

MCK: GMD (HSX)

CTCP ĐẠI LÝ LIÊN HIỆP VẬN CHUYỂN

NẮM GIỮ

DÀI HẠN

ĐỊNH GIÁ

23.500

Chuyên viên: Phạm Như Ngọc

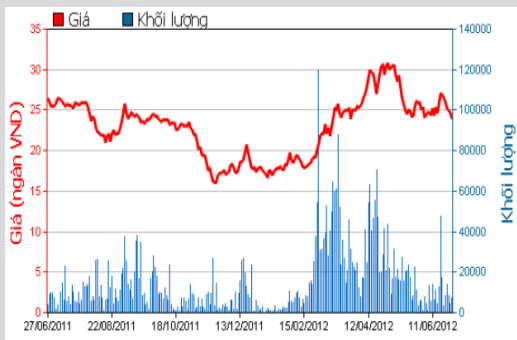
Email: ngoc.pn@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 348

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (27/06/2012)	24.000
Giá cao nhất (52 tuần)	30.600
Giá thấp nhất (52 tuần)	15.700
Số CP đang lưu hành	100.000.000
KLGBQ/phiên (30 phiên gần nhất)	343.231
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.940
Trailing P/E x)	639,1
Forward P/E 2012(x)	34,0
P/BV (BV 31/03/12) (x)	0,8

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009A	2010A	2011A	2012F
DT	1.774,4	2.147,3	2.382,0	2.587,0
LNTT	360,4	233,1	29,6	166,3
LNST	323,1	206,9	6,2	114,7
VĐL	475,0	1.000,0	1.094,5	1.094,5
VCSH	2.471,3	3.985,4	4.283,7	4.589,2
TTS	4.511,3	6.543,0	6.868,9	7.328,5
ROA (%)	13,1	5,2	0,1	2,5
ROE (%)	7,2	3,2	0,1	1,6
EPS (VND)	6.802	3.324	62	1.053
GTSS (VND)	52.013	39.728	39.135	39.623
Cổ tức (%)	15	6	-	-

Nguồn: HPG & Rong Viet Securities ước tính

DỊCH VỤ KHAI THÁC CẢNG-VẬN TẢI BIỂN

Báo cáo này được cập nhật dựa trên báo cáo lần đầu về GMD ngày 12/09/2009. Trong báo cáo lần này, các mảng hoạt động của GMD vẫn không thay đổi, tuy nhiên về cơ cấu lợi nhuận đã có sự thay đổi khá lớn. Các dự án vẫn chưa thể hoàn thành do khó khăn về vốn, do đó doanh thu và lợi nhuận của GMD chưa thể đột biến trong thời gian từ 02 đến 03 năm nữa. Giá trị sổ sách của GMD năm 2012 ước tính là 39.600 đồng/cổ phiếu, P/BV bình quân của ngành vận tải biển và khai thác cảng là 0,6 lần, mức giá hợp lý của GMD vào khoảng 23.700 đồng/cổ phiếu, thấp hơn không nhiều so với giá đóng cửa ngày 27/06/2012 là 24.000 đồng/cổ phiếu, do vậy người viết đưa ra khuyến nghị **Nắm giữ** đối với cổ phiếu này.

Kết quả kinh doanh năm 2011 không khả quan. Doanh thu của GMD đạt 2.382 tỷ đồng, tăng 11% so với năm 2010, nhưng lợi nhuận sụt giảm nghiêm trọng, chỉ đạt 6,2 tỷ đồng, giảm 97% so với năm trước. Nguyên nhân là mảng vận tải thủy (đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu) gặp khó khăn về giá cước, lợi nhuận bị thu hẹp. Bên cạnh đó, chi phí tài chính ở mức cao đã lấy mất đi phần lớn lợi nhuận gộp.

Chi phí tài chính giảm giúp lợi nhuận GMD hồi phục trở lại trong quý I/2012. Quý I/2012, doanh thu đạt 615 tỷ đồng, tăng 26% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế đạt 37 tỷ đồng, tăng 2,7% so với cùng kỳ. Quý I năm nay, GMD đã bán một phần danh mục đầu tư cổ phiếu, lỗ thanh lý được bù đắp từ hoàn nhập dự phòng chứng khoán giúp chi phí tài chính không tăng mạnh. Bên cạnh đó, tỷ giá ổn định nên chi phí chênh lệch tỷ giá ở mức thấp.

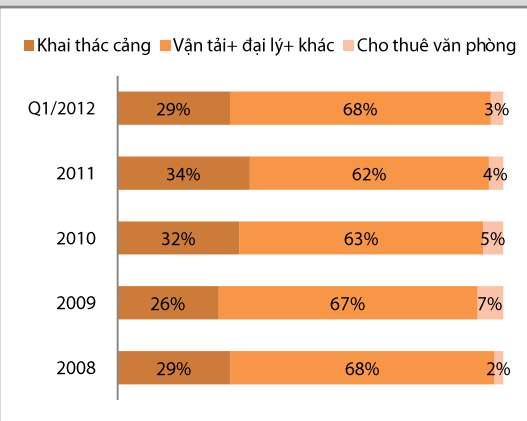
Kế hoạch kinh doanh năm 2012 khá thận trọng. Năm 2012, GMD đặt kế hoạch doanh thu là 2.000 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế đạt 150 tỷ đồng. Trước nhận định nền kinh tế còn khó khăn, đặc biệt là mảng vận tải thủy, GMD đặt kế hoạch doanh thu năm nay thấp hơn so với doanh thu năm trước. Tuy nhiên, khi xem xét các mảng hoạt động, doanh thu của GMD năm nay được ước tính khoảng 2.587 tỷ đồng, lợi nhuận ở mức 115 tỷ đồng, tương đương EPS là 1.053 đồng/cổ phiếu, giá trị sổ sách của doanh nghiệp 39.623 đồng/cổ phiếu.

Cơ cấu các mảng hoạt động, thu hẹp mảng vận tải thủy. Trong nhiều năm qua, mặc dù mảng vận tải thủy đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu nhưng lợi nhuận của mảng này liên tục suy giảm. Do vậy, GMD sẽ tập trung vào các mảng hoạt động có tỷ suất lợi nhuận cao hơn như khai thác cảng, logistic, đại lý,...Tuy nhiên, quan điểm người viết cho rằng quá trình tái cơ cấu này chỉ diễn ra khi các dự án cảng mới của GMD đi vào hoạt động.

Kế hoạch phát hành 30-70 triệu USD trái phiếu chuyển đổi tiếp tục được duy trì trong năm nay. Phát hành trái phiếu nhằm tài trợ cho các dự án Cảng Nam Hải-Đình Vũ, Cảng Gemadept-Link, dự án trồng cao su. Tuy nhiên, trước tình hình vốn khó khăn, kế hoạch này đã không thành công trong năm trước. Hiện tại, tiến độ hoàn thành của các dự án vẫn ở tỷ lệ thấp, nếu như kế hoạch phát hành trái phiếu tiếp tục không thành công, nhiều khả năng các dự án này để tiếp tục dự án và kịp tiến độ, GMD có thể tăng vay ngân hàng khiến chi phí tài chính sẽ tăng mạnh.

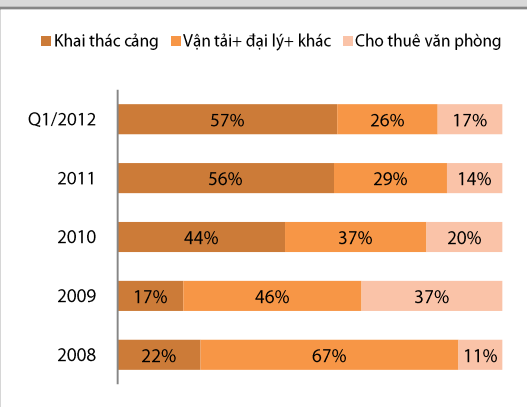
Rủi ro đầu tư vào GMD. Hoạt động kinh doanh của GMD chưa có nhiều đột biến ít nhất trong 02 đến 03 năm nữa. Tuy nhiên, thời gian qua, giá của GMD được giao dịch ở mức P/E rất cao P/E trailing là 445 lần, P/E forward là 23 lần. Điều này cho thấy cổ phiếu GMD rất rủi ro, độ biến động giá cao.

Cơ cấu doanh thu của GMD qua các năm:



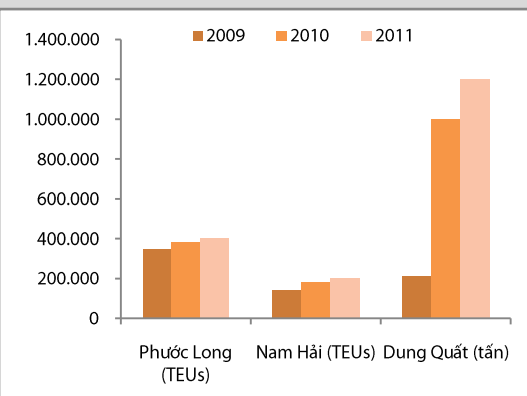
Nguồn:GMD

Cơ cấu lợi nhuận gộp của GMD



Nguồn:GMD

Sản lượng thông qua các cảng



Nguồn:GMD

PHÂN TÍCH - DỰ PHÓNG

DOANH THU VÀ LÃI GỘP

Kết thúc năm 2011, kết quả kinh doanh của GMD không khả quan. Doanh thu của GMD đạt 2.382 tỷ đồng, tăng 11% so với năm 2010, nhưng lợi nhuận sụt giảm nghiêm trọng, chỉ đạt 6,2 tỷ đồng, giảm 97% so với năm trước.

Quý I/2012, doanh thu đạt 615 tỷ đồng, tăng 26% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế đạt 37 tỷ đồng, tăng 2,7% so với cùng kỳ. Năm 2012, GMD đặt kế hoạch doanh thu là 2.000 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế đạt 150 tỷ đồng. Với kết quả kinh doanh quý I vừa qua, GMD hoàn thành 31% kế hoạch doanh thu và 28% kế hoạch lợi nhuận.

Trong năm 2011, cơ cấu lợi nhuận gộp chuyển dịch mạnh, mảng vận tải biển không còn đóng góp lớn, thay vào đó là lợi nhuận từ dịch vụ khai thác cảng và dịch vụ logistic (đóng góp hơn 50%). Trong quý I/2012, cơ cấu này vẫn không thay đổi.

KHAI THÁC CẢNG

Khai thác cảng là mảng đóng góp lớn, đứng vị trí thứ hai trong cơ cấu doanh thu của GMD, chiếm 34% trong năm 2011 và 29% trong quý I/2012. Tuy nhiên, mảng này lại đóng góp lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận gộp của GMD, chiếm 56% trong năm 2011 và 57% trong quý I/2012.

Doanh thu khai thác cảng năm 2011 đạt 814 tỷ đồng (+20% so với năm 2010), chủ yếu nhờ sự tăng trưởng 15% của sản lượng (sản lượng thông qua cảng Phước Long tăng 5%, Nam Hải tăng 11%, Dung Quất tăng 20%). Nhờ các cảng ở vị trí thuận lợi cho giao thương hàng hóa, nên sản lượng thông qua cảng ở quý I tiếp tục tăng, doanh thu cảng cũng nhờ đó mà tăng trưởng 10,4%.

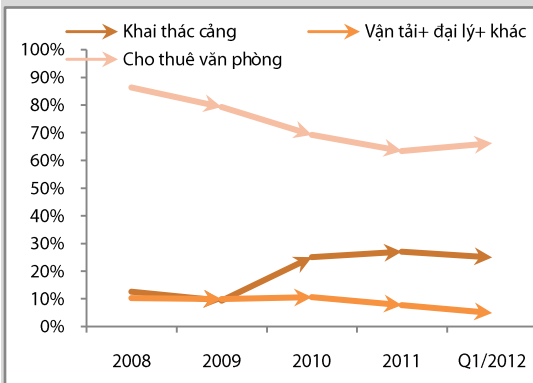
Năm 2012, GMD đặt kế hoạch sản lượng thông qua các cảng tăng 25% so với cùng kỳ. Đây là con số được đánh giá là khá cao so với các cảng của GMD hiện tại. Mặc dù vị trí nằm ở vị trí thuận lợi nhưng Nam Hải và Dung Quất trong những năm qua đã hoạt động vượt rất nhiều so với công suất thiết kế. Để sản lượng thông qua qua cảng tăng, nhiều khả năng GMD phải đầu tư thêm. Trong tình hình hiện nay GMD có rất nhiều dự án đang đầu tư dở dang nên việc đầu tư thêm thiết bị có thể chưa thực hiện lúc này. Sản lượng thông qua cảng được dự đoán vẫn tăng nhưng không tăng 25% như đề ra, ước tính chỉ tăng khoảng 15% so với năm trước. Giá phí được giả định sẽ không thay đổi (nền kinh tế vẫn chưa hồi phục, các hãng tàu trong tình trạng thua lỗ, tình hình cạnh tranh khá gay gắt giữa các doanh nghiệp thuộc khu vực cảng lớn), doanh thu tăng chủ yếu nhờ vào sản lượng, như vậy doanh thu năm 2012 vào khoảng 936 tỷ đồng.

Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng khai thác cảng của GMD không thay đổi nhiều trong hai năm 2010 và 2011, trong khoảng 25%-27%. Quý I/2012, tỷ suất này vẫn không thay đổi, ở mức 25%. Giả định mức này vẫn sẽ duy trì trong năm nay, lợi nhuận khai thác cảng GMD tương ứng sẽ đạt 234 tỷ đồng.

LOGISTIC GỒM VẬN TẢI THỦY, ĐẠI LÝ, DỊCH VỤ KHÁC

Trong thời gian qua, mảng vận tải thủy chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của GMD, chiếm 62% trong năm 2011 và 68% trong quý đầu năm nay. Tuy nhiên, mảng hoạt động này lại cho thấy sự đóng góp với tỷ trọng giảm dần trong cơ cấu lợi nhuận gộp, từ 37% trong năm 2010, xuống 29% trong năm 2011 và còn 26% trong quý I/2012.

Tỷ suất LNG các mảng hoạt động của GMD qua các năm



Nguồn: GMD

Doanh thu vận tải thủy năm 2011 đạt 1.375 tỷ đồng, tăng 8,4% so với năm 2010, chủ yếu nhờ vào mảng vận tải nội địa (chiếm 32% cơ cấu doanh thu vận tải thủy, doanh thu của mảng này cũng tăng 90% so với năm 2010). Các tuyến vận tải đi quốc tế cho thấy sự sụt giảm mạnh, sản lượng vận chuyển năm 2011 giảm 22% so với 2010.

Theo định hướng của doanh nghiệp, mảng vận tải thủy sẽ tiếp tục bị thu hẹp, nhưng theo đánh giá của người viết, việc thu hẹp này chưa thể thực hiện ngay được vì vận tải thủy đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu. Việc giảm bớt hoạt động này chỉ được thực hiện khi các cảng mới (Nam Đình Vũ, Gemadept-link) được đưa vào hoạt động. Nhìn chung, kế hoạch vận tải thủy mà GMD đặt ra cho năm nay vẫn ở mức cao, sản lượng không thay đổi nhiều. Tuy nhiên để đảm bảo sản lượng vận chuyển, nhiều khả năng các tuyến quốc tế được thay thế bằng vận chuyển nội địa. Năng lực của đội tàu nội địa được nâng lên nhờ việc chuyển công năng từ sà lan. Từ lý do này, mảng vận tải vẫn được giả định tiếp tục tăng trưởng 5%, ở mức 1.471 tỷ đồng.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng vận tải thủy liên tục giảm xuống, từ 11% trong năm 2010, còn 8% trong năm 2011 và còn 5% trong quý I/2012. Nguyên nhân dẫn đến sự sụt giảm này là do ngành vận tải biển trong và ngoài nước vẫn đang trong tình trạng khó khăn, giá cước ở mức thấp, trong khi giá xăng dầu tăng (từ giữa năm 2011 đến quý I/2012). Giá cước vận chuyển dự kiến vẫn chưa thể hồi phục, giá xăng dầu đã được điều chỉnh giảm, do vậy biên lãi gộp của mảng này kỳ vọng sẽ tăng ở mức tương đương với năm trước, lãi gộp của vận tải thủy năm 2012 khoảng 156 tỷ đồng.

Mảng đại lý là một phần dịch vụ logistic của GMD, kết quả kinh doanh của mảng này khá ổn định qua các năm, doanh thu dao động từ 88 đến 96 tỷ đồng trong hai năm 2010 và 2011. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này tuy ở mức cao nhưng đã cho thấy xu hướng giảm rõ rệt cùng với mảng vận tải thủy, từ 72% năm 2010 còn 51% năm 2011. Năm 2012, giả sử mảng này vẫn kinh doanh ổn định, doanh thu ước đạt 90 tỷ, tỷ suất sinh lời biên đạt 50%, lãi gộp từ hoạt động này khoảng 45 tỷ đồng.

CHO THUÊ VĂN PHÒNG

Mảng cho thuê văn phòng chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu doanh thu, khoảng từ 2%-3%, nhưng lại đóng góp với tỷ lệ khá cao trong cơ cấu lợi nhuận gộp từ 14-17%. Tỷ lệ cho thuê tại bất động sản khá cao, từ 90-92% qua các năm, mảng dịch vụ này kinh doanh khá ổn định. Năm 2012, doanh thu từ cho thuê văn phòng sẽ không nhiều đột biến, giá thuê được giả định ở mức tương đương với năm trước. Doanh thu bất động sản ước tính khoảng 90 tỷ đồng, tỷ suất lãi gộp duy trì khoảng 63%, tương ứng lãi gộp bất động sản khoảng 57 tỷ đồng.

Tổng hợp các mảng hoạt động trên, doanh thu và lãi gộp của GMD năm 2012 lần lượt là 2.587 và 492 tỷ đồng.

Bảng tổng hợp doanh thu và lợi nhuận gộp

Các mảng hoạt động	Doanh thu			Lợi nhuận gộp			Tỷ suất lãi gộp	
	2011	2012 F	YoY	2011	2012 F	YoY	2011	2012 F
Khai thác cảng	814	936	15,0%	220	234	6,4%	27,0%	25,0%
Vận tải+ đại lý	1.472	1.561	6,1%	115	201	74,8%	7,8%	12,9%
Cho thuê VP	89	90	1,2%	56	57	1,8%	63,0%	63,3%

Tổng cộng	2.375	2.587	8,9%	391	492	25,8%	16,5%	19,0%
------------------	--------------	--------------	-------------	------------	------------	--------------	--------------	--------------

Nguồn: GMD&Rongviet Securities ước tính

CÁC KHOẢN CHI PHÍ VÀ LỢI NHUẬN RÒNG

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Trong năm 2011, chi phí bán hàng (CPBH) và chi phí quản lý doanh nghiệp (CPQLDN) của GMD lần lượt đạt 10 tỷ đồng (tương đương so với năm 2010) và 231 tỷ đồng (+31% so với năm 2010). Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh là do DN phải phân bổ lợi thế thương mại phát sinh từ việc mua Cảng Nam Hải (từ năm 2010, số dư của khoảng mục này là 327 tỷ đồng, được phân bổ 10 năm). Tỷ lệ CPBH/DTT vẫn duy trì quanh mức 0,4%, và CPQLDN/DTT tăng từ 7,9% lên 9,3%. Trong năm 2012, giả định tỷ lệ hai khoản chi phí này trên doanh thu không thay đổi, tương ứng CPBH là 10,4 tỷ đồng và CPQLDN là 241 tỷ đồng.

Chi phí tài chính

Năm 2011, chi phí tài chính của GMD ở mức khá cao, 328 tỷ đồng, tăng 18% so với cùng kỳ. Dư nợ vay bình quân ở mức cao, tỷ trọng nợ vay bằng ngoại tệ lớn (40%), lãi suất đều tăng mạnh nên chi phí lãi vay và chi phí tỷ giá cũng ở mức cao lần lượt là 162 và 57,3 tỷ đồng. Bên cạnh đó, thị trường chứng khoán giảm sâu trong năm vừa qua đã khiến GMD phải trích lập thêm dự phòng cho danh mục đầu tư tài chính ngắn và dài hạn, khoảng chi phí dự phòng giảm giá chứng khoán 2011 là 98 tỷ đồng.

Quý I/2012, chi phí tài chính của GMD là 29 tỷ đồng, giảm mạnh, lên tới 50% so với cùng kỳ. Mặc dù GMD lỗ 74 tỷ đồng do thanh lý một phần danh mục đầu tư chứng khoán, nhưng được bù lại bằng 90 tỷ đồng từ hoàn nhập dự phòng đã giúp chi phí tài chính của doanh nghiệp giảm xuống. Năm 2012, tổng chi phí tài chính của GMD ước tính vào khoảng 203 tỷ đồng, trong đó bao gồm chi phí lãi vay, chi phí chênh lệch tỷ giá, lỗ từ đầu tư chứng khoán:

(1) Chi phí lãi vay: dư nợ vay bình quân ngắn và dài hạn dự kiến năm nay lần lượt ở mức 741 và 901 tỷ đồng (được phân tích bên dưới), cơ cấu lãi vay giữa VND và USD là 50:50 (cơ cấu này trong năm 2011 là 60:40). Tổng chi phí lãi vay năm nay khoảng 168 tỷ đồng.

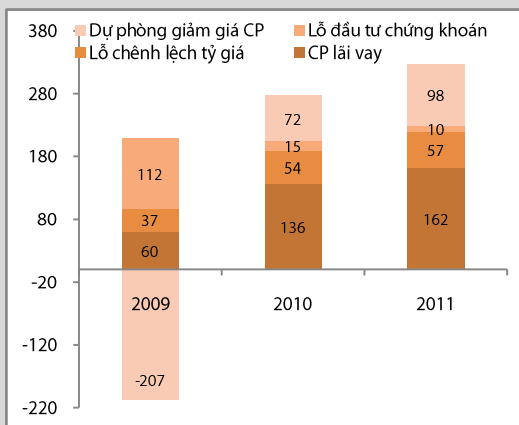
(2) Chi phí chênh lệch tỷ giá: chính sách tỷ giá được duy trì ổn định trong năm nay, biến động tăng không quá 3%. Do vậy, chi phí tỷ giá năm 2012 dự kiến sẽ giảm so với năm vừa rồi, ước tính khoảng là 35 tỷ đồng.

(3) Lỗ đầu tư chứng khoán và dự phóng giảm giá chứng khoán: giá trị danh mục đầu tư ngắn hạn cuối quý I/2012 là 204 tỷ đồng (giảm gần 100 tỷ đồng so với số dư đầu năm). Dự phòng trích lập cho danh mục này là 105 tỷ đồng. Giả định, thị trường sẽ hồi phục vào quý cuối năm, GMD vẫn tiếp tục kế hoạch thanh lý cổ phiếu. Danh mục cổ phiếu của GMD được đầu tư từ năm 2009-2010, do vậy GMD có thể tiếp tục thanh lý lỗ danh mục này, giả định mức lỗ này bằng với khoảng dự phòng còn lại của GMD là 105 tỷ đồng.

Lợi nhuận ròng

Từ dự phóng doanh thu và các khoản chi phí, mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp cho hoạt động chính 25%, lợi nhuận ròng của GMD năm nay vào

Cơ cấu chi phí tài chính GMD qua các năm



Nguồn: GMD

Cấu trúc tài sản của GMD qua các năm

Cấu trúc tài sản	2008	2009	2010	2011
TSNH/TTS	24,3%	23,8%	34,4%	37,1%
TSDH/TTS	75,7%	76,2%	65,6%	62,9%
ĐTTC NH/TTS	2,2%	4,9%	12,7%	9,8%
ĐTTC DH/TTS	29,6%	29,4%	25,3%	25,2%
Cấu trúc nguồn vốn				
Tổng nợ / TTS	42,7%	41,0%	36,5%	34,3%
Vay NH/ TTS	4,4%	8,1%	7,2%	9,9%
Vay DH / TTS	18,3%	16,0%	16,2%	10,0%
Vay NH /VCSH	8,2%	14,8%	11,7%	15,9%
Vay DH/ VCSH	33,9%	29,1%	26,5%	16,0%

Nguồn: GMD & Rong Viet Securities tổng hợp

khoảng 115 tỷ đồng.

CẤU TRÚC TÀI CHÍNH**Tài sản cố định**

Tài sản cố định chiếm 29% trong cơ cấu tổng tài sản. Nguyên giá tài sản cố định hữu hình của GMD không thay đổi nhiều trong các năm qua do dự án vẫn nằm trong tình trạng xây dựng dở dang.

GMD được Chính Phủ Campuchia cấp đất trong thời hạn 50 năm. Dưới áp lực thời gian nên GMD không muốn trì hoãn dự án này. Dự kiến năm nay, DN sẽ trồng thêm 7.000-8.000ha và trồng mới từ 4.000-5.000ha, chi phí đầu tư cho 01 ha khoảng 6.000 USD, tổng chi phí năm nay ước tính khoảng 30 triệu USD, tương đương khoảng 600 tỷ đồng, như vậy chi phí xây dựng cơ bản dở dang tăng thêm 600 tỷ đồng trong năm nay.

Vay ngắn hạn

Năm 2011, dư nợ vay ngắn hạn của GMD là 681 tỷ đồng, chiếm 10% trong tổng nguồn vốn của GMD. Mảng vận tải thủy chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu của GMD, doanh thu của mảng này vẫn tăng trưởng qua các năm nên nhu cầu nguyên liệu đầu vào cũng tăng. Chính vì vậy, vay ngắn hạn của GMD trong thời gian qua cũng liên tục gia tăng, dư nợ vay ngắn hạn năm 2011 tăng 34% so với năm 2010. Năm 2012, doanh thu của các mảng hoạt động dự kiến vẫn tiếp tục tăng, trong đó có mảng vận tải thủy. Do đó, vay ngắn hạn của GMD được giả định vẫn tăng so với năm rồi, ước tính vào khoảng 810 tỷ đồng (dư nợ vay ngắn hạn cuối quý I/2012 là 711 tỷ đồng).

Vay dài hạn

Vay dài hạn năm 2011 của GMD là 686 tỷ đồng, chiếm 10% trong tổng nguồn vốn. Dư nợ vay cuối kỳ giảm 371 tỷ đồng so với đầu kỳ do chuyển đổi lượng trái phiếu đã phát hành tài trợ cho Cảng Nam Hải (lượng trái phiếu này được chuyển đổi trong quý IV/2011). Trong quý I/2012, dư nợ vay dài hạn của GMD không thay đổi nhiều so với cuối năm 2011, khoảng 672 tỷ đồng.

Đại hội cổ đông năm 2011, GMD đề ra kế hoạch phát hành từ 30 đến 70 triệu trái phiếu chuyển đổi. Tuy nhiên, trước tình hình thị trường vốn không thuận lợi trong năm vừa qua, kế hoạch này không thành công và kế hoạch này tiếp tục được duy trì trong lần đại hội năm nay (thời hạn trái phiếu từ 1-5 năm, lãi suất từ 0-6%/năm, bắt đầu từ quý II/2012 đến quý IV/2013).

Định hướng của doanh nghiệp là ưu tiên cấp thiết cho lĩnh vực Cảng Nam Hải -Đình Vũ, kể đến là dự án trồng cao su. Trong trường hợp GMD phát hành không thành công lượng trái phiếu trong năm nay, giả định rằng GMD sẽ vay ngân hàng để tài trợ cho hai dự án này. Nhu cầu vốn vay cho dự án cảng Nam Hải -Đình Vũ và dự án trồng cao su năm nay lần lượt là 15 triệu và 14,3 triệu USD. Dư nợ vay dài hạn năm 2012 của GMD ước tính khoảng 1.086 tỷ đồng.

Thông tin về các dự án và tiến độ thực hiện

Dự án Cảng Nam Hải-Đình Vũ. Các lý do dẫn đến việc đầu tư cho Nam Hải-Đình Vũ (trên bán đảo Đình Vũ) là cần thiết : (1) Để giải quyết tình trạng quá tải của cảng Nam Hải hiện nay (vượt công suất thiết kế trong nhiều năm). (2) Lượng

hàng đi Trung Quốc ở Hải Phòng bình quân tăng từ 10-15%/năm. (3) Theo quy hoạch hệ thống cảng của Chính phủ, cảng Nam Hải không được đầu tư mở rộng, chỉ được đầu tư theo chiều sâu. (4) GMD muốn cơ cấu lại các mảng hoạt động, giảm mảng vận tải thủy, tập trung cho hoạt động cảng vì dịch vụ khai thác cảng cho tỷ suất sinh lời cao.

Tổng vốn đầu tư của dự án này là 980 tỷ đồng, vốn chủ khoảng 300 tỷ đồng (Vipco chiếm 40% vốn, GMD chiếm 35%, cổ đông khác chiếm 25%), phần còn lại được tài trợ bằng vốn vay. Hiện tại dự án đang trong quá trình xây dựng bước đầu.

Dự án cảng Gemadept-Link: Đây là dự án liên doanh với hãng tàu Pháp (CMA-CGM), tổng vốn đầu tư giai đoạn I của dự án này là 400 triệu USD, tỷ lệ giữ vốn vốn chủ và vốn vay (sau đợt phát hành cổ phiếu 2010) là 33:67. Năm 2011, dự án này đã hoàn thành 39%. Năm 2012, dự án tạm dừng do cải tiến yếu tố kỹ thuật nhằm tiết kiệm chi phí đầu tư. Khi khởi động lại, nhiều khả năng dự án sẽ vay thêm tiền để tài trợ, do 50 triệu USD từ phát hành thêm đã được sử dụng gần hết. Ngoài ra, do ngành vận tải biển chưa khởi sắc, đối tác CMA-CGM trong năm vừa rồi tiếp tục lỗ nên tiến độ dự án phần nào cũng bị ảnh hưởng.

Dự án trồng cao su: GMD thành lập 03 công ty con để quản lý dự án này. Dự án được Chính phủ Campuchia cấp phép đầu tư vào năm 2011, tổng vốn đầu tư là 150 triệu USD trên diện tích 30.000ha. Vốn vay dự kiến bằng trái phiếu chuyển đổi dành cho dự án này trong giai đoạn 2012-2016 là 55 triệu USD. Trong trường hợp nếu khó khăn về vốn ở những năm sau, GMD có thể sẽ chuyển nhượng một phần diện tích trồng mới. Năm 2011, doanh nghiệp trồng mới được 500ha. Dự kiến năm nay sẽ khai hoang 7.000-8.000ha, trồng mới khoảng 4.000-5.000ha.

Dự án Sài Gòn – Gem: Đây là dự án liên doanh với Saigontourist, tổng vốn đầu tư sau khi xin cấp phép lên 49 tầng là 140 triệu USD, tỷ lệ vốn vay khoảng 70-75%. Hiện dự án vẫn đang trong giai đoạn thiết kế.

Bảng tổng hợp các dự án.

Các dự án	Tổng vốn đầu tư	Vốn vay	Hình thức & Tỷ lệ sở hữu của GMD		2011	2012
Cảng GMD-Link	400 triệu USD (GĐ1)	67%	Liên doanh	62,5%	39% hoàn thành	Tạm dừng
Cảng Nam Hải-Đình Vũ	980 tỷ đồng	69%	Liên doanh	35,0%	Khởi công	Ưu tiên 1
Trồng cao su	150 triệu USD	N/A	Công ty con	N/A	500/30.000ha	Tiếp tục
Saigon-Gem	140 triệu USD	75%	Liên doanh	30,2%	Thiết kế	Xem xét

Nguồn: GMD&RongViet Securities tổng hợp

ĐỊNH GIÁ

P/B bình quân của ngành khai thác cảng và vận tải biển là 0,82, chủ yếu do sự đóng góp của các doanh nghiệp khai thác cảng-được giao dịch cao hơn giá trị sổ sách, các doanh nghiệp vận tải biển đều giao dịch dưới giá trị sổ sách. Do mảng vận tải thủy chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu của GMD nên mức P/B bình quân sử dụng để định giá cho GMD sẽ thấp hơn P/B của ngành, chỉ ở mức 0,6 lần. Giá trị sổ sách của GMD năm 2012 ước tính là 39.623 đồng/cổ phiếu, mức giá hợp lý của GMD vào khoảng 23.700 đồng/cổ phiếu.

P/B của các DN khai thác cảng và vận tải biển

Mã ck	P/BV	Mar.Cap
PVT	0,5	1.210
VSC	1,2	778
DVP	1,5	740
VTO	0,4	402
VIP	0,4	386
VFC	0,6	272
VST	0,3	218
DXP	1,1	194
VNA	0,3	78
P/BV bình quân		0,8

Nguồn:Stox

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap	DT 2011	LNST 2011	EPS	BV	Trailing	P/BV	Q1/2012			
	27/06/12							Doanh thu	LNST		
	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)	4 quý	31/03/12	P/E	31/03/12	(tỷ VND)	%KH	(tỷ VND)	% KH
				(VND/cp)	(VND/cp)	(x)	(x)				
PVT	1.210	4.178	43	250	10.163	20,8	0,5	1.199,2	29%	23,0	27%
VSC	778	644,2	191,0	8.572	26.611	3,8	1,2	178,0	27%	55,2	39%
DVP	740	402,6	151,6	7.997	24.360	4,6	1,5	109,0	25%	44,5	42%
VTO	402	1.665,6	66,0	766	13.334	6,7	0,4	394,8	29%	11,6	38%
VIP	386	1.712,1	54,1	824	14.490	7,9	0,4	353,3	25%	6,0	4%
VFC	272	527,3	39,5	581	14.508	13,8	0,6	105,6	13%	3,2	54%
VST	218	1.856,8	2,4	435	10.740	8,5	0,3	386,1	23%	(20,6)	
DXP	194	179,8	49,0	6.570	21.953	3,7	1,1	49,4	27%	12,4	29%
VNA	78	1.024,8	32,3	(925)	15.081	-4,2	0,3	225,0	25%	(43,4)	

Nguồn: Stox, Rong Viet Securities tổng hợp

PHỤ LỤC

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2009A	2010A	2011A	2012F
Doanh thu thuần	1.774,4	2.147,3	2.382,0	2.587,0
Giá vốn	1.518,6	1.755,4	1.992,9	2.095,0
Lãi gộp	255,9	391,9	389,2	492,0
Chi phí bán hàng	5,4	10,1	10,1	10,3
Chi phí quản lý	112,4	169,2	221,1	240,6
Lợi nhuận từ HĐKD	138,0	212,6	157,9	241,1
Lợi nhuận từ HĐTC	202,0	-94,3	-164,3	-89,8
Lợi nhuận khác	-0,6	91,2	23,2	15,0
EBIT	420,6	369,1	192,0	166,3
Lợi nhuận trước thuế	360,4	233,1	29,6	166,3
Thuế TNDN	26,5	15,4	14,9	166,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	10,8	10,8	8,5	10,0
Lợi nhuận sau thuế	323,1	206,9	6,2	114,7

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2009A	2010A	2011A	2012F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-7,2%	21,0%	10,9%	8,6%
Lợi nhuận HĐKD	-37,6%	54,0%	-25,7%	52,7%
EBIT	111,5%	-12,2%	-48,0%	-13,4%
Lợi nhuận trước thuế	159,5%	-35,3%	-87,3%	461,6%
Lợi nhuận sau thuế	915,8%	-36,0%	-97,0%	1738,6%
Tổng tài sản	8,9%	45,0%	5,0%	6,7%
Vốn chủ sở hữu	10,8%	60,8%	7,4%	1,2%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	8,3%	4,7%	0,1%	2,7%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	14,4%	18,3%	16,3%	19,0%
LN HĐKD / Doanh thu	7,8%	9,9%	6,6%	9,3%
EBIT/ Doanh thu	23,7%	17,2%	8,1%	6,4%
LNTT/ Doanh thu	20,3%	10,9%	1,2%	6,4%
LNST/ Doanh thu	18,2%	9,6%	0,3%	4,4%
ROA	7,2%	3,2%	0,1%	1,6%
ROIC or RONA	9,2%	3,9%	0,1%	2,0%
ROE	13,1%	5,2%	0,1%	2,7%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	4,0	3,4	2,2	1,9
Vòng quay hàng tồn kho	27,4	28,0	23,1	23,8
Vòng quay khoản phải trả	3,5	3,2	3,0	3,9
Vòng quay TSCĐ	1,0	1,1	1,2	1,0
Vòng quay Tổng tài sản	0,4	0,3	0,3	0,4

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,3	2,2	1,9	1,9
Nhanh	1,3	2,2	1,8	1,8
Tiền mặt	0,6	1,4	0,9	0,6

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	74,8%	59,9%	55,0%	59,7%
Tổng nợ / Tổng tài sản	41,0%	36,5%	34,3%	37,4%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	14,8%	11,7%	15,9%	17,5%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	29,1%	26,5%	16,0%	23,7%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2009A	2010A	2011A	2012F
Tiền	224,0	546,8	516,4	296,1
Đầu tư tài chính ngắn hạn	221,0	829,6	670,2	553,9
Các khoản phải thu	441,5	630,2	1.073,3	1.333,4
Tồn kho	55,4	62,6	86,3	88,0
Tài sản ngắn hạn khác	131,1	180,0	204,2	214,4
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	1.073,1	2.249,1	2.550,3	2.485,8
Tài sản cố định hữu hình	1.520,8	1.875,2	1.822,5	1.766,2
Nguyên giá	2.123,3	2.647,1	2.797,7	2.937,7
Khấu hao	-602,5	-771,8	-975,2	-1.171,5
Tài sản cố định vô hình	29,0	46,9	45,8	43,9
Nguyên giá	30,8	51,0	51,7	51,7
Khấu hao	-1,7	-4,1	-5,9	-7,7
Xây dựng cơ bản dở dang	223,5	77,0	128,1	728,1
Bất động sản đầu tư	262,2	251,1	239,2	227,3
Đầu tư tài chính dài hạn	1.327,7	1.654,5	1.733,7	1.733,7
Tài sản dài hạn khác	14,6	17,7	18,4	12,6
TSCĐ và đầu tư dài hạn	3.377,9	3.922,4	3.987,7	4.511,9
TỔNG TÀI SẢN	4.511,3	6.543,0	6.868,9	7.328,5

Các khoản phải trả ngắn hạn	801,1	1.014,0	1.355,8	1.338,4
Tiền hàng phải trả và ứng trước	264,8	197,9	268,0	249,3
Khoản phải trả ngắn hạn khác	170,7	348,0	406,6	287,2
Vay và nợ ngắn hạn	365,6	468,1	681,2	802,0
Các khoản phải trong dài hạn	1.048,4	1.371,8	1.000,5	1.400,9
Vay và nợ dài hạn	720,2	1.057,5	686,2	1.086,2
Khoản phải trả dài hạn khác	328,2	314,4	314,3	314,7
Tổng nợ	1.849,5	2.385,9	2.356,3	2.739,4
Vốn chủ sở hữu	2.470,6	3.972,8	4.265,7	4.318,9
Vốn đầu tư của CSH	475,0	1.000,0	1.094,5	1.094,5
Thặng dư vốn	1.366,9	2.169,2	2.471,5	2.471,5
Cổ phiếu ngân quỹ	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận giữ lại	527,0	659,5	563,7	603,8
Quỹ đầu tư và phát triển	1,0	4,5	4,5	4,5
Quỹ dự phòng tài chính	13,9	23,8	29,4	32,9
Khác	10,3	21,6	29,2	34,9
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0,7	12,5	18,0	20,3
Nguồn vốn chủ sở hữu	2.471,3	3.985,4	4.283,7	4.339,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	190,5	171,8	228,9	250,0
TỔNG NGUỒN VỐN	4.511,3	6.543,0	6.868,9	7.328,5

CHỈ SỐ CƠ BẢN	2009A	2010A	2011A	2012F
SLCPDLH cuối năm (triệu cp)	47,5	100	109	109
Giá trị thị trường cuối năm	78.000	32.900	17.900	-
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	6.802	3.324	62	1.053
Giá trị sổ sách (VND)	52.013	39.728	39.135	39.623
Cổ tức (tiền mặt) VND	1.500	600	-	-
P/E (x)	11,5	9,9	288,7	-
P/B (x)	1,5	0,8	0,5	-
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	-

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
----------------	--------------	-------------	------------------------	--------------

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

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 cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI 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, Satra, 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.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

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 nhiệm vụ đối với toàn bộ đầu tư 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, 2012.**