

# CTCP ĐẠI LÝ LIÊN HIỆP VẬN CHUYỂN (GMD)

Ngày 22 tháng 1 năm 2015

## BÁO CÁO CẬP NHẬT: MUA



Giá hiện tại (22/1/2014)	(đồng/cp)	29.500
Giá mục tiêu		38.200
Khuyến nghị ngắn hạn	Năm giữ	
Ngưỡng kháng cự trung hạn		30.500
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn		29.000
Mã Bloomberg: <b>GMD VN</b>	Sàn niêm yết: HSX	
Ngành:	Logistics	
Bêta	1,0	
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần (nghìn đồng/cp)		38,6/24,0
Khối lượng lưu hành (triệu cp)		116,1
Vốn hóa (tỷ đồng)		3.426,1
Tỷ lệ free-float (triệu cp)		99,1
KLGDBQ 12 tháng (cp)		412.541
Sở hữu nước ngoài (%)		33,2%
<i>* tỷ lệ sở hữu nước ngoài còn lại dành cho khoản vay chuyển đổi của quỹ Vietnam Investment Fund</i>		

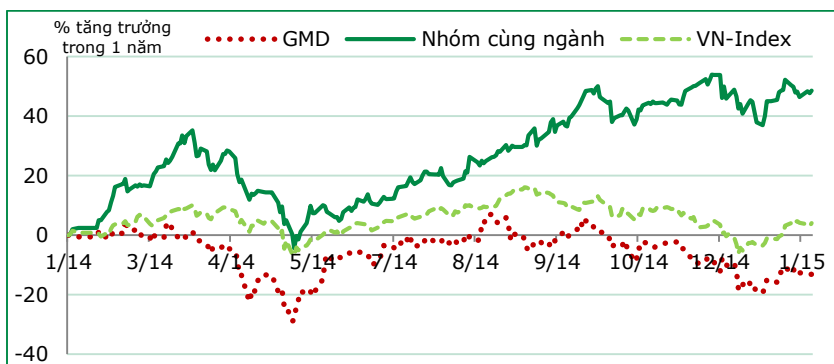
Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (đồng)	
2015 VPBS dự phóng	3,1%	2.753	
2014 VPBS dự phóng	3,9%	5.154	
Trượt 12 tháng gần nhất (tại cuối Q3/2014)	2,6%	4.844	
2013	2,6%	1.698	
2012	0,0%	948	
	2009-2013 CAGR	2014E (tỷ đồng)	2014-19 CAGR
Doanh thu thuần	9,2%	2.835,5	13,9%
EBITDA	8,9%	528,4	13,8%
Lãi ròng	-12,1%	594,1	0,3%
Lãi ròng **	-31,8%	116,3	35,1%
** loại trừ lợi nhuận từ thanh lý các khoản đầu tư			
Chỉ số trượt:	GMD	Nhóm cùng ngành	VNI
P/E	6,1x	9,0x	14,0x
P/B	0,7x	1,2x	1,9x
Nợ vay/VCSH	39,8%	48,5%	107,8%
Biên lãi ròng	20,0%	4,0%	9,1%
ROE	12,0%	18,6%	13,6%
ROA	7,1%	8,4%	2,6%

### Giới thiệu về công ty:

GMD được thành lập vào năm 1990, và là một đơn vị quốc doanh, niêm yết trên Sàn Chứng khoán Hồ Chí Minh vào năm 2002.

Các mảng kinh doanh của công ty bao gồm: vận hành cảng (chiếm 34% doanh thu thuần hợp nhất 9T2014), dịch vụ logistics (64%), bất động sản (2%) và trồng cây cao su.

Kết quả 9T2014: Tổng tài sản: 8.194 tỷ đồng; Vốn chủ sở hữu: 4.855 tỷ đồng; Doanh thu thuần: 2.094 tỷ đồng; Lãi ròng: 534 tỷ đồng.



Trong báo cáo cập nhật CTCP Đại lý Liên hiệp Vận chuyển (GMD-HSX), chúng tôi duy trì khuyến nghị dài hạn MUA và kỳ vọng mức tăng giá và lợi suất cổ tức là 33% dựa trên các yếu tố sau:

### Hoạt động kinh doanh chính bắt đầu tạo ra lợi nhuận cao:

- ❖ **Lãi ròng tăng nhanh:** Nhờ mạng lưới logistics hoàn thiện, chúng tôi kỳ vọng tài sản của GMD sẽ bắt đầu sinh lợi cao từ năm 2015 trở đi. Lãi ròng không bao gồm lợi nhuận từ thanh lý các khoản đầu tư trong năm 2015 ước tính cao hơn 145% so với năm trước, dẫn đến EPS điều chỉnh năm 2015 đạt 2.421 đồng, cao hơn 140% so với số điều chỉnh năm 2014. Trong giai đoạn từ năm 2014 đến 2019, chúng tôi dự báo lãi ròng loại trừ thanh lý đầu tư đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 35,1%.
- ❖ **Triển vọng cao của ngành cảng:** Dựa trên triển vọng từ những hiệp định thương mại tự do (Việt Nam – Liên minh Châu Âu, Việt Nam – Hàn Quốc, cộng đồng kinh tế ASEAN), chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng cảng của GMD sẽ đạt tốc độ CAGR từ năm 2014 đến năm 2019 ở mức 10,2%.
- ❖ **Mảng logistics tăng trưởng nhanh:** Nhờ chi phí nhiên liệu giảm mạnh và các khách hàng mới, chúng tôi dự báo lãi gộp của mảng này tăng 39,3% năm 2014 và 22,2% năm 2015.
- ❖ **Kế hoạch mở rộng trong tương lai:**
- ❖ **Khu phức hợp Viêng Chăn:** Dự án khách sạn 5 sao và trung tâm hội nghị sẽ được khởi công xây dựng vào tháng 3 năm 2015 và đi vào hoạt động năm 2017, giúp làm tăng giá trị của công ty.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

---

## NỘI DUNG

KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2014 .....	3
Mảng khai thác cảng – doanh thu và lợi nhuận năm 2014 tăng mạnh.....	3
Mảng logistics – biên lợi nhuận gộp tăng nhờ các khách hàng mới .....	4
Bất động sản – bắt đầu khởi công xây dựng dự án Viên Chăn vào tháng 3 năm 2015 .....	5
Trồng cao su – thu hoạch từ năm 2018 .....	5
ĐỊNH GIÁ .....	5
Phương pháp DCF .....	6
Phương pháp định giá theo giá trị thị trường .....	7
PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY .....	8
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT .....	9
PHỤ LỤC – VPBS DỰ PHÓNG .....	10

*Kết quả kinh doanh của GMD có sự cải thiện rõ rệt cả về doanh thu và biên lợi nhuận gộp ở các mảng kinh doanh chính.*

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2014

Trong 9T2014, GMD ghi nhận 2.094,4 tỷ đồng doanh thu thuần hợp nhất, tăng 14,8% so với cùng kỳ năm trước. Mảng dịch vụ logistics vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất (64,4% tổng doanh thu), theo sau là mảng khai thác cảng (33,6%) và bất động sản (2,0%).

Lãi gộp hợp nhất tăng mạnh 32,9% so với cùng kỳ năm trước, do sự cải thiện biên lãi gộp của mảng logistics (từ 8,0% trong 9T2013 lên 10,0% trong 9T2014) và mảng khai thác cảng (từ 30,9% trong 9T2013 lên 34,7% trong 9T2014).

Kết quả doanh thu này khá tương đồng với dự phóng của chúng tôi (tương ứng 74% dự báo cả năm) trong báo cáo công ty lần đầu phát hành ngày 18 tháng 9 năm 2014. Lãi ròng 9T2014 tương ứng với 90% dự báo của chúng tôi; tuy nhiên, nếu loại trừ 477,8 tỷ đồng lãi ròng ước tính từ thương vụ chuyển nhượng 85% giá trị toà nhà Gemadept cho Tập đoàn CJ, kết quả lợi nhuận chỉ tương ứng 48,4% ước tính cả năm của chúng tôi.

### Kết quả hợp nhất 9T2014

tỷ đồng	9T2014	% tăng so với cùng kỳ	Kế hoạch năm 2014	% kế hoạch	VPBS dự phóng năm 2014	% VPBS dự phóng	VPBS dự phóng năm 2015
<b>Doanh thu thuần:</b>	<b>2.094</b>	<b>15%</b>	<b>2.656</b>	<b>79%</b>	<b>2.836</b>	<b>74%</b>	<b>3.158</b>
Khai thác cảng	704	34%			922	76%	1.060
Logistics	1.349	9%			1.873	72%	2.098
Bất động sản	41	-36%			41	100%	-
<b>Lãi gộp</b>	<b>405</b>	<b>33%</b>	<b>467</b>	<b>87%</b>	<b>535</b>	<b>76%</b>	<b>623</b>
Khai thác cảng	245	50%			304	80%	371
Logistics	135	37%			206	66%	252
Bất động sản	25	-42%			25	100%	-
Lợi nhuận từ thanh lý các khoản đầu tư	613	276%			613	100%	50
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>666</b>	<b>257%</b>	<b>600</b>	<b>111%</b>	<b>805</b>	<b>83%</b>	<b>437</b>
<b>Lãi ròng</b>	<b>534</b>	<b>221%</b>			<b>594</b>	<b>90%</b>	<b>360</b>

*Nguồn: Dữ liệu công ty, VPBS*

### Mảng khai thác cảng – doanh thu và lợi nhuận năm 2014 tăng mạnh

*Nhờ sản lượng hàng qua Cảng Nam Hải Đình Vũ tốt hơn dự báo trước đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu và lãi gộp cho mảng này.*

Nhờ Cảng Nam Hải Đình Vũ đi vào hoạt động kể từ tháng 5 năm 2014, doanh thu và lãi gộp mảng khai thác cảng trong 9T2014 tăng lần lượt 33,6% và 50,1% so với cùng kỳ năm trước.

Theo ban lãnh đạo, năm 2014, Cảng Nam Hải Đình Vũ đã đạt mục tiêu 300.000 TEU hàng hoá thông qua. Kết quả này cao hơn dự báo 175.000 TEU của chúng tôi cho năm 2014. Một trong những nguyên nhân là do sản lượng hàng hoá đường sông tăng (hàng hoá từ miền Nam của Việt Nam vận chuyển qua Trung Quốc bằng tuyến đường thuỷ nội địa). Tại thời điểm tranh chấp giữa Việt Nam và Trung Quốc từ tháng 5 đến tháng 7 năm 2014, hàng xuất khẩu qua Trung Quốc bị tắc nghẽn ở các cảng, dẫn đến doanh thu của các cảng GMD ở khu vực Hải Phòng tăng. Do vậy, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu và lợi nhuận năm 2014 của mảng này.

Đối với những cảng khác, sản lượng hàng hoá thông qua Cảng Dung Quất ước đạt 1,2 triệu tấn trong năm 2014, bằng 75% sản lượng năm 2013 và 71% dự phóng trước đó của chúng tôi do bị ảnh hưởng bởi ba tháng tranh chấp giữa Trung Quốc và Việt Nam. Kể từ năm 2015, Cảng Dung Quất có thể tiếp nhận tàu có trọng tải 70.000 DWT, dẫn đến sản lượng hàng hoá thông qua dự phóng năm 2015 đạt 1,7 triệu tấn. Trong khi đó, sản lượng hàng hoá thông qua Cảng Nam Hải sẽ chỉ đạt khoảng 180.000 TEU, không thay đổi so với dự phóng trước đó của chúng tôi.

Dự án Gemalink và Gemadept Hoa Sen vẫn còn đang trong trạng thái trì hoãn. Công ty hy vọng sẽ tái khởi động dự án Gemalink trong năm 2016 và hoàn thành việc xây dựng giai đoạn 1 trước năm 2020. Do tiến độ xây dựng Gemalink đã đạt 40%, nên sẽ chỉ mất thêm khoảng 1 năm để hoàn thành giai đoạn 1. Tuy nhiên, do cụm cảng Cái Mép – Thị Vải hiện đang dư cung, chúng tôi cho rằng trong vòng 2 năm tới công ty sẽ không khởi động lại dự án.

Tóm lại, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2014 từ 20% lên 25%, và biên lãi gộp từ 31% lên 33%. Từ năm 2015 trở đi, chúng tôi giữ nguyên mức dự phóng trước đó do tất cả các cảng của GMD hoạt động hết công suất.

### **Mảng logistics – biên lợi nhuận gộp tăng nhờ các khách hàng mới**

*Chi phí nhiên liệu giảm trong quý 4 năm 2014 và số lượng khách hàng mới là nguyên nhân giúp lãi gộp của mảng logistics tăng trưởng.*

Trong 9T2014, doanh thu mảng logistics đạt 1.349,2 tỷ đồng, tăng nhẹ 9,4% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, lãi gộp lại tăng mạnh 36,7% so với cùng kỳ lên mức 135,5 tỷ đồng nhờ vào số lượng khách hàng mới có giá trị gia tăng cao. Do biên lợi nhuận gộp của dịch vụ logistics ba bên<sup>1</sup> (3PL) là khoảng 40%, nên sự gia tăng số lượng khách hàng dùng dịch vụ này đã kéo theo biên lãi gộp của mảng logistics tăng lên 10,0% trong 9T2014 từ mức 8,0% cùng kỳ năm trước.

Thêm vào đó, từ tháng 9 năm 2014, giá dầu thô đã giảm liên tục từ mức hơn 100 USD/thùng xuống dưới 50 USD/thùng trong tháng 1 năm 2015. Trong khi đó, công ty đã ký hợp đồng có giá cố định trong 1 năm với khách hàng. Nhờ vậy, GMD được hưởng lợi trong quý cuối năm 2014, kéo theo sự tăng nhẹ biên lợi nhuận gộp của mảng này.

Hiện không có dấu hiệu chắc chắn về việc xu hướng giảm giá dầu sẽ ngừng lại tại mức giá cụ thể nào, nên chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ ở mức thấp trong năm 2015, dẫn đến chi phí nhiên liệu đầu vào của công ty sẽ giảm mạnh. Thêm vào đó, theo ban lãnh đạo, công ty phải đối mặt với áp lực giảm giá từ phía khách hàng do công ty hiện cung cấp những giải pháp logistics tiết kiệm chi phí cho khách hàng của mình, dẫn đến doanh thu cũng sụt giảm. Dẫu vậy, chúng tôi tin rằng doanh thu sẽ giảm ít hơn giá vốn, dẫn đến biên lợi nhuận gộp tăng lên.

So sánh với dự phóng trước đó của chúng tôi, doanh thu và lợi nhuận của mảng này trong 9T2014 lần lượt tương ứng 72% và 66% dự phóng cả năm 2014. Do đó, chúng tôi duy trì mức dự báo cho năm 2014 và năm 2015.

<sup>1</sup> Dịch vụ 3PL: Các công ty tạo ra chuỗi và hệ thống kho vận hoàn chỉnh, kết nối với khách hàng và nhà cung cấp. Sự tích hợp giữa hoạt động kinh doanh và phát triển **cung ứng, sản xuất và phân phối** được chú trọng.

## Bất động sản – bắt đầu khởi công xây dựng dự án Viên Chăn vào tháng 3 năm 2015

*Dự án Viên Chăn dự kiến được khởi công vào tháng 3 năm 2015 và sau hai năm sẽ đi vào hoạt động.*

Theo như ban lãnh đạo, dự án ở Viên Chăn, Lào (GMD sở hữu 80%) sẽ được khởi công vào tháng 3 năm 2015. Dự án có tổng diện tích đất là 6.900 m<sup>2</sup> và là một khách sạn năm sao gồm 229 phòng (giá thuê phòng ước tính là 200 USD/phòng/đêm). Tổng vốn đầu tư ước tính là 35 triệu USD, trong đó, GMD sẽ chi trả toàn bộ chi phí do đối tác Lào chỉ góp đất và chịu chi phí thuế. Công ty dự kiến vay 24,5 triệu USD cho dự án này, tương ứng với 70% tổng vốn đầu tư. Sau hai năm xây dựng, dự án sẽ được đưa vào hoạt động từ tháng 3 năm 2017.

Một dự án khác là dự án Saigon Gem ở góc đường Lê Lợi và Nam Kỳ Khởi Nghĩa, thành phố Hồ Chí Minh. Tỷ lệ sở hữu của GMD ở dự án này là 70% đến 80%, phần còn lại thuộc về Tổng Công ty Du lịch Sài Gòn. Công ty sẽ khởi công dự án này trong vòng 3 năm tới. Do ngày khởi công chưa được xác định, chúng tôi không đưa dự án này vào mô hình định giá của mình.

## Trồng cao su – thu hoạch từ năm 2018

*Công ty kỳ vọng khai thác cây cao su từ năm 2018.*

Công ty bắt đầu trồng cao su vào năm 2012 và có thể khai thác kể từ năm 2018 trở đi. Trong năm 2014, công ty ước tính trồng thêm 2.300 ha và khai hoang 1.800 ha, dự tính có thể khai thác được từ năm 2020. Tính đến cuối năm 2014, công ty ước tính đã trồng được tổng cộng 7.800 ha. Theo cam kết với chính phủ Cam-pu-chia, kể từ năm 2015 trở đi, công ty phải trồng từ 1.500 ha đến 2.000 ha mỗi năm.

Theo ban lãnh đạo, nhờ sự hỗ trợ kỹ thuật từ Vietnam Investment Group (cổ đông lớn của GMD sau khi thực hiện chuyển đổi khoản vay), nên chất lượng cao su của công ty đạt tiêu chuẩn của Tổng Công ty Cao su Việt Nam. GMD cũng đang xúc tiến bàn bạc với Bridgestone Tire Manufacturing Vietnam LLC, công ty sản xuất lốp xe hàng đầu, để tiêu thụ sản phẩm cao su cũng như dịch vụ logistics của GMD.

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) và định giá theo giá trị thị trường (P/E và P/B), để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu GMD tại mức 38.200 đồng/cổ phiếu, thấp hơn mức giá mục tiêu trước là 40.000 đồng. Giá mục tiêu giảm chủ yếu do lợi nhuận năm 2015 thấp vì thiếu khoản lợi nhuận đột biến từ việc thanh lý các khoản đầu tư, và giá trị hợp lý theo phương pháp so sánh thị trường giảm.

Chúng tôi điều chỉnh tỷ trọng phương pháp DCF từ 70% xuống còn 40% do dự án Viên Chăn cũng như dự phóng của chúng tôi cho mảng cao su chưa chắc chắn.

Nhờ vào khoản lãi thanh lý tài sản năm 2014, chỉ số P/E trượt của GMD vào ngày 22 tháng 1 năm 2015 là 6,1 lần, thấp hơn nhiều so với mức trung bình của các công ty tương đương cùng ngành là 9,2 lần. Tuy nhiên, nếu loại trừ khoản lãi bất thường đó, chỉ số P/E trượt của GMD là 41,6 lần.

Kể từ năm 2015 trở đi, chúng tôi cho rằng công ty sẽ không có khoản lợi nhuận lớn nào từ việc thanh lý các khoản đầu tư. Hơn nữa, sau khi hy sinh lợi nhuận trong những năm trước để xây dựng và phát triển hệ thống mạng lưới cung cấp dịch vụ logistics đủ sức cạnh tranh với các đối thủ nước ngoài, thì tài sản của GMD sẽ bắt đầu sinh lợi nhuận cao từ năm 2015.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng không bao gồm lãi từ thanh lý các khoản đầu tư trong năm 2015 sẽ đạt 284,7 tỷ đồng, tăng 145% so với năm trước. Do đó, chúng tôi tin rằng lợi nhuận sẽ là điểm thu hút quan trọng cho các nhà đầu tư vào GMD. Vì thế, trong báo cáo cập nhật lần này, chúng tôi sử dụng thêm phương pháp P/E với tỷ trọng 30% để phản ánh lợi nhuận của công ty trong năm 2015.

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/cổ phiếu)
Chiết khấu dòng tiền	35.816	40%	14.327
Chỉ số P/E	24.642	30%	7.393
Chỉ số P/B	54.995	30%	16.498
<b>Giá trị hợp lý</b>			<b>38.200</b>

## PHƯƠNG PHÁP DCF

Mô hình định giá DCF của chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý là **35.816** đồng một cổ phiếu GMD. Mô hình này bao gồm mô hình DCF cho các mảng kinh doanh chính (cảng và logistics) và giá trị thuần hiện tại của dự án cao su và Viên Chăn.

Mô hình định giá	(tỷ đồng)
Các mảng kinh doanh chính	2.924,5
Dự án Viên Chăn	356,9
Dự án cao su	878,2
Số lượng cổ phiếu lưu hành	116.137.994
<b>Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>35.816</b>

## Các hoạt động kinh doanh chính

Các yếu tố đầu vào cho mô hình DCF đối với hoạt động kinh doanh chính được cập nhật theo dữ liệu hiện tại:

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 5,97%
- *Tỷ suất lợi nhuận thị trường dự kiến* ở mức 14,38%
- *Beta của GMD* được ước tính ở mức 1,02
- *Chi phí vốn cổ phần* được ước tính là 14,57% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 11%
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* của GMD là 5%

## Màng cao su

Các yếu tố đầu vào cho giá trị thuần hiện tại của dự án cao su như sau:

- *Diện tích và thời gian khai thác*: bắt đầu từ năm 2018 với 4.421 ha trồng trong năm 2012, và tăng dần lên 25.500 ha từ năm 2023 trở đi nhờ kế hoạch trồng 2.000 ha mỗi năm của công ty
- *Năng suất*: 1 tấn/ha từ năm 2018 đến năm 2023 và sau đó là 2 tấn/ha
- *Giá bán*: 45 triệu đồng/tấn dựa trên ước tính giá cao su của chúng tôi
- *Chi phí mỗi tấn*: 32 triệu đồng/tấn theo như chi phí hiện hành của một số công ty cao su đang niêm yết: CTCP Cao su Tây Ninh (TRC – HSX) và CTCP Cao su Phước Hoà (PHR – HSX)
- *Tỷ suất chiết khấu*: 11%, bằng chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty
- *Vốn đầu tư*: 10 triệu USD mỗi năm từ năm 2014 đến năm 2023

## Dự án Viêng Chăn

Các yếu tố đầu vào cho giá trị thuần hiện tại của dự án Viêng Chăn như sau:

- *Số lượng phòng*: 229 phòng theo như kế hoạch của ban lãnh đạo
- *Tỷ lệ lấp đầy*: 60% dựa theo ước tính của chúng tôi là sẽ ít khách trong những tháng mưa (4 tháng mỗi năm)
- *Giá phòng*: 200 USD/phòng/đêm theo ước tính của ban lãnh đạo
- *Nợ vay*: 24,5 triệu USD (527 tỷ đồng), trả trong vòng 5 năm từ năm 2017 đến năm 2021 với lãi suất 3% mỗi năm
- *Tỷ suất chiết khấu*: 11%, bằng chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty

## PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ THEO GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá theo giá trị thị trường (P/E và P/B) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu GMD.

Phương pháp	Mức trung vị của nhóm cùng ngành	VPBS dự phóng cho năm 2015	Giá mục tiêu của GMD (đồng/cổ phiếu)
P/B	1,20 lần	BVPS = 45.829 đồng	54.995
P/E	8,95 lần	EPS = 2.753 đồng	24.642

## Phân tích nhóm cùng ngành

Mã cp	Sàn giao dịch	Công ty	Vốn hoá (tỷ đồng)	9T2014				Trượt 12 tháng			Chỉ số hiện tại	
				Doanh thu (tỷ đồng)	% tăng trưởng	Lãi ròng (tỷ đồng)	% tăng trưởng	ROE	ROA	Nợ vay/VCSH	P/E	P/B
VSC	HSX	CTCP Container Việt Nam	1.719	647	12%	162	0%	27%	21%	1%	7,1	1,7
DVP	HSX	CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	1.840	388	3%	172	12%	29%	23%	24%	8,1	2,3
PVT	HSX	Tổng CTCP Vận tải Dầu khí	3.659	3.888	10%	239	36%	9%	3%	153%	12,7	1,2
VTO	HSX	CTCP Vận tải Xăng dầu VITACO	710	1.164	-3%	40	72%	6%	3%	96%	11,9	0,7
GSP	HSX	CTCP Vận tải Sản phẩm khí quốc tế	381	715	15%	28	-22%	11%	6%	49%	9,8	1,1
VOS	HSX	CTCP Vận tải biển Việt Nam	896	1.570	-2%	(25)	n/m	n/m	n/m	246%	n/m	0,7
VNF	HNX	CTCP Vận tải Ngoại thương	234	1.135	29%	26	52%	27%	11%	3%	5,3	1,4
Trung bình			1.348	1.358	9%	92	25%	18%	11%	82%	9,2	1,3
Trung vị			896	1.135	10%	40	24%	19%	8%	49%	9,0	1,2
GMD	HSX	CTCP Đại lý Liên hiệp Vận chuyển	3.426	2.094	15%	534	221%	12%	7%	40%	6,1	0,7

Dữ liệu tại ngày 22/1/2015. Ngày: Bloomberg, VPBS dự phóng



## PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

**Độ nhạy của giá cổ phiếu GMD đối với sự thay đổi của WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn**

		WACC						
		8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	3%	52.500	45.000	39.700	35.900	32.900	30.600	28.800
	4%	55.700	47.000	41.100	36.900	33.700	31.200	29.300
	5%	61.000	50.100	43.100	38.200	34.700	31.900	29.800
	6%	71.500	55.200	46.000	40.100	36.000	32.900	30.500
	7%	103.200	65.400	50.900	43.000	37.800	34.200	31.500

**Độ nhạy của giá cổ phiếu GMD đối với sự thay đổi của mức trung vị chỉ số P/B ngành và tỷ trọng của phương pháp định giá P/B**

		tỷ trọng của phương pháp định giá dựa theo thị trường						
		15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%
P/B	0,8	32.600	32.600	32.700	32.700	32.800	32.800	32.800
	0,9	33.300	33.600	33.800	34.100	34.400	34.600	34.900
	1,0	34.000	34.500	35.000	35.500	36.000	36.500	37.000
	1,1	34.700	35.400	36.100	36.800	37.600	38.300	39.000
	1,2	35.300	36.300	37.300	38.200	39.200	40.100	41.100
	1,3	36.000	37.200	38.400	39.600	40.800	42.000	43.200
	1,4	36.700	38.100	39.600	41.000	42.400	43.800	45.200
	1,5	37.400	39.000	40.700	42.300	44.000	45.600	47.300
	1,6	38.100	40.000	41.800	43.700	45.600	47.500	49.300



## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Sau khi sụt giảm từ mức đỉnh 36.300 đồng/cổ phiếu về mức thấp nhất tại 27.000 đồng, cổ phiếu GMD đã phục hồi trở lại, và đang tích lũy trong vùng giá 29.500 – 30.500 đồng, ngay bên dưới ngưỡng kháng cự trung hạn của đường MA50 ngày. Hiện giá cổ phiếu GMD đang tích lũy quanh đường trung bình động ngắn hạn MA10 ngày.

Khối lượng giao dịch của GMD tăng nhẹ trong thời gian gần đây và ổn định quanh mức trung bình 10 phiên, giúp củng cố xu hướng tích lũy của cổ phiếu này.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu GMD tại thời điểm phát hành báo cáo cập nhật này.

Mã cổ phiếu	GMD (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	33.900
Giá thấp nhất trong 3 tháng	27.000
Đường MA 50 ngày	30.500
Đường MA 100 ngày	32.000
Kháng cự trung hạn	30.500
Hỗ trợ trung hạn	29.000
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NĂM GIỮ</b>



## PHỤ LỤC – VPBS DỰ PHÒNG

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Cảng	660	800	737	922	1.060	1.155	1.259	1.372	1.496
Logistics	1.631	1.696	1.703	1.873	2.098	2.392	2.774	3.274	3.928
Bất động sản	91	84	85	41	0	0	0	0	0
<b>Doanh thu</b>	<b>2.382</b>	<b>2.580</b>	<b>2.525</b>	<b>2.836</b>	<b>3.158</b>	<b>3.547</b>	<b>4.033</b>	<b>4.646</b>	<b>5.424</b>
% tăng trưởng	10,9%	8,3%	-2,1%	12,3%	11,4%	12,3%	13,7%	15,2%	16,8%
Giá vốn hàng bán	1.791	1.877	1.835	2.024	2.261	2.522	2.857	3.297	3.876
<b>Lợi nhuận gộp (loại trừ chi phí khấu hao)</b>	<b>591</b>	<b>704</b>	<b>690</b>	<b>811</b>	<b>897</b>	<b>1.025</b>	<b>1.176</b>	<b>1.349</b>	<b>1.548</b>
Chi phí bán hàng	10	17	24	27	30	34	39	45	52
Chi phí quản lý doanh nghiệp	221	255	232	255	284	319	363	418	488
<b>Tổng CPBH và CPQLDN</b>	<b>231</b>	<b>272</b>	<b>256</b>	<b>283</b>	<b>315</b>	<b>353</b>	<b>402</b>	<b>463</b>	<b>541</b>
<b>EBITDA</b>	<b>360</b>	<b>432</b>	<b>434</b>	<b>528</b>	<b>582</b>	<b>671</b>	<b>774</b>	<b>886</b>	<b>1.008</b>
Khấu hao	202	248	245	276	274	287	297	309	322
<b>EBIT</b>	<b>158</b>	<b>184</b>	<b>188</b>	<b>252</b>	<b>308</b>	<b>385</b>	<b>477</b>	<b>577</b>	<b>686</b>
Doanh thu tài chính	163	111	185	721	286	235	178	187	185
Chi phí tài chính	328	191	185	194	184	124	116	109	106
Lợi nhuận khác	23	37	16	16	16	16	16	16	16
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	13	7	1	10	11	12	13	15	16
<b>EBT</b>	<b>30</b>	<b>148</b>	<b>206</b>	<b>805</b>	<b>437</b>	<b>524</b>	<b>569</b>	<b>686</b>	<b>797</b>
Thuế	15	34	2	175	94	102	111	134	156
Thuế suất hiệu dụng	50,4%	22,7%	0,8%	21,7%	21,4%	19,5%	19,5%	19,6%	19,6%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>15</b>	<b>114</b>	<b>204</b>	<b>630</b>	<b>343</b>	<b>422</b>	<b>458</b>	<b>552</b>	<b>641</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	8	11	12	36	20	24	26	32	37
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>6</b>	<b>104</b>	<b>192</b>	<b>594</b>	<b>324</b>	<b>397</b>	<b>432</b>	<b>520</b>	<b>604</b>
Biên LN ròng	0,3%	4,0%	7,6%	21,0%	10,3%	11,2%	10,7%	11,2%	11,1%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	62	948	1.698	5.154	2.753	3.143	3.174	3.435	3.933

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	516	545	470	450	328	113	162	24	65
Các khoản đầu tư ngắn hạn	670	543	553	653	753	853	953	1.053	1.153
Các khoản phải thu	1.073	1.174	1.026	1.279	1.288	1.595	1.684	2.093	2.316
Hàng tồn kho	86	88	113	109	136	135	169	179	226
Tài sản ngắn hạn khác	204	163	137	227	253	284	323	372	542
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.550</b>	<b>2.512</b>	<b>2.300</b>	<b>2.718</b>	<b>2.758</b>	<b>2.980</b>	<b>3.291</b>	<b>3.720</b>	<b>4.303</b>
Tài sản cố định	2.236	2.204	3.205	3.209	3.135	3.068	2.992	2.903	2.801
Các khoản đầu tư dài hạn	1.734	1.647	1.517	1.617	1.717	1.817	1.917	2.017	2.117
Tài sản dài hạn khác	55	199	360	536	616	678	756	854	1.087
Lợi thế thương mại	294	260	227	194	160	127	93	60	27
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>4.319</b>	<b>4.310</b>	<b>5.309</b>	<b>5.556</b>	<b>5.629</b>	<b>5.691</b>	<b>5.759</b>	<b>5.835</b>	<b>6.033</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.869</b>	<b>6.822</b>	<b>7.609</b>	<b>8.274</b>	<b>8.387</b>	<b>8.671</b>	<b>9.049</b>	<b>9.555</b>	<b>10.335</b>
Các khoản phải trả	268	275	306	324	370	399	465	523	627
Vay nợ ngắn hạn	681	492	515	425	474	532	605	697	814
Nợ ngắn hạn khác	425	332	273	284	253	284	323	372	434
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1.374</b>	<b>1.099</b>	<b>1.094</b>	<b>1.033</b>	<b>1.096</b>	<b>1.215</b>	<b>1.392</b>	<b>1.592</b>	<b>1.874</b>
Vay nợ dài hạn	686	760	1.269	1.542	1.156	771	165	0	0
Nợ dài hạn khác	314	332	325	227	253	284	323	372	353
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>1.000</b>	<b>1.092</b>	<b>1.594</b>	<b>1.768</b>	<b>1.409</b>	<b>1.054</b>	<b>488</b>	<b>372</b>	<b>353</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>2.374</b>	<b>2.191</b>	<b>2.688</b>	<b>2.802</b>	<b>2.505</b>	<b>2.269</b>	<b>1.880</b>	<b>1.963</b>	<b>2.227</b>
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	3.566	3.566	3.616	3.616	3.826	4.036	4.466	4.466	4.466
Lợi nhuận chưa phân phối	564	667	691	1.146	1.294	1.539	1.808	2.146	2.566
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.266</b>	<b>4.394</b>	<b>4.484</b>	<b>4.999</b>	<b>5.389</b>	<b>5.885</b>	<b>6.626</b>	<b>7.017</b>	<b>7.497</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	229	238	436	473	492	517	543	575	612
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>6.869</b>	<b>6.822</b>	<b>7.609</b>	<b>8.274</b>	<b>8.387</b>	<b>8.671</b>	<b>9.049</b>	<b>9.555</b>	<b>10.335</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b> (tỷ đồng)	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	(149)	81	388	287	496	376	632	419	398
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(67)	31	(1.094)	(447)	(367)	(387)	(387)	(387)	(387)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	186	(83)	630	140	(251)	(205)	(196)	(171)	30
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(30)</b>	<b>29</b>	<b>(75)</b>	<b>(20)</b>	<b>(122)</b>	<b>(216)</b>	<b>49</b>	<b>(138)</b>	<b>41</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	547	516	545	470	450	328	113	162	24
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>516</b>	<b>545</b>	<b>470</b>	<b>450</b>	<b>328</b>	<b>113</b>	<b>162</b>	<b>24</b>	<b>65</b>
Dòng tiền tự do	(214)	130	(611)	141	424	240	491	274	250
<b>Phân tích các chỉ số</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Chỉ số sinh lời</b>									
Biên LN gộp (loại trừ khấu hao)	24,8%	27,3%	27,3%	28,6%	28,4%	28,9%	29,2%	29,0%	28,5%
Biên EBITDA	15,1%	16,7%	17,2%	18,6%	18,4%	18,9%	19,2%	19,1%	18,6%
Biên LN hoạt động	6,6%	7,1%	7,5%	8,9%	9,8%	10,9%	11,8%	12,4%	12,7%
Biên LN ròng	0,3%	4,0%	7,6%	21,0%	10,3%	11,2%	10,7%	11,2%	11,1%
Tỷ số LN/tổng tài sản	0,1%	1,5%	2,7%	7,5%	3,9%	4,7%	4,9%	5,6%	6,1%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	0,2%	2,4%	4,3%	12,5%	6,2%	7,0%	6,9%	7,6%	8,3%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>									
Tỷ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	1,0x	1,3x	1,6x	2,0x	2,5x	6,1x	8,4x	11,2x	14,1x
Tỷ số thanh toán lãi vay và chi phí đầu tư từ EBITDA ( EBITDA / ( I + capex ) )	1,1x	1,7x	1,9x	1,4x	2,0x	2,7x	3,2x	3,7x	4,3x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	24,3%	22,2%	28,5%	28,2%	23,2%	18,1%	10,4%	9,0%	9,8%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	32,1%	28,5%	39,8%	39,3%	30,2%	22,1%	11,6%	9,9%	10,9%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>									
Hệ số vòng quay tài sản	0,4x	0,4x	0,3x	0,4x	0,4x	0,4x	0,5x	0,5x	0,5x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	130,5	158,9	159,0	148,3	148,3	148,3	148,3	148,3	148,3
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	47,5	52,8	57,8	56,8	56,1	55,7	55,2	54,7	54,1
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	15,2	16,9	20,0	20,0	19,8	19,6	19,5	19,3	19,1
Hệ số thanh toán hiện hành	1,9x	2,3x	2,1x	2,6x	2,5x	2,5x	2,4x	2,3x	2,3x
Hệ số thanh toán nhanh	1,6x	2,1x	1,9x	2,3x	2,2x	2,1x	2,0x	2,0x	1,9x

---

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối dao động từ -10% đến 15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối thấp hơn -10%

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

### Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

### Lưu Bích Hồng

Giám đốc - Phân tích cơ bản  
honglb@vpbs.com.vn

### Nguyễn Thị Quỳnh Trang

Chuyên viên phân tích  
trangntq@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

### Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức  
& Nhà đầu tư Nước ngoài  
marcdjandji@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 158

### Lý Khắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân  
dungld@vpbs.com.vn  
+844 3974 3655 Ext: 335

### Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
phuongvv@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 130

### Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2  
Thành phố Hồ Chí Minh  
domalux@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 128

### Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ  
Hà Nội  
vinhtd@vpbs.com.vn  
+844 3835 6688 Ext: 369

### Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai  
Thành phố Hồ Chí Minh  
vinhnd@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 146

## Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lượng và thường của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418