

GMD [MUA +19,9%] - Dẫn đầu ngành logistics và vận hành cảng - BC lần đầu

Hoàng Minh Hải
Chuyên viên

CTP Gemadept (GMD), Vận hành Cảng và Logistics

Giá: 38.400

Giá mục tiêu: 44.000 VND

Tổng mức sinh lời: 19,9%

Giá trị vốn hóa: 209 tr USD

GTGD/ngày (30 ngày): N/A

Room NN: 0%

10/12/2015

Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	49,0%
Room tối đa cho khối ngoại	49,0%
SL cổ phiếu lưu hành	116 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	162 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	43.100
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	26.600

Cơ cấu cổ đông

Re-Collection Pte.Ltd.	12,0%
Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management	1,9%
PYN Elite	5,2%

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F
Doanh thu (tỷ đồng)	2#525	3#013	3#571	4#244
LNST trừ lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	192	531	405	518
Tăng trưởng doanh thu	-2,1%	19,3%	18,5%	18,8%
Tăng trưởng EBIT	-7,3%	28,1%	157,6%	16,4%
Tăng trưởng EPS cốt lõi (*)	74,5%	-57,3%	+1#140%	16,0%
PER theo giá thị trường	21,7	8,4	11,7	9,1
PBR theo giá thị trường	1,0	0,9	0,9	0,8
ROE	4,6%	12,1%	9,4%	11,5%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	2,6%	3,1%	5,2%	5,2%
Nợ ròng / Vốn CSH	29,3%	19,4%	27,3%	27,5%

Ghi chú: (*) Tăng trưởng EPS được tính dựa trên EPS được điều chỉnh, không tính thu nhập bất thường và có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi (Thông tư 200).

*** Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA dành cho CTCP Gemadept (GMD), công ty Việt Nam hàng đầu có khả năng cung cấp chuỗi dịch vụ logistics khép kín bên thứ ba.**

*** Ngành logistics tại Việt Nam trị giá 45-50 tỷ USD, tăng trưởng khoảng 20%/năm và dự kiến sẽ duy trì mức tăng trưởng hai con số trong ít nhất 5-10 năm tới.**

*** Đầu tư mạnh vào các trung tâm phân phối mới sẽ giúp GMD dẫn đầu cuộc cách mạng 3PL của ngành logistics Việt Nam; Cảng Nam Hải – Đình Vũ sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2016.**

*** Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu một năm là 44.000 đồng/cp dành cho GMD, với tổng mức sinh lời 19,9% dựa trên giá thị trường hiện nay là 38.400 đồng.**

GMD có thể sẽ hưởng lợi từ làn sóng chuyển đổi thành nhà cung cấp dịch vụ logistics bên thứ ba (3PL) tại Việt Nam. Ngành 3PL tại khu vực Châu Á – Thái Bình Dương có tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) khoảng 10,5% trong giai đoạn 2007-2014 (theo Armstrong & Associates). Khi ngành 3PL tại Việt Nam vẫn còn đang trong giai đoạn sơ khai so với các quốc gia Châu Á trong khu vực, ngành này có thể đạt tốc độ tăng trưởng nhanh trong nhiều năm tới. Nhờ vào ưu thế có cơ sở tích hợp dịch vụ logistics trọn gói và sự hiện diện rộng khắp trên toàn quốc, GMD đã tạo ra vị thế tốt để dẫn đầu các công ty trong nước ở lĩnh vực này. Khi toàn bộ ngành logistics đang dần chuyển sang 3PL, việc đi trước xu hướng này giúp GMD trở thành công ty đầu ngành thị trường logistics trong dài hạn.

Trung tâm Phân phối mới sẽ là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng ngắn hạn. Với việc đưa vào hoạt động trung tâm phân phối (DC) 3 và trung tâm logistics tại Hậu Giang đã nâng diện tích và công suất của tổng mạng lưới DC của GMD lên lần lượt 21% và 29% đạt 123.172 m² và 80.000 pallet. Trong năm 2016, kho lạnh tại Hậu Giang sử dụng cho công ty Thủy sản Minh Phú sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu.

Cảng Nam Hải Đình Vũ (NHDV) sẽ giúp GMD tận dụng sự bùng nổ vận chuyển hàng hóa container tại miền Bắc. Số lượng hàng hóa trung chuyển qua khu vực Hải Phòng có CAGR 21% trong giai đoạn 2001-2014, cũng như sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ vào lượng vốn FDI lớn đổ vào cụm công nghiệp Hải Phòng - Bắc Ninh - Thái Nguyên. Với vị trí thuận lợi của cảng Nam Hải Đình Vũ, công suất lớn và khả năng tiếp nhận các tàu hàng lớn (30.000 DWT) hơn so với các cảng khác ở miền Bắc, cảng này sẽ được hưởng lợi lớn từ tăng trưởng sản lượng hàng hóa thông qua khu vực Hải Phòng trong vòng 2 năm tới. Việc hoàn thành depot mới đã giúp tăng thêm công suất xếp dỡ hiện hữu, theo đó góp phần làm gia tăng tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận của cảng NHDV.

Mục lục

Sơ lược về Công ty.....	5
Báo cáo Tài chính.....	6
KQLN hàng quý.....	7
Dự báo KQLN.....	8
Ngành logistics tại Việt Nam đang đứng trước ngưỡng cửa của cuộc cách mạng 3PL cũng như chuẩn bị cho một giai đoạn tăng trưởng nhanh và ổn định.....	9
Hoạt động cảng tại Việt Nam đã tăng trưởng mạnh mẽ trong 2015 bất chấp ngành vận tải biển thế giới vẫn đang trì trệ.....	10
... sự tăng trưởng khả quan của ngành được phản ánh rõ nét vào kết quả kinh doanh của các công ty cảng biển niêm yết, trong khi các công ty vận tải biển đều có kết quả không khả quan.....	11
Nhu cầu dịch vụ logistics và cảng dự kiến sẽ “cắt cánh” trong vài năm tới.....	13
Ký kết các thỏa thuận thương mại tự do (FTA) và dòng vốn FDI lớn đổ vào lĩnh vực sản xuất sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu dịch vụ logistics.....	13
... Cùng với sự phục hồi của kinh tế trong nước cũng như các ngành sản xuất.....	14
Sự tăng trưởng nhanh chóng của thương mại hiện đại và bán lẻ qua internet đang làm gia tăng nhu cầu cho dịch vụ logistics đặc thù.....	15
Đầu tư cơ sở hạ tầng đang thúc đẩy công suất và tính hiệu quả của các cảng.....	15
Tổng quan công ty.....	17
Triển vọng tích cực cho phân khúc cảng biển và logistics.....	19
GMD là một trong số ít các công ty trong nước có sự hiện diện trong mọi khâu của chuỗi giá trị logistics.....	19
... Với kinh nghiệm lâu năm hoạt động trong mảng giao nhận, cộng với chuyên môn trải dài khắp chuỗi giá trị logistics giúp GMD thành công trong phân khúc 3PL vốn đang phát triển nhanh chóng.....	22
Cảng Nam Hải Đình Vũ là một khoản đầu tư chiến lược đúng đắn, trong bối cảnh cảng container Nam Hải hiện đã đạt 100% công suất.....	25
Gemadep Shipping duy trì hiệu suất hoạt động cao giữa bối cảnh khó khan của ngành.....	28
Cảng hàng hóa hàng không SCSC giúp GMD từng bước tiếp cận ngành vận tải hàng hóa hàng không tuy còn non trẻ nhưng giàu tiềm năng tại Việt Nam.....	29
Vận chuyển đường hàng không dự báo sẽ tăng trưởng mạnh trong những năm tới, nhờ hoạt động thương mại của Việt Nam tăng mạnh qua các năm.....	29
Công ty liên doanh SCSC của GMD tăng trưởng mạnh qua các năm nhưng công suất hoạt động hiện vẫn ở mức thấp so với thiết kế, tạo dư địa tăng trưởng mạnh trong tương lai....	30
... Cơ cấu khách hàng đa dạng.....	31
GMD hiện đang tìm cách thoái vốn khỏi các lĩnh vực ngoài hoạt động kinh doanh cốt lõi.....	32
KQKD 9 tháng đầu năm 2015: Tăng trưởng đầy ấn tượng chủ yếu nhờ cụm cảng phía Bắc.....	34
Triển vọng từ 2016 trở đi: Lĩnh vực cảng sẽ dẫn đầu năm nay nhưng lĩnh vực logistics sẽ là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng năm 2016.....	37
Triển vọng 2015 – Mảng cảng sẽ trở thành tâm điểm vì công suất dư thừa sẽ nhanh chóng được khai thác do nhu cầu ngày càng tăng, đặc biệt tại miền Bắc.....	37
Triển vọng từ 2016 trở đi – Lĩnh vực logistics sẽ dẫn đầu về tăng trưởng vì các cảng sẽ hoạt động với công suất tối đa trong năm 2017.....	39
Rủi ro pha loãng do trái phiếu chuyển đổi của VIG.....	43
Định giá.....	44
Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền.....	45
So sánh với các công ty khác trong ngành.....	46
Lịch sử Khuyến nghị.....	47

Hình & Bảng

Hình 1: Hầu hết các công ty trong nước đều là nhà cung cấp 2PL.....	9
Hình 2: Lượng hàng hóa qua cảng và vận tải trong nước giai đoạn 2005-2014	10
Hình 3: Lượng hàng hóa qua cảng và vận tải trong nước trong 6 tháng đầu năm 2015.....	10
Hình 4: Baltic Dry Index	11
Hình 5: Doanh thu của các công ty logistics trong nước: 6 tháng 2015 vs. 6 tháng 2014.....	12
Hình 6: Biên LN gộp của các công ty logistics 6 tháng đầu năm 2015	13
Hình 7: Vốn Đầu tư Trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam	14
Hình 8: Diễn biến các ngành sản xuất chính trong 6 tháng đầu năm 2015	15
Hình 9: Kênh Soài Rạp	16
Hình 10: Khu vực Cảng Cái Mép và cơ sở hạ tầng vận tải.....	16
Hình 11: Các công ty con của GMD	18
Hình 12: Sự hiện diện trong mạng logistics và vận hành cảng cầu GMD tại Việt Nam	20
Hình 13: Hoạt động của GMD trong chuỗi giá trị inbound-logistics.....	21
Hình 14: Hoạt động của GMD trong chuỗi giá trị outbound-logistics	21
Hình 15: Dự báo tăng trưởng mạng 3PL giai đoạn 2015-2020 của Việt Nam	22
Hình 16: Chỉ có 15% công ty nội địa có thể cung cấp dịch vụ 3PL	23
Hình 17: GMD có mạng lưới DC lớn nhất	24
Hình 18: Mạng lưới DC cầu GMD: Hiện tại và tương lai	24
Hình 19: Các cảng của GMD	25
Hình 20: Cảng Nam Hải Port và Nam Hải Đình Vũ	26
Hình 21: Địa điểm dự án Lạch Huyện	26
Hình 22: Tổng công suất thiết kế và lượng hàng hóa thông qua cảng tại Hải Phòng (triệu TEU)	27
Hình 23: NH-ĐV là cảng duy nhất tại Hải Phòng có thể tiếp nhận tàu trọng tải 30.000DWT	28
Hình 24: Các tuyến GMD hoạt động.....	29
Hình 25: Hiệu suất sử dụng các tàu (2014).....	29
Hình 26: Các chủ tàu container lớn nhất Việt Nam năm 2014	29
Hình 27: Lượng hàng hóa vận tải theo phương thức.....	30
Hình 28: Tiềm năng tăng trưởng vận tải đường hàng không.....	30
Hình 29: Lượng hàng đi qua cảng hàng hóa hàng không SCSC.....	31
Hình 30: GMD hiện có thể cung cấp gần như tất cả dịch vụ thuộc chuỗi giá trị logistics	32
Hình 31: Giá cao su tự nhiên: Không có tín hiệu sẽ chạm đáy	33
Hình 32: Đồn điền cao su tại Campuchia	33
Hình 33: Các công ty con thuộc mảng cao su của GMD.....	33
Hình 34: Saigon GEM	34
Hình 35: Vientiane Laos Complex	34
Hình 36: Cơ cấu doanh thu 9 tháng đầu 2015	35
Hình 37: Tăng trưởng doanh thu các lĩnh vực	35
Hình 38: Dự báo thị phần các cảng tại Hải Phòng trong năm 2015.....	35
Hình 39: Cơ cấu doanh thu 2015	38
Hình 40: Ước tính cơ cấu doanh thu từ cảng 2015.....	38
Hình 41: Dự báo lượng hàng hóa đi qua cảng hàng hóa hàng không SCSC.....	38
Hình 42: Cơ cấu doanh thu 2015 theo lĩnh vực	39
Hình 43: Cơ cấu LN gộp theo lĩnh vực	39
Hình 44: Projected capacity utilization for 3 seaports and Phuoc Long ICD of GMD	40
Hình 45: Dự báo doanh thu và lượng hàng qua các trung tâm phân phối.....	40
Hình 46: Cơ cấu doanh thu từ các trung tâm phân phối theo dự báo.....	40
Hình 47: Giá trị và sản lượng xuất khẩu của MPC từ 2007-2015	41
Hình 48: Địa điểm cảng Cái Cui	42
Hình 49: Số điểm bán lẻ tạp hóa và diện tích mặt bằng bán hàng	43

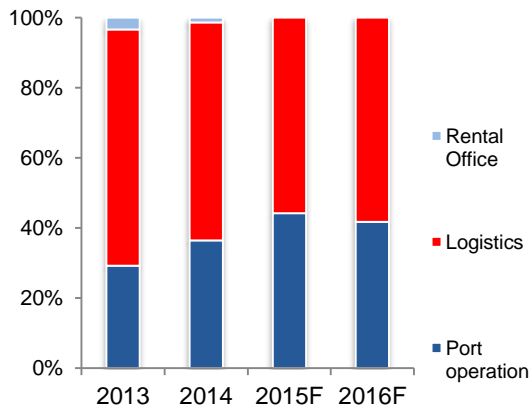
Hình 50: Cơ cấu doanh thu.....	43
Hình 51: Đóng góp vào lợi nhuận gộp các lĩnh vực	43
Hình 52: Dự báo EPS cơ bản 2015-2017.....	44
Hình 53: Phân tích kịch bản đối với EPS cơ bản theo lượng trái phiếu VIG chuyển đổi mỗi năm	44
Hình 54: Giá mục tiêu chung	45
Hình 55: Doanh thu và giả định biên lợi nhuận	45
Hình 56: Giả định trong phương pháp chiết khấu dòng tiền	45
Hình 57: Chiết khấu dòng tiền	46
Hình 58: So sánh GMD với các công ty khác trong ngành	46

Sơ lược về Công ty

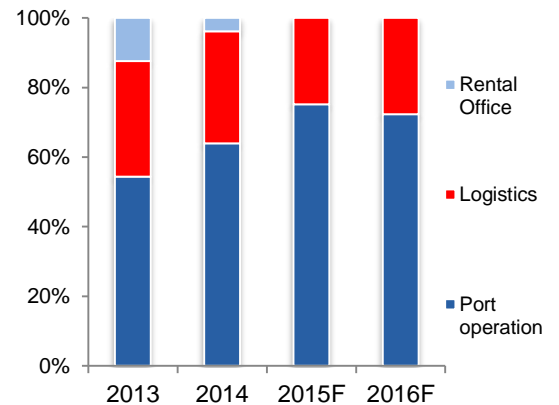
Lĩnh vực kinh doanh	Logistics/ Vận hành cảng
Yếu tố doanh thu chính	Nhu cầu do dịch vụ logistics và vận tải hàng hóa thông qua cảng biển
Yếu tố chi phí chính	Chi phí thuê ngoài (nhà kho, kho chứa và thuê xe tải)
Yếu tố rủi ro chính	Cạnh tranh từ nước ngoài, suy giảm kinh tế toàn cầu và dòng chảy thương mại.
Các khách hàng chính	Các công ty sản xuất, công ty vận tải toàn cầu
Lãnh đạo	Ông Đỗ Văn Nhân (Chủ tịch HĐQT), Ông Đỗ Văn Minh (CEO)
Địa chỉ	6 Lê Thánh Tôn, phường Bến Nghé, Quận 1, TPHCM
Website	http://www.gemadep.com.vn
Email	info@gemadep.com.vn
Điện thoại	84-(8) 38 236 236

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

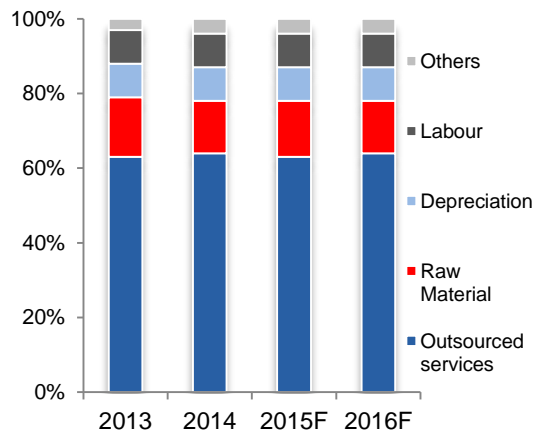
Doanh thu %



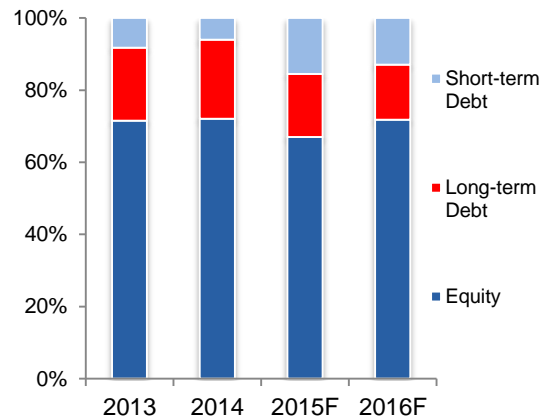
Đóng góp lợi nhuận gộp %



Cơ cấu chi phí %



Cơ cấu vốn %



Nguồn: GMD, VCSC

Báo cáo Tài chính

KQLN	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Doanh thu thuần	3.013	3.571	4.244
Giá vốn hàng bán	-2.388	-2.604	-3.110
Lợi nhuận gộp	625	968	1.134
Chi phí bán hàng	-32	-43	-51
Chi phí quản lý DN	-280	-250	-297
LN thuần HĐKD (EBIT)	313	675	786
Thu nhập tài chính	665	65	75
Chi phí tài chính	-251	-261	-87
trong đó, chi phí lãi vay	-113	-134	-159
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	25	32	38
Lãi/lỗ thuần khác	-51	-	-
Lợi nhuận trước thuế	701	511	653
Thuế TNDN	-136	-46	-59
LNST trước lợi ích CĐTS	565	465	594
Lợi ích CĐTS	-34	-60	-77
LNST trừ LI CĐTS. báo cáo	531	405	518
LNST trừ LI CĐTS. điều chỉnh	155	462	536
EBITDA	529	926	1.091
EPS cơ bản theo báo cáo, VND	4.598	3.288	4.201
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	328	3.751	4.350
EPS pha loãng ⁽²⁾ , VND	262	2.997	3.471

Ghi chú*: thu nhập tài chính 2014 đến từ việc bán 85% CP Marproco

TỶ LỆ	2014A	2015F	2016F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	19,3%	18,5%	18,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	28,1%	157,6%	16,4%
Tăng trưởng LN trước thuế	241,1%	-27,1%	27,7%
Tăng trưởng EPS			
Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp	20,7%	27,1%	26,7%
Biên LN từ HĐKD (EBIT)	8,7%	18,9%	18,5%
Biên EBITDA	17,6%	25,9%	25,7%
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS. điều chỉnh	0,2%	12,9%	12,6%
ROE	12,1%	9,4%	11,5%
ROA	7,1%	5,4%	6,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	16	16	16
Số ngày phải thu	127	127	133
Số ngày phải trả	50	50	50
TG luân chuyển tiền	92	92	99
Thanh khoản			
CS thanh toán hiện hành	2,4	1,9	1,8
CS thanh toán nhanh	2,2	1,7	1,6
CS thanh toán tiền mặt	0,8	0,6	0,5
Nợ/Tài sản	23,1%	27,1%	25,7%
Nợ/Vốn CSH	27,9%	33,0%	32,0%
Nợ ròng/Vốn CSH	19,4%	27,3%	27,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	7,0	4,6	4,9

Bảng CĐKT	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Tiền và tương đương	943	1.095	1.051
Đầu tư TC ngắn hạn	596	577	570
Các khoản phải thu	1.071	1.414	1.679
Hàng tồn kho	91	132	135
TS ngắn hạn	150	178	211
Tổng TS ngắn hạn	2.852	3.396	3.646
TS cố định (gộp)	3.905	4.719	5.254
- Khấu hao lũy kế	-1.444	1.696	(2.000)
TS cố định (ròng)	2.461	3.023	3.254
Đầu tư TC dài hạn	1.490	1.522	1.560
TS dài hạn khác	1.376	1.184	1.308
Tổng TS dài hạn	5.328	5.729	6.122
Tổng Tài sản	8.180	9.125	9.768
Phải trả ngắn hạn	359	369	488
Vay nợ ngắn hạn	408	982	1.045
Nợ ngắn hạn khác	403	459	542
Tổng nợ ngắn hạn	1.169	1.810	2.075
Vay và nợ dài hạn	1.480	1.480	1.466
Phải trả dài hạn khác	311	369	438
Tổng nợ	2.961	3.659	3.980
Cổ phiếu ưu đãi			
Vốn cổ phần	1.161	1.161	1.742
Thặng dư vốn CP	2.471	2.471	2.471
Lợi nhuận giữ lại	1.031	1.241	992
Vốn khác	214	124	141
Lợi ích CĐTS	341	469	441
Vốn chủ sở hữu	4.878	4.998	5.347
Tổng cộng nguồn vốn	8.180	9.125	9.768

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Tiền đầu năm	470	943	1.095
Lợi nhuận sau thuế	565	465	594
Khấu hao	268	252	305
Thay đổi vốn lưu động	28	-346	-80
Điều chỉnh khác	-507	-4	-65s
Tiền từ HĐKD	354	367	754
Chi mua sắm TSCĐ	-496	-536	-637
Đầu tư	680	-24	16
Tiền từ HĐ đầu tư	184	-560	-621
Cổ tức đã trả	-150	-232	-232
Tăng (giảm) vốn cổ phần	17	-	-
Tăng (giảm) nợ dài hạn	72	-	-13
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	574	63
Khác	-3	10	12
Tiền từ hoạt động TC	-64	352	-170
Tổng lưu chuyển tiền tệ	474	159	-36
Tiền cuối năm	943	1.095	1.051

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) EPS cơ bản điều chỉnh là EPS được điều chỉnh có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi theo thông tư 200.

KQLN hàng quý

2015	Q1	Q2	Q2	Q4	KQ từ đầu năm	Mục tiêu của công ty	Dự báo của VCSC
Doanh thu, tỷ đồng	813,3	912,7	935,0	N/A	54%	3.200	3.571
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	81,0	153,0	122,0	N/A	119%	300*	465
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A			N/A
Biên lợi nhuận gộp	24,8%	28,5%	29,3%	N/A			27,1%
Biên lợi nhuận từ hoạt động	13,3%	20,9%	20,4%	N/A			18,9%
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	8,1%	15,1%	11,1%	N/A			11,3%
Tăng trưởng doanh thu	32,4%	23,7%	26,0%	N/A			18,5%
Tăng trưởng LN từ hoạt động	41,6%	-67,2%	236%	N/A			116%
Ghi chú*: chúng tôi áp dụng thuế suất 9% đối với LNTT 2015 theo kế hoạch từ phía công ty cung cấp							
2014							
Doanh thu, tỷ đồng	614,0	738,0	742,0	892,0			
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	40,0	461,0	33,0	5,0			
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A			
Biên lợi nhuận gộp	16,4%	20,1%	21,0%	27,2%			
Biên lợi nhuận từ hoạt động	12,5%	79,8%	10,2%	6,4%			
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	6,5%	62,5%	4,4%	0,6%			
Tăng trưởng doanh thu	8,1%	21,2%	14,2%	26,7%			
Tăng trưởng LN từ hoạt động	-58,4%	1.931,0%	22,6%	35,7%			
2013							
Doanh thu, tỷ đồng	568,0	609,0	650,0	704,0			
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	147,0	-8,0	27,0	-28,0			
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A			
Biên lợi nhuận gộp	13,6%	18,2%	18,0%	20,3%			
Biên lợi nhuận từ hoạt động	32,6%	4,8%	9,5%	6,0%			
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	25,9%	-1,3%	4,2%	-4,0%			
Tăng trưởng doanh thu	-7,5%	-9,2%	-0,3%	10,7%			
Tăng trưởng LN từ hoạt động	125,6%	-25,6%	-23,5%	-42,5%			

Lưu ý: NPAT điều chỉnh = NPAT trừ lợi ích CĐTS, lợi nhuận bất thường và khoản trích vào quỹ khen thưởng – phúc lợi

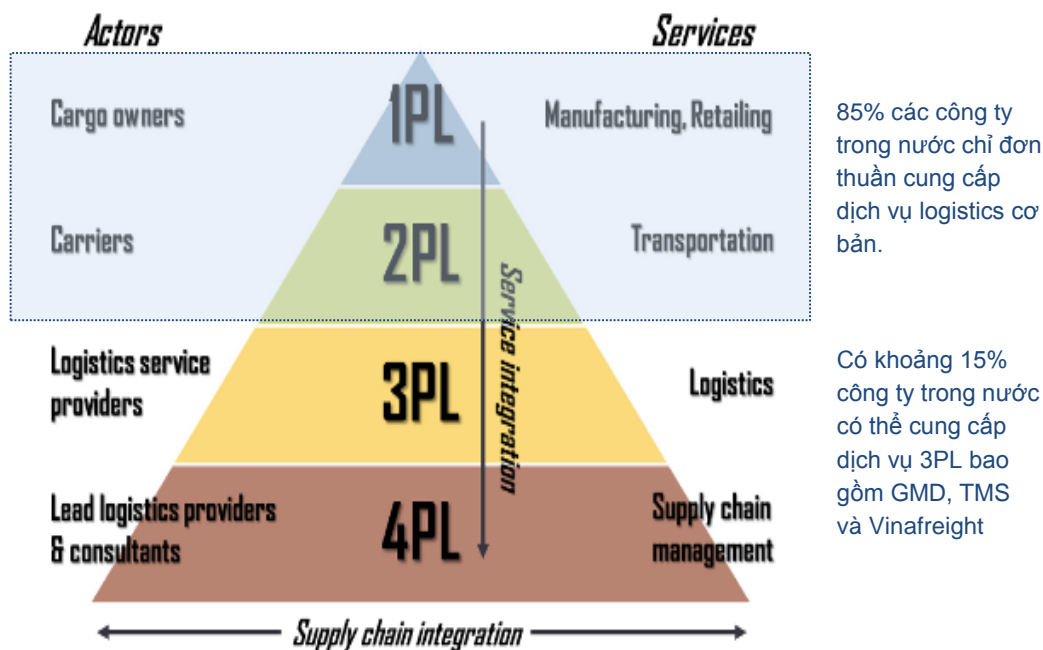
Dự báo KQLN

	KQ 2014	Dự báo 15	Dự báo 2015 so với KQ 2014	Ghi chú
Doanh thu	3.013,0	3.571,0	18,5%	
<i>Vận hành cảng</i>	1.097,0	1.623,0	47,9%	Cụm cảng ở Hải Phòng tăng trưởng rất mạnh trong năm 2015. Cảng NHDV có hiệu suất hoạt động khoảng 90% cho cả năm 2015, khi đã đạt 88% trong 9 tháng 2015
<i>Logistics</i>	1.875,0	1.948,0	3,9 %	Trung tâm logistics mới ở Hải Dương và DC 3 là các yếu tố đóng góp cho tăng trưởng ngành logistics trong năm 2015
Lợi nhuận gộp	625,0	968,0	55,0%	Biên LN gộp tăng từ 20,7% năm 2014 lên 27,1% năm 2015. Biên LN cao hơn từ: (1) Tăng trưởng dịch vụ container lạnh do vấn đề biên giới Việt-Trung và, (2) Hiệu suất hoạt động cao tại cảng NHDV.
Chi phí bán hàng và tiếp thị	32,0	43,0	35,0%	
Chi phí quản lý	280,0	250,0	-10,9%	Dự phóng dựa vào tỷ lệ % trên doanh thu của chi phí này trong 9 tháng.
Lợi nhuận từ HĐKD	313,0	675,0	116,1%	
LN ngoài HĐKD	476,0	-62,2	n/a	Trong năm 2014, có khoản thu nhập tài chính bất thường 617 tỷ đồng từ việc bán 85% tại Marproco, chủ sở hữu Gemadeot Tower. Trong năm 2015, chúng tôi ước tính mức lỗ tỷ giá chưa thực hiện khoảng 59 tỷ đồng đối với khoản nợ bằng USD (dư nợ khoảng 40 triệu USD).
EBIT	262,0	675,0	158,0%	Biên EBIT tăng xuất phát từ tăng trưởng biên LN gộp và tính kinh tế theo quy mô trong hoạt động cảng biển.
Chi phí lãi vay	113,0	134,0	18,6%	
LN trước thuế	701,0	511,0	-27,1%	
LN sau thuế	565,0	465,0	-17,7%	
LNST (sau lợi ích CĐTS)	531,0	405,0	-23,7%	
EBITDA	529,0	927,0	75,0%	
Biên LN gộp %	20,7%	27,1%		
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	1,0%	1,2%		
Chi phí quản lý / doanh thu	9,0%	7,0%		
Biên LN từ hoạt động kinh doanh %	10,4%	18,9%		
Biên EBIT %	8,7%	18,9%		
Biên EBITDA %	17,6%	24,6%		
Biên LNST %	17,6%	11,3%		
Thuế suất %	19,4%	9,0%		Cảng NHDV đi vào hoạt động thương mại giữa năm 2014 và lợi nhuận từ cảng này sẽ được miễn thuế trong vòng 5 năm, dẫn đến mức thuế suất thực tế thấp.

Ngành logistics tại Việt Nam đang đứng trước ngưỡng cửa của cuộc cách mạng 3PL cũng như chuẩn bị cho một giai đoạn tăng trưởng nhanh và ổn định

Theo Hiệp hội Giao nhận Kho vận Việt Nam (VLA), ngành logistics Việt Nam có giá trị khoảng 25% GDP, tương đương với 46 tỷ USD trong năm 2014. Ngành công nghiệp này đã tăng trưởng với tốc độ khoảng 20%/năm và dự kiến sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng 2 con số trong 5-10 năm tới. Theo Bộ Công Thương (MOIT), Việt Nam hiện đang có hơn 1.200 công ty cung cấp dịch vụ logistics, trong đó có 70% là các công ty nhỏ và trung bình. Thị phần của các công ty trong nước chỉ chiếm khoảng 20-30%, trong khi 25 công ty logistics đa quốc gia hoạt động tại Việt Nam chiếm khoảng 70-80% thị phần. Phần lớn các công ty logistics của Việt Nam là các nhà cung cấp 2PL (cung cấp dịch vụ logistics bên thứ hai), khác với các thị trường phát triển khi nhà cung cấp 3PL và nhà cung cấp dịch vụ quản lý chuỗi cung ứng chiếm đa số.

Hình 1: Hầu hết các công ty trong nước đều là nhà cung cấp 2PL



Nguồn: ISCEA, phân tích của VCSC

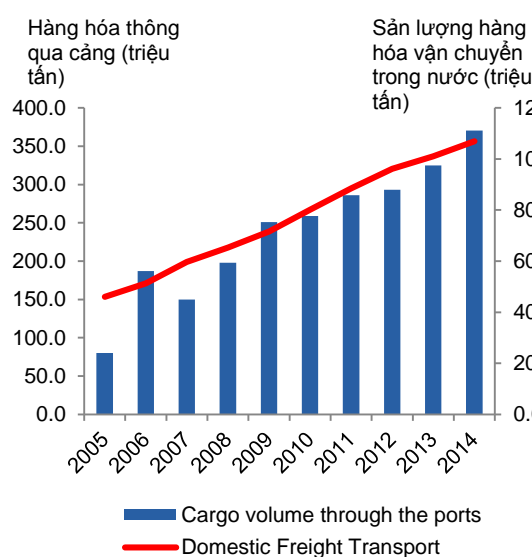
Tăng trưởng kinh tế và giá trị thương mại với các nước khác trên thế giới khá bền vững trong vòng 2 thập kỷ qua đã dẫn đến sự tăng trưởng nhanh chóng của nhu cầu giao thông vận tải (GTVT), vốn tạo ra sự căng thẳng cho nguồn lực cơ sở hạ tầng hạn chế trong nước. Tính đến hiện tại, hệ thống GTVT và logistics tại Việt Nam đã có thể đáp ứng cho mức tăng trưởng nhanh dù khả năng kết nối vẫn còn hạn chế. Tuy nhiên, việc chuyển đổi sang sản xuất các mặt hàng có hàm lượng kỹ thuật cao hơn của các khu công nghiệp (điện tử, hóa chất và lắp ráp xe ô tô) cũng như phát triển mô hình bán lẻ mới đang làm gia tăng tính phức tạp đối với yêu cầu của chuỗi cung ứng, khi gia tăng nhu cầu về quản lý thời gian và tính hiệu quả. Diễn biến này tạo ra một cơ hội hiếm có cho các công ty logistics trong nước để nâng cấp công suất và chuyển hóa từ nhà cung cấp 2PL, vốn chỉ tập trung vào giao nhận (forwarding) và vận tải thành các nhà cung cấp 3PL – cung cấp đầy đủ dịch vụ chuỗi cung ứng và đề xuất giải pháp thích hợp với từng khách hàng cụ thể.

Hoạt động cảng tại Việt Nam đã tăng trưởng mạnh mẽ trong 2015 bất chấp ngành vận tải biển thế giới vẫn đang trì trệ...

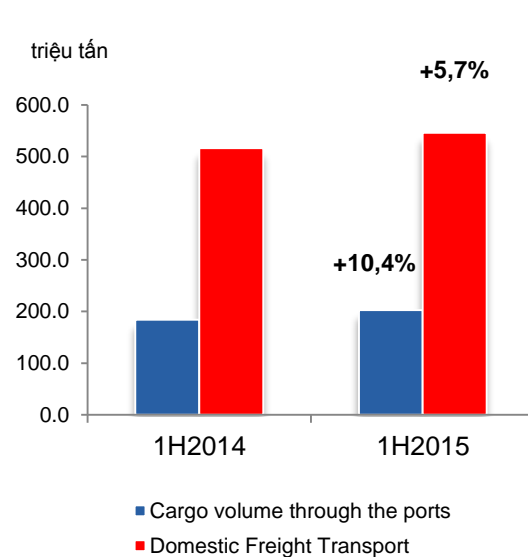
Tổng số lượng hàng hóa đi qua cảng tại Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2015 đã có mức tăng 10,4% so với cùng kỳ năm trước, đạt xấp xỉ 203 triệu tấn, trong đó số hàng đạt 6,2 triệu TEU, tăng 26% so với cùng kỳ năm 2014. Sự tăng trưởng này xuất phát từ việc Việt Nam đang dần trở thành trung tâm sản xuất trong khu vực, dẫn đến việc nhập khẩu cả các thiết bị và phụ kiện đầu vào, cũng như xuất khẩu thành phẩm.

Lượng hàng hóa vận chuyển trong nước - bao gồm bằng đường bộ, đường không, đường thủy nội địa, đường biển và đường sắt - dù tăng trưởng chậm hơn nhưng vẫn đạt mức tăng đáng kể 5,7% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 546 triệu tấn trong 6 tháng đầu năm 2015. Với đà tăng trưởng kéo dài của nhập khẩu và xuất khẩu cũng như tăng trưởng GDP tăng tốc, chúng tôi ước tính lượng hàng hóa vận chuyển trong nước sẽ tăng nhẹ trong năm 2016, dù cho thương mại toàn cầu đang giảm mạnh tạo ra một số rủi ro sụt giảm.

Hình 2: Lượng hàng hóa qua cảng và vận tải trong nước giai đoạn 2005-2014



Hình 3: Lượng hàng hóa qua cảng và vận tải trong nước trong 6 tháng đầu năm 2015



Nguồn: Tổng cục Thống kê (TCTK), Bộ GT-VT

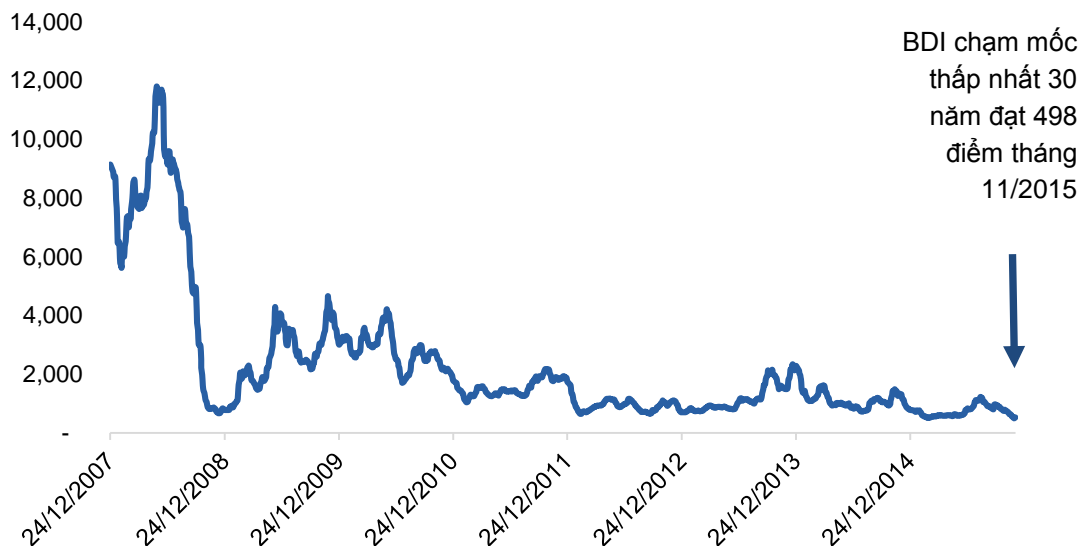
Diễn biến tích cực của ngành dịch vụ cảng Việt Nam là đặc biệt ấn tượng trong bối cảnh sụt giảm nhanh của ngành vận tải hàng hải toàn cầu. Giá cả vận tải hàng hóa container đã lao dốc dẫn đến khối lượng sụt giảm của thương mại bằng đường biển. Sự sụt giảm nhu cầu này không đi đôi với sự sụt giảm nguồn cung, chủ yếu là việc giá thép lao dốc đã khiến các hãng vận chuyển tàu biển chần chừ trong việc loại bỏ các tàu chở hàng cũ; số lượng tàu chở container ngưng hoạt động trong năm nay đã thấp hơn 60% so với cùng kỳ năm 2014. Cùng lúc đó, đơn hàng đóng tàu mới đã tăng mạnh, tăng 60% trong 5 tháng đầu năm 2015 so với cùng kỳ 2014. Những yếu tố này gộp lại đã tạo ra tình trạng thừa cung to lớn, tạo ra áp lực lên giá vận chuyển hàng hóa. Chi phí vận chuyển một container từ Thượng Hải đến Châu Âu đã giảm một nửa kể từ tháng 3/2015 (theo The Economist, 29/10/2015).

Trong khi đó, ngành công nghiệp vận chuyển hàng hóa quy mô lớn đã bị tác động mạnh hơn với việc nhập khẩu hàng hóa tại Trung Quốc giảm mạnh. Chỉ số Baltic Dry Index, một thước đo của

giá vận chuyển hàng hóa như than, quặng sắt, thép và ngũ cốc đã vừa chạm mốc thấp nhất trong 30 năm, giảm 96% kể từ thời điểm đạt đỉnh cao nhất trong lịch sử tháng 5/2008.

Tuy nhiên, các cảng tại Việt Nam đã có thể vượt qua được những trở ngại trong lĩnh vực container và tàu biển vận tải lớn nhờ vào sự tăng trưởng nhanh chóng trở thành trung tâm sản xuất, cũng như sự phục hồi mạnh mẽ trong kinh tế trong nước. Tuy nhiên, Việt Nam không hoàn toàn miễn nhiễm với diễn biến này và việc thương mại toàn cầu giảm sâu hơn có thể tác động đến khối lượng hàng hóa thương mại, tương ứng sẽ dẫn đến việc sụt giảm vận tải container thông qua các cảng biển Việt Nam trong năm 2016 và các năm sau đó.

Hình 4: Baltic Dry Index



Nguồn: Bloomberg, VCSC.

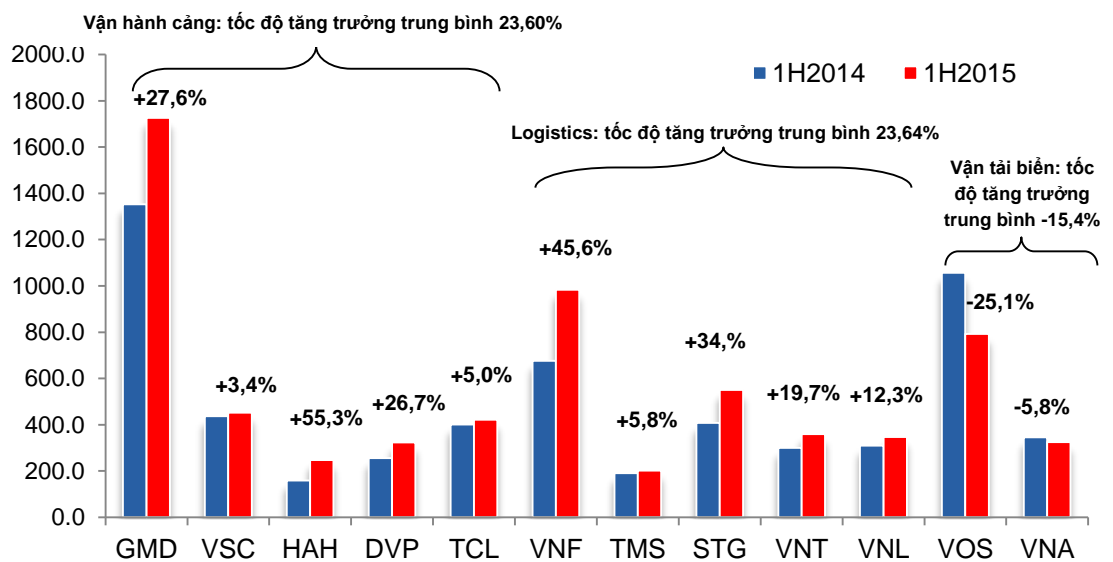
...sự tăng trưởng khả quan của ngành được phản ánh rõ nét vào kết quả kinh doanh của các công ty cảng biển niêm yết, trong khi các công ty vận tải biển đều có kết quả không khả quan...

- **Các công ty vận hành cảng biển trong khu vực cảng Hải Phòng như DVP, VSC hoặc GMD đều có mức tăng trưởng biên LN gấp đáng kể**, chủ yếu đến từ khối lượng hàng hóa thông qua cảng cao hơn (dẫn đến hiệu suất hoạt động cao hơn) cũng như nhu cầu tăng vọt cho dịch vụ container đông lạnh. Trong nửa đầu năm 2015, có khoảng 1.500 container đang chờ xử lý tại khu vực cảng Hải Phòng chủ yếu bao gồm các thực phẩm đông lạnh được tạm nhập bằng đường biển, đang chờ tái xuất khẩu sang Trung Quốc theo đường Móng Cái, Lào Cai và Lạng Sơn. Việc thắt chặt kiểm soát biên giới của Trung Quốc dọc theo biên giới Việt-Trung trong những tháng gần đây đã kéo dài thời gian xử lý hải quan, do đó kéo dài thời gian lưu trữ của những container đông lạnh này. Dịch vụ container đông lạnh mang lại biên LN cao hơn (hơn 50%) so với những dịch vụ xử lý container bình thường do bản chất riêng biệt và đặc thù, trong đó tiền điện đóng góp doanh thu chủ yếu. Sự tăng trưởng mạnh của dịch vụ này có thể được lặp lại khi tình hình biên giới Việt-Trung vẫn duy trì căng thẳng do những vấn đề biển Đông.
- **Các công ty nội địa đơn thuần cung cấp dịch vụ logistics và không vận hành cảng biển có mức tăng trưởng biên LN gấp khiêm tốn, ngoại trừ TMS (CTCP Transimex-Saigon).**

Chỉ riêng TMS vốn sở hữu hệ thống trung tâm phân phối (DC) lớn có thể tăng trưởng biên LN gộp khi cung cấp thêm các dịch vụ giá trị gia tăng trong các DC. Tuy nhiên, tăng trưởng doanh thu của các công ty chỉ đơn thuần cung cấp logistics xuất phát từ sự phục hồi của kinh tế trong nước, cũng như thương mại của Việt Nam với các nước khác trên thế giới.

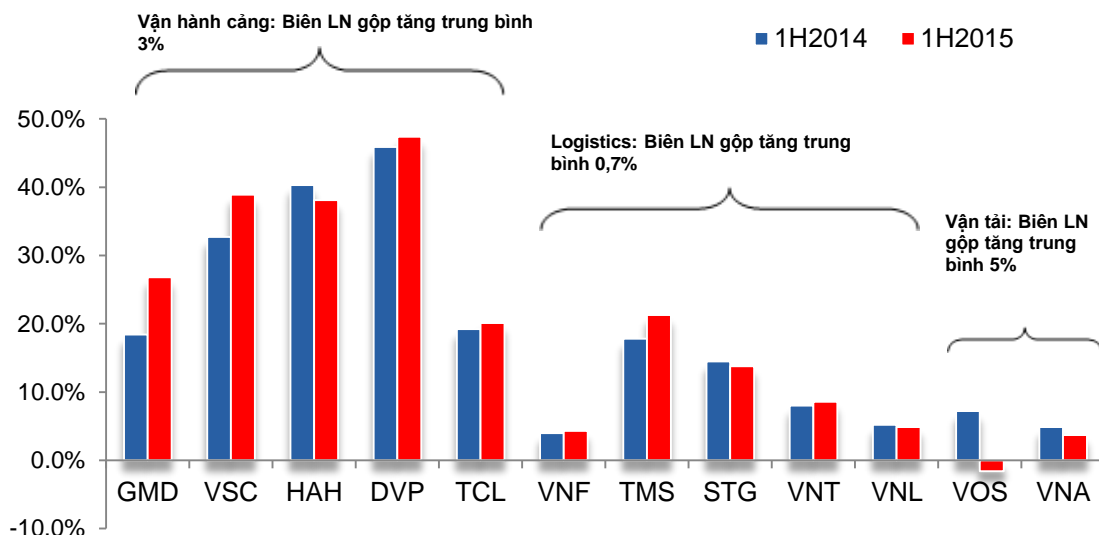
- Các công ty vận tải biển nội địa bị tác động mạnh bởi sự suy yếu kéo dài của giá vận tải hàng hóa toàn cầu.** Trên thực tế, giá vận tải toàn cầu vẫn ở mức thấp khi chỉ số Baltic Dry Index (BDI) lao dốc từ mức 12.000 trong năm 2008 chạm đáy 509 điểm vào tháng 2/2015, sau đó giảm mạnh để tiếp tục thiết lập mức thấp nhất trong 30 năm là 498 điểm vào tháng 11. Mức thấp này có thể sẽ kéo dài khi ngành vận tải hàng hải tiếp tục bị tác động mạnh từ tình trạng thừa cung nghiêm trọng và nhu cầu hàng hóa từ Trung Quốc tiếp tục suy yếu. Trong khi đó, giá vận tải container đã chứng kiến mức giảm mạnh do hoạt động thương mại toàn cầu sụt giảm trong những tháng gần đây.

Hình 5: Doanh thu của các công ty logistics trong nước: 6 tháng 2015 vs. 6 tháng 2014



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty

Hình 6: Biên LN gộp của các công ty logistics 6 tháng đầu năm 2015



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VCSC

*Ghi chú: VNF, TMS, STG, VNT, VNL là các công ty cung cấp dịch vụ logistics đơn thuần và không sở hữu cảng biển. GMD có vận hành cảng và cung cấp dịch vụ logistics, nhưng chúng tôi đưa GMD vào nhóm vận hành cảng do mức đóng góp lớn vào lợi nhuận hoạt động của mảng vận hành cảng. GMD có biên LN gộp thấp hơn các công ty chỉ đơn thuần vận hành cảng do đóng góp của mảng logistics, vốn có biên LN thấp hơn vận hành cảng

Nhu cầu dịch vụ logistics và cảng dự kiến sẽ “cắt cánh” trong vài năm tới

Chúng tôi nhận thấy 4 xu hướng chính sẽ hỗ trợ cho sự tăng trưởng kéo dài của ngành logistics và vận hành cảng biển tại Việt Nam: (1) ký kết các thỏa thuận thương mại tự do và dòng vốn FDI lớn đổ vào lĩnh vực sản xuất sẽ giúp thúc đẩy hoạt động xuất nhập khẩu giữa Việt Nam và các quốc gia khác, (2) nền kinh tế đang cải thiện và tăng trưởng nhu cầu trong nước sẽ tiếp tục hỗ trợ cho sự phục hồi trên diện rộng của hoạt động sản xuất, (3) mức tăng trưởng nhanh chóng của thương mại hiện đại và bán lẻ qua internet sẽ yêu cầu thêm những dịch vụ quản lý chuỗi cung ứng, (4) hoàn thành một loạt các dự án cơ sở hạ tầng sẽ tạo ra tác động đáng kể trong việc cải thiện công suất và tính hiệu quả của các cảng biển.

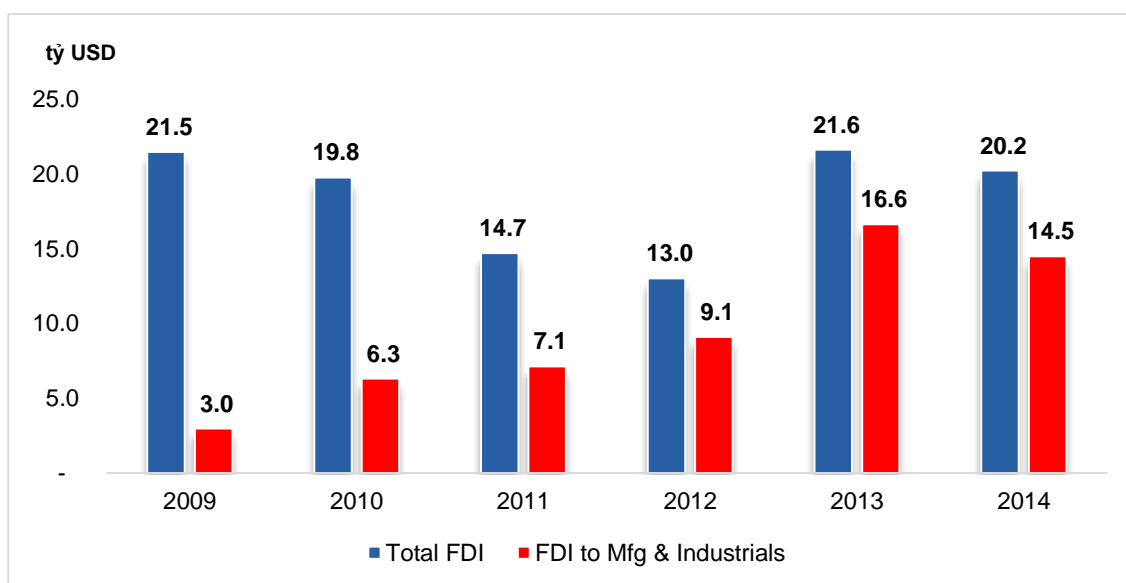
Ký kết các thỏa thuận thương mại tự do (FTA) và dòng vốn FDI lớn đổ vào lĩnh vực sản xuất sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu dịch vụ logistics...

Các FTA vừa ký kết và sắp ký kết trong thời gian tới sẽ thúc đẩy dòng chảy thương mại. Trong năm 2015, Việt Nam có thể sẽ ký kết hoặc đạt được thỏa thuận đối với 6 FTA mới, cả về song phương và đa phương. Ngoài ra, một vài FTA đáng chú ý như FTA Việt Nam - Hàn Quốc đã được ký kết và bắt đầu có hiệu lực khi quá trình giảm thuế đang diễn ra. Các đề xuất thương mại tự do có thể đạt được thỏa thuận và bắt đầu có hiệu lực trong vòng 2-3 năm tới bao gồm việc thành lập Cộng đồng Kinh tế ASEAN (AEC) - thỏa thuận quan hệ kinh tế toàn diện giữa 10 quốc gia ASEAN và 6 quốc gia đối tác (RCEP) và – quan trọng nhất là FTA với Liên minh Châu Âu (EU) và Hiệp ước Đối tác Xuyên Thái Bình Dương (TPP), cả 2 thỏa thuận này sẽ hoàn tất quá trình đàm phán vào đầu năm nay. Những thỏa thuận này sẽ mở ra cơ hội để Việt Nam hòa nhập sâu và rộng hơn đối với kinh tế toàn cầu cũng như chuỗi cung ứng trong khu vực và thế giới. Theo VLR (Vietnam Logistics Review), ngành công nghiệp hưởng lợi nhiều nhất từ những thỏa thuận

trên sẽ bao gồm nông nghiệp, hàng không (vận tải hàng không), ô tô, điện tử, thủy sản, sức khỏe, sản phẩm cao su, dệt may, may mặc, du lịch, sản phẩm gỗ, thực phẩm cũng như các sản phẩm nông lâm nghiệp. Những sự dịch chuyển tương ứng của hàng hóa xuyên quốc gia sẽ làm tăng mạnh nhu cầu logistics trong khi giúp cắt giảm thời gian thông quan hàng hóa tại các cảng biển, và ở mức độ thấp hơn là cảng hàng không. Cộng đồng AEC nhìn chung sẽ kích thích nhu cầu cho các dịch vụ xử lý các lô hàng trên đất liền.

Việt Nam đang trải qua giai đoạn đón dòng vốn FDI lớn đổ vào ngành sản xuất. Triển vọng được tạo ra từ các FTA được nhắc đến ở trên cũng đang thu hút dòng vốn FDI vào ngành sản xuất tại Việt Nam, phản ánh qua sự chuyển hướng của các công ty sản xuất lớn đa quốc gia từ Trung Quốc sang Việt Nam như Samsung, LG hay Nokia. Những sự chuyển hướng này thường có xu hướng thúc đẩy nhập khẩu các thiết bị và máy móc phức tạp sang Việt Nam trong ngắn hạn, dẫn dắt khối lượng vận chuyển hàng hóa nhập khẩu cao hơn thông qua các cảng và tạo ra nhu cầu cho vận tải dịch vụ kho chứa. Trong trung và dài hạn, xu hướng này sẽ tạo ra nhu cầu ổn định cho các dịch vụ logistics để hỗ trợ vận chuyển các nguyên liệu thô và thành phần nhập khẩu, cũng như xuất khẩu thành phẩm.

Hình 7: Vốn Đầu tư Trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam



Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài (FIA)

...Cùng với sự phục hồi của kinh tế trong nước cũng như các ngành sản xuất...

Ngành logistics tiếp tục được củng cố bởi sự phục hồi hoạt động sản xuất trên diện rộng khi nhu cầu trong nước phục hồi. Mức tăng trưởng ổn định trong các ngành sản xuất mũi nhọn như dệt may, giày dép, giấy, phân bón và hàng tiêu dùng đang thúc đẩy nhu cầu cho logistics xuất khẩu và nhập khẩu. Trong khi một vài thành phần có sự tăng trưởng sản lượng phản ánh được việc Việt Nam đang nhanh chóng nổi lên là trung tâm xuất khẩu như đề cập ở trên, yếu tố này còn được dẫn dắt bởi nhu cầu, sản lượng công nghiệp và vốn đầu tư trong nước.

Hình 8: Diễn biến các ngành sản xuất chính trong 6 tháng đầu năm 2015

Ngành	Diễn biến trong 6 tháng đầu năm 2015
Thép	Tăng trưởng sản lượng trong nước 20,0%
Dệt may	Tăng trưởng giá trị xuất khẩu 9,0%
Giày dép	Tăng trưởng sản lượng trong nước 19.5%, Tăng trưởng giá trị xuất khẩu 22.0%
Phân bón	Tăng trưởng sản lượng trong nước 2.4% cho phân urê, 2,4% đối với phân NPK
Giấy	Tăng trưởng sản lượng trong nước 3,6%
Dầu ăn	Tăng trưởng tỷ lệ tiêu dùng 9,0%
Thực uống	Tăng trưởng sản lượng trong nước 5,6%

Nguồn: Bộ Công thương

Sự tăng trưởng nhanh chóng của thương mại hiện đại và bán lẻ qua internet đang làm gia tăng nhu cầu cho dịch vụ logistics đặc thù

Việt Nam đã trở thành một trong những thị trường bán lẻ phát triển nhanh nhất thế giới. Tổng mức bán lẻ tăng trưởng 17,5% trong giai đoạn 2009-2014 đạt 1.751 nghìn tỷ đồng (80 tỷ USD) trong năm 2014, được dự kiến sẽ đạt 2.202 nghìn tỷ đồng vào năm 2019. Tỷ lệ thâm nhập của kênh phân phối thương mại hiện đại là dưới 15% nhưng chỉ ở mức 0-1% tại các khu vực nông thôn (4-5% trên toàn quốc), nhưng tỷ lệ này đang tăng nhanh cùng với nhiều công ty trong nước và thế giới đang xuất hiện tại thị trường Việt Nam. Điều này đang thúc đẩy nhu cầu cho dịch vụ logistics trong khi tạo ra nhu cầu cho các sản phẩm logistics đặc thù như quản lý chuỗi đông lạnh (đối với các công ty bán lẻ hàng tiêu dùng). Thương mại điện tử cũng là một mảng kinh doanh đang phát triển nhanh chóng, khi tăng hơn 43% trong năm 2014 đạt giá trị 11 nghìn tỷ đồng. Sự phức tạp của việc giao hàng và thanh toán của thương mại điện tử tại Việt Nam đang dẫn dắt cho nhu cầu dịch vụ logistics đặc thù.

Đầu tư cơ sở hạ tầng đang thúc đẩy công suất và tính hiệu quả của các cảng

Dự án nạo vét luồng Soài Rạp: ngày 21/06/2014, dự án nạo vét kênh Soài Rạp (giai đoạn 2) để đón nhận các tàu hàng với tải trọng hơn 50.000 DWT đã được khởi công. Trước khi hoàn thành dự án này, tàu hàng từ biển Đông khi cập cảng TPHCM phải đi vòng sang mũi Vũng Tàu, vịnh Rạch Rái và các sông bao gồm Ngã Bảy, Lòng Tàu, Nhà Bè, Sài Gòn với tổng chiều dài 85km. Ngoài ra, kênh Lòng Tàu quá nhỏ để có thể tiếp nhận các tàu chở hàng lớn. Kênh Soài Rạp giờ đây có thể cho phép các tàu chở hàng lớn nhận hàng từ cảng Hiệp Phước. Theo chính quyền TPHCM, tổng sản lượng hàng hóa đi qua kênh Soài Rạp có thể đạt 150 triệu tấn vào năm 2020, tăng 38% từ mức 109 triệu tấn vào năm 2014.

Hình 9: Kênh Soài Rạp

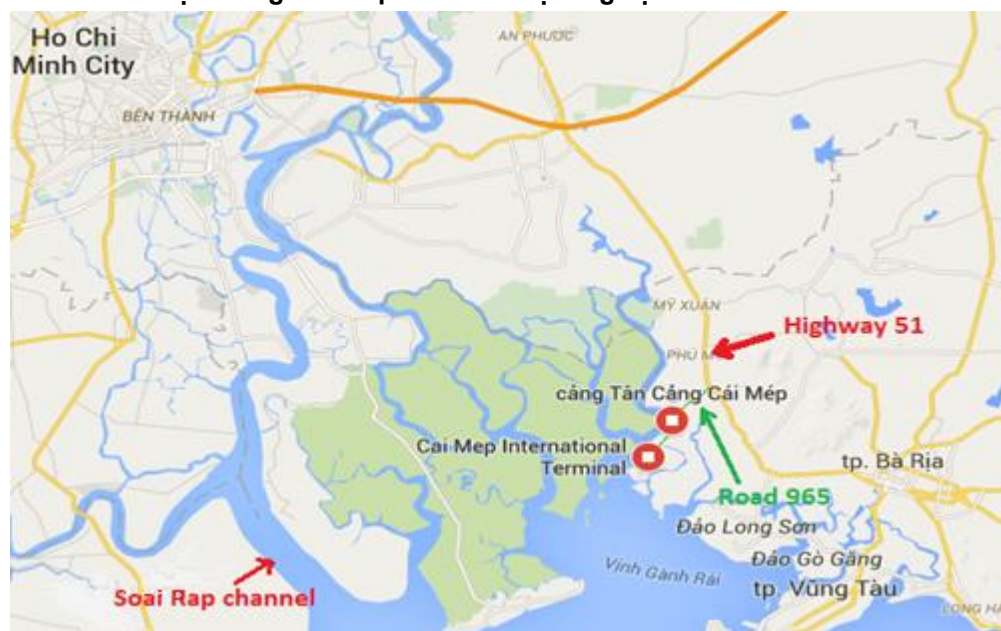


Nguồn: VCSC

Cao tốc Hà Nội - Hải Phòng: Tháng 6/2015, việc xây dựng tuyến đường cao tốc này đã hoàn hành 90%, cải thiện đáng kể sự kết nối giữa Hà Nội và Hải Phòng. Đây là tuyến đường quan trọng khi kết nối các khu kinh tế trọng điểm đang phát triển nhanh chóng ở miền Bắc với hệ thống cảng biển lớn thứ hai của Việt Nam.

Kết nối cảng Cái Mép: việc mở rộng Quốc lộ 51 đã được hoàn thành trong năm 2015. Đường 965, trục đường chính kết nối cảng Cái Mép với đường Quốc lộ 51 – cũng đã hoàn thành giúp cho vận tải hàng hóa trở nên thuận tiện hơn từ cảng Cái Mép đến các KCN lớn xung quanh TPHCM. Hiện tại, đường liên cảng SP-PSA và SITV trong cảng Cái Mép đang được xây dựng và sẽ hoàn thành trong năm 2015.

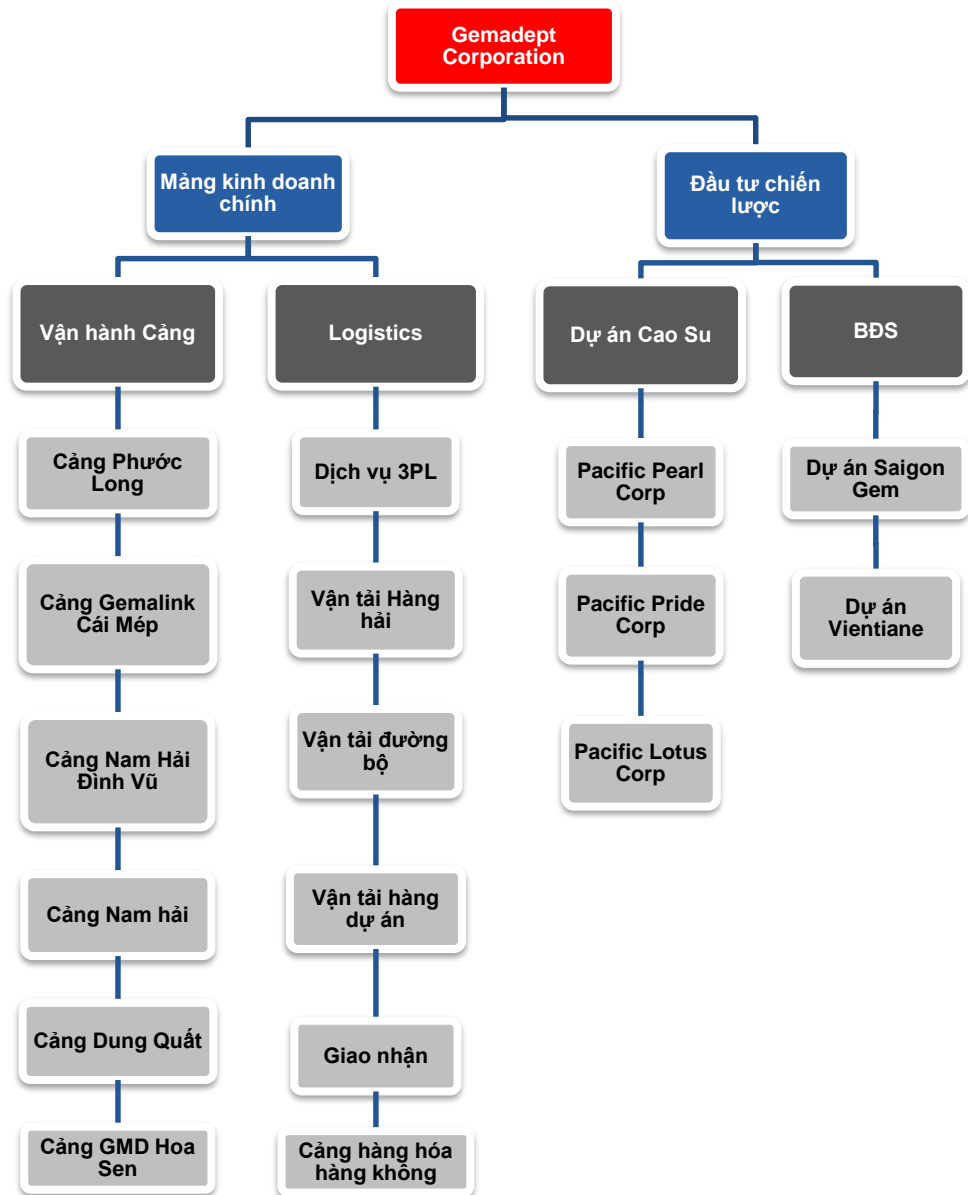
Hình 10: Khu vực Cảng Cái Mép và cơ sở hạ tầng vận tải



Nguồn: VCSC

Tổng quan công ty

Sau 25 năm kể từ khi thành lập, GMD đã phát triển ổn định để trở thành một trong những nhà cung cấp dịch vụ logistics lớn nhất Việt Nam và là một trong số ít những công ty trong nước đủ khả năng cung cấp tất cả các dịch vụ logistics trong chuỗi cung ứng. Ngoài mảng kinh doanh cốt lõi vận hành cảng biển và dịch vụ logistics, GMD cũng đầu tư chiến lược vào các dự án cao su và dự án BĐS. Sự hiện diện của GMD trong phân khúc vận hành cảng giúp công ty có lợi thế riêng biệt so với các nhà cung cấp dịch vụ logistics khác trong nước – phần lớn số này chỉ đơn thuần cung cấp dịch vụ - khi có thể cung cấp giải pháp logistics tích hợp cho khách hàng, cũng như sử dụng cảng là nơi tìm kiếm thêm nhiều hợp đồng logistics khác.



Công ty mẹ (Gemadept) chủ yếu cung cấp dịch vụ vận tải, dịch vụ đại lý giao nhận, đại lý hàng hải và cho thuê văn phòng, trong khi việc vận hành cảng biển, nhà kho và dịch vụ logistics phi vận tải được quản lý thông qua các công ty con.

Hình 11: Các công ty con của GMD

STT	Tên	Hoạt động kinh doanh	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	% do GMD sở hữu
1	Công ty TNHH Cảng Phước Long	Logistics	100	100%
2	Công ty TNHH 1 thành viên Logistics Gemadept	Logistics	8	100%
3	Gemadept (Malaysia) Ltd	Logistics	15	100%
4	Gemadept (Singapore) Ltd	Logistics	15	100%
5	Công ty TNHH 1 thành viên Gemadept Hải Phòng	Logistics	24	100%
6	Công ty TNHH 1 thành viên V.N.M General	Logistics	5	100%
7	Công ty TNHH 1 thành viên vận tải Pacific Maritime	Vận tải tàu biển	3	100%
8	Công ty TNHH dịch vụ tin học Vĩ Tín	IT	n/a	100%
9	Công ty TNHH 1 thành viên Logistics Biển Sáng	Vận tải tàu biển	n/a	100%
10	Công ty TNHH Cao su industry Pacific	Cao su	n/a	100%
11	Công ty TNHH Pacific Pearl	Cao su	n/a	100%
12	CTCP Grand Pacific Shipping	Vận tải tàu biển, Forwarding	n/a	100%
13	CTCP Pacific Lotus	Cao su	n/a	100%
14	CTCP Cảng Nam Hải	Vận hành cảng	n/a	99%
15	CTCP Nam Hải Đình Vũ	Vận hành cảng	400	85%
16	CTCP Cảng quốc tế Gemadept Dung Quất	Vận hành cảng	50	79%
17	CTCP vận tải Vũng Tàu	Xây dựng và Vận tải tàu biển	14	70%
18	CTCP Cảng quốc tế Gemadept Nhơn Hội	Vận hành cảng	12	53%
19	CTCP Cảng Hoa Sen Gemadept	Vận hành cảng	141	51%
20	ISS Gemadept Vietnam	Logistics	3.2	51%
21	Công ty TNHH vận tải Multimodel	Forwarding, Logistics	n/a	51%
22	Công ty TNHH vận tải Hàng hải Việt Nam	Vận tải tàu biển	n/a	51%
23	CTCP Pacific Pride	Cao su	n/a	100%

Nguồn: GMD

Triển vọng tích cực cho phân khúc cảng biển và logistics

GMD là một trong số ít các công ty trong nước có sự hiện diện trong mọi khâu của chuỗi giá trị logistics...

Sau 25 năm kể từ khi thành lập, GMD đã phát triển ổn định để trở thành một trong những nhà cung cấp dịch vụ logistics lớn nhất Việt Nam và là một trong số ít những công ty trong nước đủ khả năng cung cấp tất cả các dịch vụ logistics trong chuỗi cung ứng và có nhiều loại tài sản khác nhau như cảng, trung tâm phân phối, kho chứa và các ICD. GMD đã tận dụng sự hiện diện trong hầu hết chuỗi giá trị logistics để trở thành nhà cung cấp dịch vụ logistics tích hợp, từ đầu đến cuối. Một lợi thế chủ chốt khác 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 lệ thuộc vào các dịch vụ thuê ngoài để sử dụng trong chuỗi giá trị logistics. Dưới đây là danh sách và mô tả các tài sản logistics của GMD.

Cảng biển: GMD sở hữu và vận hành tổng cộng 5 cảng biển phân phối kéo dài dọc bờ biển miền Bắc, Trung, Nam của Việt Nam. Hệ thống cảng của GMD có thể xử lý tổng cộng 595.000 TEU lượng hàng hóa container và 1,44 triệu tấn hàng hóa lớn (chỉ tại cảng Dung Quất) trong năm 2014, chiếm 5,8% tổng khối lượng container và 0,8% hàng hóa lớn xử lý tại cảng Việt Nam trong năm 2014.

Cảng hàng hóa hàng không: Toạ lạc tại một khu vực rộng 14,3ha tại khu vực sân bay Tân Sơn Nhất, SCSC bao gồm 2 khu vực chính bao gồm cả sân bay với tổng diện tích 52.000 m² có thể tiếp nhận 3 máy bay Boeing 747 – 400F cùng một thời điểm, và khu vực chứa hàng hóa với tổng diện tích 91.000 m² cùng với công suất thiết kế 200.000 tấn hàng hóa mỗi năm. Tổng số hàng hóa đi qua cảng hàng không SCSC đạt 71.308 tấn trong năm 2014 (tăng 14,7% so với năm trước đó), cho thấy vẫn còn khả năng tăng trưởng khối lượng tại cảng hàng không này mà không cần đầu tư thêm vốn.

Điểm thông quan nội địa (ICDs): Toạ lạc tại một khu vực rộng 12ha trên đường cao tốc Hà Nội, ở quận Thủ Đức của TPHCM, Kho Phước Long ICD đã có hơn 30 năm hoạt động cung cấp gói dịch vụ đa dạng từ dịch vụ thông quan, xe tải và vận chuyển xa lan đến các trạm chứa container hàng hóa (CFS). Tổng số lượng hàng hóa đi qua Phước Long ICD trong năm 2014 đạt 442.000 tấn (tăng 9% so với năm 2013).

Trung tâm phân phối (DC): Hiện tại, hệ thống DC của GMD bao gồm : DC 1, 2, 4 và An Thạnh tại tỉnh Bình Dương. Trong quý 3/2015, DC 3 tại Bình Dương và trung tâm logistics tại Hải Dương đã đi vào hoạt động. DC 3 có tổng diện tích 11.000 m² và công suất 18.300 pallet, trong khi trung tâm logistics tại Hải Dương là nhà kho truyền thống (không phải kho chứa pallet) với tổng diện tích 10.000 m². Hai cơ sở mới này đã nâng tổng diện tích và công suất của mạng lưới DC thuộc GMD lên lần lượt 21% và 29% đạt 123.172 m² và 80.000 pallet. Trong quý 3/2016, hệ thống kho lạnh tại Hậu Giang cho nhà máy thủy sản Minh Phú có thể đi vào hoạt động; kho lạnh này có diện tích 15.000 m² và công suất 50.000 pallet, có vai trò quan trọng khi đánh dấu sự hiện diện của GMD vào phân khúc chuỗi giá trị logistics đông lạnh, đang dần nổi lên và đầy hứa hẹn, tạo ra biên LN cao hơn và ước tính tăng trưởng nhanh chóng nhờ khả năng hội nhập vào mô hình bán lẻ hàng tươi sống hiện đại, cũng như ngành bán lẻ F&B (thực phẩm & thức uống) tăng trưởng mạnh trên khắp Việt Nam.

Đội xe tải: công ty hiện đang sở hữu đội xe có quy mô đáng kể bao gồm 155 đầu kéo, 51 xe tải nhẹ (loại 1,5-5 tấn) phục vụ các tuyến đường ngắn và 250 rơ-móc. GMD cũng có 10 công ty hợp tác khác với năng lực hơn 200 xe tải đủ chủng loại. Trong năm 2015 và 2016, GMD có ý định mua thêm 50-100 xe tải nhỏ cho việc phân phối trong nội thành.

Đội xà lan: GMD sở hữu và vận hành 14 xà lan vận tải đường thủy với công suất của mỗi xà lan 50-100 TEU. GMD dự tính đầu tư thêm 1 đến 2 xà lan trong cuối năm 2015 hoặc đầu năm sau với công suất 120-180 TEU để tập trung vào tuyến Việt Nam-Cambodia.

Đội tàu hàng hải: GMD sở hữu 4 tàu feeder (tàu vận chuyển nhỏ), bao gồm Pacific Gloria, Pacific Pearl, Pacific Grace và Pacific Express với tổng công suất 2.983 TEU. Trong năm 2014, đội tàu hàng hải của GMD đạt được hiệu suất hoạt động trung bình khoảng 90%. Việc mở rộng đội tàu này không phải là ưu tiên hàng đầu của GMD trong bối cảnh giá cước vận tải biển ở mức thấp; tuy nhiên những tài sản này giúp hoàn thành các dịch vụ logistics khác của GMD khi cung cấp các giải pháp toàn diện cho khách hàng.

Việc sở hữu đội vận tải riêng yêu cầu số vốn cao nhưng cho phép GMD có sự kiểm soát tốt hơn hệ thống logistics thay vì sử dụng dịch vụ thuê ngoài hoặc thuê lại phương tiện của bên thứ ba, cho phép tối ưu hóa hoạt động và duy trì chất lượng dịch vụ.

Hình 12: Sự hiện diện trong mạng logistics và vận hành cảng của GMD tại Việt Nam



Nguồn: GMD

*Ghi chú: Ngoài trừ SCSC là công ty liên doanh với GMD sở hữu 29% cổ phần, tất các các cơ sở trên đều được GMD sở hữu và vận hành toàn bộ

Hình 13: Hoạt động của GMD trong chuỗi giá trị inbound-logistics

	Nhà cung cấp	Vận tải →	Kho chứa	Vận tải →	Phân xưởng/ Nhà máy
Cơ sở	Không tham gia	- 155 xe đầu kéo kéo container, 250 rơ móc - 14 xà lan chạy dọc tuyến Cái Mép – Tân Cảng và Sài Gòn – Phnom Penh	- Cụm trung tâm phân phối bao gồm DC1, DC2, DC3, DC4 and AnThạnh tại KCN Sóng Thần, Bình Dương. - Trung tâm Logistics TP Hải Dương. - Trung tâm Logistics tại Hậu Giang.	- 155 xe đầu kéo kéo container, 250 rơ móc - 14 xà lan chạy dọc tuyến Cái Mép – Tân Cảng và Sài Gòn – Phnom Penh	Không tham gia
Hoạt động	Không tham gia	Vận tải nguyên liệu thô / phụ tùng / phụ kiện	Quản lý kho hàng, dự báo cung/cầu,	Vận tải nguyên liệu thô / phụ tùng / phụ kiện	Không tham gia

Nguồn: GMD, VCSC

Hình 14: Hoạt động của GMD trong chuỗi giá trị outbound-logistics

	Phân xưởng/ Nhà máy	Vận tải →	Kho chứa	Vận tải →	Xử lý thông qua cảng biển và cảng hàng không để xuất khẩu	Vận chuyển quốc tế
Cơ sở	Không tham gia	- 155 xe đầu kéo kéo container, 250 rơ móc - 14 xà lan chạy dọc tuyến Cái Mép – Tân Cảng và Sài Gòn – Phnom Penh	- Cụm trung tâm phân phối bao gồm DC1, DC2, DC3, DC4 and AnThạnh tại KCN Sóng Thần, Bình Dương. - Trung tâm Logistics TP Hải Dương. - Trung tâm Logistics tại Hậu Giang.	- 51 xe tải nhỏ loại 1,5-2 tấn phục vụ các tuyến đường ngắn và trong nội bộ khu vực. - 155 xe đầu kéo container, 250 rơ móc - 14 xà lan chạy dọc tuyến Cái Mép – Tân Cảng và Sài Gòn - Phnom Penh	- Trạm vận tải hàng không SCSC . - 5 cảng biển dọc theo bờ biển Việt Nam bao gồm Nam Hải, NHDV, Hoa Sen, Gemalink và Dung Quất. - Phuoc Long ICD.	- 4 tàu vận chuyển container cỡ nhỏ hoạt động doch5 theo các tuyến thuộc Châu Á
Hoạt động	Không tham gia	Vận chuyển hàng trung gian và thành phẩm, Forwarding.	Quản lý kho hàng, CFS, In ấn nhãn hiệu, Đóng gói	Vận chuyển hàng trung gian và thành phẩm, Forwarding.	Xử lý hàng hóa, Quản lý kho hàng, Forwarding	Vận tải hàng hải thành phẩm và hàng hóa trung gian

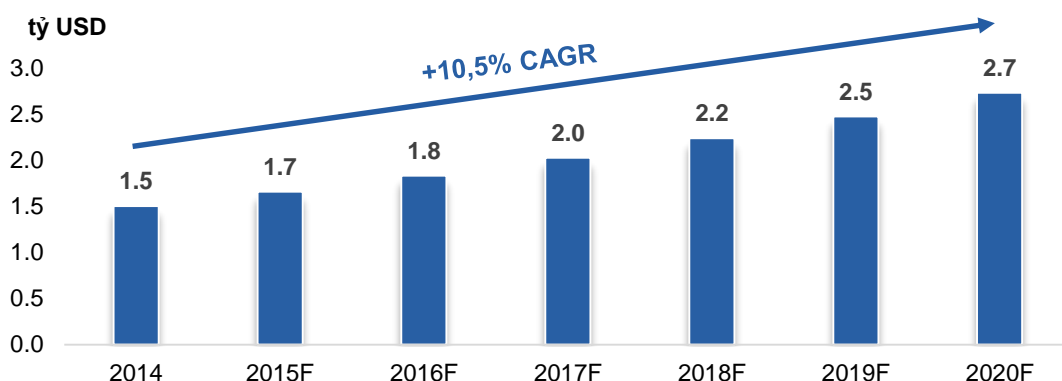
Nguồn: GMD, VCSC

...Với kinh nghiệm lâu năm hoạt động trong mảng giao nhận, cộng với chuyên môn trải dài khắp chuỗi giá trị logistics giúp GMD thành công trong phân khúc 3PL vốn đang phát triển nhanh chóng

Là nhà cung cấp dịch vụ logistics tích hợp và là đối tác hàng đầu trong các lựa chọn thuê ngoài của các công ty 3PL đa quốc gia, GMD có lợi thế so với các công ty trong nước. Khả năng cung cấp dịch vụ logistics tích hợp nhờ có sự hiện diện trong toàn bộ chuỗi giá trị logistics đã tạo ra vị thế dẫn đầu của GMD so với các nhiều công ty trong nước, vốn giờ đây đã bắt đầu để tâm đến việc cung cấp dịch vụ 3PL. Trong khi 3PL là một mảng kinh doanh khá mới và hiện đang chỉ chiếm dưới 10% tổng doanh thu từ logistics của GMD, mảng này dự kiến sẽ tăng trưởng nhanh khi thị trường logistics phát triển và có thêm nhiều công ty quốc tế thiết lập xưởng sản xuất tại Việt Nam, thúc đẩy nhu cầu của chuỗi dịch vụ cung ứng và giải pháp tích hợp (các quốc gia phát triển đã trải qua giai đoạn 2PL từ khá lâu, do đó các công ty từ các quốc gia này thường đề xuất dịch vụ 3PL cho các khách hàng sử dụng dịch vụ logistics).

Theo ban lãnh đạo của GMD, trong năm 2014, mảng kinh doanh 3PL của công ty đạt tăng trưởng doanh thu 28% và LN trước thuế tăng 175% so với năm 2013. Mặc dù quy mô còn nhỏ, đây vẫn là mức tăng trưởng ấn tượng trong bối cảnh thị trường 3PL ở Việt Nam bị thống trị bởi những “gã khổng lồ” nước ngoài như DHL Logistics, Damco, FedEx và APL. Chỉ có 3 công ty logistics niêm yết tại Việt Nam hiện tại có thể cung cấp một vài giai đoạn của dịch vụ 3PL bao gồm Gemadept, Vinafco và Transimex. Theo Armstrong & Associates, giá trị ngành dịch vụ 3PL ở Việt Nam đã đạt 1,5 tỷ USD trong năm 2014. Trong bối cảnh ngành 3PL tại Châu Á Thái Bình Dương có mức tăng trưởng CAGR khoảng 10,5% trong giai đoạn 2007-2014 (Armstrong & Associates), và Việt Nam mới ở thời kỳ đầu của sự phát triển của ngành dịch vụ này, chúng tôi cho rằng ngành 3PL tại Việt Nam sẽ tăng trưởng với tốc độ chậm nhất là tương đương với khu vực trong vòng vài năm tới. Do đó, mảng kinh doanh này có thể trở thành yếu tố dẫn dắt doanh thu chính cho GMD trong trung và dài hạn.

Hình 15: Dự báo tăng trưởng mảng 3PL giai đoạn 2015-2020 của Việt Nam

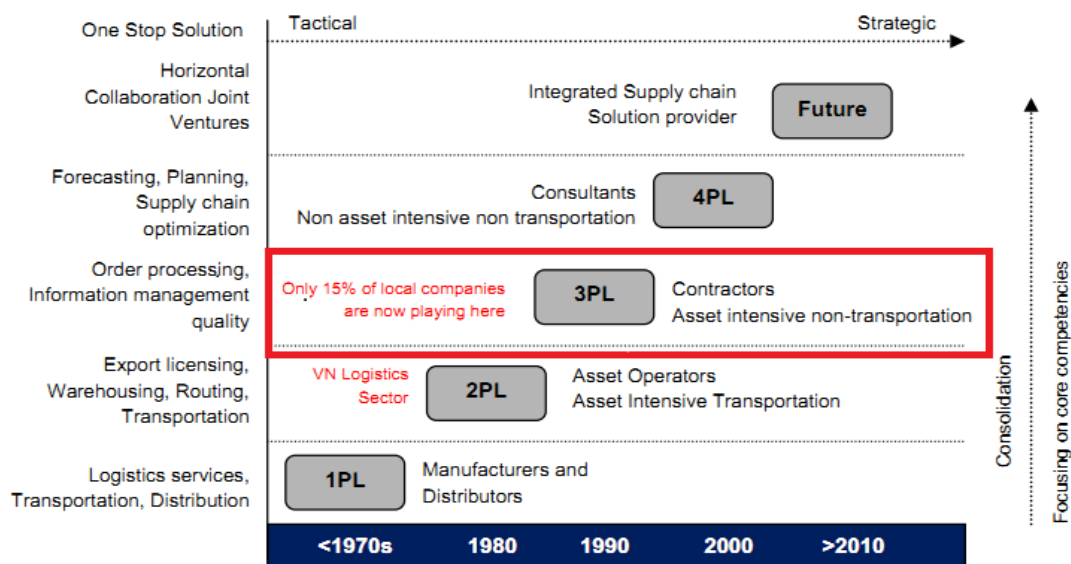


Nguồn: VCSC dựa báo dựa theo số liệu của Armstrong & Associates.

Khi chỉ có vài công ty trong nước có thể hoạt động trong mảng kinh doanh này, GMD – với vị thế là một trong những nhà cung cấp dịch vụ logistics tích hợp lớn nhất trong nước và đi tiên phong trong mảng kinh doanh này – được xem như ứng cử viên dẫn dắt cho sự thành công của các công ty nội địa trong phân khúc 3PL. Ngoài ra, GMD sẽ không nhất thiết phải đối đầu với các công ty đa quốc gia tại thị trường Việt Nam khi các công ty nước ngoài không hoàn toàn muốn sở hữu các tài sản logistics tại Việt Nam, họ chỉ cạnh tranh đơn thuần về mặt chuyên môn và hệ thống. Do đó, các công ty này cần phụ thuộc vào các dịch vụ logistics thuê ngoài từ các công ty trong nước và GMD – một trong những công ty lớn nhất và là đối tác có uy tín về khả năng logistics tích hợp. Khi GMD cung cấp dịch vụ cho các công ty 3PL đa quốc gia, GMD cũng có thể học hỏi từ các công

ty nước ngoài trong quá trình hợp tác, và có thể bắt đầu giành lấy các hợp đồng 3PL từ chính các công ty này. Hiện tại, các công ty tham gia vào 3PL trong nước đang “nằm ngoài sự chú ý” của các công ty quốc tế do khả năng còn hạn chế và thị phần khá nhỏ, cho phép các công ty trong nước dần dần giành lấy thị phần từ công ty nước ngoài. Đến thời điểm các công ty trong nước trở thành những đối thủ cạnh tranh thực sự, họ sẽ có lợi thế lớn nhờ vào các tài sản trong nước. Do đó, chúng tôi cho rằng thay vì cố gắng bảo vệ vị trí trong mảng 3PL trong bối cảnh này, các công ty đa quốc gia sẽ bắt đầu tập trung vào giải pháp 4PL, giai đoạn phát triển tiếp theo ngành logistics trên thế giới.

Hình 16: Chỉ có 15% công ty nội địa có thể cung cấp dịch vụ 3PL



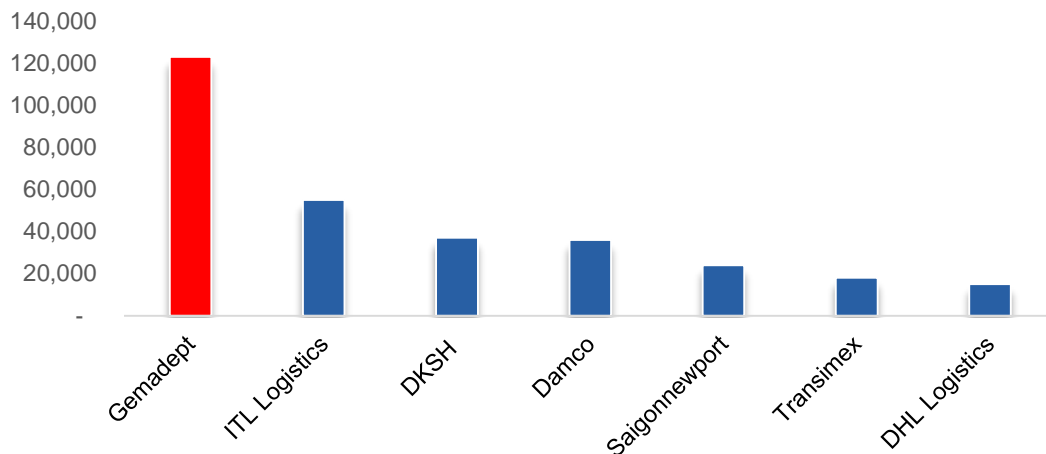
Nguồn: Frost and Sullivan, VCSC phân tích

Mạng lưới DC rộng khắp của GMD sẽ là tài sản chủ chốt trong công cuộc đi tìm thành công tại thị trường 3PL. Thực vậy, các trung tâm phân phối (DC) đánh dấu giai đoạn phát triển tiếp theo của dịch vụ quản lý nhà kho truyền thống, bắt nguồn từ nhu cầu ngày càng gia tăng đối với dịch vụ quản lý chuỗi cung ứng cho các nhà máy sản xuất lớn. Khác với các nhà kho truyền thống vốn chỉ đơn thuần cung cấp kho chứa hàng hóa và dịch vụ an ninh. DC cung cấp dịch vụ quản lý hàng tồn kho và theo dõi hàng hóa.

Các công ty đầu tiên áp dụng dịch vụ này ở Việt Nam là các công ty sản xuất và phân phối các hàng hóa tiêu dùng vận chuyển nhanh (FMCG) như Unilever, P&G, Vinamilk và Masan. Trong năm 2015, GMD đã đầu tư vào DC thứ ba tại KCN Sóng Thần trong nỗ lực đáp ứng nhu cầu ngày càng gia tăng của mảng FMCG. DC mới này đã nâng tổng diện tích DC của GMD lên 123.172 m2 và dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2015. Khi DC 3 đi vào hoạt động chính thức, GMD sẽ trở thành một những công ty vận hành DC lớn nhất Việt Nam. Mạng lưới DC mạnh mẽ này sẽ giúp GMD cung cấp các dịch vụ rộng khắp trong chuỗi 3PL bao gồm dịch vụ truyền thống như giao nhận, thủ tục hải quan, vận tải, xử lý hàng hóa, phân phối và các dịch vụ giá trị gia tăng như quản lý hàng tồn kho, đóng gói và in nhãn hiệu.

Hình 17: GMD có mạng lưới DC lớn nhất

Tổng diện tích DC (m²)



Nguồn: Số liệu công ty, VCSC.

Hình 18: Mạng lưới DC của GMD: Hiện tại và tương lai



Nguồn: GMD

GMD có thể tiếp tục tăng trưởng trong mảng hoạt động 3PL vốn còn sơ khai của mình bằng cách làm việc với những ông lớn và đa dạng hóa lượng khách hàng của DC. Hiện tại, 4 khách hàng lớn nhất của các DC thuộc GMD là Samsung, công ty bánh kẹo Kinh Đô (giờ đây là Mondelez International), Masan và Vinamilk. GMD hiện đang đáp ứng khoảng 80% nhu cầu quản lý hàng hóa và dịch vụ nhà kho cho Samsung ở miền Nam. Trong khi đó, 2 DC tại KCN Sóng Thần đang hoạt động với 100% công suất và phục vụ cho các ông lớn cho lĩnh vực FMCG như Kinh Đô (giờ đây

là Mondelez International), Masan và Vinamilk. Một thông tin đáng chú ý là Samsung, khách hàng lớn nhất của GMD chỉ đóng góp 5-10% tổng lượng hàng hóa được xử lý trong hệ thống DC của GMD. Điều này cho thấy dù có một vài khách hàng lớn, danh mục khách hàng của GMD là khá đa dạng, do đó làm giảm thiểu rủi ro tập trung vào một số khách hàng nhất định.

Cảng Nam Hải Đình Vũ là một khoản đầu tư chiến lược đúng đắn, trong bối cảnh cảng container Nam Hải hiện đã đạt 100% công suất

Trong tháng 5/2014, GMD đã đưa vào sử dụng cảng Nam Hải Đình Vũ (NHDV) tại khu kinh tế đặc biệt Đình Vũ – Cát Hải, đây là một phần của chiến lược mở rộng sự hiện diện tại miền Bắc. Chúng tôi cho rằng đây là một bước đi khôn ngoan trong bối cảnh miền Bắc đang trải qua giai đoạn tăng trưởng mạnh trong sản lượng hàng hóa container thông qua hệ thống cảng biển nhờ vào lượng vốn FDI đổ vào hoạt động sản xuất tại khu công nghiệp Đình Vũ, cũng như sự gia tăng của nhu cầu xuất nhập qua các năm. Ngoài ra, với việc cảng Nam Hải đang đạt công suất tối đa và các cảng khác ở miền Nam vẫn đang trong giai đoạn xây dựng, NHDV đã trở thành yếu tố dẫn dắt tăng trưởng doanh thu chính từ mảng cảng trong ngắn hạn và trung hạn.

Hình 19: Các cảng của GMD

Tên cảng	Tình trạng	Công suất vận hành	Trong tải tàu (DWT)	Vị trí
Nam Hải	Đang hoạt động	156%	10.000	Hải Phòng
Nam Hải Đình Vũ	Đang hoạt động	80 – 90%	30.000	Hải Phòng
Dung Quất	Đang hoạt động	90% (chủ yếu là tàu lớn)	70.000	Quảng Ngãi
Gemalink (cảng nước sâu)	Đang xây dựng	N/A	200.000	Bà Rịa
Hoa Sen	Đang xây dựng	N/A	50.000	Bà Rịa
Phước Long (ICD)	Đang hoạt động	90%	-	TPHCM

Nguồn: GMD

Chúng tôi cho rằng cảng NHDV sẽ là động lực tăng trưởng chính của mảng cảng của GMD do những lý do sau:

- Vị trí đắc địa tạo lợi thế trong việc định giá cung cấp dịch vụ:** thành phố Hải Phòng là trung tâm của các hoạt động xuất- nhập khẩu ở miền Bắc do có vị trí thuận lợi đối với các hoạt động sản xuất và vận tải, cũng như vị thế nằm gần những trung tâm hàng hải chính tại Đông Á. Trong 6 tháng đầu năm 2015, số lượng hàng hóa đi qua cảng Hải Phòng và Quảng Nam đạt 64,2 triệu tấn (tăng 7% so với cùng kỳ năm 2014), đóng góp khoảng 33% tổng số hàng hóa đi qua cảng tại Việt Nam. Các cảng này được hưởng lợi to lớn từ KCN Đình Vũ tại Hải Phòng, vốn đã thu hút lượng vốn FDI đáng kể trong những năm gần đây; ngược lại, vị trí địa lý thuận lợi khi gần các cảng này cũng khiến KCN Đình Vũ thu hút nhiều vốn đầu tư hơn.

Tọa lạc tại khu vực hạ lưu sông Cấm – là cửa ngõ đối với dòng luân chuyển hàng hóa ra vào thành phố Hải Phòng, cảng NHDV có vị trí vượt trội so với các cảng khác tại Hải Phòng. Khu vực hạ lưu sông Cấm có độ sâu tương đối lớn và khu vực quay đầu rộng, giúp tiếp nhận các tàu hàng lớn vốn là xu hướng hiện nay. Thực tế, với việc các tàu hàng lớn có thể cập cảng NHDV ngay tại khu vực cửa sông mà không cần phải đi sâu vào sông Cấm cũng giúp tiết kiệm nhiên liệu và thời gian đối với các chủ tàu. Do đó, khác với những cảng nhỏ nằm tại thượng lưu dọc theo sông Cấm, NHDV không cần phải giảm giá xếp dỡ container để trở nên cạnh tranh hơn, trong bối cảnh thừa công suất tại khu vực. Ngoài ra, vị trí của cảng NHDV không bị ảnh hưởng bởi cầu Bạch Đằng, hiện đang trong quá trình xây dựng và dự kiến hoàn thành

trong năm 2017; công trình này đang làm gián đoạn vận tải đường thủy vào khu vực thượng nguồn sông Cẩm, tạo ra lợi thế cho cảng NHDV (tham khảo vị trí cầu Bạch Đằng ở hình 21).

Hình 20: Cảng Nam Hải Port và Nam Hải Đình Vũ.



Nguồn: VCSC, Google Maps

Hình 21: Địa điểm dự án Lạch Huyện

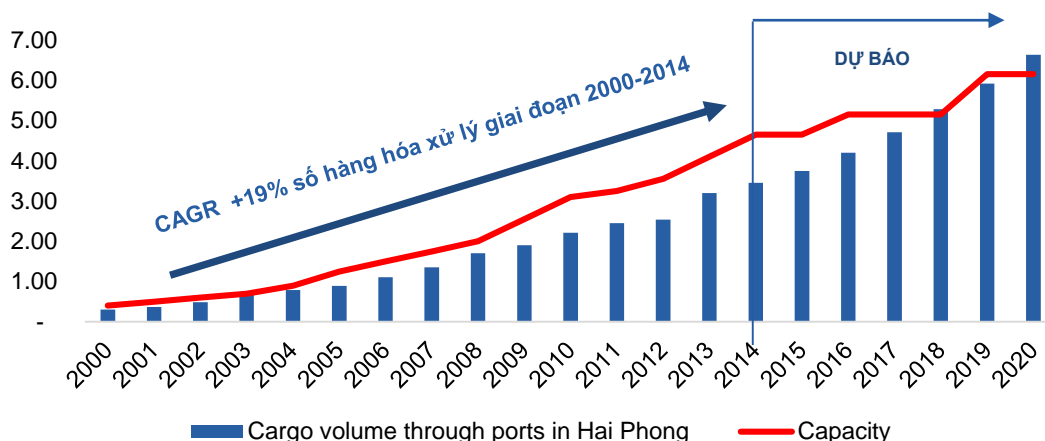


Nguồn: Vietnam shipbuilding

- **Biểu cước xếp dỡ tại khu vực Hải Phòng sẽ tăng trong trung và dài hạn dù cảng Lạch Huyện dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2019.** Tình hình thừa cung tại khi vực đã diễn ra liên tục từ năm 2004 cho đến hiện tại và gây ra sự cạnh tranh gay gắt, tạo áp lực lên giá xếp dỡ container. Phí nâng hạ container đối với các tàu nước ngoài trong khu vực dao động trong khoản 33-38 USD/TEU trong năm 2014 và không hề cải thiện trong năm 2015. Tuy nhiên, trong dài hạn từ 2015-2020, với bối cảnh tăng trưởng trung bình 12-15% của lượng hàng hóa

đi qua các cảng tại Hải Phòng, nhu cầu sẽ vượt xa tổng công suất tại các cảng này, dù việc Lạch Huyện giai đoạn 1 dự kiến sẽ đi vào hoạt động kể từ năm 2019. Do đó, phí xử lý container trong khu vực sẽ được duy trì và có thể tăng trong tương lai.

Hình 22: Tổng công suất thiết kế và lượng hàng hóa thông qua cảng tại Hải Phòng (triệu TEU)



Nguồn: VPA, số liệu từ các công ty vận hành cảng

*Ghi chú: Dự báo của chúng tôi về tổng công suất tại khu vực Hải Phòng giai đoạn 2019-2020 đã tính đến công suất giai đoạn 1 của dự án Lạch Huyện dự kiến đi vào hoạt động năm 2019

- Khả năng tiếp nhận 2 tàu lớn cùng một lúc tạo ra tính kinh tế theo quy mô:** với khu vực neo đậu có độ sâu 11,5m, 2 cầu trục giàn (QC) và khu vực quay đầu thuyền 250m, cảng NHDV có khả năng tiếp nhận 2 tàu 30.000 DWT (hoặc 30,000 DWT giảm tải) cùng một lúc. Mỗi QC có khả năng thực hiện 40 moves một giờ, tương đương với cảng hiện đại nhất trên quốc tế, cao hơn đáng kể so với con số 20-30 moves/giờ của các cầu trục ở các cảng khác tại Hải Phòng. Điều này giúp tăng tốc độ xếp dỡ hàng hóa, theo đó giúp mở rộng biên LN khi công suất được sử dụng ở mức cao. Trên thực tế, biên LN gộp của cảng NHDV đạt khoảng 40-45%, cao hơn so với mức 30-35% của các cảng khác tại Hải Phòng. Cảng NHDV có tổng công suất xử lý container khoảng 500.000 TEU/năm, tuy nhiên theo ban lãnh đạo, cảng này có thể đạt điểm hòa vốn sản lượng thông qua đạt 250.000-280.000 TEU. Công suất hiện tại đang bị giới hạn bởi hạn chế của bãi Depot (để chứa các container rỗng), nhưng có thể mở rộng lên mức 650.000 TEU/năm khi diện tích Depot tăng lên, theo đó tiếp tục đẩy mạnh tăng trưởng của mảng kinh doanh cảng.

Hình 23: NH-ĐV là cảng duy nhất tại Hải Phòng có thể tiếp nhận tàu trọng tải 30.000DWT

Tỉnh thành	Khu vực	Cảng	Luồng	Số cầu tàu	Công suất (TEU)	Chiều dài bến	Trọng tải tàu tối đa
Hải Phòng	Chùa Vẽ	Nam Hải	Sông Cấm	1	200.000	144 m	10.000 DWT
Hải Phòng	Chùa Vẽ	Đoạn Xá	Sông Cấm	1	250.000	210 m	10.000 DWT
Hải Phòng	Chùa Vẽ	Transvina	Sông Cấm	1	200.000	169 m	10.000 DWT
Hải Phòng	Chùa Vẽ	Green Port	Sông Cấm	2	400.000	303,5 m	10.000 DWT
Hải Phòng	Chùa Vẽ	Chùa Vẽ	Sông Cấm	5	800.000	880,0 m	10.000 DWT
Hải Phòng	Chùa Vẽ	Tân Cảng 128	Sông Cấm	1	200.000	225,0 m	10.000 DWT
Hải Phòng	Chùa Vẽ	Hải An	Sông Cấm	1	300.000	150,0 m	20.000 DWT
Hải Phòng	Đình Vũ	NH-ĐV	Bạch Đằng	2	500.000	455,0 m	30.000 DWT
Hải Phòng	Đình Vũ	PTSC Đình Vũ	Bạch Đằng	1	300.000	250,0 m	20.000 DWT
Hải Phòng	Đình Vũ	Đình Vũ	Bạch Đằng	2	500.000	427,0 m	20.000 DWT
Hải Phòng	Đình Vũ	Tân Vũ	Bạch Đằng	5	800.000	955,0 m	20.000 DWT
Hải Phòng	Đình Vũ	Tân Cảng 189	Bạch Đằng	1	200.000	160,0 m	10.000 DWT

Nguồn: VCSC

- **Danh mục khách hàng đa dạng giúp hạn chế rủi ro:** Hiện danh mục khách hàng của cảng Nam Hải – Đình Vũ tương đối đa dạng, bao gồm: China Shipping, Zim Lines, T.S Lines, China United Lines, A.S Lines, Jin Jiang shipping, Yang Ming, CMA – CGM, MSC, PIL, KMTC, C.K Lines, N.Y.K và OOCL. Tính từ đầu năm đến nay, TS Lines là khách hàng lớn nhất của cảng Nam Hải – Đình Vũ, chiếm 26%-29% tổng lượng hàng hóa thông qua cảng, trong khi khách hàng lớn thứ hai là AS Lines với 11%.

Gemadep Shipping duy trì hiệu suất hoạt động cao giữa bối cảnh khó khan của ngành

Công ty hiện có 4 tàu feeder và 14 sà lan chạy sông, chủ yếu hoạt động theo các tuyến trong nước, các tuyến Việt Nam – Campuchia, và trong nội bộ Châu Á. Năm 2014, mảng vận chuyển đường thủy đã vận chuyển 205.448 TEUs hàng hóa, mang lại 39 triệu USD doanh thu, đóng góp 45% doanh thu mảng logistics. GMD đã giảm số tàu chạy sông từ 16 xuống 14 vào cuối năm 2013 nhằm duy trì tỷ lệ huy động đội tàu trung bình ở mức 90% trong bối cảnh ngành vận tải đường thủy thế giới suy giảm, dẫn đến giá cước giảm theo. Với việc vận tải biển nội địa tăng song song với tốc độ phát triển kinh tế trong nước, GMD dự kiến sẽ đầu tư thêm vào một hoặc hai sà lan vào cuối năm nay hoặc đầu năm sau, với công suất từ 120 đến 180 TEU, tập trung vào tuyến Việt Nam – Campuchia. Tuy vận chuyển đường thủy không đóng góp nhiều lợi nhuận cho GMD, mảng này vẫn đóng vai trò quan trọng vì (1) Vận chuyển đường thủy là một phần không thể thiếu được trong chuỗi logistics khép kín hoàn toàn, là lĩnh vực mà GMD đang tham gia cạnh tranh, và (2) Mảng này giúp duy trì quan hệ với các khách hàng hiện nay, cũng như mang lại khách hàng mới cho các dịch vụ logistics khác như kho bãi và giao nhận.

Hình 24: Các tuyến GMD hoạt động

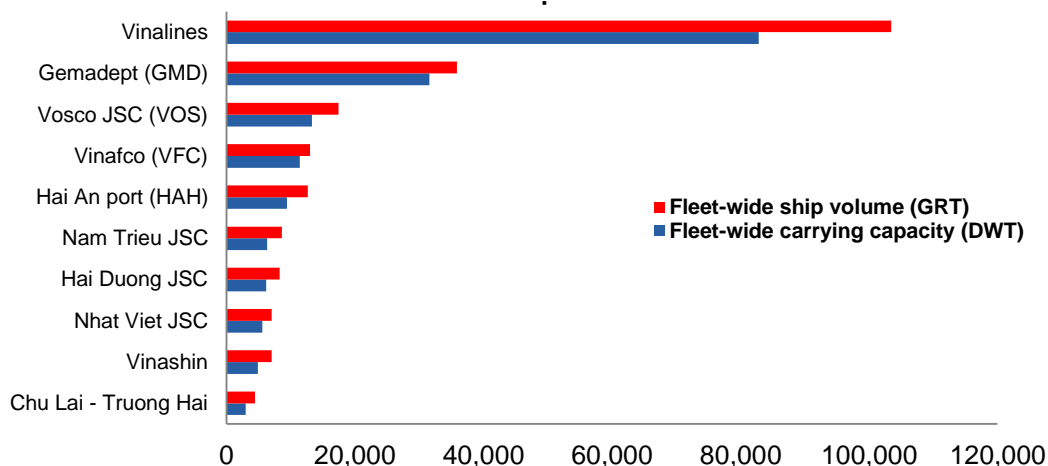


Hình 25: Hiệu suất sử dụng các tàu (2014)

Tàu biển	Công suất (TEU)	Hiệu suất (%)
Pacific Gloria	699	96,4%
Pacific Pearl	699	93,0%
Pacific Grace	836	87,4%
Pacific Express	749	74,2%
TỔNG CỘNG	2.983	

Nguồn: GMD

Hình 26: Các chủ tàu container lớn nhất Việt Nam năm 2014



Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam, VCSC

Cảng hàng hóa hàng không SCSC giúp GMD từng bước tiếp cận ngành vận tải hàng hóa hàng không tuy còn non trẻ nhưng giàu tiềm năng tại Việt Nam

Vận chuyển đường hàng không dự báo sẽ tăng trưởng mạnh trong những năm tới, nhờ hoạt động thương mại của Việt Nam tăng mạnh qua các năm...

Đường hàng không vẫn là hình thức vận tải kém phát triển tại Việt Nam, khi chỉ chiếm 0,02% tổng lượng hàng hóa vận chuyển của cả nước năm ngoái. Vì vận chuyển bằng hàng không chủ yếu xuyên biên giới nên dự kiến sẽ được đẩy mạnh nhờ các hiệp định thương mại tự do mà Việt Nam tham gia ký kết, giúp Việt Nam hội nhập hơn nữa vào thương mại thế giới. Do lĩnh vực sản xuất chú trọng vào xuất khẩu của Việt Nam chủ yếu là các hoạt động lắp ráp hạ nguồn, nên phần lớn các nhà máy đều phụ thuộc vào nhiều linh kiện nhập khẩu, trong đó một số phải vận chuyển bằng đường hàng không do thời hạn theo đơn đặt hàng ngắn hơn. Hơn nữa, một số sản phẩm xuất khẩu có thời hạn sử dụng ngắn (như thực phẩm tươi sống), các mặt hàng dễ vỡ hoặc có giá trị lớn (như linh kiện điện tử) hoặc các mặt hàng cần được vận chuyển nhanh – sẽ cần được vận chuyển bằng đường hàng không, thay vì đường biển. Năm 2014, ngành vận tải hàng không của Việt Nam tăng trưởng 10% và BMI dự báo lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không tại Việt Nam sẽ tăng khoảng 6,5%-7% từ năm 2015 đến 2019. Chúng tôi cho rằng dự báo này còn

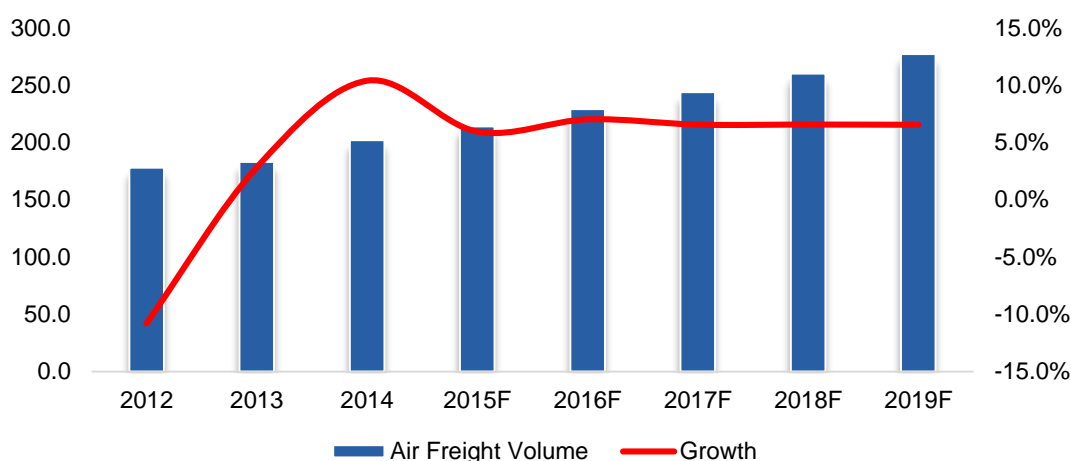
tương đối thận trọng và tăng trưởng có thể sẽ còn mạnh hơn nữa với việc ký kết nhiều hiệp định thương mại tự do và hiệp định TPP, dự kiến có hiệu lực từ năm 2017.

Hình 27: Lượng hàng hóa vận tải theo phương thức

(tấn)	2012A	2013A	2014E
Đường bộ	722.156	765.070	811.395
Đường sông	168.493	180.812	192.886
Đường sắt	7.003	6.525	6.729
Đường hàng không	178,7	183,7	195,64

Nguồn: BMI Report

Hình 28: Tiềm năng tăng trưởng vận tải đường hàng không



Nguồn: BMI

Công ty liên doanh SCSC của GMD tăng trưởng mạnh qua các năm nhưng công suất hoạt động hiện vẫn ở mức thấp so với thiết kế, tạo dư địa tăng trưởng mạnh trong tương lai...

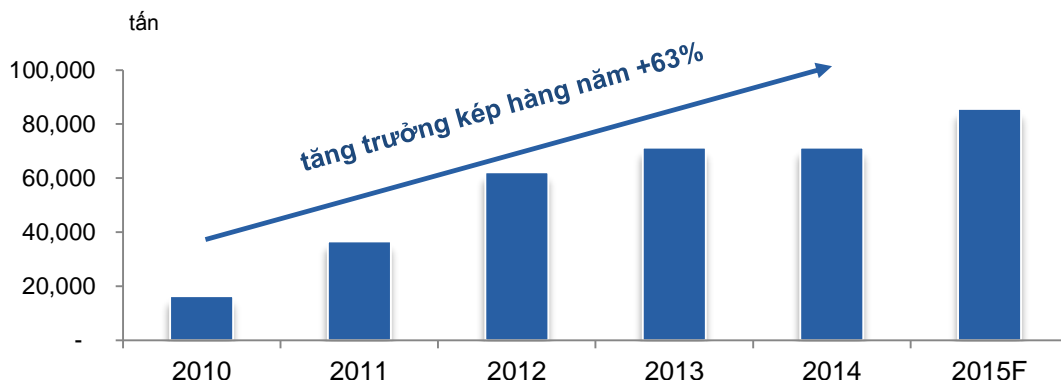
Nhằm khai thác tiềm năng tăng trưởng ngành vận chuyển đường hàng không và cũng để đưa ra dịch vụ logistics trọn gói, Gemadept hợp tác với Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam (ACV), CTCP A41 và một số nhà đầu tư tài chính khác để thành lập liên doanh Cảng hàng hóa hàng không SCSC (SCSC). Trong liên doanh này, Gemadept là cổ đông lớn nhất với cổ phần 29%, trong khi ACV sở hữu 16%, A41 15% và các nhà đầu tư tài chính 24%. Với tổng vốn đầu tư 50 triệu USD, cảng hàng hóa SCSC được xây dựng với diện tích 143.000m² tại Sân bay Tân Sơn Nhất. Cảng hàng hóa này đã đi vào hoạt động trong năm 2010 và gồm ba khu vực chính:

- Khu vực đậu máy bay: diện tích 52.000m², có thể chứa đồng thời 3 máy bay B747F hoặc 5 máy bay A321.
- Khu vực cổng hàng hóa: diện tích 27.000m², công suất 350.000 tấn hàng hóa/năm.
- Khu vực kho bãi, bãi đậu xe và văn phòng: diện tích 64.000m².

Lượng hàng hóa vận chuyển thông qua SCSC đạt mức tăng trưởng kép hàng năm đầy ấn tượng 63% từ năm 2010 đến năm 2014. Sang năm 2015, chúng tôi cho rằng SCSC có thể tiếp nhận 85.570 tấn hàng hóa, tương đương 24% công suất thiết kế. Điều này cho thấy SCSC vẫn còn rất nhiều không gian tăng trưởng mạnh, trước khi GMD phải tiếp tục đầu tư để tăng công suất. Hơn nữa, vì hàng hóa vận chuyển đường hàng không chủ yếu là hàng điện tử, hoặc các mặt hàng giá

trị cao, hoặc hàng cần vận chuyển nhanh, nên các công ty vận chuyển đường hàng không có thể đòi hỏi mức giá cao, biên lợi nhuận gộp lên đến 60%-66%, lớn hơn nhiều so với vận chuyển đường biển.

Hình 29: Lượng hàng đi qua cảng hàng hóa hàng không SCSC



Nguồn: SCSC, dự báo của VCSC

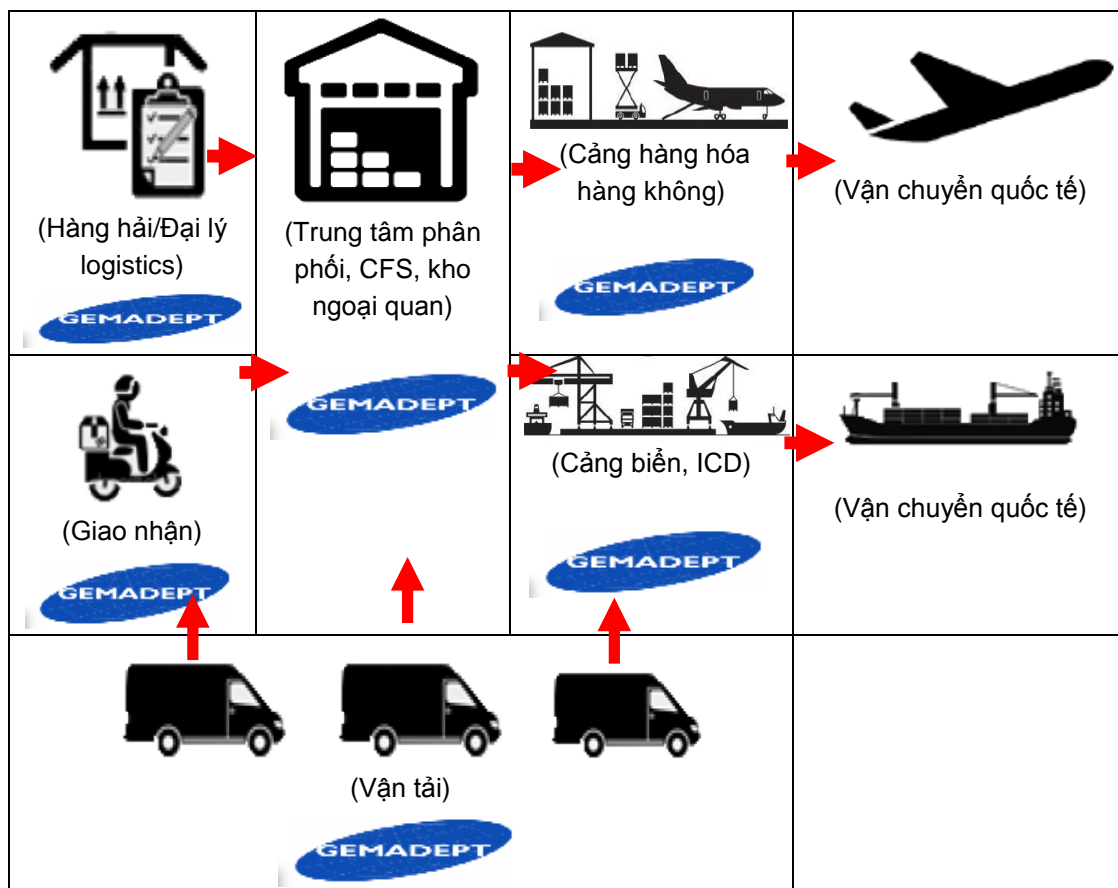
... Cơ cấu khách hàng đa dạng...

Cơ cấu khách hàng của SCSC tương đối đa dạng, với nhiều hãng hàng không lớn trên thế giới như Thai Airways, Hong Kong Airlines, Sichuan Airlines, Saudi Arabian, Emirates Sky cargo, Cargolux, Lufthansa, Singapore Airlines, Turkish Cargo cũng như Vietjet Air, hãng hàng không giá rẻ đang nổi lên của Việt Nam.

Năm 2013, SCSC đã đạt được hai chứng chỉ chất lượng quốc tế là đánh giá an toàn IATA dành cho dịch vụ mặt đất (ISAGO) và chứng chỉ tiêu chuẩn an ninh (Tiêu chuẩn A, mức cao nhất) TAPA dành cho hàng hóa vận chuyển đường hàng không (TAPA, hạng A). Năm 2014, SCICI đã đạt được các tiêu chuẩn chất lượng dành cho an ninh hàng không tại các nước EU (RA3). Điều này cho phép công ty phát triển với các khách hàng hiện hữu cũng như tìm được các khách hàng mới trong tương lai khi Việt Nam được kết nối với các nước khác bằng đường hàng không tốt hơn.

Với SCSC, GMD gần như đã hoàn tất chuỗi giá trị logistics khép kín tại Việt Nam – phân khúc duy nhất công ty còn bỏ ngỏ là vận chuyển quốc tế bằng đường biển, nhưng điều này không quá quan trọng đối với GMD trong bối cảnh triển vọng kém khả quan của ngành hàng hải thế giới.

Hình 30: GMD hiện có thể cung cấp gần như tất cả dịch vụ thuộc chuỗi giá trị logistics



Nguồn: VCSC

GMD hiện đang tìm cách thoái vốn khỏi các lĩnh vực ngoài hoạt động kinh doanh cốt lõi

GMD có thể sẽ bán mảng cao su nhưng điều này sẽ không xảy ra trong thời gian tới... Tính đến ngày 30/06/2015, khoảng đầu tư của GMD vào các công ty cao su có giá trị hơn 1.200 tỷ đồng, ước tính mảng cao su chiếm 15% tổng tài sản công ty, trong đó chủ yếu là 30.000 ha tại tỉnh Mondulkiri, miền Bắc Campuchia, với 10.000ha đã được trồng trọt. GMD hiện vẫn tiếp tục đầu tư vào dự án này và mỗi năm trồng thêm 1.000ha cao su theo kế hoạch. Tuy ban lãnh đạo không công bố giá trị đầu tư dự kiến vào lĩnh vực này, chúng tôi có thể ước tính một cách tương đối trên cơ sở diện tích trồng cao su tăng thêm mỗi năm. Chúng tôi cho rằng công ty đầu tư 0,5 triệu USD/năm cho chi phí gieo trồng mới. Dự án được kỳ vọng sẽ bắt đầu mang lại doanh thu trong năm 2017, khi có thể thu hoạch lứa cao su trồng đầu tiên. Tuy nhiên, do tình hình giá cả và sản lượng cao su vẫn còn chưa rõ ràng nên chúng tôi không phản ánh dòng tiền mặt từ dự án cao su vào mô hình định giá và dự báo tài chính.

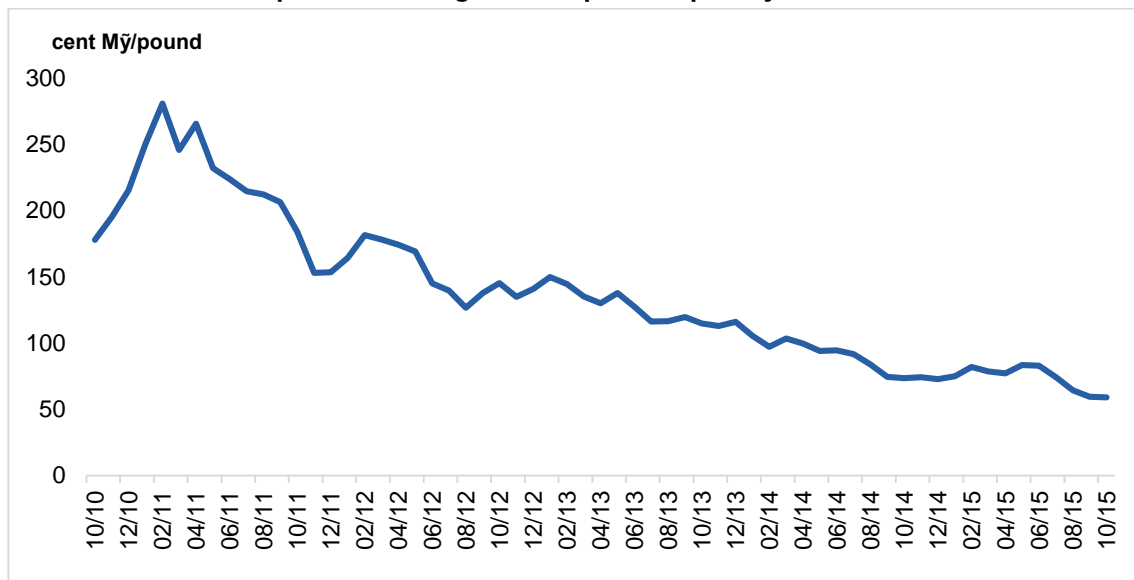
Song song với việc liên tục đầu tư vào dự án cao su kể trên, GMD cũng cân nhắc chuyển nhượng một phần vốn tại dự án này cho một bên mua chiến lược. Ban lãnh đạo cho biết gần đây một số nhà sản xuất cao su từ Malaysia, Indonesia và Ấn Độ liên lạc công ty về vấn đề này, cho thấy GMD trong tương lai gần có thể sẽ chuyển nhượng ít nhất một phần vốn. Chúng tôi cho rằng dự án này đầy hấp dẫn đối với bên mua chiến lược nhờ có một số đặc điểm như sau:

- Điều kiện tự nhiên thuận lợi: Đất đai màu mỡ, ở độ cao 100-250m trên mực nước biển, nhiệt độ trung bình 26,8-28,7 °C, lượng mưa hàng năm trên 1.600mm.

- Quỹ đất lên đến 30.000ha, đã có giấy sử dụng đất. Xin lưu ý là Chính phủ Campuchia đã ngưng cấp quyền sử dụng đất cho các đối tượng nước ngoài, khiến quỹ đất này có giá trị lớn.
- Cơ sở hạ tầng đã được phát triển.
- Đã hoàn tất cả thủ tục pháp lý (giấy phép đầu tư, quyền sử dụng đất).
- Đã hoàn thành đánh giá tác động đối với môi trường: Được URS thực hiện độc lập theo tiêu chuẩn IFC.

Tuy nhiên, ban lãnh đạo có thể kéo dài thời gian tìm người mua vì a) Diện tích trồng trọt và sản lượng từ đợt cây cao su đầu tiên có thể giúp tăng giá trị dự án và b) Giá cao su hiện ở mức thấp nhưng sang năm tới có thể sẽ phục hồi.

Hình 31: Giá cao su tự nhiên: Không có tín hiệu sẽ chạm đáy

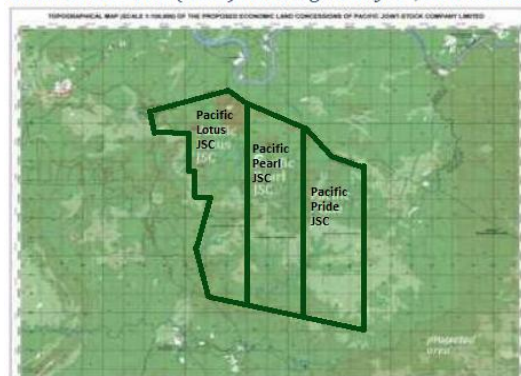


Nguồn: Ngân hàng Thế giới

Vì công ty không hề có kế hoạch thoái vốn cụ thể và khó có thể ước tính giá trị cổ phần bán lại, chúng tôi không phản ánh trường hợp thoái vốn vào mô hình tài chính.

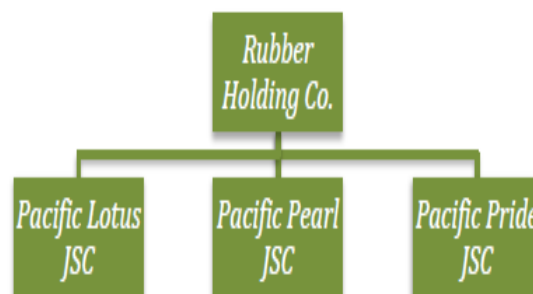
Hình 32: Đồn điền cao su tại Campuchia

The overall project site is divided into three Economic Land Concessions (ELCs) covering nearly 10,000ha each



Nguồn: GMD

Hình 33: Các công ty con thuộc mạng cao su của GMD



... nhưng công ty tỏ ra kiên quyết thoái vốn khỏi lĩnh vực BĐS trong bối cảnh thị trường BĐS phục hồi trong thời gian qua. Năm 2014, GMD đã bán 85% công ty con Marproco, là đơn

vị sở hữu Gemadept Tower, cho đối tác Hàn Quốc CJ và ghi nhận 617 tỷ đồng thu nhập tài chính. 15% còn lại dự kiến sẽ được bán cho CJ trong năm 2016 (điều này vẫn chưa được phản ánh vào dự báo của chúng tôi, theo đó không phản ánh vào giá mục tiêu chúng tôi đưa ra). Về hai BĐS còn lại của công ty là Saigon GEM tại TP. HCM và Phúc hợp Vientiane Laos tại Lào, GMD hiện vẫn đang hoàn tất các thủ tục pháp lý, sau đó có thể tìm kiếm người mua. Xin lưu ý rằng đến nay, cả hai dự án này đều chưa được phát triển – GMD chỉ sở hữu quyền sử dụng đất và một khi hoàn tất các thủ tục pháp lý sẽ bán cho chủ đầu tư. Việc ban lãnh đạo không hề tỏ ra có ý định phát triển các dự án này dù thị trường BĐS đang phục hồi mạnh là tín hiệu tích cực, cho thấy công ty đang tập trung vào lĩnh vực cốt lõi. Trên bảng cân đối kế toán của GMD, hai BĐS hiện nay trị giá 236 tỷ đồng và chúng tôi cho rằng có thể giả định cả hai có thể được bán lại với giá cao hơn so với giá trị sổ sách. Tuy nhiên, cũng như đồn đồn cao su, chúng tôi không phản ánh việc thoái vốn khỏi BĐS vào mô hình tài chính vì hiện vẫn chưa tìm được người mua và khó có thể dự báo giá bán.

Hình 34: Saigon GEM



Hình 35: Vientiane Laos Complex

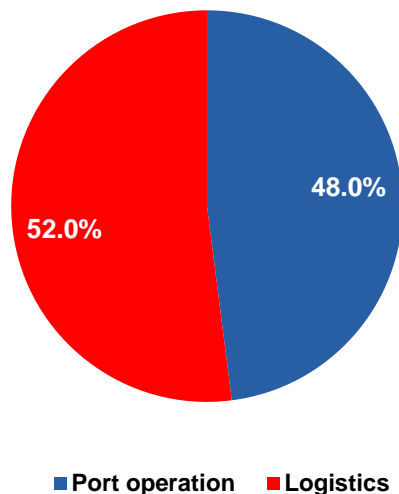


Nguồn: GMD

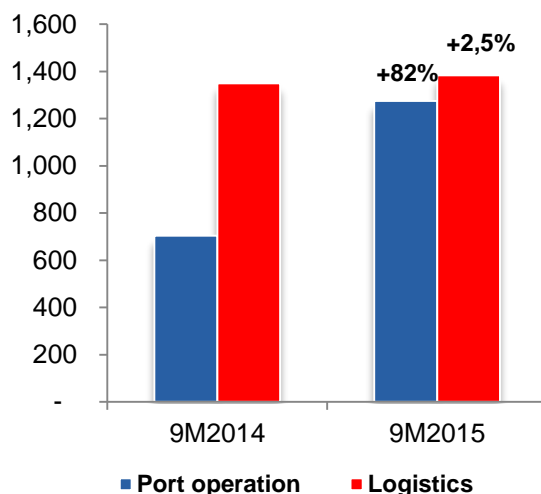
KQKD 9 tháng đầu năm 2015: Tăng trưởng đầy ấn tượng chủ yếu nhờ cụm cảng phía Bắc

GMD vừa công bố KQKD 9 tháng đầu năm 2015 với doanh thu thuần đã kiểm toán đạt 2.657 tỷ đồng (tăng 26,9% so với cùng kỳ năm ngoái, tương đương 83% kế hoạch cả năm) và lợi nhuận trước thuế đạt 390 tỷ đồng (giảm 41% và vượt mục tiêu cả năm do công ty đề ra khoảng 18%). Xin lưu ý là lợi nhuận trước thuế giảm mạnh vì trong 6 tháng đầu năm 2014, GMD ghi nhận 617 tỷ đồng lợi nhuận tài chính bất thường từ việc bán lại 85% công ty con Marproco (đơn vị sở hữu Gemadept Tower) cho đối tác Hàn Quốc CJ. Nếu không tính khoản thu nhập bất thường này, lợi nhuận trước thuế 9 tháng đầu năm 2015 gấp 7,4 lần cùng kỳ năm ngoái.

Hình 36: Cơ cấu doanh thu 9 tháng đầu 2015



Hình 37: Tăng trưởng doanh thu các lĩnh vực

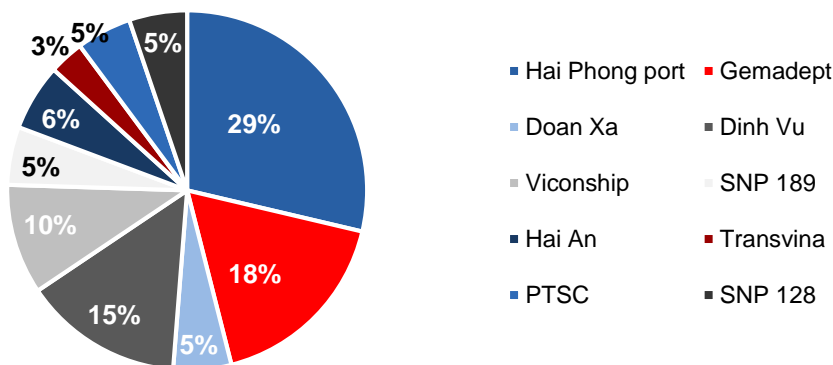


Nguồn: GMD, VCSC

Trong 9 tháng đầu năm 2015, các cảng phía bắc của GMD là yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và giúp bù đắp lại việc công ty không còn doanh thu từ hoạt động cho thuê văn phòng (chúng tôi xin lưu ý là Gemadept Tower đã được bán cho đối tác Hàn Quốc CJ trong năm 2014). Hoạt động cảng mang lại 1.275 tỷ đồng doanh thu (tăng 81%), trong đó cụm cảng Hải Phòng đóng vai trò trụ cột chiếm hơn 70% tổng doanh thu mảng này.

- Cảng Nam Hải – Đình Vũ (NH-ĐV):** Trong 9 tháng đầu năm 2015, lượng hàng hóa thông qua cảng đạt 340.000 TEUs, tương đương 90% công suất, cao hơn nhiều so với hiệu suất hoạt động bình quân khoảng 59% năm 2014. Có được mức tăng trưởng đầy ấn tượng này là nhờ lượng lớn khách hàng chạy tuyến intra-Asia đến NH-ĐV làm hàng. Thực tế, việc các tàu hàng lớn có thể dễ dàng neo đậu tại cảng này mà không phải đi sâu vào khu vực thượng nguồn sông Cấm giúp chủ tàu tránh được nhiều chi phí nhiên liệu và điều này giúp NH-ĐV giành được thị phần từ các cảng đối thủ. Bên cạnh đó, vị trí đặc địa cũng cho phép NH-ĐV cạnh tranh mà không phải giảm phí bốc xếp hàng hóa như các cảng khác tại thượng nguồn sông Cấm (phí bốc xếp trung bình dành cho container hàng hóa 20 feet vào khoảng 36-40USD/TEU tại Hải Phòng). Vì vậy, cảng NH-ĐV có thể đạt tăng trưởng mạnh mà không cần cắt giảm biểu cước dịch vụ.

Hình 38: Dự báo thị phần các cảng tại Hải Phòng trong năm 2015



Nguồn: VPA, dự báo của VCSC

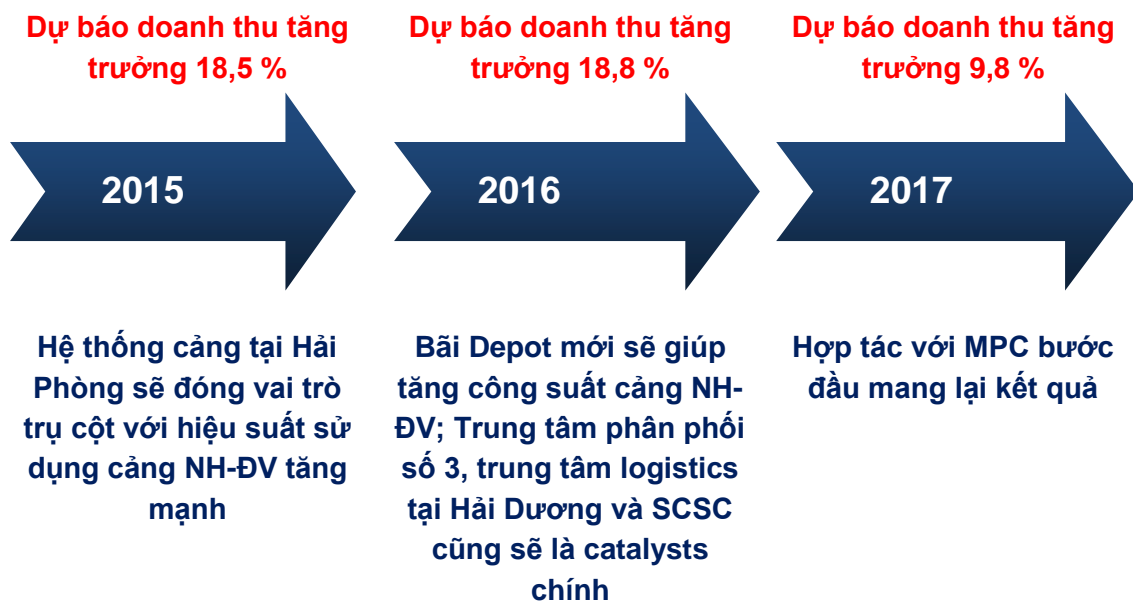
- **Cảng Nam Hải:** Hoạt động ổn định với hơn 100% công suất tối đa trong 6 tháng đầu năm 2015, giúp xóa tan lo ngại cảng sẽ bị mất thị phần khi NH-ĐV chính thức đi vào hoạt động. Thực tế, hai cảng đang hoạt động tại các phân khúc khác nhau. Trong khi NH-ĐV chủ yếu tiếp nhận các tàu trọng tải 20.000-30.000DWT hoạt động theo các tuyến nối Hải Phòng với các trung tâm cảng lớn của Châu Á như Thượng Hải và Busan, cảng Nam Hải chỉ tiếp nhận các tàu 10.000DWT chủ yếu hoạt động theo tuyến Hải Phòng – Hồng Kông.

Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ hiệu suất sử dụng của NH-ĐV tăng và nhu cầu dịch vụ container lạnh ngày càng mạnh. Lợi nhuận gộp trong 9 tháng đầu năm 2015 đạt 737 tỷ đồng (tăng 82% so với cùng kỳ năm ngoái), với biên lợi nhuận gộp 27,7%, trong khi cùng kỳ năm ngoái chỉ đạt 19,3%. Biên lợi nhuận gộp chung tăng mạnh nhờ biên LN gộp mảng cảng được mở rộng, đóng góp khoảng 77,5% tổng lợi nhuận gộp. Biên lợi nhuận gộp của lĩnh vực này tăng lên 44,8% từ mức 34,7% hồi 9 tháng đầu năm 2014 vì hiệu suất sử dụng tại cảng Nam Hải – Đình Vũ đạt mức cao và lượng container lạnh lớn hơn so với dự báo. GMD cho biết để hòa vốn, hiệu suất sử dụng cần đạt khoảng 50%. Trong 9 tháng đầu năm 2015, NH-ĐV đã tiếp nhận tổng cộng 340.000 TEU hàng hóa, như vậy hiệu suất sử dụng là 90%. Ngoài ra, cũng trong giai đoạn này, có khoảng 2.000 container lạnh tại khu vực cảng Hải Phòng, chủ yếu chứa thực phẩm đông lạnh tạm thời nhập khẩu vào Việt Nam bằng đường biển rồi xuất khẩu tiếp sang Trung Quốc bằng đường bộ. Việc Trung Quốc thắt chặt kiểm soát biên giới với nước này trong thời gian gần đây khiến thủ tục hải quan kéo dài, và các container lạnh phải lưu lại Việt Nam lâu hơn. Các dịch vụ container lạnh (điện, bốc xếp) có biên lợi nhuận gộp cao hơn nhiều (có thể lên đến 50%) so với các dịch vụ bốc xếp container thông thường do đặc thù của loại container này. Các tình huống tương tự có thể xảy ra trong tương lai do tình hình biên giới Việt – Trung vẫn còn căng thẳng trong bối cảnh tranh chấp tại Biển Đông.

Lĩnh vực logistics chỉ tăng trưởng vừa phải nhưng biên lợi nhuận tăng mạnh. Lĩnh vực logistics ghi nhận 1.382 tỷ đồng doanh thu, tăng 2,5% so với cùng kỳ năm ngoái. So với cùng kỳ 2014, biên lợi nhuận gộp lĩnh vực này tăng 2% lên mức 12%. Tuy ban lãnh đạo không công bố cụ thể lý do biên lợi nhuận tăng, chúng tôi cho rằng chủ yếu nhờ đóng góp của các dịch vụ 3PL và các trung tâm phân phối (DC) ngày càng tăng.

Nếu không tính khoản thu nhập bất thường năm ngoái, lợi nhuận trước thuế từ lĩnh vực cốt lõi 9 tháng đầu năm 2015 tăng 7,4 lần, nhờ doanh thu và biên lợi nhuận gộp tăng mạnh. Theo báo cáo, lợi nhuận trước thuế 9 tháng đầu năm 2015 đạt 390 tỷ đồng, giảm 41% so với cùng kỳ năm ngoái vì không có thu nhập tài chính nào từ thanh lý tài sản như năm 2014. Xin lưu ý là tăng trưởng lợi nhuận gộp có tác động rất lớn đối với biên lợi nhuận ròng của GMD do tỷ lệ đòn bẩy tương đối cao. Điều này cho thấy tăng trưởng lợi nhuận phản ánh rõ tính kinh tế theo quy mô ngày càng lớn trong cả hai lĩnh vực logistics và điều hành cảng.

Triển vọng từ 2016 trở đi: Lĩnh vực cảng sẽ dẫn đầu năm nay nhưng lĩnh vực logistics sẽ là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng năm 2016

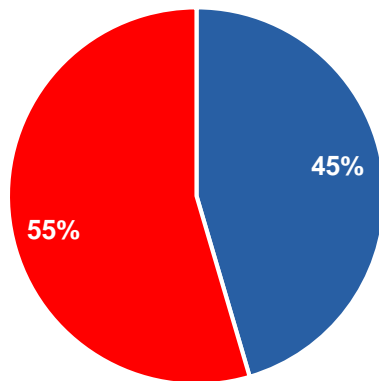


Triển vọng 2015 – Mảng cảng sẽ trở thành tâm điểm vì công suất dự thừa sẽ nhanh chóng được khai thác do nhu cầu ngày càng tăng, đặc biệt tại miền Bắc

Chúng tôi cho rằng lĩnh vực điều hành cảng sẽ dẫn đầu trong số các lĩnh vực mà GMD hoạt động trong năm 2015 với doanh thu dự báo đạt 1.623 tỷ đồng (tăng 48% so với cùng kỳ năm ngoái) và lợi nhuận gộp từ điều hành cảng dự báo đạt 730 tỷ đồng (tăng 83% so với cùng kỳ năm ngoái, đóng góp 76% tổng lợi nhuận gộp cả năm), trong đó hệ thống cảng tại Hải Phòng sẽ đóng góp khoảng 70% doanh thu lĩnh vực cảng. Cảng Phước Long ICD và cảng Dung Quất sẽ đóng góp lần lượt khoảng 25% và 5%. Triển vọng từng cảng như sau:

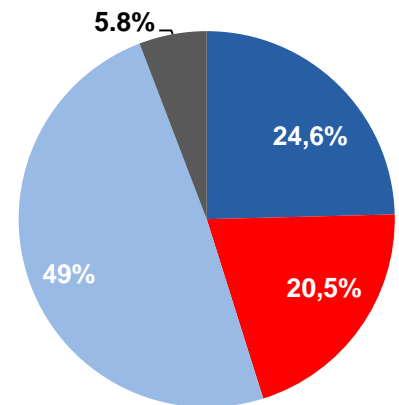
- **Hệ thống cảng Hải Phòng của GMD (70% doanh thu điều hành cảng):** Tổng khối lượng hàng hóa qua hệ thống cảng tại Hải Phòng dự kiến đạt 666.000 TEU (tăng 39%), trong đó, các cảng NH-ĐV và Nam Hải sẽ đóng góp 450.000 TEU (+53% so với năm 2014) và 216.000 TEU (+8%). Dự kiến đến cuối năm 2015, NH-ĐV sẽ hoạt động với 90% công suất thiết kế, cao hơn nhiều so với con số dự kiến 70%.
- **Cảng Dung Quất (5% doanh thu từ lĩnh vực cảng):** Cảng Dung Quất hiện đang hoạt động với 90% công suất thiết kế (chủ yếu là hàng rời) với khối lượng hàng hóa ra vào cảng lên đến 10.000 tấn/ngày. Trong năm 2015, cảng đã hoàn tất nâng cấp cơ sở hạ tầng để có thể tiếp nhận các tàu trọng tải 70.000DWT. Chúng tôi dự báo doanh thu cảng Dung Quất sẽ tăng 7,3% trong năm 2015, chủ yếu nhờ dăm gỗ, một trong những mặt hàng xuất khẩu chính của miền Trung.
- **Phước Long ICD (25% doanh thu từ lĩnh vực cảng):** Sẽ hoạt động với 97% công suất. Tính chung cả năm 2015, tổng lượng hàng hóa thông qua cảng này dự kiến đạt 481.789 TEU (tăng 9% so với năm 2014)

Hình 39: Cơ cấu doanh thu 2015



■ Port operation ■ Logistics segment

Hình 40: Ước tính cơ cấu doanh thu từ cảng 2015

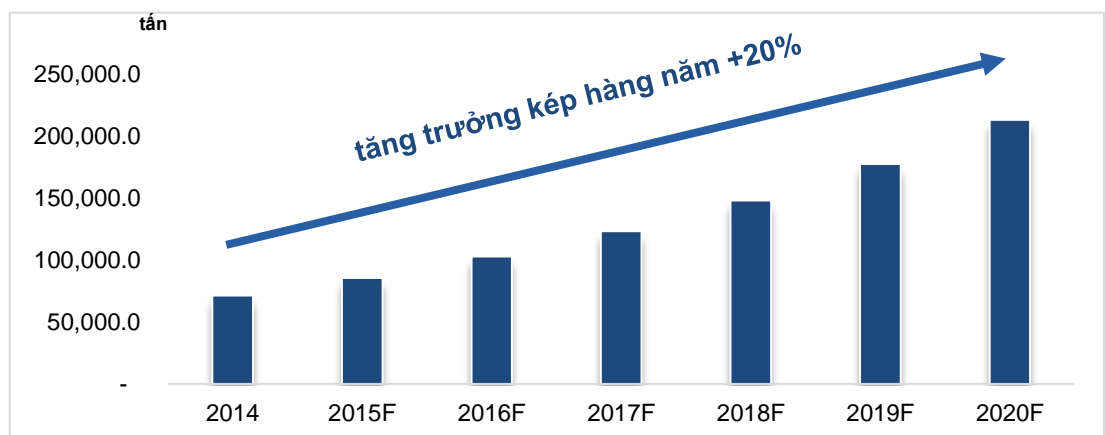


■ Phuoc Long ICD ■ Nam Hai Port
■ Nam Hai Dinh Vu Port ■ Dung Quat Port

Nguồn: VCSC

Lợi nhuận từ các công ty liên kết năm 2015 dự kiến tăng 27% so với năm 2014 nhờ cảng hàng hóa hàng không SCSC tăng trưởng đầy ấn tượng. Chúng tôi dự báo lượng hàng hóa thông qua SCSC năm 2015 sẽ tăng 20% so với năm 2014 lên 85.570 tấn. Như vậy, doanh thu và lợi nhuận trước thuế dự báo đạt lần lượt 325 tỷ đồng (tăng 18%) và 115 tỷ đồng (tăng 19,6%).

Hình 41: Dự báo lượng hàng hóa đi qua cảng hàng hóa hàng không SCSC

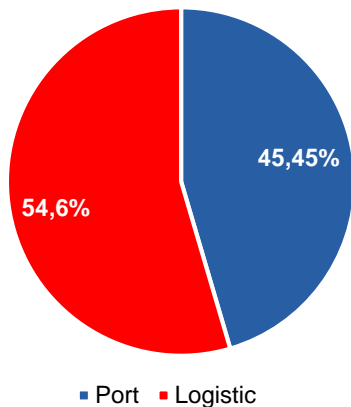


Nguồn: SCSC, dự báo của VCSC

Lĩnh vực logistics sẽ tăng trưởng khiêm tốn, chủ yếu nhờ các trung tâm phân phối. Chúng tôi dự báo doanh thu từ logistics sẽ đạt 1.948 tỷ đồng, tăng 3,9% so với năm 2014, trong đó chủ yếu tăng trưởng nhờ các trung tâm phân phối. Chúng tôi dự báo lượng hàng hóa đi qua hệ thống trung tâm phân phối của GMD sẽ đạt 1.979.082m³ (tăng 29% so với năm 2014), với việc đưa vào sử dụng trung tâm logistics tại Hải Dương trong Quý 3 và Trung tâm phân phối 3 trong Quý 4. Lĩnh vực vận chuyển, đóng góp khoảng 45%-48% doanh thu logistics, dự kiến sẽ tăng trưởng 8%-10% trong năm nay do nhu cầu tàu container cho tác tuyến trong nước ngày càng cao. Lợi nhuận gộp của lĩnh vực này dự kiến sẽ đạt 238 tỷ đồng (tăng 18%), tương đương biên lợi nhuận gộp 12,2%, phù hợp với diễn biến từ đầu năm đến nay.

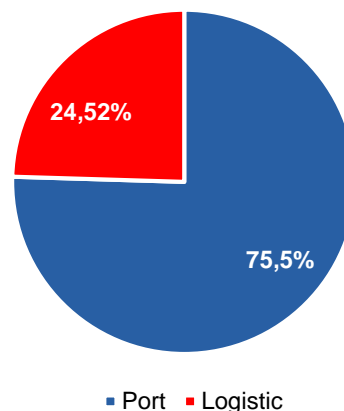
Nhìn chung, chúng tôi dự báo tổng doanh thu và LNST sẽ đạt lần lượt 3.571 tỷ đồng (tăng 18,5%) và 465 tỷ đồng (giảm 18%). Cần lưu ý rằng LNST 2015 giảm chủ yếu do cuối năm 2014, GMD ghi nhận khoản thu nhập tài chính lên đến 617 tỷ đồng từ việc chuyển nhượng 85% Marproco cho CJ. Thực tế, LNST của lĩnh vực cốt lõi theo dự báo của chúng tôi tăng 13 lần so với năm 2014.

Hình 42: Cơ cấu doanh thu 2015 theo lĩnh vực



Nguồn: VCSC

Hình 43: Cơ cấu LN gộp theo lĩnh vực



Nguồn: VCSC

Triển vọng từ 2016 trở đi – Lĩnh vực logistics sẽ dẫn đầu về tăng trưởng vì các cảng sẽ hoạt động với công suất tối đa trong năm 2017

Đến cuối năm 2016 lĩnh vực cảng sẽ hoạt động với công suất tối đa nhưng việc mở rộng công suất cảng NH-ĐV vẫn sẽ là tác nhân chính thúc đẩy tăng trưởng 2016. Năm 2016, doanh thu từ hoạt động xếp dỡ dự kiến sẽ tăng 24% khi mà cảng Dung Quất, Cảng Phước Long ICD và cảng NH-ĐV dự kiến sẽ đạt công suất tối đa. Cần lưu ý rằng Depot mới tại cảng NH-ĐV có thể tăng công suất bốc xếp cảng này lên 650.000TEU/năm, từ mức 500.000TEU hiện nay. Chúng tôi cho rằng cảng NH-ĐV sẽ tiếp tục là tác nhân chính thúc đẩy tăng trưởng trong năm 2016 với sản lượng hàng hóa vận chuyển qua cảng này dự kiến tăng 33% so với năm 2015, cho thấy cảng sẽ hoạt động tại 92% công suất, và vẫn còn khả năng tăng trưởng trong năm 2017. GMD cũng lên kế hoạch khởi công lại dự án cảng nước sâu Gemalink tại khu vực Cái Mép – Thị Vải trong năm 2016 một khi cơ sở hạ tầng tại khu vực này tương đối hoàn thiện. Tuy nhiên, chúng tôi không phản ánh điều này vào dự báo vì vẫn chưa có kế hoạch cụ thể cũng như khó có thể dự báo khi nào cảng này bắt đầu mang lại lợi nhuận.

Hình 44: Projected capacity utilization for 3 seaports and Phuoc Long ICD of GMD

Cảng	Công suất thiết kế	Lượng hàng hóa qua cảng theo dự báo	Hiệu suất sử dụng
Phước Long (TEU)	500.000	515.505	103,1%
Nam Hải (TEU)	200.000	231.120	115,6%
Nam Hải – Đình Vũ (TEU)	650.000*	600.000	92,0%
Dung Quất (tấn)	2.000.000	1.570.800	78,5%

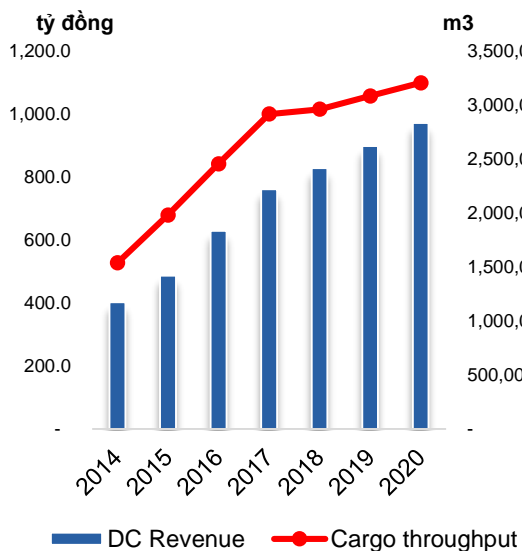
Nguồn: Dự báo của VCSC

* Lưu ý: Công suất thiết kế ban đầu của cảng Nam Hải – Đình Vũ chỉ 500.000TEU. Tuy nhiên, Depot mới tại cảng nay dự kiến sẽ giúp công suất năm 2016 lên đến 650.000TEU.

Doanh thu từ các trung tâm phân phối dự kiến sẽ tăng 25%-28% trong các năm tới vì một loạt trung tâm phân phối sẽ đi vào hoạt động trong năm 2015 và 2016. Ba dự án chính bao gồm: (1) Trung tâm logistics tại tỉnh Hải Dương, chủ yếu là kho trần, đã đi vào hoạt động tháng 07/2015; và (2) Trung tâm Phân phối số 3 tại KCN Sóng Thần, tỉnh Bình Dương, đây là kho pallets, đi vào hoạt động trong tháng 11/2015; và (3) Trung tâm Phân phối tại tỉnh Hậu Giang, hợp tác với Minh Phú, sẽ đi vào hoạt động trong Quý 3/2016.

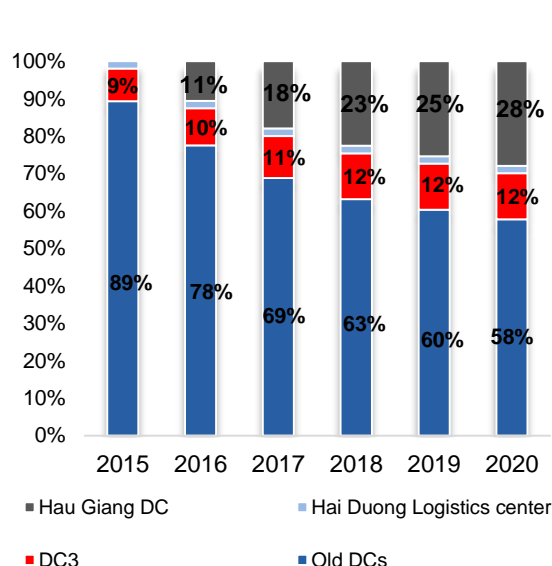
Chúng tôi cho rằng Trung tâm phân phối số 3, Hải Dương và Hậu Giang hoạt động với lần lượt 80%, 60% và 30% công suất và tổng cộng đóng góp 22% tổng doanh thu từ các trung tâm phân phối năm 2016.

Hình 45: Dự báo doanh thu và lượng hàng qua các trung tâm phân phối



Nguồn: Dự báo của VCSC

Hình 46: Cơ cấu doanh thu từ các trung tâm phân phối theo dự báo

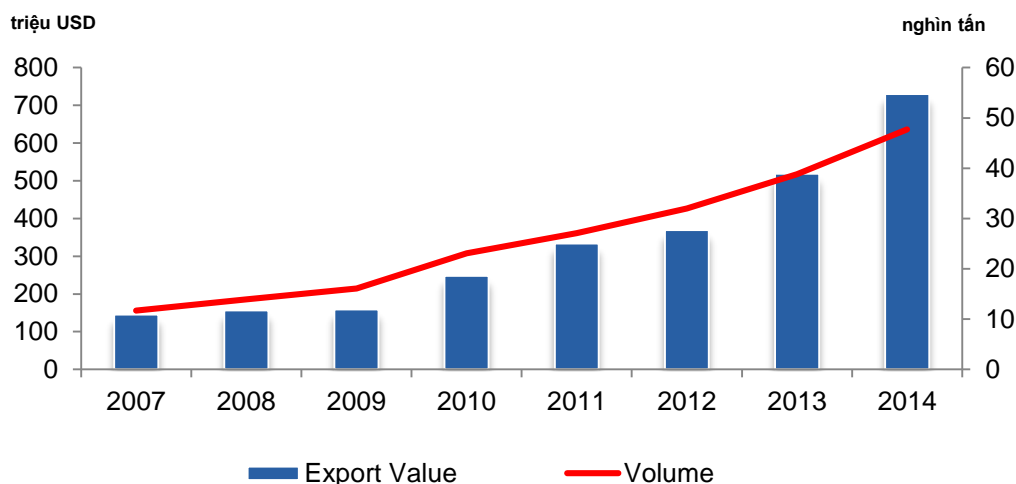


Việc hợp tác với MPC có thể là một bước ngoặt đối với hoạt động logistics của GMD, giúp công ty thâm nhập phân khúc chuỗi logistics hàng lạnh đầy tiềm năng. Trong tháng 05/2015, GMD thông báo thành lập Mekong Logistics Corp, liên doanh với CTCP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú (MPC), trong đó GMD góp 51% vốn và MPC góp phần còn lại. Liên doanh dự kiến sẽ thành lập trung tâm logistics tại khu công nghiệp Sông Hậu, huyện Châu Thành, tỉnh Hậu Giang, với tổng chi phí đầu tư 670 tỷ đồng. Trong giai đoạn đầu, trung tâm logistics được thiết kế có tổng công suất 50.000 pallet và diện tích kho bãi tổng cộng 15.000m². MPC đã cam kết sẽ đảm bảo có đủ khối lượng hàng hóa để duy trì tối thiểu 60% công suất thiết kế của trung tâm, tương đương 47.000m³/ngày. Giai đoạn 1 dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động trong Quý 3/2016.

Chúng tôi cho rằng việc hợp tác với MPC là một động thái đúng đắn vì các lý do sau:

- MPC là công ty xuất khẩu thủy sản hàng đầu Việt Nam:** MPC là công ty xuất khẩu hải sản lớn nhất Việt Nam, với sản phẩm chính là tôm đông lạnh. Từ năm 2007 đến năm 2014, công ty đạt tăng trưởng kép hàng năm 22,4% về giá trị xuất khẩu và 19,2% về sản lượng xuất khẩu. Với xuất khẩu chiếm hơn 94% tổng doanh thu, MPC cần hệ thống kho lạnh rất lớn để dự trữ nguyên liệu cũng như bảo quản thành phẩm. Vì sản phẩm tôm đông lạnh có thời hạn lưu trữ lên đến hai năm, MPC thường mua tôm nguyên liệu với giá thấp khi có thể và chọn thời điểm xuất khẩu tôm dựa theo xu hướng giá và tính thời vụ để tối đa hóa lợi nhuận. Trong năm 2015, vì giá tôm thế giới giảm trung bình 30%, MPC phải bảo quản thành phẩm trong kho lạnh và cắt giảm xuất khẩu nhằm hạn chế lỗ. Do đó, hàng tồn kho tăng 39% trong 6 tháng đầu năm 2015 và hệ thống kho lạnh bị quá tải. Trong bối cảnh giá tôm tiếp tục biến động thất thường, việc MPC hợp tác với GMD đóng vai trò quan trọng đối với hoạt động của công ty, qua đó cho phép GMD đảm bảo luôn có một lượng hàng tối thiểu từ MPC. Theo khảo sát của chúng tôi, giá thuê kho trữ lạnh vào khoảng 6-8USD/m²/tháng, cao hơn khoảng 40%-60% so kho thường và cho thấy nhà kho diện tích 15.000m² và 50.000 pallet (tương đương 80.000m² diện tích kho bãi) khi hoạt động với công suất tối đa có thể mang lại 160-180 tỷ đồng doanh thu/năm.

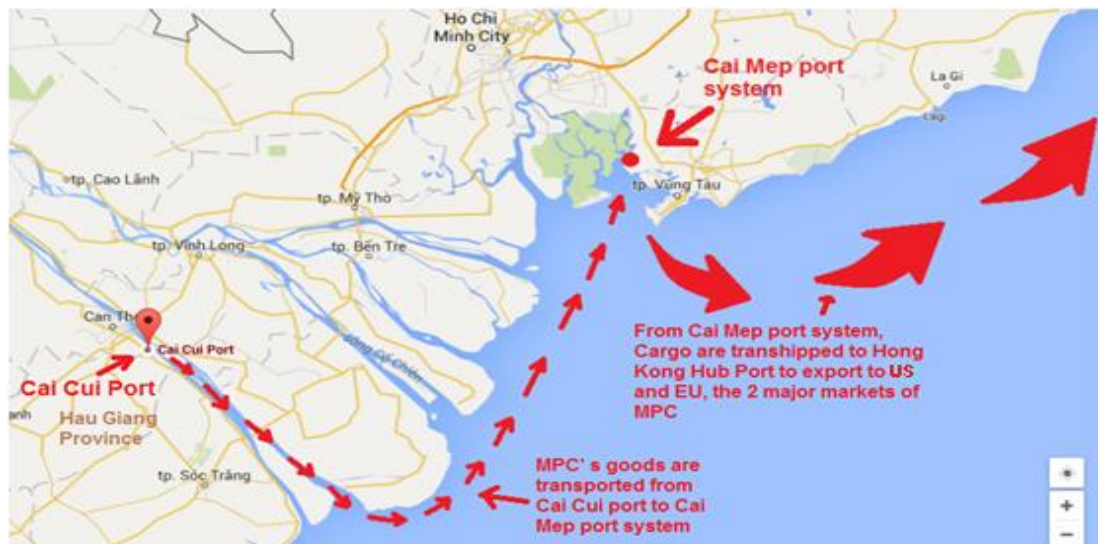
Hình 47: Giá trị và sản lượng xuất khẩu của MPC từ 2007-2015



Nguồn: MPC, VCSC. Lưu ý: Giá trị xuất khẩu năm 2015 là mục tiêu của công ty

- Điều này sẽ thúc đẩy hoạt động cảng biển của GMD:** Từ cảng Cái Cui, tỉnh Hậu Giang, sản phẩm của MPC có thể được đội sà lan của công ty dễ dàng vận chuyển đến hệ thống cảng Cái Mép để xuất khẩu sang các thị trường nước ngoài như EU hoặc Mỹ. Với việc khởi công trở lại cảng nước sâu Gemalink tại Cái Mép như ban lãnh đạo gần đây cho biết, GMD sẽ có thể cung cấp dịch vụ trọn gói cho MPC, đồng thời hưởng giá trị thặng dư trong chuỗi logistics. Đây là một ví dụ điển hình về việc GMD kết hợp lĩnh vực logistics và điều hành cảng. Trong trường hợp đến năm 2017 vẫn chưa hoàn tất Gemalink, GMD có thể sử dụng các cảng lân cận như CMIT hoặc TCIT tại khu vực Cái Mép – Thị Vải để xuất khẩu.

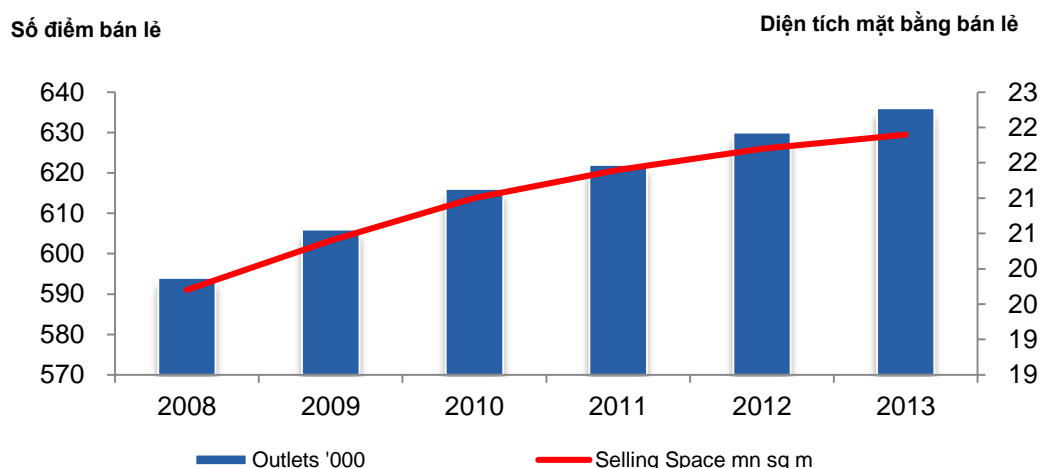
Hình 48: Địa điểm cảng Cái Cui



Nguồn: VCSC, Google map

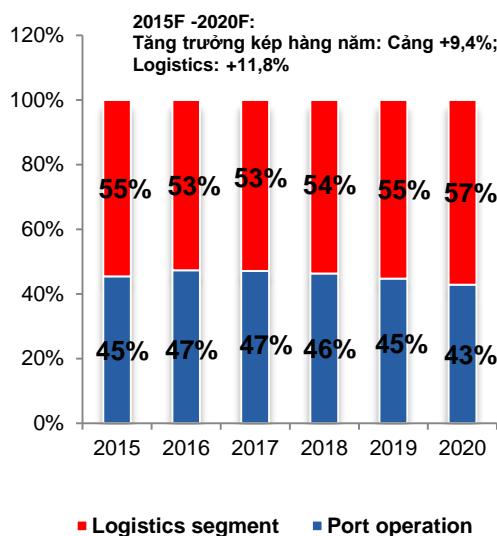
Hợp tác với MPC đánh dấu việc GMD thâm nhập vào phân khúc chuỗi lạnh đầy tiềm năng của thị trường logistics, vốn vẫn còn bỏ ngõ. Theo Frost & Sullivan, logistics lạnh là một trong những phân khúc có tiềm năng lớn nhất nhưng lại chưa được khai thác đúng mức của thị trường logistics Việt Nam. Cũng theo tổ chức này, chuỗi cung ứng lạnh tại Việt Nam có tổng công suất chỉ 473.000 tấn, gồm tổng công suất toàn hệ thống tại một thời điểm bất kỳ (hàng lạnh đang lưu kho và hàng lạnh đang vận chuyển). Việc các nhà bán lẻ thực phẩm tươi sống lớn theo mô hình phân phối hiện đại liên tục tham gia thị trường và hoạt động xuất khẩu nông sản, thủy sản ngày càng tăng dự kiến sẽ mang lại nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp chuyên về chuỗi cung ứng lạnh. Ngoài ra, do thói quen sử dụng thực phẩm tươi sống của người Việt, kinh doanh thực phẩm đông lạnh còn nhỏ lẻ và chuỗi cung ứng lạnh còn chưa được đầu tư thích đáng cũng là yếu tố đảm bảo tốc độ tăng trưởng nhanh của lĩnh vực này trong tương lai. Nhu cầu thực phẩm đông lạnh hiện đang gia tăng song song với thay đổi về lối sống tại các khu vực đô thị, tạo ra áp lực đối với cơ sở hạ tầng chuỗi cung ứng lạnh hiện nay. Mỗi năm, Việt Nam chịu thất thoát khoảng 2.500 tỷ USD từ khâu phân phối nông sản và thủy sản. Tỷ lệ thất thoát tương ứng là 25%, rất cao so với các nước khác, ngay cả các nước còn trong giai đoạn phát triển tương tự. Nhằm khắc phục tình trạng trên, nhà nước đã đưa ra nhiều ưu đãi tài chính để thu hút đầu tư nước ngoài vào lĩnh vực này. Các doanh nghiệp Nhật Bản hiện chiếm tỷ lệ cao nhất trong số các doanh nghiệp nước ngoài chuyên về dịch vụ hàng lạnh tại Việt Nam. Là doanh nghiệp tiên phong của Việt Nam trong phân khúc này và lại có mạng lưới trung tâm phân phối rộng khắp, GMD có cơ hội lớn để tận dụng đà tăng trưởng mạnh của phân khúc (Vui lòng xem trang 6 và 7 báo cáo ngành Logistic tháng 09/2015 của chúng tôi)

Hình 49: Số điểm bán lẻ tạp hóa và diện tích mặt bằng bán hàng

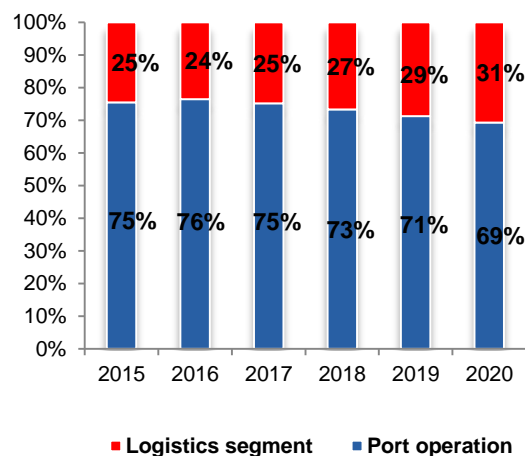


Nguồn: Euromonitor, 2014

Hình 50: Cơ cấu doanh thu



Hình 51: Đóng góp vào lợi nhuận gộp các lĩnh vực



Nguồn: VCSC

Rủi ro pha loãng do trái phiếu chuyển đổi của VIG

Vietnam Investment Fund II (VIG) nắm giữ 40 triệu USD trái phiếu chuyển đổi của GMD hiện tại có thể thực hiện quyền bất cứ lúc nào năm 2015. Giá chuyển đổi vào khoảng 19.397 đồng/cổ phiếu, tương đương 88% giá trung bình một tháng trước khi phát hành trái phiếu, cho thấy khả năng chuyển đổi là rất cao. Do điều khoản chống pha loãng trong thỏa thuận, giá chuyển đổi có thể được điều chỉnh theo hướng có lợi cho VIG nếu GMD phát hành cổ phiếu bằng cổ tức (tỷ lệ 2:1) như đã lên kế hoạch tháng 01/2016. Vì vậy, nếu VIG thực hiện quyền chuyển đổi trong năm 2016, rủi ro EPS bị pha loãng là khá cao và có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Theo tính toán của chúng tôi, trong trường hợp này sẽ có tổng cộng 46,4 triệu cổ phiếu được phát hành cho VIG (giả định giá chuyển đổi như trên và tỷ giá VND/USD là 22.500 đồng), tương đương 29% tổng số cổ phiếu lưu hành sau khi phát hành.

Hình 52: Dự báo EPS cơ bản 2015-2017

	2015F	2016F	2017F
EPS cơ bản (VND)	3.288	4.201	4.741

Nguồn: VCSC

Hình 53: Phân tích kịch bản đối với EPS cơ bản theo lượng trái phiếu VIG chuyển đổi mỗi năm

	2015F	2016F	2017F
VIG chuyển đổi trái phiếu năm 2015	2.627	3.002	3.388
VIG chuyển đổi trái phiếu năm 2016	3.288	3.279	3.388
VIG chuyển đổi trái phiếu năm 2017	3.288	4.201	3.665

Định giá

Chúng tôi định giá GMD bằng cách kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền, P/E và P/B với quyền số lần lượt 20%, 40% và 40%.

Khi thực hiện phân tích so sánh, chúng tôi kết hợp phương pháp P/E và P/B. P/B quan trọng vì giá trị tài sản của công ty lớn và đang gia tăng, và một số tài sản sẽ không được khai thác tối đa khả năng sinh lời trong một vài năm tới.

Sang năm 2016, chúng tôi dự báo GMD sẽ thu về 4.244 tỷ đồng doanh thu (+19%) và 518 tỷ đồng LNST sau lợi ích CĐTS, tương đương EPS pha loãng khoảng 3.279 đồng/cổ phiếu. Theo mức giá đóng cửa ngày 10/12 là 38.400 đồng, GMD đang giao dịch tại mức P/E dự phóng 1 năm là 11,7 lần. Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp dẫn đầu một ngành đầy tiềm năng, tăng trưởng mạnh hơn so với nền kinh tế nói chung sẽ giao dịch với P/E dự phóng của chỉ số VNI là 12-13 lần. Với dự báo vốn chủ sở hữu cổ đông đến cuối năm 2015 sẽ đạt 5.347 tỷ đồng, giá trị sổ sách/cổ phiếu khi pha loãng vào cuối năm 2015 sẽ vào khoảng 32.897 đồng, công ty hiện đang giao dịch với P/B 1 năm là 1,2 lần, khá thấp so với mức trung bình các công ty logistics khác là 2 lần và đặc biệt là so với triển vọng lợi nhuận ngắn hạn và vị thế dẫn dắt thị trường. P/B thấp khẳng định quan điểm chúng tôi đã nêu trên là công ty đã đầu tư mạnh vào tài sản trong các năm qua và một số tài sản vẫn chưa mang lại lợi nhuận (cảng Gemalink và dự án cao su) hoặc vẫn chưa tối đa hóa khả năng sinh lời (cảng NH-ĐV, các trung tâm phân phối mới). Chúng tôi sử dụng mức chiết khấu khoảng 15% lên hệ số P/B mục tiêu, do lĩnh vực cao su không phải là cốt lõi và tình hình chưa chắc chắn (khoảng 15% tổng tài sản trên sổ sách).

Chúng tôi sử dụng P/E dự phóng 1 năm là 11 lần và P/B dự phóng 1,7 lần (thấp hơn 15% so trung bình các công ty khác cùng ngành để phản ánh rủi ro từ lĩnh vực cao su). Kết hợp PP so sánh cùng với phương pháp chiết khấu dòng tiền của chúng tôi, giá mục tiêu cho GMD là 44.025 đồng/cổ phiếu.

Hình 54: Giá mục tiêu chung

Phương pháp	Hệ số	Giá mục tiêu
P/E	40%	36.069
P/B	40%	55.926
Chiết khấu dòng tiền	20%	36.220
Giá mục tiêu chung		44.042

Nguồn: VCSC

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Hình 55: Doanh thu và giá định biên lợi nhuận

Giá định	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu (tỷ đồng)	4.244	4.661	5.059	5.481	5.953
Tăng trưởng doanh thu %	18,8%	9,8%	8,5%	8,3%	8,6%
Cảng	23,6%	9,5%	6,8%	4,5%	4,0%
- Nam Hải – Đình Vũ	36,6%	12,3%	8,2%	4,1%	3,1%
- Nam Hải	11,8%	5,1%	4,0%	4,0%	4,0%
- Phước Long ICD	11,8%	7,8%	6,2%	6,3%	6,3%
- Dung Quất	5,3%	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%
Logistics	14,9%	10,1%	10,1%	11,6%	12,3%
- Vận chuyển	11,9%	5,1%	5,1%	6,1%	6,1%
- Trung tâm phân phối	29,3%	21,0%	8,8%	8,4%	8,2%
- Các dịch vụ logistics khác	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Biên lợi nhuận gộp %	26,7%	27,1%	27,3%	27,2%	26,7%
Biên lợi nhuận từ hoạt động kd %	18,5%	18,9%	19,1%	19,0%	18,5%
Biên lợi nhuận ròng %	14,0%	14,4%	14,8%	14,8%	14,6%

Hình 56: Giá định trong phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chi phí vốn		Dòng tiền tự do (5 năm)	
Hệ số beta	0,8	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.712
Phản bù rủi ro thị trường %	7,0	Tăng trưởng sau cùng (2,0% g)	5.031
Lãi suất phi rủi ro %	6,7	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do và giá trị sau cùng	6.741
Chi phí vốn chủ sở hữu %	12,0	cộng Tiền mặt và Đầu tư ngắn hạn	1.561
Chi phí nợ %	4,8	trừ Nợ ngắn và dài hạn	1.901
Nợ % / Vốn chủ sở hữu %	49,3	trừ Lợi ích CĐTS	516
Vốn chủ sở hữu %	67,0	Giá trị vốn Chủ sở hữu	6.403
Thuế suất %	12,0	Số cổ phiếu sau pha loãng (triệu)	162
WACC %	9,4	Giá cổ phiếu. VND	36.220

Hình 57: Chiết khấu dòng tiền

Chiết khấu dòng tiền	2016	2017	2018	2019	2020
Lợi nhuận từ hoạt động	786	881	968	1.040	1.104
cộng Khấu hao	305	341	382	427	475
trừ Thuế	(59)	(66)	(74)	(80)	(86)
vốn đầu tư XDDB	(637)	(699)	(759)	(822)	(893)
trừ Tăng vốn lưu động	60	(182)	29	(176)	6
Dòng tiền tự do	455	275	547	389	607
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	415	229	415	269	383
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	415	644	1.059	1.329	1.712

So sánh với các công ty khác trong ngành

Hình 58: So sánh GMD với các công ty khác trong ngành

Mã	GTVH (tỷ đồng)	Lĩnh vực	GPM	Biên LNST	ROE	ROA	P/E trượt 12 tháng	P/E dự phóng	P/B
GMD	3.809	Cảng, logistics	20,7%	17,6%	11,3%	6,7%	13,8	n/a	0,9
DVP	2.100	Cảng	43,6%	42%	30,0%	24,0%	8,9	n/a	2,7
VSC	2.236	Cảng	35,0%	27,8%	25,6%	18,9%	9,5	10,2	2,2
CLL	813	Cảng	46,7%	32,3%	20,0%	14,7%	10,2	n/a	1,6
TMS	1.474	Logistics	21,1%	31,2%	20,0%	14,9%	13,7	11,7	2,8
PDN	466	Cảng	37,0%	17,8%	16,1%	11,0%	9,7	n/a	1,5
Trung bình các công ty khác							11,0	11,0	2,0
Trung vị các công ty khác							10,0	n/a	1,9
Mục tiêu cho GMD								11,0	1,7

Lịch sử Khuyến nghị



Vui lòng xem Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC ở trang sau

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoàng Minh Hải, 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 HOÃN	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 việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Ví dụ, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

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
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú, +848 3914 3588 ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trưởng phòng cao cấp

Ngô Hoàng Long, ext 145

Đặng Văn Pháp, CV cao cấp ext 143
Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140
Nguyễn Lê Hoàng Yến, CV cao cấp ext 124
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116
Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142
Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181
Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

Trưởng phòng cao cấp

Anirban Lahiri, ext 130

Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147
Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138

Dầu khí

Nguyễn Đức Tuấn, Trưởng phòng ext 185
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135
Nguyễn Thị Kim Chung, Chuyên viên ext 132

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 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.