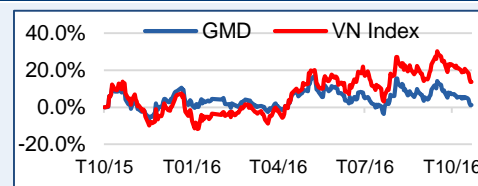


Gemadep (GMD) [MUA +20,6%]

BC Cập nhật

Ngày báo cáo:	11/11/2016		<u>2015</u>	<u>2016F</u>	<u>2017F</u>
Giá hiện tại:	26.600 VND	Tăng trưởng DT	18,9%	3,8%	13,3%
Giá mục tiêu:	30.600 VND	Tăng trưởng EPS	-24,0%	14,0%	7,6%
Giá mục tiêu gần nhất	31.900 VND	Biên LN gộp	26,6%	27,5%	27,4%
		Biên LN ròng	11,2%	13,1%	12,5%
TL tăng:	+15,0%	EV/EBITDA	7,4x	7,3x	4,9x
Lợi suất cổ tức:	5,6%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	8,4x	12,3x	8,2x
Tổng mức sinh lời:	+20,6%	P/E	15,4x	12,9x	12,1x



Ngành:	Cảng/Logistics		<u>GMD</u>	<u>Peers*</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	211,0 triệu USD	P/E (trượt)	12,8x	15,3x	16,2x
Room KN:	0,0 triệu USD	P/B (hiện tại)	1,0x	1,0x	1,9x
GTGD/ngày (30n):	0,3 triệu USD	Nợ ròng/CSH	0,3	0,4	NA
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	ROE	7,0%	7,8%	12,1%
SL cổ phiếu lưu hành	179,4 triệu	ROA	5,0%	3,9%	2,1%
Pha loãng	250,1 triệu				
PEG 3 năm	0,7x				

* Bao gồm các công ty tương đương cùng ngành trong khu vực (P/E điều chỉnh); P/E và P/B dựa trên mức trung vị.

Trong suốt 25 năm kể từ ngày thành lập, GMD không ngừng phát triển và trở thành một trong những nhà cung cấp dịch vụ logistics lớn nhất của Việt Nam và là một trong số ít các doanh nghiệp trong nước hoạt động từ đầu đến cuối chuỗi giá trị logistics. Ngoài lĩnh vực cốt lõi là điều hành cảng và dịch vụ logistics, GMD còn có một số khoản đầu tư chiến lược vào cao su và BĐS.

Hoàng Minh Hải
Chuyên viên

Hoạt động cốt lõi tiếp tục cải thiện mạnh, hứa hẹn triển vọng khả quan năm 2017

Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA cho CTCP Gemadep (GMD) dựa trên vị thế dẫn đầu ngành cảng và logistics của công ty, tuy nhiên chúng tôi vẫn điều chỉnh giảm nhẹ giá mục tiêu khoảng 4% do sản lượng hàng container thông qua ở khu vực Hải Phòng đang chững lại trong thời gian gần đây do hoạt động thương mại với Trung Quốc tương đối yếu. Với việc dự án nâng cấp giai đoạn 2 của cảng Nam Hải Đình Vũ và dự án kho lạnh sông Hậu hoàn thành trong tháng 11, cùng với dự án Nam Hải logistics dự kiến hoàn thành vào quý 1 năm tới, chúng tôi dự báo công ty sẽ đạt tăng trưởng LN cốt lõi lần lượt 23.3% trong quý 4 2016 và 14.4% trong năm 2017. Mức P/E 2016 khoảng 12,9 lần là tương đối hấp dẫn khi mà triển vọng 2017 tương đối khả quan.

Sự chững lại của mảng logistics trong quý 3 chỉ mang tính ngắn hạn. Doanh thu từ trung tâm phân phối giảm mạnh vì lượng hàng hóa qua hệ thống kho ngoại quan tại miền Nam bất ngờ giảm mạnh trong Quý 3, và đến tháng chín mới bắt đầu phục hồi. Tuy nhiên, tăng trưởng Quý 4 dự báo sẽ trở lại mức 6 tháng đầu năm vì sản lượng hàng tiêu dùng nhanh tại hệ thống trung tâm phân phối miền Nam đã tăng mạnh kể từ tháng mười.

Việc hoàn thành dự án nâng cấp giai đoạn 2 của cảng Nam Hải Đình Vũ sẽ giúp cho mảng cảng tăng trưởng trở lại. Lĩnh vực điều hành cảng sụt giảm 7,6% trong Quý 3/2016, mạnh hơn nhiều so với con số 0,6% hồi 6 tháng đầu năm do lượng container lạnh giảm mạnh. Tuy nhiên, tăng trưởng lĩnh vực điều hành cảng dự báo sẽ phục hồi trong Quý 4 nhờ việc hoàn tất Giai đoạn 1 dự án nâng cấp cảng Nam Hải – Đình Vũ trong tháng tám. Khi giai đoạn 2 việc dự án được hoàn tất vào cuối tháng mười một, công suất cảng Nam Hải – Đình Vũ sẽ tăng lên 650.000-700.000TEU, cao hơn 30%-40% so với công suất thiết kế ban đầu.

Dự án kho lạnh ở Hậu Giang, cụm logistics Nam Hải sẽ hỗ trợ tăng trưởng 2017. Trung tâm Phân phối Hậu Giang đi vào hoạt động vào tháng 10/2016, nhưng sẽ mang lại doanh thu lớn từ năm 2017 trở đi, sau khi hoàn tất giai đoạn chạy thử. Cụm DC Nam Hải, trung tâm phân phối lớn nhất của GMD tại miền Bắc, nhiều khả năng sẽ đi vào hoạt động trong Quý 1/2017, và cùng với cảng Nam Hải, sẽ tạo thành cụm logistic khép kín tại Hải Phòng để đón đầu dòng FDI ngày càng lớn chảy vào thành phố này.

Lỗ từ thanh lý tài sản trong 9 tháng 2016 chỉ mang tính bất thường trong ngắn hạn. LNST và sau lợi ích CĐTTS thấp hơn so với dự báo của chúng tôi do khoản lỗ bất thường 101 tỷ đồng từ thanh lý tài sản và lỗ từ lĩnh vực cao su trong 6 tháng đầu năm. Lĩnh vực cao su bị lỗ do một vài hectare cây bị chết vì thời tiết khắc nghiệt.

Định giá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành. GMD hiện đang giao dịch tại mức P/E 2016 là 12,9 lần, tương đối thấp so với các công ty khác trong ngành, đặc biệt khi lĩnh vực cốt lõi của GMD có triển vọng tăng trưởng mạnh, và khoản lỗ ảnh hưởng đến KQLN 2016 chỉ mang tính chất bất thường.

Kết quả 9 tháng đầu năm 2016: Tất cả các lĩnh vực cốt lõi đều chứng lại trong Quý 3

Hình 1: KQLN 9 tháng đầu năm 2016 của PLC

	9 tháng đầu 2015	9 tháng đầu 2016	Tăng trưởng %	Hoàn dự tất trước đây	Ghi chú
Doanh thu	2.657	2.706	1,8%	68,4%	Tăng trưởng doanh thu 9 tháng đầu năm 2016 chứng lại do lĩnh vực logistics chứng lại, trong bối cảnh mà mảng cảng biển vẫn tiếp tục khó khăn.
<i>Điều hành cảng</i>	1.279	1.240	-3,1%	67,8%	Doanh thu từ điều hành cảng Quý 3 giảm 7,6% do sự sụt giảm của mảng container lạnh thông qua hệ thống cảng tại Hải Phòng của GMD. Công ty cho biết số container lạnh Quý 3 giảm trên 50% so với cùng kỳ năm ngoái, nhưng Quý 3/2015 cao bất thường vì Trung Quốc bất ngờ đóng cửa biên giới. Nhìn chung, doanh thu từ điều hành cảng 9 tháng đầu năm giảm mạnh vì (1) Lưu lượng hàng hóa qua cảng Nam Hải giảm do việc thi công cầu Bạch Đằng và lượng container lạnh giảm; (2) Công suất cảng Nam Hải – Đình Vũ đã full, không thể bù đắp được cho việc sụt giảm lưu lượng hàng hóa qua cảng Nam Hải. Nếu không tính container lạnh, lưu lượng hàng hóa 9 tháng đầu năm đã tăng 7% so với cùng kỳ năm ngoái. Kết quả này khá ấn tượng trong bối cảnh lượng container qua khu cảng Hải Phòng chỉ tăng 5%-6%.
<i>Logistics</i>	1.383	1.466	6,1%	69,2%	<i>Ghi chú: Thông thường, container lạnh chiếm khoảng 10% lưu lượng hàng hóa qua hệ thống cảng tại Hải Phòng của GMD.</i> Lưu lượng hàng hóa thông qua cụm kho ngoại quan giảm ngoài dự kiến (7% doanh thu từ logistics) do nhu cầu của các công ty nhập khẩu giảm, khiến tăng trưởng doanh thu từ logistics Quý 3 chứng lại. Tuy nhiên, lĩnh vực này đã phục hồi kể từ tháng tám nhờ nhu cầu dịch vụ tại các trung tâm phân phối của các công ty hàng tiêu dùng nhanh tăng mạnh. Tổng doanh thu từ logistics Quý 3 chỉ tăng 1% so với cùng kỳ năm ngoái, thấp hơn so với mức tăng trưởng 8,8% 6 tháng đầu năm, nhưng chúng tôi cho rằng nhu cầu của Diana Unicharm và Kinh Đô tăng từ tháng tám sẽ bù đắp cho việc lưu lượng hàng hóa qua cụm kho ngoại quan giảm mạnh.
Giá vốn hàng bán	-1.919	-1.949	1,6%	67,9%	
Lợi nhuận gộp	738	757	2,6%	69,8%	
<i>Điều hành cảng</i>	574	544	-5,2%		
<i>Logistics</i>	164	213	29,8%		
Chi phí quản lý và bán hàng	-213	-242	13,6%	69,1%	Chi phí gia công, chiếm 24% chi phí quản lý và bán hàng, tăng mạnh 49%.
EBIT	454	407	-10,4%	58,9%	EBIT giảm do khoản lỗ bất thường 101 tỷ đồng bao gồm: (1) Lỗ 48 tỷ đồng do thanh lý một tàu feeder trong Quý 1, và (2) Lỗ 53 tỷ đồng do một vài hectare cây cao su tại Campuchia bị chết do hiện tượng El Nino nghiêm trọng trong Quý 2/2016.
LNST	355	330	-7,0%	54,1%	
Biên lợi nhuận gộp	27,8%	28,0%	20bps		Tuy biên lợi nhuận lĩnh vực cảng biển giảm, biên lợi nhuận gộp tiếp tục tăng nhờ biên lợi nhuận lĩnh vực logistics tăng mạnh.
<i>Điều hành cảng</i>	45,1%	43,8%	-130bps		Biên lợi nhuận giảm do lưu lượng container lạnh giảm mạnh, mà loại container này lại có biên lợi nhuận cao hơn so với container thông thường.
<i>Logistics</i>	12,0%	14,6%	260bps		Hai lý do khiến biên lợi nhuận lĩnh vực logistics tăng là (1) Giá dầu tiếp tục thấp, giúp biên lợi nhuận mảng vận tải đường biển tăng 250 điểm cơ bản; (2) Trung tâm Phân phối số 3 và trung tâm logistics Hải Dương đi vào hoạt động hồi tháng 01/2016 giúp đóng góp của các hoạt động có biên lợi nhuận cao vào doanh thu logistics tăng so với lĩnh vực vận chuyển đường biển, vốn có biên lợi nhuận thấp.
Chi phí quản lý và bán hàng / doanh thu	-8,0%	-8,9%	90pps		
Biên EBIT %	17,0%	15,0%	-200pps		
Biên LNST %	13,4%	12,2%	-120pps		Tuy lĩnh vực cốt lõi tiếp tục cải thiện (biên lợi nhuận gộp hiện cao nhất từ trước đến nay), LNST bị ảnh hưởng do lỗ bất thường ngoài HKKD đã trình bày trên đây.

Nguồn: GMD và VCSC

Triển vọng 2016 và 2017: Hoạt động cốt lõi cải thiện giúp tăng trưởng trở lại

Hình 2: Điều chỉnh dự báo

tỷ VND	KQ 2015	Dự báo 2016 hiện nay	Dự báo 2016 hiện nay so với trước đây	Dự báo 2017 hiện nay	Lý do điều chỉnh dự báo / Nhận định triển vọng
Doanh thu	3.582	3.717	-5,0%	4.253	
<i>Điều hành cảng</i>	1.697	1.701	-7,0%	1.889	Lưu lượng container qua khu vực cảng Hải Phòng thấp hơn so với dự kiến. Tuy Tổng cục Thống kê không có số liệu chính thức, theo trao đổi với các doanh nghiệp lớn trong ngành (GMD, VSC, PHP), các ý kiến nhìn chung đều cho rằng lưu lượng container qua khu vực cảng Hải Phòng chỉ tăng 5%-6% trong 9 tháng đầu năm 2016, thấp hơn so với con số 10%-11% cùng kỳ năm ngoái. Nguyên nhân chính khiến lưu lượng container giảm mạnh là thương mại xuyên biên giới với Trung Quốc yếu do nhu cầu nhập khẩu qua đường bộ của nước này giảm trong 9 tháng đầu năm. Từ Quý 4/2016 trở đi, chúng tôi cho rằng việc hoàn tất giai đoạn 2 dự án nâng cấp sẽ giúp cảng Nam Hải – Đình Vũ tăng trưởng trở lại. Với lợi thế vị trí đặc địa của cảng NHDV, việc tiếp nhận các tàu quy mô lớn của các hãng tàu thế giới sẽ dễ dàng hơn. <i>Ghi chú: Tổng cục Thống kê Hải Phòng cho biết trong 10 tháng đầu năm 2016, lưu lượng hàng hóa qua Hải Phòng tăng 13,9% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, con số này bao gồm cả hàng hóa container và hàng rời khô. Trong đó, tổng tăng trưởng đạt mức cao chủ yếu nhờ xếp dỡ hàng rời khô, có giá trị và phí dịch vụ thấp hơn so với xếp dỡ container. Không có số liệu chi tiết về tỷ lệ hàng rời khô và hàng hóa container, nhưng các doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực cho rằng tăng trưởng số container xếp dỡ giảm mạnh trong 10 tháng đầu năm.</i>
<i>Logistics</i>	1.892	2.017	-4,7%	2.324	Hoạt động kho ngoại quan giảm bất ngờ trong Quý 3
COGS	2.629	2.687	-6,3%	3.086	
Lợi nhuận gộp	953	1.030	-5,1%	1.167	
Chi phí quản lý và bán hàng	310	321	-6,1%	367	
EBIT	589	690	-3,4%	761	
LNST	400	518	-2,8%	547	
Biên LN gộp	26,6%	27,5%	-10bps	27,4%	
<i>Điều hành cảng</i>	41,5%	43,1%	+10bps	43,1%	Tuy không có lưu lượng container lạnh, cảng Nam Hải – Đình Vũ có hiệu suất cao hơn dự kiến sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận. Đóng góp của lĩnh vực logistics tăng, trong khi đây lại là lĩnh vực có biên lợi nhuận cao, sẽ giúp biên lợi nhuận gộp 2016 và 2017 tăng. Tuy nhiên, tốc độ mở rộng sẽ chững lại do giá dầu đã phục hồi trong thời gian qua. Giá dầu giảm mạnh trong 6 tháng đầu năm đã hỗ trợ mạnh biên lợi nhuận lĩnh vực vận chuyển đường biển.
<i>Logistics</i>	13,5%	14,3%	-30bps	14,7%	
Chi phí quản lý và bán hàng/DT	8,7%	8,6%	-30bps	8,6%	
Biên LNST %	11,2%	13,1%	-20bps	12,5%	Biên lợi nhuận 2017 giảm vì chúng tôi giả định Gemadept Tower sẽ được bán lại vào cuối năm 2016, khiến LNST cả năm tăng.

Nguồn: SKG & VCSC

Định giá

Chúng tôi tính giá mục tiêu dành cho GMD bằng cách kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh P/E của các công ty khác trong ngành với tỷ trọng 50:50. Chúng tôi điều chỉnh giảm 4% giá mục tiêu dành cho GMD do lưu lượng container qua khu vực cảng Hải Phòng trong 9 tháng đầu năm thấp hơn so với dự báo, khiến chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận 2016 và 2017 lần lượt 3,2% và 5,9%. Trong ba quý đầu năm, tăng trưởng lưu lượng container qua khu vực này sụt giảm mạnh nhất từ trước đến nay, chỉ đạt 5%, do thương mại xuyên biên giới giữa Việt Nam và Trung Quốc yếu. Trong khi đó, khủng hoảng nghiêm trọng của ngành vận tải biển thế giới khiến GMD khó có thể tăng phí xếp dỡ nhằm bù đắp cho việc lưu lượng hàng hóa giảm.

Hình 3: Tính giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/CP)
Chiết khấu dòng tiền	29.708	50%	14.854
P/E theo mục tiêu 2016 là 15 lần	31.465	50%	15.733
Giá mục tiêu			30.600
TL tăng			15,0%
Lợi suất cổ tức			5,6%
Tổng mức sinh lời			20,6%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Chiết khấu dòng tiền

Hình 4: Mô hình định giá chiết khấu dòng tiền

Chi phí vốn	Trước đây	Hiện nay	Dòng tiền tự do (5 năm)	
Beta	0,8	0,8	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	2.613
Phần bù rủi ro thị trường %	7,9	7,7	Giá trị cuối cùng (1% g)	6.643
LS phi rủi ro %	5,5	5,5	Tổng DTTDCK và GTCC	9.258
Chi phí Vốn CSH %	11,5	11,4	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	896
Chi phí nợ %	5,7	5,7	- Nợ	2.155
Nợ %	34,0	30,9	- Lợi ích CĐTTS	548
Thuế suất thực tế %	11,2	11,2	Giá trị vốn CSH	7.451
WACC %	10,6	10,5	Cổ phiếu (triệu)	250,8
			Giá cổ phiếu/ đồng	29.708

Hình 5: Dòng tiền

Chiết khấu dòng tiền	2016	2017	2018	2019	2020
Lợi nhuận từ HĐKD	671	754	913	943	1.028
- Thuế	(49)	(70)	(89)	(103)	(120)
+ Khấu hao	271	317	368	395	420
- Đầu tư XDCB	(348)	(394)	(425)	(457)	(392)
- Tăng vốn lưu động	(129)	(39)	(21)	(43)	18
Dòng tiền tự do	416	568	747	735	955
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	398	494	588	523	611
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	398	892	1.480	2.002	2.613

Nguồn: Ước tính của VCSC

Phương pháp P/E

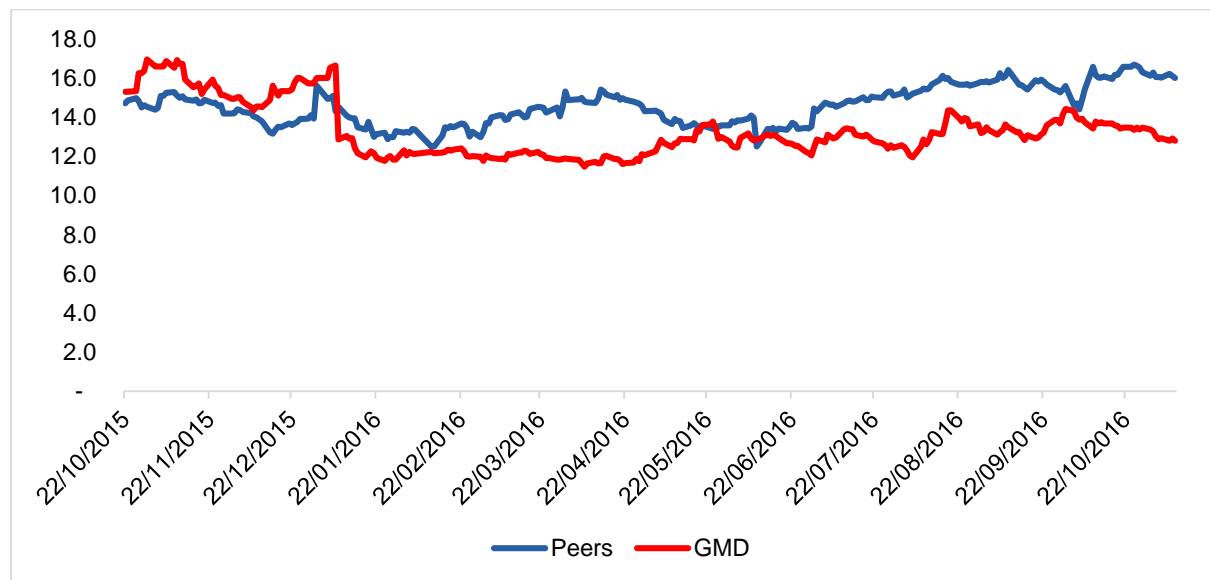
P/E của chúng tôi được dựa trên P/E trung bình điều chỉnh 2016 của các công ty khác trong ngành là 15,5, khiến giá mục tiêu tính theo phương pháp này là 31.465VND. Chúng tôi áp dụng phương pháp PE mục tiêu nhằm phản ánh tác động của khoản lãi tài chính khoảng 100 tỷ đồng từ việc bán lại 15% cổ phần còn lại tại Gemadept Tower, dự báo sẽ được ghi nhận trong Quý 4. Tuy đây không phải là thu nhập thường xuyên nhưng chúng tôi cho rằng với một thị trường mà nhà đầu tư cá nhân chiếm đa số như Việt Nam thì thông tin này sẽ phản ứng tích cực vào giá cổ phiếu.

Hình 6: So sánh với các công ty khác trong ngành

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	GTVH	DT thuần 12T	Y-o-Y %	LNST 12T	Y-o-Y %	Nợ/CSH	ROE %	P/E trượt 12T	P/E trượt 12T điều chỉnh	2016 P/E	P/E 2016 điều chỉnh	P/B quý gần nhất
NWS Holding Ltd	Hồng Kông	6.581	3.802	20%	633	10%	0,3	11	12,8	15,8	12,2	15,9	1,1
Tianjin port Ltd	Hồng Kông	945	2.150	-46%	65	-46%	0,7	4	13,4	20,0	17,1	22,3	0,6
Tangshan port group Co Ltd	Trung Quốc	2.376	968	31%	203	14%	0,2	13	18,8	11,9	12,2	11,0	1,5
Xiamen International port	Trung Quốc	580	1.111	14%	46	-14%	0,3	6	10,9	14,8	15,6	14,0	0,8
Cosco shipping port Ltd	Hồng Kông	2.987	613	-3%	359	6%	0,4	8	17,2	17,8	11,1	14,1	0,7
Trung bình		2.694	1.729	3%	261	-6%	0,4	8	14,6	16,1	13,6	15,5	0,9
Trung vị		2.376	1.111	14%	203	6%	0,3	8	13,4	15,8	12,2	14,1	0,8
Gemadept	Việt Nam	211	162	2%	17	-7%	0,3	7	12,8	12,8	11,2	11,2	1,0

Nguồn: Bloomberg

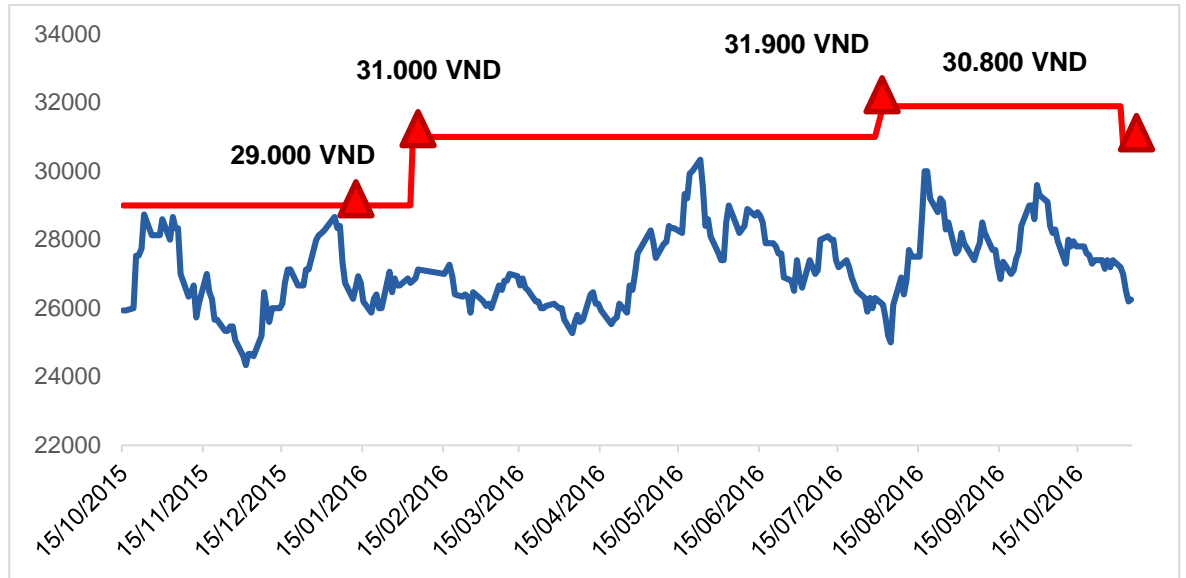
Hình 7: Diễn biến P/E điều chỉnh trung bình của GMD và các công ty khác trong ngành



Nguồn: Bloomberg.

Lịch sử Khuyến nghị

Hình 8: Giá cổ phiếu GMD và giá mục tiêu VCSC đưa ra (điều chỉnh theo các đợt chia tách cổ phiếu và trả cổ phiếu bằng cổ tức)



Nguồn: Bloomberg & VCSC

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Doanh thu thuần	3.582,4	3.717,8	4.213,4	Tiền và tương đương	902,5	1.330,3	2.151,4
Giá vốn hàng bán	2.629,2	2.695,5	3.057,6	Đầu tư TC ngắn hạn	89,9	89,9	89,9
Lợi nhuận gộp	953,1	1.022,3	1.155,8	Các khoản phải thu	1.476,9	1.283,4	1.454,5
Chi phí bán hàng	44,5	45,7	51,8	Hàng tồn kho	119,8	110,8	125,7
Chi phí quản lí DN	265,8	275,1	311,8	TS ngắn hạn khác	74,8	185,0	209,7
LN thuần HĐKD	642,8	701,4	792,2	Tổng TS ngắn hạn	2.663,8	2.999,4	4.031,2
Doanh thu tài chính	43,2	146,3	63,2	TS dài hạn (gộp)	4.092,9	4.298,5	5.514,5
Chi phí tài chính	229,2	183,1	248,5	- Khấu hao lũy kế	(1.693,4)	(1.964,2)	(2.280,7)
Trong đó, chi phí lãi vay	118,5	117,8	147,5	TS dài hạn (ròng)	2.399,4	2.334,3	3.233,8
Lợi nhuận từ công ty LDLK	29,8	56,5	67,1	Đầu tư TC dài hạn	2.027,2	2.083,7	2.150,8
Lợi nhuận/(chi phí) khác	14,1	(111,3)	-	TS dài hạn khác	1.603,2	1.795,1	987,2
LNTT	500,7	609,8	673,9	Tổng TS dài hạn	6.029,8	6.213,1	6.371,8
Thuế TNDN	40,3	48,8	70,1	Tổng Tài sản	8.693,6	9.212,5	10.402,9
LNST trước CĐTS	460,5	561,1	603,9	Phải trả ngắn hạn	446,8	407,3	465,8
Lợi ích CĐ thiểu số	60,0	73,3	78,9	Nợ ngắn hạn	336,4	996,2	1.775,5
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	400,5	487,8	525,0	Nợ ngắn hạn khác	666,0	460,0	545,2
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	514,0	596,1	651,0	Tổng nợ ngắn hạn	1.449,3	1.863,5	2.786,4
EBITDA	856,9	1.053,2	1.070,9	Nợ dài hạn	1.539,9	1.352,7	456,3
EPS cơ bản báo cáo, VND	2.247	2.562	2.758	Nợ dài hạn khác	317,5	383,9	435,1
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	2.387	2.748	3.007	Tổng nợ	3.306,7	3.600,0	3.677,7
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	1.797	2.031	2.171				
TỶ LỆ	2015A	2016F	2017F	Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-
Tăng trưởng				Vốn cổ phần	1.196,2	1.794,3	2.508,0
Tăng trưởng doanh thu	18,9%	3,8%	13,3%	Thặng dư vốn CP	2.471,5	2.471,5	2.680,7
Tăng trưởng LN HĐKD	105,5%	9,1%	12,9%	Lợi nhuận giữ lại	1.054,3	756,9	1.040,3
Tăng trưởng LNTT	-28,6%	21,8%	10,5%	Vốn khác	277,7	196,6	169,5
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	741,1%	15,1%	9,4%	Lợi ích CĐTS	-	-	-
Khả năng sinh lời				Vốn chủ sở hữu	4.999,7	5.219,3	6.398,5
Biên LN gộp %	26,6%	27,5%	27,4%	Tổng cộng nguồn vốn	8.693,6	9.212,5	10.402,9
Biên LN từ HĐ %	17,9%	18,9%	18,8%				
Biên EBITDA	23,9%	28,3%	25,4%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	11,2%	13,1%	12,5%	Tiền đầu năm	943,3	902,5	1.330,3
ROE %	9,3%	11,0%	10,4%	Lợi nhuận sau thuế	460,5	561,1	603,9
ROA %	5,5%	6,3%	6,2%	Khấu hao	283,5	270,8	316,5
				Thay đổi vốn lưu động	(47,2)	(128,8)	(38,7)
				Điều chỉnh khác	130,9	(169,8)	(76,8)
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền từ hoạt động KD	827,6	533,2	804,9
Số ngày tồn kho	15	15	15				
Số ngày phải thu	130	126	126	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	(589,0)	(348,0)	(394,4)
Số ngày phải trả	55	55	55	Đầu tư	128,68	(31,76)	(10,31)
TG luân chuyển tiền	89	86	86	Tiền từ HĐ đầu tư	(460,3)	(379,8)	(404,8)
Thanh khoản				Cổ tức đã trả	(242,2)	(232,3)	(232,3)
CS thanh toán hiện hành	1,8	1,6	1,4	Tăng (giảm) vốn	34,8	-	-
CS thanh toán nhanh	1,7	1,5	1,3	Tăng (giảm) nợ dài hạn	(71,0)	659,8	779,3
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,7	0,8	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	59,6	(187,2)	(896,4)
Nợ/Tài sản	21,6%	25,5%	21,5%	Tiền từ các hoạt động TC khác	(189,6)	(7,7)	727,1
Nợ/Vốn sử dụng	27,3%	31,0%	25,9%	Tiền từ hoạt động TC	(408,5)	232,6	377,7
Nợ/Vốn CSH	19,5%	19,5%	1,3%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	(41,1)	385,9	777,8
Khả năng thanh toán lãi vay	5,0	5,7	5,1	Tiền cuối năm	902,5	1.330,3	2.151,4

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoàng Minh Hải, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt. +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145 Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
- Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

- Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên 147

Vĩ mô

- Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132
- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên ext 174

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130 Logistics và Nông nghiệp

- Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
- Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng ext 363

- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Chu Lựcc Ninh, Chuyên viên ext 196

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.