

CTCP Gemadept (GMD) [MUA +46,0%]

Báo cáo cập nhật

Ngành:	Cảng
Ngày báo cáo:	18/02/2020
Giá hiện tại:	20.000VND
Giá mục tiêu:	27.700VND
Giá mục tiêu trước đây	34.100VND
TL tăng:	+38,5%
Lợi suất cổ tức:	7,5%
Tổng mức sinh lời:	+46,0%

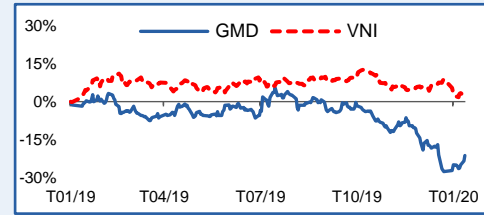
GT vốn hóa:	255,6tr USD
Room KN:	0USD
GTGD/ngày (30n):	370.000USD
Cổ phần Nhà nước:	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành:	296,9tr
Pha loãng:	296,9tr

	2019	2020F	2021F	2022F
Tăng trưởng DT	-2,5%	2,5%	4,9%	4,4%
Tăng trưởng EPS	-72,1%	-8,4%	11,7%	7,4%
Tăng trưởng EPS**	-13,5%	8,0%	12,3%	19,7%
Biên LN gộp	37,7%	38,3%	38,8%	38,4%
Biên LN ròng	19,5%	17,4%	18,6%	19,1%
EV/EBITDA*	7,5x	6,9x	6,1x	5,5x
P/E *	14,0x	13,0x	11,6x	9,7x

	GMD	Peers	VNI
EV/EBITDA^	7,5x	8,4x	NA
P/E (trượt)**	14,0x	16,4x	16,3x
P/B (cốt lõi)	0,9x	0,9x	2,1x
ROE**	7,8%	10,9%	13,5%
ROA**	4,6%	9,2%	2,2%

^ trượt; *EBITDA bao gồm thu nhập ròng từ CT liên kết

**bao gồm đóng góp của Gemalink trong năm 2020 trở đi và điều chỉnh cho tác động từ lãi/lỗ ngoài cốt lõi 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 Nhựt Đăng
Chuyên viên

Hoàng Nam
Chuyên viên cao cấp

Triển vọng tăng trưởng thấp hơn trong bối cảnh cạnh tranh gia tăng

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA cho CTCP Gemadept (GMD), nhưng giảm giá mục tiêu 19% còn 27.700 đồng/CP. Chúng tôi giảm giá mục tiêu chủ yếu do (1) cạnh tranh gia tăng tại cụm cảng Hải Phòng và (2) nhằm phản ánh chiết khấu áp dụng cho công ty đa ngành trong mô hình định giá của chúng tôi.
- Ngoài ra, việc điều chỉnh giảm giá mục tiêu của chúng tôi còn đến từ định giá thấp hơn cho công ty liên kết chính của GMD – CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS). Xem báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi - Công ty triển vọng dài hạn tốt đối mặt với trở ngại ngắn hạn để biết thêm thông tin chi tiết về SCS.
- Chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS trong các năm 2020/2021/2022 lần lượt 12%/8%/4%, chủ yếu do giảm dự báo lượng hàng hóa thông quan trung bình 8% trong giai đoạn 2020-2022, đến từ cạnh tranh gia tăng tại cụm cảng Hải Phòng. Dự báo lợi nhuận năm 2020 của chúng tôi cũng bị ảnh hưởng nhẹ bởi dịch virus corona bùng phát tại Trung Quốc.
- Chúng tôi dự báo doanh thu đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (+2,5% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 472 tỷ đồng (-8,4% YoY) trong năm 2020. Lợi nhuận giảm đến từ giả định không có lãi bất thường trong năm 2020. Không bao gồm lãi/lỗ bất thường, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2020 tăng 8% YoY.
- Chúng tôi kỳ vọng GMD sẽ được hưởng lợi chính từ tình hình hoạt động sản xuất gia tăng tại Việt Nam và chúng tôi cho rằng định giá của GMD là hấp dẫn, dù chúng tôi nhận thấy môi trường cạnh tranh sẽ tiếp tục là 1 thách thức do công suất dư thừa tại các cụm cảng chính.
- Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: tăng trưởng chậm lại của lưu lượng hàng hóa và/hoặc phí dịch vụ, phát triển chậm lại của hệ thống hạ tầng giao thông vận tải tại Việt Nam, khả năng tăng trưởng lưu lượng hàng hóa hạn chế.

Giả định tăng trưởng doanh thu thấp hơn do cạnh tranh gia tăng. Chúng tôi hiện giả định CAGR doanh thu đạt 3,6% trong giai đoạn 2019-2023 so với giả định trước đây là 5,8% trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt tại cụm cảng Hải Phòng đến từ hoạt động tại cảng nước sâu Lạch Huyện (HICT) gia tăng và lượng công suất bổ sung từ các cảng mới (bao gồm MIPEC, Vinalines Đình Vũ). Mức tăng trưởng doanh thu này không tính cảng nước sâu Gemalink khi chúng tôi chưa hợp nhất cảng này vào mô hình dự báo do thông tin hạn chế liên quan đến tình hình tài chính của cảng này.

Bùng phát dịch virus corona có thể ảnh hưởng không đáng kể đến GMD, dựa theo giả định kịch bản cơ bản của chúng tôi. Giai đoạn sau kỳ nghỉ Tết thường là mùa thấp điểm cho các cảng vì lượng hàng hóa xuất khẩu/nhập khẩu chủ yếu đã được thông quan trước Tết

Nguyên Đán. Doanh thu cảng trong quý 1 đóng góp trung bình khoảng 22% trong tổng doanh thu cả năm trong giai đoạn 2017-2019. Kịch bản cơ sở của chúng tôi cho rằng dịch virus corona có thể đạt đỉnh trước cuối quý 1/2020 và các hoạt động thương mại quay về mức bình thường trong quý 2/2020. Ngoài ra, hoạt động thương mại thông qua các cửa khẩu biên giới trên đất liền giữa Trung Quốc và Việt Nam đã giảm trong thời gian bùng phát dịch virus corona, có thể giúp lượng hàng hóa xuất khẩu và nhập khẩu tại cụm cảng Hải Phòng hưởng lợi. Trong bối cảnh ~20% và 40% tổng tàu cập bến tại các cảng hạ nguồn của GMD lần lượt đến từ Trung Quốc và Hồng Kông, chúng tôi cho rằng bùng phát dịch virus corona sẽ giảm ~10% giả định doanh thu cảng của chúng tôi trong quý 1/2020 - tác động giảm nhẹ ~2% giả định doanh thu của chúng tôi trong năm 2020.

Báo cáo tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ VND)					BẢNG CĐKT (tỷ VND)				
	2019	2020F	2021F	2022F		2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	2.641	2.707	2.839	2.964	Tiền và tương đương	186	162	170	178
Giá vốn hàng bán	-1.644	-1.671	-1.738	-1.826	Đầu tư TC ngắn hạn	44	44	44	44
Lợi nhuận gộp	997	1.037	1.101	1.138	Các khoản phải thu	796	846	887	926
Chi phí bán hàng	-128	-134	-140	-147	Hàng tồn kho	80	73	76	80
Chi phí quản lí DN	-333	-338	-354	-372	TS ngắn hạn khác	90	93	97	102
LN thuần HĐKD	535	564	607	620	Tổng TS ngắn hạn	1.196	1.218	1.275	1.329
Thu nhập tài chính	108	25	26	26	TS dài hạn (gộp)	5.440	6.501	6.961	8.248
Chi phí tài chính	-146	-156	-186	-212	- Khấu hao lũy kế	-2.097	-2.501	-2.949	-3.449
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-145</i>	<i>-150</i>	<i>-180</i>	<i>-207</i>	TS dài hạn (ròng)	3.343	4.000	4.012	4.799
Lợi nhuận từ công ty LDLK	239	263	342	421	Đầu tư TC dài hạn	2.688	2.809	2.992	3.235
Lỗ/lãi thuần khác	-31	-31	-35	-40	TS dài hạn khác	2.904	2.933	2.974	3.013
LNTT	705	666	753	814	Tổng TS dài hạn	8.935	9.743	9.977	11.047
Thuế TNDN	-91	-78	-88	-95	Tổng Tài sản	10.131	10.961	11.252	12.377
LNST trước CĐTS	614	587	664	719					
Lợi ích CĐ thiểu số	99	116	137	152	Phải trả ngắn hạn	401	412	428	450
LNST sau lợi ích CĐTS,	515	472	527	566	Nợ ngắn hạn	632	1.127	1.425	2.188
LNST sau lợi ích CĐTS,	460	497	556	599	Nợ ngắn hạn khác	795	811	841	870
					Tổng nợ ngắn hạn	1.829	2.349	2.694	3.507
EBITDA	900	968	1.056	1.120	Nợ dài hạn	1.446	1.609	1.332	1.367
EPS báo cáo, VND	1.649	1.509	1.687	1.811	Nợ dài hạn khác	299	302	306	310
EPS điều chỉnh, VND	1.426	1.541	1.723	1.855	Tổng nợ	3.573	4.261	4.333	5.184
EPS pha loãng, VND	1.649	1.509	1.687	1.811	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS báo cáo, VND	1.500	1.500	1.500	1.500	Vốn cổ phần	2.969	2.969	2.969	2.969
DPS/EPS (%)	91%	99%	89%	83%	Thặng dư vốn CP	1.942	1.942	1.942	1.942
					Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
TỶ LỆ	2019	2020F	2021F	2022F	Lợi nhuận giữ lại	508	534	616	737
Tăng trưởng					Vốn khác	446	446	446	446
Tăng trưởng doanh thu	-2,5%	2,5%	4,9%	4,4%	Lợi ích CĐTS	694	809	947	1.099
Tăng trưởng LN HĐKD	-2,0%	5,5%	7,6%	2,1%	Vốn chủ sở hữu	6.558	6.700	6.919	7.193
Tăng trưởng LNTT	-67,7%	-5,5%	13,1%	8,1%	Tổng cộng nguồn vốn	10.131	10.961	11.252	12.377
Tăng trưởng EPS (1)	-13,5%	8,0%	11,8%	7,7%					
					Số cp lưu hành cuối năm, tr	297	297	297	297
Khả năng sinh lời									
Biên LN gộp %	37,7%	38,3%	38,8%	38,4%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2019	2020F	2021F	2022F
Biên LN từ HĐ %	20,3%	20,8%	21,4%	20,9%	Tiền đầu năm	173	186	162	170
Biên EBITDA	34,1%	35,7%	37,2%	37,8%	Lợi nhuận sau thuế	515	472	527	566
LN ròng trừ CĐTS điều	19,5%	17,4%	18,6%	19,1%	Khấu hao	365	404	449	500
ROE %	8,8%	8,0%	8,9%	9,4%	Thay đổi vốn lưu động	-416	-48	-43	-36
ROA %	6,1%	5,6%	6,0%	6,1%	Điều chỉnh khác (2)	-119	-145	-203	-267
					Tiền từ hoạt động KD	346	682	730	763
Chỉ số hiệu quả vận hành									
Số ngày tồn kho	16	17	16	16	Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-351	-1.061	-460	-1.287
Số ngày phải thu	127	116	117	117	Đầu tư	244	144	161	179
Số ngày phải trả	89	89	88	88	Tiền từ HĐ đầu tư	-108	-918	-299	-1.108
TG luân chuyển tiền	54	44	45	45					
					Cổ tức đã trả	-36	-445	-445	-445
Thanh khoản					Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	0,7x	0,5x	0,5x	0,4x	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-5	494	298	763
CS thanh toán nhanh	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-146	164	-277	35
CS thanh toán tiền mặt	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	Tiền từ các hoạt động TC	-38	0	0	0
Nợ/Tài sản	20,7%	25,9%	24,8%	30,1%	Tiền từ hoạt động TC	-225	213	-424	352
Nợ/Vốn sử dụng	24,1%	29,0%	28,5%	33,1%					
Nợ/Vốn CSH	29,1%	38,1%	37,5%	47,1%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	13	-23	8	7
Khả năng thanh toán lãi vay	6,2x	6,4x	5,9x	5,4x	Tiền cuối năm	186	162	170	178

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC

Ghi chú: (1) không tính lãi / lỗ bất thường; (2) các điều chỉnh khác chủ yếu là thu nhập không phải tiền mặt từ các công ty liên kết, trong khi cổ tức bằng tiền mặt từ các công ty liên kết được xem là dòng tiền từ đầu tư.



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Thái Nhựt 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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 & Hà Nội

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 Thủy 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

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.