



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng (đ/cp)	45,755
Giá thị trường	38,700
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH AO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	119
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	4,784
Giá trị sổ sách/cổ phần	55,436
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Giá hiện tại (đ/cp) tại ngày 16/03/2016	40,000
KLTB 10 ngày (cp)	302,191
Giá thấp nhất 52T (đ)	26,60
Giá cao nhất 52T (đ)	44,200
+/- 7 ngày qua	
+/- 1 tháng qua	

Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu GMD với giá mục tiêu 1 năm là **45,755 đồng/ cổ phiếu**, upside 18.23% so với mức giá giao dịch tại ngày 06/04/2016 ở mức 38,700 đồng/ cổ phiếu dựa trên phương pháp bội số giá. Năm 2016, GMD ước đạt EPS là 3,910 đồng/ cổ phiếu, P/E fw đạt 9.89x . GMD là một trong số ít công ty sở hữu khối tài sản lớn trong hầu hết các khâu trong chuỗi logistics, bao gồm cảng và kho bãi có vị trí thuận lợi, kết quả kinh doanh tăng trưởng nhanh và thanh khoản tốt.

Kết quả kinh doanh 2016 dự báo tăng trưởng nhanh nhờ: (1) Ngành logistics và cảng biển hưởng lợi từ các hiệp định FTAs, TPP đã ký kết. (2) Cảng Nam Hải Đình Vũ tiếp tục tăng trưởng sản lượng khai thác nhờ nằm tại vị trí thuận lợi và tăng trưởng nhanh lưu lượng hàng hóa xuất nhập khẩu qua khu vực Hải Phòng. (3) Các kho DC vừa đưa vào hoạt động năm 2015 và kho lạnh quý 3/2016 kỳ vọng tăng tỷ lệ lấp đầy trong năm 2016 nhờ tăng trưởng nhu cầu kho bãi của nền kinh tế và các khách hàng chính. (4) Thoái vốn các dự án bất động sản tạo dòng tiền tập trung cho các hoạt động kinh doanh cốt lõi

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn. (1) Cảng Gemalink nằm tại vị trí thuận lợi trong khu vực Cái Mép, lưu lượng qua khu vực kỳ vọng tăng nhanh nhờ nâng cấp hệ thống đường bộ phụ trợ và chính sách của thành phố Hồ Chí Minh. (2) Bắt đầu thu hoạch rừng cao su từ năm 2017.

Rủi ro đầu tư: Rủi ro pha loãng cổ phiếu từ trái phiếu chuyển đổi với Vietnam Investment Fund II VIG.

Các chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	2,580,465	2,525,138	3,012,605	3,582,351	3,954,386
% tăng trưởng (yoy)		-2%	19%	19%	10%
Tổng tài sản (tỷ đ)	6,822,403	7,626,046	8,179,782	8,693,551	8,705,623
% tăng trưởng (yoy)		12%	7%	6%	0.14%
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	4,393,532	4,484,325	4,877,981	5,386,896	5,040,784
LN sau thuế (tỷ đ)	114,502	203,952	564,932	460,454	536,483
% tăng trưởng (yoy)		78%	177%	-18%	17%
EPS cuối kỳ (nghìn đ/cp)	947	1,679	4,571	3,356	3,910
ROS	4.44%	8.08%	18.75%	12.85%	13.57%
ROE	2.61%	4.55%	11.58%	8.55%	10.64%
ROA	1.68%	2.67%	6.91%	5.30%	6.16%

Nguồn: GMD, BSC dự báo



GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung

Tên công ty:	Công ty cổ phần Gemadept
Tên viết tắt:	Gemadept
Địa chỉ:	Tầng 19-22, Cao ốc Gemadept, 6 Lê Thánh Tôn, Phường Bến Nghé, Quận 1, Tp Hồ Chí Minh, Việt Nam
Tel:	84-(8) 38 236 236
Fax:	84-(8) 38 235 236
Website:	http://www.gemadept.com.vn
Vốn điều lệ:	1,196,219,940,000 đồng
Lĩnh vực	Khai thác cảng biển
Ngành nghề kinh doanh chính	<ul style="list-style-type: none"> • Khai thác cảng biển • Dịch vụ logistics • Trồng rừng • Bất động sản

Lịch sử hình thành

Thời gian	Sự kiện
1990	Thành lập công ty, trực thuộc Liên Hiệp Hàng Hải Việt Nam
1993	Chuyển đổi thành công ty cổ phần với vốn điều lệ 6.2 tỷ đồng
1995	Thành lập ICD Phước Long
2002	Niêm yết trên thị trường chứng khoán
2003	Khai trương các tuyến vận tải container chuyên tuyến
2006	Phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ lên 475 tỷ đồng
2010	Nâng vốn điều lệ lên 1,000 tỷ đồng; đưa vào khai thác nhà ga hàng hóa hàng không Tân Sơn Nhất; Nâng tỷ lệ sở hữu cảng Nam Hải lên 99.98%
2014	Nâng Vốn điều lệ lên hơn 1,144 tỷ đồng. Hoàn thành xây dựng và đưa vào khai thác cảng container Nam Hải Đình Vũ; tiến hành chuyển nhượng 85% vốn góp trong cao ốc Gemadept; Dự án trồng cao su đã đạt được mục tiêu về diện tích trồng mới và xây dựng hạ tầng.

TT	Các công ty liên kết	Tỷ lệ sở hữu
1	CTCP cảng Cái Mép Gemadept	50%
2	CTCP đầu tư xây dựng và phát triển hạ tầng Gemadept	50%
3	Công ty TNHH Schenker Gemadept	49%
4	Cty TNHH Thương mại Quả Cầu Vàng	45%
5	Cty TNHH Golden Globe	40%
6	Cty CP thương cảng Vũng Tàu	26.78%
7	CTCP Dịch vụ hàng hóa Sài Gòn	29.43%

TT	Các công ty con	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ biểu quyết
1	Cty TNHH Cảng Phước Long	100	100%	100%
2	CT TNHH MTV tiếp vận Gemadept	8	100%	100%
3	Công ty TNHH MTV Gemadept Hải Phòng	23.92	100%	100%
4	CTCP cảng Nam Hải		99.98%	99.98%
5	CTCP Cảng Nam Hải Đình Vũ	400	84.66%	84.66%
6	CTCP cảng quốc tế Gemadept Dung Quất	50	78.6%	78.6%
7	CTCP cảng Gemadept Hoa Sen	141.18	51%	51%
8	Công ty TNHH container miền Trung CT TNHH MTV công nghiệp cao su Thái Bình Dương	6	100%	100%
9		3.5	100%	100%
10	CTCP Hòn Ngọc Thái Bình Dương		100%	100%

NGÀNH LOGISTICS

Khái quát ngành logistics.

Vị trí vai trò.

Logistics là công cụ liên kết các hoạt động trong chuỗi giá trị từ cung cấp nguyên vật liệu, lưu thông phân phối, mở rộng thị trường cho các hoạt động kinh tế. Vì vậy, logistics đóng vai trò quan trọng đối với hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp: logistics giúp tạo ra sự hữu dụng về thời gian và địa điểm từ dự trữ hàng tồn kho, nguyên vật liệu tới vận chuyển thành phẩm tới tay khách hàng.

Đặc điểm

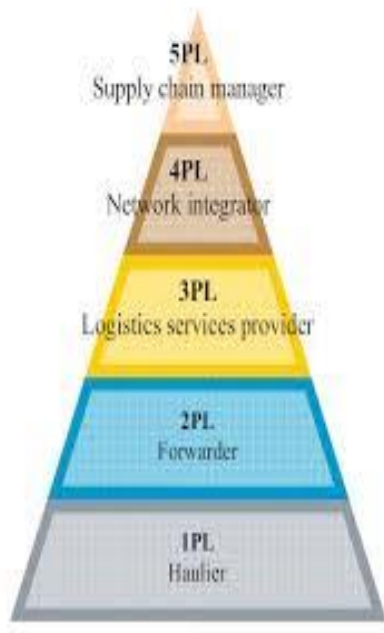
Về tài sản: Có sự phân hóa về đặc điểm tài sản đối với các doanh nghiệp logistics. Nhìn chung, các doanh nghiệp chủ yếu hoạt động khai thác cảng (cảng hàng không, cảng biển), kho bãi (warehouse) và vận tải yêu cầu đầu tư lớn vào tài sản cố định, vì vậy chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi phí. Mặt khác các doanh nghiệp hoạt động Forwarding¹, đại lý vận tải cần ít tài sản cố định mà chủ yếu dựa vào khả năng hợp tác với các hãng vận tải lớn.

Về mô hình hoạt động: gồm có 1PL, 2PL, 3PL và 4PL trong đó phổ biến hiện nay là hình thức 2PL và 3PL. 2PL bao gồm những nhà cung cấp các dịch vụ Logistics đơn lẻ nhằm đáp ứng nhu cầu của khách hàng. Những công ty cung cấp dịch vụ này thường sở hữu và sử dụng những phương tiện vận tải chuyên dụng để phục vụ công việc vận chuyển đặc thù của họ. Trong khi đó 3PL là một công ty đại diện bên ngoài để đảm nhận toàn bộ các dịch vụ logistics của công ty khách hàng, vì vậy công ty 3PL thường sở hữu nhiều tài sản hoặc có mối liên kết với nhiều công ty vận chuyển để tận dụng tối đa chức năng của họ.

Động lực tăng trưởng ngành: (1) Tăng trưởng tiêu dùng nội địa. (2) Tăng trưởng thương mại với các quốc gia láng giềng và thế giới. (3) Sự phát triển của cơ sở hạ tầng phụ trợ như đường bộ, sắt và chính sách hỗ trợ của chính phủ.

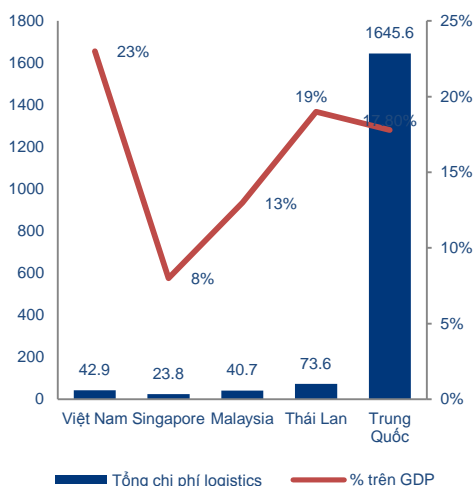
Hiện trạng ngành Logistics Việt Nam.

Vận tải đường bộ vẫn là hình thức vận chuyển phổ biến nhất. Cụ thể, khối lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường bộ năm 2015 chiếm tỷ trọng 77.1%, đóng vai trò quan trọng trong vận chuyển hàng hóa xuyên biên giới với Trung Quốc- đối tác nhập khẩu số 1 của Việt Nam. Trong khi đó, công ty vận tải biển trong nước chỉ chiếm 10% thị phần, trong đó vận tải hàng khô chiếm 12%, hàng container chiếm 8%, hàng lỏng chiếm 8%. Đội tàu Việt Nam chủ yếu chỉ vận tải hàng xuất nhập khẩu đi các nước Trung Quốc, Đông Nam Á, châu Á, còn các thị trường lớn như châu Mỹ, châu Âu do các hãng tàu nước ngoài đảm nhận



Nguồn: VLA

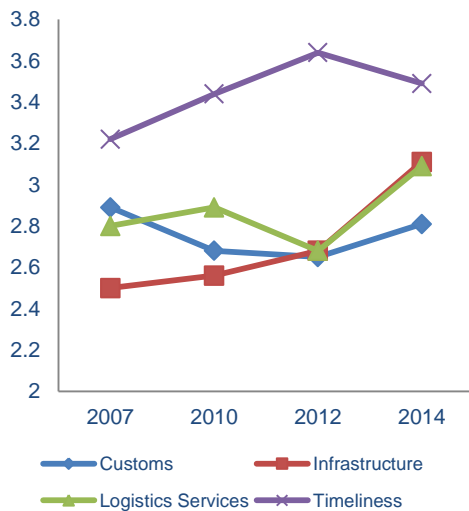
Tỷ trọng logistics trên GDP



Nguồn: World bank

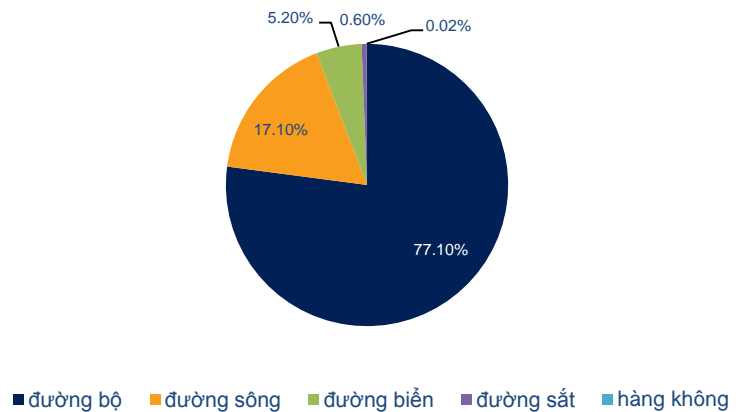
¹ Đại lý giao nhận

Chấm điểm Logistics Việt Nam



Nguồn: World Bank

Tỷ trọng khối lượng vận chuyển của các hình thức vận tải



Nguồn: tổng cục thống kê

Tốc độ tăng giá cước vận tải kho bãi có xu hướng giảm. Giai đoạn 2011-2014, chỉ số giá cước vận tải tăng với tốc độ bình quân 9.3%/năm. Tuy nhiên, tốc độ có xu hướng chậm lại khi năm 2014 chỉ tăng 3.13% so với mức 6.5% năm 2013.

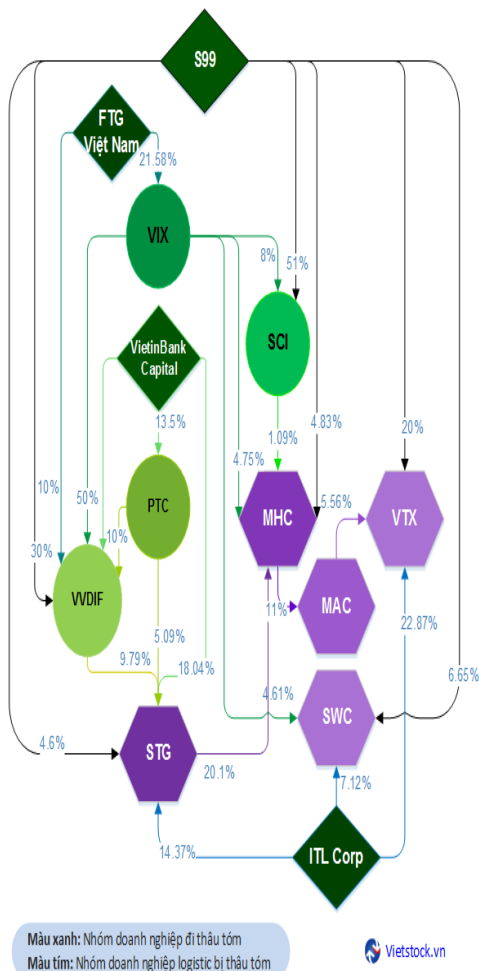
Thị phần logistics của các doanh nghiệp Việt Nam chỉ chiếm khoảng 20%, còn lại 80% thị phần thuộc về khoảng 25 doanh nghiệp logistics nước ngoài. Các doanh nghiệp logistics nội địa phần lớn có quy mô vốn nhỏ, trình độ công nghệ cũng như nguồn nhân lực còn yếu, vì vậy phần lớn chỉ hoạt động logistics đơn thuần 2PL (vận chuyển và kho bãi).

Chỉ số Linear Performance Index (LPI²) còn thấp song có xu hướng cải thiện. Theo Worldbank, năm 2014, LPI của Việt Nam đạt 3.15 điểm, cải thiện đáng kể so với năm 2007 ở mức 2.89 điểm. Tuy nhiên, năm 2014, Việt Nam chỉ đứng thứ 48 trên 160 nước được đo lường về hiệu quả logistics, thấp hơn đáng kể so với các nước trong khu vực như Thái Lan, Malaysia hay Singapore lần lượt ở 35; 25 và 5.

Xu hướng sở hữu chéo của các doanh nghiệp Logistics. Trong thời gian gần đây, các công ty logistics niêm yết đang tăng cường sở hữu chéo. Trong đó đáng chú ý là ITL- Indo Trần, một công ty logistics lớn với doanh thu năm 2014 đạt trên 200 triệu USD, luôn là người mua cuối. Chúng tôi cho rằng mục đích là: (1) Tận dụng tài sản, cơ sở vật chất của các thành viên, tăng tính liên kết của logistics nội địa. (2) Tạo ra sức cạnh tranh với các doanh nghiệp logistics nước ngoài.

Tiềm năng tăng trưởng

Tăng nguồn cầu cho ngành Logistics nhờ: (1) Xóa bỏ hàng rào thuế quan nhờ các hiệp định FTAs đã ký, giúp cho Việt Nam tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng của thế giới và khu vực, tăng thương mại hàng hóa và nhu cầu logistics. (2) Nguồn vốn đầu tư FDI vào các ngành định hướng xuất khẩu như điện thoại, linh kiện điện tử làm tăng nhu cầu logistics đặc biệt là các mảng đòi hỏi trình độ công nghệ. (2) Thương mại điện tử phát triển, đặc biệt là mảng bán hàng qua mạng (internet retailing) giúp tăng nhu cầu lưu kho



Nguồn: Vietstock.vn

² LPI đánh giá khả năng kết nối các nhân tố trong chuỗi logistics

bãi và vận chuyển hàng hóa. Theo Euromonitor, tỷ trọng thương mại điện tử năm 2016 sẽ đạt khoảng 0.71% ở mức 900 triệu USD, tăng gấp 3 lần so với năm 2011. (3) Mạng kho lạnh kì vọng tăng trưởng cao khi Việt Nam tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng, đặc biệt là trong các ngành dược, thủy sản đông lạnh, xuất khẩu nông phẩm thủy sản.

Đầu tư nâng cấp hệ thống giao thông như dự án kênh Soài Rạp cho phép tàu lớn vào khai thác tại cảng Hiệp Phước, cao tốc Hà Nội- Hải Phòng kết nối đảo Đình Vũ với Hà Nội, đường 965, quốc lộ 51 kết nối Cái Mép với các khu công nghiệp xung quanh Tp. Hồ Chí Minh.

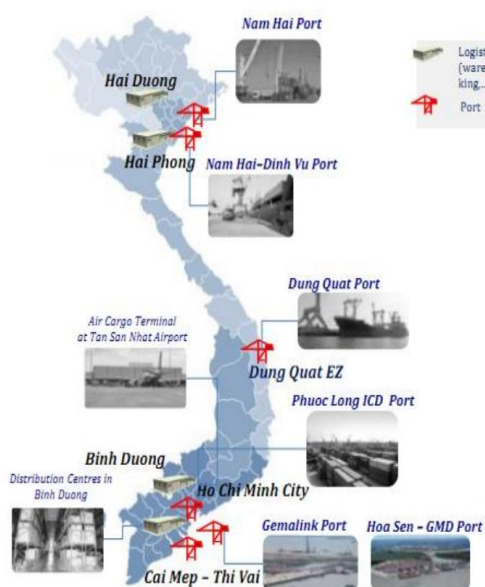
3PL, bước phát triển tiếp theo của ngành logistics Việt Nam. Theo VLA³ hiện nay Việt Nam chỉ có khoảng 15% doanh nghiệp có khả năng cung cấp dịch vụ logistics 3PL như GMD, TMS. Vì vậy, các doanh nghiệp này có lợi thế cạnh tranh lớn so với các doanh nghiệp khác.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

GMD là một trong những doanh nghiệp lớn nhất trong ngành logistics với tổng tài sản cuối năm 2015 đạt 8,693 tỷ, chiếm khoảng 40% tổng tài sản của 25 doanh nghiệp logistics niêm yết.

GMD hoạt động trong 2 lĩnh vực chính là cảng biển và logistics (dịch vụ vận tải, cho thuê tài sản, đại lý), với cơ sở hạ tầng cảng biển, ICD và DCs trên khắp cả nước. Vì vậy, GMD có khả năng cung cấp các dịch vụ logistics trọn gói, hạn chế tối thiểu các dịch vụ thuê ngoài (outsourcing).

Ngoài ra, GMD còn phát triển 2 mảng hoạt động khác là trồng rừng cao su và bất động sản, tuy nhiên cả 2 mảng này đều chưa mang lại doanh thu đáng kể cho GMD.



Nguồn: GMD

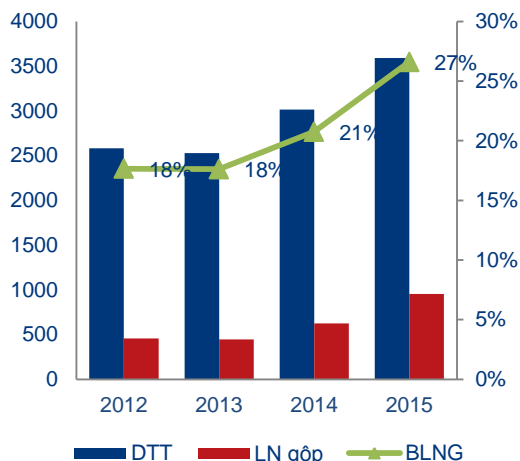
Bảng tổng hợp tài sản của GMD

Vận tải	Vận tải bộ	155 đầu kéo container, 51 xe tải nhỏ chở tuyến ngắn
	Vận tải thủy, biển	14 phà sông chạy tuyến Cái Mép-Phước Long và Sài Gòn-Phnom Penh, 4 tàu feeder với tổng công suất 2,983 TEUs
Kho Bãi	Đang khai thác	Kho DCs 1, 2,3,4 và DC An Thanh tại KCN Sóng Thần
	Xây dựng	Kho lạnh tại Hậu Giang cho CTCP Minh Phú
Cảng Biển, Cạn	Đang khai thác	Nam Hải Đình Vũ, Nam Hải, Phước Long (cảng cạn), Dung Quất
	Xây dựng	Gemanlink và Hoa Sen tại Cái Mép, Vũng Tàu
Cảng hàng không		SCSC tại sân bay Tân Sơn Nhất

Nguồn: GMD

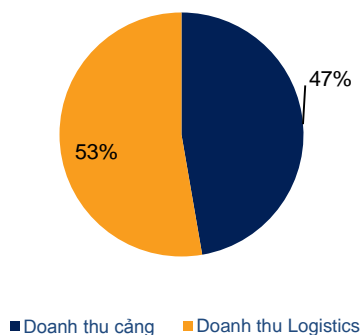
³ Vietnam Logistics Association

Doanh thu và lợi nhuận gộp



Nguồn: GMD

Cơ cấu DT 2015



Nguồn: GMD

Kết quả kinh doanh 2015.

DTT đạt 3,589 tỷ (+19%yoy) cao hơn đáng kể so với CAGR giai đoạn 2010-2015, ở mức khoảng 9%, trong đó mảng cảng biển đạt 1,696 tỷ (+54%yoy), mảng logistics đạt 1,891 tỷ (+0.9%yoy).

Biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể, từ 21% năm 2014 lên 27% năm 2015 nhờ (1) cải thiện biên lợi nhuận mảng cảng biển từ 36.7% năm 2014 lên 41.5% năm 2015 do Nam Hải Đình Vũ đạt hiệu suất sử dụng cao và tăng sản lượng mảng container lạnh với biên lợi nhuận cao, khoảng 50%. (2) Chi phí nhiên liệu giảm 55%. (3) Tăng trưởng mảng logistics 3PL với BLN cao. Theo GMD, năm 2014, 3PL logistics tăng trưởng 28% với tăng trưởng EBIT đạt 175%.

Lợi nhuận cốt lõi tăng 74% so với năm 2014. Trong năm 2014, GMD đã bán 85% cổ phần tòa nhà Gemadept Tower và ghi nhận 570 tỷ đồng lợi nhuận. Nếu như loại trừ khoản này, LNTT năm 2015 tăng 74% so với năm 2014, đạt 500 tỷ.

Đánh giá tiềm năng tăng trưởng của GMD.

Hoạt động khai thác cảng biển.

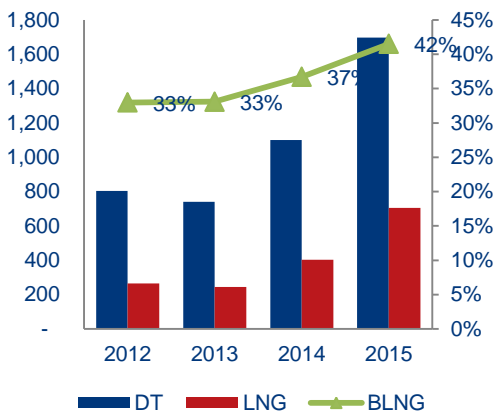
Hiện nay, GMD đang khai thác chính ở 4 cảng là Nam Hải, Nam Hải Đình Vũ, Dung Quất và cảng cạn Phước Long, trong đó cảng Nam Hải Đình Vũ chỉ mới được đưa vào khai thác chính thức cuối quý 1/2014. Ngoài ra, GMD còn 2 cảng đang trong quá trình xây dựng tại khu vực Cái Mép, Vũng Tàu là Gemalink và Hoa Sen.

Tên cảng	Vị trí	Công suất thiết kế	Công suất hoạt động 2015 (ước tính)	Tải trọng tàu cho phép (DWT)	Loại hàng khai thác
Nam Hải Đình Vũ	Hải Phòng	500,000 TEUs	99%	30,000	Container
Nam Hải	Hải Phòng	200,000 TEUs	189%	10,000	Container
Phước Long (ICD)	Hồ Chí Minh	500,000 TEUs	90%	N/a	Container
Dung Quất	Quảng Ngãi	2,000,000 tấn	90%	70,000	Hàng rời

Nguồn: GMD

Kết quả kinh doanh 2015. Năm 2015, DTT cảng biển đạt 1,696 tỷ (+54%yoy), LN gộp đạt 704 tỷ (+74%yoy). Chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu nhanh nhờ: (1) 2 cảng tại Hải Phòng đạt hiệu suất sử dụng cao. Năm 2015, Nam Hải Đình Vũ đạt khoảng 99% công suất thiết kế tương đương khoảng 500,000 TEUs, cao hơn đáng kể so với năm 2014 (công suất đạt khoảng 50% do chỉ được khai thác từ cuối quý 1/2014). Trong khi đó, cảng Nam Hải với phân khúc khách hàng là các tàu 10,000 DWT cũng đạt hiệu dụng cao ở mức khoảng 189%. (2) Tăng trưởng mảng container lạnh. Do Trung Quốc đóng cửa biên giới từ tháng 2/2015, mảng container lạnh lưu kho bãi tăng trưởng cao hơn so với 2014. Từ

Doanh thu và lợi nhuận gộp cảng biển



Nguồn: GMD

tháng 4 đến tháng 7, Nam Hải Đình Vũ lưu kho khoảng 1,500 container lạnh/ngày (gấp 2 lần VSC) (phí lưu kho, bốc dỡ của container lạnh cao 2 lần các loại container khác)

Trong các cảng trên, chúng tôi nhận định cảng Nam Hải Đình Vũ là động lực tăng trưởng mảng cảng biển của GMD đến năm 2017 nhờ sản lượng hàng hóa dự báo tăng mạnh qua khu vực Hải Phòng. Theo GMD, công suất cảng có thể tăng lên 650,000 TEUs/năm khi bãi sau cảng Nam Hải Đình Vũ hoàn thành xây dựng.

Tiềm năng tăng trưởng sản lượng khai thác của cảng Nam Hải Đình Vũ.

(1) Vị trí địa lý thuận lợi: nằm cạnh khu công nghiệp Đình Vũ- nơi tập trung nhiều doanh nghiệp FDI từ Nhật Bản và Hàn Quốc, gần hoa tiêu và cửa sông giúp giảm chi phí vận chuyển cho các chủ tàu. (2) Hệ thống giao thông phụ trợ phát triển giúp đẩy nhanh lưu lượng hàng hóa qua cảng: nằm cuối cao tốc 5B, phía Nam giáp khu đất bố trí làm ga đường sắt tiền cảng của Đình Vũ nối Hải Phòng với các ga phía Bắc và Côn Minh- Trung Quốc, giúp Nam Hải Đình Vũ tận dụng được tăng trưởng hàng hóa xuất nhập khẩu của khu vực phía Bắc.

Khả năng cạnh tranh cao so với các đối thủ trong khu vực. Chúng tôi nhận định, các đối thủ cạnh tranh chính của Nam Hải Đình Vũ là các cảng nằm phía ngoài cầu Bạch Đằng đang xây dựng và được đầu tư đồng bộ gồm: Tân Vũ, Đình Vũ, Đoạn Xá và Vip-Green port. So sánh với các cảng, Nam Hải Đình Vũ có lợi thế (1) Nằm trong chuỗi logistics lớn của công ty mẹ GMD, từ đó đảm bảo được nguồn khách hàng vào khai thác cũng như nguồn tài chính. (2) Chưa hoạt động tối đa công suất thiết kế như các cảng Đình Vũ hay Đoạn Xá (đã hoạt động vượt công suất khoảng 15-20%). (3) Vị trí cảng thuận lợi, chỉ sau Vip-Green port. Tuy nhiên Nam Hải Đình Vũ gặp những bất lợi: (1) Cạnh tranh lớn từ Vip-Green- mới đưa vào khai thác chính thức đầu năm 2016 (Vip-Green là công ty con của VSC- một trong những doanh nghiệp cảng hoạt động tốt nhất tại Hải Phòng). (2) Việc thoái vốn của nhà nước tại PHP sẽ cải thiện quản trị và nâng chất lượng phục vụ tại Tân Vũ- cảng lớn nhất tại Hải Phòng đến thời điểm hiện tại.

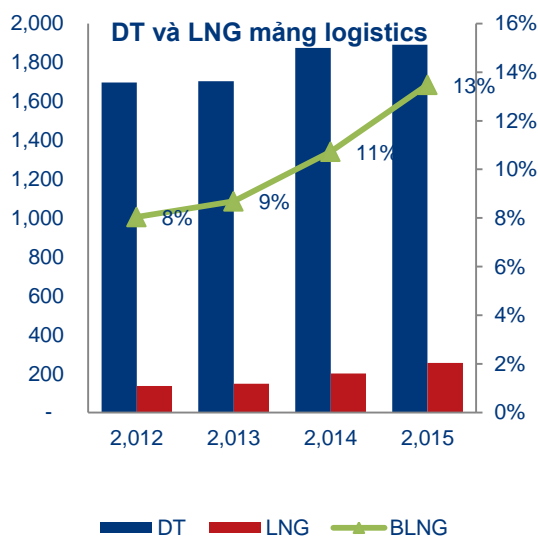


Nguồn: Google map

Cảng	Số cầu tàu	Trọng tải tàu tối đa (DWT)	Độ sâu mớn nước(m)
Đình Vũ	2	20,000	8.7
Tân Vũ	5	20,000	10.5
Hải An	1	20,000	8.7
PTSC Đình Vũ	1	20,000	8.5
Cảng Xanh	2	20,000	8
Tân Cảng 189	1	15,000	8.7
Transvina	1	12,000	7.8
Nam Hải	1	10,000	9
Hoàng Diệu	11	10,000	7.4
Chùa Vẽ	5	10,000	8.4
Đoạn Xá	1	10,000	8.4
Vip Green	2	20,000	10.5
NHDV	2	20,000	10.5

Nguồn: cảng vụ Hải Phòng

Kỳ vọng áp dụng giá sàn tại các cảng phía Bắc. Giá sàn tại khu vực sông Thị Vải đã hết hiệu lực ngày 30/6/2015. 13/7/2015, Chính phủ đã đồng ý giao bộ tài chính và giao thông vận tải tiếp tục thực hiện giá sàn tại khu vực Cái Mép-Thị Vải đến ngày 30/7/2017 và nghiên cứu áp dụng tại



Nguồn: GMD

các cảng phía Bắc, giảm tình trạng giảm giá dịch vụ cảng để tăng khả năng cạnh tranh.

Nam Hải Đình Vũ hưởng chính sách thuế ưu đãi 0% đến năm 2018, và hưởng 5% trong 10 năm tiếp theo.

Gemalink, động lực tăng trưởng dài hạn mảng cảng biển. Cảng Gemalink là dự án cảng có quy mô lớn nhất trong cụm cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải với tổng diện tích lên tới 72ha, chiều dài cầu bến chính là 1.150m và bến tàu feeder là 370m. Giai đoạn 1 của dự án bao gồm cầu bến chính dài 800m cho tàu mẹ và bến tàu feeder dài 260m trên diện tích kho bãi 33ha. Khả năng xếp dỡ của cảng trong giai đoạn 1 là 1,2 triệu Teus/năm. Do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu, Gemadept đã chủ động giãn tiến độ thi công của dự án Cảng nước sâu Gemalink Cái Mép từ tháng 01/2012 và chọn phương pháp gia tải tự nhiên để tiết kiệm chi phí. Hiện nay dự án đã thực hiện được 39%. Chúng tôi nhận định, Gemalink sẽ trở thành động lực tăng trưởng trong trung dài hạn nhờ (1) Chính sách di dời các cảng trong nội thành thành phố Hồ Chí Minh, giảm ách tắc và tăng lưu lượng hàng hóa qua khu vực Cái Mép. (2) Lưu lượng hàng hóa thông qua dự báo tăng nhanh khi các hiệp định thương mại tự do đi vào hiệu lực như TPP, AEC...(3) Hoàn thiện cơ sở hạ tầng phụ trợ, đường bộ giúp tăng tính liên kết của khu cảng Cái Mép với các khu công nghiệp.

Dịch vụ logistics.

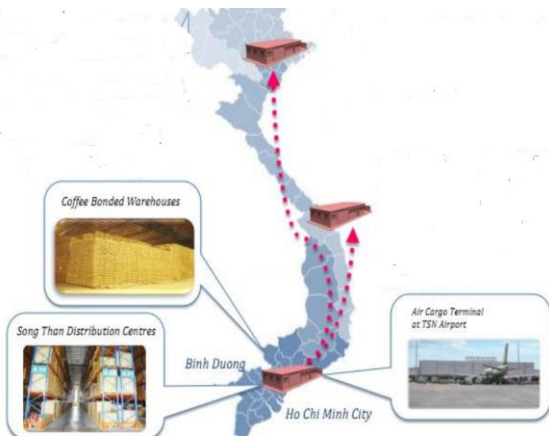
GMD cung cấp khá đầy đủ các mắt xích trong chuỗi logistics từ vận tải hàng hóa, kho vận, cảng hàng không đến đại lý giao nhận.

Kết quả kinh doanh 2015. DTT năm 2015 đạt 1,891 tỷ (+0.9%yoy), LNG đạt 255 tỷ (+27%yoy). Nguyên nhân chính: (1) giá cước vận tải biển giảm.(2) Các kho DC1 và DC2 đã hoạt động đầy công suất từ năm 2014 nên không còn tiềm năng tăng trưởng. (3) DC3 mới được đưa vào sử dụng quý 3/2015.

Hoạt động kho DCs. GMD thực hiện lưu kho hàng hóa, đóng gói bao bì, dán nhãn, bốc xếp tại kho... Khoảng 1-2 năm gần đây, ngoài các hoạt động truyền thống, GMD mở rộng sang mảng 3PL logistics, chủ yếu phục vụ các mặt hàng: hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), thực phẩm và đồ uống (F&B), bán lẻ, hàng công nghệ và điện tử tiêu dùng và thời trang.

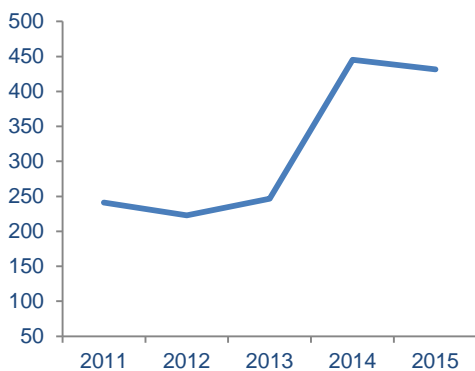
Tên	Vị Trí	Diện tích (m2)	Sức chứa
DC 1	KCN Sóng Thần 1- Bình Dương	8,800	N/A
DC 2	KCN Sóng Thần 1- Bình Dương	24,000	60,000 Pallet
DC 3	Bình Dương	11,000	18,300 pallet
DC 4	Hải Dương	10,000	N/A
Kho Lạnh	Hậu Giang	15,000	50,000 Pallet

Nguồn: GMD



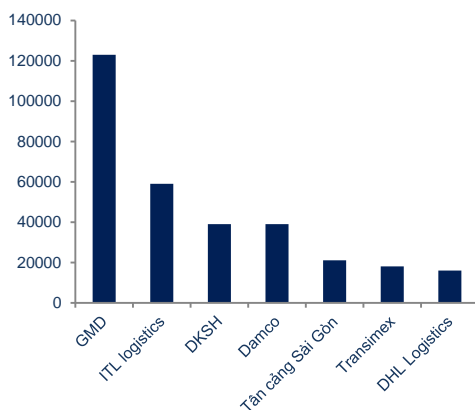
Nguồn: GMD

Hàng tồn kho MPC



Nguồn: MPC

So sánh DCs các công ty



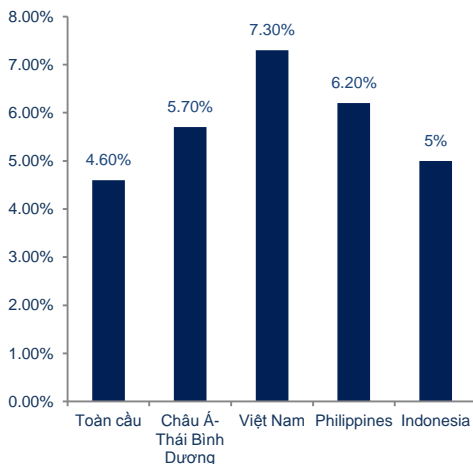
Nguồn: dữ liệu các công ty

- **Nguồn cầu tăng từ tăng trưởng ngành bán lẻ hàng điện tử, thực phẩm, tiêu dùng thiết yếu.** Với trên 90 triệu dân, mức sống tăng, thị trường bán lẻ tại Việt Nam có nhiều tiềm năng tăng trưởng nhanh. Theo quy hoạch của bộ Công Thương, đến năm 2020 cả nước sẽ có khoảng 1.200 – 1.500 siêu thị, tức là cần thêm 550 siêu thị so với hiện tại, 180 trung tâm thương mại và 157 trung tâm mua sắm.
- **Tiềm năng từ DC lạnh.** Tháng 5/2015, GMD hợp tác với MPC xây dựng kho lạnh tại khu công nghiệp Sông Hậu- Hậu Giang với tổng vốn 670 tỷ (GMD góp 51%). Giai đoạn 1 của dự án đang trong quá trình xây dựng với chi phí dự kiến khoảng 400 tỷ đồng, gồm có kho lạnh công suất 50,000 pallets đi vào hoạt động quý 3/2016 và kho lưu trữ hàng khô diện tích 15,000 m2 đi vào hoạt động quý 1/2017. Trong giai đoạn 1, MPC đảm bảo 60% công suất hoạt động kho lạnh. Giai đoạn 2 GMD xem xét phát triển một cảng nhỏ tại khu vực tùy theo lượng hàng hóa và nhu cầu thị trường. Chúng tôi cho rằng MPC có thể thực hiện được cam kết do (1) MPC là nhà xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam với DTT 2015 đạt 12,472 tỷ. (2) Do giá tôm thế giới giảm mạnh, lượng hàng tồn kho của MPC tăng nhanh, tăng nhu cầu kho lạnh.
- **Giá trị gia tăng lớn từ mảng logistics 3PL nhờ** (1) GMD có lợi thế sở hữu khối tài sản trong hầu hết các khâu của một chuỗi logistics, hạn chế phần dịch vụ thuê ngoài tăng tính chủ động cho quản trị hàng tồn kho và dự báo thời gian vận chuyển. (2) Tăng trưởng từ các ngành điện tử, FMCG tạo nguồn cầu cho các hoạt động logistics đòi hỏi trình độ công nghệ của 3PL logistics. (3) Tiếp thu trình độ công nghệ, quản lý từ các đối tác từ Nhật Bản, Đức.
- **GMD sở hữu DCs lớn nhất, nằm trên cả nước, cạnh các KCN lớn.** So với ITL logistics, diện tích kho của GMD lớn hơn ~2 lần, tăng sức mạnh cạnh tranh của GMD so với các đối thủ. Thêm vào đó, với hệ thống kho trên cả 3 miền, GMD có khả năng phục vụ các khách hàng lớn như P&G, Unilever, Masan... , những khách hàng có hệ thống nhà máy và thị trường tiêu thụ trải rộng trên cả nước. Thêm vào đó, vị trí các DCs nằm cạnh các khu công nghiệp lớn như Sóng Thần 1- Bình Dương, Đại An- Hải Dương giúp kho DCs tiếp cận các nguồn cầu tại đây.
- **Đa dạng hóa khách hàng giúp giảm áp lực giảm giá dịch vụ.** Hiện nay, GMD có 4 khách hàng lớn là Sam Sung , Kinh Do, Masan và Vinamilk. Trong đó khách hàng lớn nhất là Samsung chỉ chiếm khoảng 5-10% tổng công suất các DCs của GMD.
- **Rủi ro cạnh tranh từ các hãng logistics lớn nước ngoài** trong mảng logistics 3PL do bất lợi về trình độ công nghệ và nhân công. Chúng tôi lưu ý, 3PL là mảng logistics không đòi hỏi sở hữu lớn tài sản mà chủ yếu sử dụng tiến bộ công nghệ, quản lý.

Hoạt động vận tải biển. Hiện tại, GMD đang sở hữu 4 tàu biển và 14 phà sông, hoạt động chủ yếu trên tuyến Việt Nam- Cambodia và tuyến liên Á với sản lượng 2014 đạt 205,448 TEUs. Chúng tôi cho rằng vận tải biển chỉ đóng vai trò hoàn thiện chuỗi logistics mà GMD cung cấp, tiềm năng tăng trưởng không cao do (1) Chỉ số BDI đã xuống đến mức thấp nhất trong lịch sử và chưa có dấu hiệu phục hồi. Ngày 21.3.2016, BDI đóng cửa tại mức giá 398 điểm. (2) Vận tải biển nội địa cạnh tranh cao với việc chuyển hướng kinh doanh- tập trung thị trường nội địa của nhiều hãng tàu

Chỉ số BDI


Nguồn: Bloomberg

Dự báo tăng trưởng hàng không 2014-2034


Nguồn: IATA



Nguồn: Bloomberg

mạnh như VOS, HAH. (3) Hiệu suất sử dụng đội tàu đã gần đạt 100%.

Thống kê đội tàu

Tên	Công suất (TEU)	Hiệu suất sử dụng 2014
Pacific Gloria	699	96.40%
Pacific Pearl	699	93%
Pacific Grace	836	87.40%
Pacific Express	749	74.20%

Nguồn: GMD

Mảng cảng hàng không: cảng SCSC, là hợp tác của GMD với Tổng công ty cảng hàng không Việt Nam và A41 JSC và một số nhà đầu tư khác, trong đó GMD góp vốn lớn nhất 29%. Năm 2015, lợi nhuận từ SCSC chiếm ~90% tổng lợi nhuận thu được từ công ty liên doanh liên kết. Trong giai đoạn 2010-2014, sản lượng thông qua đạt tốc độ tăng trưởng CAGR là 63% khi chỉ mới được đưa vào hoạt động năm 2009. Chúng tôi cho rằng cảng hàng không sẽ đóng góp đáng kể cho lợi nhuận từ liên doanh liên kết của GMD trong thời gian tới do: (1) Ngành hàng không Việt Nam được dự báo tăng trưởng tốt nhất khu vực. (2) Công suất hoạt động mới đạt khoảng 24% năm 2014 sau hơn 6 năm đưa vào khai thác. (3) Giúp GMD tận dụng vận chuyển những hàng giá trị cao như điện tử, điện thoại với biên lợi nhuận cao, khoảng 60-66%.

Mảng kinh doanh bất động sản.

GMD hiện tại đang sở hữu 3 dự án bất động sản là Gemadept Tower, Saigon Gem và khu phức hợp Vieng Chăn- Lào. Đầu năm 2014, GMD đã bán 85% cổ phần tòa nhà Gemadept Tower thu về 570 tỷ lợi nhuận. 2 dự án Saigon Gem và Vieng Chăn- Lào còn đang trong giai đoạn hoàn thiện thủ tục. Theo ban quản trị GMD, GMD sẽ dần thoái vốn 15% tòa nhà Gemadept Tower năm 2016 và 2 dự án còn lại sau khi hoàn thành thủ tục. Mặc dù thị trường bất động sản đang tăng trưởng nhanh, 2 dự án Saigon Gem và Vieng Chăn-Lào nằm ở vị trí đẹp, chúng tôi cho rằng chủ trương thoái vốn của GMD hợp lý do: (1) GMD không có kinh nghiệm về xây dựng, kinh doanh khai thác bất động sản. (2) Có thêm nguồn lực tập trung vào mảng có nhiều kinh nghiệm quản lý, khai thác là cảng biển và logistics. Chúng tôi lưu ý, GMD đang cần nhiều vốn xây dựng cảng Gemalink (hoàn thành 39%) và Hoa Sen, và mở rộng hệ thống kho bãi.

Mảng trồng rừng cao su.

Cuối năm 2015, GMD đã đầu tư ~1,351 tỷ (khoảng 15.5% TTS) vào dự án trồng rừng cao su tại Campuchia. Dự án bao gồm 30,000 ha đất trồng rừng cao su, trong đó 10,000 ha đã được gieo trồng. GMD kế hoạch trồng thêm khoảng 1,000 ha mỗi năm. GMD dự tính dự án sẽ đem lại doanh thu vào năm 2017. Giống với mảng bất động sản, GMD cũng đang có kế hoạch thoái vốn một phần khi tìm được nhà đầu tư chiến lược. Đánh giá dự án trồng rừng cao su của GMD, chúng tôi cho rằng:

Có thể ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan năm 2017 do giá cao su quay lại đà phục hồi nhờ (1) nguồn cung thế giới dự báo giảm do các quốc gia lớn có chính sách kìm hãm sản lượng. (2) Tồn kho cao su thế giới giảm đáng kể còn 1.84 triệu tấn tháng 10/2015 từ 2.06 triệu tấn cuối năm 2014. (3) Ngành ô tô Mỹ dự báo tăng trưởng nhanh năm 2016 nhờ giá dầu rẻ và cải thiện thị trường lao động.

Khu đất trồng có giá trị cao. Do Campuchia ngừng cấp quyền sử dụng

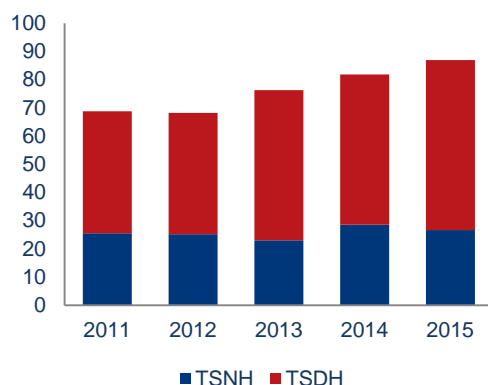
đất cho nhà đầu tư nước ngoài, GMD là một trong số ít nắm quyền sử dụng quỹ đất lâu năm, đem lại giá trị cao cho GDM nếu như thực hiện thoái vốn.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

	2011	2012	2013	2014	2015
Tăng trưởng					
TTS	6,868,900	6,822,403	7,626,046	8,179,782	8,693,551
%yoy		-1%	12%	7%	6%
DTT	2,382,021	2,580,465	2,525,138	3,012,605	3,582,351
%yoy		8%	-2%	19%	19%
LNST	14,704	114,502	203,952	564,932	460,454
%yoy		679%	78%	177%	-18%
LNST/DT	1%	4%	8%	19%	13%
Cơ cấu vốn/Tài sản					
Vay/VCSH	0.56	0.50	0.60	0.61	0.61
TSNH/TTS	0.37	0.37	0.30	0.35	0.31
TSDH/TTS	0.63	0.63	0.70	0.65	0.69
Năng lực hoạt động					
Số ngày tồn kho		15.92	17.26	17.95	16.13
Số ngày phải trả		36.87	39.64	39.47	41.05
Số ngày phải thu		158.95	159.03	127.07	129.81
Thanh khoản					
Thanh toán hiện thời	1.86	2.29	2.02	2.44	1.84
Thanh toán nhanh	1.79	2.21	1.92	2.36	1.76
Thanh toán bằng tiền mặt	0.86	0.99	0.90	1.32	0.68
Khả năng sinh lời					
EPS		948	1,680	4,572	3,356
BLN gộp	16%	18%	18%	21%	27%
BLN trước thuế	1%	6%	8%	23%	14%
ROA	0.21%	1.68%	2.67%	6.91%	5.30%
ROE	0.34%	2.61%	4.55%	11.58%	8.55%

Nguồn: BCTC GMD

Cơ cấu TS



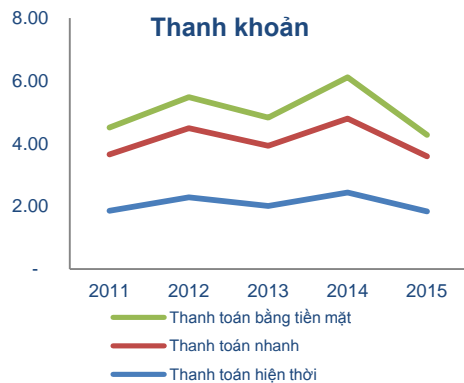
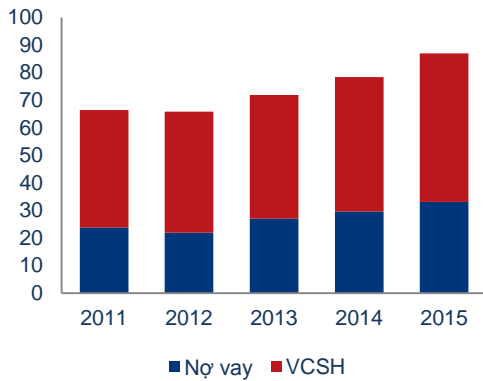
Cơ cấu tài sản. Trong giai đoạn 2011-2015, tổng tài sản tăng với CAGR bằng 0.8%, với cơ cấu TSDH/TTS khá ổn định, dao động khoảng 50%. Đáng chú ý, đến năm 2015, GMD có nhiều tài sản chưa tạo ra doanh thu là: 50% vốn góp vào cảng Cái Mép, Gemadept- Terminal Link trị giá ~ 1,395 tỷ (chiếm 16.3% TTS), đầu tư rừng cao su tại Campuchia với tổng vốn 1,268 tỷ (chiếm 15% TTS). Điều này tác động giảm đáng kể lên các chỉ số đánh giá khả năng sinh lời của GMD như ROA (nếu như loại trừ giá trị TS này, ROA của GMD 2015 đạt 7.6%).

Cơ cấu nguồn vốn. Tỷ trọng vốn chủ sở hữu trên tổng nguồn vốn luôn dao động trong khoảng 62%, phù hợp với đặc thù hoạt động sản xuất kinh doanh của GMD là khai thác cảng biển và logistics. Tương tự, việc đầu tư chưa hiệu quả một lượng lớn vốn vào khu vực cảng tại Cái Mép và rừng cao su tác động tiêu cực tới ROE của GMD.

Thanh khoản có xu hướng giảm. Trong giai đoạn 2011-2015, các chỉ số đo mức độ thanh khoản của GMD đều có xu hướng giảm dần. Cụ thể thanh toán hiện thời đã giảm từ 2.44 năm 2014 xuống còn 1.84 năm 2015. Tuy nhiên các chỉ số này vẫn ở mức trên 1 và ở mức trung bình ngành.

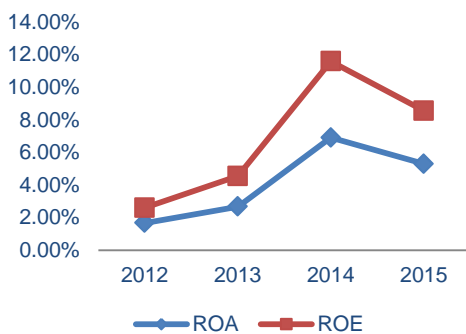
Khả năng sinh lời giảm mạnh từ 11.58% năm 2014 xuống còn 8.55% năm 2015. Nguyên nhân chủ yếu do trong năm 2014, GMD ghi nhận ~570

Cơ cấu nguồn vốn



Nguồn: GMD

Khả năng sinh lời



Nguồn: GMD

tỷ khoản doanh thu bất thường từ việc bán 85% cổ phần tại tòa nhà Gemadept Tower, làm cho EBIT/DT giảm mạnh từ 0.27 xuống còn 0.17. Ngoài ra, so với trung bình ngành, ROE và ROA của GMD nằm ở mức thấp (trung bình ngành ROE, ROA lần lượt ở mức 21% và 15.27%) do cơ cấu tài sản của GMD còn nhiều tài sản chưa tạo ra doanh thu. Với kế hoạch thoái vốn tại rừng cao su và đầu tư đưa vào khai thác cảng Gemanlink, chúng tôi cho rằng ROA và ROE của GMD sẽ cải thiện đáng kể trong thời gian tới.

Phương trình Dupont				
	2012	2013	2014	2015
EAT/EBT	0.77	0.99	0.81	0.92
EBT/EBIT	0.51	0.64	0.86	0.81
EBIT/DT	0.11	0.13	0.27	0.17
DT/TTS	0.38	0.33	0.37	0.41
TTS/VCSH	1.55	1.70	1.68	1.61

Nguồn: GMD, BSC tổng hợp

Rủi ro pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi của VIG. Ngày 18/6/2012, GMD vay chuyển đổi thành cổ phiếu của Vietnam Investment Fund II 40 triệu USD trong vòng 5 năm, lãi suất 6%/ năm. Điều khoản hợp đồng cho phép VIG chuyển toàn bộ hoặc 1 phần khoản vay gồm cả gốc và lãi thành cổ phiếu phổ thông của GMD sau 1 năm hợp đồng được ký hợp lệ. Giá chuyển đổi là 88% trung bình giá thị trường của cổ phiếu trong 1 tháng trước thời điểm phát hành- tương đương với giá chuyển đổi khoảng 19,397 đồng/ cổ phiếu. Cổ phiếu GMD đang giao dịch tại ngày 18/3/2016 tại mức giá 39,900 đồng/ cổ phiếu, cao hơn 106% so với giá chuyển đổi.

Dự báo số cổ phiếu thường phát hành thêm

	2016	2017
Số lượng cổ phiếu chuyển đổi	60,388,535	62,200,192
Giá chuyển đổi	19,397	19,397
EPS cơ bản	3,910	4,303
EPS sau chuyển đổi	2,859	2,822

Nguồn: GMD, BSC dự báo

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Doanh thu: Tổng doanh thu năm 2016 đạt 3,954 tỷ (+10%yoy), trong đó doanh thu từ mảng dịch vụ cảng đạt 1,699 tỷ (+54%yoy) nhờ cảng Nam Hải Đình Vũ dự báo đạt sản lượng 600,000 TEU (+21.2%yoy) tương ứng với khoảng 120% công suất thiết kế nhờ tăng trưởng nhanh lưu lượng hàng hóa qua khu vực Hải Phòng và khả năng cạnh tranh cao của Nam Hải Đình Vũ. Doanh thu từ mảng logistics đạt 2,118 tỷ (+12%yoy) nhờ các kho DC3 và DC4 hoạt động cả năm thay vì 5 tháng như trong năm 2015 và giai đoạn 1 kho lạnh được đưa vào hoạt động từ quý 3/2016.

Trong đó, DT từ vận tải biển ước đạt 824 tỷ (+2%yoy), DT từ kho bãi đạt 1,232 tỷ (+14%yoy)

Biên lợi nhuận gộp năm 2016 đạt 25.33%, trong đó mảng dịch vụ cảng biển đạt 39%, thấp hơn so với năm 2015 ở mức ~42% do chúng tôi thận trọng loại bỏ ảnh hưởng của mảng container lạnh. Mảng logistics đạt biên lợi nhuận khoảng 13.48% nhờ tăng trưởng của mảng logistics 3PL và kho lạnh.

Chi phí lãi vay ở mức tương đương so với năm 2015 do GMD không có kế hoạch vay nợ lớn trong năm (vay ngắn hạn dự báo biến động theo biến động của tổng tài sản). Lãi suất vay trung bình ~6%/năm

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp dự báo biến động theo biến động của tổng doanh thu- tăng 10%.

Lãi từ công ty liên kết đạt 51 tỷ nhờ đóng góp đáng kể của SCSC. Chúng tôi dự báo, năm 2016 SCSC đạt doanh thu 365 tỷ (+7%yoy) tương đương với tăng trưởng ngành hàng không Việt Nam dự báo bởi IATA.

Lợi nhuận trước thuế năm 2016 đạt 583 tỷ (+17%yoy)

Định giá cổ phiếu.

Chúng tôi sử dụng phương pháp bội số giá gồm 3 chỉ số P/E, P/B và EV/EBITDA để ước tính giá trị hợp lý trên một cổ phiếu của GMD do (1) GMD là doanh nghiệp có nhiều tài sản chiếm tỷ trọng lớn chưa tạo ra doanh thu. (2) Rủi ro lớn trong việc ước tính giá trị hợp lý của các phần tài sản mà GMD dự định bán trong thời gian tới.

Đối với bội số giá P/E, giá trị hợp lý cổ phiếu GMD là 40,741 đồng/cp, với P/E bằng mức trung bình ngành 10.4x, EPS 2016 dự báo đạt 3,910 đồng/cp

Đối với phương pháp P/B, giá trị hợp lý 1 cổ phiếu GMD là 56,237 đồng với giả định P/B đạt 1.1x, BVPS năm 2016 đạt 55,436 đồng/cp

Đối với phương pháp EV/EBITDA, giá 1 cổ phiếu GMD là 41,655 đồng với giả định EV/EBITDA đạt 6.75x, EBITDA năm 2016 đạt 950 tỷ đồng.

	Tỷ trọng	Giá ước tính
P/E	30%	40,741
P/B	30%	56,237
EV/EBITDA	40%	41,655
Giá 1 cổ phiếu		45,755

Nguồn: BSC ước tính

Quan điểm đầu tư.

Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu GMD với giá mục tiêu 1 năm là 45,755 đồng/ cổ phiếu, upside 18.23% so với mức giá giao dịch tại ngày 16/3/2016 ở mức 38,700 đồng/ cổ phiếu dựa trên phương pháp bội số giá. GMD là doanh nghiệp logistics đứng đầu ngành tại Việt Nam với tài sản kho bãi và cảng biển trải rộng cả nước. Tiềm năng tăng trưởng của GMD trong 1 năm tới dựa vào (1) Cảng Nam Hải Đình Vũ tiếp tục tăng trưởng sản lượng khai thác nhờ nằm tại vị trí thuận lợi và tăng trưởng nhanh lưu lượng hàng hóa xuất nhập khẩu qua khu vực Hải Phòng. (2)

Các kho DC vừa đưa vào hoạt động giữa và cuối năm 2015 kỳ vọng được lấp đầy trong năm 2016 nhờ tăng trưởng nhu cầu kho bãi của nền kinh tế và các khách hàng chính. Thêm vào đó, kho lạnh hợp tác với thủy sản Minh Phú được đưa vào hoạt động quý 3/2016 sẽ là động lực tăng trưởng cho GMD cho quý 4/2016 và các năm sau đó. (3) Thoái vốn tại các dự án bất động sản và rừng cao su tạo dòng tiền đầu tư vào các hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư

Lê Thị Hải Đường

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích

Trần Thăng Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chép hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.