



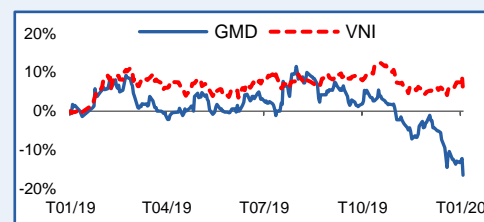
CTCP Gemadept (GMD)

Báo cáo KQKD

Ngành:	Cảng		2018	2019
Ngày báo cáo:	30/01/2020	Tăng trưởng DT	-32,6%	-2,5%
Giá hiện tại:	20.500VND	Tăng trưởng EPS	249,8%	-72,1%
Giá mục tiêu:	34.100VND	Tăng trưởng EPS**	16,8%	-11,8%
TL tăng:	+66,3%	Biên LN gộp	35,8%	37,7%
Lợi suất cổ tức:	7,3%	Biên LN ròng	68,2%	19,5%
Tổng mức sinh lời:	+73,6%	EV/EBITDA	8,4x	7,7x
Khuyến nghị:	MUA	P/E	12,1x	11,8x

GT vốn hóa:	262,6tr USD	GMD	Peers	VNI
Room KN:	0	EV/EBITDA*^	7,7x	9,5x
GTGD/ngày (30n):	670.000USD	P/E (trượt)**	13,5x	18,1x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	P/B (hiện tại)	0,9x	0,9x
SL cổ phiếu lưu hành	296,9 tr	ROE**	7,4%	10,9%
Pha loãng:	296,9 tr	ROA **	4,4%	9,2%
			2,5%	

^ trượt; * EBITDA bao gồm thu nhập từ CT liên doanh liên kết ** không tính lãi bất thường



Tổng quan về Công ty

GMD là một trong những nhà cung cấp dịch vụ logistics lớn nhất của Việt Nam và là một trong số ít các doanh nghiệp trong nước hoạt động từ đầu đến cuối chuỗi giá trị logistics. Ngoài lĩnh vực cốt lõi là điều hành cảng và dịch vụ logistics, GMD còn đầu tư vào cao su và BĐS.

Thái Nhật Đăng
Chuyên viên

Hoàng Nam
Chuyên viên cao cấp

Biên lợi nhuận giảm, lợi nhuận thấp hơn dự báo

- CTCP Gemadept (GMD) đã công bố KQKD năm 2019, trong đó doanh thu giảm 2,5% YoY còn 2,6 nghìn tỷ đồng và LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giảm mạnh 72% YoY còn 515 tỷ đồng. LNST sau lợi ích CĐTS năm 2019 giảm mạnh chủ yếu do lãi tài chính giảm khi năm 2018 là năm có mức cơ sở cao – thời điểm GMD ghi nhận khoản lãi tài chính lớn từ thoái vốn một phần khỏi mảng logistics và vận tải biển.
- Không tính đến khoản lãi tài chính từ việc thoái vốn, LNTT cốt lõi năm 2019 của GMD đã tăng 1,2% YoY đạt 610 tỷ đồng (hoàn thành 91% dự báo cả năm 2019 của chúng tôi).
- Trong quý 4/2019, doanh thu mảng cảng của GMD đã giảm 6,7% YoY (9 tháng 2019: +5,9% YoY) và LNTT cốt lõi giảm 28% YoY (9 tháng 2019: +9,2% YoY), chúng tôi cho rằng diễn biến này chủ yếu đến từ cạnh tranh gia tăng từ cảng nước sâu Lạch Huyện (HICT).
- LNST sau lợi ích CĐTS năm 2019 của GMD hoàn thành 91% dự báo cả năm của chúng tôi, chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu đến từ việc biên lợi nhuận gộp thấp hơn dự kiến trong quý 4/2019, được bù đắp phần nào bởi các khoản lỗ ròng khác thấp hơn dự kiến. Trong bối cảnh cạnh tranh tiếp tục gia tăng tại cụm cảng Hải Phòng, tạo áp lực cho tăng trưởng biên lợi nhuận gộp và doanh thu của GMD, chúng tôi cho rằng có khả năng điều chỉnh giảm dự báo của chúng tôi cho GMD.
- Chúng tôi kỳ vọng GMD sẽ hưởng lợi chính từ hoạt động sản xuất gia tăng tại Việt Nam và cho rằng công ty có định giá hấp dẫn, dù chúng tôi cho rằng thị trường cạnh tranh sẽ tiếp tục có nhiều thách thức do công suất dư thừa tại các cụm cảng chính.

Tăng trưởng doanh thu thấp hơn dự báo của chúng tôi, chủ yếu do mảng vận hành cảng ghi nhận doanh thu tăng 3,4% YoY trong năm 2019 đạt 2,4 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 96% dự báo cả năm của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng chậm hơn này phần lớn đến từ cạnh tranh gay gắt hơn khi HICT gia tăng hiệu suất hoạt động. Số chuyến tàu cập cảng trung bình mỗi tuần tại HICT tăng lên 4 chuyến/tuần trong năm 2019 so với mức chỉ 2,4 chuyến/tuần trong năm 2018. Ngoài ra, tải trọng trung bình của tàu đi vào cảng HICT khoảng 54.000 DWT, cao hơn 3 lần so với tải trọng trung bình của tàu đi vào các cảng hạ nguồn của GMD.

Biên lợi nhuận giảm trong quý 4 tạo thêm ảnh hưởng tiêu cực cho tăng trưởng lợi nhuận. Trong quý 4/2019, biên lợi nhuận gộp mảng vận hành cảng chỉ đạt 28,2% so với mức 37,5% trong quý 4/2018, dẫn đến biên lợi nhuận gộp tính chung cả năm 2019 đạt 37,7% so với dự báo của chúng tôi là 40,3%. Chúng tôi hiện đang trao đổi thêm với công ty về những thông tin cụ thể khi chi tiết về việc biên lợi nhuận quý 4/2019 giảm ngoài dự kiến này còn hạn chế. Chúng tôi tin rằng việc biên lợi nhuận giảm có thể do sự tăng lên của chi phí khấu hao khi GMD đã giải ngân đầu tư XDCB mạnh trong Q4 2019.

Khoản lỗ từ các mảng cao su giảm phần nào thúc đẩy lợi nhuận. Các khoản lỗ ròng khác giảm 60% YoY còn 31 tỷ đồng trong năm 2019, thấp hơn so với dự báo cả năm của chúng tôi là 71 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng các khoản lỗ ròng khác chủ yếu đến từ hoạt động đầu tư không hiệu quả tại các đồn điền cao su tại Campuchia.

Lợi thế thương mại tăng sau khi thu tóm công ty con mới - CTCP Cảng Bình Dương. Số dư lợi thế thương mại của GMD tăng 4,4 lần YoY đạt 296 tỷ đồng tại thời điểm cuối quý 4/2019 sau khi GMD thu tóm 80% cổ phần tại CTCP Cảng Bình Dương. Cảng Bình Dương là 1 cảng sông tại khu vực gần cầu Đồng Nai, cách cảng ICD Phước Long ~13km và cảng Cát Lái ~20km. Lợi thế thương mại tăng sẽ dẫn đến chi phí hao mòn cao hơn trong những năm tới, toàn bộ khoản chi phí này sẽ được ghi nhận trong chi phí G&A.

KQKD chưa kiểm toán quý 4/2019 và năm 2019 của GMD

Tỷ đồng	Q4 2018	Q4 2019	Q4 2019 vs Q4 2018	2018	2019	2019 vs 2018	2019/dự báo 2019 của VCSC
Tổng doanh thu	687	645	-6,2%	2.708	2.641	-2,5%	96,3%
Vận hành cảng	639	596	-6,7%	2.279	2.356	3,4%	96,1%
Logistics	48	49	2,1%	429	285	-33,6%	99,4%
LN gộp	207	193	-6,9%	968	997	2,9%	91,4%
Vận hành cảng	239	168	-29,9%	863	914	6,0%	89,8%
Logistics	-32	25	-177,8%	105	82	-21,8%	119,9%
Chi phí SG&A	-110	-149	35,9%	-423	-462	9,3%	105,0%
Chi phí bán hàng	-15	-37	150,4%	-102	-128	25,8%	119,3%
Chi phí G&A	-95	-113	18,4%	-321	-333	4,0%	100,4%
LN từ HĐKD	97	44	-55,2%	546	529	-3,0%	81,5%
Thu nhập tài chính	66	2	-96,5%	1.625	112	-93,1%	89,6%
Chi phí tài chính	-46	-28	NM	-44	-143	227,6%	89,0%
Thu nhập ròng từ CTLK	70	65	-7,8%	133	239	80,3%	105,1%
Chi phí ròng khác	1	10	657,5%	-78	-31	-59,6%	44,0%
LNTT	188	93	-50,8%	2.182	705	-67,7%	91,7%
LNTT cốt lõi	129	93	-28,4%	603	610	1,2%	90,5%
Lãi tài chính từ thoái vốn	59	0	NM	1.579	95	-94,0%	100,0%
LNST	173	66	-61,5%	1.900	614	-67,7%	89,3%
LNST sau lợi ích CĐTS	155	64	-58,4%	1.847	515	-72,1%	90,8%
Biên LN gộp	30,2%	29,9%		35,8%	37,7%		
Cảng	37,5%	28,2%		37,9%	38,8%		
Logistics	NM	51,4%		24,6%	29,0%		
Biên LN từ HĐKD	14,2%	6,8%		20,2%	20,0%		
Biên LN ròng	18,8%	14,4%		22,3%	23,1%		
Biên LN ròng cốt lõi *	22,5%	10,0%		68,2%	19,5%		

Nguồn: GMD, VCSC

* Không tính tác động ước tính từ thoái vốn.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Thái Nhật Đăng, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên cao cấp, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. 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 Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.