



Công ty Cổ phần Gemadept [MUA, +21.5%] (GMD: HoSE)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

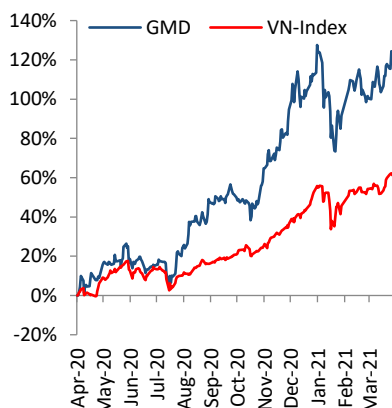
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	35,700
Giá mục tiêu (đồng/cp)	43,360
Tiềm năng tăng/giảm (%)	21.5
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	36,350
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	15,974
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	4.4
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	48.3
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	121.0
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	10,759.2
KLGDBQ (SLCP, 3 tháng, triệu)	2.999
SL CP lưu hành (triệu cp)	301.4
Nước ngoài đang sở hữu (%)	37.6
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	31.1
P/E dự phóng 12 tháng (x)	17.8

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,707.6	2,642.9	2,605.7	4,000.0
Tăng trưởng (% y/y)	(32.0)	(2.4)	(1.4)	53.5
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,847.7	517.0	370.9	605.4
Tăng trưởng (% y/y)	263.8	(72.0)	(28.3)	63.2
Biên lợi nhuận ròng (%)	68.2	19.6	14.2	15.1
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	6,529.0	6,567.3	6,594.9	6,710.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	9,984.1	10,119.9	9,834.5	9,950.0
ROA (%)	17.9	6.1	4.4	7.0
ROE (%)	27.9	9.4	6.7	10.4
EPS (đồng)	6,207	1,602	1,149	2,009
BVPS (đồng)	19,804	19,789	21,883	22,264.4
Cổ tức (đồng)	9,500	1,500	1,000	1,000
P/E (x)	6.0	21.6	31.1	17.8
EV/EBITDA (x)	14.3	13.6	13.8	N/A
P/B (x)	1.8	1.8	1.6	1.9

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Giá thuê tàu và dịch vụ logistics đang tăng mạnh sau giai đoạn dịch bệnh giúp GMD hưởng lợi và hồi phục nhanh về hoạt động kinh doanh và cải thiện biên lợi nhuận.
- Gemadept là doanh nghiệp Logistics nội địa có sự hiện diện trong mọi khâu của chuỗi Logistics nhờ sở hữu hệ thống cảng biển trải dài ba miền, đội tàu, xe, sà lan và các trung tâm phân phối với quy mô lớn.
- Nghành cảng biển Việt Nam đang trong giai đoạn phát triển, sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam tăng trưởng kép trong giai đoạn 2000 - 2020 là 16%/năm.
- Gemadept hiện đang nắm giữ 34.52% cổ phần tại CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS: HoSE). Kỳ vọng tăng trưởng giai đoạn 2018 – 2022 nhờ cảng mới Nam Đình Vũ và cảng nước sâu Gemalink đi vào hoạt động
- Biên lợi nhuận gộp hoạt động cảng biển cao, trung bình trên 37%. Gemadept sẽ được hưởng lợi từ sự hợp tác với CJ Logistics, CMA - CGM thông qua việc mở rộng hệ thống khách hàng, năng lực quản trị cho cả hai phân khúc logistics và cảng.
- Khả năng ghi nhận lợi nhuận đột biến từ việc chuyển nhượng vốn tại cảng Gemalink và bán các bất động sản đang sở hữu. Kỳ vọng hoạt động logistics phục hồi sau dịch COVID-19.

ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần để định giá GMD.
- Giá mục tiêu: GMD được xác định giá hợp lý ở mức 43,360 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu GMD.
- Rủi ro chính của GMD cạnh tranh gay gắt về giá cước, nguồn hàng trong hoạt động cảng biển và rủi ro lãi suất do GMD hiện vay nợ để đầu tư cảng..

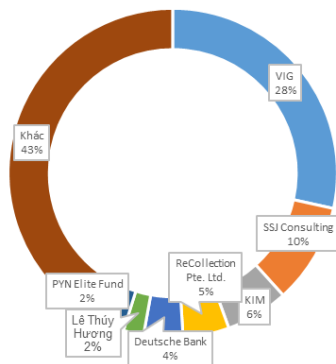
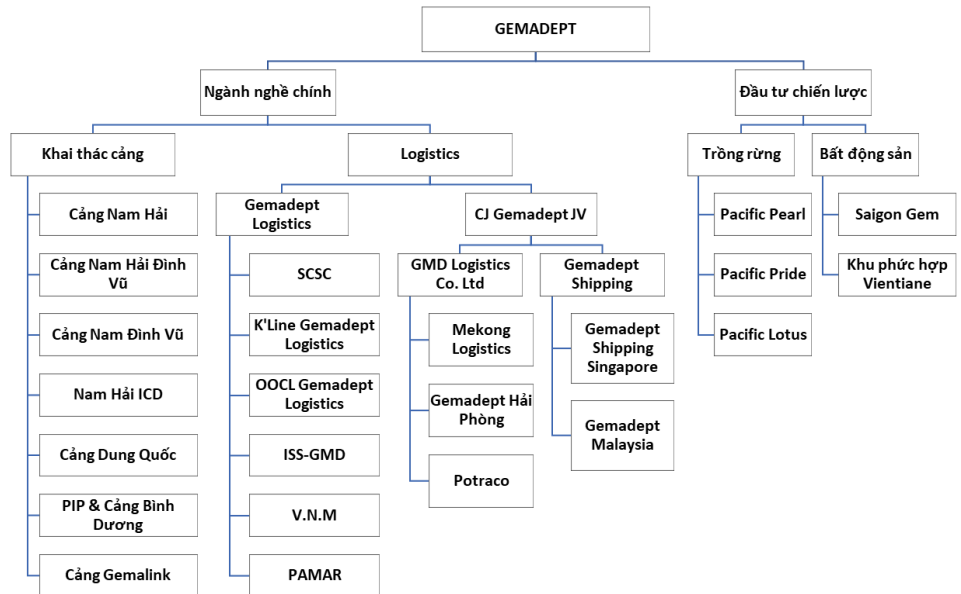
Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 43,360 đồng/cổ phiếu



GEMADEPT CORPORATION

1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Gemadep là được thành lập vào năm 1990, tiền thân là doanh nghiệp Nhà nước thuộc Cục Hàng hải Việt Nam, hoạt động chính trong 2 lĩnh vực đó là khai thác cảng và logistics. Năm 1993, công ty tiên phong trong việc cổ phần hóa và đến năm 2002 niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Tp. HCM (HoSE). Gemadep 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 dài từ Bắc đến Nam.



Tính đến ngày 08/04/2020, Cổ đông lớn của Gemadep bao gồm KIM, VIG và SSI Consulting. Năm 2012, tình hình kinh tế Việt Nam tại thời điểm đó không ổn định, mặt bằng lãi suất cao, để huy động vốn cho dự án cảng Nam Hải Đình Vũ, Gemadep đã phát hành 40 triệu USD trái phiếu chuyển đổi cho quỹ đầu tư VIG. Khoản vay có thời hạn là 5 năm với lãi suất là 6%/năm và được trả vào cuối kỳ. Đến năm 2017, GMD phát hành 108.9 triệu cổ phần riêng lẻ để hoán đổi toàn bộ khoản vay bằng trái phiếu chuyển đổi. Tuy nhiên do room khối ngoại tại thời điểm đó không đủ do đó VIG chuyển nhượng một phần cho cá nhân Việt Nam là bà Lê Thúy Hương

Bảng 1: Danh sách công ty con

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động
Công ty TNHH Cảng Phước Long	100%	Cảng biển
Công ty Thiết bị & Dịch vụ Thái Bình Dương	100%	Logistics
Công ty Vận tải Hàng hải Thái Bình Dương	100%	Logistics
Công ty Công nghiệp Cao su Thái Bình Dương	100%	Cao su
Công ty Cổ phần Hòn Ngọc Thái Bình Dương	100%	Cao su
Công ty Cổ phần Hoa Sen Thái Bình Dương	100%	Cao su
Công ty Niềm Kiêu Hãnh Thái Bình Dương	100%	Cao su
Công ty Cổ phần Cảng Nam Hải	99.98%	Cảng biển
Công ty Cổ phần Cảng Nam Hải Đình Vũ	84.66%	Cảng biển
Công ty Cảng quốc tế Gemadep Dung Quất	80.4%	Cảng biển
Công ty Cổ phần Gemadep Vũng Tàu	70%	Logistics
Công ty Cổ phần ICD Nam Hải	65%	Logistics
Công ty Cổ phần Cảng Nam Đình Vũ	60%	Cảng biển
Công ty Dịch vụ Vận tải Trường Thọ	46%	Logistics
Công ty Cảng quốc tế Gemadep Nhơn Hội	53.2%	Cảng biển
Công ty TNHH ISS — Gemadep	51.0%	Logistics
Công ty Hạ tầng Gemadep	50%	Bất động sản

Nguồn: BCTC Gemadep

Bảng 2: Danh sách công ty liên kết

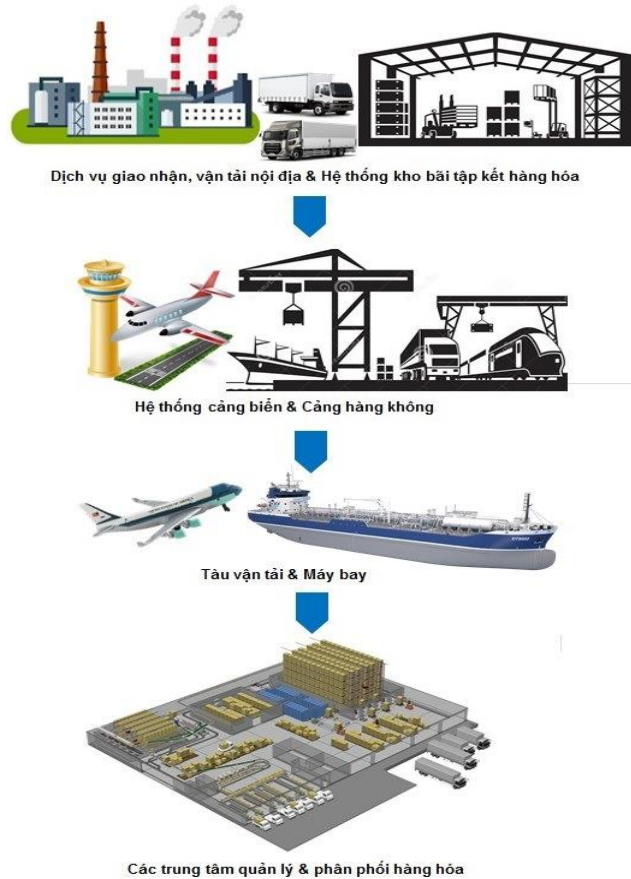
Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động
Công ty "K" Line - Gemadep	50%	Logistics
Công ty CJ Gemadep Shipping	51%	Logistics
Công ty Vận tải biển Gemadep	51%	Logistics
Gemadep Shipping Singapore Pte	51%	Logistics
Gemadep (Malaysia) Sdn. Bhd	51%	Logistics
Công ty Cảng Cái Mép Gemadep	65.13%	Cảng biển
Công ty CJ Gemadep Logistics	49.1%	Logistics
Công ty Tiếp vận Gemadep	49.1%	Logistics
Công ty TNHH Gemadep Hải Phòng	49.1%	Logistics
Công ty TNHH OOCL Logistics	49%	Logistics
Công ty Thương mại Quả Cầu Vàng	45%	Dịch vụ
Công ty TNHH Golden Globe	40%	Bất động sản
Công ty Cổ phần Du lịch Minh Đạm	40%	Dịch vụ
Công ty Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn	35.42%	Logistics
Công ty Thương cảng Vũng Tàu	26.78%	Cảng biển
Công ty Liên hợp Thực phẩm	26.56%	Dịch vụ
Công ty Cổ phần Mekong Logistics	25.02%	Logistics

Nguồn: BCTC Gemadep

2. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

MẢNG HOẠT ĐỘNG CẢNG

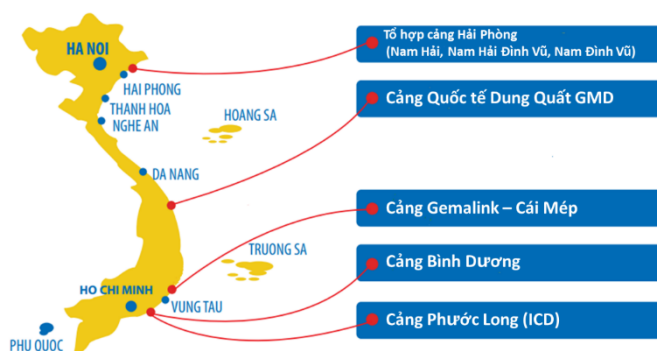
Gemadep là nhà cung cấp dịch vụ Logistics tích hợp, cung cấp tất cả dịch vụ ở các khâu của logistics nhờ sở hữu các nguồn lực trong chuỗi giá trị logistics như hệ thống cảng biển dọc cả nước, trung tâm phân phối (Distribution Center – DC), cảng cạn (Inland Container Depot), đội xe tải lớn và sà lan. Điều này giúp công ty có sự kiểm soát tốt hơn trong vận hành so với việc thuê dịch vụ bổ sung bên ngoài và tiết giảm chi phí.



Sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển sẽ tăng trưởng khả quan trong năm 2021 nhờ (i) dịch bệnh dần được kiểm soát, qua đó phục hồi nhu cầu hàng hóa tại các thị trường tiêu thụ lớn, và (ii) tác động tích cực từ các FTAs (EVFTA, CPTPP...).

Trong 2M21, khối lượng hàng hóa thông qua cảng biển tăng 7% YoY, trong đó khối lượng hàng container qua cảng tăng 25% n/n, là mức tăng trưởng cao trong vài năm trở lại đây, trong đó khu vực Hồ Chí Minh tăng 18.5%, Khu vực Vũng Tàu tăng 27% YoY, và khu vực Hải Phòng tăng 20.5%. Khối lượng hàng container qua cảng trong 3T2021 ước tăng 21% YoY.

Cảng biển: Gemadep bắt đầu hoạt động khai thác cảng từ rất sớm với sự ra đời của mô hình cảng cạn đầu tiên tại Việt Nam - Cảng Phước Long tại TP. Hồ Chí Minh năm 1995. Những năm sau, GMD lần lượt đầu tư các Cảng Nam Hải, Nam Hải Đình Vũ, Nam Đình Vũ và Nam Hải ICD ở miền Bắc, Gemadep Dung Quất tại cửa ngõ miền Trung và cụm các Cảng Phước Long ICD, Cảng Bình Dương và Cảng nước sâu Gemalink tại miền Nam, nối liền mạch chuỗi 8 cảng dọc chiều dài đất nước. Khi hoàn thành các giai đoạn của tất cả các dự án cảng, Gemadep sẽ sở hữu và khai thác 4.5km cầu tàu với tổng công suất lên đến 5.8 triệu TEUs và 4 triệu tấn, góp phần thúc đẩy mạnh mẽ giao thương giữa các vùng kinh tế.



Bảng 3: Danh sách các cảng

Cảng	Vị trí	Năm khai thác	Công suất (TEU)	Sản lượng 2018 (tấn)	Hiệu suất sử dụng	Tải trọng tàu cho phép (DWT)
Hiện tại						
Cảng Nam Hải	Hải Phòng	29/02/2009	150,000	184,050	122.7%	10,000
Cảng Nam Hải Đình Vũ	Hải Phòng	06/05/2014	500,000	660,000	132%	30,000
Cảng Dung Quất	Quảng Ngãi	2008	150,000 TEU 2 triệu tấn hàng rời	2,120,000	84.8%	70,000
Cảng Bình Dương	Bình Dương	2011	200,000	200,000	100%	5,000
Phước Long ICD	Tp. HCM	1995	500,000	540,000	108%	-
Nam Hải ICD	Hải Phòng	10/2016	500,000			-
Đang triển khai xây dựng						
Cảng Nam Đình Vũ (giai đoạn 2)	Hải Phòng	Hoãn	600,000	200,101	37%	30,000
Gemalink (giai đoạn 1)	Cái Mép – Thị Vải	Dự kiến Tháng 5/2021	1,500,000			200,000

Nguồn: BCTN Gemadept

Năm 2020, doanh thu GMD đạt 2.6 nghìn tỷ VND (-1% YoY) và LNST đạt 438 tỷ VND (-29% YoY). Doanh thu của công ty vẫn duy trì được mức ngang bằng so với năm ngoái dù ngành logistics toàn cầu bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19 nhờ vào sự kiểm soát tốt dịch của Việt Nam. Doanh thu hoạt động khai thác cảng giảm 8% YoY và doanh thu từ cung cấp dịch vụ logistics tăng +46% YoY. Tỷ trọng doanh thu khai thác cảng chiếm 83% tổng doanh thu, phần còn lại thuộc về dịch vụ logistics. LNST sụt giảm do biên lợi nhuận của hoạt động logistics bị co hẹp lại khiến cho lợi nhuận gộp và lãi từ các công ty liên kết sụt giảm. Thêm vào đó, doanh thu từ hoạt động tài chính cũng giảm 74% YoY cũng gây áp lực lên LNST

Các cảng của GMD đều hoạt động hết công suất trừ cảng Dung Quất (hiệu suất chỉ đạt 85% trong năm 2018), đây cũng là điểm yếu của ngành cảng Việt Nam do quy hoạch đầu tư ban đầu dàn trải, khu vực cảng miền Trung thiếu nguồn hàng.

Cảng Nam Hải: chuyên khai thác hàng container và đi vào hoạt động từ năm 2009 với công suất thiết kế là 150,000 TEUs. Vị trí cảng nằm sâu trong thượng nguồn sông Cấm và hiện nay đang bị chắn bởi cầu Bạch Đằng. Cảng chủ yếu tiếp nhận tàu chở hàng tuyến Hải Phòng – Hồng Kông (trọng tải 10,000 DWT). Với xu thế tăng tải trọng tàu nhằm tiết giảm chi phí Logistics như hiện nay cùng với vị trí địa lý của sẽ ảnh hưởng bất lợi đến Cảng Nam Hải. Trong tương lai, cảng Nam Hải sẽ trở thành cảng Hub nhằm phục vụ cho các tuyến vận tải nội địa và chuyển đổi công năng sang khai thác hàng rời.

Cảng Nam Hải Đình Vũ: GMD mua lại và xây dựng từ VIPCO, cảng đi vào hoạt động trong năm 2014. Cảng nằm ở vị trí hạ nguồn sông Cấm và không bị chắn bởi cầu Bạch Đằng, có thể đón tàu với tải trọng 30,000 DWT. Cảng chuyên phục vụ các tuyến từ Hải Phòng đi Thượng Hải, Busan Hàn Quốc. Các khách hàng lớn bao gồm CMA – CGM, Yang Ming, OOCL, C.K Lines. ICD Nam Hải cách cảng Nam Hải Đình Vũ 1.5km hỗ trợ việc luân chuyển hàng hóa và tăng công suất của cảng.

Cảng Nam Đình Vũ: Gemadept đã hoàn thành giai đoạn 1 (vốn đầu tư 1,500 tỷ) cảng Nam Đình Vũ với công suất 500,000 TEUs tại Hải Phòng đón chuyển tàu khai thác an toàn vào ngày 04/02/2018. Cảng có vị trí đắc địa nhất ngay tại cửa ngõ gần thông ra biển. Nằm trong khu kinh tế Cát Hải thuộc Khu phi thuế quan và Khu Công nghiệp Nam Đình Vũ. Quy mô lên đến 65ha (giai đoạn 1: 22ha) và là cảng duy nhất đủ năng lực tiếp nhận tàu có tải trọng lên đến 40,000 DWT với chiều dài cầu tàu 1.5km. Cảng biển - logistics là nhóm được hưởng lợi từ hoạt động chuyển dịch sản xuất do tác động của chiến tranh thương mại Mỹ - Trung. Dù có tiềm năng tăng trưởng từ các yếu tố tích cực trên, nhưng rủi ro về tình trạng dư cung và cạnh tranh về giá, nhất là khi có thêm nhiều dự án cảng mới đi vào hoạt động. Tỷ lệ dư thừa công suất tại cụm cảng Hải Phòng năm 2020 ước tính hơn 42%. Đây là lý do Gemadept có thể sẽ hoãn kế hoạch đầu tư cảng Nam Đình Vũ giai đoạn II.

Cảng Nam Đình Vũ là cảng có khả năng thương thuyết cước phí cao nhất tại khu vực Hải Phòng do vị trí địa lý thuận lợi cũng như năng lực hậu cần, trang thiết bị hiện đại. Ngoài ra, việc ICD Nam Hải đi vào hoạt động sẽ giúp GMD cung cấp dịch vụ đưa hàng hóa về tới tận kho của khách hàng, tạo thêm giá trị gia tăng. Tuy

nhiên cần lưu ý mức phí xếp dỡ tại khu vực Hải Phòng trong những năm tới sẽ rất khó có khả năng tăng do cạnh tranh gay gắt với hàng loạt đơn vị cung cấp dịch vụ tương tự như Cảng Tân Vũ, VIP Green, PSTC Đình Vũ. Các đơn vị cung cấp phân mảnh và ít có quyền lực định giá. Mức phí xếp dỡ trung bình ở thượng nguồn sông Cẩm ở mức 33 USD/TEU và hạ nguồn là 38 USD/TEU.



Cảng nước sâu Lạch Huyện đi vào hoạt động từ tháng 5/2018. Tuy nhiên định hướng của cảng Lạch Huyện là trở thành cảng trung chuyển và phục vụ các tàu trên 100,000 DWT nên giá cước dịch vụ sẽ cao hơn cảng Nam Đình Vũ đồng thời hàng hóa từ đất liền ra cảng Lạch Huyện đều phải qua cầu Tân Vũ – Lạch Huyện làm phát sinh thêm chi phí vận chuyển.

Cảng Dung Quất: cảng có vị trí tại vịnh nước sâu Dung Quất, tỉnh Quảng Ngãi nằm giữa hai khu kinh tế trọng điểm của miền Trung là Dung Quất và Chu Lai. Tuy nhiên hàng hóa KCN Chu Lai chủ yếu cập cảng Chu Lai Trường Hải do đó khách hàng của cảng Dung Quất chủ yếu đến từ KCN Quảng Phú, VSIP, Tịnh Phong. Mặt hàng chủ yếu là dăm gỗ xuất đi các nước Bắc Âu sử dụng trong lò sưởi và hàng rời. Mớn nước sâu 12m nên cảng có thể đón những tàu có tải trọng 7,000 DWT.

Cảng Phước Long: Là cảng cận đầu tiên của GMD cung cấp dịch vụ thông quan, vận tải bằng xe và sà lan tới cái trạm container hàng hóa và kho ngoại quan. Cảng có vị trí gần khu công nghiệp Bình Dương, Đồng Nai – Biên Hòa.

Cảng Bình Dương: Là cảng nhỏ nằm ở khu vực sông Đồng Nai, công suất 200,000 TEUs/năm. Năm 2018, GMD đã đầu tư 300 tỷ đồng mở rộng diện tích, đầu tư thêm trang thiết bị nhằm nâng cao công suất khai thác.



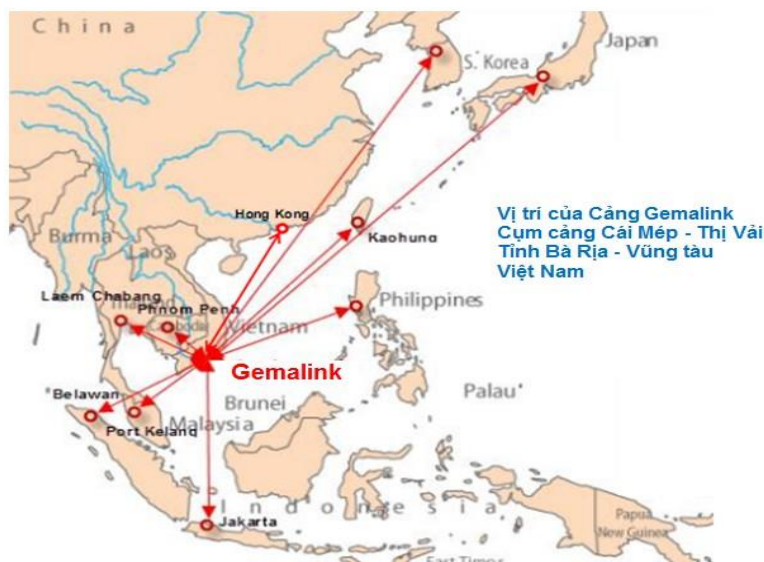
Lợi thế của Gemalink là có nguồn hàng từ hãng tàu CMA-CGM, khi CMA Terminals cũng là cổ đông nắm tới 25% vốn điều lệ. Hãng tàu Pháp này cũng có thể thuyết phục các hãng khác trong liên minh Ocean Alliance chuyển hàng hóa đang xếp dỡ ở nước khác đến Việt Nam để hưởng mức phí hấp dẫn.

Tại Gemalink, bên cạnh nguồn vốn của các chủ sở hữu, Gemadept sử dụng 63% vốn vay ngân hàng. Với chi phí lãi vay và khấu hao cao trong các năm đầu, Gemalink có thể lỗ ròng hơn 100 tỷ đồng, nhưng sẽ trở thành động lực tăng trưởng mới của Gemadept trong dài hạn. Ước tính, khi hoạt động hết công suất vào năm 2023, Gemalink sẽ đóng góp 230 tỷ đồng lợi nhuận ròng và chiếm tới 35% trong cơ cấu lợi nhuận của Gemadept.

Giai đoạn 2 của cảng sẽ được triển khai ngay trong năm 2022 với tổng mức đầu tư dự kiến ~200 triệu USD & công suất 0.9 triệu TEUs. Giai đoạn 2 được mở rộng với cầu tàu dài hơn, nâng trọng tải tàu cập bến lên đến 250,000 DWT.

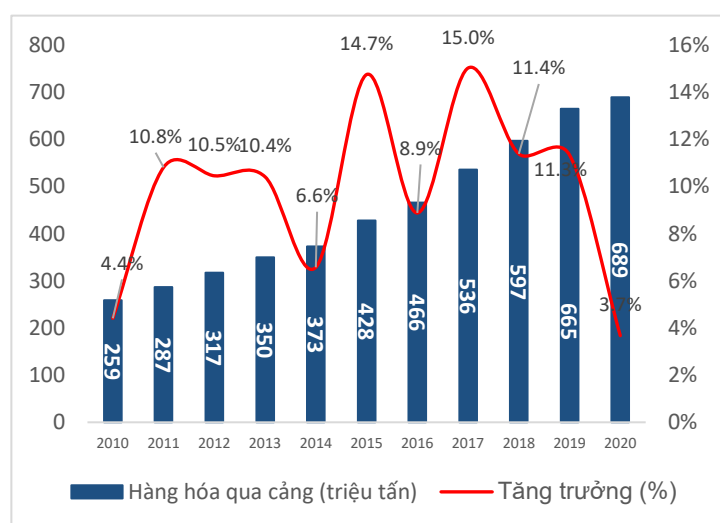
Trong các năm gần đây, kích cỡ của tàu container đã tăng nhanh, số lượng các tàu có sức chứa hơn 10,000 TEUs đã và đang được đặt đóng ngày càng nhiều. Cùng với xu thế chung này và đà tăng của kim ngạch thương mại, nhu cầu xây dựng các cảng lớn với mớn nước sâu hơn và cầu bến dài tại Việt Nam ngày càng tăng.

Cảng nước sâu Gemalink: là cảng nước sâu có quy mô lớn nhất tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải (72ha), dự án là liên doanh giữa Gemadept và Tập đoàn CMA – CGM của Pháp. Tỷ lệ sở hữu của GMD là 41.67% do đó GMD sẽ ghi nhận lợi nhuận từ dự án này dưới hình thức lãi từ liên doanh và liên kết. Tổng vốn của dự án là 330 triệu USD (63% vốn vay). Lợi thế cạnh tranh của cảng Gemalink là có khả năng tiếp nhận tàu mẹ (20,000 DWT) và tàu con (feeder) cùng một lúc, hàng hóa sẽ vận chuyển trực tiếp đến khu vực Bắc Mỹ và Châu Âu mà không cần tàu feeder gom hàng đến các cảng trung gian như Singapore hay Hồng Kông. Dự án được đảm bảo 60 – 80% nguồn hàng từ đối tác CMA – CGM. Dự án đưa vào khai thác trong 1Q21 và hoàn vốn năm 2029.



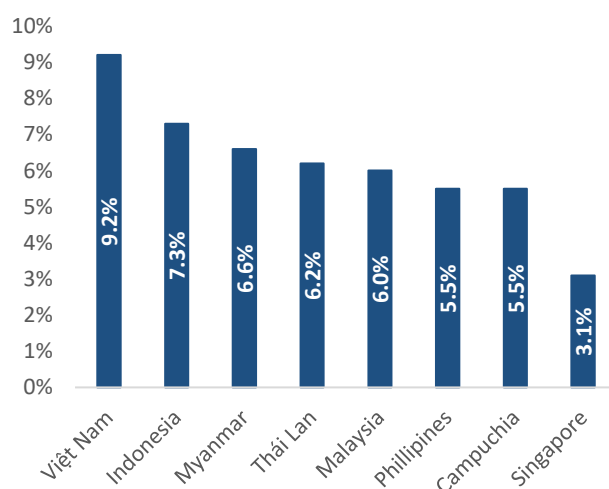
Một lợi thế khác của cụm cảng này là xu hướng dịch chuyển từ các cảng nội thành TP.HCM và việc nhiều cảng trong khu vực đã hoạt động gần hết công suất. Trong nửa đầu năm 2020, thống kê của Hiệp hội Cảng biển Việt Nam cho thấy, tăng trưởng sản lượng hàng container tại cụm cảng này đạt 12,9%, cao hơn nhiều mức tăng của cả nước (8%), bất chấp ngành vận tải biển chịu ảnh hưởng bởi đại dịch.

Biểu đồ 2 : Sản lượng hàng hóa qua cảng Việt Nam



Nguồn: Cục Hàng Hải Việt Nam

Biểu đồ 3: Tăng trưởng lượng hàng container thông qua hệ thống cảng biển các nước



Nguồn: Drewry – Maritime Research

MẢNG HOẠT ĐỘNG LOGISTICS

Lợi thế chủ chốt của GMD là sự sở hữu hoàn toàn các tài sản trong chuỗi giá trị logistics, giúp công ty có sự kiểm soát cao hơn so với việc thuê các tài sản này từ bên thứ ba, hoặc phụ thuộc vào các dịch vụ thuê ngoài để sử dụng trong chuỗi giá trị logistics.

Các trung tâm phân phối của GMD đóng vai trò trụ cột trong chuỗi giá trị Logistics, là mắt xích giữa hoạt động sản xuất và phân phối. Việc sở hữu nguồn lực đa dạng trong chuỗi hoạt động Logistics cũng là nền tảng để GMD phát triển dịch vụ Logistics 3PL – đây là dịch vụ Logistics outsourcing cung cấp cho các doanh nghiệp sản xuất tại Việt Nam, chủ yếu là các doanh nghiệp FDI, doanh nghiệp F&B (Unilever, P&G, Masan...) do có sự chuyên môn hóa cao trong sản xuất. Việt Nam trong những năm gần đây đang đón dòng vốn FDI mạnh mẽ từ nước ngoài và trong tương lai là các cơ sở sản xuất chuyển dịch đến Việt Nam do căng thẳng thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc do đó mảng Logistics 3PL được đánh giá rất tiềm năng.

Bảng 4: Gemadept Logistics

Vận tải	Kho bãi	Cảng biển	Vận chuyển quốc tế
Đường bộ: 250 xe đầu kéo, 51 xe tải nhẹ (loại 1.1 - 3 tấn). Hợp tác với 10 công ty với 200 xe tải	22 trung tâm phân phối: DC1, DC2, DC3, DC4 và DC An Thạnh ở Bình Dương	Cảng hàng hóa hàng không SCSC	3 tàu vận chuyển container cỡ nhỏ hoạt động trên các tuyến thuộc Châu Á
Đường thủy: 34 tàu trong đó 3 tàu feeder (Pacific, công suất 1,060 – 2,983 TEU) và 30 sà lan (công suất 50 - 100 TEU) chạy dọc tuyến Tân Cảng - Cái Mép và Việt Nam - Campuchia	Trung tâm logistics ở Hải Dương Trung tâm logistics ở Hậu Giang (hợp tác với Thủy sản Minh Phú)	5 cảng biển và 2 ICD: Nam Hải, Nam Hải Đình Vũ, Nam Hải ICD, Dung Quất, Nam Đình Vũ cảng Bình Dương, Phước Long ICD	
Vận chuyển hàng trung gian và thành phẩm	Quản lý kho hàng, CFS, đóng gói, dán nhãn...	Xử lý hàng hóa, thông quan...	Vận chuyển hàng trung gian và thành phẩm

Nguồn: Website Gemadept

Trong giai đoạn 10 năm đó, sản lượng hàng hóa thông quan đạt tăng trưởng trung bình là 11%, trong đó riêng năm 2019 đạt 26%. Dù trong năm 2020 bị ảnh hưởng bởi dịch, sản lượng hàng hóa thông quan vẫn duy trì được mức tăng 4%. Mức tăng trung bình 11% được chúng tôi kỳ vọng trong năm 2021.

Giai đoạn 2014-2018, tốc độ tăng trưởng xuất khẩu của vùng ĐBSCL là 10.6% nhưng đến 70% lượng hàng phải chuyển bằng đường bộ lên các cảng ở TP Hồ Chí Minh và Cảng Cái Mép. Điều này làm đội chi phí vận chuyển tăng từ 10 – 40%/chuyến hàng, nguyên nhân tăng cao do hàng vận chuyển một chiều, hệ thống cảng tại ĐBSCL không đáp ứng yêu cầu cho tàu tải trọng lớn ra vào.

Hàng hóa của Minh Phú sẽ chuyển từ kho Hậu Giang đến cảng Cái Cui sau đó vận chuyển bằng sà lan đến cảng Cái Mép để xuất khẩu đi EU hoặc Mỹ. DC Hậu Giang 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). Hàng hóa trong kho lạnh có thể lưu giữ đến 2 năm và xuất bán tại thời điểm giá thị trường của tôm và cá tra thuận lợi.

Các hiệp định thương mại (FTAs) sẽ giúp cho các doanh nghiệp hàng đầu hoạt động trong lĩnh vực logistics như GMD hưởng lợi từ các hoạt động xuất nhập khẩu. Khi dịch bệnh dần được kiểm soát, giao thương của các quốc gia sẽ dần trở lại bình thường. Cùng với các hiệp định thương mại mà Việt Nam tham gia, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa thông quan qua các cảng của Việt Nam sẽ quay trở lại về mức tăng trưởng 2 chữ số như trong giai đoạn từ 2010 – 2019.

Bảng 5: Gemadept Trung tâm phân phối

Trung tâm phân phối	Vị trí	Khách hàng	Hiệu suất hoạt động	Diện tích (m ²)	Sức chứa (pallet)
DC1	KCN Sóng Thần 1,	Kinh Đô, Masan, Vinamilk	95-100%	8,800	10,000

Bình Dương					
DC2	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	Kinh Đô, Masan, Vinamilk	95-100%	24,000	60,000
DC3	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	Diana Charm (chiếm 90%)	100%	11,000	18,300
DC4	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	Kinh Đô, Masan, Vinamilk	95-100%	11,200	18,500
DC An Thạnh	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	Kinh Đô, Masan, Vinamilk	95-100%	34,000	24,000
DC Hải Dương (kho trần)	Hải Dương	Sabic, Diana	100%	10,000	-
DC Hậu Giang (kho lạnh)	KCN Sông Hậu, Hậu Giang	Minh Phú (80%), doanh nghiệp thủy sản Tây Nam Bộ	100%	15,000	50,000
DC Dương Xá - Gia Lâm	Hà Nội	Cảng Phù Đổng	100%	7,500	-
DC Bắc Ninh	Bắc Ninh	KCN Bắc Ninh	100%	7,500	-

Nguồn: Website Gemadept

Dịch vụ 3PL



Hiện tại ở Việt Nam chỉ có 15% số doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực logistics có thể cung cấp dịch vụ 3PL. GMD với lợi thế hệ thống DC trải dài cả nước cùng đội ngũ xe tải hùng hậu, hệ thống phần mềm theo dõi tồn kho, quản lý đơn hàng, thực hiện thủ tục hải quan hiện đại có lợi thế rất lớn (**Hệ thống smartlog**). Khách hàng chủ yếu 90% hoạt động trong mảng FMCG, còn lại là doanh nghiệp sản xuất hàng điện tử, phụ tùng ô tô và ngành dược. Cùng với việc nở rộ các chuỗi siêu thị mini mart và thương mại điện tử (E-commerce) sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn.

Vận tải biển



Ngoài việc tập trung khai thác đội tàu và hệ thống dịch vụ, từ năm 2014 đến nay, GMD đã mở rộng đầu tư gần 2,000 container hàng khô và 150 container đóng hàng lạnh (RF), nâng tổng số lượng container trên toàn hệ thống lên gần 6,500 TEUs. GMD là một trong những hãng tàu có lượng container đóng hàng khô & lạnh lớn nhất cả nước.

Vận tải đường biển:

Hồ Chí Minh – Hải Phòng – Hồ Chí Minh
 Hồ Chí Minh – Singapore – Hồ Chí Minh
 Hồ Chí Minh – Malaysia – Hồ Chí Minh
 Hải Phòng – Hồng Kông – Hải Phòng
 Hải Phòng – Cao Hùng – Hải Phòng

Vận tải đường sông:

Hồ Chí Minh – Cần Thơ – Hồ Chí Minh
 Hồ Chí Minh – Phnom penh – Hồ Chí Minh

Vận tải đường bộ

Bên cạnh việc bổ sung đội xe thì biên lợi nhuận gộp năm 2020 mảng vận đạt 21.7% giảm so với mức 29.9% năm 2019 và 24.7% năm 2018 do tình hình dịch bệnh dẫn đến nhu cầu vận tải giảm. Trước tình hình khó khăn chung của ngành vận tải nên giá cước ít có khả năng cải thiện trong ngắn hạn.

Ngành Logistics Việt Nam

Nhu cầu của dịch vụ logistics sẽ tiếp tục tăng trưởng trong những năm tới do:

- (1) Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa 1Q21 đầu năm ước đạt 152.65 tỷ USD, tăng 24.1% YoY, xuất khẩu tăng 22%, nhập khẩu tăng 26.3%;
- (2) Thị trường bán lẻ có quy mô 120 tỷ USD và theo nghiên cứu của Bộ Công thương sẽ tăng trưởng trên 10% mỗi năm; Thị trường thương mại điện tử quy mô 4 tỷ USD và tăng trưởng nhanh ở mức 35% qua các năm.
- (3) Khối lượng hàng hóa thông qua cảng biển ước đạt 175 triệu tấn, tăng 8%. Chất lượng cơ sở hạ tầng Việt Nam ngày càng cải thiện;
- (4) Nhu cầu tiêu dùng tăng trở lại. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu

dùng tháng 1Q21 ước tính đạt 405.1 nghìn tỷ đồng, giảm 3.8% so với tháng trước do sau Tết nhưng tăng 9.2% YoY. Tính chung 3 tháng đầu năm 2021, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đạt 1,291 nghìn tỷ đồng, tăng 5.1% YoY.

Cảng hàng không SCS (HoSE: SCS)

GMD là cổ đông chính (34.52%) của Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng hoá Sài Gòn (SCSC),. SCS hiện cung cấp và quản lý tất cả các hoạt động liên quan đến xuất nhập khẩu hàng hóa bằng đường hàng không cùng với sự hợp tác với nhiều hãng hàng không lớn trên thế giới có các chuyến bay thường xuyên tới/xuất phát từ sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất và sân bay quốc tế Nội Bài.

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. Hàng hóa chủ yếu là hàng điện tử, linh kiện điện tử. Các mặt hàng này có giá trị cao, hoặc cần vận chuyển nhanh nên mức giá dịch vụ cao, biên lợi nhuận gộp cao, lợi nhuận gộp tăng từ 54 tỷ đồng (2012) lên 538 (2020) với CAGR là 33%/năm, biên lợi nhuận gộp bình quân 78.2% trong 4 năm qua và giảm nhẹ còn 77.6% năm 2020 do năm 2020 là năm thiệt hại nặng nề của ngành hàng không, nhưng SCS với đặc điểm hoạt động kinh doanh là vận tải hàng hóa nên không bị ảnh hưởng nhiều

Bảng 6: Cảng dịch vụ hàng không SCS

Cảng hàng hóa	Vị trí	Khách hàng	Hiệu suất hoạt động	Diện tích (m ²)
SCSC Vốn đầu tư: 1,065 tỷ đồng	Sân bay Tân Sơn Nhất, Tp. HCM	Thai Airways, Hong Kong Airlines, Sichuan Airlines, Saudi Arabian, Emirates Sky Cargo, Cargolux, Lufthansa, Singapore Airlines, Turkish Cargo, Vietjet Air	100% GD1: 200,000 tấn GD2: 350,000 tấn (khi nhu cầu tăng sẽ đầu tư thêm)	- Diện tích: 143,000 m² - Khu vực sân đậu: 52.421 m², có sức chứa 3 máy bay B747F hoặc 5 máy bay A321 - Khu vực Ga hàng hóa: 26,670 m². Nhà ga hàng hóa có công suất thiết kế 200,000 tấn hàng hóa (giai đoạn 1), 350,000 tấn hàng hóa (giai đoạn 2). - Khu vực nhà kho, bãi đậu xe, đường giao thông và tòa nhà văn phòng, công trình phụ trợ: 64,000 m².

Nguồn: BCTN Gemadept

Hình 1: Hoạt động của SCS



Nguồn: BCTN SCS

Triển vọng về lâu dài là lớn, vì ngành vận tải hàng hóa của Việt Nam vẫn chưa phát triển, nhưng mức độ cạnh tranh lâu dài sẽ tăng dần. “Con hào kinh tế” - tức thế độc quyền khai thác sẽ mất dần trong dài hạn, không có lợi thế cạnh tranh nào có thể tồn tại mãi mãi. SCS đã đạt được các kết quả khá ấn tượng trong những năm qua,

nhưng con số tăng trưởng nhanh sẽ khó duy trì được trong các năm tới nếu không mở rộng đầu tư thêm.

CÁC HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ NGOÀI NGÀNH VÀ THOÁI VỐN

Có thể nói, đầu tư ngoài ngành là điểm tối trong bức tranh hoạt động của Gemadept. Tuy nhiên Ban Lãnh đạo GMD đã đề ra chiến lược cụ thể đối với việc thoái vốn hoạt động đầu tư ngoài ngành và tập trung vào mảng hoạt động cốt lõi để đạt lợi thế cạnh tranh nhất.

Đầu tư chứng khoán

Giai đoạn 2008 – 2012: công ty sa đà vào hoạt động đầu tư chứng khoán, danh mục từ 213.8 tỷ đồng năm 2008 tăng lên 821.5 tỷ đồng năm 2010. Thua lỗ khiến GMD phải trích lập dự phòng và chấp nhận bán lỗ. Danh mục năm 2013 giảm còn 144.9 tỷ đồng và hiện. Đến cuối quý I năm 2019, danh mục còn 140.7 tỷ đồng trong đó trích lập dự phòng 60.7 tỷ đồng (giá trị hợp lý còn 80 tỷ đồng)

Bất động sản

GMD sở hữu 3 dự án nhưng hiện tại vẫn chưa triển khai xây dựng, GMD chỉ sở hữu quyền sử dụng đất và sẽ thực hiện các thủ tục chuyển nhượng khi tìm được đối tác phù hợp và hoàn tất các thủ tục pháp lý.

Bảng 7: Các dự án Bất động sản của Gemadept

Dự án	Địa chỉ	Vốn đầu tư	Diện tích	Tiến độ
Gemadept Tower	Số 6, Lê Thánh Tôn, Quận 1, Tp. HCM	251 tỷ đồng	24 tầng, 2 hầm đậu xe. Tổng diện tích 13,700 m ² Độ cao trần 2.7m	Bán 85% cho CJ Group năm 2013 Bán 15% còn lại tháng 10/2017 Lãi 100 tỷ đồng Đã được cấp phép xây dựng, đang hoàn thành công tác đóng cọc thí nghiệm và lắp đặt trạm biến áp để thi công cọc đại trà, cọc vây và tầng hầm trong năm 2019
Trung tâm thương mại phức hợp Viêng Chăn	Trung tâm hành chính - kinh tế Thủ đô Viêng Chăn - Lào	35 triệu USD Khách sạn 5 sao Trung tâm thương mại	7 tầng, 1 hầm đậu xe. Tổng diện tích 6,745 m ² Tổng diện tích xây dựng: 21,329 m ²	Thuê đất dự án 50 năm trả tiền một lần song do đang bị vướng thủ tục nên chưa thể triển khai dự án
Khu phức hợp Saigon Gem	117-123 Lê Lợi, Quận 1, Tp. HCM	150 triệu USD Quả Cầu Vàng: 70% (Gemadept sở hữu 45%) Saigon Tourist: 20% Phan Thành: 10%	Diện tích đất: 3,640 m ² . Diện tích xây dựng: 60,000 m ² Giá trị phần sở hữu ước tính của Gemadept: 887 tỷ đồng	

Nguồn: GMD, EVS ước tính

Dự án trồng cao su ở Campuchia

Bắt đầu từ năm 2011 đến nay, GMD đã đầu tư 1,600 tỷ đồng vào các dự án cao su 30,000 ha đất tại xã Royor, huyện Kohgnek, tỉnh Mondulkiri, Campuchia. Trước tình hình Chính phủ Campuchia ngưng cấp đất cho các công ty nước ngoài, Gemadept đã chủ động hoàn thành các thủ tục pháp lý quan trọng và đã nhận được “sổ đỏ” - Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất. Khu vực này có đất đai màu mỡ, nhiệt độ 26 – 29°C, lượng mưa hàng năm trên 1,600 mm, độ cao 120 – 150m so với mực nước biển, đáp ứng được các tiêu chuẩn về môi trường do URS chứng nhận, có đường quốc lộ 78 chạy ngang dự án.

Tuy nhiên cho đến hiện nay, GMD mới chỉ đầu tư trồng 10,000 ha. Giá cao su sau khi đạt đỉnh giai đoạn 2010 – 2011 (thời điểm bắt đầu dự án) liên tục giảm cho đến nay

Việt Nam là nước có điều kiện tự nhiên và vị trí địa lý thuận lợi để phát triển ngành cảng biển

và phục hồi không đáng kể. GMD sẽ thoái vốn mặc dù giai đoạn hiện nay rất khó để tìm được đối tác trả giá phù hợp.

3. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Với đường bờ biển dài 3,260km, Việt Nam là cầu nối giao thông, thương mại, vận tải hàng hải có tầm quan trọng chiến lược trong khu vực, là cửa ngõ kết nối với các quốc gia Đông Bắc Á như Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Hồng Kông. Các cảng biển của Việt Nam nối liền với các cảng quốc tế khác trong khu vực Châu Á trên các tuyến đi Mỹ và Châu Âu. Tốc độ tăng trưởng sản lượng container qua cảng của Việt Nam cũng cao nhất so với các nước trong khu vực (trên 9% YoY).

Việt Nam cũng đang trong quá trình hội nhập, tự do thương mại với các nước trong hiệp định FTA. Kim ngạch xuất nhập khẩu trên 200% GDP mỗi năm và thu hút dòng vốn FDI vào khu vực sản xuất. Cơ sở hạ tầng ngày càng được cải thiện.

Khả năng cung cấp trọn gói dịch vụ Logistics

GMD là một trong những doanh nghiệp Logistics nội địa có sự hiện diện trong mọi khâu của chuỗi Logistics nhờ sở hữu hệ thống cảng biển trải dài ba miền, đội tàu, xe, sà lan và các trung tâm phân phối với quy mô lớn

Gemalink sẽ là động lực tăng trưởng cho GMD trong những năm tiếp theo

Cảng Gemalink dự kiến đi vào khai thác tháng 5 năm 2021, là cảng nước sâu lớn nhất Việt Nam. Dự kiến năm 2021 sẽ có lãi. GMD hướng tới mục tiêu năm 2025 sẽ có công suất 5 triệu TEUs. Việc phối hợp với hãng tàu lớn thứ 4 thế giới là CMA – CGM (CMA-CGM là thành viên của Ocean, liên minh mạnh nhất trên tuyến vận tải châu Á - Bắc Mỹ và mạnh thứ nhì trên tuyến Á - Âu) sẽ giúp GMD đảm bảo nguồn hàng trong dài hạn

SCS là cảng hàng hóa hàng không với lợi thế độc quyền và biên lợi nhuận gộp cao.

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. CAGR sản lượng hàng hóa thông qua cảng SCS đạt 20% mỗi năm. Biên lợi nhuận gộp trên 70% mỗi năm và có quyền lực định giá của nhà cung cấp lớn. Lợi nhuận từ khoản đầu tư liên doanh với SCS chiếm 51.7% lợi nhuận sau thuế của GMD trong năm 2018 (không tính phần lợi nhuận từ thoái vốn).

4. RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro nguồn hàng không ổn định, biến động chi phí nhiên liệu

Đặc thù ngành cảng biển có tài sản cố định lớn, chi phí khấu hao chiếm trên 20% tổng chi phí. Do đó, biến động trong nguồn hàng ảnh hưởng đáng kể đến kết quả hoạt động của GMD. Hiện nay, GMD đang có quan hệ đối tác với hơn 20 hãng tàu lớn với cam kết dịch vụ ổn định. Ngoài ra việc CMA – CGM đảm bảo 60 – 80% nguồn hàng cho cảng Gemalink cũng phần nào giảm bớt rủi ro hoạt động.

Chi phí nhiên liệu chiếm 10 – 20% tổng chi phí đầu vào của Gemadept do đó biến động chi phí nhiên liệu (xăng, dầu... cũng sẽ ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh.

Cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt giữa các cảng ở khu vực cảng Hải Phòng

Cạnh tranh với các cảng tại khu vực Hải Phòng như VIP Green (VSC), cảng Tân Vũ tại khu vực cửa sông Bạch Đằng khiến GMD khó tăng giá cước. Các nguồn hàng tại khu vực thượng lưu sông Cấm dịch chuyển xuống hạ lưu do cầu Bạch Đằng nên cảng Nam Hải chỉ phục vụ các tàu chạy chuyển nội địa.

Tình hình khó khăn chung của ngành vận tải biển toàn cầu

Những năm gần đây, ngành vận tải biển toàn cầu luôn trong tình trạng dư thừa công suất dẫn đến giá phí vận chuyển luôn duy trì ở mức thấp và cạnh tranh trong việc tìm kiếm nguồn hàng gay gắt giữa các hãng vận tải

Rủi ro lãi suất

Hiện tại các dự án đầu tư của Gemadep đều thực hiện bằng hình thức vốn tự có và bổ sung vốn vay. GMD đang vay 1,900 tỷ để đầu tư các dự án. Nếu lãi suất tăng 1% sẽ làm lợi nhuận GMD giảm 19 tỷ tương đương với 4.3% lợi nhuận sau thuế.

Rủi ro đầu tư ngoài ngành

Hiện tại các khoản đầu tư ngoài ngành của GMD hầu hết đều không hiệu quả.

Dự án Saigon Gem ngưng thực thi từ năm 2010 cho đến nay và khó có khả năng thoái vốn do GMD hiện tại không nắm giữ phần vốn chi phối, vướng thủ tục do có sự xuất hiện của cổ đông Nhà nước.

Các dự án trồng cao su ở Campuchia đầu tư 1,500 tỷ hiện đã dừng trồng mới và tập trung chăm sóc các cánh đồng hiện hữu. Dự án hiện gặp khó khăn trong việc tìm đối tác để thoái vốn do giá cao du diễn biến không thuận lợi.

5. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ**Triển vọng kết quả kinh doanh 2021**

Năm 2021, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 4,000 tỷ đồng và 690 tỷ đồng, lần lượt tăng 54% và 57% so với cùng kỳ: 1) Tổng sản lượng hàng container thông qua hệ thống cảng GMD đạt 2.6 triệu TEUs. Trong đó, riêng đóng góp từ cảng Gemalink là 0.8 triệu TEUs; 2) biên lợi nhuận gộp kỳ vọng phục hồi nhẹ lên mức 37.3%; 3) mảng Logistics kỳ vọng đạt 460 tỷ doanh thu, tăng 12.5% YoY; 4) doanh thu tài chính tăng 18 %YoY trong khi chi phí tài chính giảm -12% YoY.

Bảng 8: Dự phóng kết quả kinh doanh 2021F

Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021	%
Doanh thu	2,707	2,643	2,606	4,000	53.5%
Lợi nhuận trước thuế	2,182	705	513	803	56.6%
<i>Trong đó:</i>					
LNTT từ SXKD thông thường	604	705	513		
LNTT từ chuyển nhượng vốn	1,578				

Nguồn: BCTC Gemadept, EVS dự phóng

Định giá và khuyến nghị**Bảng 9: So sánh tương quan với một số doanh nghiệp hoạt động cùng ngành**

Mã CK	Sàn	Ngành nghề	Vốn hóa (tỷ đồng)	LNST 2018 (tỷ đồng)	Trailing P/E 2018
GMD*	HOSE	Cảng	10,638.6	440.0	28.3
PHP	HNX	Cảng	5,492.9	566.0	12.3
CDN	HNX	Cảng	2,762.1	209.0	13.2
VSC	HOSE	Cảng	2,822.3	296.0	11.8
DVP	HOSE	Cảng	1,860.0	238.0	7.8
TMS	HOSE	Logistics	4,543.9	322.0	13.9
STG	HOSE	Logistics	1,542.6	118.0	14.5
PDN	HOSE	Cảng	1,581.8	159.0	9.9
VFC	UpCom	Vận tải biển	468.1	10.0	72.4
CLL	HOSE	Cảng	1,071.0	99.0	11.1
HAH	HOSE	Cảng	1,163.5	147.0	9.1
TCL	HOSE	Logistics	947.0	100.0	9.5
DXP	HNX	Cảng	467.8	57.0	8.2
PSP	UpCom	Cảng	353.0	30.0	11.8
VOS	HOSE	Vận tải biển	625.8	-187.0	-3.3
VGP	HNX	Cảng	269.2	16.0	17.2
TCO	HOSE	Logistics	209.1	18.0	11.8
HMH	HNX	Logistics	152.9	17.0	9.2
Trung bình					13.9

Nguồn: Fiin Pro

Bảng 10: Định giá từng phần

Tài sản	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)
Mảng cảng và logistics	Hệ số giá thu nhập	6,662
Dự án Saigon Gem	Giá trị thị trường mảnh đất	3,680
Dự án cao su tại Campuchia	Giá trị sổ sách	1,490
Gemalink	Giá trị sổ sách	1,478
SCS		2,548
Tiền và Đầu tư chứng khoán		450
<i>Trong đó: Nợ phải trả</i>		3,240
Giá trị hợp lý		13,068
Số lượng cổ phiếu hiện tại (triệu CP)		301.4
Giá trị nội tại/cổ phiếu (đồng)		43,360

Nguồn: EVS dự phóng

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GMD giá mục tiêu 43,360 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh tương quan cộng với việc xác định giá trị của các tài sản đầu tư ngoài ngành và trong các khoản đầu tư (non-cash generating unit) vào công ty liên doanh, liên kết để xác định giá cổ phiếu GMD. Giá mục tiêu của GMD được xác định **hợp lý ở mức 43,360 đồng/cổ phiếu** tương ứng với P/E dự phóng cho năm 2021 là 13.2 lần.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu GMD với tiềm năng tăng giá 20.5% với thời hạn đầu tư 1 năm. Nhà đầu tư có thể xem xét giải ngân ở vùng giá 32,000 – 34,000 đồng/cổ phiếu nếu thị trường điều chỉnh giá GMD về vùng hợp lý.

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ)	2019	2020
Doanh số thuần	2,643	2,606
Giá vốn hàng bán	-1,630	-1,656
Lãi gộp	1,013	950
Thu nhập tài chính	107	28
Chi phí tài chính	-147	-159
Trong đó: Chi phí lãi vay	-145	-147
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	236	157
Chi phí bán hàng	-138	-137
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-331	-341
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	741	496
Thu nhập khác, ròng	-37	16
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	705	513
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-91	-72
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	614	440
Lợi ích của cổ đông thiểu số	97	70
Lợi nhuận của Công ty mẹ	517	371

Chỉ số hoạt động

-	2019	2020
Tỷ suất lợi nhuận gộp	38.3%	36.4%
Tỷ suất EBITDA	34.4%	33.7%
Tỷ suất EBIT	20.6%	18.1%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	26.7%	19.7%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	23.2%	16.9%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2019	2020
Lãi trước thuế	705	513
Khấu hao TSCĐ	366	408
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-278	-134
Chi phí lãi vay	145	147
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	914	863
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	134	208
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-13	4
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	212	-136
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	30	26
LCTT từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,057	655
Tiền mua tài sản cố định và TSDH	-379	-216
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	13	22
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-21	-60
Tiền thu từ cho vay	14	35
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-300	-31
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư	152	153
Cổ tức và tiền lãi nhận được	145	170
LCTT từ hoạt động đầu tư	-377	73
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu	0	45
Tiền thu được các khoản đi vay	826	902
Tiền trả các khoản đi vay	-959	-1,024
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	-56	-55
Cổ tức đã trả	-478	-353
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-668	-486
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	13	242
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	173	186
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	186	428

Nguồn: Fiin Pro

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2019	2020
TÀI SẢN NGẮN HẠN	1,188	1,356
Tiền và tương đương tiền	186	428
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	44	23
Các khoản phải thu	787	748
Hàng tồn kho, ròng	78	73
TÀI SẢN DÀI HẠN	8,932	8,478
Phải thu dài hạn	35	56
Tài sản cố định	3,345	3,143
Giá trị ròng tài sản đầu tư	0	0
Tài sản dở dang dài hạn	1,800	1,757
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	10,120	9,835
NỢ PHẢI TRẢ	3,553	3,240
Nợ ngắn hạn	1,828	1,745
Phải trả người bán	423	358
Người mua trả tiền trước	131	20
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	5	1
Vay ngắn hạn	652	763
Nợ dài hạn	1,724	1,494
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	224	275
Vay dài hạn	1,426	1,138
VỐN CHỦ SỞ HỮU	6,567	6,595
Vốn góp	2,969	3,014
Thặng dư vốn cổ phần	1,942	1,942
Lãi chưa phân phối	505	435
Lợi ích cổ đông KKS	692	693
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	10,120	9,835

Chỉ số chính

-	2019	2020
Chỉ số định giá		
P/E	21.6	28.7
P/E pha loãng	20.3	28.7
P/B	1.8	1.8
P/S	4.0	4.1
P/Tangible Book	1.7	1.7
P/Cash Flow	9.9	16.2
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	13.6	13.8
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	22.7	25.7
Hiệu quả quản lý		
ROE%	7.9	5.6
ROA%	5.1	3.7
ROIC%	6.3	5.5
Cấu trúc tài chính		
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.3
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.6	0.7
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.7	0.8
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.5	0.5
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.4	0.3
Chỉ số hoạt động		
Vòng quay phải thu	6.8	7.4
Vòng quay hàng tồn kho	21.7	20.9
Vòng phải trả	4.0	4.2

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +10%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-10%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -10%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty Cổ phần Chứng khoán EVEREST (EVS), EVS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của EVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. EVS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của EVS và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của EVS. Khi sử dụng các nội dung đã được EVS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

THÔNG TIN LIÊN LẠC

CTCP CHỨNG KHOÁN EVEREST (EVS)- www.eves.com.vn

Trụ sở chính:

Tầng 2, VNT Tower, 19 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3772 6699 - Fax: (84) 24 3772 6763

Chi nhánh Sài Gòn:

Tầng M, Central Park Tower, 117 Nguyễn Du, Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 6290 6296 - Fax: (84) 28 6290 6399

Chi nhánh Bà Triệu:

Tầng 1, Tòa nhà Minexport, 28 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 39366866 - Fax: (84) 24 3936 6586