

CTCP GEMADEPT (GMD)

Giá thị trường
VND25.200

Giá mục tiêu
VND28.000

Tỷ suất cổ tức
7,7%

Khuyến nghị
NĂM GIỮ

Ngành
Công nghiệp

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá

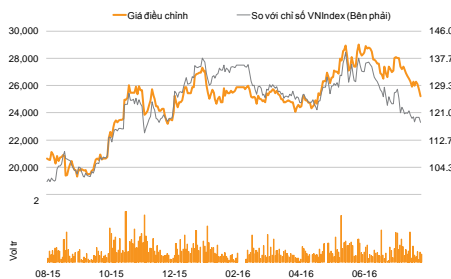


Ngày 04/08/2016

Nguyễn Hồng Quang, CFA

quang.nguyenhong@vndirect.com.vn

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	29,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	19,322
KLGDDBQ (3thg)	8,374tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	4.522
SL CP đang lưu hành (tr)	183
Free float (%)	78
Beta	1,5

Cơ cấu sở hữu

Cổ đông lớn	% Sở hữu
ReCollection Ltd.	12,0
Deutsche Bank Akt	6,5
Deutsche Bank AG	4,8
PYN Elite Fund	4,8
Market Vectors VN	4,0

Nguồn: VNDIRECT

GMD là một trong những doanh nghiệp hiệu quả nhất của ngành Logistics. Lợi thế cạnh tranh lớn nhất của GMD đến từ mạng lưới các tài sản có giá trị. Tăng trưởng trong tương lai sẽ đến từ mảng logistics. GMD có mức định giá tương đương với một số doanh nghiệp trong ngành, và khó cải thiện trong ngắn hạn.

Mảng khai thác cảng không còn khả năng tăng trưởng nhưng tiếp tục đem lại dòng tiền dồi dào để đầu tư vào mảng Logistics. Cảng Nam Hải Đình Vũ (NDP) của GMD sẽ đạt 100% công suất vào 2016, góp phần đem lại khoảng 1.923 tỷ VND doanh thu (DT) (+13% yoy). **Mảng dịch vụ logistics còn nhiều tiềm năng phát triển tuy tốc độ tăng trưởng chậm hơn.** Trong 2016, GMD sẽ đưa vào hoạt động hai trung tâm phân phối (DC) mới, giúp tăng diện tích hệ thống DC của GMD lên gấp 5 lần. Tuy nhiên, các kho này cần nhiều thời gian để đạt được mức khai thác tối ưu. Do vậy, DT và lợi nhuận (LN) mảng logistics sẽ không tăng mạnh trong các năm tới.

Các dự án đầu tư ngoài ngành là yếu tố rủi ro chính. Dự án cảng Gemalink và dự án trồng cao su tại Campuchia có mức đầu tư đã thực hiện vào khoảng 2.740 tỷ VND. Hai dự án này chưa có ảnh hưởng đáng kể tới kết quả kinh doanh của GMD nhưng có ảnh hưởng lớn tới lợi ích của nhà đầu tư.

Triển vọng 2016: DT dự phóng đạt 3.851 tỷ VND (+7% yoy), lợi nhuận sau thuế (LNST) dự phóng đạt 515 tỷ VND (+12% yoy). Nếu VI Fund II (VIF) thực hiện chuyển đổi trái phiếu tại thời điểm hiện tại, LNST có thể đạt 550 tỷ VND (+19% yoy) do giảm chi phí lãi vay. Tuy nhiên EPS 2016 sẽ bị pha loãng khoảng 10,7%.

Định giá: GMD hiện giao dịch ở mức P/E khoảng 11 lần, tương đương với các công ty cùng ngành. Tuy nhiên mức định giá này khó có thể được cải thiện do 1) Room khối ngoại đã đầy mặc dù nhu cầu từ khối ngoại còn nhiều, 2) Ít yếu tố đột biến trong các năm tiếp theo. Mặc dù vậy, GMD là một CP đáng nắm giữ đối với các nhà đầu tư tầm nhìn dài hạn đối với ngành Logistics.

Tổng quan tài chính (VND)	12-14A	12-15A	12-16E	12-17E
Doanh thu (tỷ)	3,013	3,586	3,851	3,855
Tăng trưởng DT	19%	19%	7%	0%
Biên lợi nhuận gộp	21%	26%	27%	27%
EBITDA thuần (tỷ)	580	936	962	955
LN ròng (tỷ)	531	402	450	548
Tăng trưởng LN ròng	176%	(24%)	12%	22%
LN trên cổ phiếu	4,598	3,444	3,009	3,056
Giá trị sổ sách/cp	42,002	42,514	29,575	31,354
ROAE	11%	8%	9%	10%

Nguồn: VNDIRECT

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH

Công ty Cổ phần Gemadept (GMD) được thành lập năm 1990, khởi điểm với hoạt động giao nhận, vận tải. Công ty lần lượt mở rộng hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực khai thác cảng (1995), vận tải đường biển (2007), trung tâm logistics (2008), và cảng hàng hóa hàng không (2009). Tính đến thời điểm hiện tại, GMD có đầy đủ cơ sở hạ tầng để phục vụ các phân khúc quan trọng trong ngành logistics tại Việt Nam.

GMD ít khi thực hiện các hoạt động mua bán và sáp nhập (M&A). Tuy nhiên các hoạt động M&A của Công ty đều mang tính chiến lược, giúp Công ty mở rộng mạng lưới logistics. Ví dụ, năm 2012 và 2013, GMD thực hiện mua lại cổ phần tại cảng Nam Hải Đình Vũ, nâng mức sở hữu lên 85%. Tuy nhiên, GMD cũng thực hiện một số khoản đầu tư không cốt lõi như dự án cao ốc Gemadept số 6 Lê Thánh Tôn, dự án trồng cây công nghiệp tại Campuchia. Các khoản đầu tư này, dù chưa gây ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh nhưng cũng làm phân tán các nguồn lực của Công ty.

Phần lớn các thành viên Hội đồng Quản trị (HĐQT) của GMD đều có trên 15 năm kinh nghiệm trong ngành Logistics hoặc trong Công ty. Điều này giúp GMD có hiểu biết và kỹ thuật để đáp ứng các yêu cầu khắt khe của các khách hàng nước ngoài.

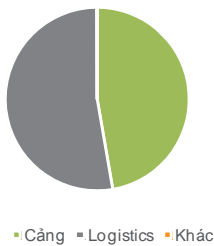
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

DT của GMD đến từ hai mảng chính: mảng khai thác cảng và mảng dịch vụ logistics. Mảng khai thác cảng đem lại 47% DT và 75% lợi nhuận gộp (LNG). Mảng logistics đem lại 53% DT và 25% LNG. Một phần rất nhỏ DT khác đến từ việc cho thuê văn phòng.

Mảng khai thác cảng đạt mức tăng trưởng DT hai con số trong nhiều năm và hiện đã chững lại. Do vậy, DT mảng dịch vụ logistics sẽ tăng dần tỷ trọng trong tương lai. DT mảng khai thác cảng sẽ tăng trở lại nếu GMD hoàn thành và đưa vào khai thác dự án cảng nước sâu Gemalink.

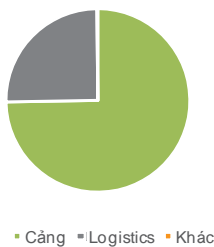
Mảng logistics bao gồm nhiều hoạt động kinh doanh có tính bổ sung/hỗ trợ lẫn nhau: quản lý nhà kho/DC, vận tải bộ, vận tải thủy, vận tải siêu trường siêu trọng.

Cơ cấu doanh thu



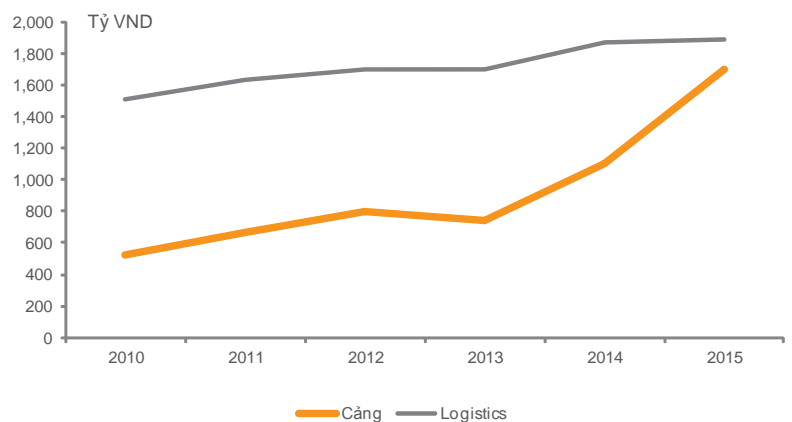
Nguồn: GMD

Cơ cấu lợi nhuận gộp



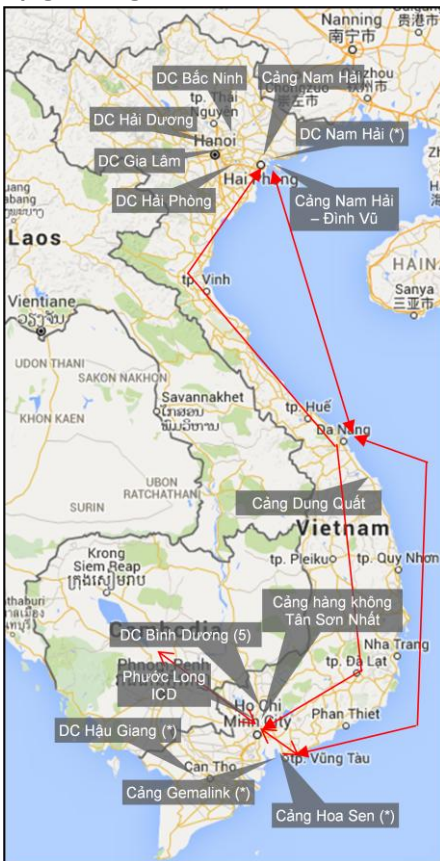
Nguồn: GMD

Biến động doanh thu



Nguồn: GMD, VNDIRECT

Mạng lưới logistics



Nguồn: GMD, VNDIRECT

Cảng Nam Hải Đình Vũ

Chiều dài bến	350m
Khả năng đón tàu	30.000 DWT
Kho	3.000m ²
CY	120.000m ²
	12.000 TEU

Nguồn: GMD, VPA

Mạng lưới logistics rộng khắp cả nước

GMD là một trong số ít các công ty sở hữu đầy đủ các tài sản quan trọng của một chuỗi logistics: trung tâm phân phối, cảng biển, cảng hàng hóa hàng không, phương tiện vận tải bộ/thủy. Các tài sản này được phân bổ tại các vùng kinh tế trọng điểm của miền Nam, miền Bắc và miền Trung. Do vậy, GMD có khả năng cung cấp các dịch vụ logistics bên thứ ba (3PL) và thiết kế các giải pháp logistics riêng biệt nếu khách hàng có nhu cầu khác biệt.

Việc sở hữu chuỗi tài sản này giúp GMD có nhiều lợi thế cạnh tranh hơn các công ty chỉ nắm giữ các tài sản như nhà kho/DC và phương tiện vận tải. Chuỗi sản phẩm của GMD giúp các khách hàng cắt giảm chi phí tại các khâu trung gian so với việc sử dụng các dịch vụ logistics riêng lẻ. Thêm vào đó, khách hàng sẽ tiết kiệm được các nguồn lực như chi phí quản lý và thời gian cho việc tổ chức hoạt động logistics vốn không phải là chuyên môn của khách hàng.

Hệ thống cảng tại ba miền

Hệ thống cảng của GMD có công suất thiết kế khoảng 1,3tr TEU/năm và đang hoạt động ở mức >90% công suất. Biên LNG luôn ở mức cao nhất trong ngành, khoảng 40%. GMD chiếm 9% thị phần bốc xếp container cả nước với sản lượng khoảng 1,2tr TEU năm 2015, chỉ sau Tổng Công ty Tân Cảng Sài Gòn (SNP, 43% thị phần toàn quốc).

Hệ thống cảng biển của GMD

Cảng	Vị trí	Công suất/Năm	% Công suất
Nam Hải	Hải Phòng	150.000 TEU	157
Nam Hải Đình Vũ	Hải Phòng	500,000 TEU	90
GMD Dung Quất	Dung Quất	150.000 TEU	66
		2,5 tr Tấn hàng rời	
Phước Long ICD	Tp. HCM	500.000 TEU	100

Nguồn: GMD, VNDIRECT

Các cảng khu vực miền Bắc

Hai cảng container lớn nhất của GMD nằm tại khu vực Hải Phòng là cảng NDP và cảng Nam Hải (NHP).

Cảng NDP hiện là cảng hoạt động hiệu quả nhất trong số các cảng của GMD. Nằm sát cửa sông Cấm, cảng được hưởng lợi từ độ sâu luồng -7m nên có khả năng đón tàu đến 30.000 DWT. Trong 2 năm trở lại đây, NDP đóng vai trò quyết định trong tăng trưởng DT của GMD. Kể từ khi đi vào hoạt động (cuối 2013), NDP đã giúp DT mảng cảng biển của GMD tăng hơn gấp đôi. Năm 2015, cảng đạt sản lượng khoảng 460.000 TEU (+68% yoy). Việc DC Nam Hải đi vào hoạt động có thể giúp NDP đạt sản lượng tối đa khoảng 600.000 TEU vào năm 2016.

Cảng NHP có vị trí kém thuận lợi hơn NDP do nằm sâu hơn trong sông Cấm. NHP chỉ có thể đón tàu 10.000 DWT. Tuy nhiên cảng này cũng hoạt động rất hiệu quả và vượt công suất tối ưu từ nhiều năm nay.

Trong dài hạn, hai cảng này sẽ không còn khả năng tăng trưởng do không thể mở rộng. Tăng trưởng sản lượng container của khu vực Hải Phòng sẽ được duy trì ở mức trên dưới 10%/năm nhờ dòng vốn FDI tiếp tục đổ vào các khu công nghiệp Trảng Dục, Trảng Cát. Để bắt kịp xu thế tăng trưởng của khu vực, GMD sẽ phải tiếp tục đầu tư một cảng mới. Việc đầu tư có thể gặp khó khăn do các khu đất đủ điều kiện để xây cảng tại khu vực bán đảo Đình Vũ không còn nhiều.

Cảng Dung Quất

Chiều dài bến	145m
Khả năng đón tàu	70.000 DWT
Kho	18.404m ²
CY	15.446m ²

Nguồn: GMD

Cảng Phước Long

Chiều dài bến	385m
Kho CFS	5.000m ²
CY	150.000m ²
Kho lạnh	20.000m ²

Nguồn: GMD

Cảng Gemalink

Công suất giai đoạn 1	1.200.000 TEU/ năm
Công suất giai đoạn 2	1.200.000 TEU/ năm
Khả năng đón tàu	200.000 DWT

Nguồn: GMD

Hệ thống DC của GMD

DC	Diện tích
DC 1	8.800m ²
	10.000 pallet
DC 2	24.000m ²
	60.000 pallet
DC 3	11.000m ²
	18.300 pallet
DC 4	10.200m ²
DC An Thạnh	29.000m ²
Nam Hải Logistics	217.332m ²
Mekong Logistics*	150.651m ²
	48.000m ² kho lạnh
Mega DC Hải Dương	15.680m ²

*Mekong Logistics dự kiến đi vào hoạt động từ cuối 2016

Nguồn: GMD, VNDIRECT

Cảng Dung Quất – khu vực miền Trung

Cảng Dung Quất (DQP) đóng vai trò cửa ngõ cho khu vực kinh tế miền Trung bao gồm Khu kinh tế mở Chu Lai và Khu công nghiệp Việt Nam – Singapore (VSIP). Cảng phục vụ xếp dỡ hàng khô (dăm gỗ, xi măng, cát v.v.) và hàng rời (trang thiết bị, máy móc siêu trường siêu trọng). DQP có khả năng đón tàu trọng tải lớn đến 70.000 DWT và có thể lấp đầy tàu này trong 3 ngày nhờ hai băng tải với tổng công suất 16,000 tấn/ngày. Năm 2015, DQP đạt sản lượng 1,65 tấn (+2% yoy). Sản lượng tuy tăng không nhiều nhưng DQP luôn có nguồn hàng ổn định. Trong tương lai, DQP có thể tăng trưởng nhanh hơn và mở rộng việc làm hàng container khi các khu công nghiệp trong vùng phát triển hơn. Tính đến tháng 6/2016, lượng FDI giải ngân của tỉnh Quảng Ngãi đạt 7,25 tỷ USD (+15,1% yoy). Giá trị xuất nhập khẩu 5 tháng đầu năm của khu vực FDI (không kể xuất khẩu dầu thô) đạt 104,73 tỷ USD (+8,4% yoy), chiếm hơn 60% giá trị xuất nhập khẩu của tỉnh.

Các cảng khu vực miền Nam

Cảng Phước Long ICD (PIP) đóng vai trò cầu nối cho hoạt động xuất nhập khẩu của các tỉnh khu vực Đồng bằng sông Cửu Long và Campuchia. Hàng hóa sẽ được chờ bằng xà lan tới PIP, sau đó được chở ra các cảng thuộc khu vực Cái Mép để xuất khẩu sang Châu Âu, Mỹ, Nhật Bản hoặc để xuất sang Trung Quốc qua các cảng tại Hải Phòng. PIP là cảng đầu tiên hoạt động theo mô hình cảng nổi trên sông. Container từ xà lan được xếp lên tàu feeder bằng cần trục được đặt trên bệ nổi. PIP giúp các chủ hàng tiết kiệm được rất nhiều chi phí vận tải do tránh được tắc đường tại khu vực Hồ Chí Minh. PIP không còn khả năng tăng trưởng do đã đạt công suất tối đa.

Bên cạnh các cảng đang hoạt động, GMD còn sở hữu 65,13% dự án cảng Cái Mép Gemadept – Terminal Link (Gemalink). Số cổ phần còn lại thuộc sở hữu của CMA CGM, nhà vận hành cảng và vận tải container lớn thứ ba thế giới. Dự án Gemalink mới hoàn thành được 39% và đã được tạm hoãn từ 2012 do lượng hàng qua khu vực Cái Mép không đủ nhiều. Hiện tại, tình hình kinh doanh khu vực Cái Mép đã chuyển biến tích cực hơn. Năm 2015, có hơn 380 chuyến tàu mẹ vào khu vực Cái Mép (+61% yoy, chiếm 30% tổng lượt tàu vào). GMD có dự tính tái khởi động dự án Gemalink. Trong trường hợp dự án được thông qua, thời gian hoàn thành dự kiến là vào khoảng 2019 (2 năm thi công) và chi phí đầu tư vào khoảng 200tr USD. GMD sẽ trở thành nhà vận hành cảng lớn thứ 2 cả nước.

Hệ thống DC và kho bãi tại các vị trí quan trọng

Hệ thống kho bãi của GMD có diện tích lên đến hơn 123.000m². Các DC và các kho của GMD đều nằm tại các khu công nghiệp hoặc tại các nút giao thông quan trọng. Các DC là nền tảng để GMD phát triển các dịch vụ giá trị gia tăng và các giải pháp logistics.

Các khách hàng của GMD khá đa dạng và chủ yếu tập trung vào các ngành hàng như hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), điện máy (E-Goods), công nghiệp ô tô, và bán lẻ. Một số dịch vụ tiêu biểu của GMD có thể kể đến: giải pháp vận chuyển cho Big C khu vực miền Nam, dịch vụ trọn gói cross-docking cho hệ thống Vinmart và Vinmart+ tại miền Bắc, dịch vụ 3PL trọn gói cho Diana Unicharm tại Bình Dương, và giải pháp cắt giảm chi phí logistics tuyến Nam – Bắc cho Unilever. Ngoài ra, GMD còn phục vụ nhiều nhà sản xuất có tên tuổi như Masan, Kinh Đô, Vinamilk, P&G, Samsung, Honda.

Một bước đi chiến lược của GMD là thành lập Mekong Logistics (MKL) tại Hậu Giang. MKL ra đời nhằm đáp ứng nhu cầu rất lớn về kho lạnh đối với mặt hàng thực phẩm tươi sống, cụ thể là tôm đông lạnh. MKL là liên doanh giữa GMD (51%) và Công ty Cổ phần Tập đoàn Minh Phú (HSX: MPC). MPC là nhà xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam với khoảng 23% thị phần xuất khẩu. MKL sẽ giúp MPC tiết kiệm rất nhiều chi phí vận tải và lưu kho do việc lưu kho sẽ diễn ra tập trung và gần nguồn khai thác. Tôm đông lạnh từ MKL sẽ được chở thẳng từ cảng nằm trên sông Hậu tới các cảng trung chuyển trong khu vực (Singapore, Malaysia). Trong năm nay, sông Hậu sẽ được tiến hành thông luồng giúp tàu 20.000 DWT có thể dễ dàng lưu thông. Trước khi MKL ra đời, MPC phải thuê nhiều kho lạnh nằm rải rác xung quanh thành phố Hồ Chí Minh và phải vận chuyển bằng xe tải. MPC dự kiến sẽ lấp đầy khoảng 60% công suất của Mekong Logistics.

GMD đã đưa Nam Hải Logistics (NHL) vào hoạt động từ tháng 4/2016. Trong năm 2016, 7 ha sẽ được đưa vào hoạt động. Sau khi được hoàn thiện, GMD sẽ sở hữu hệ thống DC có diện tích lớn nhất tại miền Bắc. Việc lấp đầy NHL có thể sẽ mất nhiều năm nên NHL sẽ chưa có đóng góp đáng kể vào DT trong một vài năm tới.

Khả năng kết nối các mắt xích trong chuỗi logistics

Đội phương tiện vận chuyển của GMD đủ khả năng đáp ứng nhu cầu vận tải đa dạng của các khách hàng. GMD sở hữu 3 tàu container (tổng 2.300 TEU), 14 tàu sông (tổng 10.000 TEU), 7 xà lan (tổng 600 TEU) và hơn 200 xe đầu kéo và xe tải nhỏ. Tỷ lệ khai thác của đội tàu biển luôn đạt trên 90%. Đội tàu biển chuyên chạy tuyến Bắc – Nam và các tuyến trong Đông Nam Á như Singapore, Hồng Kông, Đài Loan. Đội tàu sông và xà lan phục vụ các tuyến thuộc Đồng bằng Sông Cửu Long và tuyến Phnom Penh – tp. Hồ Chí Minh – Cái Mép. Đội tàu container của GMD đứng thứ ba cả nước về trọng tải. Đội xà lan của GMD chiếm đến 60% thị phần tuyến vận tải Phnompenh – tp. Hồ Chí Minh – Cái Mép với khoảng 10 chuyến/tuần. Các công ty Campuchia ưu tiên việc xuất khẩu qua Việt Nam thay vì Thái Lan sau sự kiện tranh chấp đền Preah Vihear.

Nhìn chung, GMD cố gắng duy trì hoạt động vận tải biển ở mức không có lỗ hoặc lỗ ít. Tuy nhiên, nhờ ảnh hưởng tích cực của giá dầu thấp, hoạt động vận tải biển ghi nhận LN 2015 ở mức 1,6tr USD với DT 31,5tr USD. Trong năm 2016, DT mảng vận tải biển có thể giảm khoảng 25% do GMD vừa thanh lý một tàu 700 TEU vào Q1. GMD có thể sẽ mua tàu mới để đảm bảo nhu cầu của khách hàng. Trong thời gian chờ đợi, GMD có thể sẽ thuê tàu chạy tạm thời. Về dài hạn, mảng vận tải biển không có nhiều tiềm năng tăng trưởng do tình trạng thừa cung và do nhu cầu tăng chậm. Tính đến cuối năm 2015, tổng trọng tải của đội tàu container Việt Nam đạt 310.000 DWT, tăng gấp đôi so với năm 2013.

Sở hữu chiến lược tại cảng hàng không SCSC

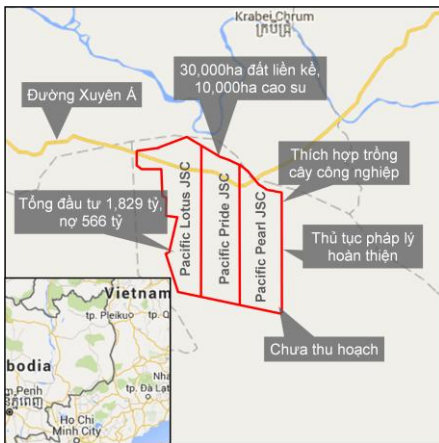
Công ty CP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCSC) đi vào hoạt động từ tháng 10/2010, cung cấp các dịch vụ logistics đối với hàng hóa thông thường và hàng hóa đặc biệt như động vật sống và hàng nguy hiểm. Mặc dù chỉ nắm 29% sở hữu nhưng GMD phụ trách thi công và vận hành SCSC. Kể từ khi đi vào hoạt động, lượng hàng hóa thông qua SCSC tăng trưởng cộng gộp với tốc độ 64%/năm, đạt 117.120 tấn năm 2015 (25% thị phần phụ vực Tân Sơn Nhất). SCSC có biên LNST rất tốt: 40% trên DT 341 tỷ VND.

Cảng hàng không SCSC

Tổng diện tích	143.000m ²
Sân máy bay	52.000m ²
Ga hàng hóa	27.000m ²
Công suất	350.000 tấn/năm
Thiết kế theo tiêu chuẩn của Lufthansa Airline	
Nguồn: SCSC, VNDIRECT	

Các hoạt động kinh doanh không cốt lõi

Dự án cao su tại Campuchia



Nguồn: GMD, VNDIRECT

Các hoạt động kinh doanh này bao gồm hoạt động trồng cây công nghiệp tại Campuchia và kinh doanh bất động sản (văn phòng) tại thành phố Hồ Chí Minh và Vientiane.

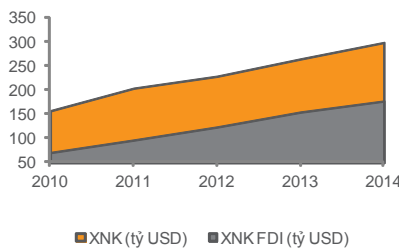
GMD tiến hành khai hoang và trồng cao su tại Campuchia từ năm 2011. Hiện tại, rừng cây cao su của GMD có diện tích khoảng 10.000ha và đã được 4 năm tuổi. GMD sẽ tiến hành khai thác trong 3 năm tới. GMD đang hoàn thiện nốt cơ sở hạ tầng của khu đất. Khu đất được đánh giá cao đối với ngành cao su do: 1) Diện tích lớn và liền kề, giảm chi phí hoạt động và an ninh; 2) Vị trí thuận lợi do nằm cạnh đường Xuyên Á (AH1); 3) Thủ tục pháp lý hoàn thiện; 4) Chính phủ Campuchia hiện đã dừng cấp giấy phép sử dụng đối với đất trồng cây công nghiệp.

GMD hiện có 2 dự án bất động sản đang trong giai đoạn hoàn thiện thủ tục pháp lý là dự án Sài Gòn Gem (Lê Lợi cắt Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Q1 tp. Hồ Chí Minh) và dự án Vientiane Lào Complex (dự án khách sạn 5 sao đầu tiên tại Vientiane, nằm cạnh Văn phòng Chính phủ và World Bank). Hai dự án này được đánh giá là có vị trí đặc địa cho việc kinh doanh văn phòng, khách sạn. Trước đây GMD còn sở hữu Gemadept Tower số 6 Lê Thánh Tôn nhưng đã chuyển 85% quyền sở hữu cho Tập đoàn CJ và ghi nhận khoảng 46tr USD DT tài chính (2014).

NGÀNH LOGISTICS VIỆT NAM

Tốc độ tăng trưởng nhanh nhưng phân mảnh nặng

Giá trị XNK



Nguồn: Customs Handbook 2014

Thị trường logistics Việt Nam tăng trưởng với tốc độ cộng gộp khoảng 13%/năm trong 4 năm gần đây với tổng DT vào khoảng 40 tỷ USD (2015). Yếu tố chính dẫn dắt tăng trưởng là hoạt động xuất nhập khẩu, cụ thể là của khối doanh nghiệp FDI. Đóng góp của khối này trong giá trị xuất nhập khẩu tăng từ 45% (2011) lên 60% (2014). Tăng trưởng của hoạt động xuất khẩu kéo theo tăng trưởng của hoạt động nhập khẩu do các nhà sản xuất nhập rất nhiều máy móc, phụ kiện, nguyên vật liệu không thể cung cấp bởi các doanh nghiệp nội địa. Do vậy, nhu cầu về các dịch vụ logistics đầu vào (inbound logistics) và đầu ra (outbound logistics) đều rất lớn.

Thị trường logistics Việt Nam phân mảnh nặng với phần lớn thị phần nằm trong tay một nhóm các doanh nghiệp logistics có yếu tố nước ngoài. Theo thống kê của Hiệp hội Doanh nghiệp Dịch vụ Logistics Việt Nam (VLA), 80% thị phần nằm trong tay 25 doanh nghiệp logistics có yếu tố nước ngoài. 20% còn lại thuộc về hơn 1.000 doanh nghiệp logistics nội địa. Các doanh nghiệp có yếu tố nước ngoài nắm phần lớn các phân đoạn mang nhiều giá trị gia tăng trong chuỗi dịch vụ logistics như quản lý chuỗi cung ứng, quản lý chuỗi phân phối, theo dõi và báo cáo dữ liệu. Các doanh nghiệp trong nước chủ yếu cung cấp các dịch vụ 2PL như vận tải, cho thuê kho. Nguyên nhân chính là do các doanh nghiệp nước ngoài có kinh nghiệm, kỹ thuật và nguồn lực để đáp ứng yêu cầu cao của các doanh nghiệp Việt Nam và các doanh nghiệp FDI. Do vậy, các doanh nghiệp nước ngoài cạnh tranh chủ yếu ở các phân khúc dịch vụ giá trị cao. Các doanh nghiệp nhỏ lẻ trong nước cạnh tranh mạnh ở các phân khúc dịch vụ giá trị thấp, gây sức ép giảm giá dịch vụ.

Chi phí logistics cao

Chi phí logistics

Quốc gia	%GDP	LPI*
Việt Nam	20	2.98
Trung Quốc	18	3.66
Thái Lan	11	3.26
Malaysia	11	3.43

*Logistics Performance Index

Nguồn: World Bank

Theo đánh giá của World Bank, chi phí logistics của Việt Nam cao hơn so với các nước trong khu vực. Nguyên nhân làm chi phí logistics bị đội lên cao nằm ở chi phí hàng tồn kho (bao gồm cả chi phí vận tải). Thủ tục hải quan không hiệu quả và cơ sở hạ tầng giao thông chất lượng thấp làm cho việc dự đoán biến động dòng nguyên liệu đầu vào và dòng sản phẩm đầu ra gặp nhiều khó khăn. Do vậy, nhà sản xuất phải tích trữ một lượng phụ trội nguyên vật liệu và sản phẩm đầu ra nhằm dự trữ cho trường hợp xảy ra gián đoạn của luồng hàng. Theo ước tính, các nhà sản xuất tại Việt Nam phải chi thêm khoảng 100tr USD mỗi năm cho hàng tồn kho phụ trội (Nguồn: World Bank 2013)

Đối với chi phí logistics, yếu tố con người có ảnh hưởng lớn hơn yếu tố chất lượng cơ sở hạ tầng. Theo World Bank, có 2 nguyên nhân chính của sự chậm trễ của các thủ tục hải quan: 1) Các quy định về thương mại quốc tế và vận tải nội địa được diễn giải và áp dụng một cách không nhất quán giữa các cơ quan hải quan, điều này làm doanh nghiệp mất thời gian để thích nghi và điều chỉnh; 2) Hệ thống thông quan sử dụng nhiều yếu tố con người, ít được tự động hóa và ít sử dụng công nghệ thông tin. Một ví dụ điển hình là việc thanh toán các khoản phí vẫn sử dụng tiền mặt là chính thay vì sử dụng các hình thức thanh toán hiệu quả hơn. Thống kê của World Bank chỉ ra rằng một container xuất/nhập khẩu tại Việt Nam mất khoảng 3 ngày để vận chuyển và tiến hành các thủ tục cần thiết. Trong khi đối với Thái Lan, khoảng thời gian cần thiết là 1 ngày.

Mặc dù vậy, chi phí logistics đang giảm dần do Việt Nam tiếp tục tiến hành cải các thủ tục hành chính, thủ tục hải quan và nâng cấp hệ thống cơ sở hạ tầng.

Các dịch vụ 3PL mới bắt đầu phát triển

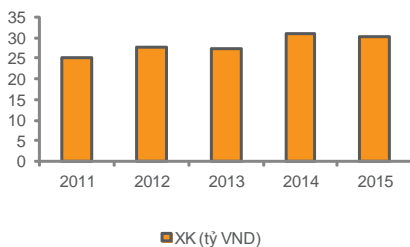
Theo ước tính, phân khúc 3PL chỉ chiếm dưới 5% tổng DT ngành logistics và chỉ khoảng 15% các doanh nghiệp có cung cấp dịch vụ 3PL. Do vậy, cạnh tranh trong phân khúc này cũng ít gay gắt hơn. Do 3PL đòi hỏi nhà cung cấp có đầy đủ cơ sở hạ tầng, hệ thống công nghệ thông tin và nguồn nhân lực chất lượng cao nên chỉ một số nhỏ các công ty có khả năng đáp ứng các yêu cầu này. Phân khúc 3PL là một mảnh đất màu mỡ cho các công ty đã có sẵn nguồn lực.

Phân khúc chuỗi cung ứng lạnh: nhiều cơ hội chưa được khai phá

Kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng nông lâm thủy sản tăng trưởng trung bình khoảng 5%/năm trong 4 năm gần đây. Thêm vào đó, nhu cầu sử dụng thực phẩm tươi sống tăng theo sự cải thiện thu nhập của hộ gia đình. Tuy nhiên, hệ thống kho lạnh và xe tải lạnh hiện không đủ để đáp ứng nhu cầu rất lớn của các nhà sản xuất. Theo thống kê của Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn (MARD), hàng thực phẩm tươi sống bị hư hỏng mỗi năm có giá trị vào khoảng 2,5 tỷ USD. Tỷ lệ hư hỏng của rau quả vào khoảng 25 – 30%, cao hơn nhiều so với một số nước khác như Ấn Độ (3 – 3,5%), Indonesia (6 – 17%). Tỷ lệ hư hỏng của thủy sản cũng vào khoảng 25%. Nguyên nhân chính là do sự thiếu hụt hệ thống kho lạnh và quy trình bảo quản sau thu hoạch.

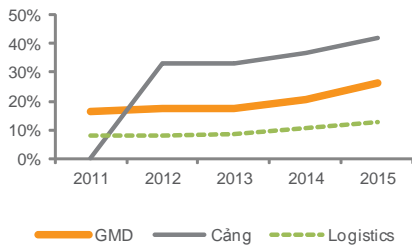
Tình hình cạnh tranh trong phân khúc kho lạnh không cao do số lượng các doanh nghiệp có năng lực không nhiều. Phần lớn các doanh nghiệp này đều là những tên tuổi nước ngoài như Swire Cold, Schenker, APL Logistics, Maerks Logistics. Số lượng các doanh nghiệp nội địa tham gia không nhiều.

Xuất khẩu nông lâm thủy sản



Nguồn: MARD

Biên LN gộp



Nguồn: GMD, VNDIRECT

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

GMD có bảng cân đối kế toán khỏe mạnh với tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu vào khoảng 33,5% và đã giảm trong vài năm gần đây mặc dù Công ty tiếp tục vay nợ. Hoạt động khai thác cảng tạo dòng tiền dồi dào nên Công ty không gặp khó khăn về đáp ứng nghĩa vụ nợ. Chỉ số khả năng trả lãi của GMD cũng rất cao, vào khoảng 5 lần LN trước khi trả lãi.

Khả năng sinh lời của GMD cũng được cải thiện theo thời gian, thể hiện qua biên LN gộp. Biên LN gộp của mảng cảng tăng mạnh trong 3 năm gần đây do cảng NDP đi vào hoạt động. Biên LN mảng logistics, thấp hơn nhiều so với mảng cảng, nhưng tăng nhẹ. Mảng logistics bao gồm nhiều hoạt động kinh doanh trong đó có các hoạt động vận tải thủy, vận tải bộ có biên lợi nhuận gộp rất thấp. Biên LN gộp của mảng logistics do vậy cũng bị kéo xuống. Việc biên LN tăng nhẹ trong 2 năm gần đây do giá nhiên liệu giảm.

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG 2016

Trong dài hạn, tốc độ tăng trưởng DT của GMD có thể sẽ không cao như trong vài năm gần đây do mảng khai thác cảng không còn khả năng tăng trưởng. Yếu tố tăng trưởng sẽ là mảng logistics và sẽ chậm hơn mảng khai thác cảng do yếu tố nhân lực chất lượng cao và các hệ thống cần được triển khai cẩn thận.

Năm 2016 có thể là năm tăng trưởng cao cuối cùng trước khi GMD bước vào giai đoạn tăng trưởng chậm hơn. Mảng cảng sẽ là động lực tăng trưởng chính với DT khoảng 1.923 tỷ VND (+13% yoy) sản lượng container khoảng 1,3tr TEU (+12% yoy). NDP có thể đạt sản lượng khoảng 600.000 TEU nhờ sự hỗ trợ của NHL. Mảng logistics có khả năng đạt DT khoảng 1.928 tỷ VND (+1,8% yoy) nhờ hoạt động của NHL. Tuy nhiên, tăng trưởng của hoạt động DC sẽ bị bù trừ với suy giảm từ hoạt động vận tải thủy do GMD tiến hành thanh lý một tàu feeder có trọng tải khoảng 700 TEU. DT dự phóng 2016 là 3.851 tỷ VND (+7% yoy), LNST dự phóng là 515 tỷ VND (+11,7% yoy). EPS 2016 vào khoảng 2.876 VND (-12,1% yoy), bị pha loãng do việc chia cổ tức bằng CP và phát hành CP từ lợi nhuận giữ lại. Nếu loại trừ khoản lỗ 51 tỷ VND do thanh lý tàu, LNST dự phóng vào khoảng 561 tỷ VND (+21,7% yoy) và EPS 2016 vào khoảng 3.142 VND (-4% yoy).

RỦI RO

Trồng rừng tại Campuchia

Mặc dù dự án trồng rừng tại Campuchia chưa ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của GMD nhưng nó tồn tại một số rủi ro đáng quan tâm:

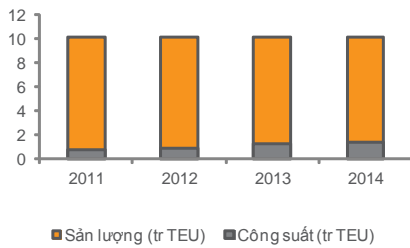
Vốn đầu tư lớn và không sinh lời trong thời gian dài: Dự án trồng rừng có tổng tài sản khoảng 1.829 tỷ VND, chiếm khoảng 20% tổng tài sản của GMD. Trong số này, khoảng 566 tỷ là nợ vay liên quan đến trái phiếu chuyển đổi của VIF. Việc nắm giữ một tài sản không sinh lời trong nhiều năm làm xói mòn lợi ích của nhà đầu tư. Số tiền đầu tư vào tài sản không sinh lời có thể được dùng để trả cổ tức hoặc mua lại cổ phiếu quỹ nhờ đó cải thiện lợi ích của nhà đầu tư. Trong trường hợp GMD tiếp tục nắm giữ dự án này, rừng cây cao su sẽ không sản sinh dòng tiền cho tới khi được khai thác vào năm 2018. Thêm vào đó, giá cao su trên thị trường quốc tế giảm liên tục trong vài năm gần đây, gây nên nhiều bất ổn cho dòng tiền của dự án. Một kịch bản khả quan hơn là GMD sẽ bán dự án sớm hơn khi giá cao su đã phục hồi được một thời gian. Dự án sẽ bán được giá hơn do người mua sẽ không mất công sức và chi phí để đầu tư cơ sở hạ tầng và chăm sóc cây nhưng vẫn đón được đà tăng của giá cao su.

Giá cao su thế giới



Nguồn: Bloomberg

Công suất cảng khu vực Cái Mép



Nguồn: VNDIRECT

Trái phiếu chuyển đổi VI Fund

Các điều khoản

Hạn mức	40tr USD
Ngày phát hành	15/08/2012
Thời hạn	5 năm
Lãi suất cố định	6%/năm
Thời hạn chuyển đổi	1 năm sau phát hành
Giá chuyển đổi	88% giá trung bình 1 tháng trước thời điểm chuyển đổi

Nguồn: GMD

Dự án Gemalink: Rủi ro từ thừa công suất

GMD đang thực hiện đánh giá để tái khởi động dự án Gemalink. Tuy nhiên cả hai lựa chọn khởi động hay không khởi động đều có những rủi ro riêng.

Trong trường hợp GMD tiếp tục trì hoãn dự án, rủi ro sẽ là việc tiếp tục nắm giữ tài sản không sinh lời. Vốn đầu tư vào dự án Gemalink hiện vào khoảng 1.477 tỷ VND, tương đương 16% tổng tài sản của GMD tuy nhiên GMD không hợp nhất các tài sản của dự án này. Dự án được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu. GMD hiện sở hữu khoảng 65,13% Gemalink. GMD chỉ ghi nhận Gemalink là công ty liên doanh/liên kết do GMD nắm dưới 76% quyền biểu quyết, theo điều lệ của Gemalink.

Trong trường hợp GMD quyết định tái khởi động dự án, rủi ro sẽ đến từ việc thừa cung của khu vực cảng Cái Mép. Các cảng khu vực này có tổng công suất lên đến 10tr TEU/năm và hiện chạy ở mức dưới 20% công suất. Đối tác CMA CGM có cam kết sẽ lấp đầy 70 – 80% công suất giai đoạn 1 (40% tổng công suất) bằng việc chuyển địa điểm làm hub từ khu vực Singapore, Malaysia sang Cái Mép. Nếu điều này xảy ra, Gemalink giai đoạn 1 có thể sẽ có lãi. Tuy nhiên, việc đánh giá chính xác khả năng sinh lời của dự án chỉ có thể thực hiện khi dự án đã đi vào hoạt động trên 6 tháng.

Rủi ro pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi VI Fund

GMD phát hành trái phiếu chuyển đổi cho VI Fund vào ngày 15/08/2012. Về lý thuyết, VI Fund có thể thực hiện chuyển đổi vào bất kỳ thời điểm nào. Trong trường hợp VI Fund thực hiện chuyển đổi, một số thay đổi sẽ xảy ra đối với kết quả kinh doanh 2016 và EPS 2016:

- Chi phí lãi vay giảm còn 95 tỷ VND (-29%)
- Lợi nhuận sau thuế tăng lên 550 tỷ VND (+7%)
- EPS pha loãng còn 2.937 VND (-10,2%)

ĐỊNH GIÁ

Sử dụng mô hình FCFF, mức giá mục tiêu 2016 của GMD là 28.000 VND/CP (+12%).

Mức giá hiện tại của GMD phản ánh một mức P/E khá tương đồng với các công ty cùng ngành.

So sánh tương quan

	Vốn hóa (tỷ VND)	P/E	ROE (%)
Trung bình		10,8	
GMD	4.522	11,2	8,0
VSC	2.984	11,2	30,8
DVP	2.900	9,9	33,7
TMS	1.530	9,1	17,4
HAH	869	5,5	22,0

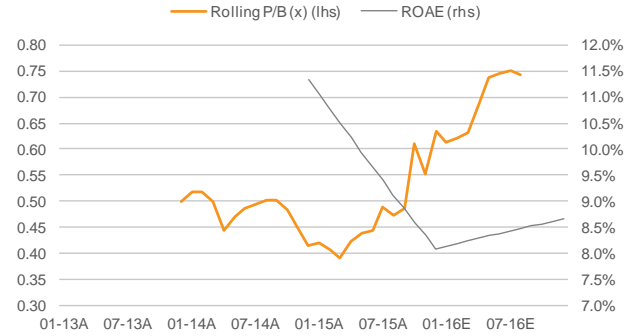
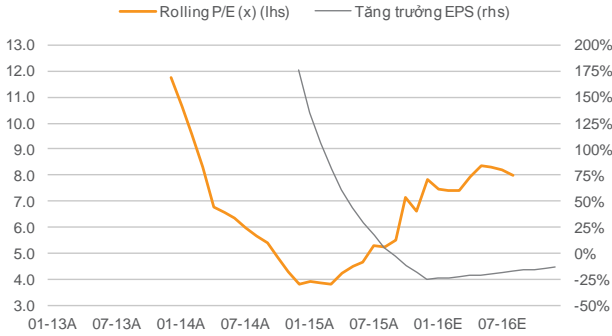
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT

Mức định giá của GMD sẽ khó được cải thiện do một số lý do:

- Room sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đã đầy, mặc dù nhu cầu của khối ngoại đối với GMD còn nhiều
- Các yếu tố đột biến trong các năm tiếp theo chưa rõ ràng. Các yếu tố này bao gồm: 1) Việc đi vào hoạt động của MKL; 2) Việc đi vào hoạt động của dự án Gemalink

Tuy nhiên, GMD là một cổ phiếu đáng để nắm giữ đối với những nhà đầu tư có tầm nhìn dài hạn về ngành logistics.

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-15A	12-16E	12-17E
Doanh thu	3,586	3,851	3,855
Giá vốn hàng bán	(2,640)	(2,807)	(2,811)
Chi phí quản lý DN	(261)	(380)	(380)
Chi phí bán hàng	(45)	(28)	(28)
LN hoạt động thuần	641	637	635
EBITDA thuần	936	962	955
Chi phí khấu hao	(295)	(326)	(320)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	641	637	635
Thu nhập lãi	56	12	12
Chi phí tài chính	(243)	(133)	(58)
Thu nhập ròng khác	15	8	59
TN từ các Cty LK & LD	37	50	61
LN trước thuế	506	574	710
Thuế	(45)	(59)	(82)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(58)	(65)	(79)
LN ròng	402	450	548
Thu nhập trên vốn	402	450	548
Cổ tức phổ thông	0	(239)	(239)
LN chưa phân phối	402	211	309

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-15A	12-16E	12-17E
LN trước thuế	505.8	573.9	709.6
Khấu hao	295.0	325.6	319.8
Các khoản +/- (non cash) khác	0.0	0.0	0.0
Khoản +/- không thuộc HĐKD	(107.6)	(70.1)	(132.6)
Thuế đã nộp	(57.9)	(58.7)	(81.9)
LC tiền từ HĐKD khác	(267.4)	0.0	0.0
Thay đổi VLĐ	316.3	(470.0)	19.4
LC tiền thuần HĐKD	684.2	300.7	834.4
Đầu tư TSCĐ	(487.1)	(177.0)	(159.1)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	32.1	175.0	0.0
Các khoản khác	233.8	70.1	132.6
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(249.4)	91.2	190.0
LC tiền từ HĐĐT	(470.6)	159.3	163.5
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	34.8	0.0	0.0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0.0	0.0	0.0
Tiền vay ròng nhận được	(8.9)	(227.2)	(1,118.6)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(92.3)	179.2	0.5
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(267.9)	(239.2)	(239.2)
LC tiền thuần HĐTC	(334.2)	(287.2)	(1,357.4)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	943.3	904.5	984.6
LC tiền thuần trong năm	(120.6)	172.8	(359.5)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	822.7	1,077.3	625.1

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-15A	12-16E	12-17E
Tiền và tương đương tiền	905	985	605
Đầu tư ngắn hạn	91	91	91
Các khoản phải thu ngắn hạn	1,515	1,559	1,559
Hàng tồn kho	107	119	119
Các tài sản ngắn hạn khác	60	264	264
Tổng tài sản ngắn hạn	2,678	3,017	2,638
Tài sản cố định	3,518	3,267	3,106
Tổng đầu tư	2,010	2,010	2,010
Tài sản dài hạn khác	793	702	512
Tổng tài sản	8,999	8,996	8,266
Vay & nợ ngắn hạn	424	339	271
Phải trả người bán	580	407	406
Nợ ngắn hạn khác	602	564	584
Tổng nợ ngắn hạn	1,606	1,310	1,262
Vay & nợ dài hạn	1,455	1,313	262
Các khoản phải trả khác	324	503	504
Vốn chủ sở hữu	5,086	5,307	5,626
Lợi ích cổ đông thiểu số	529	564	613
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	8,999	8,996	8,266

	12-15A	12-16E	12-17E
DuPont			
Biên LN ròng	11%	12%	14%
Vòng quay TS	0	0	0
ROAA	5%	5%	6%
ĐBTC điều chỉnh	2	2	2
ROAE	8%	9%	10%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	43	46	46
Số ngày nắm giữ HTK	15	15	15
Số ngày phải trả tiền bán	80	53	53
Vòng quay TSCĐ	1	1	1
ROIC	5%	6%	8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2	2	2
Khả năng thanh toán nhanh	2	2	2
Khả năng thanh toán tiền mặt	1	1	1
Vòng quay tiền	(22)	9	9
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT	19%	7%	0%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	105%	(1%)	(0%)
Tăng trưởng LN ròng	(24%)	12%	22%
Tăng trưởng EPS	(25%)	(13%)	2%
Giá trị cổ phiếu			
LN trên cổ phiếu (VND)	3,444	3,009	3,056
Giá trị sổ sách/cp (VND)	42,514	29,575	31,354
Cổ tức / cp (VND)	0	1,333	1,333

Nguồn: VNDIRECT

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Nguyễn Mai Phương, CFA – Giám đốc Phân tích

Email: phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn

Nguyễn Hồng Quang, CFA – Chuyên viên phân tích

Email: quang.nguyenhong@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>