

CÔNG TY CỔ PHẦN GEMADEPT (HSX: GMD)

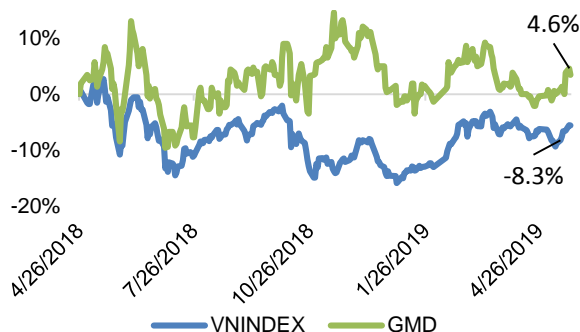
Trần Đức Hoàng

Chuyên viên tư vấn đầu tư

Email: hoangtd@fpts.com.vn

Điện thoại: (+824) – 6290 8686 - Ext: 8973

Biến động giá GMD và VNINDEX



Thông tin giao dịch ngày 27/05/2018

Giá hiện tại (đồng/cp)	26.950
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	29.850
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	21.650
Số lượng CP niêm yết (cp)	296.924.957
Số lượng CP lưu hành (cp)	296.924.957
KLGD bình quân 30 phiên(cp/phần)	254.431
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.002,1
EPS trailing (đồng/cp)	2.294
P/E trailing (lần)	11,7

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty cổ phần Gemadept
Địa chỉ	6 Lê Thánh Tôn, Quận 1, TP.HCM
Doanh thu chính	Khai thác cảng
Chi phí chính	Chi phí dịch vụ mua ngoài ¹
Lợi thế cạnh tranh	Các cảng biển ở vị trí thuận lợi, cung cấp đầy đủ các dịch vụ logistics 3PL ²
Rủi ro chính	Suy thoái của kinh tế thế giới và Việt Nam

CẬP NHẬT ĐẠI HỘI CỔ ĐÔNG THƯỜNG NIÊN NĂM 2019

1. Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2018

Doanh thu hợp nhất năm 2018 đạt 2.707,5 tỷ đồng (-32,6% yoy), lợi nhuận trước thuế (LNTT) đạt 2.182,2 tỷ đồng (+235,5% yoy), lần lượt hoàn thành 112,5% và 102% kế hoạch.

Doanh thu giảm 32,6% yoy: Ngày 13/02/2018 GMD đã hoàn tất việc chuyển nhượng 49% cổ phần tại công ty con Gemadept Shipping và 50,9% cổ phần tại công ty Gemadept Logistics cho đối tác CJ Logistics. Do đó, năm 2018 công ty không còn hợp nhất báo cáo tài chính hai công ty này làm cho doanh thu của mảng logistics giảm mạnh (-80,1% yoy).

LNTT tăng mạnh 235,5% yoy do ghi nhận doanh thu hoạt động tài chính là 1.625,4 tỷ đồng (+838% yoy), chủ yếu đến từ việc chuyển nhượng 2 công ty con Gemadept Shipping, Gemadept Logistics cho đối tác CJ Logistics là 1.358,8 tỷ đồng và 51% cổ phần Cảng Hoa Sen là 220 tỷ đồng. Tổng lợi nhuận chuyển nhượng vốn là 1.578,8 tỷ đồng, chiếm 72,3% tổng lợi nhuận trước thuế. Nếu loại trừ lợi nhuận chuyển nhượng vốn thì LNTT đạt 603,4 tỷ đồng (+12,6% yoy).

Cổ tức năm 2018: ĐHCĐ năm 2019 đã thông qua việc chi trả cổ tức tiền mặt 1.500 đồng/cp. Dự kiến thực hiện trong quý 3/2019.

2. Hoạt động đầu tư của GMD

GMD tiếp tục đầu tư mở rộng dự án Cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 và tái khởi động lại dự án Cảng nước sâu Gemalink giúp công ty đón đầu xu hướng dịch chuyển sản xuất vào Việt Nam trong thời gian tới: (Chi tiết các dự án tại [phụ lục](#))

- ✓ Dự án Cảng Nam Đình Vũ - giai đoạn 2: kế hoạch triển khai vào quý 3/2019 với tổng vốn đầu tư 1.500 tỷ đồng, công suất thiết kế 500.000 TEU/năm. Dự kiến đi vào hoạt động trong quý 3/2020, nâng tổng công suất cảng Nam Đình Vũ lên 1.000.000 TEU/năm.
- ✓ Dự án Cảng nước sâu Gemalink - giai đoạn 1: đã được triển khai vào quý 1/2019 với tổng vốn đầu tư 330 triệu USD, công suất thiết kế 1.500.000 TEU/năm.

3. Kế hoạch kinh doanh 2019

- ✓ Doanh thu hợp nhất: 2.800 tỷ đồng, tăng 3,4% so với thực hiện 2018 và LNTT: 695 tỷ đồng, giảm 68,1% so với thực hiện 2018. (Nếu loại trừ hoạt động chuyển nhượng vốn, kế hoạch LNTT tăng 15,2% so với thực hiện 2018).
- ✓ Kết quả quý I/2019: doanh thu hợp nhất đạt 629 tỷ đồng (-8,7% yoy) và LNTT đạt 161,1 tỷ đồng (-89,3% yoy), lần lượt hoàn thành 22,5% và 23,2% kế hoạch năm.

Năm 2019, chúng tôi ước tính **doanh thu thuần hợp nhất đạt 2.967 tỷ đồng (+9,6% yoy) và LNTT đạt 706,4 tỷ đồng (+17,1% yoy nếu**

¹ **Chi phí dịch vụ mua ngoài:** là chi phí mà GMD phải trả cho các nhà thầu phụ cung cấp các dịch vụ như giao nhận hàng hóa, vận tải, làm thủ tục hải quan,...

² **Logistics 3PL** (Cung cấp dịch vụ logistics bên thứ ba hay logistics theo hợp đồng) là người thay mặt cho chủ hàng quản lý và thực hiện các dịch vụ logistics cho từng bộ phận như: thay mặt cho người gửi hàng thực hiện thủ tục xuất khẩu, cung cấp chứng từ giao nhận-vận tải và vận chuyển nội địa hoặc thay mặt cho người nhập khẩu làm thủ tục thông quan hàng hóa và đưa hàng đến điểm đến quy định.

loại trừ lợi nhuận chuyển nhượng vốn), lần lượt hoàn thành 105,9% và 101,6% kế hoạch.

Luận điểm đầu tư vào cổ phiếu GMD

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu GMD với những luận điểm sau:

- ✓ Triển vọng về tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam khoảng 10 – 12%/năm trong thời gian tới nhờ vào các Hiệp định đối tác xuyên Thái Bình Dương (CPTPP), Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA) và sự dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc vào Việt Nam theo đánh giá của World Bank.
- ✓ Tổng công suất thiết kế các cảng biển dự kiến đạt 4,5 triệu TEU vào năm 2022 (tăng gấp đôi so với hiện tại) nhờ vào các dự án mới gồm cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2, giai đoạn 3 và cảng Gemalink giai đoạn 1.
- ✓ GMD ngừng đầu tư mở rộng thêm diện tích trồng cây cao su tại Campuchia để tập trung vào hoạt động cốt lõi là cảng biển và logistics.
- ✓ Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của GMD đạt 26.113 đồng/cp (tương đương giá cổ phiếu tại ngày 27/5/2019) dựa trên định giá mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi là cảng biển và logistics và giá trị sổ sách của các dự án ngoài ngành. Nhà đầu tư có thể xem xét mua cổ phiếu GMD tại mức giá 23.700 đồng/cp, tương ứng với mức sinh lời là 10%.

Các yếu tố cần theo dõi

- ✓ Khả năng diễn ra suy thoái kinh tế thế giới trong thời gian tới nếu chiến tranh thương mại Mỹ - Trung kéo dài sẽ ảnh hưởng đến ngành cảng biển.
- ✓ Cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt giữa các cảng ở khu vực cửa sông Bạch Đằng như cảng Tân Vũ (PHP), cảng Vip Green (VSC).
- ✓ Hiệu suất hoạt động của các cảng ở khu vực Hải Phòng, đặc biệt cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 mới đi vào hoạt động.
- ✓ Tiến độ thoái vốn tại các dự án trồng cao su tại Campuchia, dự án bất động sản Sài Gòn Gem và dự án Viên Chăn - Lào của công ty.
- ✓ Tính đến ngày 31/3/2019 tổng nợ vay trả lãi của GMD là 2.266,9 tỷ đồng, ước tính nếu lãi vay tăng 1% thì lợi nhuận trước thuế giảm 22,66 tỷ đồng.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành



1993: Công ty cổ phần Đại lý Liên hiệp Vận chuyển (Gemadept) được thành lập (tiền thân là doanh nghiệp Nhà nước thuộc Cục Hàng hải Việt Nam, thành lập năm 1991).

2002: Công ty niêm yết với mã GMD trên Sở giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HSX).

2003: Khai trương các tuyến vận tải container chuyên tuyến

2010: Nâng vốn điều lệ lên 1.000 tỷ đồng; Đưa vào khai thác nhà ga hàng hóa hàng không Tân Sơn Nhất

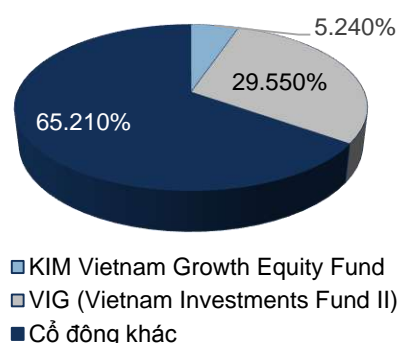
2016: Nâng vốn điều lệ lên hơn 1.794 tỷ đồng.

2017: Hợp tác chiến lược với CJ Logistics³ của Hàn Quốc

Nguồn: GMD, FPTS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông tính đến ngày 12/04/2019



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 **Vietnam Investments Fund II** (VIG). Ngày 18/6/2017, GMD đã phát hành riêng lẻ 108,9 triệu cổ phần để hoán đổi khoản vay này, theo đó VIG đã trở thành cổ đông lớn của GMD. Tính đến ngày 12/04/2019, VIG là cổ đông lớn nhất sở hữu 29,55% cổ phần và **KIM Vietnam Growth Equity Fund** nắm giữ 5,24% cổ phần.

Bà Lê Thúy Hương sở hữu 4,96% cổ phần (tại ngày chuyển đổi trái phiếu cho VIG, room khối ngoại của GMD không đủ để chuyển đổi nên VIG đã chuyển nhượng 18.682.551 cổ phần cho Bà Lê Thúy Hương).

Nguồn: GMD, FPTS tổng hợp

Công ty con, công ty liên doanh và công ty liên kết: tính tới thời điểm ngày 31/12/2018, GMD sở hữu 19 công ty con, 11 công ty liên doanh và 6 công ty liên kết. (Chi tiết tại [phụ lục](#))

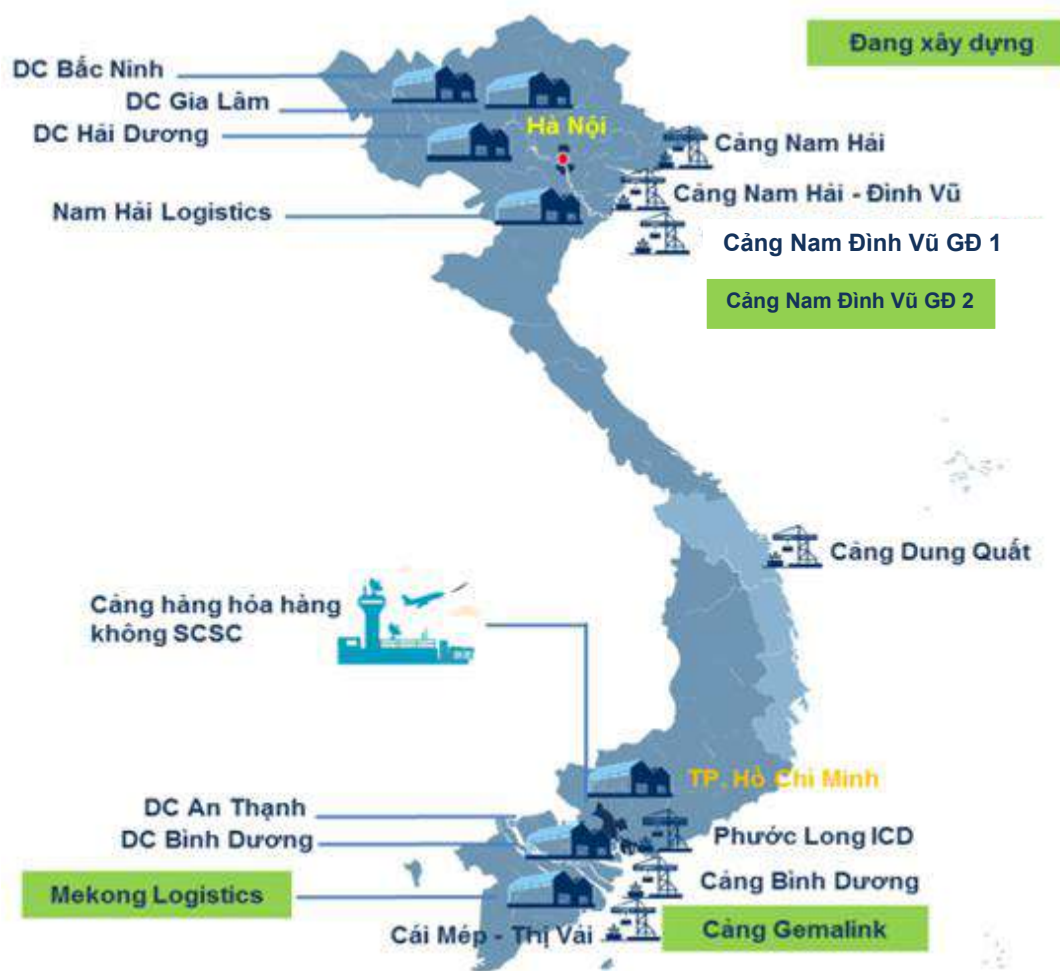
³ **CJ Logistics** là công ty con thuộc về lĩnh vực mua sắm tại gia và dịch vụ hậu cần của CJ Group – Hàn Quốc. Công ty được biết đến là một công ty cung ứng dịch vụ hậu cần luôn có mặt top 5 toàn cầu.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Hiện tại, GMD hoạt động kinh doanh chính ở 2 mảng:

(1) Khai thác cảng biển: gồm hệ thống các cảng lớn trải dài từ Bắc vào Nam gồm các cảng:

Biểu đồ 2: Hệ thống các cảng biển của GMD



Bảng 1: Chi tiết các cảng biển đang hoạt động của GMD

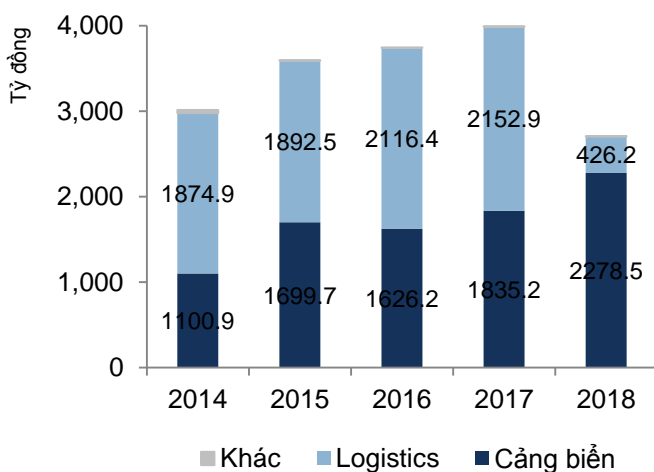
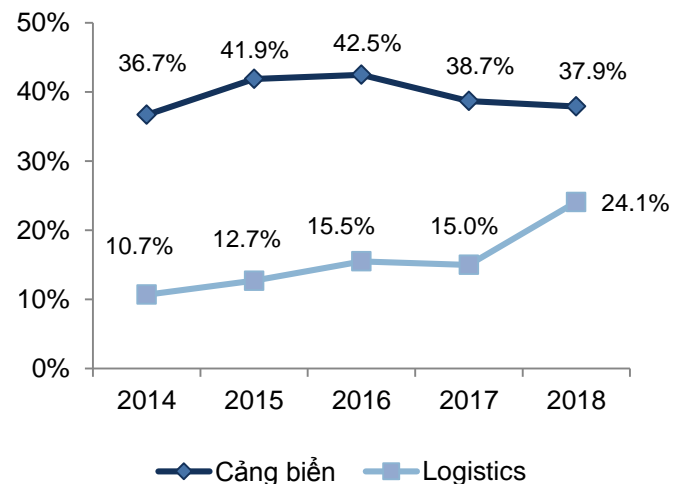
Tên cảng	Công suất thiết kế	Hiệu suất hoạt động năm 2018	Tải trọng tàu tối đa (DWT)	Vị trí
Cảng Nam Hải	150.000 TEU	122,7%	10.000	Hải Phòng
Cảng Nam Hải Đình Vũ	500.000 TEU	132%	30.000	Hải Phòng
Cảng Nam Đình Vũ (giai đoạn 1)	500.000 TEU	37%	40.000	Hải Phòng
Cảng Dung Quất	2.500.000 tấn	84,8%	70.000	Quảng Ngãi
Cụm cảng Phước Long	650.000 TEU	113,8%	5.000	Hồ Chí Minh

Nguồn: GMD, FPTS tổng hợp

(2) Logistics: Vận tải đường biển, vận tải đường thủy nội địa, vận tải đường bộ, trung tâm phân phối (DC) và cảng hàng hóa hàng không.

Ngoài ra GMD còn kinh doanh hoạt động khác như bất động sản, trồng và khai thác mủ cao su. Doanh thu các hoạt động này chiếm tỷ trọng không đáng kể trong doanh thu hợp nhất của công ty.

- ✓ **Dự án Viên Chăn – Lào:** Tổng vốn đầu tư dự án 35 triệu USD trên diện tích đất 6.700 m² với chức năng khách sạn 5 sao và văn phòng hội nghị, liên doanh giữa GMD và Gia đình Hoàng gia Lào. Dự án được khởi công từ cuối năm 2014, hiện tại đã được cấp giấy phép và xây dựng xong phần móng. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, GMD sẽ thoái vốn dự án nếu tìm được người mua với giá hợp lý. Hiện tại GMD đang nắm giữ 40% cổ phần trong dự án này.
- ✓ **Dự án Sài Gòn Gem:** Tổng vốn đầu tư dự án 140 triệu USD trên diện tích đất 3.640 m² với chức năng khách sạn 5 sao, trung tâm thương mại và văn phòng cho thuê. Dự án là liên doanh giữa GMD và Saigon Tourist và đang hoàn tất thủ tục pháp lý. Hiện tại GMD đang nắm giữ 31,5% cổ phần trong dự án này thông qua Công ty TNHH Quả Cầu Vàng.
- ✓ **Dự án cao su tại Campuchia:** dự án được triển khai vào ngày 4/7/2011 với tổng vốn đầu tư đến thời điểm 31/12/2018 là 2.493 tỷ đồng (trong đó 39% là vốn vay, 61% vốn góp chủ sở hữu). GMD đã ngừng trồng mới và chuẩn bị cho giai đoạn khai thác mỏ 7.746 ha cao su. Ngoài ra, công ty có kế hoạch thoái vốn dự án cao su này để tập trung vào hoạt động cốt lõi là cảng biển và logistics.

Biểu đồ 3: Doanh thu từng mảng hoạt động giai đoạn 2014-2018

Biểu đồ 4: Tỷ suất lợi nhuận gộp từng mảng hoạt động giai đoạn 2014-2018


Nguồn: GMD, FPTS tổng hợp

Khai thác cảng biển

Giai đoạn 2014 – 2018, doanh thu hoạt động khai thác cảng biển tăng trưởng kép (CAGR) đạt 19,9%/năm. Năm 2018, hoạt động khai thác cảng biển mang lại nguồn doanh thu lớn nhất cho GMD đạt 2.278,5 tỷ đồng (+24,2% yoy), chiếm 85% tỷ trọng doanh thu hợp nhất và 89% tỷ trọng lợi nhuận gộp.

Sản lượng hàng hóa qua cảng lần lượt đạt 1.784.151 TEU (+22,8% yoy) và 2,12 triệu tấn hàng rời (+17,1% yoy). Trong đó:

- ✓ **Cụm cảng biển Miền Bắc:** sản lượng hàng hóa qua cảng đạt 1.044.151 TEU (+26,9% yoy) đến từ cảng Nam Hải, cảng Nam Hải – Đình Vũ, cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1, chiếm 58,5% sản lượng container qua cảng của GMD.
- ✓ **Cụm cảng biển Miền Trung:** sản lượng hàng hóa qua cảng đạt 2,12 triệu tấn hàng (17,1% yoy), chủ yếu đến từ cảng Dung Quất được thiết kế để bốc dỡ hàng rời.
- ✓ **Cụm cảng biển Miền Nam:** sản lượng hàng hóa qua cảng đạt 740.000 TEU (+17,4% yoy) đến từ cảng Trường Thọ và cảng Bình Dương thuộc cụm cảng Phước Long, chiếm 41,5% sản lượng container qua các cảng của GMD.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của hoạt động khai thác cảng năm 2018 đạt mức 37,9% giảm nhẹ so với cùng kỳ đến từ nguyên nhân sau:

- ✓ **Cảng Nam Đình Vũ** giai đoạn 1 đi vào hoạt động ngày 7/5/2018 khiến cho giá vốn của hoạt động khai thác cảng tăng mạnh (+25,8% yoy) trong khi doanh thu khai thác cảng chưa thể tăng tương ứng. Trong 6 tháng đầu năm 2018 khi cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 chưa đi vào hoạt động, biên lợi nhuận gộp của hoạt động khai thác cảng đạt 41,7%.
- ✓ **Cạnh tranh gay gắt** tại khu vực Hải Phòng khiến GMD khó tăng giá cước. Ngoài ra, xu hướng dịch chuyển lượng hàng từ các cảng thượng lưu xuống khu vực các cảng ở hạ lưu (do cầu Bạch Đằng hợp long khiến

cho tàu có trọng tải lớn hơn 10.000 DWT không thể tiếp cận được nhóm cảng ở thượng nguồn sông Cấm) nên cảng Nam Hải chủ yếu chuyển qua phục vụ tàu chạy chuyển nội địa.

Hoạt động Logistics

Giai đoạn 2014 – 2017, doanh thu hoạt động logistics luôn chiếm khoảng 45 - 55% doanh thu hợp nhất. Ngày 13/02/2018, GMD đã hoàn tất việc chuyển nhượng một phần vốn góp tại hai công ty con thuộc hoạt động kinh doanh logistics nên không còn hợp nhất kết quả kinh doanh của hai công ty này (GMD nắm giữ dưới 50% tỷ lệ biểu quyết tại hai công ty nên trở thành công ty liên doanh). Do đó, năm 2018 doanh thu từ hoạt động logistics giảm mạnh còn 426 tỷ đồng (-80,2% yoy), chiếm 15% tỷ trọng doanh thu hợp nhất. Nguyên nhân bán đi hai công ty con được công ty lý giải:

- ✓ Do tình hình khó khăn chung của ngành vận tải toàn cầu nên giá cước vận tải biển trong những năm gần đây luôn ở mức thấp, nguồn cung vận tải toàn cầu vẫn đang còn dư thừa dẫn đến cạnh tranh gay gắt giữa các hãng tàu biển.
- ✓ Nhận được sự hỗ trợ của CJ Logistics về phần mềm quản lý kho hàng, kinh nghiệm quản trị khách hàng chuỗi trong quan hệ cung ứng.
- ✓ Tận dụng được mạng lưới các tuyến vận tải có mặt khắp thế giới và các khách hàng của CJ Logistics có thể giúp cho GMD hoàn thành chuỗi giá trị logistics 3PL.

Việc chuyển nhượng vốn tại hai công ty con giúp cho tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng logistics năm 2018 được cải thiện hơn khi đạt mức 24,1%.

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2018

Bảng 2: Kết quả hoạt động kinh doanh GMD năm 2018

Tỷ đồng	2018	2017	%yoy	%TH/KH 2018
Doanh thu thuần	2.707,5	3.983,9	-32,6%	112,5%
<i>Khai thác cảng</i>	2.278,5	1.835,2	+24,2%	
<i>Logistics</i>	426,2	2.146,3	-80,2%	
<i>Khác</i>	2,8	2,4		
Lợi nhuận gộp	968,1	1.029,1	-6,5%	
<i>Lợi nhuận gộp khai thác cảng</i>	862,7	709,4	+21,6%	
<i>Lợi nhuận gộp Logistics</i>	102,6	317,3	-68,3%	
Chi phí bán hàng	102	87,2	+17%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	320,5	344,5	-7%	
EBIT	545,6	597,4	-8,7%	
Doanh thu tài chính	1.625,4	173,1	+838%	
Chi phí tài chính	43,7	145,9	-70%	
<i>Chi phí lãi vay</i>	128,8	143,9	-10,5%	
Lợi nhuận khác	-77,6	-82,8	-	
Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết	132,5	108,7	+35,4%	
Lợi nhuận trước thuế	2.182,2	650,5	+235,5%	102%
Lợi nhuận sau thuế	1.900,3	581,4	+226,8%	
Lợi ích của cổ đông không kiểm soát	52,5	73,6		
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	1.847,7	507,9	+263,8%	
EPS* (đồng/cổ phiếu)	6.092	1.600		

EPS* đã được điều chỉnh quỹ khen thưởng và phúc lợi

Nguồn: GMD, FPTS tổng hợp

Năm 2018, doanh thu hợp nhất của GMD đạt 2.707,5 tỷ đồng (-32,6% yoy) và LNTT đạt 2.182,2 tỷ đồng (+235,5%), lần lượt hoàn thành 112,5% và 102% kế hoạch. Cụ thể:

- ✓ **Doanh thu hoạt động khai thác cảng biển đạt 2.278,5 tỷ đồng (+24,2% yoy)** chủ yếu đến từ sản lượng hàng hóa qua cảng tăng đạt 1.784.151 TEU (+22,8% yoy) và 2,12 triệu tấn hàng rời (+17,1% yoy). Lợi nhuận gộp đạt 862,7 tỷ đồng (+21,6% yoy).

- ✓ **Doanh thu hoạt động logistics đạt 426,2 tỷ đồng (-80,2% yoy)** do GMD đã chuyển nhượng cổ phần hai công ty con là Gemadept Shipping và Gemadept Logistics nên sẽ không còn hợp nhất kết quả kinh doanh của nhóm công ty này. Theo đó, lợi nhuận gộp của hoạt động logistics chỉ còn 102,6 tỷ đồng (-68,3% yoy).
- ✓ **Chi phí bán hàng tăng 17% yoy** do GMD phải đẩy mạnh hoạt động bán hàng khi cảng Nam Đình Vũ mới đi vào hoạt động.
- ✓ **Doanh thu tài chính tăng mạnh đạt 1.625,4 tỷ đồng (+838% yoy)**, chủ yếu ghi nhận lợi nhuận từ chuyển nhượng cổ phần tại hai công ty con và Cảng Hoa sen là 1.578 tỷ đồng. **Chi phí tài chính giảm còn 43,7 tỷ đồng (-70% yoy)** đến từ (1) khoản hoàn nhập dự phòng tài chính 123 tỷ đồng (hoàn nhập dự phòng khoản đầu tư tài chính và nợ xấu đã xử lý), (2) Chi phí lãi vay giảm còn 128 tỷ đồng (-10,5% yoy) mặc dù nợ vay tăng 17,1% yoy do trong 6 tháng đầu năm 2018 GMD vay thêm 1.000 tỷ đồng để đầu tư cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 và toàn bộ chi phí lãi vay phát sinh được vốn hóa vào chi phí đầu tư của cảng.
- ✓ **Lãi từ liên doanh, liên kết đạt 132,5 tỷ đồng (+21,9% yoy)**. Trong đó (1) lãi từ Công ty Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS - HSX) 139,6 tỷ đồng (+16,4% yoy), (2) lãi từ Công ty TNHH CJ Gemadept Logistics là 26,6 tỷ đồng, (3) lỗ từ Công ty TNHH CJ Gemadept Shipping Holding 20,3 tỷ đồng và (4) lỗ từ Công ty Cổ phần Cảng Cái Mép Gemadept – Terminal Link là 12,8 tỷ đồng.
- ✓ **Do đó, lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 1.847,7 tỷ đồng (+263,8% yoy)**. Nếu loại trừ hoạt động chuyển nhượng vốn thì lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 509,2 tỷ đồng (+13% yoy).

KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2019

Bảng 3: Kế hoạch kinh doanh năm 2019 của GMD

Đvt: tỷ đồng	Thực hiện 2018	Kế hoạch 2019	% yoy	Thực hiện quý 1/2019	%yoy	Hoàn thành kế hoạch năm
Doanh thu hợp nhất	2.707,5	2.800	+3,4%	629	-8,7%	22,5%
Lợi nhuận trước thuế	2.182,2	695	-68,1%	161,1	-89,3%	23,2%
LNTT loại trừ hoạt động chuyển nhượng vốn	603,4	695	+15,2%			

Nguồn: GMD, FPTs tổng hợp

Kết quả kinh doanh quý I/2019, doanh thu hợp nhất của GMD đạt 629 tỷ đồng (-8,7% yoy) và LNTT đạt 161,1 tỷ đồng (-89,3% yoy), lần lượt hoàn thành 22,5% và 23,2% kế hoạch năm. Nguyên nhân trong quý I/2018, GMD thực hiện hạch toán 1.356 tỷ đồng lợi nhuận từ chuyển nhượng vốn, do đó nếu loại trừ khoản này, LNTT quý I/2019 tăng 6,4% yoy.

Trong năm 2019, chúng tôi ước tính **doanh thu thuần hợp nhất của GMD đạt 2.967 tỷ đồng (+9,6% yoy) và LNTT đạt 706,4 tỷ đồng (+17,1 yoy nếu loại trừ lợi nhuận chuyển nhượng vốn)**, lần lượt hoàn thành 105,9% và 101,6% kế hoạch, dựa trên những cơ sở sau:

- ✓ **Doanh thu hoạt động khai thác cảng biển** ước tính đạt 2.477 tỷ đồng (+14,9% yoy) do (1) Chúng tôi ước tính Cảng Nam Đình Vũ sẽ hoạt động 66% công suất thiết kế so với mức 37% công suất thiết kế của năm 2018 (theo ban lãnh đạo chia sẻ, các cảng biển đạt điểm hòa vốn khi hiệu suất hoạt động đạt 50% công suất thiết kế) và các cảng còn lại hoạt động với hiệu suất tương đương 2018; (2) Mức giá sàn của dịch vụ bốc xếp container xuất, nhập khẩu tăng theo thông tư 54/2018/TT-BGTV⁴ dẫn đến các cảng thuộc khu vực Đình Vũ sẽ được hưởng lợi. Tỷ suất nhuận gộp của mảng cảng biển ước tính đạt mức 41%.

⁴ Thông tư 54/2018/TT-BGTV ban hành về biểu khung giá dịch vụ tại cảng biển Việt Nam. Thông tư có hiệu lực từ 01/01/2019, bãi bỏ Quyết định số 3863/QĐ-BGTVT ngày 01/12/2016 của Bộ trưởng bộ GTVT ban hành biểu khung giá dịch vụ bốc dỡ container và dịch vụ lai dắt tại cảng biển Việt Nam.

- ✓ **Doanh thu hoạt động logistics** ước tính đạt 490 tỷ đồng (+15% yoy) dựa trên sự kỳ vọng tốc độ tăng trưởng dịch vụ logistics của Việt Nam sẽ vào khoảng từ 13 – 15%/năm do sự dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc (theo dự báo của World Bank). Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng logistics dự kiến giữ nguyên ở mức 24%.
- ✓ Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu ước tính sẽ giảm xuống ở mức 15%, đạt 445,1 tỷ đồng. Chi phí chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp sẽ không thay đổi nhiều khi cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 đi vào hoạt động ổn định.
- ✓ Chi phí lãi vay ước đạt 143,4 tỷ đồng, tăng 11,3% yoy. Do lãi vay từ nguồn vốn vay đầu tư cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 không còn được vốn hóa (giá trị vốn vay để đầu tư cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 khoảng 1.000 tỷ đồng). GMD sẽ không còn ghi nhận doanh thu đột biến từ việc chuyển nhượng vốn cổ phần.
- ✓ Lợi nhuận từ liên doanh, liên kết ước đạt 161,7 tỷ đồng, tăng 22% yoy. Chủ yếu đến từ Công ty Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS) ước tính 83 tỷ đồng, công ty Gemadpet Shipping và Gemadept Logistics và các liên doanh khác ước tính 78,7 tỷ đồng.

Kế hoạch đầu tư năm 2019:

Dự án cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2: dự kiến khởi công quý 3/2019, với tổng vốn tương đương giai đoạn 1 ở mức 1.500 tỷ đồng. Gemadept cũng lên kế hoạch sẽ khai thác ngay sau khi khởi công 1 năm, tương ứng tại thời điểm quý 3/2020. Dự kiến đạt 100% công suất thiết kế vào năm 2022.

Dự án cảng nước sâu Gemalink – Cái Mép giai đoạn 1: tổng vốn đầu tư 330 triệu USD (63% vốn vay, 37% vốn góp chủ sở hữu), công suất khoảng 1,5 triệu TEU. Hiện tại, Gemadept đã tái khởi động và dự kiến đưa vào khai thác trong quý 3/2020. Dự án theo hình thức liên doanh giữa GMD (75% cổ phần) và CMA Terminals⁵ (25% cổ phần). Đối tác CMA Terminals cam kết cung cấp 60% – 80% nguồn hàng. Dự kiến sẽ có lãi sau năm 2021 và hoàn vốn sau 9 năm.

ĐÌNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra các doanh nghiệp hoạt động trong ngành khai thác cảng biển để so sánh với GMD. Dữ liệu được sử dụng trong 4 quý gần nhất (quý 2/2018 – quý 1/2019).

Bảng 4: So sánh GMD với các doanh nghiệp tương đồng hoạt động trong ngành khai thác cảng biển

Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	LNTT (tỷ đồng)	Tỷ suất LNTT (%)	EPS* (đồng)	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)
VSC	1.919,3	1.751,3	367,0	21,2	5.525	15,1	6,9	1,13
PHP	3.596,5	2.072,5	636,8	30,7	1.197	9,5	9,2	1,00
Trung bình							8,05	1,07
GMD	8.002,1	2.613	835,1	31,0	1.701	28,0	15,8	1,29

EPS* đã loại trừ quỹ khen thưởng phúc lợi và lợi nhuận từ hoạt động chuyển nhượng vốn

Nguồn: FPTS tổng hợp

Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của GMD đạt 26.113 đồng/cp (tương đương giá cổ phiếu tại ngày 27/5/2019) dựa trên định giá mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi là cảng biển và logistics và giá trị sổ sách của các dự án ngoài ngành. Nhà đầu tư có thể xem xét mua cổ phiếu GMD tại mức giá 23.700 đồng/cp, tương ứng với mức sinh lời là 10%.

⁵ **CMA Terminals** là công ty con của CMA – CGM là hãng vận tải tàu biển lớn thứ 3 thế giới theo xếp hạng của *supplychaindigital*. Đặt trụ sở tại Marseille, Pháp, CMA CGM S.A vừa là công ty vận tải vừa là hãng vận chuyển container hàng đầu. CMA hiện có 455 con tàu hoạt động trên 200 tuyến vận tải giữa 420 cảng biển trên 150 đất nước. Tổng sức chứa hiện nay của CMA CGM bao gồm 2.464.356 TEU, chiếm 11,5% thị phần.

- ✓ Đối với mảng hoạt động kinh doanh cảng biển và logistics, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của GMD là 13.693 đồng/cp tại mức P/E trung bình của các doanh nghiệp hoạt động trong ngành khai thác cảng biển ngày 27/05/2019 là 8,05x
- ✓ Đối với các khoản đầu tư ngoài ngành, chúng tôi ước tính 12.420 đồng/cp dựa trên tổng giá trị sổ sách của các khoản đầu tư ngoài ngành tại thời điểm 31/03/2019.

Bảng 5: Kết quả định giá các khoản đầu tư ngoài ngành của GMD

Các công ty ngoài ngành	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)
Công ty Cổ phần Cảng Cái Mép Gemadept - Terminal Link	Gia trị sổ sách	1.367,1
Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn	Gia trị sổ sách	512,9
Công ty TNHH Tiếp vận "K" Line - Gemadept	Gia trị sổ sách	78,7
Công ty TNHH Golden Globe	Gia trị sổ sách	89,4
Công ty TNHH Thương mại Quả Cầu Vàng	Gia trị sổ sách	77,9
Công ty Cổ phần Liên hợp Thực phẩm	Gia trị sổ sách	32,8
Công ty Cổ phần Vận tải và Dịch vụ Điện lực	Gia trị sổ sách	27,5
Các công ty liên doanh, liên kết khác	Gia trị sổ sách	11,7
Dự án cao su Campuchia	Giá trị sổ sách	1.490
Tổng		3.688
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (cp)		296.924.957
Giá trị sổ sách/cp (đồng/cp)		12.420

Nguồn: GMD, FPTS tổng hợp

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Chi tiết các dự án được triển khai trong năm 2019 của GMD

Dự án	Thời gian khởi công – hoàn thành	Vị trí	Tổng vốn đầu tư	Công suất thiết kế (TEU)	Đặc điểm
Cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2	Quý 3/2019 – 3/2020	Lô CA1, khu phi thuế quan và KCN Nam Đình Vũ, Tp. Hải Phòng	1.500 tỷ đồng	500.000	Khả năng đón tiếp từ 6 - 7 tàu 40.000 DWT
Cảng nước sâu Gemalink – Cái Mép	Quý 1/2019 – 3/2020	Cửa Sông Cái Mép thuộc cụm cảng Cái Mép – Thị Vải – Bà Rịa Vũng Tàu	330 triệu USD (6.500 tỷ đồng)	1.500.000	Khả năng đón tiếp 3 tàu 200.000 DWT và 2 - 3 tàu feeder

Nguồn: GMD, FPTS tổng hợp

Phụ lục 2: Danh sách các công ty con, công ty liên doanh và công ty liên kết ([trở về](#))

Tên công ty	Tỷ lệ biểu quyết	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động kinh doanh	Loại hình công ty
Công ty TNHH Cảng Phước Long	100%	100%	Cảng biển	Công ty con
Công ty TNHH Thiết bị và Dịch vụ Hàng hải Thái Bình Dương	100%	100%	Logistics	Công ty con
Công ty TNHH MTV Vận tải Hàng hải Thái Bình Dương	100%	100%	Logistics	Công ty con
Công ty TNHH MTV Công nghiệp Cao su Thái Bình Dương	100%	100%	Cao su	Công ty con
Công ty Cổ phần Hòn Ngọc Thái Bình Dương	100%	100%	Cao su	Công ty con
Công ty Cổ phần Hoa Sen Thái Bình Dương	100%	100%	Cao su	Công ty con
Công ty Cổ phần Niềm Kiêu Hãnh Thái Bình Dương	100%	100%	Cao su	Công ty con
Công ty TNHH Dịch vụ Vận tải Tổng hợp V.N.M	100%	100%	Logistics	Công ty con
Công ty TNHH Dịch vụ Tin học Vĩ Tín	100%	100%	Dịch vụ	Công ty con
Công ty Cổ phần Cảng Nam Hải	99,98%	99,98%	Cảng biển	Công ty con
Công ty Cổ phần Cảng Nam Hải Đình Vũ	84,66%	84,66%	Cảng biển	Công ty con
Công ty Cổ phần Cảng quốc tế Gemadept Dung Quất	80,4%	80,4%	Cảng biển	Công ty con
Công ty Cổ phần Gemadept Vũng Tàu	70%	70%	Logistics	Công ty con
Công ty Cổ phần ICD Nam Hải	65%	65%	Logistics	Công ty con
Công ty Cổ phần Cảng Nam Đình Vũ	60%	60%	Cảng biển	Công ty con

Công ty cổ phần Dịch vụ Vận tải Trường Thọ	54%	46%	Logistics	Công ty con
Công ty Cổ phần Cảng quốc tế Gemadept Nhơn Hội	53,2%	53,2%	Cảng biển	Công ty con
Công ty TNHH ISS — Gemadept	51%	51%	Logistics	Công ty con
Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Phát triển Hạ tầng Gemadept	50%	50%	Bất động sản	Công ty con
Công ty TNHH Tiếp vận "K" Line - Gemadept	50%	50%	Logistics	Liên doanh
Công ty TNHH CJ Gemadept Shipping Holdings	50%	51%	Logistics	Liên doanh
Công ty TNHH MTV Vận tải biển Gemadept	50%	51%	Logistics	Liên doanh
Gemadept Shipping Singapore Pte. Ltd	50%	51%	Logistics	Liên doanh
Gemadept (Malaysia) Sdn. Bhd	50%	51%	Logistics	Liên doanh
Công ty Cổ phần Cảng Cái Mép Gemadept - Terminal Link	50%	65,13%	Cảng biển	Liên kết
Công ty TNHH CJ Gemadept Logistics Holdings	49,1%	49,1%	Logistics	Liên doanh
Công ty TNHH MTV Tiếp vận Gemadept	49,1%	49,1%	Logistics	Liên doanh
Công ty TNHH MTV Gemadept Hải Phòng	49,1%	49,1%	Logistics	Liên doanh
Công ty TNHH OOCL Logistics	49%	49%	Logistics	Liên doanh
Công ty TNHH Thương mại Quả Cầu Vàng	45%	45%	Dịch vụ	Liên doanh
Công ty TNHH Golden Globe	40%	40%	Bất động sản	Liên doanh
Công ty Cổ phần Du lịch Minh Đạm	40%	40%	Dịch vụ	Liên kết
Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn	36,43%	36,43%	Logistics	Liên kết
Công ty Cổ phần Thương cảng Vũng Tàu	26,78%	26,78%	Cảng biển	Liên kết
Công ty Cổ phần Liên hợp Thực phẩm	26,56%	26,56%	Dịch vụ	Liên kết
Công ty Cổ phần Mekong Logistics	25,02%	25,02%	Logistics	Liên kết

Nguồn: GMD, FPTS tổng hợp

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 tư vấn đầu tư 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 30 cổ phiếu GMD và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ 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**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 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: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 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: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888