long IDC, cảng Bình Dương mở rộng công suất. Doanh thu khai thác cảng dự kiến tăng 27% so với ước thực hiện 2018.
- ii) Với sự tham gia của CJ trong mảng logistic, Công ty sẽ có cơ hội tiếp cận các doanh nghiệp lớn là đối tác của CJ, cũng như gia tăng năng lực cạnh tranh với đối thủ như DHL, Nippon Express... Theo kế hoạch, lợi nhuận từ mảng logistic tăng trưởng trung bình 25% trong 2019 – 2020.
- iii) VI Fund với tỷ lệ sở hữu 37,96% tại GMD nhận được sự quan tâm của nhiều tổ chức/công ty nước ngoài. Điều này cũng để ngỏ về thương vụ lớn đối với cổ phiếu GMD trong tương lai. Và chúng tôi cho rằng đây cũng là điểm nhấn đầu tư trong dài hạn của GMD.
- iv) Với sự sụt giảm trong giá cổ phiếu thời gian qua, định giá của GMD trở nên hấp dẫn và an toàn cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

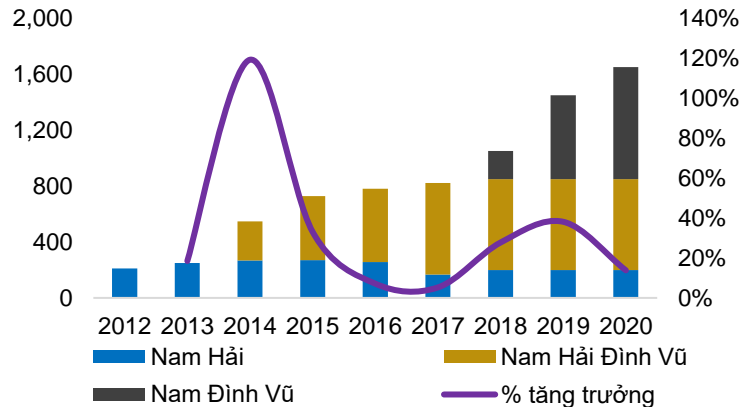
Dự án Nam Đình Vũ giai đoạn 1 đi vào hoạt động sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu trong 2019 – 2020. Giai đoạn 1 của dự án có tổng mức đầu tư là 75 triệu USD, với công suất xếp dỡ là 750.000 teus đã đi vào hoạt động từ tháng 2.2018. Dự án hoàn thành tăng công

Báo cáo cập nhật GMD

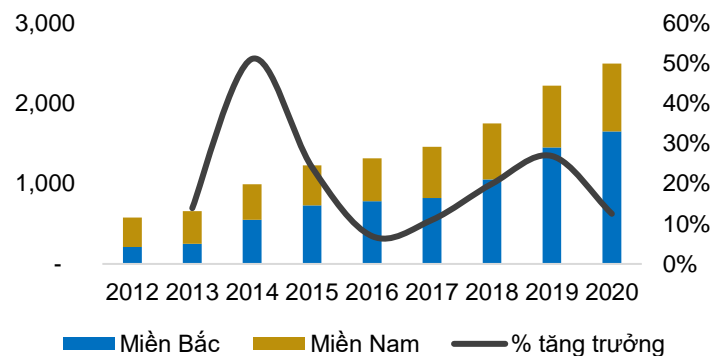
suất xếp dỡ của GMD từ 1.250.000 teus lên 2.000.000 teus, tương ứng mức tăng 60%. Theo kế hoạch, tỷ lệ lấp đầy dự kiến trong 2019 là 80% và 100% trong 2020. Các số liệu cụ thể về sản lượng, doanh thu dự kiến mảng khai thác cảng 2019-2020 như sau:

Sản lượng khai thác các Cảng phía Bắc

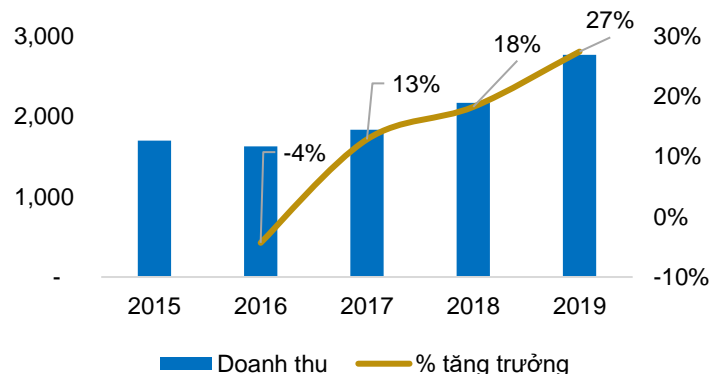
Cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động sẽ tiếp nhận lượng hàng hóa lớn từ các cảng ở phía trên cầu Bạch Đằng dịch chuyển xuống. Đây là cơ sở để GMD kỳ vọng sản lượng khai thác đạt 100% vào năm 2020. Theo kế hoạch, sản lượng khai thác của Nam Đình Vũ trong 2018 là 200.000 teus; 600.000 teus trong 2019 và 800.000 teus vào 2020.


Sản lượng khai thác container của GMD

Sản lượng khai thác toàn hệ thống của GMD sẽ ghi nhận trong 2018 là 1.740.000 teus trong 2018. Năm 2019-2020, sản lượng khai thác với sự đóng góp chủ yếu từ Nam Đình Vũ dự báo sẽ tăng trưởng 27% và 12% (chưa tính dự án Gemalink, nếu dự án hoàn thành kịp để hoạt động 2020, sản lượng dự kiến tăng thêm 900.000 teus).


Doanh thu khai thác cảng 2018 - 2019

Về doanh thu, với sản lượng kế hoạch tăng trưởng như trên, mảng kinh doanh cảng kỳ vọng sẽ có sự tăng trưởng mạnh trở lại sau nhiều năm đi ngang do các cảng đã hoạt động hết công suất. Công ty dự kiến doanh thu cảng năm 2019 là 2.765 tỷ, tăng 27% so với ước thực hiện 2018 là 2.183 tỷ.

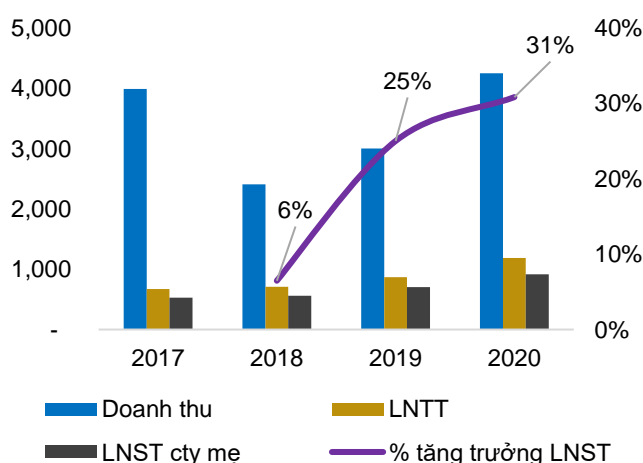
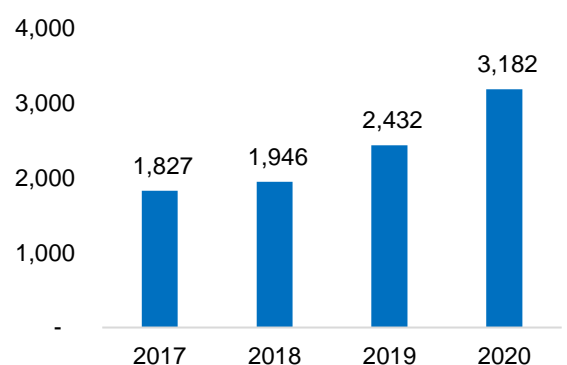


Lợi nhuận từ hoạt động logistic sẽ tăng trưởng với sự hỗ trợ từ đối tác CJ Logistic. Sau khi bán cổ phần của hai mảng kinh doanh là Logistic và Shipping, GMD hiện tại ở hữu 51% của Công ty TNHH Gemadept Shipping Holding – khai thác hoạt động vận tải thủy, vận tải đường bộ và đại lý giao nhận vận chuyển; và 49% của công ty TNHH Gemadept Logistic Holding – khai thác các trung tâm phân phối và mảng hàng dự án. Ngoài ra, Công ty sở hữu

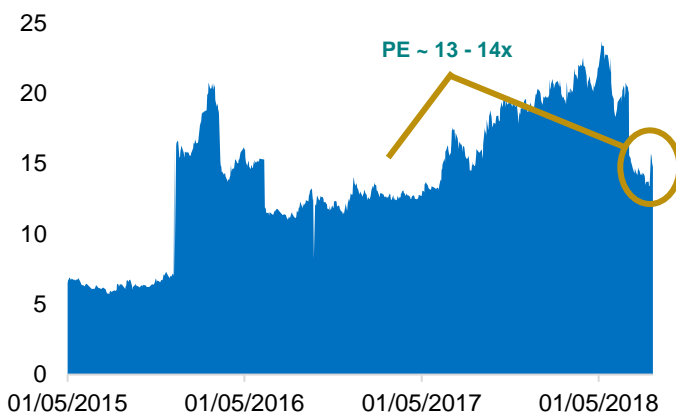
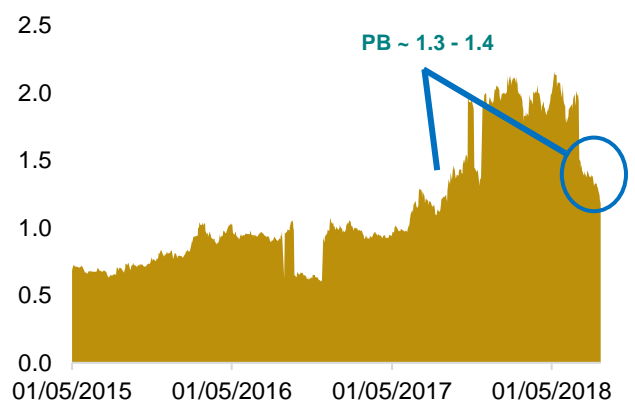
32,56% cổ phần của CTCP Dịch vụ hàng hóa Sài Gòn – đơn vị sở hữu cảng hàng không quy mô 14ha, với sản lượng 200.000 tấn/năm. Với sự tham gia sâu hơn của CJ Logistic, ban lãnh đạo công ty kỳ vọng mang lại động lực tăng trưởng tốt hơn cho mảng logistic nhờ i) mở rộng hệ khách hàng thông qua CJ Logistic ii) nâng cao năng lực, công nghệ để mang đến dịch vụ logistic khép kín, đặc biệt là triển khai các dịch vụ logistic quốc tế mà GMD còn hạn chế iii) gia tăng hiệu quả mảng vận tải hàng không (SCS) thông qua mạng lưới quốc tế của CJ Logistic. Từ những yếu tố trên, ban lãnh đạo công ty kỳ vọng lợi nhuận từ hoạt động logistic mang về cho GMD sẽ gia tăng, thay vì giảm đi như lo ngại của NĐT. Kế hoạch lợi nhuận đóng góp từ logistic từ 2018 – 2020 được Công ty dự phóng như sau:

Kế hoạch kinh doanh – tỷ VND	2017	2018	2019	2020
Doanh thu logistic	2.155	222	235	250
LNTT mảng Logistic	219	224	368	430
% tăng trưởng		2%	64%	17%

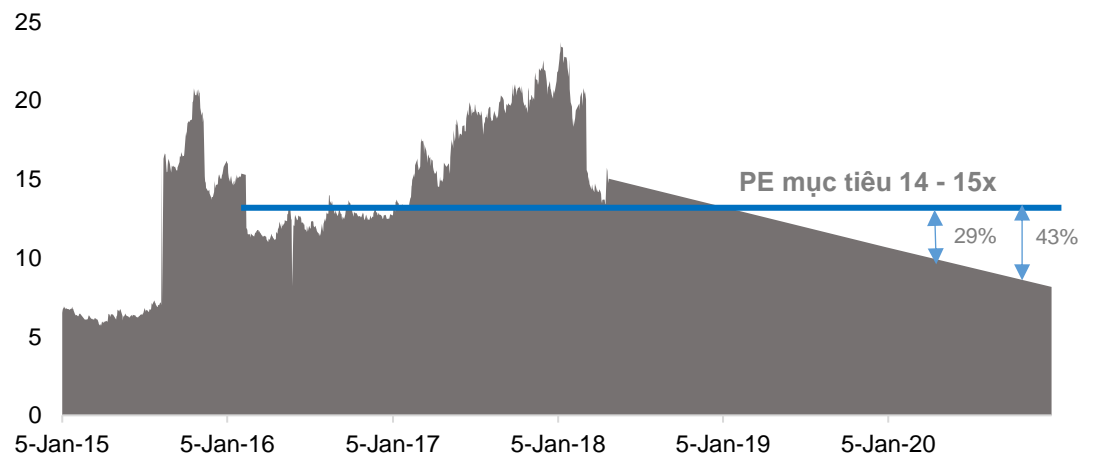
Lợi nhuận sau thuế từ hoạt động kinh doanh chính tăng trưởng nhanh hơn từ 2019, giúp cho câu chuyện đầu tư vào GMD thuyết phục hơn. Hoạt động kinh doanh chính bão hòa, tăng trưởng chậm chính là điều làm cho GMD chưa thật sự hấp dẫn, dù lợi nhuận ghi nhận 2017 – 2018 ở mức cao. Kết quả đột biến ngắn hạn từ chuyển nhượng tài sản không còn là yếu tố mà thị trường kỳ vọng, cũng như, giúp cho giá cổ phiếu duy trì sự tăng trưởng bền vững. Đây là 1 trong những lý do ít nhiều làm cho cổ phiếu GMD sụt giảm mạnh trong thời gian qua. Mặc dù vậy, giá cổ phiếu GMD duy trì ở mức thấp, theo BVSC, lại mang đến một cơ hội mới xét trong dài hạn. Như những gì đã trình bày, câu chuyện tăng trưởng của GMD kỳ vọng sẽ khả quan và có tăng trưởng rõ nét trong 2019 – 2020. Cùng với những điểm nhấn về định giá, câu chuyện thoái vốn các mảng kinh doanh khác, cơ hội đầu tư vào GMD với đang ngày càng trở nên đáng quan tâm hơn. Kế hoạch kinh doanh của đến 2020 (trừ lợi nhuận bất thường từ bán tài sản) của GMD như sau:

Kế hoạch kinh doanh chính đến 2020

EPS 2017 - 2020 (VND/cp)


Các chỉ tiêu định giá trở nên hấp dẫn trở lại xét trong cả ngắn và trung hạn. Ngắn hạn, với những diễn biến khó khăn của thị trường chứng khoán, giá cổ phiếu GMD chịu những ảnh hưởng nhất định. Và dù kết quả kinh doanh chính 2018 chưa có nhiều điểm nổi bật (trừ lợi nhuận từ bán cổ phần cho CJ Logistic), định giá so sánh PE, PB của GMD ít nhiều trở nên hợp lý hơn. Tính đến hiện tại, chỉ số định giá của GMD có sự điều chỉnh về gần mức cuối năm 2016, tương ứng với PE trailing 13-14x, và PB trailing là 1,3x, đã bắt đầu hấp dẫn, dù chưa tính đến triển vọng tăng trưởng trong thời gian tới (PE loại trừ thu nhập bất thường từ chuyển nhượng vốn 2 công ty cho CJ Logistic).

Thống kê PE 2015 - H1.2018

Thống kê PB 2015 - H1.2018


Xét trong trung hạn, chúng tôi cho rằng định giá tương lai của GMD sẽ mức hấp dẫn và có tính thuyết phục hơn. Theo đó, với lợi nhuận dự báo tăng trưởng 2019 – 2020, PE forward của Công ty dự kiến sẽ điều chỉnh về mức 10x trong 2019 và tầm 8x vào năm 2020.

Đồ thị PE 2015 - 2020F


Nhận định

Từ những phân tích trên, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu GMD. Hoạt động kinh doanh kỳ vọng tăng trưởng trở lại là động lực chính mà BVSC cho rằng hỗ trợ cho sự phục hồi cổ phiếu, bên cạnh, câu chuyện về thoái vốn tại dự án bất động sản hoặc thông tin về thoái vốn của VIG tại công ty. BVSC sử dụng phương pháp định giá so sánh PE, PB để ước tính giá trị hợp lý. Theo đó, mục tiêu đầu tư cho GMD là **33.200 đồng/cp** với thời gian 6–12 tháng, tương ứng với premium là 32%. Kết quả định giá cụ thể như sau:

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Target	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
PE	14x	34.053	50%	17.027
PB	1,5x	32.460	50%	16.230
Giá bình quân (VND/cp)				33.256

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Doanh thu thuần	3.013	3.586	3.742	3.923
Giá vốn	2.388	2.640	2.723	2.899
Lợi nhuận gộp	625	947	1.018	1.024
Doanh thu tài chính	665	56	39	173
Chi phí tài chính	251	243	151	132
Lợi nhuận sau thuế	531	402	390	504

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Tiền & khoản tương đương tiền	943	905	724	781
Các khoản phải thu ngắn hạn	373	424	531	553
Hàng tồn kho	91	107	87	103
Tài sản cố định hữu hình	2.203	2.159	2.317	2.833
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1.945	2.010	2.308	2.320
Tổng tài sản	8.180	8.999	10.118	11.237
Nợ ngắn hạn	1.169	1.606	2.961	2.584
Nợ dài hạn	1.791	1.779	1.290	1.561
Vốn chủ sở hữu	5.219	5.614	5.867	7.092
Tổng nguồn vốn	8.180	8.999	10.118	11.237

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	19,3%	19,0%	4,3%	4,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	176,2%	-24,2%	-3,1%	29,3%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	20,7%	26,4%	27,2%	26,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	17,6%	11,2%	10,4%	12,8%
ROA (%)	6,7%	4,7%	4,1%	4,7%
ROE (%)	10,9%	7,4%	6,8%	7,8%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,36	0,38	0,42	0,37
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,57	0,60	0,72	0,58
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.572	3.364	2.172	1.748
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	44.938	46.935	32.695	24.601

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentientrung@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên
Cao su tự nhiên
nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng, Dệt may
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược, Vận tải
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng, Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh
Hàng tiêu dùng
ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng
Phó Giám đốc khối
phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888