

BÁO CÁO CẬP NHẬT

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẠI LÝ
LIÊN HIỆP VẬN CHUYỂN - GMD



Ngày 30/03/2009

CTCP ĐẠI LÝ LIÊN HIỆP VẬN CHUYỂN – CẬP NHẬT

GỚI THIỆU

CTCP Đại lý liên hiệp vận chuyển (GMD) tiền thân là doanh nghiệp nhà nước thành lập năm 1990. Năm 1993, Gemadept là một trong ba công ty đầu tiên thực hiện cổ phần hóa và niêm yết trên Hose vào tháng 03/2002. Vốn điều lệ hiện tại của công ty là 475 tỷ đồng.

GMD là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong ngành hàng hải VN, cung cấp đầy đủ các dịch vụ hàng hải phục vụ nhu cầu của khách hàng và đối tác với các mảng hoạt động chính bao gồm khai thác cảng, vận tải biển, đại lý hàng hải giao nhận, logistics, kinh doanh BĐS và đầu tư tài chính.

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	Vận tải
Niêm Yết	HOSE
Mã CK	GMD
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	475
Cao nhất trong 52 tuần	74.500
Thấp nhất trong 52 tuần	19.000
KLGD BQ trong 10 ngày	342.797

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

Giá (30/03/2008)	30.000
Vốn hóa TT (tỷ đồng)	1.425
EPS (2009)	2.200
P/E (2009) x	13,6
P/B (2009) x	0,7
EE/EBITDA 2009 (x)	5,9

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH 2008

Doanh thu (tỷ đồng)	1.855
LN sau thuế (tỷ đồng)	(169)
Tỷ suất LN gộp (%)	16,8
Tỷ suất LN ròng (%)	(9,1)
EBITDA margin (%)	0,4
Nợ/Vốn (%)	47,2
ROA (%)	2,8
ROE (%)	5,4

MỘT SỐ ĐIỂM CHÍNH

▪ Nhìn lại kết quả kinh doanh năm 2008:

Hoạt động kinh doanh truyền thống hiệu quả đem lại doanh thu và lợi nhuận gộp cao. Kết thúc năm 2008, GMD đạt 1.855 tỷ đồng về doanh thu, tăng 58,3% so với năm 2007. Trong đó, chủ yếu là doanh thu từ hoạt động kinh doanh vận tải và kinh doanh cảng, chiếm tương ứng 60% và 30% doanh thu thuần. Ngoài ra, hoạt động logistics cũng đóng góp hơn 7% vào doanh thu. Còn lại khoảng 3% đến từ hoạt động kinh doanh bất động sản, cụ thể là doanh thu từ việc cho thuê văn phòng tòa nhà GMD Tower – Lê Thánh Tôn.

Lợi nhuận gộp 2008 đạt được cũng rất khả quan với 312 tỷ đồng, tăng 36,6% so với năm trước đó. Tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp biên 2008 chỉ đạt 16,8%, giảm so với mức 19,5% năm 2007. Nguyên nhân chính làm giảm tỷ lệ lợi nhuận gộp biên là do giá nhiên liệu tăng mạnh trong hơn nửa đầu năm 2008 trong khi giá cước vận tải cũng tăng nhưng với tốc độ tăng chậm hơn so với mức tăng giá nhiên liệu đầu vào, làm giá vốn hàng bán năm 2008 tăng cao đáng kể.

... tuy nhiên, đầu tư tài chính gây ảnh hưởng nặng nề đến lợi nhuận sau cùng của công ty. Trong năm 2008, doanh thu hoạt động tài chính của GMD chỉ đạt 142,4 tỷ (giảm 27,2% so với năm trước), bao gồm cổ tức và lợi nhuận khác là 71,6 tỷ đồng và thu từ cơ cấu lại danh mục đầu tư tài chính là 70,8 tỷ đồng. Tuy nhiên, chi phí tài chính 2008 tăng vọt đáng kể lên 504 tỷ đồng, tăng đến 375,6% so với năm 2007. Ngoài chi phí lãi vay (58,4 tỷ) và các chi phí tài chính khác, lỗ thực hiện từ hoạt động đầu tư (86,7 tỷ) và dự phòng đầu tư tài chính (288 tỷ) là nguyên nhân chính dẫn đến lợi nhuận từ hoạt động tài chính lỗ 361,7 tỷ đồng.

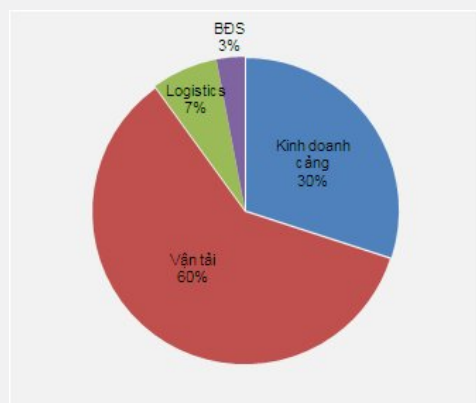
Tính đến cuối năm 2008, đầu tư tài chính vào cổ phiếu, trái phiếu của GMD là 217 tỷ đồng cho đầu tư ngắn hạn và 424 tỷ đồng cho đầu tư dài hạn. Dự phòng được trích lập cho khoản đầu tư tài chính này là 136 tỷ đồng cho ngắn hạn (tương đương dự phòng giảm 63,7% giá trị) và 152 tỷ đồng cho dài hạn (tương đương dự phòng giảm 37,5% giá trị). Khoản lỗ lớn từ hoạt động tài chính cùng với các chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp và chi phí khác làm cho GMD kết thúc năm 2008 với lợi nhuận sau thuế lỗ 168,7 tỷ đồng, giảm 183,2% so với năm 2007, và tỷ suất lợi nhuận thuần biên là -9,1%.

▪ Dự báo 2009 – Hoạt động kinh doanh truyền thống được củng cố cùng với việc cơ cấu lại danh mục đầu tư tài chính sẽ góp phần cải thiện đáng kể lợi nhuận cuối cùng của công ty.

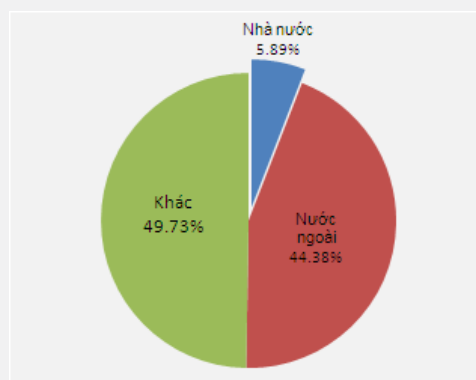
Theo dự phóng của chúng tôi, doanh thu thuần từ các hoạt động truyền thống của GMD trong năm 2009 ước đạt 1.553 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế dự kiến lần lượt là 310 tỷ và 105 tỷ đồng. Tuy sẽ phải đối mặt với nhiều khó khăn, GMD vẫn đảm bảo khả năng duy trì tốt các tỷ suất lợi nhuận, đặc biệt là sự cải thiện đáng kể của tỷ suất lợi nhuận thuần trong năm 2009.

Doanh thu từ hoạt động kinh doanh cảng của GMD ngày càng được củng cố và tăng trưởng tốt. Ngoài cảng ICD Phước Long và cảng Bình Dương hiện đang hoạt động hết công suất, sự vận hành của 2 cảng mới là cảng Dung Quất và cảng Lê Chân hứa hẹn sẽ đóng góp đáng kể vào doanh thu. Cảng Lê Chân (GMD sở hữu 30% vốn) phục vụ chính cho đội tàu của GMD cũng như các đối tác của công ty. Điều này không chỉ giúp GMD tiết kiệm chi phí từ việc ngưng sử dụng dịch vụ cảng của công ty khác trước đây mà còn tăng thêm thu nhập cho công ty. Bên cạnh đó, cảng Dung Quất (GMD sở hữu 55%) phục vụ cho việc vận chuyển hàng dự án cho các dự án tại KCN Dung Quất và các sản phẩm phụ cho nhà máy lọc dầu Dung Quất. Đồng thời, vào cuối 2009 – đầu 2010, nhiều dự án ngoài KCN Dung Quất bắt đầu hoàn thành và đi vào hoạt động, làm tăng nhu cầu vận chuyển hàng hóa XNK. Do đó, với nhu cầu vận chuyển và nguồn hàng tương đối ổn định, doanh thu kinh doanh cảng của GMD trong các năm tới sẽ được đảm bảo tốt. Trước mắt, hai cảng mới sẽ đóng góp

CƠ CẤU DOANH THU THUẦN 2008



CƠ CẤU CỔ ĐỒNG



BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Reuters

khoảng hơn 100 tỷ vào doanh thu kinh doanh cảng trong năm 2009, đưa tỷ lệ doanh thu cảng/tổng doanh thu tăng từ 30% năm 2008 lên 43% năm 2009.

Hoạt động kinh doanh vận tải gặp nhiều khó khăn trong năm 2009. Đội tàu của GMD hiện bao gồm 6 tàu Feeder với tổng trọng tải là 4.700 teus và 14 tàu rivers (S1,S2) chuyên chở các tuyến nội địa và khu vực Đông Nam Á. Tuy năng lực đội tàu đã được nâng cao nhưng những khó khăn của ngành vận tải với xu hướng giảm cả về nhu cầu và mặt bằng giá sẽ gây ảnh hưởng lớn đến doanh thu từ mảng kinh doanh này của công ty trong năm 2009. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu từ kinh doanh vận tải năm 2009 của GMD sẽ giảm đến 40% so với năm trước. Nhằm hạn chế bớt ảnh hưởng này, công ty cũng chủ động một mặt cắt giảm bớt các tuyến chuyên chở có lợi nhuận thấp như tuyến vận chuyển đến Indonesia, mặt khác tập trung nhiều hơn vào các tuyến có lợi nhuận cao như tuyến vận chuyển sang Singapore và Hongkong. Các chính sách cắt giảm tiết kiệm chi phí cũng được đưa vào áp dụng chặt chẽ hơn để củng cố cho lợi nhuận.

Hoạt động kinh doanh logistics và bất động sản được duy trì tương đối ổn định. Bên cạnh đó, kinh doanh mảng logistics ước tính được duy trì khá ổn định với doanh thu đạt được vào khoảng 120 tỷ trong năm nay. Song song đó, doanh thu bất động sản từ việc cho thuê tòa nhà GMD Lê Thánh Tôn Tower sẽ góp thêm khoảng 100 tỷ đồng vào tổng doanh thu thuần của GMD năm 2009.

Cơ cấu lại danh mục đầu tư – huy động thêm vốn vay làm tăng chi phí lãi vay. Trong năm 2009, GMD sẽ cơ cấu lại danh mục đầu tư của mình, giảm bớt các hoạt động đầu tư tài chính xuống mức hợp lý hơn. Đồng thời có nhiều khả năng công ty sẽ tăng thêm các khoản nợ vay nhằm phục vụ cho các dự án đầu tư trọng điểm. Do đó, mặc dù mặt bằng lãi suất năm 2009 thấp hơn so với năm 2008 nhưng với giá trị các khoản vay dự kiến tương đối lớn (1.000 tỷ), chi phí lãi vay phải trả trong năm 2009 cũng tăng cao so với năm 2008.

▪ Các dự án đầu tư trọng điểm

Hiện GMD có rất nhiều dự án và kế hoạch đầu tư xây dựng, nhưng những khó khăn chung của nền kinh tế và những khó khăn riêng của công ty dẫn đến việc GMD phải quyết định trì hoãn hay tạm ngưng một số dự án lớn như dự án Cảng quốc tế Hoa Sen – GMD logistics, dự án Cảng quốc tế GMD Nhơn Hội và dự án Cảng Cái Mép.

Một số dự án còn lại có nhiều khả năng được triển khai hiện nay bao gồm dự án Cảng hàng hóa hàng không Tân Sơn Nhất với tổng vốn điều lệ là 18,8 triệu USD trong đó GMD sở hữu 23% vốn, dự kiến sẽ khởi công trong năm 2009 và hoàn thành đi vào hoạt động trong năm 2010. Dự án bất động sản xây dựng tòa nhà GMD – Lê Lợi Plaza với tổng chi phí dự kiến là 250 triệu USD, trong đó GMD đóng góp 50%, hiện đã có giấy phép về hệ số xây dựng, dự kiến sẽ được khởi công vào cuối năm 2009.

▪ Khuyến nghị đầu tư

Với giá thị trường hiện nay là 30.000 đồng/CP, các chỉ số định giá của GMD đều khá cao như P/E forward 2009 là 13,6x và EV/EBITDA 2009 là 6,9x. Tuy nhiên, nếu loại trừ yếu tố đầu tư tài chính, các hoạt động kinh doanh truyền thống của công ty đều được duy trì rất tốt. Cùng với vị thế là một trong những công ty đầu ngành hàng hải cung cấp chuỗi dịch vụ trọn gói, có nguồn hàng và khách hàng ổn định, tiềm năng khai thác tốt nguồn hàng mới, thì khả năng tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận của GMD vẫn còn rất khả quan.

Mặt khác, tỷ số P/B 2009 của GMD hiện là 0,7x, cùng với giá trị NAV của công ty do chúng tôi xác định lại là 1.865 tỷ đồng, cao hơn 30,9% so với vốn hóa thị trường của công ty xác định tại giá 30.000 đồng/CP. Đây là những yếu tố củng cố cho quyết định đầu tư vào GMD khi cổ phiếu này đang giao dịch dưới giá trị.

Tuy vậy, công ty cũng phải cơ cấu lại danh mục đầu tư và cẩn trọng hơn trong các hoạt động đầu tư tài chính của mình để đem lại lòng tin cho nhà đầu tư. Do đó, chúng tôi khuyến nghị Giữ cho cổ phiếu GMD.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÁ KHỨ VÀ DỰ PHÒNG

KẾT QUẢ KINH DOANH (Triệu đồng)	2006A	2007A	2008A	2009F
Doanh thu thuần	1.211.978	1.171.917	1.854.577	1.522.950
Giá vốn hàng bán	964.641	943.716	1.542.968	1.242.360
Lợi nhuận gộp	247.337	228.202	311.609	310.590
LN từ hoạt động kinh doanh	215.298	218.265	(169.821)	215.860
LN trước thuế	219.574	264.606	(163.299)	140.162
LN sau thuế	156.108	202.685	(168.726)	104.523

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Triệu đồng)	2006A	2007A	2008A	2009F
Tiền và các khoản tương đương tiền	103.897	275.755	172.318	108.707
Đầu tư tài chính ngắn hạn	20.305	203.306	81.217	48.631
Đầu tư tài chính ngắn hạn	20.853	240.103	217.241	217.241
Dự phòng giảm giá ĐTTC ngắn hạn	(548)	(36.797)	(136.024)	(168.610)
Các khoản phải thu ngắn hạn	281.608	652.210	501.900	346.755
Tồn kho	5.612	9.380	29.051	10.211
Tài sản lưu động khác	157.948	118.132	139.791	124.236
Tài sản cố định	592.169	1.178.670	1.634.050	2.189.670
Chi phí xây dựng dở dang	34.711	181.729	323.427	662.427
Đầu tư bất động sản	-	-	262.705	257.205
Đầu tư tài chính dài hạn	208.067	792.951	613.521	571.162
Đầu tư tài chính dài hạn	208.067	820.659	765.184	765.184
Dự phòng giảm giá ĐTTC dài hạn	-	(27.708)	(151.663)	(194.022)
Tài sản dài hạn khác	23.272	56.133	67.449	58.255
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	1.392.877	3.286.537	3.502.001	3.714.832
Vay và nợ ngắn hạn	95.175	64.953	183.765	220.000
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	342.604	467.594	508.575	599.907
Vay và nợ dài hạn	298.241	400.814	736.340	900.000
Nợ dài hạn khác	1.401	39.451	39.906	19.377
Tổng vốn chủ sở hữu	636.657	2.283.740	2.002.045	1.944.177
Vốn điều lệ	345.230	475.000	475.000	475.000
Thặng dư vốn	40.980	1.366.907	1.366.907	1.366.907
Lợi nhuận giữ lại	166.604	342.086	55.586	88.859
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	1.392.877	3.286.537	3.502.001	3.714.832

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CHỦ YẾU	2006A	2007A	2008A	2009F
Tăng trưởng doanh thu (%)	9,8	(3,3)	58,3	(16,3)
Tỷ suất LN gộp (%)	20,4	19,5	16,8	20,0
Tỷ suất LN ròng (%)	12,9	17,3	(9,1)	6,7
ROA (%)	11,2	6,2	(4,8)	2,8
ROE (%)	24,5	8,9	(8,4)	5,4
EPS (VND)	4.522	4.529	(3.552)	2.200
Tăng trưởng EPS (%)	58,0	0,2	(178,4)	161,9

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Trịnh Thanh Cần	can.trinh@vcsc.com.vn
Hoàng Thị Hoa	hoa.hoang@vcsc.com.vn
Nguyễn Xuân Giao	giao.nguyen@vcsc.com.vn
Đinh Thị Như Hoa	hoa.dinh@vcsc.com.vn
Ông Thị Thanh Thảo	thao.ong@vcsc.com.vn
Nguyễn Ngọc Ý Nhi	nhi.nguyen@vcsc.com.vn
Phạm Bảo Nguyên Anh	anh.pham@vcsc.com.vn
Võ Phúc Nguyên	nguyen.vo@vcsc.com.vn
Võ Xuân Quỳnh	quynh.vo@vcsc.com.vn

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

67 Hàm Nghi, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam
ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209
<http://www.vcsc.com.vn>