

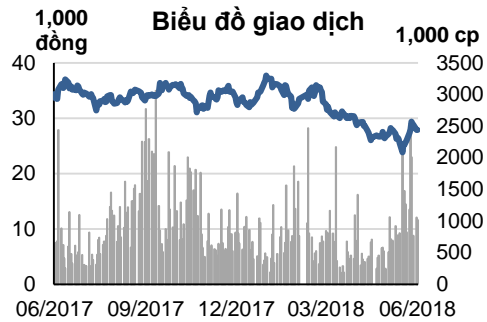
GMD (HOSE) CTCP Gemadept – Giai đoạn tiếp theo

Đánh giá

TRUNG LẬP

Logistics – Cảng biển

Giá thị trường (VND):	27,900
Giá mục tiêu (VND) (2019):	31,800
Tỷ lệ tăng giá:	13.9%
Suất sinh lợi cổ tức:	2.3%
Suất sinh lợi kỳ vọng	16.1%
Suất sinh lợi bình quân năm:	9.1%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-14%	5%	-14%	-18%
Tương đối	-19%	6%	-6%	-57%

Nguồn: Bloomberg, so với VN Index

Thông kê

12/06/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	23.8k-37.7k
SL lưu hành (triệu cp)	288
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,029
Vốn hóa (triệu USD)	352
% khối ngoại sở hữu	20%
SL cp tự do (triệu cp)	172
KLGD TB 3 tháng (cp)	800,270
VND/USD	22,811
Index: VNIndex / HNX	1,024/116

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu

12/06/2018

VI Fund II., L.P & các bên liên quan	15%
ReCollection Pte.Ltd.	9.9%
Deutsche Bank	6.9%

Nguồn: Stoxplus

Võ Hoàng Bảo

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1460

bao.vh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- GMD là một trong số ít công ty logistics Việt nam có thể cung cấp chuỗi dịch vụ logistics tích hợp với cơ sở vật chất của GMD và các liên doanh với các đối tác nước ngoài (cảng biển, cảng cạn, kho bãi, đội tàu xe, ...) trải khắp Việt Nam.
- Ngành vận tải biển vẫn đang hồi phục với xu hướng container hóa và gia tăng cỡ tàu. Điều này tạo điều kiện cho cảng container của GMD.
- Gemalink, dự án đầy tham vọng của GMD, sẽ được tái khởi động trong Q3.2018 và hoàn tất vào cuối 2019. Công suất giai đoạn 1 (1.2 triệu TEU/năm) có thể được lấp đầy trong 3 năm nhờ vào hỗ trợ từ hãng tàu CMA-CGM cũng như liên minh của hãng này.
- Cảng Nam Đình Vũ đã hoạt động từ tháng 5/2017 và dự kiến sẽ đạt 200k TEU trong 2018 và lấp đầy công suất vào 2019. Giai đoạn 2 của NDV cũng sẽ được đầu tư từ Q3.2018.
- Hải Phòng hiện là một cửa ngõ hàng hóa biển của Việt Nam khi đóng góp đến 18% tổng sản lượng hàng hóa qua cảng của Việt Nam và có mức tăng trưởng 17% trong 2017.
- Trong 4 tháng đầu 2018, sản lượng container qua các cảng của GMD ở Hải Phòng ước tính đạt 4.6 triệu tấn (+8%/n) và có thị phần 14%.
- Trong Q1.2018, GMD đã ghi nhận khoảng lãi tài chính 1,356 tỷ từ chuyển nhượng 49% và 51% vốn góp tại hai công ty logistics GSH và GLH cho CJ.

Rủi ro:

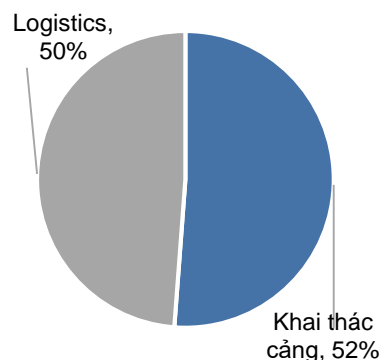
- Tăng trưởng nhanh về công suất cảng tại Hải Phòng đang gây lo ngại về tình trạng dư cung trong dài hạn, đặc biệt khi cảng Quốc tế Lạch Huyện hoạt động (giai đoạn1).
- Khả năng tăng trưởng ở cảng Nam Hải và Nam Hải Đình Vũ không còn đáng kể trong các năm tới.
- Doanh thu mảng Logistics của GMD sẽ bị giảm mạnh do kết quả kinh doanh của GLH không còn được hợp nhất với KQKD của GMD mà chuyển thành một liên doanh với CJ từ 2Q.2018.
- GMD vẫn đang tìm kiếm đối tác thích hợp để thoái vốn ở các dự án trồng cao su. Đến lúc đó, mảng cao su vẫn sẽ tiêu tốn của GMD khoảng hơn 20 tỷ mỗi năm.

Khuyến nghị:

Kỳ vọng tích cực về tình hình kinh doanh của GMD từ 2019 vẫn không đổi, nhưng chúng tôi có một số điều chỉnh về giá trị các khoản thoái vốn dự kiến và về mô hình định giá tương ứng với những thay đổi gần đây trong mảng logistics của GMD. Chúng tôi định giá lại cổ phiếu GMD ở mức **31,800 đ/cp** vào cuối 2019. mức sinh lợi bình quân năm kỳ vọng đạt **9.2%**. Do đó, chúng tôi hạ mức khuyến nghị đối với cổ phiếu GMD xuống **TRUNG LẬP**.

Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F
DT Thuần	3,742	3,984	2,397	2,930
Tăng trưởng (%)	4%	6%	-40%	22%
LN hoạt động	659	597	587	775
Biên lợi nhuận (%)	18%	15%	24%	26%
LNST (tỷ đồng)	444	581	1,852	771
Biên lợi nhuận (%)	12%	15%	77%	26%
SLCP lưu hành (triệu cp)	179	288	288	288
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,244	1,621	5,631	2,119
Tăng trưởng (%)	-3%	30%	247%	-62%
ROE (%)	8%	9%	29%	12%
Nợ ròng/VCSH (%)	29%	15%	18%	25%
PE (x)	22.4	17.2	5.0	13.2
PB (x)	1.0	1.3	1.4	1.4
EV/EBITDA (x)	11.1	10.8	12.0	10.4
Cổ tức (VND)	2,000	0	8,000	1,500
Suất sinh lợi cổ tức (%)	4.46%	0.00%	28.67%	5.38%

Doanh thu Trượt 12T (Q1.2018)



Nguồn: GMD

Kết quả kinh doanh 2017 & Q1.2018

Kinh doanh cốt lõi

Tính đến hết quý 1/2018, hai mảng kinh doanh chính của GMD gồm khai thác cảng và hoạt động logistics lần lượt đóng góp 52% và 28% tổng doanh thu (trượt 12 tháng); 73% và 27% lợi nhuận gộp (trượt 12 tháng) của GMD.

Khai thác cảng

Tổng sản lượng hàng hóa qua các cảng ở Hải Phòng đạt 92 triệu tấn (+17%/n/n) trong 2017. Trong đó, sản lượng hàng qua các cảng của GMD tại khu vực này chỉ tăng trưởng khiêm tốn 5%/n/n. Trong khi sản lượng container của cảng Nam Hải (NH) tiếp tục giảm nhanh (-34%/n/n), cảng Nam Hải Đình Vũ (NHDV) đạt sản lượng 655k TEU, tăng 25% so với cùng kỳ.

Ở phía Nam, với các nâng cấp cơ sở vật chất của cảng Bình Dương, hệ thống ICD của GMD tại phía Nam đã giải quyết được một phần tình trạng quá tải và đạt mức tăng 19%/n/n.

Tổng sản lượng thông qua của GMD trong 2017 đã tăng 11% so với cùng kỳ, đạt 1.5 triệu TEU.

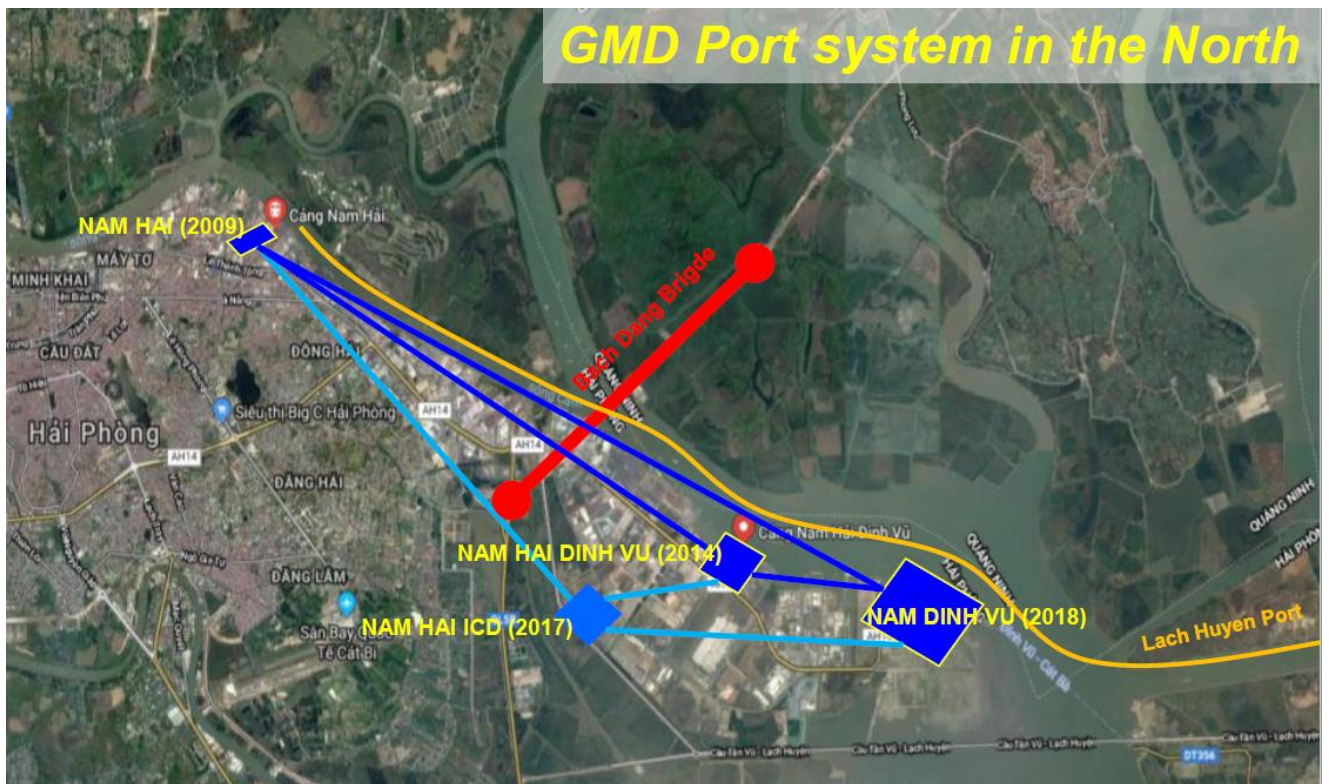
Sản lượng container ('000 TEU)	2016	2017	T12M.2017 (tính đến T5/2017)	T12M.2018 (tính đến T5/2018)
Phía Bắc	781,000	822,370	799,550	857,083
<i>Tăng trưởng (%)</i>		5%		7%
Nam Hải	256,000	167,896	189,429	161,307
<i>Tăng trưởng (%)</i>		-34%		-15%
Nam Hải Đình Vũ	525,000	654,474	610,121	655,863
<i>Tăng trưởng (%)</i>		25%		7%
Nam Đình Vũ	0	0	39,913	39,913
ICD Nam Hải	0	N.A	N.A	N.A
Phía Nam (ICD Phước Long + Cảng Bình Dương)	533,000	636,000		
<i>Tăng trưởng (%)</i>		19%		
Tổng cộng	1,314,000	1,458,370		
<i>Tăng trưởng (%)</i>		11%		

Nguồn: GMD và ước tính của KISVN

Như đã đề cập trong báo cáo trước, do gia tăng áp lực về giá dịch vụ cảng trong 2017 ở Hải Phòng, biên lợi nhuận gộp của mảng khai thác cảng đã giảm từ 42% trong 2016 xuống 38%. Tuy nhiên, nhờ vào tăng trưởng mạnh về sản lượng và ổn định của giá dịch vụ cảng ở phía Nam, doanh thu và LN gộp của mảng này đã tăng lần lượt 12%/n/n và 1.2%/n/n trong 2017. Trong Q1.2018, doanh thu (trượt 12 tháng) từ khai thác cảng đã có mức tăng mạnh +23.2%/n/n và đạt 1,945 tỷ đồng.

Bên cạnh đó, sau 1 năm xây dựng, GMD đã đưa cảng container Nam Đình Vũ (giai đoạn 1) vào hoạt động từ đầu tháng 5/2018. Công suất thiết kế của cảng đạt 500 ngàn TEU/năm và có thể đón tàu có trọng tải lên đến 30,000DWT. Tổng mức đầu tư cho giai đoạn 1 là 1,700 tỷ đồng. Với việc cảng NHDV đã hoạt động vượt công suất thiết kế trong 2 năm gần đây, Nam Đình Vũ sẽ gia tăng tổng công suất cảng của GMD

tại Hải Phòng để kịp thời đón nhận tăng trưởng sản lượng hàng hóa của khu vực và phần hàng hóa chuyển dịch từ các cảng thượng nguồn sông Cẩm.



Nguồn: GMD

Mạng logistics:

Mặt khác, tương tự như dự báo của chúng tôi, cải thiện về kết quả kinh doanh của mạng logistics trong 2017 không thực sự ấn tượng. Tuy doanh thu logistics của GMD tăng trưởng 11%/n trong 2017, biên lợi nhuận ròng đã giảm 1% từ 16% xuống 15% trong 2017 do gia tăng giá nhiên liệu và cạnh tranh trong ngành.

Điểm đáng chú ý của mạng này vừa qua chính là các khoản thoái vốn của GMD. Như đã đề cập trước đây, GMD công bố thực hiện thoái vốn ở một loạt dự án nhằm: (1) tái cấu trúc hoạt động kinh doanh thoái toàn bộ vốn ở những mạng hoạt động không hiệu quả hoặc chuyển nhượng một phần vốn góp và lập liên doanh với các đối tác để mở rộng chuỗi dịch vụ logistics; (2) Phần lớn dòng tiền từ việc thoái vốn sẽ được dùng để tài trợ cho các dự án lớn sắp đến và phần còn lại được chia cho cổ đông dưới dạng cổ tức tiền mặt đặc biệt.

Tình trạng thoái vốn ở các dự án của GMD như sau:

STT	Dự án thoái vốn	% Sở hữu (vào 31/12/2017)	% Thoái vốn dự kiến	Tình trạng
1	CJ Tower – CJ Vietnam	15%		Hoàn tất
2	Gemadep Shipping Holding - GSH	51%		Hoàn tất
3	Gemadep Logistics Holding - GLH	49%		Hoàn tất
4	Cảng tiếp vận Gemadep - Hoa Sen	51%		Đã ký kết. Dự kiến hoàn tất vào Q3.2018
5	Cảng Gemadep Terminal Link (Gemalink)	75%	25%	Tìm kiếm đối tác thích hợp
6	Mạng Cao Su	100%	51%-100%	Tìm kiếm đối tác thích hợp

Nguồn: GMD, KISVN

Do đó, sau khi hoàn tất các giao dịch chuyển nhượng phần vốn góp tại tòa nhà CJ, 2 công ty GSH và GLH trong 2017 và Q1.2018, GMD đã trả cổ tức tiền mặt 80%, tương đương 8,000 đồng/cổ phiếu (65% cổ tức đặc biệt và 15% cổ tức tiền mặt 2016) trong tháng 3/2018.

Tỷ đồng	2016	2017	Tăng trưởng (%)	T12M 2017 (vào Q1.2017)	T12M 2018 (vào Q1.2018)	Tăng trưởng (%)
Doanh thu thuần	3,742	3,984	6.5%	3,752	3,811	1.6%
<i>Khai thác cảng</i>	1,624	1,822	12.2%	1,584	1,951	23.2%
<i>Logistics</i>	2,117	2,162	2.1%	2,168	1,860	-14.2%
GVHB	2,723	2,955	8.5%	2,773	2,719	-2.0%
LN Gộp	1,018	1,029	1.1%	992	1,037	4.5%
<i>Khai thác cảng</i>	689	697	1.2%	668	757	13.4%
<i>Logistics</i>	329	324	-1.4%	324	280	-13.7%
<i>BLN Gộp (%)</i>	27%	26%		26%	27%	2.9%
LN từ thoái vốn	0	114		0	1,356	
LNTT	481	650	35.3%	506	2,039	303.4%
LNST của công ty mẹ	390	508	30%			
LNST của công ty mẹ (Ngoại trừ khoản thoái vốn)	390	417	7%			

Nguồn: GMD, KISVN

Kỳ vọng 2018 và 2019

Chúng tôi giữ kỳ vọng tích cực đối với ngành logistics và cảng biển. Trong khu vực, nhu cầu vận chuyển ở các tuyến dài Châu Á – Bắc Mỹ và tuyến Á – Âu vẫn tăng trưởng tốt và đồng thời hỗ trợ cho sự hồi phục của ngành vận tải container.

Mặt khác, tác động tích cực từ các hiệp định FTA hiện tại và sắp đến như FTA VN-EAEUV, VN-Hàn Quốc (VNKFTA), Việt Nam – EU (EVFTA đã hoàn tất đàm phán vào T12/2015 và kỳ vọng sẽ có hiệu lực từ 2019), RCEP (ASEAN +6 – đang đàm phán), ..., đặc biệt là hiệp định CPTPP (TPP không có Mỹ) đã được chính thức ký kết vào T3/2018, các hiệp định này sẽ đảm bảo cho mức tăng trưởng 12%-15%/năm về sản lượng hàng hóa qua cảng của Việt Nam trong 3-5 năm tới.

Gia tăng cạnh tranh giữa các cảng ở Hải Phòng

Tính đến cuối T4/2018, Hải Phòng đóng góp 18% tổng sản lượng qua cảng của Việt Nam và có mức tăng trưởng đáng kể 17%/n, đạt 41.7 triệu tấn (theo số liệu từ Cục Thống kê Hải Phòng). Với kỳ vọng tích cực của hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng qua cảng sẽ tiếp tục có một mức tăng trưởng mạnh trong 2018.

Ngoài ra, trong 2017, giá dịch vụ cảng trung bình tại Hải Phòng ước tính giảm 11%/n (từ 97k đồng/tấn xuống 86k đồng/tấn), phần lớn được cho là do các cảng thượng nguồn. Với việc xây dựng cầu Bạch Đằng (qua sông Cấm) ngăn cản đáng kể tiềm năng phát triển của các cảng thượng nguồn, các cảng đã giảm giá mạnh để có thể cạnh tranh với các cảng hạ nguồn. Tuy nhiên, chiến lược này chỉ có tác dụng trong ngắn hạn vì:

- (1) Cầu Bạch Đằng đang ở giai đoạn hoàn thiện, sẽ giới hạn cỡ tàu có thể tiếp cận các cảng thượng nguồn dưới 10,000 DWT; vì vậy, các hãng tàu, đại lý vận chuyển, đặc biệt là các hãng quốc tế, sẽ phải lựa chọn các cảng hạ nguồn cho phần lớn các tàu của họ.

- (2) Văn Bản số 19/CHHVN-VTDVHH của Bộ Giao Thông Vận Tải (GTVT) vào tháng 1/2018 đã quy định mức trần và sàn cho giá dịch vụ cảng tại Hải Phòng. Mức phí bốc dỡ của các cảng tại Hải Phòng được quy định như sau:

VND/container	Mức phí dịch vụ quy định	
	Thấp nhất	Cao nhất
Hàng nội địa	350,000	500,000
Hàng xuất/nhập/tạm nhập (không áp dụng cho cảng Lạch Huyện)	683,000	1,206,000
Hàng xuất/nhập/tạm nhập (áp dụng cho cảng Lạch Huyện)	1,046,500	1,365,000
Hàng quá cảnh (không áp dụng cho cảng Lạch Huyện)	523,000	865,000
Hàng quá cảnh (áp dụng cho cảng Lạch Huyện)	773,500	1,024,000

Nguồn: Văn bản số 14714/BGTVT-VT và Quyết định số 3863/QĐ-BGTVT của Bộ GTVT

*Giá phí quy định trong bảng này được áp dụng cho container 20 feet có hàng với dịch vụ bốc dỡ từ tàu xuống bãi cảng.

Do đó, cạnh tranh về giá từ cảng đầu nguồn được kỳ vọng sẽ suy giảm đáng kể trong 2018 trở đi. Bên cạnh đó, có thể thấy trong bảng dưới đây, cung của các cảng hạ nguồn sẽ gia tăng mạnh với 300k TEU công suất gia tăng tại VIP-Green, 500k TEU ở cảng Nam Đình Vũ và đặc biệt là 1.1 triệu TEU của giai đoạn 1 cảng Quốc tế Lạch Huyện (bắt đầu hoạt động từ Tháng 5/2018). Tổng công suất (cho hàng container) của các cảng hạ nguồn ước tính tăng 45% trong 2018 và sẽ đạt 4,500 TEU (khoảng 72 triệu tấn).

Đơn vị: ngàn TEU	Công ty	Sản lượng 2017	Công suất 2017	Công suất 2018	Tăng trưởng %
Cảng VIP-Green	VSC	477	500	800	
Nam Hải Đình Vũ	GMD	654	500	500	
Nam Đình Vũ	GMD	0	500	500	
Tân Vũ	PHP	960	1,000	1,000	
Đình Vũ	DVP/PHP	661	600	600	
Lạch Huyện	Tan Cang	0	0	1,100	
Tổng cộng		2,752	3,100	4,500	45%

Nguồn: DVP, PHP, GMD, VSC và ước tính của KISVN

Ngoài ra, cảng quốc tế Lạch Huyện đi vào hoạt động có thể chưa tác động lớn lên các cảng hạ nguồn như Nam Đình Vũ hay NHDV của GMD ngay trong 2018 do:

- (1) Phân khúc khách hàng của cảng Lạch Huyện là các tàu mẹ (trọng tải thường trên 50,000 DWT) hoạt động trên tuyến khu vực, khác với phân khúc của các cảng hạ nguồn sông Cấm (các tàu feeder với tải trọng <30,000-40,000 DWT).
- (2) Mức phí các dịch vụ cảng của Lạch Huyện sẽ cao hơn so với cảng hạ nguồn do suất đầu tư (trên mỗi TEU), cước phí lưu thông qua cầu Lạch Huyện (~ 20 USD mỗi TEU đối với hãng vận tải) và khoảng cách đến các khu công nghiệp xa hơn.
- (3) Mức phí dịch vụ cảng của Lạch Huyện theo quy định cũng cao hơn các cảng hạ nguồn.

Theo ước tính của chúng tôi, tổng sản lượng hàng qua cảng tại Hải Phòng có thể đạt mức 100 triệu tấn (+13%/n/n) trong 2018 với tỷ lệ hàng container cao hơn (hiện tại tỷ

lệ container và hàng rời là 3:7). Theo đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng về sản lượng hàng tại khu vực này có thể hỗ trợ cho mức tăng công suất của các cảng hạ nguồn đến 2020. Do đó, rủi ro dư cung được đánh giá là không đáng kể đến 2020.

Những dự án lớn tiếp theo

Trong Đại hội cổ đông 2018, GMD đã giới thiệu các khoản đầu tư lớn trong năm:

Giai đoạn 2 cảng Nam Đình Vũ: Ở phía Bắc, GMD tiếp tục gia tăng công suất cảng tại Hải Phòng với giai đoạn 2 cảng Nam Đình Vũ. Dự kiến bắt đầu từ Q3.2018 và kết thúc vào cuối 2019, vốn đầu tư cho giai đoạn 2 ước tính sẽ tương đương giai đoạn 1 (1,700 tỷ VND) để nâng công suất của NDV từ 500k TEU/năm lên 1 triệu TEU/năm.

Cảng Gemadept Terminal Link (Gemalink): Ở phía Nam, GMD sẽ tái khởi động dự án tham vọng về cảng nước sâu Gemalink tại Cái Mép – Thị Vải từ Q3.2018. Giai đoạn đầu của Gemalink (vốn đầu tư dự kiến ở 340 triệu USD) có công suất thiết kế 1.2 triệu TEU/năm với 2 bến chính với tổng chiều dài 800m (dài nhất trong các cảng container hiện tại ở Cái Mép – Thị Vải), 370m bến phụ cho xà lan và 33ha kho bãi. Nằm ở khu vực cửa sông với mức nước sâu nhất khu vực (-14m), Gemalink có thể tiếp nhận tàu cỡ lớn (đến 200,000 DWT ~ 20,000 TEU – cỡ tàu lớn nhất hiện nay) và cùng lúc làm hàng ở 2 tàu mẹ cùng 1 tàu feeder hoặc xà lan. Gemalink có thể xem như là dự án cảng lớn nhất tại khu vực.

Việc xây dựng Gemalink dự kiến hoàn tất vào cuối 2019 đầu 2020. Mặc dù công suất thiết kế lớn nhưng GMD kỳ vọng Gemalink có thể hoạt động hết công suất trong 3 năm (2020-2022) nhờ vào hãng tàu CMA-CGM (hãng này cũng góp 25% vốn Gemalink và cam kết sẽ lấp đầy 60-80% công suất sau khi đi vào hoạt động), chưa kể đến hỗ trợ từ liên minh hàng hải Ocean Alliance (CMA-CGM và APL) cùng các hãng vận tải container khác hoạt động trên tuyến Châu Á – Bắc Mỹ.

Dự phóng

Chúng tôi kỳ vọng trong 3-5 năm tiếp theo, mảng khai thác cảng sẽ đóng vai trò chính yếu cho cả doanh thu và lợi nhuận của GMD. Với hệ thống cảng biển và ICD ở các trung tâm kinh tế chính của Việt Nam tại cả phía Bắc và Nam, GMD có lợi thế đáng kể trước các đối thủ cùng ngành trong việc cung cấp dịch vụ logistics tích hợp. Trong giai đoạn 2018-2020, Nam Đình Vũ (phía Bắc) và ICD Phước Long (phía Nam) sẽ là nhân tố tăng trưởng chính cho GMD.

Mặt khác, do phần lớn các công ty con của GMD trong mảng logistics đã chuyển thành các liên doanh, liên kết cùng với các đối tác quốc tế, chúng tôi tin rằng việc chuyển đổi này có thể mang lại lợi ích đáng kể cho GMD trong dài hạn. Thông qua các liên doanh liên kết này, GMD có thể xâm nhập sâu hơn vào chuỗi giá trị logistics toàn cầu (như liên doanh với CJ Logistics) mà không phải tự tìm cách cạnh tranh trực tiếp với các đối thủ lớn trong khu vực.

Trong ngắn hạn, sẽ có một số biến động trong báo cáo tài chính 2018 của GMD khi kết quả kinh doanh của GSH (một công ty logistics của GMD) sẽ không còn được hợp nhất từ Q2.2018. Điều này sẽ dẫn đến một mức sụt giảm mạnh về tổng doanh thu trong báo cáo kết quả kinh doanh của GMD trong 2018 và gia tăng khoản lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết.

Do đó, chúng tôi đã điều chỉnh mô hình dự phóng và định giá GMD nhằm phản ánh những thay đổi trong cơ cấu hoạt động GMD. Chúng tôi dự phóng doanh thu của GMD trong năm 2018 và 2019 lần lượt ở mức 2,397 tỷ đồng (-40%/n/n) và 2,930 tỷ đồng (+22%/n/n). LNST trong 2018 và 2019 dự kiến đạt mức 1,852 tỷ (+219%/n/n) và

771 tỷ (-58%/n/n). Loại trừ khoản lợi nhuận đến từ thoái vốn, LNST của công ty mẹ dự kiến đạt 516 tỷ (+24%/n/n) và 664 tỷ (+29%/n/n).

Tỷ VND	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	3,742	3,984	2,397	2,930
Tăng trưởng (%)	4%	6%	-40%	22%
<i>Khai thác cảng</i>	1,624	1,822	2,171	2,663
<i>Logistics</i>	2,117	2,162	226	268
Lợi nhuận gộp	1,018	1,029	846	1,093
Lợi nhuận từ thoái vốn	0	114	1,560	0
LNTT	481	650	2,200	857
LNST	444	581	1,852	771
Tăng trưởng (%)	-4%	31%	219%	-58%
LN cho công ty mẹ	390	508	1,764	664
LN cho công ty mẹ (loại trừ LN từ thoái vốn)	390	417	516	664
Tăng trưởng (%)	-3%	7%	24%	29%
EPS hiệu chỉnh (loại trừ LN thoái vốn)	1,244	1,330	1,648	2,119
Tăng trưởng (%)	-3%	30%	247%	-62%

Nguồn: GMD, dự phóng của KISVN

*Trong ước tính, chúng tôi sử dụng một số giả định sau:

Các dự án BĐS của GMD sẽ vẫn chưa đóng góp doanh thu hay LN cho GMD trong các năm tiếp theo

GMD sẽ thoái vốn 25% tại Gemalink và 50% vốn góp tại mạng Cao su cho đối tác chiến lược trong 2019 và 220.

Trong báo cáo trước, chúng tôi giả định tổng LN từ thoái vốn tiếp theo sẽ đạt 3,099 tỷ và 1,938 tỷ. Tuy nhiên, do chưa có cơ sở đáng tin cậy, chúng tôi giả định một cách thận trọng rằng giá trị thoái vốn ở các dự án sắp đến sẽ bằng giá trị sổ sách. Do đó, trong mô hình dự phóng lần này, chúng tôi chỉ tính đến dòng tiền từ thoái vốn, chứ không phải lợi nhuận. Trong thời gian đến, chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật nếu có thêm thông tin về vấn đề này.

Cổ tức tiền mặt từ 2018 trở đi được kỳ vọng đạt 15%/năm.

Định giá

KQKD của GMD sẽ có một số biến động ngắn hạn đến từ thay đổi trong bộ máy hoạt động cũng như cảng mới (Nam Đình Vũ) bắt đầu hoạt động trong tháng 5/2018. Như báo cáo trước của chúng tôi, từ 2019 trở đi thì KQKD của GMD sẽ cải thiện đáng kể và thể hiện được rõ hơn tiềm năng của GMD. Do đó, trong báo cáo này chúng tôi định giá cổ phiếu GMD vào cuối 2019.

Trong báo cáo trước, chúng tôi sử dụng tỷ số EV/EBITDA để định giá cổ phiếu GMD. Tuy nhiên, sau loạt thay đổi về cấu trúc hoạt động của mảng logistics, EBITDA sẽ không hoàn toàn thể hiện được kết quả kinh doanh của GMD nữa. Theo đó, với những điều chỉnh trong mô hình dự phóng, chúng tôi sử dụng tỷ số P/E.

Các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực được chúng tôi lựa chọn để so sánh như sau:

Doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa (Tỷ VND)	Tỷ số P/E hiện tại	Tỷ số P/E TB 1 năm
Bintulu Port Holdings Bhd	MALAYSIA	672	20	18
Chongqing Gangjiu Co Ltd	CHINA	589	8	26
Xiamen International Port Co Ltd	CHINA	490	8	8
Asian Terminals Inc	PHILIPPINES	489	10	10
Navkar Corp Ltd	INDIA	314	23	31
Gateway Distriparks Ltd	INDIA	300	24	32
Pakistan International Container Terminal Ltd	PAKISTAN	259	12	13
Trung bình			15	20

Nguồn: Bloomberg, KISVN

Dùng mức P/E trung bình là 15, chúng tôi định giá cổ phiếu GMD ở mức **31,800 đồng/cp** vào cuối 2019; do đó, với giá đóng cửa hiện tại (vào ngày 11/06/2018) tại 27,900 đồng/cp, tỷ suất sinh lời bình quân năm kỳ vọng đạt 9.2% (bao gồm suất sinh lời cổ tức 5% trong 2019).

	Target
PER (x)	15
EPS hiệu chỉnh 2019 (VND)	2,119
Giá mục tiêu 2019 (VND/cp)	31,800
Tỷ lệ tăng giá	13.9%
Suất sinh lợi cổ tức	2.2%
Tổng suất sinh lợi kỳ vọng	16.1%
Suất sinh lợi bình quân năm	9.2%

Nguồn: Dự phóng của KISVN

Do đó, mặc dù hoạt động cốt lõi của GMD vẫn đang diễn biến tương tự như kỳ vọng, chúng tôi hạ mức khuyến nghị đối với cổ phiếu GMD từ **TĂNG TỶ TRỌNG** trong báo cáo trước xuống **TRUNG LẬP** đến từ:

- Chúng tôi đưa ra ước tính cẩn trọng hơn về giá trị các khoản thoái vốn của GMD.
- Định giá của các công ty Logistics và Cảng biển trong khu vực đã giảm từ báo cáo trước của chúng tôi, đặc biệt từ đầu 2018, do các lo ngại về xu hướng gia tăng của giá nhiên liệu.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 8,043 tỷ VND			
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	3,742	3,984	2,397	2,930
Tăng trưởng (%)	4%	6%	-40%	22%
<i>Khai thác cảng</i>	1,624	1,822	2,171	2,663
<i>Logistics</i>	2,117	2,162	226	268
GVHB	2,723	2,955	1,550	1,837
<i>Biên LN gộp (%)</i>	27%	26%	35%	37%
Chi phí BH & QLDN	360	432	260	318
EBITDA	938	909	837	1,025
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	25%	23%	35%	35%
Khấu hao & Phân bổ	280	311	250	250
Lợi nhuận từ HĐKD	659	597	587	775
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	18%	15%	24%	26%
Chi phí lãi vay ròng	100	130	121	129
% so với nợ ròng	8%	10%	11%	9%
<i>Khả năng trả lãi vay(x)</i>	6.57	4.60	4.86	6.02
Lãi/lỗ khác	-78	183	1,734	210
Từ thoái vốn	0	114	1,560	0
Từ liên doanh/ liên kết	50	109	174	210
Thuế	37	69	348	86
<i>Thuế suất hiệu dụng (%)</i>	8%	11%	16%	10%
Lợi nhuận ròng	444	581	1,852	771
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	12%	15%	77%	26%
Lợi ích CĐ thiếu số	54	74	88	107
LN cho công ty mẹ	390	508	1,764	664
Số lượng CP (triệu)	179	288	288	288
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,244	1,621	5,631	2,119
<i>Tăng EPS (%)</i>	-35%	-19%	247%	-62%
Cổ tức (VND)	2,000	0	8,000	1,500
<i>Tỷ lệ trả cổ tức (%)</i>	100%	0%	142%	71%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
Thay đổi vốn lưu động	-71	143	-386	130
Capex	945	1,126	2,339	1,729
Dòng tiền khác	389	-1,067	-2,034	-751
Dòng tiền tự do	-539	691	2,183	-87
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	271	40	2,306	432
Thay đổi nợ ròng	810	-651	123	519
Nợ ròng cuối năm	1,693	1,042	1,165	1,685
Giá trị doanh nghiệp (EV)	10,436	9,836	10,047	10,674
Tổng VCSH	5,867	7,095	6,499	6,785
Lợi ích cổ đông thiểu số	700	751	839	946
VCSH	5,166	6,344	5,661	5,839
Giá trị sổ sách/cp (VND)	28,792	22,005	19,636	20,255
<i>Nợ ròng / VCSH (%)</i>	29%	15%	18%	25%
<i>Nợ ròng / EBITDA (x)</i>	1.80	1.15	1.39	1.64
Tổng tài sản	10,118	11,291	10,960	11,818

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018F	2019F
<i>ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)</i>	7.6%	8.8%	29%	12%
<i>ROA (%)</i>	4.4%	5.1%	17%	7%
<i>ROIC (%)</i>	7.4%	8.7%	25%	11%
<i>WACC (%)</i>	13%	14%	14%	13%
<i>PER (x)</i>	22.4	17.2	5.0	13.2
<i>PBR (x)</i>	0.97	1.27	1.42	1.38
<i>PSR (x)</i>	2.15	2.02	3.36	2.74
<i>EV/EBITDA (x)</i>	11.1	10.8	12.0	10.4
<i>EV/sales (x)</i>	2.8	2.5	4.2	3.6
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	4.5%	0.0%	28.7%	5.4%

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.