

CTCP Gemadept (HSX: GMD)

Một bước lùi tạm thời trước khi nhảy vọt trong năm sau

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY21	Q1-FY21	+/- qoq	Q2-FY20	+/- yoy
Doanh thu thuần	752	687	9%	607	24%
Lợi nhuận sau thuế	142	147	-4%	102	38%
EBIT	208	159	31%	157	33%
Tỷ suất EBIT	27,7%	23,1%	4,6pps	25,9%	1,9pps

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

7T-2021 – Biên lợi nhuận gộp giảm ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận

- Do sản lượng thông lượng container không bị ảnh hưởng nhiều bởi đợt phong tỏa vào tháng 7, doanh thu cảng 7T2021 vẫn tăng trưởng hai con số 22% YoY lên 1.447 tỷ đồng.
- Quy định “3 tại chỗ” đã khiến chi phí hoạt động tăng đột biến, dẫn đến lợi nhuận gộp tháng 7 giảm 12% YoY và khiếm tăng trưởng lợi nhuận gộp giảm tốc còn 13% YoY trong 7T2021.
- Tuy nhiên, lợi nhuận của GML được cải thiện, ước tính ghi nhận lợi nhuận ròng 9 tỷ đồng trong tháng 7, giúp LNTT lũy kế của GMD tăng 29% YoY lên 541 tỷ đồng trong 7T-2021.

Triển vọng: Động lực lợi nhuận dài hạn là giúp triển vọng của GML vẫn vững chắc

- EBIT Q3-2021 ước tính giảm 25% YoY chủ yếu do chi phí hoạt động tăng cao.
- Chúng tôi dự kiến các hoạt động sản xuất bị gián đoạn gần đây sẽ cản trở tốc độ tăng trưởng sản lượng thông lượng container của ngành trong 2H 2021. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh tốc độ tăng trưởng sản lượng của các cảng biển của GMD tại Hải Phòng/TP.HCM tương ứng từ 30%/5% xuống 15%/-4%, dẫn đến tăng trưởng tổng doanh thu đi ngang là 3% trong năm 2021F. Năm 2022F, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu sẽ phục hồi lên 16% nhờ sự phục hồi của kinh tế.
- Lợi nhuận từ GML ước tính đạt 54 tỷ đồng/343 tỷ đồng trong năm 2021F/22F sẽ bù đắp sự sụt giảm trong hiệu suất của các cảng khác trong nửa cuối năm 2021F, đồng thời hỗ trợ thêm cho triển vọng LNTT trong năm 2022F. LNTT dự phóng sẽ tăng tương ứng 25% YoY/57% YoY trong năm 2021F/22F.
- Doanh thu và LNST năm 2021F lần lượt là 2.673 tỷ đồng (+3% YoY) và 502 tỷ đồng (+35% YoY). EPS tương ứng ở mức 1.665 đồng.

Quan điểm và Định giá

Cách tiếp cận cứng rắn của Chính phủ trong việc kiểm soát Covid-19 đã làm tê liệt các hoạt động sản xuất, cản trở hoạt động thương mại của Việt Nam trong hầu hết thời gian của Q3-2021. Hơn nữa, tình trạng tắc nghẽn cảng trên toàn thế giới đang làm gián đoạn lịch trình và tần suất vận chuyển. Mặc dù những vấn đề này sẽ tạm thời giảm sản lượng hàng hóa của GMD trong Q3-2021, nhưng các động thái của Chính phủ nhằm mở cửa trở lại nền kinh tế, cùng với sự phục hồi liên tục của thương mại toàn cầu và lưu lượng cảng khi chiến dịch tiêm vắc xin COVID-19 trên toàn thế giới khiến chúng tôi tin rằng sản lượng hàng hóa có khả năng sẽ tăng trong Q4-2021 và chắc chắn sẽ phục hồi hơn nữa vào năm 2022F. Chúng tôi kỳ vọng LNTT tăng 57% trong năm tới nhờ mức cơ bản thấp trong nửa cuối năm 2021 và khả năng sinh lời được cải thiện mạnh mẽ của GML.

Do chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn của GMD không bị ảnh hưởng, lợi nhuận Q3-2021 tăng trưởng thấp nhiều khả năng tạo cơ hội **TÍCH LŨY** cổ phiếu với giá mục tiêu là **55.000 đồng/cổ phiếu**, tương ứng tổng mức sinh lời dự kiến là **10%** tính đến giá đóng cửa vào ngày 15/10/2021.

TÍCH LŨY

+10%

Giá mục tiêu (VND)	55.000
Giá thị trường (VND)	50.900

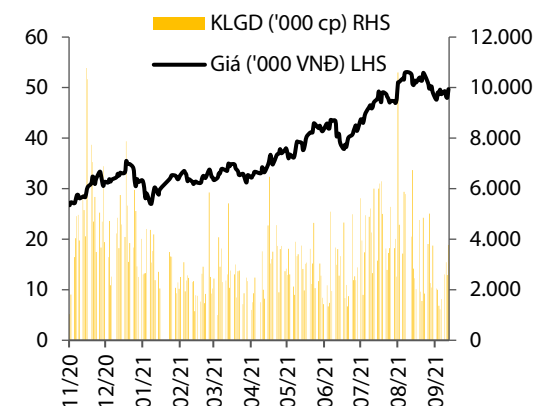
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.200
-----------------------	-------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Logistics
Vốn hóa (tỷ đồng)	14.978
SLCPDLH	301,4
KLGD TB 20 phiên	2.710.575
Free Float (%)	66
Giá cao nhất 52 tuần	53.000
Giá thấp nhất 52 tuần	21.551
Beta	1,07

	FY2020	Hiện tại
EPS	1.249	1.477
Tăng trưởng EPS (%)	-28,3	-1,4
EPS điều chỉnh	1.249	1.477
P/E	25,6	33,59
P/B	1,4	2,2
EV/EBITDA	13,3	15,3
Tỷ suất cổ tức (%)	3,0	2,4
ROE (%)	6,3	6,4

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

SSJ Consulting Vietnam Ltd.	10,0
KITMC	6,2
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	7,2

Đỗ Thanh Tùng

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1521

tung.dt@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q2-2021

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY21	Q1-FY21	+/- (qoq)	Q2-FY20	+/- (yoy)
Doanh thu	752	687	9,3%	607	23,8%
Lợi nhuận gộp	319	259	23,3%	257	24,2%
Chi phí bán hàng và quản lý	111	100	10,9%	100	11,0%
Thu nhập HĐKD	208	159	31,1%	157	32,6%
EBITDA	306	251	22,0%	261	17,5%
EBIT	208	159	31,1%	157	32,6%
Chi phí tài chính	45	28	62,8%	41	8,4%
- Chi phí lãi vay	30	29	1,8%	38	-20,7%
Khấu hao	98	92	6,4%	104	-5,4%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	196	192	2,2%	141	39,4%
Lợi nhuận sau thuế	142	147	-3,8%	102	38,4%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	142	147	-3,8%	102	38,4%

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2-2021

Chỉ tiêu	Q2-FY21	Q1-FY21	+/- (qoq)	Q2-FY20	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	42,5	37,7	4,8 pps	42,3	0,2 pps
EBITDA/Doanh thu	40,8	36,5	4,2 pps	42,9	-2,2 pps
EBIT/Doanh thu	27,7	23,1	4,6 pps	25,9	1,9 pps
TS lợi nhuận ròng	18,8	21,4	-2,6 pps	16,8	2,0 pps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	18,8	21,4	-2,6 pps	16,8	2,0 pps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	26	26	-0,1	16	10,0
-Khoản phải thu	6	7	-0,5	7	-0,7
-Khoản phải trả	0	0	0,0	0	0,1
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	27,6%	25,8%	1,8 pps	25,7%	1,9 pps

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Exhibit 3: Dự phóng KQKD Q3-2021

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY21	+/- qoq	+/- yoy	Giả định
Doanh thu	610	-14%	1%	Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thông lượng hàng hóa tại cụm cảng của GMD ở Hải Phòng và TP HCM/Bình Dương lần lượt giảm 2% YoY và 17% YoY do các hoạt động công nghiệp bị gián đoạn do giãn cách xã hội nghiêm ngặt.
LN gộp	180	-9%	-24%	Chi phí hoạt động tăng theo quy định "3 tại chỗ" khiến biên lợi nhuận gộp thu hẹp
EBIT	89	77%	-25%	
LNTT	166	94%	18%	Chúng tôi ước tính Gemalink sẽ đóng góp khoảng 30 tỷ đồng lợi nhuận trong LNTT của GMD, điều này sẽ hỗ trợ đáng kể cho tăng trưởng LNTT trong bối cảnh sản lượng từ các cảng khác giảm.

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Cập nhật

KQKD 7T-2021: Quy định “ba tại chỗ” khiến lợi nhuận gộp giảm trong tháng 7 mặc dù sản lượng container tăng trưởng ổn định; Gemalink bắt đầu có lãi từ tháng 7

Bảng 1: KQKD 7T-2021

Đơn vị: Tỷ đồng	July-2021	YoY %	7M 2021	YoY %	Nhận xét
Doanh thu thuần	239	15%	1.678	19%	Các cảng ở Hải Phòng của GMD cho thấy hoạt động ổn định trong 7T 2021. Chúng tôi ước tính sản lượng thông lượng container tại các cảng này đạt 579.000 TEU, tăng 13% YoY. <ul style="list-style-type: none"> - Trong khi mức cơ sở thấp hơn trong Q2-2020 đã hỗ trợ cho tốc độ tăng trưởng, chúng tôi nhận thấy các cảng trọng điểm như Nam Hải Đình Vũ và Nam Đình Vũ đã làm rất tốt trong việc chủ động tìm kiếm các dịch vụ vận tải biển mới. Theo đó, các cảng này đã tiếp nhận thành công các dịch vụ cố định mới từ CMA-CGM, COSCO, Zhonggu, ONE, Lotus kể từ tháng 4. Trong khi đó, Cảng Nam Hải cũng phục vụ nhiều tàu container hơn kể từ Q2-2021 do GMD Shipping luân chuyển nội địa đến cảng này từ Nam Đình Vũ, cùng với các tuyến mới từ Viet Sun Logistics và hãng tàu ASL. - Chúng tôi cho rằng phần tăng trưởng doanh thu còn lại là do (1) tăng trưởng sản lượng cao hơn tại các ICD phía Nam của GMD và (2) tăng giá phí dịch vụ trong bãi container ở khu vực Hải Phòng. - Chúng tôi cho rằng tăng trưởng sản lượng đã giảm tốc trong tháng 7 do ảnh hưởng từ giãn cách xã hội nhưng vẫn duy trì mức tích cực ở hai con số.
• Hoạt động cảng	208	17%	1.447	22%	
• Kho vận, khác	31	3%	231	1%	
LN gộp	78	-12%	656	13%	Lợi nhuận gộp giảm trong tháng 7 do chi phí khai thác cảng tăng
• Hoạt động cảng	60	-24%	578	15%	Việc tuân thủ quy tắc “ba tại chỗ” và các hoạt động nạo vét cảng biển đã đẩy giá vốn tăng 50% YoY, ảnh hưởng đáng kể đến tỷ suất lợi nhuận gộp. Tỷ suất lợi nhuận gộp của hoạt động khai thác cảng giảm xuống 29% vào tháng 7/2021 từ 45% vào tháng 7/2020.
• Kho vận, khác	18	84%	78	-1%	Tỷ suất lợi nhuận gộp 7T 2021 của mảng này ở mức 40% (-250 bps YoY).
EBIT	42	-22%	409	24%	Biên lợi nhuận gộp 7T2021 của hoạt động này giảm nhẹ 50 bps xuống còn 34%.
EBITDA	72	-19%	629	11%	Biên EBIT cũng giảm 830 bps YoY vào tháng 7/2021, nhưng ở mức độ thấp hơn so với biên lợi nhuận gộp do Chi phí quản lý giảm, nhờ khấu hao lợi thế thương mại giảm.
Lợi/lỗ từ các liên doanh	27	132%	120	33%	Khoản lỗ từ Gemalink lên tới 28 tỷ đồng trong 7T 2021, tăng hơn gấp đôi so với con số của năm ngoái. Đáng chú ý là liên doanh này đã đóng góp lợi nhuận 9 tỷ đồng trong tháng 7, tốt hơn dự kiến sau khi tiếp nhận dịch vụ mới mang tên ‘TP20’ từ Maersk Line. Đây là tháng đầu tiên cảng Gemalink bảo lãi kể từ khi đi vào hoạt động vào tháng 1/2021.
Thu nhập khác	2	-69%	-28	-370%	Sản lượng thông lượng tháng 8 đạt 78,000 TEU và con số này sẽ cao hơn sản lượng tháng 7 do nhiều tàu mẹ cập cảng hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của GML sẽ cải thiện trong tháng 8.
LNTT	62	-7%	451	29%	GMD ghi nhận khoản chi phí khác 50 tỷ đồng liên quan đến lỗ đồn cao su.
NPAT-MI	42	-5%	331	27%	

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Thông lượng container tại các cảng Cái Mép trong 8T-2021

Cảng	Sản lượng ước tính ('000 TEU)	YoY %
TCIT	1.442	8,3%
CMIT	632	0%
TCTT	446	-10,3%
SSIT	594	121,9%
Gemalink	463	n.a

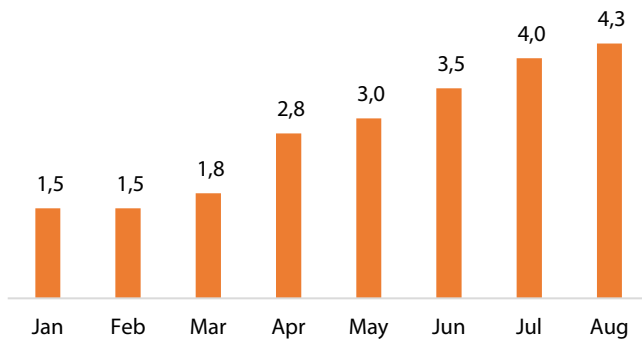
Nguồn: GMD, TCIT, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Thông lượng của GML trong 8T 2021

Giai đoạn	Tổng số lượng tàu mẹ cập cảng	Sản lượng ước tính ('000 TEU)	Khối lượng xếp dỡ ước tính mỗi lần cập cảng (TEU)
Q1-2021	19	89	4.684
8M-2021	89	463	5.200

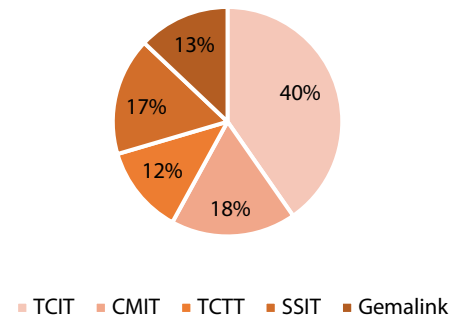
Nguồn: GMD, TCIT, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Số lượt tàu trung bình mỗi tuần tại GML



Nguồn: Cục Hàng hải Vũng Tàu, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Thị phần cảng nước sâu khu vực Cái Mép - Thị Vải



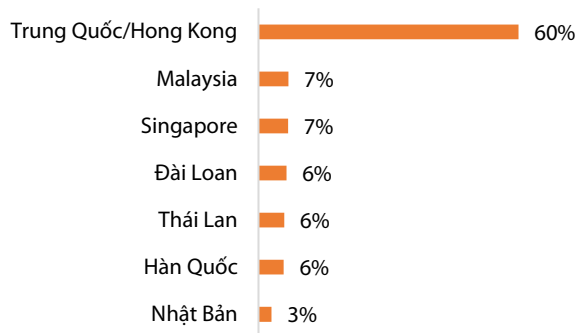
Nguồn: GMD, TCIT, CTCK Rồng Việt

Sự tắc nghẽn của các cảng biển ở Trung Quốc đã ảnh hưởng đến lịch trình của nhiều tuyến trung chuyển ở Hải Phòng.

Sau khi phát hiện các ca nhiễm Covid tại các cảng lớn của Trung Quốc, bao gồm Yantian, Shekou, Chiwan, Nansha, Ningbo, chính quyền đã đóng cửa nhiều cầu tàu tại các cảng này kéo dài từ cuối tháng 5 đến tháng 8, gây nên tình trạng tắc nghẽn cảng trầm trọng. Kết quả là, hàng trăm chuyến tàu vào các cảng này đã bị hủy bỏ. Điều này thay đổi đáng kể lịch tàu của các tuyến trung chuyển kết nối giữa Hải Phòng và Trung Quốc, vốn là một thị trường lớn tại Hải Phòng (Hình 3).

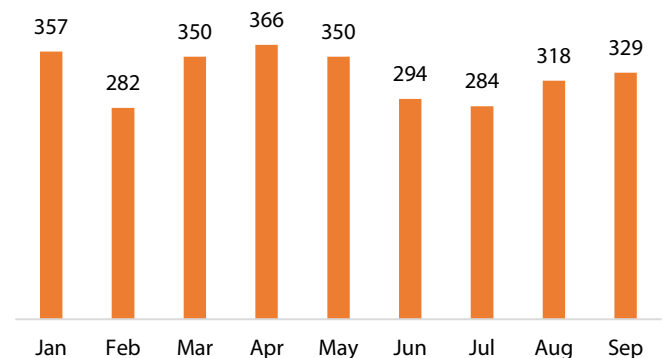
Để giảm quyết vấn đề này, các hãng tàu bắt buộc bổ sung các chuyến tàu không cố định (ad-hoc) đến Hải Phòng. Mặc dù vậy, giải pháp tình thế này là chưa đủ để bù đắp khi các cảng ở Hải Phòng vẫn chứng kiến lượt tàu quốc tế đến giảm từ tháng 5. Tình hình bắt đầu được phục hồi vào tháng 8 (Hình 4) sau khi Trung Quốc mở cửa trở lại bến cảng này. Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng xu hướng phục hồi này sẽ được duy trì, sau khi các lịch trình hàng hải quốc tế tại Hải Phòng dần được bình thường hóa, trên cơ sở số ca nhiễm Covid mới sẽ được hạn chế tối đa sau một thời gian các cảng áp dụng quy định phong tỏa nghiêm ngặt.

Hình 3: % tàu quốc tế tại Hải Phòng có chuyến xuất phát từ Trung Quốc so với các điểm đến khác (YTD 2021)



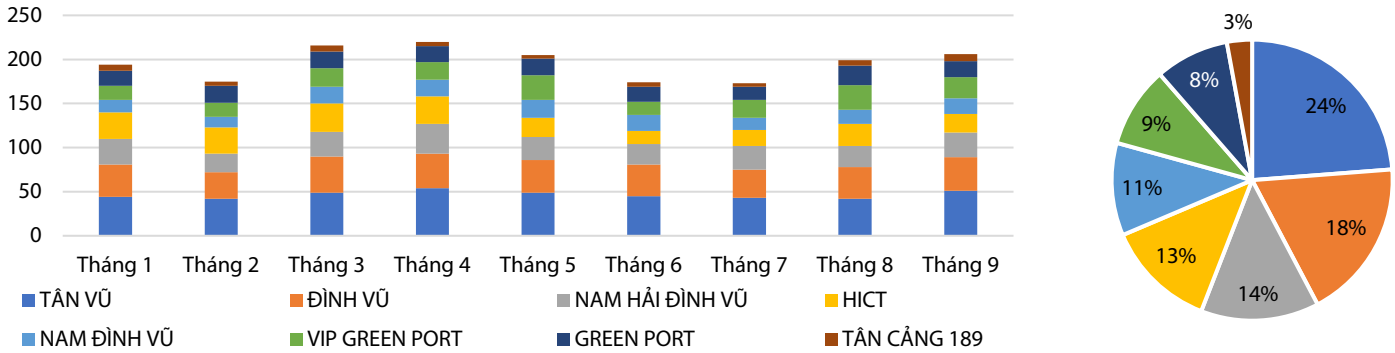
Nguồn: Cục Hàng hải Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Số lượt tàu quốc tế tới Hải Phòng giảm từ tháng 5, nhưng sau đó phục hồi dần kể từ tháng 8



Nguồn: Cục Hàng hải Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Số lượt tàu quốc tế cập các cảng chính ở Hải Phòng và thị phần của các cảng này về lượt tàu trong 8T-2021



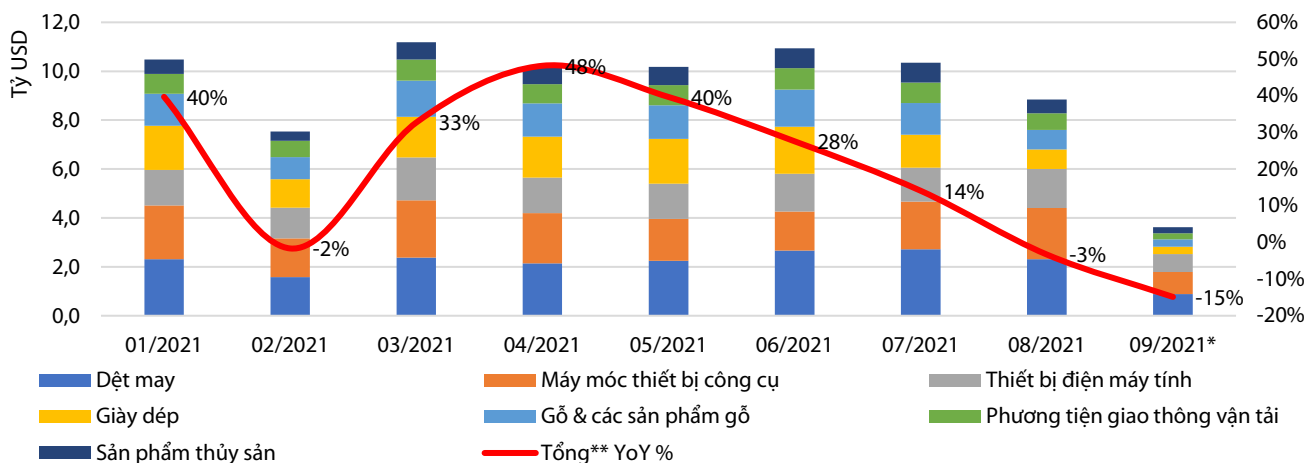
Nguồn: Cục Hàng hải Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

Hoạt động công nghiệp và hoạt động thương mại bị gián đoạn trong Q3-2021 sẽ gây áp lực lên tăng trưởng sản lượng container

Các biện pháp giãn cách nghiêm ngặt trong tháng Bảy và tháng Tám đã làm gián đoạn các hoạt động sản xuất, từ đó, gây nên những ảnh hưởng nặng nề đến hoạt động thương mại. Tăng trưởng giá trị xuất nhập khẩu có xu hướng giảm kể từ tháng 5 năm 2021. Trong khi giá trị nhập khẩu của tháng 8 vẫn tăng 20% YoY (do giá hàng hóa tăng mạnh trong năm nay) thì giá trị xuất khẩu lại giảm 2% YoY. Trong đó, giá trị của các mặt hàng chủ yếu được xuất khẩu theo phương thức vận tải biển giảm 3% YoY, phần lớn đến từ sự sụt giảm của các sản phẩm dệt may (-14% YoY), máy vi tính, sản phẩm điện (-17% YoY), thủy sản (-25% YoY), sản phẩm gỗ (-30% YoY), giày dép (-40% YoY). Số liệu xuất khẩu này tiếp tục giảm trong nửa đầu tháng 9.

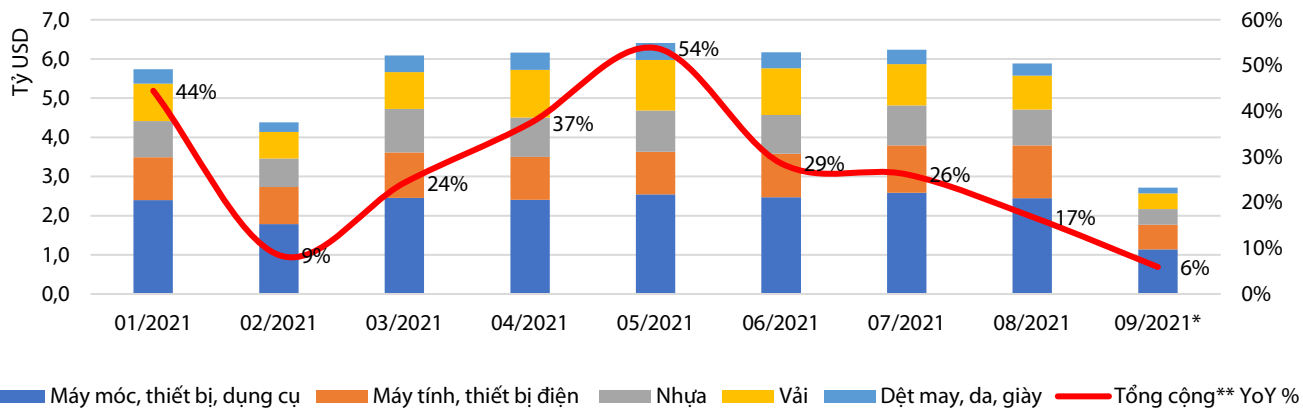
Chúng tôi cho rằng giá trị các mặt hàng xuất/nhập khẩu chính có thể sẽ sụt giảm trong tháng 9 và tháng 10 do ảnh hưởng của việc gián đoạn sản xuất và đơn hàng sản xuất tạm thời dịch chuyển ra khỏi Việt Nam. Do nhóm hàng này thường được vận chuyển bằng container nên sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam trong quý 3/2021 sẽ suy yếu. Tuy nhiên, do việc áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội ở khu vực phía Nam diễn ra sớm hơn và lâu hơn so với các tỉnh phía Bắc, các cảng biển ở khu vực này sẽ chịu tổn thất nặng nề hơn so với các cảng ở phía Bắc. Chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng container thông qua quý 3/2021 tại miền Nam có thể giảm tới -20% YoY trong khi tăng trưởng sản lượng ở Hải Phòng có khả năng giảm nhẹ một chữ số.

Hình 6: Các mặt hàng xuất khẩu chính theo phương thức vận tải biển container năm 2021



Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt, * nửa đầu tháng 9 ** Bao gồm các hàng hóa khác

Hình 7: Các mặt hàng nhập khẩu chính theo phương thức vận tải biển container năm 2021



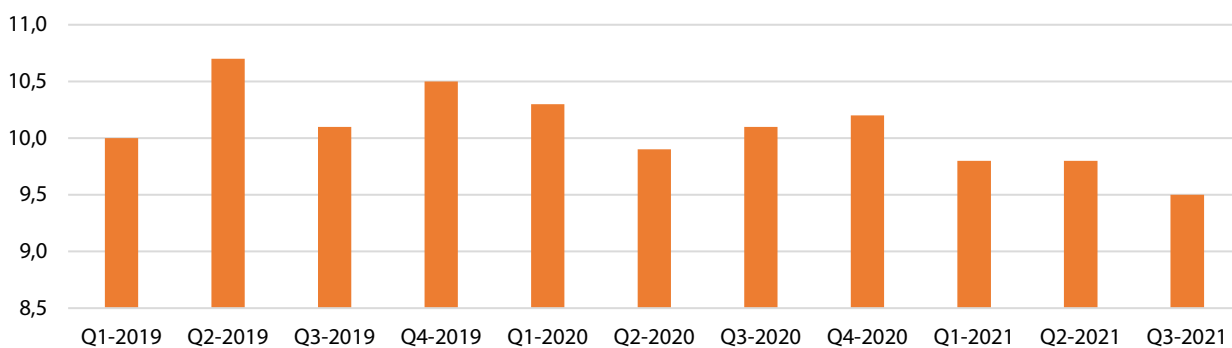
Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt, * nửa đầu tháng 9 ** Bao gồm các hàng hóa khác

Cảng HICT bị sa bồi nặng có thể giúp các cảng biển nhỏ hơn ở Hải Phòng hưởng lợi, bao gồm cảng Nam Đình Vũ

Độ sâu luồng tại cảng HICT đã giảm đáng kể từ năm 2020 do bị bồi lắng. Theo kết quả đo đạc của Cảng vụ Hải Phòng ngày 30/7/2021, độ sâu trước bến số 1 và số 2 chỉ lần lượt là -7,1m và -8,3m (tương đương các cảng biển nhỏ hơn trong khu vực Đình Vũ), trong khi cảng được thiết kế với độ sâu chuẩn tắc khoảng -14m. Luồng cạn này đã làm giảm khả năng tiếp cận của các tàu trọng tải lớn (trên 50.000 DWT), cỡ tàu mà HICT được thiết kế để tiếp nhận. Để có thể cập bến, các tàu này bắt buộc phải giảm tải (có thể lên tới 30% đối với những tàu lớn) bằng cách hạ một phần hàng tại các bên cảng khác trước khi tới HICT.

Do điều này làm tăng chi phí cho các hãng tàu, một số hãng tàu đã cắt giảm tuyến vào HICT và bổ sung các chuyến ad-hoc sử dụng các tàu trọng tải nhỏ hơn và ghé vào các cảng phía trong, nhằm tận dụng mức phí xếp dỡ tại bến thấp hơn của các cảng nhỏ này (thấp hơn 45%/43% đối với container 20ft/40ft so với cảng HICT). Trên thực tế, Nam Đình Vũ đã tiếp nhận nhiều chuyến ad-hoc từ COSCO và MSC trong vài tháng qua. Chúng tôi hy vọng tình trạng này sẽ duy trì cho đến khi hoạt động nạo vét luồng Lạch Huyện được giải quyết. Trong thời gian đó, GMD nhiều khả năng sẽ cung cấp chất lượng dịch vụ tốt nhất với giá phí cạnh tranh cho các hãng tàu này với kỳ vọng thu hút các hãng này thiết lập các tuyến cố định tại Nam Đình Vũ.

Hình 8: Mớn nước trung bình của các tàu quốc tế cập cảng HICT



Nguồn: Cục Hàng hải Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

GMD đang cân nhắc về việc bổ sung thêm đối tác chiến lược mới cho Cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2. Theo GMD, một số hãng tàu đang có ý muốn tham gia vào giai đoạn mở rộng của Nam Đình Vũ, dự kiến sẽ xây dựng vào cuối năm nay, khi họ đánh giá cao dư địa về công suất / khả năng tiếp nhận của các cầu cảng khi giai đoạn hai đi vào hoạt động, cùng với khả năng cung cấp chuỗi dịch vụ logistics (ICD, kho ngoại quan, dịch vụ vận tải đường bộ) của GMD tại khu vực phía Bắc. Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng GMD sẽ hợp tác một hãng tàu từ Trung Quốc để có thể duy trì nguồn hàng hiệu quả cho cụm cảng phía Bắc. Chúng tôi tin rằng sự thành công của thương vụ này sẽ là một cú hích đáng kể cho cảng Nam Đình Vũ về hiệu suất trong 2-3 năm tới.

Dự phóng
Bảng 4: Dự phóng KQKD năm 2021F

Đơn vị: Tỷ đồng	2021F Cũ	2021F Mới	% Thay đổi	2021F YoY %	Nhận định
Doanh thu	2.785	2.673	-4%	3%	
• Hoạt động cảng	2.474	2.280	-8%	5%	Chúng tôi điều chỉnh tốc độ tăng trưởng sản lượng thông qua container năm 2021F cho các cảng biển của GMD tại Hải Phòng/TP.HCM từ 30%/5% xuống 15%/- 4%.
• Khác	311	393	26%	-9%	
Lợi nhuận gộp	1.077	926	-14%	-2%	Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm xuống 35% từ mức 39% trước đây chủ yếu do chi phí hoạt động cao hơn do quy định "3 tại chỗ".
Chi phí bán hàng	-147	-141	-4%	3%	
Chi phí quản lý	-352	-324	-8%	-5%	
EBIT	578	462	-20%	-2%	
Thu nhập tài chính	7	40	471%	45%	Lãi bán cổ phiếu Maritime Bank (HSX: MSB)
Chi phí tài chính	-134	-134	0%	-16%	
Thu nhập khác	0	-30	n.a	-283%	Các khoản lỗ do phát sinh chi phí duy trì rừng cao su.
Lãi / lỗ từ các HĐ liên doanh	196	300	53%	91%	
• Gemalink	-52	36	-169%	-210%	Chúng tôi ước tính sản lượng thông qua Gemalink sẽ đạt 858.000 TEU vào năm 2021F, tương ứng 57% công suất thiết kế. Từ tháng 9, chúng tôi ước tính cảng này phục vụ cố định năm dịch vụ vận chuyển mỗi tuần với một dịch vụ mới từ COSCO / OOCL trong tháng. Do đó, chúng tôi dự báo GML sẽ đạt lợi nhuận ròng khoảng 54 tỷ đồng trong năm 2021F, thay vì lỗ 80 tỷ đồng như dự phóng trước.
• SCSC	168	165	-2%	8%	
• CJ Gemadept Logistics	51	55	8%	29%	
• CJ Gemadept Shipping	12	27	125%	-274%	Công ty liên doanh này đã thuê ba trong số bốn tàu feeder cho CMA-CGM, SITC, và HEUNG-A gần đây với mức giá cao, giúp cải thiện lợi nhuận đáng kể trong năm 2021.
• Liên doanh khác	17	17	0%	71%	
LNTT	647	638	-1%	24%	
LNST công ty mẹ	477	499	5%	35%	LNST tăng mặc dù LNTT giảm là mức đóng góp lợi nhuận từ các Công ty liên doanh liên kết, cụ thể là Gemalink, CJ GMD Shipping, vào LNTT tăng mạnh từ 30% lên 47%.
EPS (đồng)	1.582	1.656	5%	35%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Dự phóng năm 2022F

Đơn vị: tỷ đồng	2022F	2021F YoY %	Nhận định
Doanh thu	3.104	16%	
Hoạt động từ cảng	2.693	18%	Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng container thông qua sẽ phục hồi 14% YoY vào năm 2022F sau khi nền kinh tế mở cửa trở lại vào cuối năm 2021, trong đó lưu lượng các cảng biển tại TP.HCM/Bình Dương sẽ phục hồi với tốc độ tăng trưởng 15% YoY. Trong khi đó, sản lượng container tại Hải Phòng dự kiến sẽ tăng 12% YoY, dẫn dắt bởi Cảng Nam Đình Vũ.
Khác	412	5%	
Lợi nhuận gộp	1.175	27%	Chi phí hoạt động được bình thường hóa sẽ thúc đẩy tỷ suất lợi nhuận gộp phục hồi từ 35% lên 38% vào năm 2021F.
Chi phí bán hàng	-164	16%	
Chi phí quản lý	-371	15%	
EBIT	640	39%	
Thu nhập tài chính	21	-47%	
Chi phí tài chính	-118	-10%	
Thu nhập khác	-50	67%	
Lãi / lỗ từ các HĐ liên doanh	516	72%	
Gemalink	223	512%	Chúng tôi kỳ vọng GML sẽ lấp đầy công suất thiết kế của giai đoạn 1 vào năm 2022F với sản lượng thông qua 1,560 triệu TEU, tăng 700 nghìn TEU so với mức 2021F, nhờ các tuyến dịch vụ vận chuyển mới. Chúng tôi tin rằng mức tăng này phù hợp với (1) tiềm năng tăng trưởng của khu vực Cái Mép - Thị Vải (tốc độ tăng trưởng dự kiến là 20% trong 2022F từ tổng sản lượng 5 triệu TEU của năm 2021F) và (2) công suất hạn chế của các đối thủ trong khu vực.

LNTT	1.010	57%
LNST công ty mẹ	778	55%
EPS (đồng)	2.583	55%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp Tổng các thành phần để đánh giá cổ phiếu. Ước tính giá trị hợp lý của chúng tôi cho GMD là **55.000 đồng/cổ phiếu**, tương ứng với **tổng mức sinh lời của cổ phiếu là 10% tính đến giá đóng cửa vào ngày 15/10/2021**. Dưới đây là tóm tắt định giá cùng với mức định giá tương ứng.

Bảng 6: Tóm tắt định giá Tổng các thành phần

Thành phần	Phương pháp	Giá trị vốn cổ phần	Tỷ lệ sở hữu của GMD	Chiết khấu	Giá trị vốn cổ phần hợp lý cho GMD
HĐKD cốt lõi	FCFF (WACC: 10.8%, g: 3%)	6.747		0%	6.747
CTLK chính		17.205			8.586
SCSC	P/E & FCFE	7.897	34,5%	0%	2.727
CJ GMD Logistics	P/E (@10x 2021F EPS)	1.117	49,1%	0%	548
CJ GMD Shipping	BV	173	51,0%	0%	88
Gemalink	FCFF (WACC: 9.4%, g: 1%)	8.018	65,1%	0%	5.222
Tài sản không hoạt động		1.976			1.207
Cổ phần trong các công ty khác	BV	438		0%	438
Công ty cao su con	BV	1.537	100%	50%	769
Tổng (tỷ đồng)					16,540
Số lượng cổ phiếu (triệu)					301,4
Giá tương ứng trên mỗi cổ phiếu					55.000
P/E 2021F tương ứng					33,0
P/E 2022F tương ứng					21,2
EV/EBITDA 2021F tương ứng					18,6
EV/EBITDA 2022F tương ứng					15,6

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Phụ lục

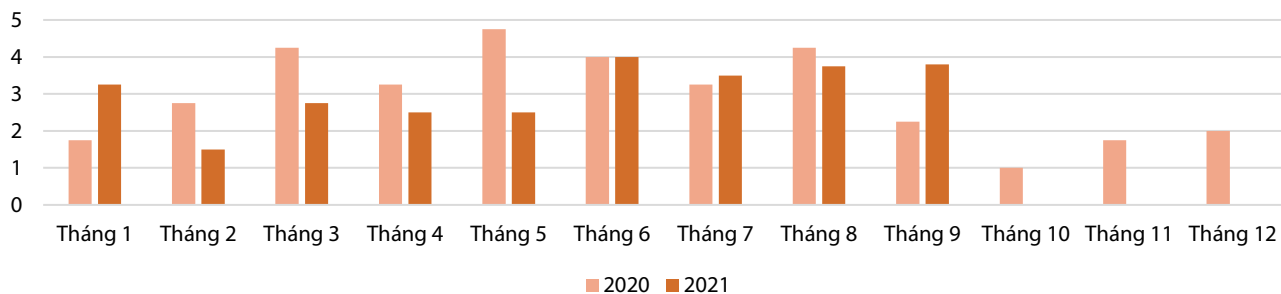
Phụ lục 1: Các hãng vận tải chính và tần suất hoạt động tại các cảng của GMD tại Hải Phòng

Cảng	Hãng vận tải đang hoạt động					
Nam Hải	CJ GMD Shipping	Vietsun Lines x 1	ASL x 2			
Nam Hải Đình Vũ	CMA-CGM x 1	COSCO x 1	PIL x 1	Yang Ming x 3	Hasco & JJS x 2	ASL x 2
Nam Đình Vũ	CMA-CGM x 1	COSCO x 1	TS Lines x 2	RCL x 1	MSC (ad-hoc)	Hapag Lloyd (ad-hoc)

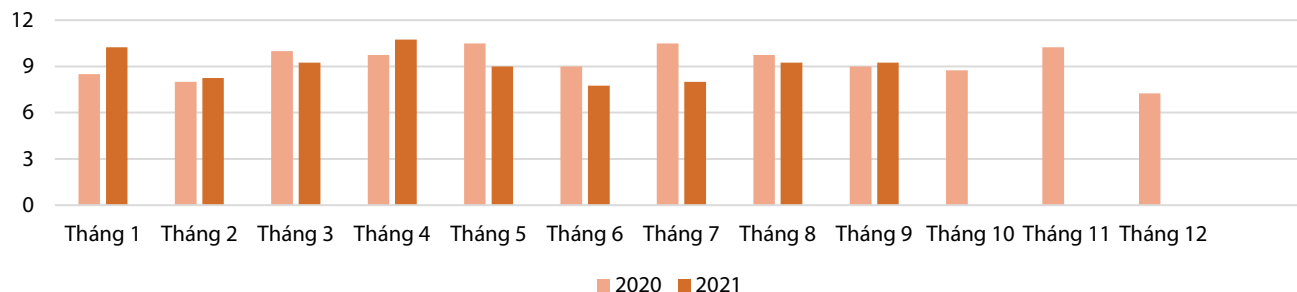
Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Phụ lục 2: Lượt tàu cập bến trung bình mỗi tuần tại các cảng của GMD ở Hải Phòng

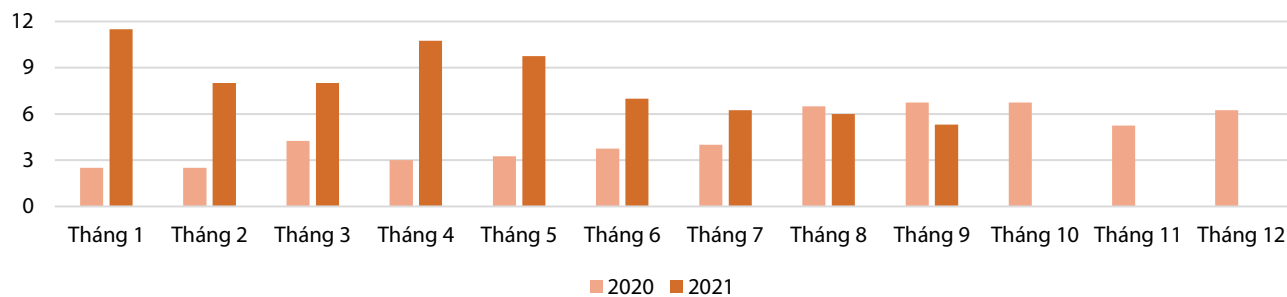
Cảng Nam Hải



Cảng Nam Hải Đình Vũ



Cảng Nam Đình Vũ



Nguồn: Cục Hàng hải Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

Tỷ đồng

KQ HKKD	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Doanh thu thuần	2.643	2.606	2.673	3.104
Giá vốn	1.630	1.656	1.747	1.928
Lãi gộp	1.013	950	926	1.175
Chi phí bán hàng	138	137	141	164
Chi phí quản lý	331	341	324	371
Thu nhập từ HĐTC	107	28	40	21
Chi phí tài chính	147	159	130	118
Lãi (lỗ) từ liên doanh	-37	16	-30	-50
Lợi nhuận trước thuế	236	157	300	516
Thuế TNDN	705	513	641	1.010
Lợi ích cổ đông thiểu số	91	72	51	94
Lợi nhuận sau thuế	97	70	89	137
EBIT	517	371	502	778
EBITDA	544	471	462	640

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-2,4	-1,4	2,6	16,1
Lợi nhuận HKKD	3,3	-3,5	1,2	19,3
EBIT	-0,3	-13,5	-2,0	38,8
Lợi nhuận sau thuế	-72,0	-28,3	35,2	55,2
Tổng tài sản	1,4	-2,8	-1,2	5,1
Vốn chủ sở hữu	-0,1	0,4	2,8	7,2
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp / Doanh thu	38,3	36,4	34,6	37,9
EBITDA/ Doanh thu	34,4	33,7	33,3	34,2
EBIT/ Doanh thu	20,6	18,1	17,3	20,6
LNST/ Doanh thu	19,6	14,2	18,8	25,1
ROA	5,1	3,8	5,2	7,6
ROE	8,8	6,3	8,3	12,0
Hiệu quả hoạt động				(lần)
Vòng quay kh. phải thu	3,4	3,5	3,3	3,3
Vòng quay HTK	20,8	22,7	22,2	22,2
Vòng quay kh. phải trả	1,5	1,8	1,7	1,7
Khả năng thanh toán				(lần)
Hiện hành	0,7	0,8	0,8	1,1
Nhanh	0,6	0,8	0,7	1,0
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng nợ/ Vốn CSH	35,4	32,2	24,2	19,8
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	11,1	12,9	5,6	-
Vay dài hạn/ Vốn CSH	24,3	19,3	18,6	19,8

Tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Tiền	186	428	63	112
Đầu tư tài chính ngắn hạn	44	23	23	23
Các khoản phải thu	787	748	802	931
Tồn kho	78	73	79	87
Tài sản ngắn hạn khác	92	84	87	100
Tài sản cố định hữu hình	4.876	4.635	4.665	4.595
Tài sản cố định vô hình	566	507	477	452
Đầu tư tài chính dài hạn	2.684	2.531	2.714	3.100
Tài sản dài hạn khác	806	805	805	805
TỔNG TÀI SẢN	10.120	9.835	9.715	10.206
Tiền hàng phải trả & ứng trước	1.115	922	1.048	1.157
Vay và nợ ngắn hạn	652	763	342	0
Vay và nợ dài hạn	1.426	1.138	1.127	1.284
Khoản phải trả ngắn hạn khác	299	357	351	345
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	62	60	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	3.553	3.240	2.868	2.786
Vốn đầu tư của CSH	4.911	4.956	4.956	4.956
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	505	435	581	997
Khoản thu nhập khác	307	358	376	395
Quỹ đầu tư phát triển	153	153	153	153
TỔNG VỐN	5.876	5.901	6.065	6.500
Lợi ích cổ đông thiểu số	691	693	782	919

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
EPS (đồng/cp)	1.741	1.249	1.665	2.583
P/E (x)	11,0	25,6	29,4	19,0
BV (đồng/cp)	19.789	19.875	20.123	21.569
P/B (x)	0,9	1,4	2,4	2,3
DPS (đồng/cp)	1.500	1.000	1.200	1.200
Tỷ suất cổ tức (%)	7,3	3,0	2,4	2,4

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
SoTP	55.000	100%	55.600
Giá mục tiêu (VND)			43.600

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	Giá	Khuyến nghị	Thời gian
12/8/2021	55.000	TÍCH LŨY	Dài hạn
22/4/2021	43.600	MUA	Dài hạn
8/12/2020	35.300	MUA	Dài hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Manager
vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm
Manager
tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

Đỗ Thanh Tùng
Manager
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Đào Phước Toàn
Manager
toan.dp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1518)

- Thực phẩm & Đồ uống

Bernard Lapointe
Senior Consultant
bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Phạm Minh Tú
Analyst
tu.pm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1536)

- Vật liệu xây dựng
- Dược

Nguyễn Ngọc Thành
Analyst
thanh.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

Trần Hoàng Thế Kiệt
Analyst
kiet.tht@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1528)

- BDS dân dụng
- Thị trường

Nguyễn Hồng Loan
Analyst
loan.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Ngọc Thảo
Analyst
thao.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

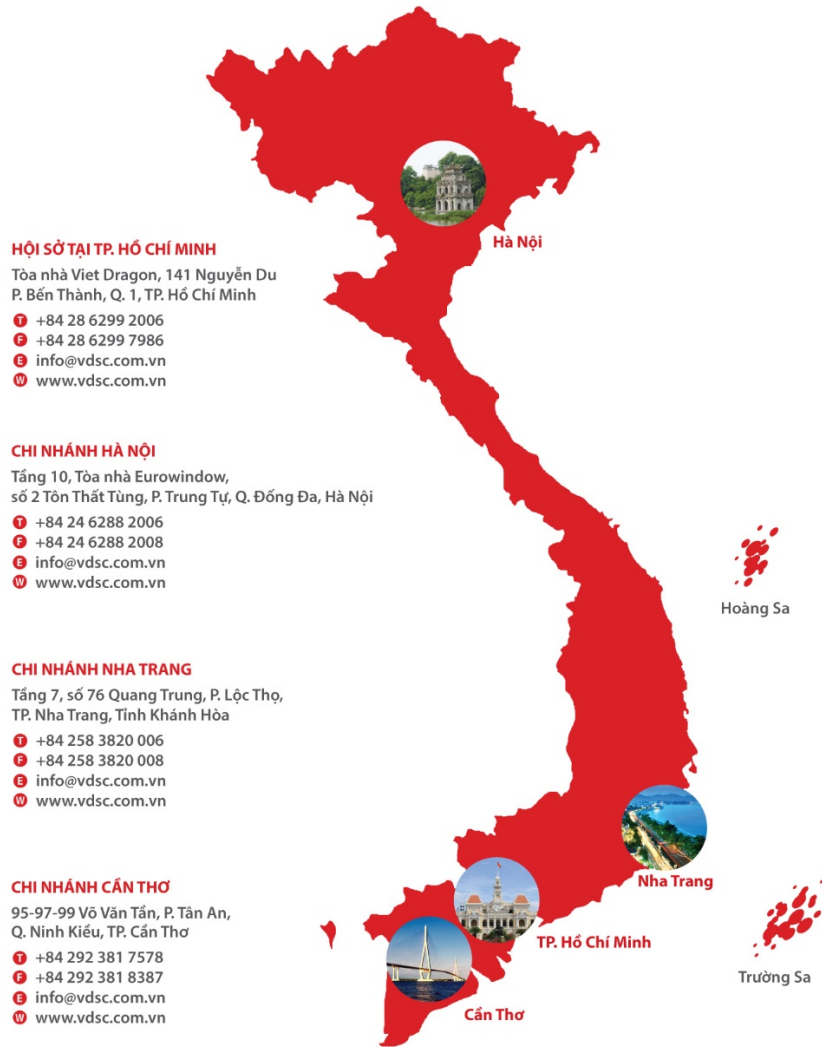
- Tiện ích công cộng

Trần Thu Anh
Analyst
anh.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6288 2006 (2221)

- Cảng biển
- Logistics

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Trần Ngọc Thảo Trang
Assistant
trang.tnt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)



HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh

-  +84 28 6299 2006
-  +84 28 6299 7986
-  info@vdsc.com.vn
-  www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

-  +84 24 6288 2006
-  +84 24 6288 2008
-  info@vdsc.com.vn
-  www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

-  +84 258 3820 006
-  +84 258 3820 008
-  info@vdsc.com.vn
-  www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ

95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

-  +84 292 381 7578
-  +84 292 381 8387
-  info@vdsc.com.vn
-  www.vdsc.com.vn

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2021.**