

Ngành Logistics

Báo cáo cập nhật

6 tháng 5, 2016

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng(VND) **47.700**

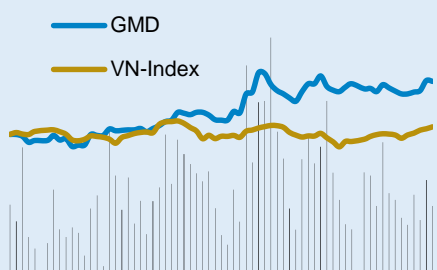
Giá thị trường (6/5/2016) 41.200

Lợi nhuận kỳ vọng (%) **+15,8%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	27.550-43.000
Vốn hóa	4.729 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	119.777.919 CP
KLGD bình quân 10 ngày	264.005 CP
% sở hữu nước ngoài	20,40%
Room nước ngoài	20,40%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/A
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/A
Beta	0,83

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1M	3M	6M
GMD	-2,8%	6,5%	1,2%	1,7%
VN-Index	4,7%	6,8%	11,3%	-1,0%

Chuyên viên phân tích

Đinh Thị Thu Thảo

(84 4) 3928 8080 ext 607

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Gemadept

Ticker: GMD

Reuters: GMD.HM

Bloomberg: GMD VN

Tái khởi động dự án Gemalink nhằm đón đầu TPP và phía đối tác cam kết đủ 50-60% nguồn hàng

Tái khởi động dự án Gemalink. Gemadept đã lên kế hoạch khởi động lại dự án cảng nước sâu Gemalink tại khu vực Cái Mép - Thị Vải trong năm 2016 nhằm đón đầu TPP chính thức có hiệu lực kể từ 2018. Ngoài ra, phía đối tác CMA-CGM cũng đã cam kết cung cấp 50-60% nguồn hàng khiến cho dự án trở nên khả thi hơn rất nhiều. Gemalink là cảng nước sâu với quy mô lớn nếu hoạt động hiệu quả sẽ đem lại nhiều lợi thế cho Gemadept. Doanh nghiệp cũng chia sẻ điểm hòa vốn của Gemalink trong năm đầu tiên nếu sản lượng qua cảng đạt khoảng 50% công suất thiết kế.

Hoạt động cảng biển tiếp tục tăng trưởng nhờ cảng Nam Hải Đình Vũ mặc dù khó có đột biến từ hàng container lạnh. BVSC dự báo hoạt động cảng biển của GMD đạt 1.819 tỷ doanh thu và 751 tỷ lợi nhuận gộp, lần lượt tăng 7% và 5% so với năm 2015. Cảng Nam Hải Đình Vũ tiếp tục là nhân tố chính cho sự tăng trưởng nhờ mở rộng công suất thêm 30% và hưởng lợi từ nguồn hàng qua khu vực Hải Phòng dự báo tiếp tục tăng trưởng khoảng 15-20%.

Sau cảng biển, logistics sẽ là động lực tăng trưởng tiếp theo nhờ đầu tư thêm các DC mới. BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp hoạt động logistics năm 2016 của GMD lần lượt đạt 2.177 tỷ doanh thu (+15%yoy) và 321 tỷ lợi nhuận gộp (+35%yoy), chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng ấn tượng của các trung tâm phân phối (DC). Năm 2016, DC Hải Dương, DC 3 tại Bình Dương và DC Hậu Giang đi vào hoạt động cùng với hệ thống các DC đang hoạt động tại KCN Sóng Thần giúp doanh thu trung tâm phân phối tăng mạnh 46%, đạt 651 tỷ trong khi lợi nhuận tăng 52%, đạt 132 tỷ. Nhờ hoạt động của các trung tâm phân phối mà các hoạt động khác trong chuỗi logistics của GMD cũng sẽ được hưởng lợi khi tạo thành một chuỗi giá trị. Đây mới chính là lợi ích lâu dài mà các DC mang lại cho hoạt động kinh doanh chính của GMD.

Khả năng thoái 15% vốn tại Gemadept Tower: Với chủ trương thoái vốn ngoài lĩnh vực cốt lõi, nhiều khả năng GMD sẽ thoái nốt 15% vốn còn lại tại Gemadept Tower năm 2016, nhờ đó ghi nhận hơn 100 tỷ lợi nhuận từ chuyển nhượng vốn.

Khuyến nghị đầu tư. Chúng tôi nhận thấy Gemadept đang có những bước chuẩn bị về cơ sở vật chất nhằm đón đầu TPP chính thức có hiệu lực kể từ 2018 (cụ thể là dự án Gemalink sẽ được tái khởi động trở lại trong năm 2016). Phía đối tác CMA-CGM cũng đã cam kết đảm bảo 50-60% nguồn hàng cho Gemalink là cơ sở khiến chúng tôi tương đối tự tin về hiệu quả dự án khi đi vào hoạt động. Việc thoái vốn khỏi những lĩnh vực đầu tư không phải là hoạt động cốt lõi của Gemadept trong thời gian tới sẽ giúp công ty tập trung nguồn lực hơn cho Gemalink và các dự án đang triển khai. Cùng với những cơ sở vật chất và lợi thế sẵn có, chúng tôi cho rằng Gemadept sẽ là cổ phiếu được hưởng lợi rất nhiều trong bối cảnh Việt Nam đang ngày một hội nhập sâu rộng hơn trong các FTA. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu GMD với giá mục tiêu là **47.700 đồng/cổ phần**.

Báo cáo cập nhật Q1/2016
CƠ CẤU SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	20,4%
Khác	79,6%

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

ReCollection Pte. Ltd.	11,98%
MUTUAL FUND ELITE	7,15%
Deutsche Bank Aktiengesellschaft & Asset Management (Asia) Ltd	5,59%
PYN Elite Fund	4,77%

DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu	2.581	2.525	3.013	3.586	3.997
Giá vốn	2.125	2.080	2.388	2.640	2.925
Lợi nhuận gộp	456	445	625	947	1.072
Doanh thu tài chính	111	185	665	56	63
Chi phí tài chính	191	185	251	243	237
Lợi nhuận sau thuế	115	204	565	460	566

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015	2016F
Tiền & khoản tương đương tiền	545	470	943	905	915
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.174	1.026	1.071	1.515	1.424
Hàng tồn kho	88	113	91	107	108
Tài sản cố định hữu hình	1.745	2.030	2.203	2.159	2.094
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1.647	1.517	1.490	2.010	2.059
Tổng tài sản	6.822	7.626	8.179	8.999	9.310
Nợ ngắn hạn	1.098	1.141	1.169	1.605	1.642
Nợ dài hạn	1.092	1.564	1.791	1.779	1.729
Vốn chủ sở hữu	4.394	4.484	4.878	5.086	5.939
Tổng nguồn vốn	6.822	7.626	8.179	8.999	9.310

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	2016F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	8%	-2%	19%	19%	11%
Tăng trưởng LNST (%)	679%	78%	177%	-19%	23%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	18%	18%	21%	26%	27%
Lợi nhuận thuần biên (%)	4%	8%	19%	13%	14%
ROA (%)	2%	3%	7%	5%	6%
ROE (%)	3%	5%	12%	9%	10%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	33%	36%	36%	38%	36%
Tổng nợ/Tổng VCSH (%)	47%	55%	57%	60%	57%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	947	1.680	4.573	3.358	4.131
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	40.143	39.191	42.002	46.935	48.915

Hoạt động cảng biển tiếp tục tăng trưởng nhờ cảng Nam Hải Đình Vũ mặc dù khó có đột biến từ hàng container lạnh

Năm 2015, Cảng Nam Hải Đình Vũ ghi nhận 852 tỷ doanh thu và 467 tỷ lợi nhuận gộp, tương ứng gấp 2,7 lần và gấp 2,9 lần so với 2014, chiếm 50% doanh thu và 66% lợi nhuận gộp hoạt động cảng biển. Có 2 nguyên nhân chính dẫn tới kết quả tăng trưởng ấn tượng này:

- ❑ **Cảng hoạt động gần hết công suất.** Năm 2014, cảng Nam Hải Đình Vũ chỉ đạt khoảng 40% công suất do thời gian hoạt động khoảng một nửa năm. Năm 2015, cảng Nam Hải Đình Vũ đã hoạt động với 90% công suất thiết kế với sản lượng thông qua cảng đạt khoảng 460.000 TEU. Xét về lợi thế, Nam Hải Đình Vũ cũng có nhiều ưu điểm nổi trội hơn so với các cảng khác tại Hải Phòng về vị trí, mớn nước sâu, đón nhận được tàu có trọng tải lớn và quy mô hệ thống kho bãi rộng với sức chứa 15.000TEU, trang thiết bị phục vụ cảng hiện đại. Đây sẽ là những nhân tố hết sức thuận lợi cho Gemadept trong bối cảnh Việt Nam đang ngày càng hội nhập sâu rộng trong các FTAs.
- ❑ **Đóng góp từ container lạnh.** Trong năm 2015, có nhiều thời điểm Trung Quốc siết chặt hàng biên mậu khiến container lạnh lưu tại cảng lâu, đặc biệt vào quý 2 và quý 3, giúp cảng có thêm thu nhập từ lưu container lạnh, trong khi mảng này có biên lợi nhuận cao gấp 1,5 lần container thường do cảng chủ yếu chỉ chịu thêm chi phí cầm điện. Hơn nữa, quy mô kho bãi của các cảng lớn như Cảng Nam Hải Đình Vũ hay Cảng Hải Phòng có sức chứa container lạnh lớn nhất khu vực.

Năm 2016, chúng tôi dự báo Cảng Nam Hải Đình Vũ sẽ tiếp tục tăng trưởng dù khó còn đột biến từ lưu bãi container lạnh.

- ❑ **Tiếp tục tăng trưởng sản lượng qua cảng.** Ước tính 4 tháng đầu năm 2016, sản lượng hàng hóa thông qua cảng toàn thành phố Hải Phòng đạt 24,8 triệu tấn, tăng 12,8% so với cùng kỳ năm 2015, trong đó các cảng thuộc khu vực kinh tế ngoài nhà nước đạt 10,7 triệu tấn, tăng 15%yoy. Mức tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua khu vực cảng Hải Phòng dự kiến năm 2016 có thể đạt 15-20%, chủ yếu vẫn do nhu cầu xuất nhập khẩu hàng hóa từ khối FDI miền Bắc đón đầu làn sóng hội nhập quốc tế.
- ❑ **Tăng thêm 30% công suất.** Trung tâm Logistics Nam Hải đi vào hoạt động giúp giải phóng container ách tắc tại bãi của Nam Hải Đình Vũ, do đó cảng có thể tăng hiệu suất hoạt động và công suất thực hiện có thể lên đến 650.000 TEU. Đây sẽ là lợi thế rất lớn của Cảng Nam Hải Đình Vũ so với các cảng khác trong khu vực vì các cảng khác như Đình Vũ, Hải An, Đoạn Xá, Greenport, v.v. đều đã khai thác công suất toàn dụng và khó có thể mở rộng công suất.

Giữa việc tăng khoảng 20% sản lượng qua cảng và sản lượng container lạnh ước tính sẽ giảm một nửa, doanh thu của Cảng Nam Hải Đình Vũ năm 2016

chúng tôi ước tính đạt 942 tỷ, lợi nhuận gộp đạt 495 tỷ, lần lượt tăng 10% và 6% so với năm 2015.

DỰ BÁO DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN GỘP CỦA CẢNG NAM HẢI ĐÌNH VŨ NĂM 2016

Chỉ tiêu	2015E	2016F	%yoy	Cơ sở dự báo
Công suất thiết kế (TEU)	500.000	650.000	+30%	Trung tâm Logistics Nam Hải dự kiến đi vào hoạt động từ tháng 8/2016 với diện tích kho bãi 5 ha sẽ giảm ách tắc trong việc xếp dỡ hàng hóa cho Cảng Nam Hải Đình Vũ, nhờ đó nâng hiệu suất sử dụng cảng và nâng công suất thiết kế lên đến 650.000 TEU.
HOẠT ĐỘNG KHAI THÁC CẢNG				
Sản lượng qua cảng (TEU/năm)	460.000	550.000	+20%	Tăng trưởng sản lượng qua cảng Nam Hải Đình Vũ dự báo sẽ biến động tương đồng với sản lượng hàng hóa tại khu vực Hải Phòng. Đóng góp từ việc tăng công suất dự kiến sẽ được phản ánh vào trong quý 4/2016.
Hiệu suất cảng	92%	85%		Dựa trên công suất mới của cảng 650.000 TEU.
Giá cước bình quân (USD/TEU)	63	63	0%	Nhờ những lợi thế về vị trí, quy mô và thương hiệu, chúng tôi cho rằng Cảng Nam Hải Đình Vũ sẽ ít chịu áp lực cạnh tranh về giá và không phải giảm giá cước như các cảng khác.
Doanh thu (tỷ VND)	635	793	+25%	
Biên LN gộp	49%	49%	0%	
LN gộp (tỷ VND)	311	389	+25%	
HOẠT ĐỘNG LƯU KHO CONTAINER LẠNH				
Sản lượng container lạnh (TEU)	1.500	750	-55%	Bãi container của Cảng Nam Hải Đình Vũ có sức chứa khoảng 1.500 container lạnh và chúng tôi cho rằng khu vực chứa container lạnh đã đạt hoạt động tối đa công suất vào quý 2 và quý 3 năm 2015. Đây là thời điểm container lạnh phải lưu dài ngày tại cảng do cấm biên. Năm 2016, khả năng lưu thông hàng hóa khu vực biên giới Trung Quốc - Việt Nam sẽ trở nên ổn định hơn nên việc lưu container dài ngày tại cảng sẽ khó có đột biến như 2015. Chúng tôi giả định số container lạnh lưu kho sẽ trở về mức 50% con số của năm 2015, là mức ổn định hàng năm.
Số ngày lưu kho	180	180	0%	BVSC giả định số ngày container lạnh nằm tại bãi chỉ diễn ra vào khoảng quý 2+3, là mùa cao điểm hay diễn ra những biến động trong chính sách biên mậu của Việt Nam và Trung Quốc.
Giá cước bình quân (USD/TEU/giờ)	1,49	1,49	0%	Chúng tôi giả định giá cước tới cuối năm sẽ được giữ nguyên so với thời điểm hiện tại, theo đó: <ul style="list-style-type: none"> ☐ Phí nâng/hạ, chuyển container lạnh ra khu vực có điện để chủ hàng kiểm tra trước khi giao cho chủ hàng đóng hàng: 1.155.000 triệu/container 20', 1.650.000 VND/container 40'. ☐ Phí điện và vận hành dành cho container lạnh: 28.000 đồng/giờ/container 20'; 50.000 đồng/giờ/container 40'.

Báo cáo cập nhật Q1/2016

Doanh thu (tỷ VND)	217	148	-32%
Biên LN gộp	72%	72%	0%
LN gộp (tỷ VND)	156	107	-32%
TỔNG HỢP DỰ BÁO KQKD CỦA CẢNG NAM HẢI ĐÌNH VŨ			
Doanh thu (tỷ VND)	852	942	+10%
LN gộp (tỷ VND)	467	495	+6%
Biên LN gộp	54,8%	52,6%	-

Cảng Nam Hải dự kiến tiếp tục vượt 1,5 lần công suất thiết kế. BVSC dự báo năm 2016, sản lượng qua cảng Nam Hải có thể đạt mức tương đương năm 2015, đạt 230.000 TEU, bằng 1,5 lần công suất thiết kế nhờ vào nhu cầu xuất nhập khẩu qua cảng khu vực phía bắc cao và nguồn khách hàng đa dạng từ GMD. Tuy nhiên, do áp lực cạnh tranh của các doanh nghiệp cảng khu vực Hải Phòng, cảng Nam Hải có thể phải giảm giá dịch vụ khoảng 5-7%. Qua đó, cảng Nam Hải có thể đạt 306 tỷ doanh thu và 141 tỷ lợi nhuận gộp.

DỰ BÁO DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN GỘP CỦA CẢNG NAM HẢI NĂM 2016				
Chỉ tiêu	2015E	2016F	%yoy	Cơ sở dự báo
Công suất (TEU)	150.000	150.000	0%	
Sản lượng qua cảng (TEU/năm)	230.000	230.000	0%	Lo ngại về Cảng Nam Hải Đình Vũ có thể ảnh hưởng đến sản lượng của Cảng Nam Hải là khó xảy ra do đối tượng khách hàng của hai cảng khác nhau. Cảng Nam Hải chỉ đón các tàu có trọng tải 10.000DWT trong khi Nam Hải Đình Vũ có khả năng đón nhận các tàu 30.000DWT.
Hiệu suất cảng	153%	153%	0%	
Giá cước bình quân (USD/TEU)	61	58	-5%	BVSC giả định giá cước xếp dỡ, lưu kho của Cảng Nam Hải sẽ giảm 5-7% trong năm 2016 do cạnh tranh gay gắt của ngành khiến các cảng kém lợi thế về vị trí như Nam Hải phải giảm giá cước.
Doanh thu (tỷ VND)	308	306	-1%	
Biên lợi nhuận gộp	46%	46%	0%	Do Cảng Nam Hải đã đi vào giai đoạn hoạt động ổn định nên biên lợi nhuận sẽ được duy trì ở mức tương đương các năm trước.
LN gộp (tỷ VND)	142	141	-1%	

Hoạt động của ICD Phước Long duy trì ổn định, Dung Quất tiếp tục tăng trưởng nhờ tiếp tục nâng cấp để đón tàu tải trọng lớn hơn. Hoạt động của hai cảng này chỉ đóng góp khoảng 25% tỷ trọng doanh thu của GMD trong năm 2015. BVSC dự báo năm 2016 doanh thu và lợi nhuận của Cảng Phước Long sẽ lần lượt đạt 468 tỷ và 47 tỷ, Cảng Dung Quất sẽ đạt 105 tỷ doanh thu và 68 tỷ lợi nhuận gộp.

DỰ BÁO DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN GỘP CỦA CẢNG PHƯỚC LONG NĂM 2016

Chỉ tiêu	2015E	2016F	%yoy	Cơ sở dự báo
Công suất (TEU)	500.000	500.000	0%	
Sản lượng qua cảng (TEU/năm)	450.000	459.000	2%	
Hiệu suất cảng	90%	92%	2%	Cảng Phước Long đã đi vào hoạt động ổn định trong 10 năm với mức sản lượng trung bình trong các năm gần đây đạt khoảng 400.000 TEU/năm và mỗi năm tăng khoảng 2% công suất thiết kế.
Giá cước trung bình (USD/TEU)	44,36	44,50	0,3%	Giá cước năm 2016 được giả định bằng bình quân giá cước 3 năm gần nhất của ICD Phước Long.
Doanh thu (tỷ VND)	448	468	4,3%	
Biên LN gộp	10%	10%	0%	Biên lợi nhuận của cảng Phước Long được duy trì ổn định mức 10%
LN gộp (tỷ VND)	45	47	4,3%	

DỰ BÁO DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN GỘP CỦA CẢNG DUNG QUẤT NĂM 2016

Chỉ tiêu	2015E	2016F	%yoy	Cơ sở dự báo
Công suất (tấn)	2.000.000	2.000.000	0%	
Sản lượng qua cảng (tấn)	1.500.000	1.650.000	+10%	Được đưa vào khai thác từ năm 2008, đến 2014 cảng Dung Quất được nâng cấp để đón nhận tàu có trọng tải đến 70.000DWT, giúp tăng hiệu suất sử dụng cảng. Do vậy BVSC ước tính sản lượng qua cảng Dung Quất năm 2016 sẽ tăng trưởng 10%, mức tăng trưởng tương đương năm 2015.
Hiệu suất cảng	75%	83%	8%	
Giá cước (USD/tấn)	2,71	2,71	0%	Mức độ cạnh tranh cảng tại khu vực miền Trung không cao và khu vực này vẫn chưa thu hút được nhiều hàng hóa nên chúng tôi giả định giá cước không có sự tăng trưởng trong năm 2016.
Doanh thu (tỷ VND)	91	105	15%	
Biên LN gộp	65%	65%	0%	Biên lợi nhuận của cảng Dung Quất được duy trì ổn định ở mức 65%, tương đương năm 2014-2015
LN gộp (tỷ VND)	59	68	15%	

Tổng kết dự báo hoạt động khai thác cảng biển của GMD năm 2016. Như vậy, động lực tăng trưởng cho lĩnh vực cảng biển của Gemadept vẫn chủ yếu đến từ Cảng Nam Hải Đình Vũ. BVSC dự báo năm 2016, lĩnh vực cảng biển của GMD sẽ đạt 1.819 tỷ doanh thu (+7%yoy) và 751 tỷ lợi nhuận gộp (+5%yoy).

TỔNG HỢP DỰ BÁO LĨNH VỰC KHAI THÁC CẢNG BIỂN			
Chỉ tiêu (đơn vị: tỷ đồng)	2015E	2016F	%yoy
Doanh thu	1.700	1.819	+7%
- Cảng Phước Long	448	468	+4%
- Cảng Nam Hải	308	306	-1%
- Cảng Nam Hải Đình Vũ	852	942	+10%
- Cảng Dung Quất	91	105	+15%
Lợi nhuận gộp	713	751	+5%
- Cảng Phước Long	45	47	+4%
- Cảng Nam Hải	142	141	-1%
- Cảng Nam Hải Đình Vũ	467	495	+6%
- Cảng Dung Quất	59	68	+15%

Sau cảng biển, logistics sẽ là động lực tăng trưởng tiếp theo nhờ đầu tư thêm các DC mới

Tiếp tục đầu tư mạnh mẽ cho các DC. Các trung tâm phân phối (DC) chính của GMD bao gồm: DC 1, 2 và 3 tại KCN Sóng Thần - Bình Dương, DC Hải Dương và DC Hậu Giang. Trong đó DC3 và DC Hải Dương đã đi vào hoạt động trong năm 2015. DC Hậu Giang sẽ đi vào hoạt động từ quý 3/2016 hứa hẹn sẽ thúc đẩy tăng trưởng của lĩnh vực logistics từ năm 2016.

Công suất thiết kế:

Doanh thu phí dịch vụ của các DC sẽ bao gồm diện tích các cracking và diện tích khu vực chứa hàng ngoài cracking. Đối với khu vực ngoài cracking trong DC, chúng tôi giả định Gemadept sẽ dành 50% diện tích cho việc di chuyển xe nâng hạ và 50% còn lại chứa hàng hóa. 1 pallet được quy đổi thành 1,5m². Riêng đối với DC Hải Dương là kho trần chứa hàng hóa nên diện tích tính phí sẽ tương đương với diện tích của kho chứa.

THÔNG TIN CÁC TRUNG TÂM PHÂN PHỐI CỦA GEMADEPT								
Trung tâm phân phối (DC)	Vị trí	Năm hoạt động	Diện tích (m2) (1)	Số cracking (tầng) (2)	Sức chứa (pallet) (3)	Diện tích sàn pallet (m ²) (4)=(3)/(2)*1,5	Diện tích chứa hàng ngoài cracking (m ²) (5)=50%*[(1)-(4)]	Diện tích tính phí (m ²) (6)=(2)*(4)+(5)
DC1	Bình Dương	2011	8.800	5	10.000	3.000	2.900	17.900
DC2	Bình Dương	2012	24.000	7	60.000	12.857	5.571	95.571
DC3	Bình Dương	11/2015	11.000	8	18.300	3.431	3.784	31.234
DC Hải Dương	Hải Dương	07/2015	10.000	-	-	-	-	10.000
DC Hậu Giang	Hậu Giang	Q3/2016	15.000	8	50.000	9.375	2.813	85.000

Công suất thực hiện:

Đối với các DC cũ của Gemadept, BVSC cho rằng sẽ duy trì công suất thực hiện ở mức 100% . DC Hải Dương và DC3 mới đi vào hoạt động từ 2015 nên được giả định sẽ hoạt động lần lượt ở mức 70% và 80%.

Đối với DC Hậu Giang giai đoạn 1 của dự án sẽ bao gồm cụm kho lạnh diện tích 30.000m² đi vào hoạt động từ quý 3/2016 và một nhà kho thường 15.000m² hoạt động từ quý 1/2017. Đây là dự án được hợp tác bởi Gemadept (51%) và Tập đoàn Minh Phú (49%). Minh Phú là doanh nghiệp lớn nhất trong số 54 doanh nghiệp xuất khẩu tôm và có thể đảm bảo 60% nguồn hàng hàng năm tại DC Hậu Giang của GMD. Năm 2016, kho lạnh tại DC Hậu Giang nhiều khả năng sẽ vận hành với 30% công suất (cho nửa cuối năm) và chủ yếu phục vụ nguồn hàng tôm đông lạnh của Minh Phú.

Tổng công suất thực hiện các DC năm 2016 = \sum (Diện tích tính phí mỗi DC * Công suất thực hiện năm 2016). Qua đó, chúng tôi tính được công suất thực hiện mảng DC của GMD năm 2016 vào khoảng **230.459m²**.

CÔNG SUẤT VÀ TỶ TRỌNG ĐÓNG GÓP CỦA CÁC DC				
DC	Công suất thực hiện 2016E	Tỷ trọng doanh thu		
		2015E	2016F	
DC cũ	100%	89%	78%	
DC3	80%	9%	10%	
DC Hải Dương	70%	2%	1%	
DC Hậu Giang	30%	0%	11%	

Vòng quay hàng hóa:

Đối với hàng hóa tại các trung tâm phân phối, theo thời gian lưu trữ tại kho có thể phân loại thành hai mặt hàng: FMCG và hàng thường. Do tính chất hạn sử dụng ngắn, cần tiêu dùng nhanh mà hàng FMCG có thời gian lưu kho ngắn thường từ 30-45 ngày (tương đương 8-12 vòng/năm) trong khi hàng thường có thể lưu kho trong thời gian lâu hơn từ 45-60 ngày (6-8 vòng/năm). Căn cứ vào các khách hàng lớn của GMD, có thể thấy hơn 90% hàng hóa qua các DC là hàng FMCG do đó BVSC giả định vòng quay hàng hóa của các DC năm 2016 là 12 vòng và đối với kho lạnh của DC Hậu Giang là 7 vòng/năm.

Giá dịch vụ:

Hai loại phí chính của các DC là phí lưu kho và phí xếp dỡ. Phí lưu kho được tính theo đơn vị diện tích của hàng hóa (m²) và theo khảo sát của BVSC, phí lưu kho cho 1m² vào khoảng 4 USD/m²/tháng đối với kho thường và phí lưu kho lạnh cao hơn vào khoảng 7 USD/m²/tháng.

Phí xếp dỡ được tính theo thể tích của hàng hóa cho mỗi lần xếp/dỡ, đơn giá khoảng 2,5 USD/cbm/lần. 1 m² được quy đổi bằng khoảng 1 cbm hàng hóa. Mỗi

đơn vị hàng hóa thường sẽ chịu 2 lần phí xếp dỡ: xếp hàng khi đưa hàng vào kho và dỡ hàng khi hàng được đưa ra khỏi kho.

Doanh thu:

Thu nhập từ các trung tâm phân phối sẽ đến từ ba mảng chính: lưu kho, xếp dỡ và các hoạt động khác (quản lý hàng hóa, bao bì, kê khai hải quan,...). Trong đó:

- ❑ **Doanh thu lưu kho** = Sản lượng hàng hóa thông qua * Phí lưu kho
- ❑ **Doanh thu xếp dỡ** = 2 * Sản lượng hàng hóa thông qua * Phí xếp dỡ (do mỗi đơn vị hàng hóa được cho rằng phải thực hiện 1 lần xếp và 1 lần dỡ)
- ❑ **Doanh thu hoạt động khác** = Tỷ lệ phần trăm * Doanh thu lưu kho + xếp dỡ. BVSC sử dụng tỷ lệ 57% là tỷ lệ của các năm trước cho dự báo 2016.

Biên lợi nhuận gộp:

Biên lợi nhuận gộp cho hoạt động lưu kho & xếp dỡ đối với kho thường ở mức khoảng 15% trong khi kho lạnh cao hơn, vào khoảng 25%.

Đối với hoạt động khác (quản lý hàng hóa, bao bì, khai thuê hải quan,...) là các hoạt động có giá trị gia tăng cao hơn, biên lợi nhuận gộp có sự tăng trưởng qua các năm nên BVSC giả định biên lợi nhuận gộp các dịch vụ khác của DC sẽ ở mức 27% năm 2016, là mức tương đương năm 2015 khi một số DC mới đã hoạt động một phần.

DỰ BÁO DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN GỘP HOẠT ĐỘNG TRUNG TÂM PHÂN PHỐI CỦA GMD					
CHỈ TIÊU	2014	2015E	DC	2016F Kho lạnh	Tổng
Công suất thực hiện (m²)	113.471	120.471	145.459	85.000	230.459
Số vòng quay (lần)	12	12	12	7	
Sản lượng hàng hóa thông qua (cbm)	1.361.657	1.445.657	1.745.507	204.000	1.949.507
Phí lưu kho (USD/m ² /tháng)	4	4	4	7	
Phí xếp dỡ (USD/lần)	2,5	2,5	2,5	2,5	
Tỷ giá USD/VND (BMI)	21.199	21.919			22.983
HOẠT ĐỘNG LƯU KHO + XẾP DỠ					
Doanh thu lưu kho + xếp dỡ (tỷ VND)	260	285	360	56	416
Biên lợi nhuận gộp	15%	15%	15%	25%	
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	39	43	54	14	68
HOẠT ĐỘNG KHÁC (quản lý hàng hóa, khai thuê hải quan, bao bì,...)					
Doanh thu khác (tỷ VND)	140	162	-	-	235
Biên lợi nhuận gộp	21%	27%	-	-	27%
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	29	44	-	-	64
TỔNG HỢP HOẠT ĐỘNG TRUNG TÂM PHÂN PHỐI					
Doanh thu mảng DC (tỷ VND)	400	447			651
Biên lợi nhuận gộp	17%	19%			20%
Lợi nhuận gộp mảng DC (tỷ VND)	68	87			132

Tổng kết dự báo hoạt động trung tâm phân phối của GMD năm 2016. Nhìn chung, với sự hoạt động của các DC mới, BVSC dự báo sản lượng qua các DC của GMD sẽ đạt khoảng 2 triệu cbm (+15%yoy), doanh thu mảng DC có thể đạt 651 tỷ (+46%yoy) và lợi nhuận gộp có thể đạt 132 tỷ (+52%yoy). Nguyên nhân chính giúp doanh thu có tốc độ tăng trưởng cao hơn sản lượng là do phí dịch vụ lưu kho lạnh tại DC Hậu Giang (7 USD/m²) cao hơn các kho thường khác (4 USD/m²) tới 75%. Mặt khác, biên lợi nhuận hoạt động lưu kho và xếp dỡ của kho lạnh (25%) cũng cao hơn kho thường (15%) dẫn đến lợi nhuận hoạt động DC nói chung năm 2016 sẽ có mức tăng trưởng ấn tượng.

Các lĩnh vực khác của hoạt động logistics sẽ không có nhiều biến động

DỰ BÁO DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN GỘP CÁC HOẠT ĐỘNG LOGISTICS KHÁC CỦA GMD (TỶ VND)				
CHỈ TIÊU	2015E	2016F	%yoy	Cơ sở dự báo
VẬN TẢI HÀNG DỰ ÁN				
Doanh thu	97	131	+35%	35% là mức tăng trưởng hàng năm hoạt động này của GMD
Biên lợi nhuận gộp	90%	90%	0%	
Lợi nhuận gộp	87	118	+37%	
VẬN TẢI ĐƯỜNG BỘ				
Doanh thu	587	622	+6%	Doanh thu hoạt động này được BVSC dự báo tăng trưởng theo mức độ tăng trưởng GDP của Việt Nam.
Biên lợi nhuận gộp	4%	5%	1%	
Lợi nhuận gộp	23	31	+3,5%	
VẬN TẢI CONTAINER NỘI ĐỊA VÀ QUỐC TẾ				
Sản lượng vận tải (TEU/năm)	188.650	188.650	0%	BVSC giả định sản lượng vận tải bằng với mức 2015.
Giá cước (USD/TEU)	183	178	-3%	Thị trường vận tải biển vẫn chưa có dấu hiệu hồi phục, biểu hiện bằng chỉ số BDI vẫn theo xu hướng giảm kể từ đỉnh 2.330 điểm của tháng 12/2014 và tình trạng dư cung vận tải biển dự báo vẫn tiếp tục.
Doanh thu	757	767	1%	
Biên lợi nhuận gộp	5%	5%	0%	
Lợi nhuận gộp	35	36	1%	
ĐẠI LÝ TÀU BIỂN				
Doanh thu	4,9	5,4	+10%	Tăng trưởng theo tốc độ tăng trưởng kim ngạch XNK của Việt Nam.
Biên lợi nhuận gộp	92%	92%	0%	
Lợi nhuận gộp	4,2	5	+10%	

Tổng kết dự báo hoạt động logistics của GMD năm 2016. Đóng góp chủ yếu cho tăng trưởng hoạt động logistics cho năm 2016 của GMD chủ yếu đến từ

hoạt động của các trung tâm phân phối. BVSC dự báo hoạt động logistics của GMD sẽ đạt 2.198 tỷ doanh thu (+16%/yoy) và 327 tỷ lợi nhuận gộp (+38%/yoy).

Về dài hạn, các trung tâm phân phối sẽ đóng vai trò chủ chốt trong hoạt động logistics khi là mắt xích kết nối chuỗi cung ứng sản xuất và phân phối. Ngay cả khi chiếm tỷ trọng không cao trong cơ cấu doanh thu logistics thì bản thân các trung tâm phân phối sẽ là cơ sở để GMD phát triển dịch vụ logistics 3PL, giúp các lĩnh vực khác trong chuỗi logistics được hưởng lợi.

TỔNG HỢP DỰ BÁO LĨNH VỰC LOGISTICS CỦA GMD NĂM 2016			
Chỉ tiêu (đơn vị: tỷ đồng)	2015E	2016F	%yoy
Doanh thu	1.893	2.177	+15%
- Trung tâm phân phối	447	651	+46%
- Vận tải hàng dự án	97	131	+35%
- Vận tải đường bộ	587	622	+6%
- Vận tải container nội địa & quốc tế	757	767	+1%
- Đại lý tàu biển	4,9	5,4	+10%
Lợi nhuận gộp	238	321	+35%
- Trung tâm phân phối	87	132	+52%
- Vận tải hàng dự án	87	118	+35%
- Vận tải đường bộ	23	31	+33%
- Vận tải container nội địa & quốc tế	35	36	+1%
- Đại lý tàu biển	4,2	5	+10%

Cảng hàng hóa Hàng không SCSC còn nhiều dư địa tăng trưởng

Dự án Nhà ga hàng hóa Hàng không Tân Sơn Nhất được khởi công từ năm 2009 với sự tham gia của 3 cổ đông lớn: GMD (29%), ACV (16%) và A41 (15%). Tổng diện tích của nhà ga là 143.000m², bao gồm 3 khu vực chính: 52.000m² khu vực đậu máy bay, 27.000m² khu vực đậu hàng hóa và 64.000m² khu vực kho bãi, đậu xe và văn phòng.

Bắt đầu hoạt động từ 2010, tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng hóa phục vụ của SCSC giai đoạn 2010-2014 rất ấn tượng với mức bình quân hàng năm khoảng 60-70%. Năm 2015, sản lượng hàng hóa phục vụ của SCSC tăng trưởng khoảng 17%, đạt 116.835 tấn, tương đương với 58% công suất thiết kế. Chúng tôi cho rằng hoạt động của nhà ga hàng hóa SCSC hứa hẹn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng do cảng mới chỉ hoạt động hơn 50% công suất; ngoài ra vận chuyển hàng không khá mới mẻ và còn nhiều dư địa tăng trưởng, đặc biệt khi có hiệp định thương mại quốc tế FTA, AEC, TPP chính thức có hiệu lực. SCSC nằm trong khu vực cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất - là một trong hai khu vực cửa khẩu hàng không năng động nhất cả nước sẽ được hưởng lợi.

BVSC dự báo sản lượng hàng hóa SCSC phục vụ năm 2016 sẽ đạt mức tăng trưởng khoảng 17% so với 2015, tương đương với 68% công suất thiết kế. Giá

cước phục vụ của SCSC có thể tăng 3% và biên lợi nhuận trước thuế vẫn sẽ duy trì ở mức 37%. Nhờ đó, doanh thu và lợi nhuận trước thuế của SCSC được dự báo đạt 430 tỷ và 157 tỷ, tương đương phần lợi nhuận trước thuế thuộc về GMD là 47 tỷ (+26%yoy).

DỰ BÁO DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ CỦA SCSC NĂM 2016				
Chỉ tiêu	2014	2015E	2016F	%yoy
Công suất thiết kế (tấn)	200.000	200.000	200.000	0%
Sản lượng qua cảng (TEU/năm)	99.859	116.835	136.697	+17%
%sản lượng thực hiện/công suất	50%	58%	68%	
Giá cước (USD/tấn)	130	133	137	+3%
Doanh thu (tỷ VND)	276	342	430	+26%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	96	125	157	+26%
Biên lợi nhuận	35%	37%	37%	
Lợi nhuận trước thuế thuộc về GMD (sở hữu 29,82%)	25	37	47	+26%

Tái khởi động dự án Gemalink nhằm đón đầu TPP và phía đối tác cam kết đủ 50-60% nguồn hàng

Sau khi tạm hoãn vào năm 2012 do tình hình kinh tế suy thoái, Gemadept đã lên kế hoạch khởi động lại dự án cảng nước sâu Gemalink tại khu vực Cái Mép - Thị Vải trong năm 2016. Có hai nguyên nhân chính khiến Gemadept tái khởi động lại dự án này trong năm 2016:

- ❑ **2018 TPP chính thức có hiệu lực:** Nếu được tái khởi động trong năm 2016, Gemalink có thể đi vào hoạt động giai đoạn 1 từ năm 2018. Đây sẽ là thời điểm mà TPP chính thức có hiệu lực, đồng nghĩa với việc giao thương hàng hóa quốc tế sẽ được thúc đẩy mạnh mẽ và nhờ đó, nhu cầu xuất nhập khẩu hàng hóa qua cảng sẽ được tăng cao. Gemalink có thể đón được các tàu cỡ lớn vào xếp hàng.
- ❑ **CMA-CGM cam kết đủ 50-60% nguồn hàng:** CMA-CGM là hãng tàu lớn tầm cỡ quốc tế và cũng là một trong các khách hàng lớn của Gemadept. CMA-CGM đã cam kết đảm bảo khoảng 600.000-700.000 TEU sản lượng qua cảng Gemalink (tương đương 50-60% công suất thiết kế giai đoạn 1). Trong trường hợp Gemadept tìm thêm được một đối tác khác để nắm giữ 25% còn lại tại Gemalink, nhiều khả năng đó cũng sẽ là một chủ hàng và bổ xung thêm nguồn hàng cho Gemalink.

Thoái 15% vốn còn lại tại Gemadept Tower

Gemadept đã chuyển nhượng 85% dự án Gemadept Tower trong năm 2014. Nhiều khả năng GMD sẽ bán 15% vốn còn lại của Gemadept Tower cho đối tác Hàn Quốc CJ trong năm 2016. Giá trị sổ sách của phần vốn này vào khoảng 38 tỷ. BVSC giả định giá chuyển nhượng 15% còn lại này tương đương với giá

chuyển nhượng 85% đã thực hiện năm 2014 thì giá trị ước tính của phần chuyển nhượng này là 140 tỷ, cao hơn 103 tỷ so với giá trị sổ sách.

Tổng kết dự báo năm 2016

Chúng tôi chia thành 2 kịch bản để dự báo kết quả kinh doanh của GMD trong năm 2016.

- Kịch bản 1: Chưa chuyển nhượng 15% Gemadept Tower năm 2016.**
 Theo kịch bản này, chúng tôi ước tính doanh thu của Gemadept có thể đạt 3.997 tỷ (+11%yoy) và lợi nhuận sau thuế có thể đạt 566 tỷ (+23%yoy). EPS 2016 của GMD có thể đạt 4.131 đồng/cổ phần, tương đương với mức P/E forward năm 2016 là 9,97x.
- Kịch bản 2: Chuyển nhượng 15% Gemadept Tower trong năm 2016.**
 Theo kịch bản này, Gemadept có thể ghi nhận thêm 103 tỷ từ chênh lệch chuyển nhượng vốn vào doanh thu tài chính. Lợi nhuận sau thuế của Gemadept năm 2016 có thể đạt 660 tỷ, tăng trưởng 43%yoy. EPS 2016 của Gemadept có thể đạt 4.903 đồng/cổ phần, tương đương với P/E forward năm 2016 là 8,40x.

Dự báo KQKD 2016 của GMD					
Chỉ tiêu	2015	Kịch bản 1		Kịch bản 2	
		2016E	%yoy	2016E	%yoy
Doanh thu	3.586	3.997	+11%	3.997	+11%
- Khai thác Cảng	1.700	1.819	+7%	1.819	+7%
- Logistics	1.893	2.177	+15%	2.177	+15%
Giá vốn	2.640	2.925	+11%	2.925	+11%
Lợi nhuận gộp	947	1.072	+13%	1.072	+13%
Doanh thu tài chính	56	63	+14%	166	+298%
Chi phí tài chính	246	237	-3%	237	-3%
Chi phí bán hàng	45	50	+11%	50	+11%
Chi phí QLDN	261	291	+11%	291	+11%
Lợi nhuận trước thuế	505	621	+23%	724	+143%
Lợi nhuận từ LDLK	37	47	+28%	47	+28%
LNST trước CĐTS	460	566	+23%	660	+43%
LNST trừ CĐTS	402	502	+25%	595	+48%
EPS	3.358	4.131	+23%	4.903	+46%
P/E forward 2016		9,97x		8,40x	

Xét thêm yếu tố pha loãng từ 40 triệu USD trái phiếu chuyển đổi của VIG

Vietnam Investments Fund II (VIG) hiện đang nắm giữ 40 triệu USD trái phiếu chuyển đổi của GMD. Trái phiếu có thời hạn 5 năm tính từ 18/05/2012 với lãi suất cố định 6%/năm. Sau 1 năm kể từ ngày hợp đồng vay có hiệu lực, VIG được quyền yêu cầu chuyển đổi khoản vay thành cổ phiếu phổ thông với giá

chuyển đổi bằng 88% trung bình giá thị trường của cổ phiếu trong 1 tháng trước thời điểm chuyển đổi. Giả sử với mức giá hiện tại, trong trường hợp VIG thực hiện chuyển đổi hết thì số lượng cổ phiếu của Gemadept sẽ bị pha loãng thêm khoảng 22%, tương đương với các kịch bản EPS như sau:

EPS CỦA GEMADEPT THEO LƯỢNG TRÁI PHIẾU VIG CHUYỂN ĐỔI		
Chỉ tiêu	2016F	2017F
EPS cơ bản (VND)	4.131	4.774
EPS nếu VIG chuyển đổi trái phiếu	3.386	3.913

Khuyến nghị đầu tư

Triển vọng ngắn hạn 2016 của Gemadept dự báo tương đối khả quan do Cảng Nam Hải Đình Vũ tiếp tục gia tăng công suất; DC Hậu Giang đi vào hoạt động sẽ thúc đẩy mạnh mẽ hoạt động của trung tâm phân phối, nhờ đó các hoạt động khác trong chuỗi logistics như vận tải, giao nhận,.. sẽ được hưởng lợi; ga hàng hóa hàng không SCSC dự báo cũng sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận khoảng 26%. Ngoài ra, nếu 15% vốn tại Gemadept Tower được chuyển nhượng trong năm nay có thể giúp cho Gemadept ghi nhận khoản lợi nhuận hơn 100 tỷ. Mức P/E forward 2016 của Gemadept trong trường hợp ghi nhận và không ghi nhận khoản lợi nhuận từ Gemadept Tower lần lượt là 9,97x và 8,40x. Tương đối hấp dẫn với cổ phiếu dẫn đầu ngành logistics vốn còn rất nhiều tiềm năng tại Việt Nam.

Về dài hạn, chúng tôi cho rằng GMD có lợi thế vượt trội hơn các doanh nghiệp trong ngành khi sở hữu hệ thống cảng biển trải dài từ Bắc vào Nam, góp phần hoàn thiện đầy đủ các dịch vụ trong chuỗi giá trị logistics. Đặc biệt, tiềm năng này sẽ càng phát huy mạnh mẽ hơn nữa khi TPP chính thức có hiệu lực từ năm 2018. Do vậy, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu GMD với mức giá kỳ vọng là **47.700 đồng/cổ phiếu**.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999