

CTCP GEMADEPT (GMD – HSX)

Hoạt động cốt lõi có nhiều chuyển động tích cực

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2 -FY14	Q1-FY14	+/- qoq	Q2-FY13	+/-yoy
Doanh thu thuần	738,2	614,5	20%	608,9	21%
Lợi nhuận sau thuế	461,2	39,6	1.066%	(7,6)	
EBIT	598,0	76,4	682%	26,9	2.126%
Tỷ suất EBIT	81,0%	12,4%	6.857bps	4,4%	7.660bps

Nguồn: GMD, Rong Viet Securities

- **Chuyển biến tích cực trong dịch vụ Cảng**
- **Dịch vụ Logistics kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong các năm tới**
- **Dự án bất động sản và trồng rừng với tiềm năng trung và dài hạn**
- **Nhu cầu vốn đầu tư lớn giai đoạn 2015-2017 và khả năng sinh lời của Công ty**

Quan điểm:

Hiện tại, HĐKD cốt lõi của GMD đang rất ổn định với hiệu quả tăng cao đặc biệt khi hiệu suất khai thác Cảng Nam Hải Đình Vũ tăng lên. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng nhiều vào sự tăng trưởng nhu cầu dịch vụ 3PL logistics ở Việt Nam trong các năm tới, khi các hiệp định như TPP, FTA được kí kết. Tuy nhiên, một số vốn không nhỏ đầu tư vào các tài sản dài hạn hiện vẫn chưa đem lại kết quả cụ thể và dòng tiền từ các dự án trung và dài hạn của GMD vẫn là một ẩn số. Thêm vào đó, việc VCSH tăng cao do hoán đổi TPCĐ có thể tác động mạnh lên tỉ lệ lợi ích của cổ đông hiện hữu đồng thời sẽ là áp lực lên buộc GMD phải nâng cao hiệu quả cao hơn nữa.

Mặc dù có những chuyển biến tích cực trong một số hoạt động như dịch vụ logistics và cảng, nhà đầu tư quan tâm đến GMD hiện chưa thể chờ đợi nhiều vào dòng tiền của các dự án lớn. Thay vào đó, nhà đầu tư nên nhìn vào danh mục tài sản hiện có của Công ty. Trong báo cáo lần này, chúng tôi định giá riêng tài sản hoạt động của công ty và các tài sản chưa sinh lời của GMD, trong đó có dự án Saigon Gem. Tuy nhiên, chúng tôi muốn lưu ý rằng giá trị trường phần diện tích đất của dự án có chênh lệch đáng kể với giá đầu tư ban đầu của GMD và do đó có ảnh hưởng đáng kể đến giá trị tài sản định giá lại của doanh nghiệp. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý đối với cổ phiếu GMD là **44.400đ/cổ phiếu** và khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu này trong **DÀI HẠN**.

Những chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	FY2014F	FY2015F
Thu nhập lãi thuần	2.580,5	2.525,1	2.853,7	3.106,5
% tăng trưởng	8,3	-2,1	13,0	8,9
Lợi nhuận ròng	103,7	192,2	628,3	281,6
% tăng trưởng	1.562,7	85,3	226,9	-55,2
NIM (%)	4,0	7,6	22,0	9,1
ROA (%)	1,5	2,7	8,0	3,4
ROE (%)	2,4	4,3	13,3	5,6
EPS (VND)	948	1.698	5.410	2.389
EPS điều chỉnh (VND)	579	1.698	5.410	2.389
Giá trị sổ sách (VND)	40.143	39.191	42.518	43.534
Cổ tức tiền mặt (VND)	600	1.200	1.500	1.000
P/E (x)	18,2	19,8	6,3*	15,7*
P/BV (x)	0,4	0,9	0,8*	0,9*

Nguồn: GMD, RongViet Securities, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 06/11/2014

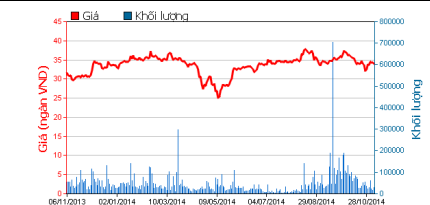
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VNĐ)	34.000
Giá mục tiêu (VNĐ)	44.400

Thời gian đầu tư	DÀI HẠN
------------------	----------------

Thông tin cổ phiếu

Nghành	Cảng và Logistics
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.949
SLCPDLH	116.137.994
Beta	1,2
Free Float (%)	73,9
Giá cao nhất 52 tuần	38.600
Giá thấp nhất 52 tuần	33.800
KLGD bình quân 20 phiên	358.790



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
GMD	-2,3	7,3	59,9
Cảng & Logistics	15,6	44,4	n/a
VN30 Index	1,0	13,5	n/a
VN Index	1,5	19,0	45,6

Cổ đông lớn (%)

ReCollection Pte. Ltd	12,3
Mutual Fund Elite (Non-ucits)	7,1
Deutsche Bank Aktiengesellschaft	6,7
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	20,4

Nguyễn Hải Hoàng

(084) 08- 6299 2006 – Ext 349

hoang.nh@vdsc.com.vn

Nguyễn Bá Phước Tài

(084) 08- 6299 2006 – Ext 315

tai.nbp@vdsc.com.vn



Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q2-2014 và Lũy kế 6T

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY14	Q1-FY14	+/- (qoq)	Q2-FY13	+/- (yoy)
Doanh thu	738,2	614,5	20,1	608,9	21,2
Lợi nhuận gộp	148,4	100,5	47,6	110,8	33,9
Chi phí bán hàng và quản lý	74,3	67,6	9,9	54,4	36,5
Thu nhập HĐKD	74,1	33,0	124,9	56,4	31,5
EBITDA	447,7	4,8	9.237,4	-95,2	-570,3
EBIT	598,0	76,4	682,4	26,9	2.126,2
Chi phí tài chính	111,6	27,8	301,9	53,9	107,2
- Chi phí lãi vay	26,3	25,7	2,3	30,0	-12,3
Khấu hao	150,3	71,6	109,8	122,1	23,2
Khoản mục không thường xuyên					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	571,7	50,7	1.027,7	-3,2	-18.084,2
Lợi nhuận sau thuế	461,2	39,6	1.065,8	-7,6	-6.166,2
LNST điều chỉnh các khoản mục	461,2	39,6	1.065,8	-7,6	-6.166,2

Nguồn: GMD

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2-2014

Chỉ tiêu	Q2-FY14	Q1-FY14	+/- (qoq)	Q2-FY13	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	20,1	16,4	374bps	18,2	190bps
EBITDA/Doanh thu	60,6	0,8	5.986bps	-15,6	7.628bps
EBIT /Doanh thu	81,0	12,4	6.857bps	4,4	7.660bps
TS lợi nhuận ròng	62,5	6,4	5.604bps	-1,2	6.372bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	62,5	6,4	5.604bps	-1,2	6.372bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	18,7	18,2	0,5	19,2	-0,5
-Khoản phải thu	3,0	2,2	0,7	2,1	0,8
-Khoản phải trả	3,0	3,0	0,0	3,0	0,0
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,7	0,6	0,0	0,6	0,1

Nguồn: GMD, (*) thường niên hóa

KQKD 6 tháng đầu năm tăng đột biến

Trong 6 tháng đầu năm 2014, DTT và LNTT của GMD tăng lần lượt 15,2% và 406% so với cùng kỳ 2013. Trong đó, LNTT tăng đột biến do Công ty ghi nhận khoản chuyển nhượng 85% vốn cổ phần tại Marproco (công ty đang khai thác Gemadept Tower) cho đối tác CJ Hàn Quốc (khoảng 600 tỷ đồng) vào Quý 2/2014. Như vậy, với kết quả này, GMD đã vượt 3,7% kế hoạch LNTT đề ra cho cả năm.

Chuyển biến tích cực trong dịch vụ cảng

Một điểm sáng đáng chú ý trong hoạt động SXKD của GMD 6 tháng đầu năm 2014 là việc Công ty bắt đầu vận hành ổn định cảng Nam Hải Đình Vũ. Đi vào hoạt động từ Q4/2013 với công suất thiết kế 500.000Teus/năm, cảng Nam Hải Đình Vũ đã nâng công suất khai thác cảng của toàn Công ty lên 1,3 triệu Teus/năm. Nhờ sự bổ sung của cảng mới, DTT của mảng khai thác cảng 6 tháng đầu năm tăng 34,4% so với cùng kỳ năm trước, đạt 443,7 tỷ đồng.

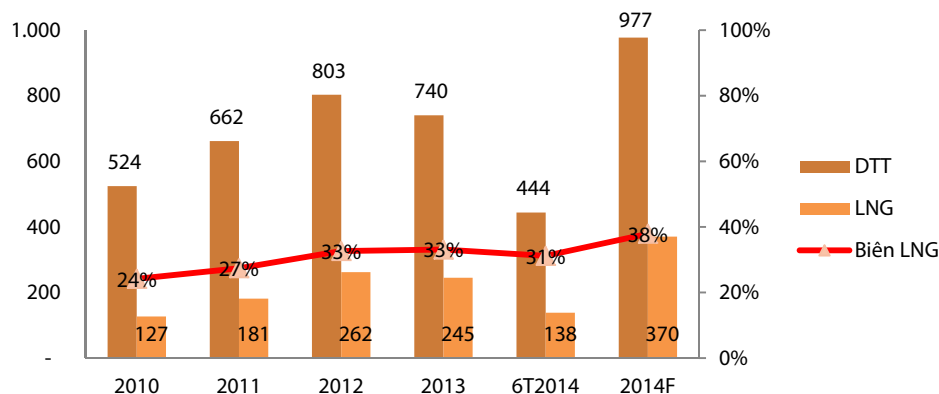
Cảng Nam Hải Đình Vũ sở hữu nhiều lợi thế như tọa lạc ở vị trí cửa biển, cận kề KCN Đình Vũ và có thể tiếp nhận tàu tải trọng có lớn trên 30.000 DWT. Theo chia sẻ của Công ty, việc cảng Nam Hải Đình Vũ đi vào khai thác sẽ giúp san sẻ bớt áp lực quá tải về công suất cho cảng Nam Hải (hiệu suất hoạt động năm 2013 là 156%) và đặc biệt sẽ không tác động tiêu cực lên KQKD của cảng Nam Hải hiện hữu do phân khúc khách hàng của hai cảng là khác nhau. Cảng Nam Hải Đình Vũ, với lợi thế của một cảng nước sâu, sẽ phục vụ chủ lực các đối tượng tàu container trọng tải lớn, trong khi đó, khách hàng của cảng Nam Hải đa phần sẽ là các tàu biển có tải trọng vừa và nhỏ (10.000-15.000 DWT).

Bảng 3: Hệ thống cảng của GMD

HỆ THỐNG CẢNG	VỊ TRÍ	CÔNG SUẤT THIẾT KẾ/NĂM	HIỆU SUẤT HOẠT ĐỘNG 2013
Đang khai thác			
ICD Phước Long	TP.HCM	500.000 Teus	81% ~405.000 Teus
Dung Quất	Quảng Ngãi	150.000 Teus và 1,5 triệu tấn hàng rời	106% ~ 1,6 triệu tấn hàng rời
Nam Hải	Hải Phòng	150.000 Teus	156% ~ 250.000Teus
Nam Hải Đình Vũ	Hải Phòng	500.000 Teus	60-70%: 2014 và 100%: 2015
Dự án			
Gemalink Cái Mép	Cái Mép - Thị Vải	2,4 triệuTeus	~ 39% khối lượng – đang giãn tiến độ
Gemalink Hoa Sen	Vũng Tàu		Tạm hoãn
Mở rộng			
Phía Bắc	Hải Phòng	Có thể mở rộng qua M&A hoặc đầu tư từ ban đầu	
Campuchia	Phnom Penh	Lên kế hoạch đầu tư một cảng ở Phnom Penh năm 2015 tận dụng thị phần lớn ở tuyến này	

Nguồn: GMD, Rong Viet securities tổng hợp

Đồ thị 1: Doanh thu và LNG từ hoạt động khai thác cảng (Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: GMD, Rong Viet Securities

Giả định hiệu suất hoạt động của cảng đạt khoảng 60% công suất thiết kế, chúng tôi ước tính cảng Nam Hải Đình Vũ có thể đóng góp khoảng 250 tỷ đồng vào doanh thu khai thác cảng của Công ty trong năm 2014. Trong năm 2015, doanh thu từ cảng này dự kiến sẽ tăng trưởng khoảng 16,5% khi hiệu suất khai thác tăng lên. Đáng lưu ý, biên LNST của cảng Nam Hải Đình Vũ hiện ở mức khá cao (~30%) do cảng được miễn thuế TNDN trong 4 năm đầu tiên và được hưởng thuế suất ưu đãi 10% trong 9 năm tiếp theo.

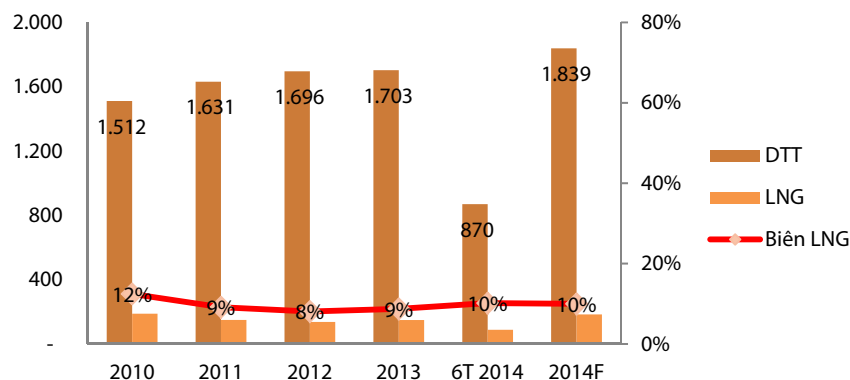
Với các phân tích như trên, chúng tôi dự phóng doanh thu của hoạt động khai thác cảng trong năm 2014 sẽ đạt khoảng 980 tỷ đồng, tăng 32% so với năm 2013. Về khả năng sinh lời, biên lợi nhuận gộp của hoạt động khai thác cảng cũng sẽ tăng trong năm 2014 so với các năm trước do hiệu suất hoạt động của cảng Nam Hải Đình Vũ tăng lên. Biên lợi nhuận gộp dự kiến đạt 37,9%, tương ứng với lợi nhuận gộp khoảng 371,4 tỷ đồng.

Dịch vụ logistics được kỳ vọng sẽ là hoạt động kinh doanh tăng trưởng mạnh trong các năm tới

Về hoạt động logistics, chính sách siết chặt tải trọng giao thông đường bộ của Bộ GTVT đã tác động nhất định lên hoạt động kinh doanh vận tải đường bộ của GMD từ giữa quý 2/2014. Theo VPA, số chuyến vận chuyển tăng khoảng 100% và giá cước vận tải đã tăng gần gấp hai lần (1.200 đồng/tấn/Km lên 2.200 đồng /tấn/Km) ngay sau khi việc siết tải trọng được áp dụng.

Tuy nhiên, dịch vụ logistics 3PL (third party logistics) lại nổi lên là một điểm sáng đặc biệt trong bức tranh tổng thể về mảng logistics của GMD. Cụ thể hơn, hai Distribution Centers (DC) với tổng diện tích 30.000m² tại KCN Sóng Thần (Bình Dương) đang hoạt động rất hiệu quả và luôn đạt hiệu suất khai thác cao trên 90%. Để tăng công suất cung cấp dịch vụ này, Công ty đã lên kế hoạch xây thêm DC3 với diện tích ~10.000m² nằm gần kề hai DC hiện hữu trong năm 2015. Ngoài ra, nhằm tăng biên lợi nhuận cho hoạt động logistics 3PL, từ đầu năm đến nay Công ty đã chủ động mở rộng cung cấp thêm nhiều dịch vụ gia tăng có biên LNG cao như lưu kho, bảo quản, phân loại hàng, đóng gói lại, giao nhận hàng lỗi cho nhiều khách hàng mới như 7Eleven, Aeon, Jardines, Emart và Don Quijote.

Đồ thị 2: Doanh thu và LNG từ hoạt động logistics (Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: GMD, RongViet Securities

Chúng tôi nhận định rằng, dịch vụ logistics 3PL sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu chính cho hoạt động logistics của GMD trước dự báo tăng trưởng mạnh nhu cầu thuê ngoài dịch vụ 3PL logistic từ các tập đoàn đa quốc gia trong các năm tới. Dịch vụ logistic 3PL dự kiến tăng trưởng khoảng 27,3% trong năm 2014 và 28,6% cho năm 2015. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng DTT năm 2014 của hoạt động logistic nói chung đạt 1.839 tỷ đồng, tăng khoảng 8% so với năm trước. Biên LNG cũng sẽ được cải thiện, đạt khoảng 10%, nhờ vào việc tăng cường các dịch vụ giá trị gia tăng có biên LNG cao.



Nhu cầu vốn đầu tư lớn giai đoạn 2015- 2017 ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của Công ty

Trong năm 2014, tổng nguồn vốn đầu tư cả năm của GMD dự kiến khoảng 400 tỷ đồng tập trung vào hai dự án chính là cảng Nam Hải Đình Vũ và dự án trồng cao su ở Campuchia. Sang giai đoạn 2015-2017, nhu cầu vốn đầu tư của GMD sẽ tiếp tục tăng lên (xem bảng 4) do Công ty đồng thời triển khai nhiều dự án với thứ tự ưu tiên như sau: Distribution centers, Cảng Nam Hải Đình Vũ, Vientiane Complex và dự án trồng cao su ở Campuchia. Để duy trì tỷ lệ Nợ/VCSH trong khoảng 0,3 đến 0,4, nguồn vốn đầu tư hàng năm nhiều khả năng sẽ được cơ cấu bởi 2/5 từ VCSH và 3/5 từ nợ vay.

GMD cũng cho biết sẽ ưu tiên sử dụng gói vay TPCĐ (70 triệu USD) với lãi suất 6%/năm từ Vietnam Investment Group (VIG) vừa được gia hạn đến cuối năm 2016. Tính đến tháng 6 năm 2014, Công ty đã vay tổng cộng 745 tỷ đồng tương đương 50% hạn mức của gói vay này. Nhằm chuẩn bị cho việc chuyển đổi khoản vay TPCĐ, GMD đã chốt room nhà đầu tư nước ngoài ở mức 20,4%. Nếu chuyển đổi hoàn toàn tại mức giá khoảng 30.000 đồng/cp, đợt TPCĐ đầu tiên (trị giá 40 triệu USD) có thể làm tăng số lượng cổ phiếu đang lưu hành của GMD lên 28-29 triệu cổ phiếu và tăng VDL của Công ty lên trên 2.000 tỷ đồng.

Thực tế, các năm qua, dù vẫn duy trì mức EPS khoảng 1.600 đồng/cp, ROE bình quân của GMD luôn ở mức thấp (khoảng 3,5% - 4,5% trong giai đoạn 2009-2013) so với trung bình ngành cảng (khoảng 25%). Năm 2014, ROE và ROA bình quân dự kiến tăng lần lượt lên 13,3% và 7,9%. Tuy nhiên, nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường từ việc chuyển nhượng Gemadep Tower, thì ROE và ROA bình quân sẽ trở lại mức thấp cũ khoảng 3,1% và 1,8%.

Cộng với kế hoạch phát hành ESOP tương đương 1,5% VDL mỗi năm từ 2014 đến 2018, chúng tôi nhận thấy việc chuyển đổi TPCĐ sẽ làm giảm đáng kể tỉ lệ lợi ích của các cổ đông hiện hữu. Điều này sẽ tạo ra một áp lực lớn cho Công ty trong việc vận hành và khai thác có hiệu quả các HKKD hiện tại cũng như các dự án sắp triển khai trong những năm tới.

Bảng 4: Vốn đầu tư dự kiến hàng năm (Đvt: tỷ đồng)

TỔNG VỐN ĐẦU TƯ DỰ KIẾN	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Cảng Nam Hải Đình Vũ	220	150	150			
Distribution centers		40			50	
Vientiane complex		120	200	300	120	
Dự án caosu	180	120	120	120	180	200
Tổng cộng:	400	430	470	420	350	200

Nguồn: GMD, RongViet Securities

Dự án bất động sản và trồng rừng đem lại tiềm năng trong trung và dài hạn

Trong tháng 11/2014, GMD sẽ khởi công dự án phức hợp Khách sạn 5 sao ở Vientiane- Lào với tổng vốn đầu tư khoản 35 triệu USD sau khi đã hoàn thành các thủ tục pháp lý để tiến hành dự án. Dự kiến hoàn thành cuối năm 2017, dự án này có nhiều lợi thế như tọa lạc tại vị trí đắc địa, gần Văn phòng chính phủ Lào và nằm trên tuyến đường du lịch đi thẳng cảnh nổi tiếng Luang Prabang. GMD cho biết đây sẽ là dự án khách sạn 5 sao quốc tế đầu tiên ở Lào, dự kiến được quản lý chuyên nghiệp bởi một trong số các thương hiệu khách sạn nổi tiếng thế giới như Accor, Marriott hay Best Western.

Trong lĩnh vực cao su, tính đến cuối năm 2013, công ty đã khai hoang tổng cộng 7.900ha trong 30.000ha đất nông nghiệp được giao và trồng được 5.500ha cao su. Dự kiến, công ty sẽ khai hoang và trồng thêm khoảng 2.000ha cao su trong năm 2014. Theo chia sẻ từ Gemadep, dự án trồng cao su này cũng mang nhiều lợi thế nhất định. Cụ thể, diện tích đất giao liền thửa cách cửa khẩu Lệ Thanh (Đà



Năng) khoảng 120km sẽ tiết kiệm đáng kể chi phí logistics cho công ty khi cao su đi vào khai thác, việc áp dụng công nghệ tưới nhỏ giọt hiện đại và lợi thế gần nguồn nước sẽ giúp tăng năng suất mủ của cây cao su so với các khu vực khác.

Chúng tôi nhận định rằng do nhu cầu vốn đầu tư lớn trong ngắn hạn và thực tế dòng tiền sinh ra từ các dự án này mang tính dài hạn nên không loại trừ khả năng GMD sẽ kêu gọi hợp tác liên doanh, liên kết trong các năm tới nhằm giảm bớt áp lực về vốn đầu tư hàng năm cho công ty. Với lợi thế vị trí địa lý đặc địa của các dự án như được phân tích, khả năng này hoàn toàn có thể xảy ra.

Bảng 5: Dự phóng doanh thu và LNG các mảng hoạt động (Đvt: tỷ đồng)

Tổng hợp	Doanh thu thuần			Lợi nhuận gộp			Biên lợi nhuận gộp	
	2013	2014F	YoY	2013	2014F	YoY	2013	2014F
Khai thác cảng	740,5	977,4	32,0%	245	370	51,2%	33,1%	37,9%
Logistics	1.702,8	1.839,0	8,0%	149	184	23,6%	8,7%	10,0%
Cho thuê văn phòng	85	41	-52,0%	55	24	-55,9%	64,8%	59,5%
Tổng	2.528,4	2.857,3	13,0%	449	579	28,9%	17,8%	20,3%

Nguồn: GMD, RongViet Securities

Quan điểm và định giá

Nhìn về khả năng cạnh tranh, GMD là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực cảng và logistics ở Việt Nam với hệ thống tài sản tốt (cảng biển, đội xe, kho hàng) trải dài xuyên suốt Bắc-Nam tạo nên chuỗi cung ứng dịch vụ khép kín góp phần làm tăng biên lợi nhuận cho Công ty. Hiện tại, HĐKD cốt lõi của Công ty đang rất ổn định với hiệu quả tăng cao đặc biệt khi hiệu suất khai thác Cảng Nam Hải Đình Vũ tăng lên. Bên cạnh đó, chúng tôi đặt kỳ vọng nhiều vào sự tăng trưởng mạnh mẽ nhu cầu dịch vụ 3PL logistics ở Việt Nam trong các năm tới, đặc biệt khi các hiệp định thương mại quốc tế như TPP, FTA được kí kết và các doanh nghiệp sản xuất, phân phối vào Việt Nam ngày càng nhiều.

Tuy nhiên, một số vốn không nhỏ đầu tư vào các tài sản dài hạn hiện chưa đem lại kết quả nào trong thời gian gần đây khiến các tỷ suất sinh lời trên tài sản và vốn trở nên kém hấp dẫn. Trong khi đó, tính hiệu quả và dòng tiền sinh ra từ các dự án trung và dài hạn của GMD vẫn là một ẩn số cần được cập nhật và kiểm chứng. Thêm vào đó, việc VCSH tăng cao trong các năm tới từ việc hoán đổi TPCĐ sẽ tác động mạnh lên tỉ lệ lợi ích của cổ đông hiện hữu. Đó sẽ là một áp lực lên Công ty trong việc điều hành các mảng kinh doanh và dự án buộc phải có hiệu quả cao hơn nữa.

Đáng lưu ý, trong năm 2014, với DT tài chính đột biến thì GMD đang giao dịch ở mức P/E trung bình ngành khoảng 6,9x, tuy nhiên nếu loại trừ khoản DT bất thường này thì P/E của cp GMD sẽ tăng vọt lên 28x. Với P/E trung bình VN30 là 15x-16x, phương pháp định giá so sánh bằng P/E là không hợp lý, đặc biệt khi GMD hầu như sẽ không còn khoản DT bất thường nào trong các năm tới.

Mặc dù có những chuyển biến tích cực trong một số hoạt động như dịch vụ logistics và cảng, nhà đầu tư quan tâm đến GMD hiện chưa thể chờ đợi nhiều vào dòng tiền của các dự án lớn. Thay vào đó, nhà đầu tư nên nhìn vào danh mục tài sản hiện có của Công ty. Trong báo cáo lần này, chúng tôi định giá riêng tài sản hoạt động của công ty và các tài sản chưa sinh lời của GMD, trong đó có dự án Saigon Gem. Tuy nhiên, chúng tôi muốn lưu ý rằng giá trị trường phần diện tích đất của dự án có chênh lệch đáng kể với giá đầu tư ban đầu của GMD và do đó có ảnh hưởng đáng kể đến giá trị tài sản định giá lại của doanh nghiệp. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý đối với cổ phiếu GMD là **44.400đ/cổ phiếu** và khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN**.



Bảng 6: những giả định chính

Chỉ tiêu	Dự phóng trước		Dự phóng sau điều chỉnh	
	FY2014E	FY2015F	FY2014E	FY2015F
Tăng trưởng doanh thu (%)	945	-15	13	9
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	17	16	20	22
Tỷ suất EBIT (%)	14	13	32	15

Nguồn: RongViet Securities

B

Bảng 7: Thay đổi dự phóng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	FY2013E			FY2014E		
	Dự phóng trước	Dự phóng điều chỉnh	Chênh lệch (%)	Dự phóng trước	Dự phóng điều chỉnh	Chênh lệch (%)
Doanh thu ròng	18.145,5	2.525,1	-86	26.388,2	2.853,7	-89
TS Lợi nhuận gộp	17,0	17,6	56,9bps	16,7	20,2	356,7bps
Chi phí bán hàng và q.ly	478,5	256,4	-46	828,9	289,2	-65
Lợi nhuận HĐKD	2.614,8	188,5	-93	3.572,1	288,6	-92
Chi phí tài chính	493,3	185,1	-62	530,0	184,5	-65
Lợi nhuận trước thuế	2.391,5	205,5	-91	3.212,1	785,5	-76
Lợi nhuận sau thuế	1.955,2	192,2	-90	2.593,3	628,3	-76
EBITDA	3.426,3	565,6	-83	4.610,4	1.158,3	-75
EBIT	2.720,0	320,6	-88	3.629,2	911,4	-75
EPS (đồng)	4.666	1,698	-64	6.188	5.410	-13

Nguồn: RongViet Securities



Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	2,580.5	2,525.1	2,853.7	3,106.5
Giá vốn	2,124.9	2,080.3	2,275.9	2,429.6
Lãi gộp	455.6	444.9	577.7	676.9
Chi phí bán hàng	16.7	24.4	19.4	23.7
Chi phí quản lý	255.3	232.0	269.8	295.5
Thu nhập từ HĐTC	0.0	185.2	656.1	131.3
Chi phí tài chính	190.5	185.1	184.5	174.8
Lợi nhuận khác	36.8	16.0	25.3	26.0
Lợi nhuận trước thuế	148.1	205.5	785.5	340.2
Thuế TNDN	28.1	60.4	151.0	50.3
Lợi ích cổ đông thiểu số	10.8	11.7	10.3	10.9
Lợi nhuận sau thuế	103.7	192.2	628.3	281.6
EBIT	291.6	320.6	911.4	476.3
EBITDA	539.8	565.6	1,158.3	750.6

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Tăng trưởng				
Doanh thu	8.3%	-2.1%	13.0%	8.9%
Lợi nhuận HKKD	16.3%	2.6%	53.1%	24.0%
EBITDA	36.9%	4.8%	104.8%	-35.2%
EBIT	51.9%	9.9%	184.3%	-47.7%
Lợi nhuận sau thuế	1562.7%	85.3%	226.9%	-55.2%
Tổng tài sản	-0.7%	11.8%	6.8%	5.5%
Vốn chủ sở hữu	3.0%	2.1%	10.1%	3.9%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	0.9%	1.2%	9.6%	3.3%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	17.7%	17.6%	20.2%	21.8%
LN HKKD / Doanh thu	7.1%	7.5%	10.1%	11.5%
EBITDA/ Doanh thu	20.9%	22.4%	40.6%	24.2%
EBIT/ Doanh thu	11.3%	12.7%	31.9%	15.3%
LNST/ Doanh thu	4.0%	7.6%	22.0%	9.1%
ROA	1.5%	2.7%	8.0%	3.4%
ROIC or RONA	5.2%	5.2%	13.4%	6.5%
ROE	2.4%	4.3%	13.3%	5.6%
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	2.3	2.3	2.6	2.5
Vòng quay hàng tồn kho	24.4	20.7	18.9	18.3
Vòng quay khoản phải trả	3.3	3.4	3.6	3.6
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	2.3	2.0	2.7	2.9
Nhanh	2.2	1.9	2.6	2.8
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	49.6%	60.1%	58.8%	61.1%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	11.2%	11.5%	7.5%	6.7%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	17.3%	28.3%	31.8%	35.0%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2012A	2013A	2014E	2015F
Tiền	545	470	659	748
Đầu tư tài chính ngắn hạn	543	553	563	592
Các khoản phải thu	1,174	1,026	1,170	1,274
Tồn kho	88	113	127	138
Tài sản ngắn hạn khác	163	137	281	269
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	2,512	2,300	2,801	3,021
Tài sản cố định hữu hình	1,745	2,030	1,883	2,187
Tài sản cố định vô hình	89	112	118	124
Xây dựng cơ bản dở dang	143	683	1,091	1,101
Bất động sản đầu tư	227	215	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	1,647	1,517	1,582	1,550
Tài sản dài hạn khác	199	542	470	443
Lợi thế thương mại	260	227	197	167
TSCĐ và đầu tư dài hạn	4,310	5,326	5,341	5,572
TỔNG TÀI SẢN	6,822	7,626	8,142	8,593
Tiền hàng phải trả và ứng trước	275	306	319	340
Khoản phải trả ngắn hạn khác	321	311	331	351
Vay và nợ ngắn hạn	492	515	371	342
Vay và nợ dài hạn	760	1,269	1,569	1,799
Khoản phải trả dài hạn khác	332	295	314	304
Tổng nợ	2,180	2,697	2,903	3,136
Vốn chủ sở hữu	4,394	4,484	4,938	5,132
Vốn đầu tư của CSH	1,094	1,144	1,161	1,179
Lợi nhuận giữ lại	667	691	1,126	1,281
Các quỹ	138	154	156	176
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	4,394	4,484	4,938	5,132
Lợi ích cổ đông thiểu số	238	436	301	325
TỔNG NGUỒN VỐN	6,811	7,617	8,142	8,593
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
LN TT	148.1	205.5	785.5	340.2
Khấu hao	248.3	245.1	-246.9	-274.3
Các điều chỉnh	-52.0	-45.5	-24.2	-22.6
Thay đổi vốn lưu động	-222.1	-92.9	-402.0	-126.1
Tiền thuần từ HĐKD	122.2	312.3	112.4	-82.7
Thay đổi TSCĐ	-108.5	-636.7	199.9	-40.2
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	123.5	-128.4	-42.5	14.6
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	93.7	38.8	48.7	47.3
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	108.7	-726.4	206.2	21.7
Nhận/trả lại vốn góp	0.0	46.0	17.2	17.4
Vay mới/trả nợ vay	-125.5	405.8	205.2	250.7
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-76.5	-113.3	-350.9	-119.1
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-202.0	338.5	-128.6	149.0
Tiền thuần trong kỳ	29.0	-75.5	190.0	88.0
Tiền đầu năm	516.4	545.3	470.2	659.4
Ảnh hưởng của tỷ giá	-0.1	0.5	-0.9	0.4
Tiền cuối kỳ	545.3	470.2	659.4	747.8

BÁO CÁO CẬP NHẬT KQKD

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rộng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2013.**