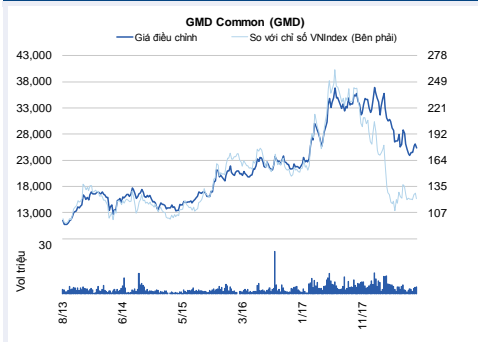
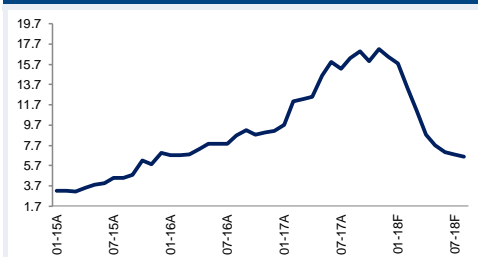


**Biểu đồ giá**

**Thông tin cổ phiếu vào ngày 21/8/2018**

Giá cổ phiếu (đồng)	25,500
Số lượng CP niêm yết hiện tại (triệu cp)	288
Số lượng CP đang lưu hành (triệu cp)	288
Giá cao nhất trong 52 tuần (đồng)	37,424
Giá thấp nhất trong 52 tuần (đồng)	23,500
Thay đổi giá trong 3 tháng	-2.8%
Thay đổi giá trong 6 tháng	-15.2%
Thay đổi giá trong 12 tháng	-49.9%
Khối lượng CP giao dịch tự do	159
GTGD (triệu đồng) (GTTB trong 5 ngày giao dịch gần nhất)	29,790
GT Vốn hóa thị trường (triệu đồng)	7,351,063
GT vốn hóa thị trường (triệu USD)	317
Số lượng được phép sở hữu	58.8
Số lượng còn được phép mua	0.000
% sở hữu nước ngoài	20.4%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49.0%

**Biểu đồ P/E**


**Chuyên viên phân tích cấp cao**  
 Vũ Thu Hà  
 ha.vthu@hsc.com.vn

Tổng quan tài chính	12-16A	12-17A	12-18F	12-19F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	3,742	3,923	2,679	2,993
Tăng trưởng doanh thu thuần	4.3%	4.9%	(31.7%)	11.7%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1,018	1,024	1,067	1,251
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	7.6%	0.6%	4.2%	17.2%
EBITDA (tỷ đồng)	989	997	1,127	1,282
Tăng trưởng EBITDA	1.6%	0.9%	13.0%	13.8%
LNST (tỷ đồng)	444	581	1,706	606
Tăng trưởng LNST	(3.7%)	31.0%	193.5%	(64.4%)
LNST của cổ đông cty mẹ (tỷ đồng)	390	504	1,625	476
Tăng trưởng LNST của cổ đông cty mẹ	(3.1%)	29.3%	222.4%	(70.7%)
EPS (đồng)	2,398	1,983	5,186	1,518
EPS pha loãng (đồng)	2,398	1,983	5,186	1,518
Tăng trưởng EPS	(23.6%)	(17.3%)	161.5%	(70.7%)
P/E (lần)	9.1	16.4	4.9	16.8
P/E pha loãng (lần)	9.1	16.4	4.9	16.8
EV/EBITDA (lần)	9.95	9.32	8.29	7.06
P/B (lần)	0.76	1.49	1.34	1.34

Nguồn: Dữ liệu công ty; (F): HSC dự báo

- CTCP Gemadept (GMD - HSX) gần đây đã công bố KQKD 6 tháng đầu năm chưa kiểm toán với doanh thu thuần đạt 1.286 tỷ đồng (giảm 31% so với cùng kỳ), LNST đạt 1.789 tỷ đồng (tăng 586% so với cùng kỳ) và LNST đạt 1.554 tỷ đồng (tăng 572% so với cùng kỳ). Lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ ghi nhận 1.516 tỷ đồng lãi từ bán tài sản.
- Theo đó, GMD đã hoàn thành 53% kế hoạch doanh thu và 84% kế hoạch LNST cả năm. Cho năm 2018, GMD đạt kế hoạch doanh thu thuần là 2.405 tỷ đồng (giảm 60% so với năm 2017) và LNST đạt 2.130 tỷ đồng (tăng 327% so với cùng kỳ).
- Cho năm 2018, chúng tôi điều chỉnh giảm 10% dự báo doanh thu và giảm 2% dự báo LNST do chúng tôi giảm 7% dự báo lượng hàng hóa qua cảng. HSC hiện dự báo doanh thu thuần đạt 2.679 tỷ đồng (giảm 32%) và LNST đạt 1.706 tỷ đồng (tăng trưởng 194%). Theo đó HSC dự báo EPS dự phóng 2018 là 5.186 đồng/ cổ phiếu, tương đương P/E dự phóng là 4,90 lần.
- Cho năm 2019, chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 2.993 tỷ đồng (tăng trưởng 12%) và LNST đạt 606 tỷ đồng (giảm 64% so với năm 2017). Theo đó, HSC dự báo EPS dự phóng 2019 là 1.518 đồng/ cổ phiếu, tương đương P/E dự phóng là 16,8 lần.
- Triển vọng tích cực trong 5 năm tới nhờ công ty tập trung vào mảng cảng biển có tỷ suất lợi nhuận cao.
- Chúng tôi hiện ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu là 34.000 đồng, tương đương EV/EBITDA dự phóng 2018 là 10,5 lần. Chúng tôi đã điều chỉnh giảm ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu từ mức trước đó là 40.000 đồng/ cổ phiếu do chúng tôi cũng điều chỉnh giảm ước tính EBITDA.
- Tiếp tục đánh giá Khả quan.

## KQKD 6 tháng đầu năm 2018 của GMD

	Q1/2017	Q2/2017	Q3/2017	Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	6T 2018	% y/y	Kế hoạch 2018	% hoàn thành
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>859,896</b>	<b>1,005,771</b>	<b>979,759</b>	<b>1,077,809</b>	<b>689,172</b>	<b>597,312</b>	<b>1,286,485</b>	<b>-31%</b>	<b>2,405,000</b>	<b>53.5%</b>
Giá vốn hàng bán	664,338	742,716	709,111	782,833	483,851	317,600	801,452	-43%		
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>195,558</b>	<b>263,055</b>	<b>270,648</b>	<b>294,976</b>	<b>205,321</b>	<b>279,712</b>	<b>485,033</b>	<b>6%</b>		
Thu nhập tài chính	14,318	13,837	5,118	140,153	1,394,993	147,246	1,542,239	5378%		
Chi phí tài chính	35,696	37,931	19,290	38,982	19,654	(52,707)	(33,053)	-145%		
<b>Thu nhập tài chính thuần</b>	<b>(21,378)</b>	<b>(24,094)</b>	<b>(14,172)</b>	<b>101,171</b>	<b>1,375,339</b>	<b>199,953</b>	<b>1,575,292</b>	<b>-3564%</b>		
Chi phí bán hàng	15,639	21,340	20,264	28,478	22,231	52,529	74,760	102%		
Chi phí quản lý	68,850	77,522	83,345	124,999	77,546	79,823	157,370	8%		
Chi phí bán hàng & quản lý	84,489	98,861	103,609	153,476	99,777	132,352	232,129	27%		
Lợi nhuận hoạt động thuần	114,436	169,578	183,960	266,447	1,504,329	379,511	1,883,840	563%		
Lợi nhuận khác	3,780	(27,211)	(16,490)	(44,046)	2,853	(98,023)	(95,170)	306%		
<b>LNTT</b>	<b>118,216</b>	<b>142,367</b>	<b>167,469</b>	<b>222,401</b>	<b>1,507,182</b>	<b>281,488</b>	<b>1,788,670</b>	<b>586%</b>	<b>2,130,000</b>	<b>84.0%</b>
<b>LNST</b>	<b>108,451</b>	<b>122,680</b>	<b>145,399</b>	<b>204,762</b>	<b>1,278,551</b>	<b>275,485</b>	<b>1,554,036</b>	<b>572%</b>		
<b>LNST của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>95,833</b>	<b>100,181</b>	<b>118,777</b>	<b>189,232</b>	<b>1,267,480</b>	<b>260,881</b>	<b>1,528,361</b>	<b>680%</b>		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22.7%	26.2%	27.6%	27.4%	29.8%	46.8%	37.7%			
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	13.3%	16.9%	18.8%	24.7%	218.3%	63.5%	146.4%			
Tỷ suất LNST	12.6%	12.2%	14.8%	19.0%	185.5%	46.1%	120.8%			
Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu	9.8%	9.8%	10.6%	14.2%	14.5%	22.2%	18.0%			

Nguồn: Dữ liệu công ty

**Công ty Cổ phần Gemadept (GMD - HSX)** gần đây đã công bố KQKD 6 tháng đầu năm chưa kiểm toán với doanh thu thuần đạt 1.286 tỷ đồng (giảm 31% so với cùng kỳ), LNTT đạt 1.789 tỷ đồng (tăng 586% so với cùng kỳ) và LNST đạt 1.554 tỷ đồng. Lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ ghi nhận 1.516 tỷ đồng lãi từ bán tài sản.

*GMD công bố KQKD 6 tháng đầu năm rất khả quan nhờ bán tài sản. Triển vọng tương lai tích cực. Tiếp tục đánh giá Khả quan*

Theo đó, GMD đã hoàn thành 53% kế hoạch doanh thu và 84% kế hoạch LNTT cả năm. Cho năm 2018, GMD đạt kế hoạch doanh thu thuần là 2.405 tỷ đồng (giảm 60% so với năm 2017) và LNTT đạt 2.130 tỷ đồng (tăng 327% so với cùng kỳ).

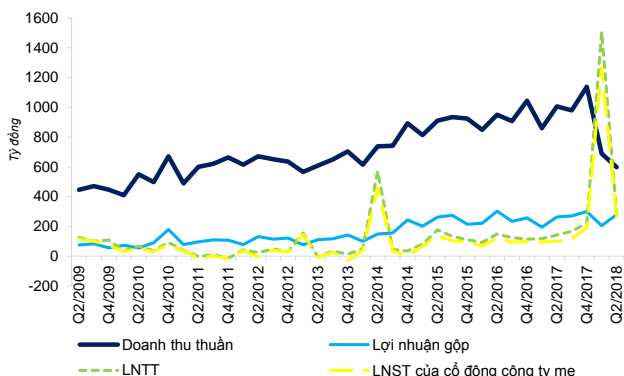
**Kết luận nhanh – Tiếp tục đánh giá Khả quan.** Chúng tôi hiện ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu là 34.000 đồng, tương đương EV/EBITDA dự phóng 2018 là 10,5 lần. Chúng tôi đã điều chỉnh giảm ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu từ mức trước đó là 40.000 đồng/cổ phiếu do chúng tôi cũng điều chỉnh giảm ước tính EBITDA. HSC hiện dự báo LNST sẽ tăng trưởng 194% trong năm nay và giảm 64% trong năm tới. Lợi nhuận năm nay tăng trưởng mạnh nhờ đóng góp lớn của khoản lợi nhuận không thường xuyên từ thoái vốn và khoản lợi nhuận này sẽ không còn trong năm sau.

GMD là doanh nghiệp cảng biển tư nhân lớn nhất tại Việt Nam với thị phần cả nước là 10%. Với hệ thống cảng biển trên cả nước có thể tiếp nhận xử lý 1,46 triệu TEU hàng hóa/năm; tương đương 10% thị phần. GMD còn có 1 công ty liên kết với một cảng tiếp nhận xử lý hàng hóa bằng đường hàng không tại Sân bay Tân Sơn Nhất tại TPHCM. GMD vẫn nắm 49% cổ phần tại mảng logistic (công ty đã bán 51% cổ phần cho CJ logistics). Hiện công ty cũng đang vận hành mảng vận tải biển nhưng có tỷ suất lợi nhuận thấp. Triển vọng tích cực trong 5 năm tới nhờ công ty tập trung vào mảng cảng biển có tỷ suất lợi nhuận cao. Chúng tôi kỳ vọng GMD sẽ giữ vị thế áp đảo trong lĩnh vực này với thị phần theo dự báo của HSC sẽ tăng lên 26% vào năm 2022. Nhờ công suất cảng biển tăng lên 4,4 triệu TEU. Trong khi đó mảng logistic tăng trưởng ổn định nhờ sáp nhập với CJ Logistics. Chúng tôi giữ quan điểm tích cực đối với cổ phiếu mặc dù cổ phiếu khó tiếp cận do NĐT sở hữu cô đặc.

**Doanh thu thuần giảm mạnh do bỏ doanh thu mảng logistic – Doanh thu của GMD đến từ hai mảng chính sau;**

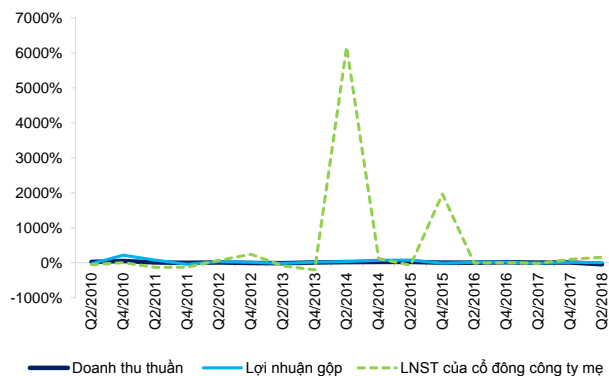
- Doanh thu mảng cảng biển tăng 26% so với cùng kỳ đạt 1.038 tỷ đồng. Chủ yếu là nhờ lượng hàng hóa qua cảng tăng 15% so với cùng kỳ. Trong 6 tháng đầu năm nay, lượng hàng hóa qua cảng của GMD đạt 913.000 TEU (tăng 15% so với cùng kỳ). Trong đó:
  - Các cảng biển Hải Phòng tiếp nhận 470.900 TEU (tăng 11% so với cùng kỳ) nhờ cảng Nam Đình Vũ đã đi vào hoạt động từ tháng 2/2018, theo đó công suất xử lý hàng của các cảng biển của GMD ở khu vực Hải Phòng tăng thêm 600.000 TEU, tương đương 92%.
  - Nam Hải ICD tiếp nhận 115.100 TEU (tăng 28% so với cùng kỳ).

GMD - Doanh thu và lợi nhuận theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty

GMD - % tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận so với cùng kỳ



Nguồn: Dữ liệu công ty

- Phước Long PIP tiếp nhận 327.000 TEU (tăng 16% so với cùng kỳ) nhờ công suất tăng 30% từ Q3/2017.
- Doanh thu mảng logistic và vận tải giảm 76% so với cùng kỳ xuống 248 tỷ đồng. Tháng 2/2018, GMD đã bán 51% cổ phần tại Công ty TNHH Một thành viên tiếp vận Gemadept (vận hành mảng logistic) cho CJ Logistic và giảm tỷ lệ sở hữu về 49%. Do đó, doanh thu từ Công ty TNHH Một thành viên tiếp vận Gemadept không còn được hợp nhất với GMD nữa.

**Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng** – Trong 6 tháng đầu năm 2018, GMD đạt lợi nhuận gộp 485 tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ) trong khi đó tỷ suất lợi nhuận gộp cũng tăng mạnh từ 25% lên 37,7% nhờ tỷ trọng đóng góp doanh thu của mảng logistic, là mảng có tỷ suất lợi nhuận thấp giảm mạnh.

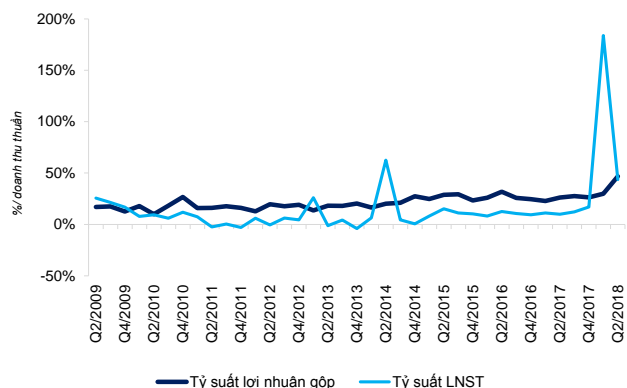
- Mảng cảng biển đóng góp lợi nhuận gộp 433 tỷ đồng (tăng 29% so với cùng kỳ) trong khi đó tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 40,8% lên 41,7%. Yếu tố hỗ trợ ở đây có vẻ là nhờ hiệu suất hoạt động của Nam Hải ICD cao hơn.
- Mảng logistic và vận tải đóng góp lợi nhuận gộp 52 tỷ đồng (giảm 60% so với cùng kỳ) nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp mảng này lại tăng từ 12,6% lên 20,9% nhờ phí vận tải trong nước tăng.

**Thu nhập tài chính thuần tăng nhờ lợi nhuận bán tài sản** – GMD ghi nhận thu nhập tài chính thuần 1.575 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2018 (cùng kỳ năm ngoái lỗ thuần 50 tỷ đồng). Trong nửa đầu năm nay, GMD đã bán một số tài sản và ghi nhận 1.516 tỷ đồng lợi nhuận;

- Bán 49% cổ phần tại Công Ty TNHH Một Thành Viên Vận Tải Biển Gemadept (GMD sở hữu 100%).
- Bán 51% cổ phần tại Công ty TNHH Một thành viên Gemadept Logistic Holding (GMD sở hữu 100% cổ phần).
- Bán 51% tại Công ty Cổ phần Tiếp vận và Cảng Quốc tế Hoa Sen Gemadept (GMD sở hữu 51% cổ phần).

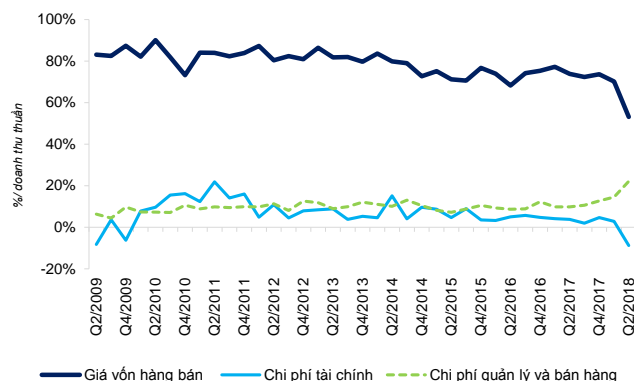
Bên cạnh đó, trong 6 tháng đầu năm nay, GMD cũng ghi nhận hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính, tổng cộng 101 tỷ đồng (cùng kỳ năm ngoái là 17 tỷ đồng).

**GMD - Tỷ suất LN gộp và tỷ suất LNST theo quý**



Nguồn: Dữ liệu công ty

**GMD - Giá vốn hàng bán, chi phí quản lý & bán hàng và chi phí tài chính theo quý**



Nguồn: Dữ liệu công ty

**Đóng góp lớn hơn từ các công ty liên kết** – Trong 6 tháng đầu năm nay, các công ty liên kết đóng góp 56 tỷ đồng lợi nhuận cho GMD (tăng 7% so với cùng kỳ). Mặc dù LNST của cổ đông công ty mẹ của SCS (UPCoM) tăng 18% so với cùng kỳ đạt 198 tỷ đồng, nhưng GMD đã giảm tỷ lệ sở hữu tại công ty này từ 34,9% xuống 32,89% trong Q3/2017 khi SCS phát hành cổ phiếu mới.

**Chi phí bán hàng & quản lý tăng 27% so với cùng kỳ** - Chi phí bán hàng & quản lý tăng 27% so với cùng kỳ lên 232 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm nay trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu cũng tăng từ 9,8% lên 18%.

**Lỗ khác tăng** – GMD ghi nhận 95 tỷ đồng lỗ khác trong 6 tháng đầu năm so với mức lỗ 23 tỷ đồng trong cùng kỳ năm trước. Khoản lỗ này có thể liên quan đến hoạt động của mảng cao su.

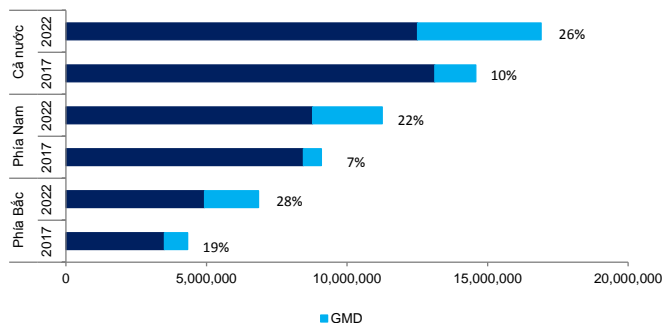
Theo đó, LNTT 6 tháng đầu năm đạt 1.789 tỷ đồng (tăng 586% so với cùng kỳ). Tuy nhiên, nếu không bao gồm khoản lợi nhuận không thường xuyên từ bán tài sản, hoàn nhập dự phòng và khoản lỗ khác, LNTT hoạt động kinh doanh chủ chốt của GMD đạt 267 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm (giảm nhẹ 1% so với cùng kỳ).

*Dự báo năm 2018*

**Cho năm 2018, HSC dự báo doanh thu thuần giảm 32% so với cùng kỳ và LNST tăng trưởng 194%** - Chúng tôi điều chỉnh giảm 10% dự báo doanh thu và giảm 2% dự báo LNST do chúng tôi giảm 7% dự báo lượng hàng hóa qua cảng. HSC hiện dự báo doanh thu thuần đạt 2.679 tỷ đồng (giảm 32%) và LNST đạt 1.706 tỷ đồng (tăng trưởng 194%) so với dự báo trước đó là doanh thu thuần đạt 2.980 đồng (giảm 24%) và LNST đạt 1.725 tỷ đồng (tăng trưởng 197%). Giả định chính của chúng tôi là:

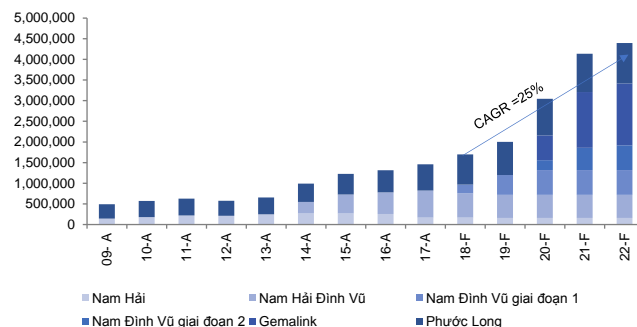
- Doanh thu của mảng cảng biển tăng 14% lên 1.999 tỷ đồng nhờ tác động của nhiều nhân tố. Chúng tôi giả định lượng hàng hóa qua cảng đạt 1,698 triệu TEU (tăng 17%) và 1,896 triệu tấn (tăng 2%). Cảng Phước Long PIP đã được mở rộng và hoạt động trở lại từ Q3/2017. Trong khi đó cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động từ tháng 2/2018. Theo đó công suất xử lý hàng container sẽ tăng thêm 750.000 TEU; tương đương tăng 65%.
  - Dự báo lượng hàng hóa qua cảng giảm 10% đạt 588.600 TEU tại cảng Nam Hải Đình Vũ và không đổi tại cảng Nam Hải, đạt 168.000 TEU. Do các tàu di chuyển từ cảng Nam Hải Đình Vũ về cảng Nam Đình Vũ.
  - Hàng hóa xử lý tại cảng Nam Đình Vũ đạt 210.000 TEU (tăng 100%) với giả định cảng này hoạt động với 35% công suất thiết kế trong năm đầu tiên.
  - Phí dịch vụ cảng biển tại cảng Nam Hải và Nam Hải Đình Vũ sẽ giảm lần lượt 3% và 2% do cạnh tranh tại khu vực Hải Phòng tăng do có cảng mới đi vào hoạt động, chẳng hạn như cảng Nam Đình Vũ.

**Thị phần của GMD**



Nguồn: GMD

**Lượng hàng thông qua các cảng container của GMD (TEU)**



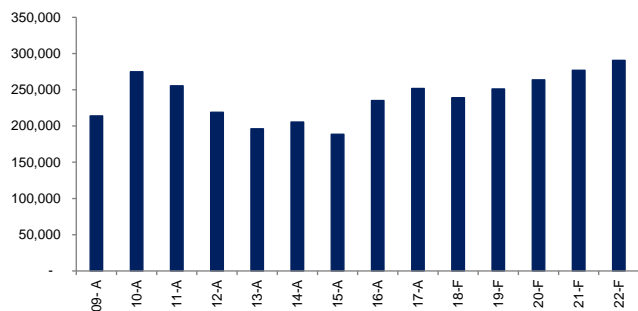
Nguồn: GMD

- Hàng hóa xử lý tại Phước Long ICD tăng 15% đạt 731.400 TEU nhờ công suất của cảng này sẽ tăng thêm 30% từ Q3/2017.
- Hàng hóa vào cảng Dung Quất tăng nhẹ 2% lên 1,896 triệu tấn nhờ sản lượng hàng dăm gỗ tăng dần.
- Chúng tôi giả định doanh thu mảng vận tải đạt 680 tỷ đồng, giảm 5%. Chúng tôi giả định lượng hàng hóa chuyên chở sẽ giảm 5% là 239.178 TEU và giá bán bình quân tăng không đổi.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 26,1% lên 39,8% và lợi nhuận gộp dự báo đạt 1.67 tỷ đồng (tăng trưởng 4%). Lý do chính là tỷ trọng đóng góp của mảng cảng biển tăng.
- Lợi nhuận tài chính thuần tăng lên 1.408 tỷ đồng (năm 2017 là 42 tỷ đồng) nhờ hạch toán 1.516 tỷ đồng lãi từ thoái vốn như dưới đây:
  - Bán 49% cổ phần Công ty TNHH Vận tải biển Gemadept Holding và 51% cổ phần Công ty TNHH Gemadept Holding logistics, lãi 1.356 tỷ đồng.
  - Bán 51% cổ phần Cảng Hoa Sen Gemadept và lãi 160 tỷ đồng.
- Đóng góp từ công ty liên doanh liên kết tăng – Chúng tôi dự báo công ty liên doanh liên kết sẽ đóng góp 195 tỷ đồng vào LNST của GMD (tăng 79%). Trong đó:
  - Chúng tôi giả định SCSC và các công ty liên kết sẽ đóng góp 133 tỷ đồng (tăng trưởng 22%) vào LNST của GMD. Chúng tôi dự báo doanh thu của SCSC sẽ tăng trưởng 24% và LNST tăng trưởng 26%.
  - Công ty TNHH Gemadept Holding logistics sẽ đóng góp 63 tỷ đồng vào LNST của GMD. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng logistic sẽ tăng trưởng 12% đạt 1.618 tỷ đồng nhờ công suất trung tâm phân phối tăng 15%.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/ doanh thu giữ nguyên ở 18%.
- Lỗ khác là 96 tỷ đồng (tăng 14%) do GMD ghi nhận lỗ từ mảng cao su.

Theo đó, chúng tôi dự báo EBITDA đạt 1.127 tỷ đồng (tăng trưởng 13%), EV/EBITDA dự phóng năm 2018 là 8,27 lần. Chúng tôi dự báo LNST năm 2018 đạt 2.091 tỷ đồng (tăng trưởng 221%). Nếu không tính lãi từ thoái vốn và thu nhập khác, thì LNST từ hoạt động kinh doanh chính là 671 tỷ đồng (tăng trưởng 6%). Chúng tôi dự báo LNST đạt 1.705 tỷ đồng (tăng trưởng 194%). HSC dự báo EPS dự phóng 2018 là 5.186 đồng/ cổ phiếu, tương đương P/E dự phóng là 4,90 lần.

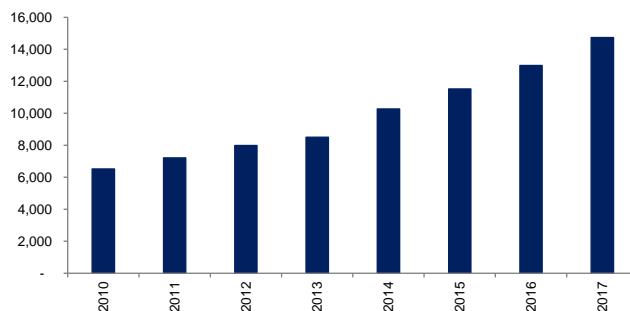


Lượng hàng vận chuyển của GMD (TEU)



Nguồn: GMD

Lượng hàng thông qua cảng hàng hóa Việt Nam (nghìn TEU)



Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam

Dự báo năm 2019

**Cho năm 2019, HSC dự báo doanh thu thuần tăng trưởng 12% và LNST giảm 64% so với năm 2018** – Chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 2.993 tỷ đồng (tăng trưởng 12%) và LNST đạt 606 tỷ đồng (giảm 64% so với năm 2017). Các giả định chính của chúng tôi gồm:

- Doanh thu mảng cảng biển tăng trưởng 14% đạt 2.278 tỷ đồng nhờ một số yếu tố. Chúng tôi giả định lượng hàng hóa qua cảng đạt 2.003 triệu TEU (tăng trưởng 18%) và 1.934 triệu tấn (tăng trưởng 2%). Trong khi đó phí dịch vụ cảng biển tại cảng Nam Hải và Nam Hải Đình Vũ sẽ lần lượt giảm 3% và 2% do cạnh tranh gia tăng ở khu vực Hải Phòng bởi xuất hiện nhiều cảng mới như cảng Nam Hải Đình Vũ.
- Chúng tôi giả định doanh thu mảng vận tải đạt 714 tỷ đồng, tăng trưởng 5%. Giả định lượng hàng hóa vận tải tăng 5% đạt 251.137 TEU trong khi phí vận tải không đổi.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 39,8% lên 41,8% trong khi đó lợi nhuận gộp dự báo đạt 1.251 tỷ đồng (tăng 17%) nhờ mảng cảng biển với tỷ suất lợi nhuận cao hơn đồng góp lợi nhuận lớn hơn.
- Lỗ tài chính thuần 120 tỷ đồng so với mức lãi 1.408 tỷ đồng trong năm 2018 do không còn đóng góp của lợi nhuận từ bán tài sản.
- Đóng góp từ các công ty liên kết tăng – Chúng tôi dự báo các công ty liên kết của GMD sẽ đóng góp 222 tỷ đồng cho LNST của GMD (tăng 14%). Trong đó:
  - Công ty TNHH Vận Tải Biển Gemadept sẽ đóng góp 69 tỷ đồng LNST với dự báo doanh thu tăng trưởng 12% đạt 1.815 tỷ đồng nhờ công suất các trung tâm phân phối tăng 15%.
  - Chúng tôi giả định SCSC sẽ đóng góp 153 tỷ đồng (tăng trưởng 15%) LNST. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần của SCSC tăng trưởng 17% và LNST tăng trưởng 17%.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý không đổi, là 18%.
- Lỗ khác là 96 tỷ đồng.

Theo đó, EBITDA là 1.281 tỷ đồng (tăng trưởng 14%), tương đương EV/EBITDA dự phóng 2019 là 7 lần. Chúng tôi dự báo LNTT năm 2019 đạt 716 tỷ đồng (giảm 66% so với năm 2018). Nếu không bao gồm lợi nhuận thoái vốn và lợi nhuận khác, LNTT từ mảng kinh doanh chính dự báo đạt 812 tỷ đồng (tăng trưởng 21%). Chúng tôi dự báo LNST là 606 tỷ đồng (giảm 64%). HSC dự báo EPS dự phóng 2019 là 1.518 đồng/ cổ phiếu, tương đương P/E dự phóng là 16,8 lần.

**Room nước ngoài sẽ hờ 6% khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài được mở trở lại 49%** - Chúng tôi lưu ý rằng:

- Vào tháng 8/2012, GMD đã phát hành 40 triệu USD trái phiếu chuyển đổi cho Quỹ VI Fund II, L.P (VIG). Số trái phiếu chuyển đổi này có kỳ hạn 5 năm với lãi suất cố định là 6%/ năm và lãi cộng dồn sẽ được trả khi đáo hạn (ngày 15/8/2017).
- Và sau đó, trong năm 2015, GMD đã giảm tỷ lệ sở hữu nước ngoài từ 49% về 20,4% để dành room cho chuyển đổi trái phiếu với VIG.
- Tháng 6/2017, GMD đã phát hành 108,84 triệu cổ phiếu cho VIG và bà Lê Thúy Hương – cá nhân người Việt có liên quan đến VIG để chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi mà VIG đang nắm giữ. Sau đợt phát hành này, VIG sở hữu 30,436% cổ phần và bà Hương sở hữu 7,521% cổ phần của GMD. Số cổ phiếu này bị hạn chế chuyển nhượng trong 1 năm.
- Để cổ phiếu VIG nắm giữ được tự do chuyển nhượng, tại ĐHCĐTN năm 2017 cổ đông đã thông qua mở room khối ngoại trở lại 49%.

Hiện tại, tỷ lệ sở hữu của NĐTNN tại GMD là khoảng 43%. Do đó, khi trở lại 49%, room khối ngoại sẽ hở 6%.

**Phát hành 8,648 triệu cổ phiếu ESOP, tương đương 3% tổng số cổ phiếu đang lưu hành** – GMD có kế hoạch phát hành 8,648 triệu cổ phiếu ESOP, tương đương 3% tổng số cổ phiếu đang lưu hành cho nhân sự chủ chốt trong tháng 8 năm nay. 50% số cổ phiếu ESOP này sẽ bị hạn chế chuyển nhượng trong 2 năm và 50% còn lại bị hạn chế chuyển nhượng trong 3 năm.

**GMD là doanh nghiệp lớn nhất ngành logistic** – Thành lập vào năm 1990 với sự phát triển mạnh mẽ, nhanh chóng và bền vững, Gemadept hiện đã trở thành tập đoàn đa ngành lĩnh vực cảng biển & logistic tư nhân lớn nhất tại Việt Nam. Gemadept có 4 mảng kinh doanh gồm (1) cảng biển (2) logistic (3) trồng cao su và (4) BĐS. Trong đó mảng cảng biển và logistic là hoạt động kinh doanh chính của GMD còn trồng cao su và BĐS là các khoản đầu tư chiến lược của công ty.

**GMD là doanh nghiệp cảng biển tư nhân lớn nhất với tổng công suất là 2,1 triệu TEU/năm** – Cảng biển là mảng quan trọng nhất của GMD, đóng góp 45% doanh thu và 70% lợi nhuận gộp. Trong năm 2017, hệ thống cảng biển của GMD đã tiếp nhận xử lý 1,46 triệu TEU hàng hóa (tăng 11%); theo đó công ty giữ 10% thị phần cả nước. Trong đó:

- Cảng khu vực miền Bắc (gồm Nam Hải Đình Vũ, Nam Đình Vũ) tiếp nhận xử lý 0,822 triệu TEU (tăng 5%), chiếm 19% thị phần khu vực phía Bắc.
- Cảng khu vực miền Nam (Phước Long) tiếp nhận xử lý 0,636 triệu TEU (tăng 19%), chiếm 7% thị phần khu vực phía Nam.

**Hiện GMD có 5 cảng biển là:**

- **Nam Hải Đình Vũ** (GMD nắm 85% cổ phần) nằm trên diện tích 15 ha tại khu vực hạ nguồn Sông Cấm, Hải Phòng – có tổng công suất là 500.000 TEU/ năm. Trong năm 2017, cảng này đã tiếp nhận xử lý 654.000 TEU hàng hóa (tăng 25%), tương đương công suất hoạt động là 131% công suất thiết kế. Trong năm 2018, lượng hàng hóa sẽ còn tăng 8% lên 704.000 TEU. Đây là cảng container và chủ yếu tiếp nhận hàng hóa nguyên liệu sản xuất & nguyên liệu nhập khẩu cho các doanh nghiệp FDI (ngoài lĩnh vực CNTT) chẳng hạn như máy móc, hàng dệt, giày dép và đồ nhựa.
- **Nam Hải** (GMD nắm 100% cổ phần) nằm trên diện tích 7 ha tại khu vực thượng nguồn Sông Cấm, Hải Phòng – có tổng công suất là 150.000 TEU/ năm. Trong năm 2017, cảng này đã tiếp nhận xử lý 168.000 TEU hàng hóa (giảm 34%), tương đương công suất hoạt động là 112% công suất thiết kế. Trong năm 2018, lượng hàng hóa sẽ còn giảm tiếp 20% xuống 134.000 TEU do tàu chuyển từ các cảng thượng nguồn sang cảng hạ nguồn vì trọng tải tàu tăng lên. Đây là cảng container và chủ yếu tiếp nhận hàng hóa nguyên liệu sản xuất & nguyên liệu nhập khẩu cho các doanh nghiệp FDI (ngoài lĩnh vực CNTT) chẳng hạn như máy móc, hàng dệt, giày dép và đồ nhựa.

**Công suất cảng tại Hải Phòng**

Tên cảng	Chủ đầu tư	Chiều dài bến	Số lượng bến	Tải trọng tàu được chấp nhận (DWT)	Mớm nước	Công suất (Teu/năm)	Lượng hàng thông qua trong năm 2017
Cảng Xanh	VSC	371	2	20,000	-8.0m	350,000	284,926
Cảng Xanh VIP (VGP)	VSC	400	2	30,000	-9.5m	500,000	517,000
Tân Vũ	PHP	980.6	5	20,000	-9.4m	800,000	953,877
Nam Hải	GMD	144	1	10,000	-9.0m	150,000	165,800
Nam Hải Đình Vũ	GMD	450	2	30,000	-9.0m	500,000	643,500
Nam Đình Vũ	GMD	440	2	40,000	-9.0m	600,000	-
Hải An	HAH	150	1	20,000	-8.7m	250,000	381,987
Đình Vũ	DVP	425	2	30,000	-9.0m	500,000	510,471
Tân Cảng 189	Tân Cảng	170	1	15,000	-8.7m	200,000	140,509
Tân Cảng 128	Tân Cảng	170	1	15,000	-8.2m	200,000	390,627
PTSC Đình Vũ	PSP	250	1	20,000	-8.5m	300,000	284,856
Chùa Vẽ	PHP	848	5	10,000	-8.0m	500,000	149,178
Đoạn Xá	DXP	225	1	10,000	-8.4m	250,000	43,850
Transvina	Vinalines	120	1	12,000	-7.8m	80,000	62,000
Lạch Huyện	Tân Cảng	750	6	100,000	-14m	1,100,000	-
<b>Tổng</b>						<b>6,280,000</b>	<b>4,528,581</b>

Nguồn: HSC thu thập

- Nam Đình Vũ** (GMD nắm 60% cổ phần) nằm trên diện tích 65 ha tại khu vực hạ nguồn Sông Cấm, Hải Phòng – có tổng công suất là 600.000 TEU/ năm. Cảng Nam Đình Vũ bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 2/2018. Chúng tôi ước tính trong năm đầu hoạt động, công suất hoạt động của cảng sẽ đạt 50%. Giống như các cảng container khác tại Hải Phòng, cảng Nam Đình Vũ chủ yếu tiếp nhận hàng hóa nguyên liệu sản xuất & nguyên liệu nhập khẩu cho các doanh nghiệp FDI (ngoài lĩnh vực CNTT) chẳng hạn như máy móc, hàng dệt, giày dép và đồ nhựa.
- Phước Long PIP** (GMD nắm 100% cổ phần) gồm Phước Long ICD 3 nằm trên diện tích 12 ha tại xa lộ Hà Nội, Quận Thủ Đức, TPHCM và cảng Bình Dương nằm trên diện tích 7,3 ha tại Bình Thắng, tỉnh Bình Dương – có tổng công suất là 650.000 TEU/ năm. Trong năm 2017, cảng này đã tiếp nhận xử lý 636.000 TEU hàng hóa (tăng 19%), tương đương công suất hoạt động là 97% công suất thiết kế. Cảng đã mở rộng, nâng công suất thêm 30% từ 500.000 TEU lên 650.000 TEU từ Q3/2017. Chúng tôi dự báo sản lượng hàng qua cảng sẽ tăng tiếp 10% lên 700.000 TEU trong năm 2018. Cảng chủ yếu tiếp nhận hàng hóa nguyên liệu sản xuất & nguyên liệu nhập khẩu cho các doanh nghiệp FDI (ngoài lĩnh vực CNTT) chẳng hạn như máy móc, hàng dệt, giày dép và đồ nhựa.
- Nam Hải ICD** (GMD nắm 100% cổ phần) nằm trên diện tích 6 ha tại Hải Phòng, cách cảng Nam Hải Đình Vũ 1,5 km. Cảng có công suất khoảng 200.000 TEU/ năm và đi vào hoạt động từ tháng 5/2017. Dự kiến cảng sẽ hoạt động 100% công suất trong năm 2018. Nhiệm vụ chính của cảng Nam Hải ICD là hỗ trợ cảng Nam Hải Đình Vũ và Nam Đình Vũ.
- Dung Quất** (GMD nắm 82% cổ phần) tại Bình Sơn, Quảng Ngãi – có tổng công suất là 2,5 triệu tấn/ năm. Trong năm 2017, cảng này đã tiếp nhận xử lý 1,81 triệu tấn hàng hóa (tăng 7%), tương đương công suất hoạt động là 72% công suất thiết kế. Trong năm 2018, lượng hàng hóa sẽ còn tăng 5%. Đây là cảng hàng rời, chủ yếu là dăm gỗ.

**GMD là doanh nghiệp duy nhất cung cấp dịch toàn bộ các dịch vụ logistic** – Logistic là một lĩnh vực kinh doanh cốt lõi khác của GMD, đóng góp 55% doanh thu và 30% lợi nhuận gộp.

**GMD có 6 dịch vụ logistic chính gồm:**

- Trung tâm phân phối** – GMD có 17 trung tâm phân phối và nhà kho với công suất 6,2 triệu tấn với diện tích 300.000 m<sup>2</sup> tại nhiều tỉnh thành ở 3 khu vực chính là miền Nam (Bình Dương, Hậu Giang, Cần Thơ, TP HCM), miền Bắc (Hải Phòng, Hải Dương, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hà Nội) và miền Trung (Đà Nẵng, Quảng Ngãi, Buôn Ma Thuột, Nha Trang, Quy Nhơn). Mạng này thuộc công ty TNHH Gemadept Logistics Holding (GMD nắm 49% cổ phần còn CJ Logistics nắm 51%).
- Vận tải** – Công ty có 36 thuyền viễn dương và thuyền sông cùng với 10.000 TEU container. Công ty vận chuyển trên nhiều tuyến quốc tế giữa Việt Nam và các nước châu Á chẳng hạn như Hồng Kông, Singapore, Malaysia, Philippines, Indonesia, Thái Lan và



Campuchia. GMD là doanh nghiệp lớn nhất trong vận tải đường sông tại Việt Nam. Trong năm 2017, đội tàu của GMD đã chuyên chở 251.766 TEU hàng hóa (tăng 7%) và đóng góp 32 triệu USD (tăng 3%), tương đương 19% doanh thu. Mảng này thuộc Công ty TNHH Gemadept Shipping Holding (GMD nắm 51% còn CJ Logistics của Hàn Quốc nắm 49%).

- **Đại lý giao nhận vận chuyển** - GMD cung cấp dịch vụ đại lý cho các công ty vận chuyển hàng khách, tàu chợ, vận chuyển LPG tại tất cả các cảng của Việt Nam. Công ty còn cung cấp dịch vụ vận chuyển bằng hàng không, bằng đường biển và dịch vụ đa phương thức. Trong năm 2017, công ty cũng cấp dịch vụ cho 609 chuyến đi (giảm 16%). Mảng này thuộc công ty TNHH Gemadept Shipping Holding (GMD nắm 51% còn CJ Logistics của Hàn Quốc nắm 49%).
- **Hàng dự án** – Vận chuyển thiết bị lớn, trọng lượng và giá trị cao. GMD cung cấp phương thức vận tải đa phương tiện cho hàng containers, hàng hóa chung và hàng OOG. GMD đứng thứ 2 trong lĩnh vực hàng dự án với công suất tiếp nhận xử lý là 1.000 tấn. Công ty chuyên về vận chuyển hàng nặng tại Việt Nam, Lào, Campuchia. Mảng này thuộc công ty TNHH Gemadept Logistics Holding (GMD nắm 49% cổ phần còn CJ Logistics nắm 51%).
- **Vận tải bằng xe tải** – GMD có 250 chiếc xe tải và 56 chiếc xe tải van. Công ty hoạt động tại các tuyến đường dài nội địa kết nối 3 khu vực Bắc Trung Nam và các tuyến quốc tế giữa TPHCM và Campuchia. Mảng này thuộc công ty TNHH Gemadept Shipping Holding (GMD nắm 51% còn CJ Logistics của Hàn Quốc nắm 49%).
- **Cảng hàng hóa hàng không** – GMD nắm 32,56% cổ phần SCS (UPCoM). Công ty này vận hành một cảng hàng hóa hàng không trên diện tích 14 ha tại sân bay Tân Sơn Nhất với công suất 200.000 tấn/ năm. Trong năm 2017, công ty xử lý 186.140 tấn hàng hóa (tăng 15%), tương đương thị phần là 14%. Liên doanh này đóng góp 19% LNST của GMD trong năm 2017.

**Mảng cao su chiếm 16% tài sản nhưng đóng góp lợi nhuận không đáng kể** - GMD đã thành lập 3 công ty gồm Công ty TNHH Pacific Pearl, Công ty TNHH Pacific Lotus và Công ty TNHH Pacific Pride (GMD sở hữu 100%) với tổng vốn điều lệ là 1.469 tỷ đồng chịu trách nhiệm vận hành 3 dự án cao su tại Campuchia. Đến cuối Q1/2018, GMD đã đầu tư 1.570 tỷ đồng cho mảng cao su, tương đương 16% tổng tài sản của công ty. GMD dự kiến sẽ ghi nhận lợi nhuận nhỏ từ mảng này từ cuối năm nay. Từ năm 2011 đến cuối năm 2017, GMD đã trồng khoảng 10.000 ha cao su (trong tổng diện tích đất cho canh tác là 28.138 ha).

**Các dự án BĐS vẫn trong giai đoạn hoàn thiện thủ tục** – GMD có 2 dự án BĐS trong danh mục;

- Saigon Gem – là dự án phức hợp gồm một khách sạn 4-5 sao, trung tâm thương mại và văn phòng cho thuê tại TPHCM. Tòa nhà cao 49 tầng và có diện tích đất là 4.300 m<sup>2</sup> trên đường Lê Lợi và Nam Kỳ Khởi Nghĩa, quận 1 TPHCM. Vốn đầu tư dự kiến là khoảng 140 tỷ đồng và GMD sẽ góp 55% cổ phần trong khi đó Saigon Tourist góp 45% cổ phần.
- Một tòa nhà phức hợp gồm khách sạn 4-5 sao và trung tâm thương mại với diện tích đất là 6.745 m<sup>2</sup> tại Sibunhuong; quận Chanthabouly, Viêng Chăn, Lào. Tổng vốn đầu tư ước tính là khoảng 35 triệu USD và GMD góp 75% cổ phần. Phần còn lại 25% cổ phần là từ một NĐT Lào.

Cả hai dự án này vẫn trong giai đoạn giấy tờ với nhiều thủ tục pháp lý cần hoàn thiện.

**Chiến lược tập trung vào mảng cảng biển đồng thời thoái vốn khỏi một số mảng kinh doanh khác cho tỷ suất lợi nhuận thấp** – Theo kế hoạch thoái vốn công bố tại ĐHCĐTN năm 2016, chúng tôi lưu ý công ty sẽ;

- Giữ hơn 51% cổ phần của mảng cảng biển – GMD có 5 cảng container và 1 cảng hàng rời tại cả ba miền (Bắc, Trung và Nam) với tổng công suất hiện tại là 2,1 triệu TEU và 2,5 triệu tấn.

- Thoái toàn bộ vốn ở mảng cao su – Chúng tôi lưu ý rằng GMD đã thành lập 3 công ty gồm Công ty TNHH Pacific Pearl, Công ty TNHH Pacific Lotus và Công ty TNHH Pacific Pride (GMD sở hữu 100%) với vốn điều lệ lần lượt là 587 tỷ đồng, 790 tỷ đồng và 92 tỷ đồng chịu trách nhiệm vận hành 3 dự án cao su tại Campuchia. Đến cuối Q1/2017, GMD đã đầu tư 1.570 tỷ đồng cho mảng cao su, tương đương 16% tổng tài sản của công ty. GMD dự kiến sẽ ghi nhận lợi nhuận nhỏ từ mảng này vào cuối năm nay. Từ năm 2011 đến cuối năm 2017, GMD đã trồng khoảng 10.000 ha cao su (trong tổng diện tích đất cho canh tác là 28.138 ha).
- Giảm tỷ lệ sở hữu ở mảng logistic xuống dưới 49% - GMD sở hữu 17 trung tâm phân phối (DC) trên diện tích 30 ha với công suất 6,3 triệu tấn gồm 36 tàu, 250 xe tải và 56 xe van. Vào tháng 2/2018, GMD đã bán 49% tại Công ty Gemadept Shipping Holding (GMD sở hữu 100%) và 51% cổ phần tại Công ty Gemadept Holding Logisitc (GMD sở hữu 100%) cho CJ Logistic và ghi nhận khoảng lãi 1.356 tỷ đồng.
- Đối với mảng BĐS, công ty cũng tìm kiếm người mua lại cổ phần – GMD hiện sở hữu 2 dự án BĐS gồm dự án Saigon Germ – tổ hợp khách sạn-trung tâm thương mại và văn phòng cho thuê tại TPHCM và một tổ hợp khách sạn-trung tâm thương mại tại Viêng Chăn, Lào. Cả hai dự án đang trong giai đoạn hoàn thiện các thủ tục pháp lý.

Mấu chốt của chiến lược này là thoái vốn khỏi những mảng kinh doanh đang lỗ hoặc có tỷ suất lợi nhuận thấp để tập trung trở lại mảng cảng biển hiện đang hoạt động tốt nhất và cho tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất là khoảng 40%.

**Tăng gấp đôi công suất đến năm 2022** – Chiến lược của GMD là sẽ tăng gấp đôi công suất cảng biển ở nhiều khu vực trên cả nước. Cùng với việc xây dựng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 và giai đoạn 3 cũng như xây dựng Gemalink, GMD dự kiến sẽ tăng công suất cảng biển thêm 119% lên 4,4 triệu TEU vào năm 2022. Trong đó;

- Công suất các cảng phía bắc sẽ tăng thêm 64% lên 2,25 triệu TEU.
- Công suất các cảng phía nam sẽ tăng thêm 231% lên 2,15 triệu TEU.

Một khi cảng Nam Hải Đình Vũ hoạt động toàn bộ với công suất 1,4 triệu TEU, GMD sẽ trở thành doanh nghiệp vận hành cảng biển lớn nhất tại Hải Phòng với tổng công suất là 2,25 triệu TEU/ năm. Chiếm 26% thị phần tại Hải Phòng. Hơn nữa, khi cảng Gemalink đi vào hoạt động vào giữa năm 2020, GMD sẽ trở thành doanh nghiệp tư nhân vận hành cảng biển lớn nhất tại Việt Nam với tổng công suất là 4,4 triệu TEU/ năm và ước tính nắm giữ 26% thị phần. Vị thế dẫn đầu giúp công ty thuận lợi trong đàm phán các điều khoản với khách hàng.

**Công ty đặt kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận với tốc độ bình quân gộp năm là 22% trong 3 năm tới** – GMD đặt kế hoạch doanh thu là 3.579 tỷ đồng (tăng trưởng 37%) và LNTT đạt 1.067 tỷ đồng trong năm 2020, theo đó tốc độ tăng trưởng bình quân gộp của doanh thu là 22%/ năm và của LNTT là 23%/ năm. Cụ thể theo từng mảng kinh doanh như sau;

- Mảng cảng biển tăng trưởng doanh thu với tốc độ bình quân gộp năm là 24% đạt 3.347 tỷ đồng (tăng trưởng 40%) trong năm 2020 và tăng trưởng LNTT bình quân 21% đạt 712 tỷ đồng (tăng trưởng 32%) trong năm 2020.
- Mảng logistic tăng trưởng doanh thu với tốc độ bình quân gộp năm là 6% đạt 250 tỷ đồng (tăng trưởng 6%) trong năm 2020 và tăng trưởng LNTT bình quân 26% đạt 355 tỷ đồng (tăng trưởng 27%) trong năm 2020.

**Kết luận đầu tư. Tiếp tục duy trì đánh giá Khả quan.** Hiện chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu GMD là 34.000 đồng; tương đương EV/EBITDA năm 2018 là 10,5 lần. Chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính giá trị hợp lý từ 40.000 đồng trước đây do điều chỉnh giảm dự báo EBITDA. HSC dự báo LNST tăng trưởng 180% trong năm nay và giảm 64% trong năm sau. Do năm sau công ty không còn lãi không thường xuyên từ thoái vốn như trong năm nay (đóng góp phần lớn lợi nhuận năm nay). Câu chuyện dài hạn ở GMD xoay quanh sự tăng trưởng của mảng hoạt động kinh doanh chính là cảng biển.

# CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

## BÁO CÁO CẬP NHẬT

Thứ Ba, ngày 21 tháng 8 năm 2018

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-17A	12-18F	12-19F	Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-17A	12-18F	12-19F
Doanh thu thuần	3,923	2,679	2,993	LC tiền từ HĐKD	887	1,002	935
Giá vốn hàng bán	(2,899)	(1,612)	(1,742)	LC tiền từ HĐĐT	(979)	1,332	(79)
Lợi nhuận gộp	1,024	1,067	1,251	LC tiền từ HĐTC	147	(2,187)	(300)
Thu nhập tài chính thuần	42	1,408	(120)	LC tiền thuần trong năm	55	147	557
Chi phí quản lý & bán hàng	(440)	(483)	(540)	Tiền & tương đương tiền đầu kì	724	781	929
Lợi nhuận từ HĐKD	734	2,187	812	Ảnh hưởng của tỷ giá	2	2	2
EBITDA	997	1,127	1,282	Tiền & tương đương tiền cuối kì	781	929	1,487
LNTT	650	2,091	716				
LNST	581	1,706	606				
LNST của cổ đông cty mẹ	504	1,625	476				
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-17A	12-18F	12-19F	Các chỉ số cơ bản	12-17A	12-18F	12-19F
<b>Tài sản</b>				<b>Định giá</b>			
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2,158</b>	<b>2,505</b>	<b>3,134</b>	EPS (đồng)	1,983	5,186	1,518
Tiền & tương đương tiền	781	929	1,487	EPS pha loãng (đồng)	1,983	5,186	1,518
Đầu tư ngắn hạn	110	92	92	EBITDA (tỷ đồng)	997	1,127	1,282
Khoản phải thu ngắn hạn	1,069	1,359	1,418	BVPS (đồng)	21,861	19,003	19,021
Hàng tồn kho	103	59	64	DPS (đồng)	929	942	139
Các tài sản ngắn hạn khác	94	65	72	P/E (lần)	16.4	4.9	16.8
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>9,079</b>	<b>7,384</b>	<b>7,125</b>	P/E pha loãng (lần)	16.4	4.9	16.8
Phải thu dài hạn	131	131	131	EV/EBITDA (lần)	9.32	8.29	7.06
Tài sản cố định	3,224	2,128	1,843	P/B (lần)	1.49	1.34	1.34
Đầu tư vào BĐS	0	0	0	Lợi suất cổ tức (%)	3.6%	3.7%	0.5%
Đầu tư dài hạn	2,320	2,521	2,521	<b>Chỉ số lợi nhuận</b>			
Tài sản dài hạn khác	956	870	815	Biên lợi nhuận gộp	26.1%	39.8%	41.8%
Lợi thế thương mại	0	0	0	Biên EBITDA	25.4%	42.1%	42.8%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>11,237</b>	<b>9,889</b>	<b>10,258</b>	Biên LNTT	16.6%	78.0%	23.9%
<b>Nguồn vốn</b>				Biên LNST	12.8%	60.6%	15.9%
<b>Tổng nợ</b>	<b>4,145</b>	<b>3,539</b>	<b>3,773</b>	Tỷ trọng chi phí quản lý & bán hàng/ doanh thu	11.2%	18.0%	18.0%
Tổng nợ ngắn hạn	2,584	1,648	1,807	ROAE	8.8%	27.6%	8.7%
Tổng nợ dài hạn	1,561	1,892	1,966	ROAA	4.7%	15.4%	4.7%
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6,302</b>	<b>5,478</b>	<b>5,483</b>	<b>Thanh khoản</b>			
Vốn cổ phần	2,883	2,883	2,883	Khả năng thanh toán ngắn hạn	0.84	1.52	1.73
Lợi nhuận giữ lại	1,108	336	318	Khả năng thanh toán nhanh	0.80	1.48	1.70
Nguồn vốn và quỹ khác	2,311	2,259	2,283	<b>Cơ cấu vốn</b>			
Lợi ích cổ đông thiểu số	790	871	1,002	Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu	30.7%	37.5%	39.9%
<b>Tổng nợ và vốn CSH</b>	<b>11,237</b>	<b>9,889</b>	<b>10,258</b>	Tổng nợ/ Tổng tài sản	36.9%	35.8%	36.8%
				Hệ số chi trả lãi vay	4.11	4.44	5.08
				<b>Thanh khoản</b>			
				Số ngày phải thu	102	165	169
				Số ngày tồn kho	12.0	18.4	12.9
				Số ngày phải trả	81	122	84
				Chu kì kinh doanh (ngày)	33.2	62.1	98.5

Nguồn: Dữ liệu công ty; (F): HSC dự báo

Nguồn: Dữ liệu công ty; (F): HSC dự báo

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Khi sử dụng các nội dung đã được HSC chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.

### GIẢI THÍCH CÁC MỨC ĐÁNH GIÁ CỔ PHIẾU

- MUA: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung trên 10%/năm
- KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung 10%/năm
- GIỮ: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích bằng với thị trường chung
- KÉM KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung 10%/năm
- BÁN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung trên 10%/năm



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T : (+84 28) 3823 3299  
F : (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)