



Công ty Cổ phần Gemadept [MUA, +14.0%] (GMD: HoSE)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

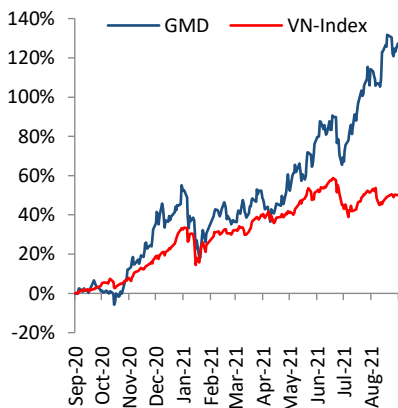
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	51,300
Giá mục tiêu (đồng/cp)	58,500
Tiềm năng tăng/giảm (%)	14.0
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	53,000
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	21,600
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	21.7
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	60.6
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	118.3
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	15,460.7
KLGDQB (SLCP, 3 tháng, triệu)	3.6
SL CP lưu hành (triệu cp)	301.4
Nước ngoài đang sở hữu (%)	40.8
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	44.4
P/E dự phóng 12 tháng (x)	25.4

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,707.6	2,642.9	2,605.7	3,000.0
Tăng trưởng (% y/y)	(32.0)	(2.4)	(1.4)	15.1
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,847.7	517.0	370.9	605.4
Tăng trưởng (% y/y)	263.8	(72.0)	(28.3)	63.2
Biên lợi nhuận ròng (%)	68.2	19.6	14.2	20.2
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	6,529.0	6,567.3	6,594.9	6,710.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	9,984.1	10,119.9	9,834.5	9,950.0
ROA (%)	17.9	6.1	4.4	7.0
ROE (%)	27.9	9.4	6.7	10.4
EPS (đồng)	6,207	1,602	1,149	2,009
BVPS (đồng)	19,804	19,789	21,883	22,264.4
Cổ tức (đồng)	9,500	1,500	1,000	1,000
P/E (x)	6.0	21.6	44.4	25.4
EV/EBITDA (x)	14.3	13.6	13.8	N/A
P/B (x)	1.8	1.8	2.3	2.5

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

Khuyến nghị GIỮ với giá mục tiêu
58,500 đồng/cổ phiếu

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Việt Nam có đường bờ biển dài, vị trí địa lý thuận lợi để phát triển ngành cảng biển. Cầu nối thương mại, hàng hải với các quốc gia Đông Bắc Á. Kim ngạch xuất nhập khẩu trên 200% GDP mỗi năm và thu hút dòng vốn FDI vào khu vực sản xuất. Cơ sở hạ tầng ngày càng được cải thiện.
- Gemadept là doanh nghiệp Logistics nội địa có sự hiện diện trong mọi khâu của chuỗi Logistics nhờ sở hữu hệ thống cảng biển trải dài ba miền, đội tàu, xe, sà lan và các trung tâm phân phối với quy mô lớn.
- Ngành cảng biển Việt Nam đang trong giai đoạn phát triển, sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam tăng trưởng kép trong giai đoạn 2000 - 2020 là 16%/năm.
- Gemadept hiện đang nắm giữ 35.4% cổ phần tại CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS: HoSE) hoạt động trong lĩnh vực vận tải hàng hoá hàng không duy nhất tại Việt Nam và hưởng lợi tích cực trong giai đoạn dịch bệnh.
- GMD cũng kỳ vọng tăng trưởng giai dịch vụ cảng gia đoạn 2021–2025 nhờ cảng mới Nam Đình Vũ và cảng nước sâu Gemalink đi vào hoạt động.
- Biên lợi nhuận gộp hoạt động cảng biển cao, trung bình trên 37%. Gemadept sẽ được hưởng lợi từ sự hợp tác với CJ Logistics, CMA - CGM thông qua việc mở rộng hệ thống khách hàng, năng lực quản trị cho cả hai phân khúc logistics và cảng.
- Khả năng ghi nhận lợi nhuận đột biến từ việc bán các bất động sản đang sở hữu. Kỳ vọng hoạt động logistics và cảng Gemalink phục hồi sau dịch COVID-19 cũng như giá cước tăng cao cải thiện biên lợi nhuận.

ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

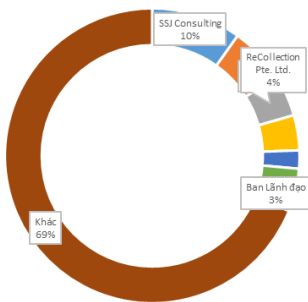
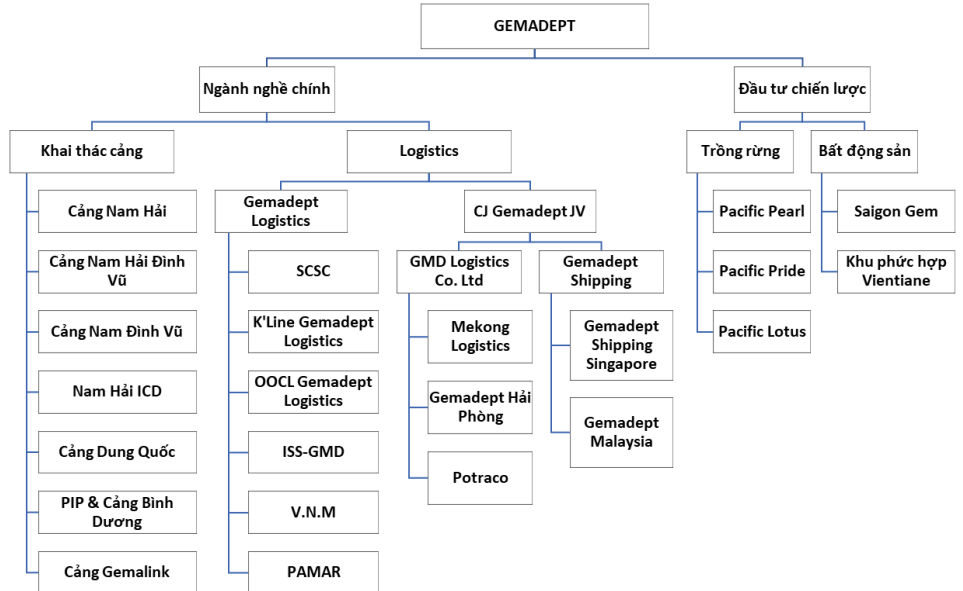
- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần để định giá GMD.
- Giá mục tiêu: GMD được xác định giá hợp lý ở mức 58,500 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu GMD.
- Rủi ro: GMD có thể ảnh hưởng gián đoạn hoạt động vận tải do dịch bệnh.



GEMADEPT CORPORATION

1. SƠ LƯỢC VỀ GEMADEPT

Gemadep là được thành lập vào năm 1990, tiền thân là doanh nghiệp Nhà nước thuộc Cục Hàng hải Việt Nam, hoạt động chính trong 2 lĩnh vực đó là khai thác cảng và logistics. Năm 1993, công ty tiên phong trong việc cổ phần hóa và đến năm 2002 niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Tp. HCM (HoSE). Gemadep đã phát triển và trở thành một công ty chuyên cung cấp các dịch vụ Logistics tích hợp, đồng thời có hệ thống cảng biển trải dài từ Bắc đến Nam.



Cơ cấu cổ đông của GMD phân mảnh với nhiều cổ đông tổ chức và không có cổ đông nào nắm giữ quyền phủ quyết hoặc quyền kiểm soát. Trong đó, hai cổ đông lớn nhất là SSI Consulting và Korea Investment MGM nắm giữ lần lượt 9.9% và 6.2%. Ngoài ra, Ban lãnh đạo nắm giữ 2.8% cổ phần và các tổ chức, cá nhân khác sở hữu từ 1.9 – 4.5% cổ phần.

Vào T12/2020, cổ đông lớn nhất của GMD là quỹ đầu tư Vietnam Investments Fund II L.P đã thoái hết 14.4% cổ phần tại GMD. Do đó nâng tỷ lệ sở hữu của các cổ đông nhỏ lẻ từ 54.4% lên mức 68.9% hiện tại.

Bảng 1: Danh sách công ty con

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động
Công ty TNHH Cảng Phước Long	100%	Cảng biển
Công ty Thiết bị & Dịch vụ Thái Bình Dương	100%	Logistics
Công ty Vận tải Hàng hải Thái Bình Dương	100%	Logistics
Công ty Công nghiệp Cao su Thái Bình Dương	100%	Cao su
Công ty Cổ phần Hòn Ngọc Thái Bình Dương	100%	Cao su
Công ty Cổ phần Hoa Sen Thái Bình Dương	100%	Cao su
Công ty Niêm Kiều Hạnh Thái Bình Dương	100%	Cao su
Công ty Cổ phần Cảng Nam Hải	99.98%	Cảng biển
Công ty Cổ phần Cảng Nam Hải Đình Vũ	84.66%	Cảng biển
Công ty Cảng quốc tế Gemadep Dung Quất	80.4%	Cảng biển
Công ty Cổ phần Gemadep Vũng Tàu	70%	Logistics
Công ty Cổ phần ICD Nam Hải	65%	Logistics
Công ty Cổ phần Cảng Nam Đình Vũ	60%	Cảng biển
Công ty Dịch vụ Vận tải Trường Thọ	46%	Logistics
Công ty Cảng quốc tế Gemadep Nhơn Hội	53.2%	Cảng biển
Công ty TNHH ISS — Gemadep	51.0%	Logistics
Công ty Hạ tầng Gemadep	50%	Bất động sản

Nguồn: BCTC Gemadep

Bảng 2: Danh sách công ty liên kết

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động
Công ty "K" Line - Gemadep	50%	Logistics
Công ty CJ Gemadep Shipping	51%	Logistics
Công ty Vận tải biển Gemadep	51%	Logistics
Gemadep Shipping Singapore Pte	51%	Logistics
Gemadep (Malaysia) Sdn. Bhd	51%	Logistics
Công ty Cảng Cái Mép Gemadep	65.13%	Cảng biển
Công ty CJ Gemadep Logistics	49.1%	Logistics
Công ty Tiếp vận Gemadep	49.1%	Logistics
Công ty TNHH Gemadep Hải Phòng	49.1%	Logistics
Công ty TNHH OOCL Logistics	49%	Logistics
Công ty Thương mại Quả Cầu Vàng	45%	Dịch vụ
Công ty TNHH Golden Globe	40%	Bất động sản
Công ty Cổ phần Du lịch Minh Đạm	40%	Dịch vụ
Công ty Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn	35.42%	Logistics
Công ty Thương cảng Vũng Tàu	26.78%	Cảng biển
Công ty Liên hợp Thực phẩm	26.56%	Dịch vụ
Công ty Cổ phần Mekong Logistics	25.02%	Logistics

Nguồn: BCTC Gemadep

2. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

MẢNG HOẠT ĐỘNG CẢNG

Doanh thu 1H21 đạt 1,439 tỷ (+19.0% YoY), được thúc đẩy chủ yếu bởi doanh thu lĩnh vực khai thác cảng hồi phục do đà tăng trưởng của hoạt động xuất nhập khẩu. Sản lượng hàng container thông qua hệ thống cảng của GMD trong nửa đầu năm đạt 1.2 triệu TEU, tăng trưởng 55% so với cùng kỳ – gấp đôi mức tăng trưởng của toàn ngành.

LNST đạt 350 tỷ đồng, tăng trưởng 39.4% so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận cải thiện tích cực nhờ: (1) Giảm thiểu trong chi phí lãi vay và chi phí quản lý doanh nghiệp; (2) Lãi từ các doanh nghiệp liên kết trong mảng vận tải tăng trưởng mạnh nhờ môi trường kinh doanh thuận lợi.

Lợi thế của Gemalink là có nguồn hàng từ hãng tàu CMA-CGM, khi CMA Terminals cũng là cổ đông nắm tới 12.3% vốn điều lệ. Hãng tàu Pháp này cũng có thể thuyết phục các hãng khác trong liên minh Ocean Alliance chuyển hàng hóa đang xếp dỡ ở nước khác đến Việt Nam để hưởng mức phí hấp dẫn.

Tại Gemalink, bên cạnh nguồn vốn của các chủ sở hữu, Gemadept sử dụng 63% vốn vay ngân hàng. Với chi phí lãi vay và khấu hao cao trong các năm đầu, Gemalink có thể lỗ ròng hơn 100 tỷ đồng, nhưng sẽ trở thành động lực tăng trưởng mới của Gemadept trong dài hạn. Ước tính, khi hoạt động hết công suất vào năm 2023, Gemalink sẽ đóng góp 230 tỷ đồng lợi nhuận ròng và chiếm tới 35% trong cơ cấu lợi nhuận của Gemadept.

Giai đoạn 2 của cảng sẽ được triển khai ngay trong năm 2022 với tổng mức đầu tư dự kiến ~200 triệu USD & công suất 0,9 triệu TEU. GĐ2 được mở rộng với cầu tàu dài hơn, nâng trọng tải tàu cập bến lên đến 250,000 DWT.

Trong các năm gần đây, kích cỡ của tàu container đã tăng nhanh, số lượng các tàu có sức chứa hơn 10,000 TEU đã và đang được đặt đóng ngày càng nhiều. Cùng với xu thế chung này và đà tăng của kim ngạch thương mại, nhu cầu xây

Gemadept là nhà cung cấp dịch vụ Logistics tích hợp, cung cấp tất cả dịch vụ ở các khâu của logistics nhờ sở hữu các nguồn lực trong chuỗi giá trị logistics như hệ thống cảng biển dọc cả nước, trung tâm phân phối (Distribution Center – DC), cảng cạn (Inland Container Depot), đội xe tải lớn và sà lan. Điều này giúp công ty có sự kiểm soát tốt hơn trong vận hành so với việc thuê dịch vụ bổ sung bên ngoài và tiết giảm chi phí.

Cảng biển: Gemadept sở hữu 7 cảng biển trải dài trên khắp cả nước với tổng công suất thiết kế đạt 3.45 triệu TEU/năm và 2 triệu tấn hàng rời/năm. Năm 2020, tổng sản lượng container thông qua hệ thống cảng của GMD đạt hơn 1.7 triệu TEU, chiếm 11.5% thị phần cả nước, chỉ đứng sau Tân Cảng Sài Gòn với thị phần 63%. Từ Q1/2021, GMD đã chính thức đưa vào hoạt động cảng nước sâu Gemalink giai đoạn 1 với công suất thiết kế 1.5 triệu TEU tại khu vực Cái Mép Thị Vải. Trong đó, GMD nắm 75% và hãng tàu CMA – CGM nắm 25% còn lại của Gemalink.

Các cảng của GMD đều hoạt động hết công suất trừ cảng Nam Hải (69%) và Nam Hải Đình Vũ (53%) trong năm 2020

Cảng Nam Hải: chuyên khai thác hàng container và đi vào hoạt động từ năm 2009 với công suất thiết kế là 200,000 TEUs. Vị trí cảng nằm sâu trong thượng nguồn sông Cấm và hiện nay đang bị chắn bởi cầu Bạch Đằng. Với xu thế tăng tải trọng tàu nhằm tiết giảm chi phí Logistics như hiện nay cùng với vị trí địa lý của sẽ ảnh hưởng bất lợi đến Cảng Nam Hải. Tuy nhiên cảng Nam Hải vẫn giữ được hiệu suất tương đối cao nhờ sự hỗ trợ lớn từ đội tàu container nội địa của các công ty liên kết, năm 2020 lượng hàng đạt 103,000 TEUs (-38% YoY).

Cảng Nam Hải Đình Vũ: Gemadept mua lại và xây dựng từ VIPCO, cảng đi vào hoạt động trong năm 2014. Cảng nằm ở vị trí hạ nguồn sông Cấm và không bị chắn bởi cầu Bạch Đằng, có thể đón tàu với tải trọng 30,000 DWT. Cảng chuyên phục vụ các tuyến từ Hải Phòng đi Thượng Hải, Busan Hàn Quốc. Các khách hàng lớn bao gồm CMA – CGM, Yang Ming, OOCL, C.K Lines. ICD Nam Hải cách cảng Nam Hải Đình Vũ 1.5km hỗ trợ việc luân chuyển hàng hóa và tăng công suất của cảng. Tuy nhiên, hiệu suất đã giảm dần do sự gia nhập của các cảng mới có vị trí tốt hơn như HICT (2018), Nam Đình Vũ (2018), MIPEC (2020). Năm 2020, sản lượng container qua cảng này đạt khoảng 533,000 TEUs, -1,6% YoY.

Cảng Nam Đình Vũ: Gemadept đã hoàn thành giai đoạn 1 (vốn đầu tư 1,500 tỷ) cảng Nam Đình Vũ với công suất 500,000 TEUs tại Hải Phòng đón chuyển tàu khai thác an toàn vào ngày 04/02/2018. Cảng có vị trí đắc địa nhất ngay tại cửa ngõ gần thông ra biển. Nằm trong khu kinh tế Cát Hải thuộc Khu phi thuế quan và Khu Công nghiệp Nam Đình Vũ. Quy mô lên đến 65ha (giai đoạn 1: 22ha) và là cảng duy nhất đủ năng lực tiếp nhận tàu có tải trọng lên đến 40,000 DWT với chiều dài cầu tàu 1.5km. Toàn bộ dự án có 3 giai đoạn với tổng công suất có thể lên tới hơn 1.5 triệu TEUs/năm. Hiện GMD đang có kế hoạch đầu tư giai đoạn 2 vào quý 3/2021 và hoàn thành vào đầu năm 2023, giúp nâng công suất của cảng Nam Đình Vũ lên gấp đôi, khoảng 1 triệu TEUs/năm.

Cảng Dung Quất: chuyên phục vụ hàng rời (chủ yếu là dăm gỗ xuất khẩu và thiết bị dự án) với công suất thiết kế 2 triệu tấn/năm, mớn nước sâu (-12m) có khả năng đón được tàu có trọng tải lên đến 70,000 DWT. Cảng có vị trí nằm tại khu kinh tế Dung Quất và gần các khu công nghiệp, khu đô thị lớn của miền Trung như khu công nghiệp Bắc Chu Lai, Quảng Phú, Thổ Phong,...; thành phố Quảng Ngãi,

dựng các cảng lớn với mớn nước sâu hơn và cầu bến dài tại Việt Nam ngày càng tăng.

Được đưa vào vận hành từ đầu năm 2021, cảng Gemalink tại Cái Mép (Vũng Tàu) đã đạt được kết quả hoạt động rất tích cực nhờ:

(1) Sản lượng khai thác hàng hóa tại Cái Mép tăng mạnh nhờ tăng trưởng trong hoạt động xuất khẩu tới Mỹ & châu Âu và xu hướng dịch chuyển nguồn hàng từ cụm cảng nội thành Tp. HCM;

(2) Phần lớn các cảng trong khu vực đã hoạt động vượt công suất thiết kế. Cụ thể, sản lượng hàng container tại Gemalink trong 8T21 đạt gần 500,000 TEU và cảng đã bắt đầu có lãi từ tháng 05.2021 – nhanh hơn 1 năm so với dự kiến ban đầu của doanh nghiệp.

Trong nửa cuối năm 2021, cảng Gemalink dự báo sẽ đem về lợi nhuận khoảng 90 tỷ đồng cho GMD – tăng mạnh so với mức lỗ 37 tỷ đồng trong nửa đầu năm, qua đó là nguồn động lực quan trọng đến KQKD Quý 3&4 của doanh nghiệp. Với thành công trên, công ty dự kiến triển khai giai đoạn 2 của dự án ngay từ cuối năm nay với công suất thiết kế 900,000 TEU/năm và sẽ đi vào hoạt động từ năm 2023.

Hội An, Đà Nẵng. Qua đó giúp cảng có lượng hàng hóa dồi dào và ổn định qua các năm. Giai đoạn 2012 – 2020, sản lượng hàng hóa qua cảng Dung Quất tăng trưởng ổn định 6.6%/năm. Năm 2020, hiệu suất hoạt động đạt mức 110% công suất thiết kế, tương đương 2.2 triệu tấn..

ICD Phước Long: Là cảng cạn đầu tiên của GMD cung cấp dịch vụ thông quan, vận tải bằng xe và sà lan tới cái trạm container hàng hóa và kho ngoại quan. Trường Thọ là khu vực hậu cần quan trọng, kết nối các khu công nghiệp ở TP. HCM, Bình Dương tới các cảng biển lớn như Cát Lái, cụm cảng Cái Mép Thị Vải (CMTV) bằng đường bộ và hệ thống sông ngòi thuận tiện.

Tuy nhiên, theo chủ trương của TP. HCM và Bộ Giao thông Vận tải, khu vực Trường Thọ sẽ phải di dời sang khu vực Long Bình trong khoảng 3 – 5 năm tới để phục vụ phát triển thành phố Thủ Đức. Khi đó, hoạt động của ICD Phước Long sẽ bị ảnh hưởng do cạnh tranh gia tăng từ ICD Tân Cảng Long Bình và cảng Sowatco Long Bình.

Cảng Bình Dương: Là cảng nhỏ nằm ở khu vực sông Đồng Nai, công suất 300,000 TEUs/năm. Cảng nằm gần khu vực Long Bình, khu vực được định hướng trở thành trung tâm ICD của miền Nam. Năm 2020, cảng Bình Dương đã hoạt động vượt 13% công suất, tương đương 339,000 TEUs.

Cảng nước sâu Gemalink: là cảng nước sâu có quy mô lớn nhất tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải (72ha), dự án là liên doanh giữa Gemadept và Tập đoàn CMA – CGM của Pháp. Gemalink hoàn thành giai đoạn 1 và chính thức hoạt động vào Q1/2021 với cơ cấu sở hữu gồm GMD chiếm 65% cổ phần và hãng tàu CMA – CGM chiếm 12.25%. Cảng Gemalink sẽ không trực tiếp đóng góp vào doanh thu, lợi nhuận của công ty mà thông qua khoản mục Lãi từ công ty liên doanh, liên kết do GMD chỉ sở hữu trực tiếp khoảng 50% và gián tiếp sở hữu phần còn lại thông qua các đơn vị thành viên. Gemalink có khả năng đón được những con tàu mẹ có trọng tải lớn nhất thế giới, lên tới 230,000 DWT.

Bên cạnh đó cụm cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải đã ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội 22.4%/năm về sản lượng trong giai đoạn 2014 – 2020, cao hơn mức 14.1% của toàn ngành. Năm 2020, sản lượng qua cụm cảng Cái Mép – Thị Vải đạt 4.6 triệu TEUs (+17.3% YoY), hiệu suất hoạt động đạt 95,3%. Từ đó, Gemalink ra đời sẽ giúp bổ sung công suất và hưởng lợi từ nhu cầu vẫn còn cao tại khu vực này.

Ngoài ra, với sự hỗ trợ của hãng tàu cổ đông CMA – CGM và liên minh hãng tàu Ocean Alliance (CMA – CGM, COSCO, Evergreen, OOCL) sẽ giúp đảm bảo nguồn hàng khoảng 900,000 TEUs cho Gemalink, tương đương 60% công suất. Theo đó, Ban lãnh đạo GMD kỳ vọng Gemalink sẽ lấp đầy công suất chỉ sau 2 năm và tiếp tục đầu tư Giai đoạn 2.

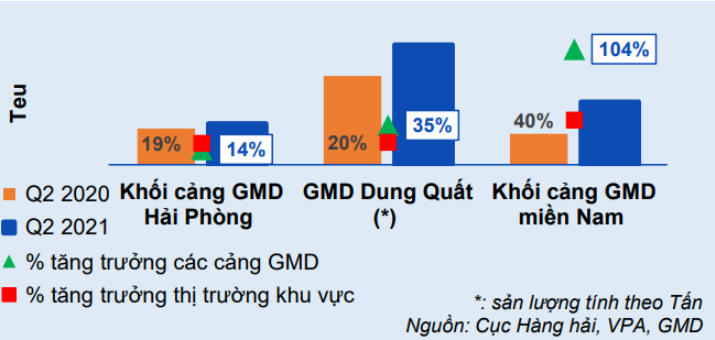
Bảng 3: Danh sách các cảng

Cảng	Vị trí	Năm khai thác	Công suất (TEU)	Sản lượng 2018 (tấn)	Hiệu suất sử dụng	Tải trọng tàu cho phép (DWT)
Hiện tại						
Cảng Nam Hải	Hải Phòng	29/02/2009	150,000	184,050	122.7%	10,000
Cảng Nam Hải Đình Vũ	Hải Phòng	06/05/2014	500,000	660,000	132%	30,000
Cảng Dung Quất	Quảng Ngãi	2008	150,000 TEU 2 triệu tấn hàng rời	2,120,000	84.8%	70,000
Cảng Bình Dương	Bình Dương	2011	200,000	200,000	100%	5,000
Phước Long ICD	Tp. HCM	1995	500,000	540,000	108%	-
Nam Hải ICD	Hải Phòng	10/2016	500,000			-

Đang triển khai xây dựng						
Cảng Nam Đình Vũ (giai đoạn 2)	Hải Phòng	Hoãn	600,000	200,101	37%	30,000
Gemalink (giai đoạn 1)	Cái Mép – Thị Vải	Tháng 5/2021	1,500,000			200,000

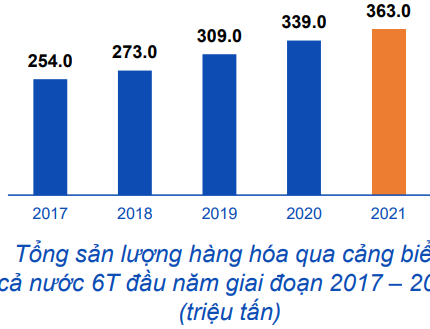
Nguồn: BCTN Gemadept

Biểu đồ 2 : Hệ thống cảng Gemadept



Nguồn: Cục Hàng Hải Việt Nam

Biểu đồ 3: Hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển cả nước



Nguồn: Drewry – Maritime Research

MẢNG HOẠT ĐỘNG LOGISTICS

Lợi thế chủ chốt 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 phụ thuộc vào các dịch vụ thuê ngoài để sử dụng trong chuỗi giá trị logistics.

Vào 4Q17, GMD đã chuyển nhượng phần lớn các mảng kinh doanh kho bãi, dịch vụ vận tải, giao nhận cho CJ Logistics và chỉ còn nắm giữ khoảng 49 – 50% cổ phần. Do đó mảng này chỉ còn đóng góp khoảng 15% doanh thu và 8 – 12% lợi nhuận gộp của GMD kể từ 2018. Hiện tại, công ty đang cung cấp dịch vụ kho bãi thông qua ICD Nam Hải và dịch vụ vận tải bằng sà lan chủ yếu trên tuyến TP. HCM – Cái Mép Thị Vải.

Trong nửa đầu năm 2021, GMD chính thức hạ thủy hai tàu sông Phước Long 60 và Phước Long 62 với công suất lớn nhất khu vực hiện nay – 248 TEU

Bảng 4: Gemadept Logistics

Vận tải	Kho bãi	Cảng biển	Vận chuyển quốc tế
Đường bộ: 250 xe đầu kéo, 51 xe tải nhẹ (loại 1.1 - 3 tấn). Hợp tác với 10 công ty với 200 xe tải Đường thủy: 34 tàu trong đó 3 tàu feeder (Pacific, công suất 1,060 – 2,983 TEU) và 30 sà lan (công suất 50 - 100 TEU) chạy dọc tuyến Tân Cảng - Cái Mép và Việt Nam - Campuchia Vận chuyển hàng trung gian và thành phẩm	22 trung tâm phân phối: DC1, DC2, DC3, DC4 và DC An Thạnh ở Bình Dương Trung tâm logistics ở Hải Dương Trung tâm logistics ở Hậu Giang (hợp tác với Thủy sản Minh Phú) Quản lý kho hàng, CFS, đóng gói, dán nhãn...	Cảng hàng hóa hàng không SCSC 5 cảng biển và 2 ICD: Nam Hải, Nam Hải Đình Vũ, Nam Hải ICD, Dung Quất, Nam Đình Vũ cảng Bình Dương, Phước Long ICD Xử lý hàng hóa, thông quan...	3 tàu vận chuyển container cỡ nhỏ hoạt động trên các tuyến thuộc Châu Á Vận chuyển hàng trung gian và thành phẩm

Nguồn: Website Gemadept

Bảng 5: Gemadept Trung tâm phân phối

Trung tâm phân phối	Vị trí	Khách hàng	Hiệu suất hoạt động	Diện tích (m ²)	Sức chứa (pallet)
DC1	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	Kinh Đô, Masan, Vinamilk	95-100%	8,800	10,000
DC2	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	Kinh Đô, Masan, Vinamilk	95-100%	24,000	60,000

DC3	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	Diana Charm (chiếm 90%)	100%	11,000	18,300
DC4	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	Kinh Đô, Masan, Vinamilk	95-100%	11,200	18,500
DC An Thạnh	KCN Sóng Thần 1, Bình Dương	Kinh Đô, Masan, Vinamilk	95-100%	34,000	24,000
DC Hải Dương (kho trần)	Hải Dương	Sabic, Diana	100%	10,000	-
DC Hậu Giang (kho lạnh)	KCN Sông Hậu, Hậu Giang	Minh Phú (80%), doanh nghiệp thủy sản Tây Nam Bộ	100%	15,000	50,000
DC Dương Xá - Gia Lâm	Hà Nội	Cảng Phù Đổng	100%	7,500	-
DC Bắc Ninh	Bắc Ninh	KCN Bắc Ninh	100%	7,500	-

Nguồn: Website Gemadept

Cảng hàng không SCS (HoSE: SCS)

Tính đến 1Q21, GMD sở hữu 34.5% cổ phần của CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (HSX: SCS). SCS chuyên cung cấp dịch vụ bốc xếp, xử lý, lưu kho hàng hóa tại cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất với thị phần duy trì từ 30 – 31% kể từ năm 2016 đến nay.

Bảng 6: Cảng dịch vụ hàng không SCS

Cảng hàng hóa	Vị trí	Khách hàng	Hiệu suất hoạt động	Diện tích (m ²)
SCSC Vốn đầu tư: 1,065 tỷ đồng	Sân bay Tân Sơn Nhất, Tp. HCM	Thai Airways, Hong Kong Airlines, Sichuan Airlines, Saudi Arabian, Emirates Sky Cargo, Cargolux, Lufthansa, Singapore Airlines, Turkish Cargo, Vietjet Air	100% GĐ1: 200,000 tấn GĐ2: 350,000 tấn (khi nhu cầu tăng sẽ đầu tư thêm)	<ul style="list-style-type: none"> • Diện tích: 143,000 m² • Khu vực sân đậu: 52.421 m², có sức chứa 3 máy bay B747F hoặc 5 máy bay A321 • Khu vực Ga hàng hóa: 26,670 m². Nhà ga hàng hóa có công suất thiết kế 200,000 tấn hàng hóa (giai đoạn 1), 350,000 tấn hàng hóa (giai đoạn 2). • Khu vực nhà kho, bãi đậu xe, đường giao thông và tòa nhà văn phòng, công trình phụ trợ: 64,000 m².

Nguồn: BCTN Gemadept

CÁC HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ NGOÀI NGÀNH VÀ THOÁI VỐN

Bất động sản

GMD sở hữu 3 dự án nhưng hiện tại vẫn chưa triển khai xây dựng, GMD chỉ sở hữu quyền sử dụng đất và sẽ thực hiện các thủ tục chuyển nhượng khi tìm được đối tác phù hợp và hoàn tất các thủ tục pháp lý.

Bảng 7: Các dự án Bất động sản của Gemadept

Dự án	Địa chỉ	Vốn đầu tư	Diện tích	Tiến độ
Gemadept Tower	Số 6, Lê Thánh Tôn, Quận 1, Tp. HCM	251 tỷ đồng	24 tầng, 2 hầm đậu xe. Tổng diện tích 13,700 m ² Độ cao trần 2.7m	Bán 85% cho CJ Group năm 2013 Bán 15% còn lại tháng 10/2017 Lãi 100 tỷ đồng Đã được cấp phép xây dựng, đang hoàn thành công tác đóng cọc thí nghiệm và lắp đặt trạm biến áp để thi công cọc đại trà, cọc vây và tầng hầm trong năm 2019
Trung tâm thương mại phức hợp Viêng Chăn	Trung tâm hành chính - kinh tế Thủ đô Viêng Chăn - Lào	35 triệu USD Khách sạn 5 sao Trung tâm thương mại	7 tầng, 1 hầm đậu xe. Tổng diện tích 6,745 m ² Tổng diện tích xây dựng: 21,329 m ²	

Khu phức hợp Saigon Gem	117-123 Lê Lợi, Quận 1, Tp. HCM	150 triệu USD Quả Cầu Vàng: 70% (Gemadepht sở hữu 45%) Saigon Tourist: 20% Phan Thành: 10%	Diện tích đất: 3,640 m ² . Diện tích xây dựng: 60,000 m ² Giá trị phần sở hữu ước tính của Gemadepht: 887 tỷ đồng	Thuê đất dự án 50 năm trả tiền một lần song do đang bị vướng thủ tục nên chưa thể triển khai dự án
--------------------------------	---------------------------------	---	--	---

Nguồn: GMD, EVS ước tính

Dự án trồng cao su ở Campuchia

GMD đang quản lý khoảng 30,000 ha rừng cao su tại Campuchia với tổng vốn đầu tư tính đến 1Q21 là 1,891 tỷ đồng. Hiện công ty đã dừng việc trồng mới và chuẩn bị cho khai thác mủ cao su.

3. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Triển vọng kết quả kinh doanh 2021F

Doanh thu thuần của GMD trong 1H21 đạt 1,439.1 tỷ đồng, tăng trưởng tốt +19.0% trong đó:

➤ **Mảng khai thác cảng:** Doanh thu tăng trưởng +26.6% nhờ sản lượng xếp dỡ container đạt khoảng 1,233,000 TEUs +55% YoY, chủ yếu do sản lượng thông qua cảng biển tăng và giữ nhịp tăng trưởng ổn định do sự phục hồi của các nền kinh tế lớn sau đại dịch COVID-19 như Mỹ, châu Âu, Trung Quốc.

➤ **Mảng dịch vụ logistics và dịch vụ khác:** ghi nhận mức tăng trưởng đột phá trong 2Q21. Cụ thể, lũy kế doanh thu tăng 27% nhưng lợi nhuận trước thuế tăng ấn tượng 36% so với cùng kỳ năm 2020. Trong 1H21, tất cả các đơn vị thành viên trong khối logistics của GMD đều vượt kế hoạch đề ra. Hiệu suất sử dụng kho và hệ số sử dụng kho luôn được cải thiện qua các tháng.

➤ **Lợi nhuận gộp:** Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhẹ -0.7% xuống mức 40.2%, chủ yếu do tỷ suất mảng cảng biển giảm -0.3% dpt xuống 41.8%. Tuy nhiên, đây cũng là mức cao do cảng gia tăng hiệu suất hoạt động.

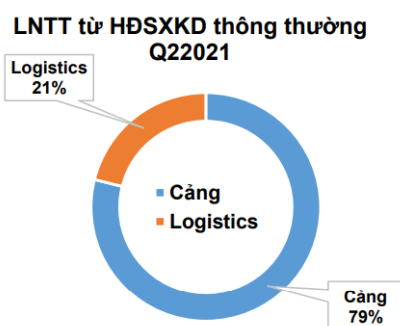
➤ **Chi phí hoạt động:** các khoản phân bổ Goodwill giảm giúp chi phí quản lý doanh nghiệp giảm -12% YoY. Trong khi đó chi phí bán hàng tăng 16.6% YoY.

➤ **Doanh thu tài chính** tăng 38.2% YoY nhờ tăng cường thanh lý các khoản đầu tư vào công ty khác. Chi phí tài chính giảm -29.1% YoY nhờ chi phí lãi vay giảm.

➤ **Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết** tăng 18.8% do Gemalink bắt đầu ghi nhận lời nhuận. Kể từ khi chính thức hoạt động vào 1Q21, Gemalink đã thiết lập được 2 tuyến dịch vụ từ hãng tàu cổ đông CMA – CGM với tần suất 2 chuyến/tuần sau đó tăng dần lên 3 chuyến/tuần vào 2Q21.

Năm 2021, doanh thu và lợi nhuận sau thuế dự kiến lần lượt đạt 3,000 tỷ đồng và 690 tỷ đồng, lần lượt tăng 15% và 57% so với cùng kỳ: 1) Tổng sản lượng hàng container thông qua hệ thống cảng GMD đạt 2.6 triệu TEUs. Trong đó, riêng đóng góp từ cảng Gemalink là 1 triệu TEUs; 2) biên lợi nhuận gộp kỳ vọng phục hồi nhẹ lên mức 37.3%; 3) mảng Logistics kỳ vọng đạt 460 tỷ doanh thu, tăng 12.5% YoY; 4) doanh thu tài chính tăng 18 %YoY trong khi chi phí tài chính giảm -12% YoY.

Sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam vẫn duy trì sự tăng trưởng tốt kể từ 3Q20 nhờ nhu cầu tiêu dùng hàng hóa tiếp tục hồi phục sau đại dịch, đặc biệt tại các thị trường lớn như Mỹ, EU. Đồng thời, động lực từ các Hiệp định Thương mại tự do như CPTPP, EVFTA tiếp tục được phản ánh vào hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam. Trong 1H21, cảng biển VN đã tiếp nhận 10.1 triệu TEUs, tăng 10% YoY (theo Vinamarine) ngay trong bối cảnh giá cước vận tải cao và



tình trạng thiếu container rỗng vẫn đang cản trở giao thương quốc tế.

Bảng 8: Dự phóng kết quả kinh doanh 2021F

Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021	%
Doanh thu	2,707	2,643	2,606	3,000	15.1%
Lợi nhuận trước thuế	2,182	705	513	803	56.6%
<i>Trong đó:</i>					
LNTT từ SXKD thông thường	604	705	513		
LNTT từ chuyển nhượng vốn	1,578				

Nguồn: BCTC Gemadept, EVS dự phóng

Định giá và khuyến nghị

Bảng 9: So sánh tương quan với một số doanh nghiệp hoạt động cùng ngành

Mã CK	Sàn	Ngành nghề	Vốn hóa (tỷ đồng)	LNST 2020 (tỷ đồng)	Trailing P/E 2020
GMD*	HOSE	Cảng	15,490.8	370.9	35.2
PHP	HNX	Cảng	10,430.0	446.6	19.8
CDN	HNX	Cảng	3,069.0	209.4	14.0
SGP	HOSE	Cảng	8,197.0	230.1	22.0
VSC	HOSE	Cảng	3,775.9	239.7	13.6
PDN	HOSE	Cảng	1,722.5	159.5	9.4
CLL	HOSE	Cảng	1,334.5	87.7	16.8
Trung bình					18.5

Nguồn: Fiin Pro

Bảng 10: Định giá từng phần

Tài sản	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)
Mảng cảng và logistics	Hệ số giá thu nhập	11,300
Dự án Saigon Gem	Giá trị thị trường mảnh đất	3,680
Dự án cao su tại Campuchia	Giá trị sổ sách	1,490
Gemalink	Giá trị sổ sách	1,478
SCS		2,599
Tiền và Đầu tư chứng khoán		450
<i>Trong đó: Nợ phải trả</i>		3,350
Giá trị hợp lý		17,646.6
Số lượng cổ phiếu hiện tại (triệu CP)		301.4
Giá trị nội tại/cổ phiếu (đồng)		58,500

Nguồn: EVS dự phóng

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GMD giá mục tiêu 58,500 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh tương quan cộng với việc xác định giá trị của các tài sản đầu tư ngoài ngành và trong các khoản đầu tư (Non-cash generating unit) vào công ty liên doanh, liên kết để xác định giá cổ phiếu GMD. Giá mục tiêu của GMD được xác định hợp lý ở mức 58,500 đồng/cổ phiếu tương ứng với P/E dự phóng cho năm 2021F là 44.4 lần.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu GMD với tiềm năng tăng giá 14.0% với thời hạn đầu tư 1 năm. Nhà đầu tư có thể xem xét giải ngân ở vùng giá 39,000 – 40,000 đồng/cổ phiếu nếu thị trường điều chỉnh giá GMD về vùng hợp lý.

**Báo cáo Kết quả HĐKD
(Tỷ VNĐ)**

	2019	2020
Doanh số thuần	2,643	2,606
Giá vốn hàng bán	-1,630	-1,656
Lãi gộp	1,013	950
Thu nhập tài chính	107	28
Chi phí tài chính	-147	-159
Trong đó: Chi phí lãi vay	-145	-147
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	236	157
Chi phí bán hàng	-138	-137
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-331	-341
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	741	496
Thu nhập khác, ròng	-37	16
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	705	513
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-91	-72
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	614	440
Lợi ích của cổ đông thiểu số	97	70
Lợi nhuận của Công ty mẹ	517	371

Chỉ số hoạt động

-	2019	2020
Tỷ suất lợi nhuận gộp	38.3%	36.4%
Tỷ suất EBITDA	34.4%	33.7%
Tỷ suất EBIT	20.6%	18.1%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	26.7%	19.7%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	23.2%	16.9%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2019	2020
Lãi trước thuế	705	513
Khấu hao TSCĐ	366	408
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-278	-134
Chi phí lãi vay	145	147
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	914	863
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	134	208
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-13	4
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	212	-136
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	30	26
LCTT từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,057	655
Tiền mua tài sản cố định và TSDH	-379	-216
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	13	22
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-21	-60
Tiền thu từ cho vay	14	35
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-300	-31
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư	152	153
Cổ tức và tiền lãi nhận được	145	170
LCTT từ hoạt động đầu tư	-377	73
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu	0	45
Tiền thu được các khoản đi vay	826	902
Tiền trả các khoản đi vay	-959	-1,024
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	-56	-55
Cổ tức đã trả	-478	-353
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-668	-486
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	13	242
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	173	186
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	186	428

Nguồn: Fiin Pro

**Bảng cân đối kế toán
(Tỷ VNĐ)**

	2019	2020
TÀI SẢN NGẮN HẠN	1,188	1,356
Tiền và tương đương tiền	186	428
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	44	23
Các khoản phải thu	787	748
Hàng tồn kho, ròng	78	73
TÀI SẢN DÀI HẠN	8,932	8,478
Phải thu dài hạn	35	56
Tài sản cố định	3,345	3,143
Giá trị ròng tài sản đầu tư	0	0
Tài sản dở dang dài hạn	1,800	1,757
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	10,120	9,835
NỢ PHẢI TRẢ	3,553	3,240
Nợ ngắn hạn	1,828	1,745
Phải trả người bán	423	358
Người mua trả tiền trước	131	20
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	5	1
Vay ngắn hạn	652	763
Nợ dài hạn	1,724	1,494
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	224	275
Vay dài hạn	1,426	1,138
VỐN CHỦ SỞ HỮU	6,567	6,595
Vốn góp	2,969	3,014
Thặng dư vốn cổ phần	1,942	1,942
Lãi chưa phân phối	505	435
Lợi ích cổ đông KKS	692	693
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	10,120	9,835

Chỉ số chính

-	2019	2020
Chỉ số định giá		
P/E	21.6	28.7
P/E pha loãng	20.3	28.7
P/B	1.8	1.8
P/S	4.0	4.1
P/Tangible Book	1.7	1.7
P/Cash Flow	9.9	16.2
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	13.6	13.8
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	22.7	25.7
Hiệu quả quản lý		
ROE%	7.9	5.6
ROA%	5.1	3.7
ROIC%	6.3	5.5
Cấu trúc tài chính		
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.3
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.6	0.7
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.7	0.8
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.5	0.5
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.4	0.3
Chỉ số hoạt động		
Vòng quay phải thu	6.8	7.4
Vòng quay hàng tồn kho	21.7	20.9
Vòng phải trả	4.0	4.2

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +10%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-10%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -10%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty Cổ phần Chứng khoán EVEREST (EVS), EVS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của EVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. EVS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. 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 EVS và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của EVS. Khi sử dụng các nội dung đã được EVS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

THÔNG TIN LIÊN LẠC

CTCP CHỨNG KHOÁN EVEREST (EVS)- www.eves.com.vn

Trụ sở chính:

Tầng 2, VNT Tower, 19 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3772 6699 - Fax: (84) 24 3772 6763

Chi nhánh Sài Gòn:

Tầng M, Central Park Tower, 117 Nguyễn Du, Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 6290 6296 - Fax: (84) 28 6290 6399

Chi nhánh Bà Triệu:

Tầng 1, Tòa nhà Minexport, 28 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 39366866 - Fax: (84) 24 3936 6586