

CTCP ĐẠI LÝ LIÊN HIỆP VẬN CHUYỂN (GMD) – CẬP NHẬT

KHUYẾN NGHỊ: GIỮ

GIỚI 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	82.500
Thấp nhất trong 52 tuần	19.000
KLGD BQ trong 10 ngày	604.433

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

Giá (31/08/2009)	82.500
Vốn hóa TT (tỷ đồng)	3.919
EPS (2009)	3.706
P/E (2009) x	22,3
P/B (2009) x	1,4
EV/EBITDA 2009 (x)	8,5

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH 1H-2009

Doanh thu (tỷ đồng)	854,7
LN gộp (tỷ đồng)	150,3
LN sau thuế (tỷ đồng)	145,8
Tỷ suất LN gộp (%)	17,6
Tỷ suất LNST (%)	17,1
ROA (%)	(1,7)
ROE (%)	(3,1)

MỘT SỐ ĐIỂM CHÍNH

- Kết quả kinh doanh 1H-2009 – hoạt động kinh doanh cốt lõi được duy trì ổn định cùng với lợi nhuận cao từ hoạt động tài chính giúp GMD hoàn thành 53,4% kế hoạch doanh thu và 117,3% kế hoạch LNTT**

Kết thúc quý 1-2009, GMD đạt 854,7 tỷ đồng về doanh thu, giảm 6,1% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, doanh thu từ hoạt động vận tải và vận hành cảng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu thuần với 57,8% và 29,8% tương ứng. Tỷ suất lợi nhuận gộp biên 1H-09 đạt 17,6%, tăng 1,7% so với 1H-08, chủ yếu nhờ vào sự đóng góp của hoạt động cho thuê văn phòng. Hoạt động cho thuê tòa nhà GMD – Lê Thánh Tôn tuy chỉ đóng góp 6,6% cho doanh thu nhưng đem lại đến 33,2% tổng lợi nhuận gộp cho GMD trong 1H-09. Tiếp đến là 24,5% từ hoạt động vận tải biển, 23,8% từ logistics và đại lý giao vận, và cuối cùng là 18,4% từ mảng vận hành cảng.

Bên cạnh đó, khoản lợi nhuận tài chính khá lớn là 62,6 tỷ đồng đã góp phần quan trọng giúp GMD vượt kế hoạch LNTT chỉ sau nửa đầu năm 2009. Danh mục đầu tư chứng khoán của GMD giảm gần 88 tỷ cho đầu tư dài hạn và 2,6 tỷ cho đầu tư ngắn hạn trong 1H-09. Nhờ vào sự thuận lợi của thị trường chứng khoán mà doanh thu tài chính trong Q2-09 ghi nhận cao gấp 2,6 lần so với kết quả trong Q1-09, nâng tổng doanh thu tài chính lên 54,9 tỷ đồng cho 1H-09. Đồng thời, việc hoàn nhập đến 136,4 tỷ dự phòng đầu tư tài chính so với cuối năm 2008 gồm 103 tỷ cho đầu tư ngắn hạn và 33,4 tỷ cho đầu tư dài hạn cũng góp phần không nhỏ giúp GMD đạt mức lợi nhuận tài chính cao. Kết thúc 1H-09, GMD ghi nhận 158,3 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, tăng đến 265% so với cùng kỳ năm trước.

- Hoạt động kinh doanh cảng – duy trì sự ổn định và hiệu quả của các cảng hiện tại đồng thời khai thác tiềm năng tăng trưởng của các cảng mới**

Hoạt động vận hành cảng của GMD (chủ yếu là cảng ICD Phước Long, đóng góp đến 70-80% doanh thu vận hành cảng) vẫn được duy trì ổn định và đạt kết quả khả quan, đóng góp 29,8% vào doanh thu và 18,4% vào lợi nhuận gộp của công ty trong 6 tháng đầu năm. Bên cạnh đó, GMD cũng tích cực khai thác 2 cảng mới là cảng quốc tế GMD-Dung Quất (GMD sở hữu 55%) đi vào hoạt động từ cuối năm 2008 và cảng Nam Hải – Hải Phòng (GMD sở hữu 30%) hoạt động từ tháng 02/2009 nhằm nâng cao doanh thu và lợi nhuận cho công ty.

Cảng Nam Hải từ khi được đưa vào sử dụng đến nay luôn hoạt động hết công suất thiết kế là 1,4 triệu tấn/năm. Ngược lại, do chính chất ổn định và sự phục hồi nhu cầu cho tàu hàng rời vẫn ở mức thấp, cảng Dung Quất hiện vẫn chưa được khai thác hết công suất. Tuy vậy, cảng Dung Quất vẫn chứa đựng tiềm năng tăng trưởng rất tốt trong tương lai gần khi các dự án ở KCN Dung Quất hoàn tất với các tàu container tuyến chuyển được đưa vào sử dụng. Trong 6 tháng đầu năm 2009, lượng hàng thông cảng Dung Quất chỉ đạt 100,000 tấn, đem lại khoảng 2 tỷ đồng doanh thu cho công ty.

Hoạt động logistics và đại lý giao vận là mảng kinh doanh tuy có đóng góp ít nhất vào doanh thu nhưng có mức sinh lời GM cao đến 71,6% trong 1H-09. Hoạt động này đã đem lại cho GMD khoảng 50 tỷ doanh thu (5,8%) và 35,8 tỷ lợi nhuận gộp (23,8%) trong 6 tháng đầu năm.

- Hoạt động vận tải biển – sự hồi phục của ngành vận tải biển trong Q2 cùng với ưu thế là nhà cung cấp dịch vụ hàng hải trọn gói giúp GMD thuận lợi hơn trong việc chinh phục mục tiêu đề ra**

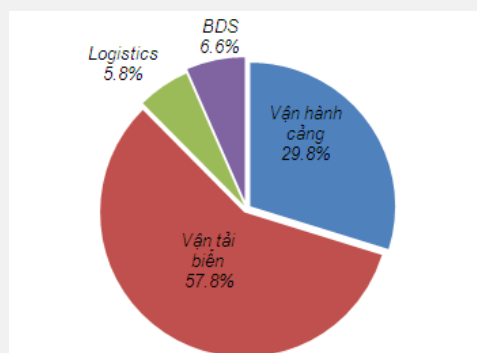
Nhờ vào sự phục hồi của nền kinh tế trong và ngoài nước, giá cả và nhu cầu tiêu dùng của nhiều loại hàng hóa tăng trưởng tốt trong Q2 làm cho nhu cầu xuất nhập khẩu và nhu cầu vận tải biển được cải thiện đáng kể. Chỉ số BDI (Baltic Dry Index) sau khi duy trì ở mức thấp bình quân vào khoảng 1.500 điểm trong Q1 đã có những chuyển biến tăng đáng kể trong suốt Q2. Kết thúc 1H-09, tận dụng các ưu thế sẵn có của mình, hoạt động vận tải biển đã đem lại cho GMD 494 tỷ doanh thu, đạt 51,6% kế hoạch, và 36,9 tỷ lợi nhuận gộp.

CHỈ SỐ BALTIC PRICE INDEX (BDI)



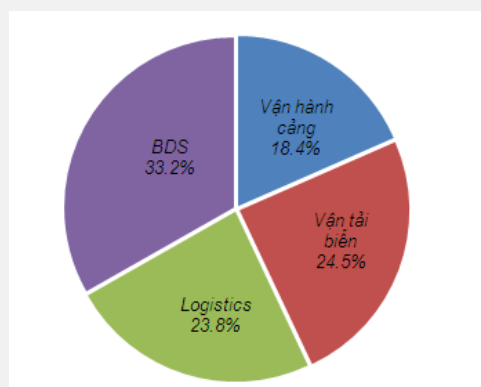
Nguồn: Bloomberg

CƠ CẤU DOANH THU 1H-2009



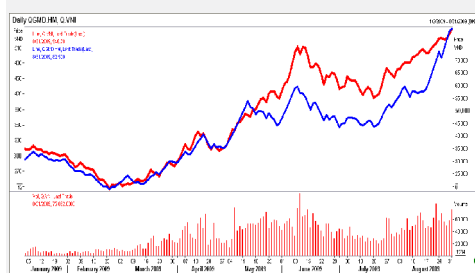
Nguồn: GMD

CƠ CẤU LỢI NHUẬN GỘP 1H-2009



Nguồn: GMD

BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Reuters

Tuy nhiên, từ đầu quý 3 đến nay, chỉ số BDI có xu hướng giảm liên tục và hiện đang xoay quanh mức 2.500 điểm. Mặc dù triển vọng kinh tế được dự báo khá lạc quan trong nửa cuối năm 2009, chúng tôi nhìn nhận rằng ngành vận tải biển vẫn phải đương đầu với nhiều khó khăn. Do đó, chúng tôi dự báo chỉ số BDI sẽ khó có khả năng phục hồi mạnh mà chỉ dao động quanh mức 2.500-3.000 điểm trong những tháng cuối năm 2009. Với chiến lược tiếp tục tập trung vào các tuyến vận chuyển có tỷ suất lợi nhuận cao và chính sách quản lý chi phí chặt chẽ hơn, dự kiến doanh thu từ hoạt động vận tải biển trong 2H-09 của GMD sẽ tăng nhẹ 6,8% so với nửa đầu năm. Như vậy, tổng doanh thu từ hoạt động này dự kiến sẽ đóng góp khoảng 1.021 tỷ đồng cho công ty trong năm nay, giảm 14,5% so với năm 2008.

▪ Hoạt động cho thuê văn phòng – nguồn đóng góp quan trọng trong cơ cấu lợi nhuận

Việc cho thuê văn phòng tại tòa nhà GMD – Lễ Thánh Tôn tuy chỉ mới đi vào hoạt động từ nửa cuối năm 2008 nhưng đã có những đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của công ty. Lợi nhuận gộp từ cho thuê tòa nhà chiếm đến 33% tổng lợi nhuận gộp trong 1H-2009, và đem lại tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất cho GMD với 89,1%. Hiện các văn phòng của GMD chiếm khoảng 25% tổng diện tích 16.000 m2 của tòa nhà. Phần diện tích còn lại hiện đã được lấp đầy với giá thuê bình quân là 50 USD/m2, hợp đồng ký kết cho 3 năm, đảm bảo nguồn thu và lợi nhuận ổn định cho GMD trong một vài năm tới.

Tuy nhiên, hiện nay thị trường cho thuê cao ốc văn phòng đang cạnh tranh rất khốc liệt ở tất cả các phương diện như giá cho thuê, vị trí cao ốc và chất lượng dịch vụ do cung đang vượt cầu. GMD do đó phải chịu rủi ro khá lớn về khả năng doanh thu và lợi nhuận bị giảm bớt trong tương lai khi công ty phải chấp nhận hạ giá thành cho thuê để tăng tính cạnh tranh, nếu không phải chấp nhận bị hủy hợp đồng.

▪ Một số dự án chính và Dự báo năm 2009

Dự án Cảng hàng hóa hàng không Tân Sơn Nhất là liên doanh giữa GMD (chiếm 23%), Bộ Quốc Phòng, và Cục cảng hàng không miền Nam, có tổng vốn đầu tư vào khoảng 600 tỷ đồng với công suất 350.000 tấn/năm. Dự án này đã được khởi công trong tháng 3/2009 vừa qua và dự kiến sẽ hoàn thành vào Q3-2010.

Dự án Cảng trung chuyển GMD – Cái Mép, hiện đang là liên doanh giữa GMD và CMA CGM trong đó GMD đóng góp 50% bằng hình thức góp quyền sử dụng đất. Tổng vốn đầu tư dự kiến vào khoảng 400 tỷ USD. Giá trị đất tại đây hiện đã được xác định lại cho mục đích góp vốn đầu tư là 39,5 triệu USD, và đã được phía đối tác giao cho GMD. Dự án sẽ được khởi công vào đầu năm 2010 và dự kiến hoàn thành trong năm 2012.

Dự án Trung tâm thương mại GMD – Lê Lợi, cao 35 tầng với chi phí xây dựng khoảng 100 triệu USD. Đây cũng là một liên doanh giữa GMD và Saigon Tourist với tỷ lệ 50-50, dự kiến sẽ khởi công vào cuối năm nay hoặc đầu năm 2010 và hoàn thành vào năm 2012.

Với đánh giá của chúng tôi về từng mảng hoạt động chính của công ty như trên và giả định ngành vận tải biển sẽ không có biến động lớn so với tình hình hiện nay trong những tháng cuối năm cùng với dự báo về tình hình kinh tế khả quan hơn, chúng tôi tự tin rằng kết quả kinh doanh của GMD trong năm nay sẽ vượt đáng kể kế hoạch đề ra của công ty. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần 2009 của GMD đạt 1.750 tỷ, LNTT đạt 251,4 tỷ và LNST đã trừ lợi ích của cổ đông thiểu số là 176 tỷ đồng.

Đồng thời, chúng tôi cũng giả định rằng khoản tiền 39,5 triệu USD mà GMD nhận được từ đối tác cho việc đánh giá lại giá trị BĐS sẽ được ghi nhận vào cuối năm nay. Khi đó, tài khoản tiền mặt và tài khoản lợi nhuận giữ lại sẽ tăng lên một khoản tương ứng, làm cho giá trị sổ sách 2009 của GMD tăng mạnh 35,3% lên 58.000 đồng/CP so với giá trị năm 2008.

▪ Khuyến nghị đầu tư

Với giá thị trường hiện tại là 82.500 đồng/CP, P/E forward 2009 của GMD khá cao ở mức 22,3x và P/B 2009 là 1,4x. Trong vòng hơn 1 tháng vừa qua, giá cổ phiếu GMD đã tăng mạnh 86,7% và gần như đã phản ánh hết các thông tin tốt của công ty như kết quả lợi nhuận khả quan trong 6 tháng đầu năm và gần đây là việc ghi nhận thêm khoản tiền lớn từ việc xác định lại giá trị BĐS cho dự án Cái Mép. Nhưng nhìn chung, với lợi thế là một trong các doanh nghiệp hàng hải hàng đầu Việt Nam có hoạt động kinh doanh cốt lõi được duy trì ổn định cùng với các dự án nhiều tiềm năng trong tương lai, GMD là một cổ phiếu tốt đáng được quan tâm. Chúng tôi do đó khuyến nghị Giữ cho cổ phiếu GMD.

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÁ KHỨ VÀ DỰ PHÒNG

KẾT QUẢ KINH DOANH (Triệu đồng)	2006A	2007A	2008A	1H-2009	2009F
Doanh thu thuần	1.211.978	1.171.917	1.912.925	854.702	1.750.156
Giá vốn hàng bán	964.641	943.716	1.586.775	704.356	1.442.161
Lợi nhuận gộp	247.337	228.202	326.150	150.346	307.995
LN từ hoạt động kinh doanh	215.298	218.265	(156.486)	155.625	242.630
LN trước thuế	219.574	264.606	(145.096)	158.311	251.381
LN sau thuế	164.657	211.821	(165.160)	146.662	188.536
Lợi ích của cổ đông thiểu số	12.894	14.057	1.823	864	12.512
LN sau thuế cho công ty mẹ	156.108	202.685	(166.983)	145.798	176.024

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Triệu đồng)	2006A	2007A	2008A	1H-2009	2009F
Tài sản ngắn hạn	569.369	1.258.782	975.556	1.299.347	2.022.014
Tiền và các khoản tương đương tiền	103.897	275.755	172.154	248.208	965.623
Đầu tư tài chính ngắn hạn	20.305	203.306	91.315	183.504	194.621
<i>Đầu tư tài chính ngắn hạn</i>	<i>20.853</i>	<i>240.103</i>	<i>227.757</i>	<i>217.004</i>	<i>228.122</i>
<i>Dự phòng giảm giá ĐTTC ngắn hạn</i>	<i>(548)</i>	<i>(36.797)</i>	<i>(136.442)</i>	<i>(33.501)</i>	<i>(33.501)</i>
Các khoản phải thu ngắn hạn	281.608	652.210	521.220	676.368	663.621
Tồn kho	5.612	9.380	28.616	33.467	39.511
Tài sản lưu động khác	157.948	118.132	162.251	157.800	158.638
Tài sản dài hạn	823.522	2.027.755	2.568.601	2.552.829	2.615.157
Tài sản cố định	592.169	1.178.670	1.661.821	1.741.609	1.590.683
Đầu tư bất động sản	-	-	262.419	264.957	259.349
Đầu tư tài chính dài hạn	208.067	792.951	620.107	523.767	523.767
<i>Dự phòng giảm giá ĐTTC dài hạn</i>	<i>-</i>	<i>(27.708)</i>	<i>(135.940)</i>	<i>(102.520)</i>	<i>(102.520)</i>
Tài sản dài hạn khác	23.272	56.133	24.252	7.132	22.937
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	1.392.877	3.286.537	3.544.157	3.852.176	4.637.171
Tổng nợ phải trả	737.421	972.811	1,485,209	1.659.788	1.846.449
Vay và nợ ngắn hạn	95.175	64.953	184.241	265.418	295.829
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	342.604	467.594	504.575	629.717	604.522
Vay và nợ dài hạn	298.241	400.814	757.744	726.618	907.744
Nợ dài hạn khác	1.401	39.451	38.649	36.359	36.359
Tổng vốn chủ sở hữu	636.657	2.283.740	2.036.143	2.168.125	2.755.405
Vốn điều lệ	345.230	475.000	475.000	475.000	475.000
Thặng dư vốn	40.980	1.366.907	1.366.907	1.366.907	1.366.907
Lợi nhuận giữ lại	166.604	342.086	81.874	224.673	878.293
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	1.392.877	3.286.537	3.544.157	3.852.176	4.637.171

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CHỦ YẾU	2006A	2007A	2008A	1H-2009	2009F
Tăng trưởng doanh thu (%)	9,8	(3,3)	63,2	(6,1)	(8,5)
Tỷ suất LN gộp (%)	20,4	19,5	17,1	17,6	17,6
Tỷ suất LN ròng (%)	12,9	17,3	(8,7)	17,1	10,1
ROA (%)	11,2	6,2	(4,7)	(1,7)	3,8
ROE (%)	24,5	8,9	(8,2)	(3,1)	6,4
EPS (VND)	4.522	4.529	(3.515)	3.069	3.706
Tăng trưởng EPS (%)	58,0	0,2	-	271,9	n/a
BPS (VND)	18.442	48.079	42.686	45.645	58.009
Tăng trưởng BPS (%)	(34,0)	160,7	(10,8)	(3,5)	35,3

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>