

# CTCP ĐẠI LÝ LIÊN HIỆP VẬN CHUYỂN (GMD)

Ngày 16 tháng 9 năm 2014

## BÁO CÁO CÔNG TY LẦN ĐẦU: MUA



Giá hiện tại (16/9/2014):	đồng	34.600
Giá mục tiêu:	đồng	40.000

Khuyến nghị ngắn hạn	GIỮ	
Ngưỡng kháng cự trung hạn	35.000	
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	32.800	

Mã Bloomberg: <b>GMD VN</b>	Sàn giao dịch:	HSX
Ngành:	Logistics	
Bê ta	1,12	
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	38.600/22.800	
Số lượng cổ phiếu (triệu)	116,1	
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.018,4	
KLGDBQ 12 tháng	416.594	
Sở hữu nước ngoài (%)	41,8%*	

\* 7,2% sở hữu nước ngoài còn lại dành cho khoản vay chuyển đổi của quỹ Vietnam Investment Fund

Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (đồng)
2014 VPBS dự báo	3,8%	4.846
LTM (tại quý 2Q2014)	3,6%	4.820
2013	2,6%	1.698
2012	0,0%	948
2011	1,5%	62

	2009-13	2014E	2014-18
	CAGR	(tỷ đồng)	CAGR
Doanh thu	9,2%	2.764,6	12,1%
EBITDA	8,9%	501,4	14,4%
Lãi ròng	-12,1%	561,5	-2,1%

	GMD	Nhóm tương đương cùng ngành	VNI
2014 P/E	7,1x	11,5x	15,0x
2014 P/B	0,8x	1,7x	2,3x
2013 Nợ vay/VCSH	39,8%	132,6%	97,3%
2013 Biên LN ròng	7,6%	8,5%	9,9%
2013 ROE	4,3%	17,6%	14,9%
2013 ROA	2,7%	10,9%	3,3%

### 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 2000.

Các mảng kinh doanh của công ty bao gồm: vận hành cảng (chiếm 33% doanh thu thuần hợp nhất 6T2014), dịch vụ logistics (64%), bất động sản (3%) và trồng cây cao su.

Kết quả năm 2013: Tổng tài sản: 7.626 tỷ đồng; Doanh thu: 2.525 tỷ đồng; Lãi ròng: 192 tỷ đồng.



Trong báo cáo lần đầu của CTCP Đại lý Vận chuyển (GMD-HSX), chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong dài hạn dựa vào các yếu tố sau:

### Doanh thu tăng trưởng đều

❖ **Mảng cảng tăng trưởng nhanh:** Nhờ vào vị trí chiến lược gần các trung tâm kinh tế, hệ thống cảng của GMD có tốc độ CAGR doanh thu và lãi gộp lần lượt đạt 12,2% và 53,4% từ năm 2009 đến năm 2013. Việc mở rộng hợp lý Cảng Nam Hải Đình Vũ và Cảng Dung Quất sẽ giúp doanh thu mảng cảng đạt tốc độ CAGR là 11,6% từ năm 2014 đến năm 2018.

❖ **Mảng logistics tăng trưởng bền vững:** GMD cung cấp một loạt các dịch vụ logistics tích hợp rộng khắp, phù hợp với nhu cầu của các công ty đa quốc gia lớn. Từ năm 2009 đến năm 2013, doanh thu của mảng đạt tốc độ CAGR 9,3%. Chúng tôi kỳ vọng trong vòng năm năm tới, tốc độ CAGR của doanh thu mảng này đạt 13,0%.

### Mở rộng trong tương lai

❖ **Nhiều dự án mới:** GMD hiện đang sở hữu nhiều dự án mở rộng như các cảng ở khu vực Cái Mép – Thị Vải, trung tâm phân phối ở phía Bắc, khách sạn và văn phòng ở Vũng Chấn và TP.HCM và dự án cao su ở Cam-pu-chia. Những dự án này tuy đòi hỏi nguồn vốn lớn nhưng sẽ giúp doanh thu và lợi nhuận của GMD tăng mạnh sau khi hoàn thành. Tuy nhiên, đến thời điểm hiện tại các dự án này vẫn chưa được khởi công.

### Chỉ số P/B thấp

❖ Chỉ số P/B của GMD thấp hơn nhóm công ty tương đương cùng ngành trong nước, chứng tỏ rằng cổ phiếu của công ty đang được định giá thấp hơn tương đối so với các công ty cùng ngành. GMD đang tập trung phát triển mạng lưới và cơ sở hạ tầng thông qua nhiều dự án để có thể cạnh tranh với các công ty nước ngoài trong tương lai, dẫn đến giá trị sổ sách cao hay chỉ số P/B thấp. Chúng tôi kỳ vọng từ năm 2015 trở đi, tài sản của GMD sẽ tạo ra nhiều lợi nhuận hơn cho công ty.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

# NỘI DUNG

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP.....	3
Cơ cấu quản lý và sở hữu .....	4
PHÂN TÍCH CÁC MẢNG KINH DOANH .....	5
Khai thác cảng .....	6
Ngành: tăng trưởng cao .....	6
GMD: lợi nhuận tăng trưởng nhanh.....	9
Cung cấp dịch vụ logistics .....	12
Ngành: tiềm năng nhưng tồn tại nhiều bất cập.....	12
GMD: Cơ sở hạ tầng lớn nhưng doanh thu tăng trưởng chậm .....	12
Quản lý và phát triển bất động sản .....	16
Ngành: Phân khúc văn phòng cho thuê đã chạm đáy và sẽ khởi sắc trở lại .....	16
GMD: Lợi nhuận gộp giảm do doanh thu và biên lợi nhuận gộp giảm.....	17
Viêng Chăn với nhu cầu khách sạn lớn .....	18
Trồng cao su.....	19
Ngành: Ngành cao su Việt Nam vẫn tăng trưởng không ổn định .....	19
GMD: Dự án cao su đang được triển khai.....	19
TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG .....	21
Tăng trưởng.....	21
Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động .....	21
Khả năng thanh toán và thanh khoản .....	23
ĐỊNH GIÁ .....	24
Giả định và dự báo .....	24
Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF).....	25
Phương pháp định giá dựa theo thị trường .....	26
Phân tích độ nhạy.....	27
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT .....	28
KẾT LUẬN .....	29

## TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

CTCP Đại lý Liên hiệp Vận chuyển - Gemadept (GMD) được thành lập vào năm 1992, và niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) vào năm 2002. Từ một đơn vị quốc doanh chuyên cung cấp dịch vụ hậu cần, GMD đã phát triển và trở thành một công ty kinh doanh đa ngành với các mảng kinh doanh: kinh doanh chính (khai thác cảng, logistics) và đầu tư chiến lược (trồng rừng, bất động sản).

- **Khai thác cảng:** GMD đã xây dựng và vận hành một hệ thống cảng lớn ở các thành phố và khu kinh tế trọng điểm như Hải Phòng, Quảng Ngãi, Thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM). Hệ thống cảng bao gồm: Cảng Phước Long ICD, Cảng Nam Hải Đình Vũ, Cảng Nam Hải, Cảng Dung Quất, dự án Cảng Gemadept Hoa Sen và dự án Cảng Gemadept Termalink Cái Mép.
- **Dịch vụ logistics:** Thông qua công ty con, Công ty Gemadept Logistics, GMD đã cung cấp một loạt các dịch vụ trong chuỗi giá trị hậu cần: logistics ba bên (hợp đồng), vận tải thủy (đường biển và đường thủy nội địa), vận tải hàng dự án, đại lý giao nhận và cảng hàng hóa hàng không.
- **Trồng rừng** (trồng cao su): GMD đã đầu tư 28.138 ha đất liền mạch liền thửa ở Campuchia để trồng cao su, dự kiến sẽ tạo ra doanh thu từ năm 2018 trở đi.
- **Bất động sản:** GMD hiện đang sở hữu dự án xây dựng hai tòa nhà, bao gồm Saigon Gem (Quận 1) và khu phức hợp Gemadept (Viêng Chăn, Lào). GMD đã bán 85% giá trị cao ốc Gemadept Tower tại Quận 1 cho Tập đoàn CJ vào tháng 12 năm 2013.

### Lịch sử công ty

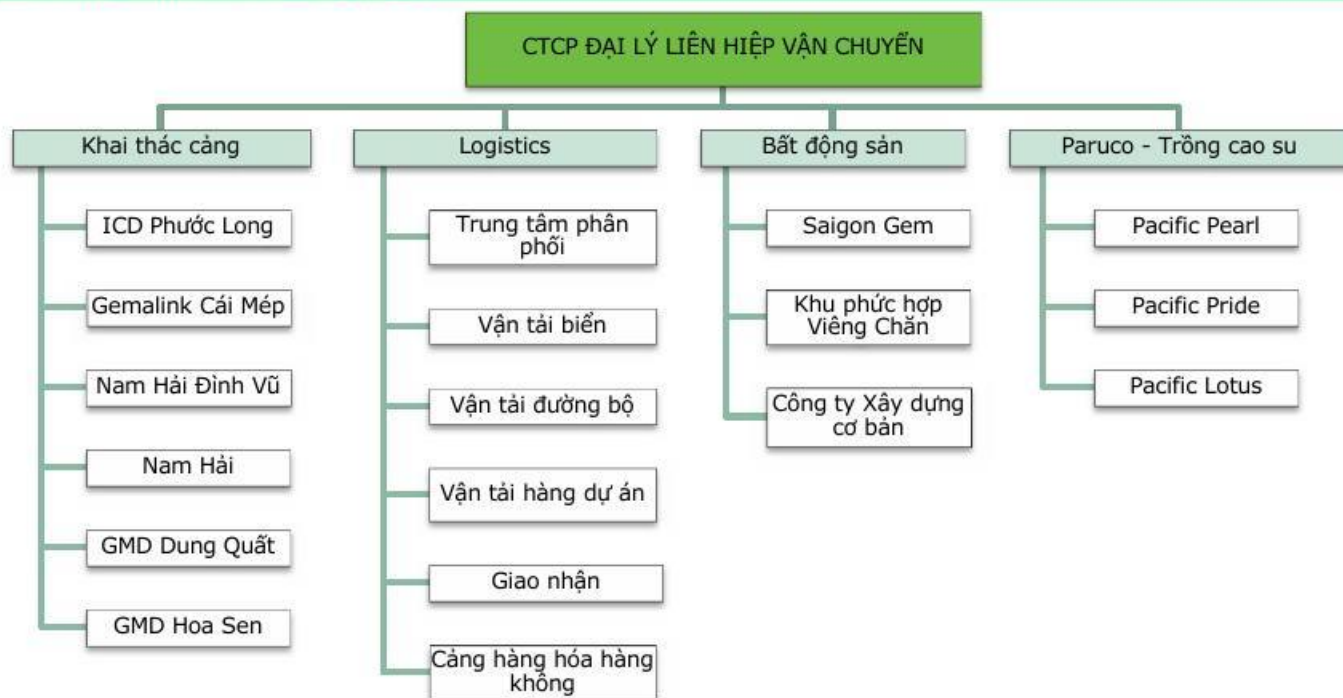
Năm 1990	•Thành lập đơn vị quốc doanh, trực thuộc Liên hiệp Hàng Hải Việt Nam
Năm 1993	•Chuyển đổi thành công ty cổ phần với vốn điều lệ 6,2 tỷ đồng
Năm 1995	•Thành lập ICD Phước Long, cảng cạn đầu tiên của Việt Nam
Năm 1997	•Áp dụng công nghệ vận tải Midstream, vận tải container bằng đường thủy
Năm 2001	•Nâng vốn điều lệ lên 200 tỷ đồng
Năm 2002	•Niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam
Năm 2004	•Thành lập hai công ty con 100% vốn ở Ma-lai-xi-a và Xinh-ga-po
Năm 2006	•Phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ lên 475 tỷ đồng
Năm 2008	•Đưa vào hoạt động 4 công trình quan trọng: Cao ốc Gemadept, Schenker-Gemadept Logistics Center và 2 cảng tại Dung Quất và Hải Phòng
Năm 2010	•Tăng vốn điều lệ lên 1.000 tỷ đồng, đưa vào khai thác cảng hàng hóa hàng không Tân Sơn Nhất
Năm 2011	•Đưa vào khai thác Trung tâm phân phối số 1 tại Khu công nghiệp Sóng Thần, Bình Dương
Năm 2012	•Khởi công dự án trồng cây cao su ở Cam-pu-chia; đưa vào khai thác trung tâm phân phối số 2 ở khu công nghiệp sóng Thần, Bình Dương
Năm 2013	•Tăng vốn điều lệ lên 1.144 tỷ đồng, đưa vào khai thác Cảng Nam Hải Đình Vũ, chuyển nhượng 85% giá trị cao ốc Gemadept
Năm 2014	•Chuẩn bị đầu tư vào dự án bất động sản Viêng Chăn, mở rộng cảng Dung Quất và Trung tâm phân phối số 3 ở tỉnh Bình Dương

Nguồn: Dữ liệu công ty

## Cơ cấu quản lý và sở hữu

GMD hoạt động như một Tập đoàn kinh doanh đa dạng với nhiều công ty con cho từng loại hình kinh doanh của mình.

### Các mảng kinh doanh của công ty

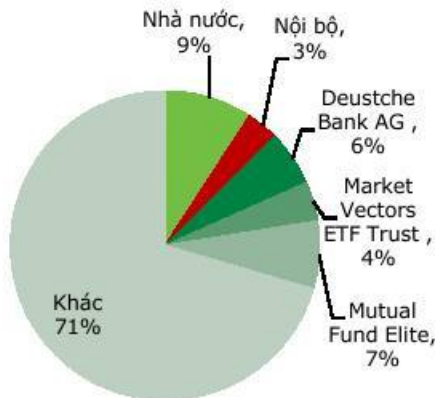


Nguồn: Dữ liệu công ty

Cổ phiếu GMD dường như khá hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Deutsche Bank AG và Recollection Pte Ltd gần đây đã lần lượt tăng tỷ lệ sở hữu của mình lên 5,75% và 12,52% vào cuối tháng 7 năm 2014.

Ngày 15 tháng 8 năm 2012, GMD đã vay Quỹ Vietnam Investment (VI) một khoản vay chuyển đổi trị giá 40 triệu USD bằng tiền mặt. Khoản vay có kỳ hạn 5 năm với lãi suất 6% mỗi năm. Theo thỏa thuận, khoản vay này có thể được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông sau một năm kể từ ngày cấp. Giá chuyển đổi sẽ tương đương với 88% giá cổ phiếu trung bình trong vòng một tháng trước khi chuyển đổi. Ngày 22 tháng 8 năm 2014, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam chấp thuận thay đổi room sở hữu nước ngoài từ 49% xuống 20,4% để phản ánh các khoản vay chuyển đổi của VI. Trong trường hợp không có đủ room trống để phát hành cổ phiếu chuyển đổi thì GMD chỉ có thể trả VI bằng tiền mặt. Sau khi khoản vay được chuyển đổi, VI sẽ trở thành cổ đông lớn nhất (năm giữ khoảng 28,6%).

## Cơ cấu tỷ lệ sở hữu



Nguồn: HSX tại ngày 30/7/2014

## Cơ cấu quản lý

Tên	Chức vụ	Năm sinh	Trình độ học vấn	Tỷ lệ sở hữu cổ phần
<b>Hội đồng Quản trị</b>				
Ông Đỗ Văn Nhân	Chủ tịch	1957	Cử nhân Hàng Hải và Ngoại ngữ	0,68%
Ông Chu Đức Khang	Phó Chủ tịch	1958	Cử nhân	0,30%
Ông Đỗ Văn Minh	Thành viên	1964	Cử nhân Hàng Hải	0,24%
Ông Phạm Hồng Hải	Thành viên	1964	n/a	0,15%
Ông Nguyễn Quốc Huy	Thành viên	n/a	n/a	0,00%
Ông Phan Thanh Lộc	Thành viên	1962	Thạc sỹ Quản trị kinh doanh	0,00%
Bà Nguyễn Minh Nguyệt	Thành viên	1967	Cử nhân kế toán	0,19%
Ông Vũ Ninh	Thành viên	1966	Kỹ sư vận tải kinh tế	0,26%
Ông Phạm Tiến Tĩnh	Thành viên	1959	Cử nhân kinh tế	0,26%
Bà Bùi Thị Thu Hương	Thành viên	1970	n/a	0,10%
Ông Bolat Duisenov	Thành viên	1981	Cử nhân luật	0,00%
<b>Ban Giám đốc</b>				
Ông Đỗ Văn Minh	Tổng giám đốc	1952	Cử nhân Hàng Hải	0,24%
Ông Chu Đức Khang	Phó TGD	1958	Cử nhân	0,30%

Nguồn: Báo cáo quản trị bán niên năm 2014, dữ liệu tại ngày 30/7/2014

## PHÂN TÍCH CÁC MẢNG KINH DOANH

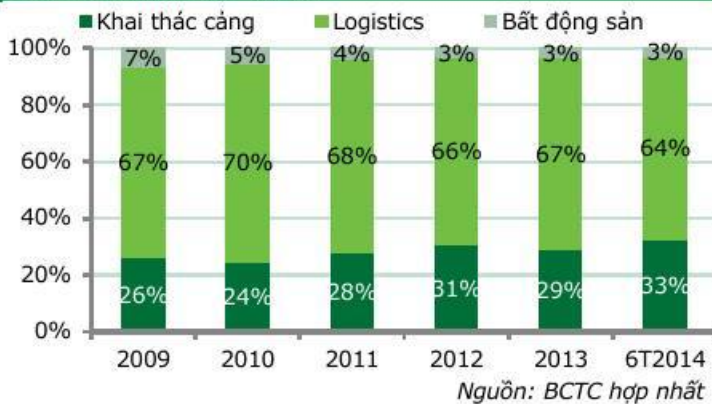
*Doanh thu mảng logistics chiếm tỷ trọng cao nhất trong doanh thu thuần hợp nhất, theo sau là doanh thu từ mảng khai thác cảng và bất động sản. Tuy nhiên, mảng khai thác cảng có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp cao nhất trong ba mảng kinh doanh.*

Trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013, doanh thu thuần hợp nhất đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (tốc độ CAGR) là 9,2%. Mảng logistics có tỷ trọng đóng góp doanh thu lớn nhất từ 66% đến 70% và đạt tốc độ CAGR là 9,3%, nhờ vào việc nâng cấp khả năng cung ứng dịch vụ logistics (dịch vụ logistics tích hợp). Mảng khai thác cảng đóng góp từ 26% đến 31% doanh thu với tốc độ CAGR đạt 12,2% nhờ vào việc mở rộng các dự án mới như: Cảng Nam Hải vào năm 2011 và Cảng Nam Hải Đình Vũ vào năm 2013. Mảng bất động sản đóng góp 7% doanh thu vào năm 2009 và giảm xuống 3% vào năm 2013, do ảnh hưởng từ tốc độ tăng trưởng nhanh của mảng khai thác cảng cũng như doanh thu từ bất động sản sụt giảm.

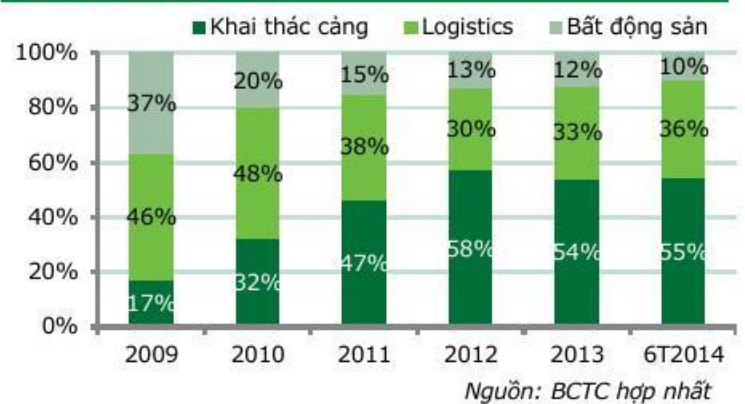
Trong nửa đầu năm 2014 (6T2014), nhờ vào doanh thu từ cảng mới (Cảng Nam Hải Đình Vũ), tỷ trọng đóng góp doanh thu của mảng khai thác cảng tăng lên 33%, dẫn đến tỷ trọng doanh thu của mảng logistics giảm xuống còn 64%. Trong khi đó, mảng bất động sản vẫn duy trì tỷ trọng 3% trong doanh thu thuần hợp nhất.

Về mặt lợi nhuận gộp, mảng khai thác cảng có tốc độ CAGR là 53,4%, đóng góp tỷ trọng từ 17,0% năm 2009 lên mức 54,8% vào nửa đầu năm 2014 nhờ vào tốc độ tăng trưởng nhanh của doanh thu. Đứng thứ hai trong cùng giai đoạn là mảng dịch vụ logistics có lợi nhuận gộp tăng nhẹ với tốc độ CAGR 5,7%. Tuy nhiên, tỷ trọng lợi nhuận gộp lại giảm từ 46,4% từ năm 2009 xuống còn 33,2% năm 2013 và tăng lên mức 35,5% trong 6T2014, do lợi nhuận gộp của mảng bất động sản sụt giảm.

## Cơ cấu doanh thu thuần



## Cơ cấu lợi nhuận gộp

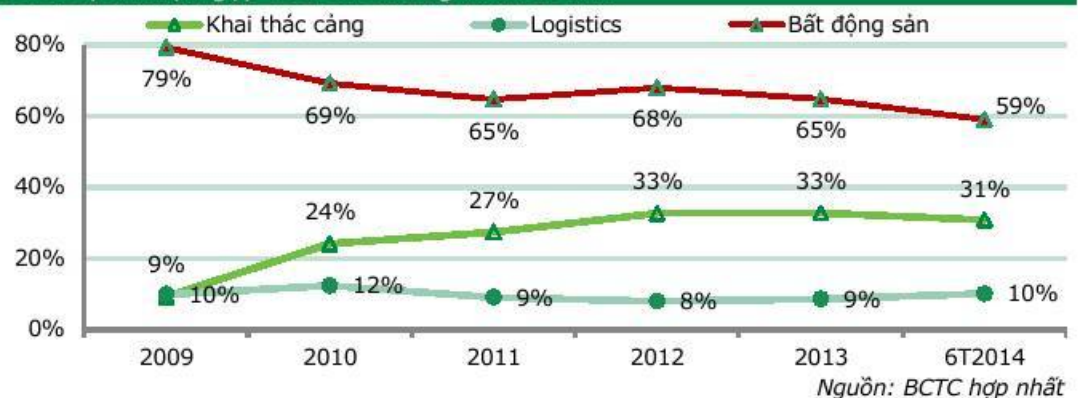


Về mặt biên lợi nhuận gộp, chúng tôi nhận thấy chỉ có mảng khai thác cảng có xu hướng tăng, từ 9,4% vào năm 2009 lên 32,8% năm 2013, tương ứng với xu hướng tăng trưởng của doanh thu. Do Cảng Nam Hải Đình Vũ mới đi vào hoạt động từ tháng 5 năm 2014, dẫn đến việc chi phí tăng nhanh hơn doanh thu, nên biên lợi nhuận gộp trong 6T2014 của mảng này giảm xuống 30,9%, nhưng vẫn cao hơn mức 26,4% cùng kỳ năm ngoái.

Biên lợi nhuận gộp của mảng logistics giảm từ mức 10,0% năm 2009 xuống còn 8,7% vào năm 2013, do (1) cạnh tranh gay gắt với các công ty nước ngoài và (2) chi phí nhiên liệu tăng. Nhờ vào sự tăng trưởng doanh thu của mảng dịch vụ logistics tích hợp (dịch vụ có giá trị gia tăng cao), nên biên lợi nhuận gộp 6T2014 có sự cải thiện lên mức 10,2%.

Tương ứng với xu hướng giảm giá thuê văn phòng, biên lợi nhuận gộp của mảng bất động sản giảm từ 79,3% năm 2009 xuống còn 59,1% trong 6T2014.

## Biên lợi nhuận gộp của các mảng kinh doanh



## Khai thác cảng

### Ngành: tăng trưởng cao

Từ năm 2014 đến năm 2020, tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm của sản lượng hàng container ước đạt từ 8% đến 9%. Cảng nhộn nhịp nhất là Hải Phòng, Quảng Ninh và TP.HCM.

Nhờ vị trí thuận lợi, Việt Nam có nền thương mại hàng hải khá lớn. Thống kê của Hiệp hội Cảng biển Việt Nam (VPA) cho thấy tốc độ CAGR của sản lượng hàng thông qua các cảng biển Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2000 đến năm 2013 đã tăng lên mức 11,9%, và đạt 192,0 triệu tấn trong năm 2013. Trong đó, sản lượng hàng container có tốc độ CAGR là 17,6% trong cùng giai đoạn và đạt 8,5 triệu TEU (TEU= đơn vị container, 1 TEU = 1 container cao 20 feet) trong năm 2013.

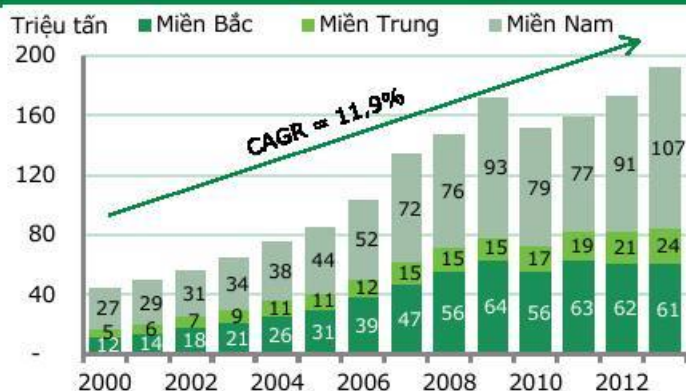
Ngân hàng Thế giới ước tính tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm của sản lượng hàng container sẽ từ 8% đến 9% đến năm 2020. Theo đó, công suất các cảng biển phía Bắc sẽ không đáp ứng được nhu cầu vào năm 2018. Nhưng do thêm công suất từ các cảng biển mới theo quy hoạch, tình trạng thừa cung có thể xảy ra.

Thương mại hàng hải của Việt Nam hầu như tập trung vào hai khu vực: Hải Phòng – Quảng Ninh và TP.HCM, nơi có lượng hàng hóa dồi dào; trong khi những cảng khác thì thiếu hàng hóa và hoạt động dưới công suất.

Xét về mặt vị trí địa lý, từ năm 2000 đến năm 2013, các cảng phía Bắc có tốc độ CAGR của sản lượng container thông qua cao nhất đạt 19,5%, theo sau là các cảng phía Nam (17,1%) và cảng miền Trung (15,0%). Từ năm 2014 đến năm 2020, sản lượng hàng hóa ở các cảng phía Bắc cũng được kỳ vọng tăng trưởng nhanh hơn một chút so với các cảng phía Nam với tốc độ tăng trưởng hàng năm lần lượt đạt từ 8,5% đến 9,0%, và từ 8,0% đến 8,5% (Ngân hàng Thế giới, 2014). Nguyên do chính là hoạt động sản xuất ở khu vực Hà Nội (cụ thể là các ngành điện lạnh) có tốc độ tăng trưởng cao hơn và sự đóng góp từ thương mại xuyên biên giới với miền Nam Trung Quốc qua các cửa khẩu Móng Cái, Lạng Sơn và Lào Cai.

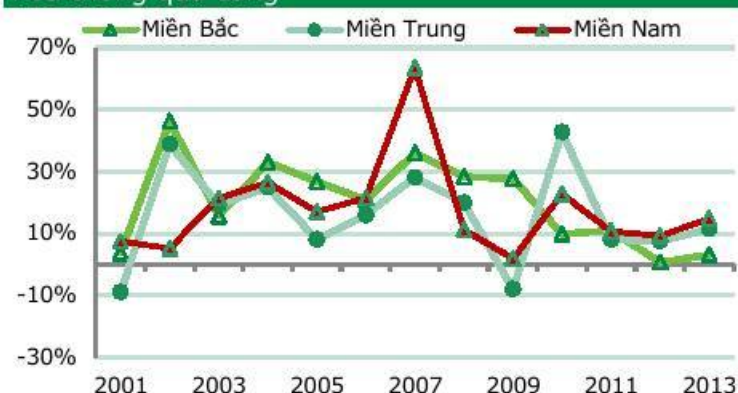
Cứ mỗi mười năm thì Việt Nam xây dựng quy hoạch tổng thể cho các cảng biển và bến bãi. Quyết định số 1037/QĐ-TTg của Thủ Tướng Chính phủ ngày 14 tháng 6 năm 2014 đã ban hành quy hoạch mới nhất về phát triển hệ thống cảng biển ở Việt Nam đến năm 2020 với định hướng đến năm 2030. Trong quy hoạch mới này, tổng sản lượng hàng thông qua ở Việt Nam ước đạt 400 đến 410 triệu tấn vào năm 2015, và từ 640 đến 680 triệu tấn vào năm 2020. Do vậy, các cảng biển có thể phục vụ các tàu lớn sẽ được xây dựng như: các cảng cửa ngõ quốc tế ở Hải Phòng (Cảng Lạch Huyện), và Bà Rịa – Vũng Tàu (Cảng Cái Mép – Thị Vải), cùng với cảng trung chuyển Vân Phong – Khánh Hòa.

Sản lượng hàng hóa thông qua cảng



Nguồn: VPA

Tốc độ tăng trưởng hàng năm của sản lượng hàng hóa thông qua cảng



Nguồn: VPA

Tuy nhiên, ngành cảng hiện đang tồn tại sự mất cân đối cung cầu do cảng có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn nhu cầu. Nhiều cảng đang hoạt động dưới công suất, đặc biệt là cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải. Công suất thiết kế của cảng này là khoảng 1,6 đến 2 triệu tấn hàng, hoặc 5,2 triệu TEU container thông qua mỗi năm. Dẫu vậy, thực tế cho thấy từ khi đi vào hoạt động đến nay, sản lượng

*Ngành cảng tồn tại sự mất cân đối cung cầu do cảng phát triển nhanh hơn nhu cầu.*

hàng hóa thông qua của cảng Cái Mép – Thị Vải chỉ tương ứng với phần nhỏ công suất. Điều này đã dẫn đến việc cạnh tranh về giá giữa các cảng trong cùng khu vực để thu hút và giữ chân khách hàng. Thực tế, tất cả các cảng trong khu vực Cái Mép – Thị Vải đều lỗ trong những năm gần đây. Ngân hàng Thế giới ước tính đến năm 2020, tổng công suất nguồn cung ở các cảng miền Nam có thể đạt tới 14 triệu TEU trong khi nhu cầu chỉ tới mức 10 triệu TEU. Việc các cảng mới mở rộng quá mức, điều kiện yếu kém của cơ sở hạ tầng đường bộ và ảnh hưởng của xu hướng giảm cước phí toàn cầu là những nguyên nhân chính làm cho cạnh tranh về giá thêm gay gắt.

Tình huống trên không chỉ xảy ra ở cảng phía Nam mà còn ở khu vực phía Bắc khi siêu dự án Cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động trong những năm tới.

Cảng Cửa ngõ Quốc tế Hải Phòng (Cảng Lạch Huyện) bao gồm hai hợp phần:

- Hợp phần A có tổng vốn đầu tư 18.600 tỷ đồng (885 triệu USD), tài trợ bằng vốn ODA của Chính phủ Nhật và nguồn vốn đối ứng của Chính phủ Việt Nam theo hình thức đối tác công-tư, để xây dựng cơ sở hạ tầng dùng chung cho cảng trong các giai đoạn.
- Hợp phần B là hai bến cảng có khả năng tiếp nhận tàu có tải trọng đến 100.000 DWT (đơn vị tấn theo hàng hải, một DWT bằng một tấn) với tổng vốn đầu tư khoảng 6.500 tỷ đồng (309 triệu USD) của liên doanh giữa Tổng Công ty Tân Cảng Sài Gòn (51%) và Công ty Molnykit – Nhật Bản (49%).

Dự án dự kiến được hoàn thành và chính thức đi vào hoạt động vào giữa năm 2017. Theo lãnh đạo Bộ Giao thông Vận tải, khi được đưa vào khai thác, Cảng Lạch Huyện sẽ đón được tàu container trọng tải lên đến 8.000 TEU trong các giai đoạn sau. Hàng hóa xuất nhập khẩu của khu vực miền Bắc có thể đi thẳng tới thị trường châu Âu và châu Mỹ. Theo kế hoạch dự kiến của Tổng Công ty Hàng Hải Việt Nam (Vinalines), đến năm 2020, Cảng Lạch Huyện sẽ đáp ứng được 30 triệu tấn hàng mỗi năm.

Tốc độ phát triển nhanh của hệ thống cảng cũng như ngành kho vận bị hạn chế bởi những trở ngại chính sau:

- Thiếu cơ sở hạ tầng trên đất liền và các công trình hạ tầng phụ trợ khác: Nhìn chung, hệ thống cảng biển ở Việt Nam hết sức phân tán, tạo ra áp lực lớn lên nguồn lực hệ thống cơ sở hạ tầng địa phương và quốc gia. Thêm vào đó, các dự án hạ tầng giao thông đường bộ triển khai ị ạch do các vấn đề liên quan đến việc giải phóng mặt bằng, giải ngân vốn đầu tư.
- Cơ chế tài chính xây dựng cơ sở hạ tầng cảng thiếu bền vững: Vinalines hiện đang nắm ít nhất 51% vốn tại hầu hết các dự án cảng chính. Điều này vô tình gây nên áp lực tài chính cho Vinalines, dẫn đến nguồn lực tài chính không ổn định.

Hệ thống hết sức phân tán và việc mở rộng cảng quá mức góp phần vào sự hoạt động thiếu hiệu quả của ngành kho vận, dẫn đến Việt Nam kém cạnh tranh hơn các nước khác.



## GMD: lợi nhuận tăng trưởng nhanh

Cảng là một trong những lợi thế cạnh tranh và có đóng góp lớn vào tổng doanh thu cũng như lợi nhuận gộp của GMD - doanh nghiệp duy nhất có hệ thống cảng ở những thành phố lớn và các khu công nghiệp chính trải dọc từ Bắc đến Nam của Việt Nam. Năm 2013, theo thống kê của VPA, GMD chiếm 7,7% thị phần về sản lượng hàng container thông qua và 0,8% về sản lượng hàng rời.

GMD hiện có bốn cảng với tổng công suất đạt 1,3 triệu TEU mỗi năm. Trong đó, Cảng Nam Hải ở Hải Phòng có hiệu suất sử dụng cao nhất đạt 156% năm 2013, theo sau là Cảng Dung Quất (hơn 100%) và Cảng Cận Phước Long ICD (PIP – 81%).

### Hệ thống cảng biển của GMD

Cảng	Vị trí	Công suất mỗi năm	Năm khai thác	Hiệu suất và sản lượng hàng thông qua 2013
<b>Hiện tại</b>				
Cảng Nam Hải	Hải Phòng	Cảng container – 150.000 TEU	2009	Hiệu suất: 156%-250.000 TEU
Cảng Nam Hải Đình Vũ	Hải Phòng	Cảng container – 500.000 TEU	2014	Hiệu suất: mục tiêu đạt 100% vào năm 2015
Cảng Dung Quất	Quảng Ngãi	Cảng container và hàng rời 1,5 triệu tấn và 150.000 TEU	2008	Hiệu suất: 100% (chủ yếu là hàng rời) – 1,6 triệu tấn
Cảng Phước Long ICD	TP.HCM	Cảng container – 500.000 TEU	1995	Hiệu suất: 81%-405.000 TEU
<b>Các dự án đang triển khai</b>				
Cảng nước sâu Gemalink Cái Mép Thị Vải	Cái Mép – Thị Vải	Cảng container – 2,4 triệu TEU		Đạt 39% khối lượng xây dựng vào năm 2013
Cảng Gemadept Hoa Sen	Bà Rịa – Vũng Tàu	Cảng container và hàng rời Tiếp nhận tàu 70.000 DWT 250.000 DWT và 350.000 TEU		Tạm dừng
<b>Các dự án đến năm 2020</b>				
Mở rộng cảng phía Bắc	Hải Phòng	GMD sẽ tiếp tục mở rộng các cảng hiện có ở Hải Phòng bằng việc mua bán và sáp nhập cũng như phát triển quỹ đất xanh.		
Cảng ở Cam-pu-chia	Phnôm Pênh	GMD dự định đầu tư và vận hành một cảng container ở Phnôm Pênh nhằm tận dụng vị trí dẫn đầu trong dịch vụ vận chuyển bằng xe lan ở Cam-pu-chia vào năm 2015.		

*Nguồn: Dữ liệu công ty*

Doanh thu của mảng này đạt tốc độ CAGR là 12,2% từ năm 2009 đến năm 2013 nhờ vào việc mở rộng hợp lý các thiết bị cũng như vị trí chiến lược của các cảng. Tất cả các cảng của GMD đều tọa lạc tại vị trí đắc địa, gần các trung tâm kinh tế chính của Việt Nam như: Hải Phòng, khu công nghiệp Dung Quất, tỉnh Bình Dương và TP.HCM. Những trung tâm kinh tế năng động này có đóng góp lớn vào hiệu suất sử dụng cao bên cạnh danh tiếng của Gemadept.

*Lợi nhuận gộp của mảng khai thác cảng có tốc độ CAGR từ năm 2009 đến năm 2013 gấp bốn lần tốc độ CAGR của doanh thu nhờ vào hiệu suất sử dụng tăng.*

Lợi nhuận gộp của mảng khai thác cảng đạt tốc độ CAGR 53,4% trong cùng giai đoạn, gấp bốn lần tốc độ của doanh thu. Nguyên nhân chính là do hiệu suất sử dụng cảng trung bình tăng từ mức 90% vào cuối năm 2009 lên 93% vào năm 2013. Kết quả là biên lợi nhuận gộp tăng mạnh từ 9,4% vào năm 2009 lên 32,8% năm 2013.

Trong 6T2014, GMD ghi nhận 441,8 tỷ đồng doanh thu và 136,3 tỷ đồng lợi nhuận gộp, và biên lợi nhuận gộp đạt 30,9%. Nhờ vào việc vận hành cảng mới Nam Hải Đình Vũ trong quý 2 năm 2014, doanh thu và lợi nhuận gộp đã lần lượt tăng 35,4% và 58,0% so với cùng kỳ năm ngoái.

## Kết quả kinh doanh của mảng khai thác cảng



Nguồn: Dữ liệu công ty

**Cảng Nam Hải:** Cảng Nam Hải là cảng container, tọa lạc trong khu vực cảng Hải Phòng. Vận hành từ năm 2008, cảng có công suất thiết kế đạt 150.000 TEU mỗi năm. Năm 2013, sản lượng hàng thông qua cảng đạt 250.000 TEU; hiệu suất sử dụng đạt 156%, vượt công suất thiết kế. Do vậy, GMD đã chủ trương xây dựng cảng container mới để chia sẻ lượng hàng cũng như mở rộng hoạt động kinh doanh ở Hải Phòng.

Với việc ra đời của cảng mới, chúng tôi dự báo sản lượng hàng thông qua của Cảng Nam Hải sẽ chỉ đạt khoảng 175.000 TEU (giảm 30% so với năm trước) trong năm 2014, và đạt 150.000 TEU mỗi năm kể từ năm 2015 trở đi.

**Cảng Nam Hải Đình Vũ:** Đầu năm 2013, GMD đã mua cảng container từ CTCP Vận tải biển VIPCO (VIP - HSX) và tiến hành xây dựng Cảng Nam Hải Đình Vũ. Cảng được đưa vào sử dụng từ ngày 10 tháng 12 năm 2013 và chính thức đón nhận chuyển hàng đầu tiên vào ngày 6 tháng 5 năm 2014. Công suất thiết kế của cảng đạt 500.000 TEU mỗi năm. Tính đến cuối quý 2 năm 2014, cảng có lịch tàu cập bến của 5 hãng tàu và sẽ có thêm 3 hãng tàu nữa vào nửa cuối năm 2014.

Do cảng đang trong quá trình chạy thử một năm, sản lượng container thông qua tối đa chỉ đạt 60% công suất thiết kế, tương đương 300.000 TEU. Chúng tôi dự báo sản lượng hàng container thông qua của Cảng Nam Hải Đình Vũ đạt 175.000 TEU trong năm 2014 và sẽ đạt công suất thiết kế từ năm 2015.

**Cảng Dung Quất:** GMD sở hữu một cảng container và hàng rời ở miền Trung của Việt Nam, mang tên Cảng Dung Quất. Cảng có thể tiếp nhận 1,5 triệu tấn hàng rời và 150.000 TEU container mỗi năm. Trong năm 2013, sản lượng hàng thông qua đạt 1,6 triệu tấn, dẫn đến nhu cầu mở rộng cảng. Trong năm 2014, GMD tiếp tục nâng cấp Cảng Dung Quất để có thể tiếp nhận tàu từ mức 50.000 DWT năm 2013 lên mức 70.000 DWT. Dự án nâng cấp đã được hoàn thành vào cuối quý 2 năm 2014. Ban lãnh đạo công ty tin rằng sản lượng hàng thông qua năm 2014 sẽ đạt 1,7 triệu tấn. Trong giai đoạn dự báo, chúng tôi ước tính sản lượng hàng thông qua Cảng Dung Quất sẽ đạt 1,7 triệu tấn.

**Cảng Phước Long ICD (PIP):** PIP là cảng đầu tiên của GMD và cũng là cảng cạnh đầu tiên của Việt Nam. Cảng nằm ở khu vực Cát Lái, trung tâm của các khu công nghiệp TP.HCM và vùng lân cận. Nhờ vào vị trí này, PIP luôn có sản lượng hàng thông qua ở mức cao. Trong năm 2013, sản lượng container thông qua đạt 405.000 TEU, tương ứng với 81% công suất thiết kế (500.000 TEU mỗi

năm). Chúng tôi ước tính sản lượng container thông qua cảng PIP sẽ đạt 425.000 TEU (90% công suất thiết kế) trong năm 2014 và 500.000 TEU mỗi năm từ năm 2015 trở đi.

Ngoài 4 cảng hiện có, GMD còn đầu tư vào hai dự án cảng chính ở khu vực Cái Mép – Thị Vải: Cảng nước sâu container Gemalink Cái Mép (Gemalink) và Cảng quốc tế Gemadept – Hoa Sen.

*Ngoài 4 cảng hiện có, GMD còn có thêm hai dự án cảng ở khu vực Cái Mép – Thị Vải. Tuy nhiên, các dự án này đã bị dời đến năm 2015.*

**Gemalink:** Đây là dự án cảng lớn nhất ở cụm cảng biển nước sâu Cái Mép – Thị Vải. Cảng nằm ngay cửa sông với mớn nước sâu nhất, thuận tiện cho việc quay trở tàu. Gemalink có thể tiếp nhận 2,4 triệu TEU mỗi năm sau khi hoàn thành hai giai đoạn. Tuy nhiên, như chúng tôi đã đề cập, hiện đang có sự mất cân đối cung cầu ở các cảng Cái Mép – Thị Vải, dẫn đến việc các cảng hiện đang hoạt động dưới công suất. Cùng với sự ảnh hưởng bởi nền kinh tế suy thoái, từ tháng 1 năm 2012, GMD đã chủ động giãn tiến độ xây dựng cảng. Tính đến cuối năm 2013, tổng khối lượng công trình xây dựng đạt hơn 39%. GMD cũng đang tìm kiếm đối tác để chuyển nhượng 25% phần vốn góp (hoặc 482,4 tỷ đồng) của dự án. Chúng tôi tin rằng vụ chuyển nhượng này sẽ ít có khả năng hoàn thành vì gặp phải khó khăn khi tìm kiếm đối tác phù hợp. Như cuộc thảo luận của chúng tôi với ban lãnh đạo, GMD có thể tiếp tục dự án vào cuối năm 2015, giai đoạn 1 sẽ có thể hoạt động vào năm 2017 với công suất đạt 1,2 triệu TEU mỗi năm. Tuy nhiên, chúng tôi không đưa dự án này vào mô hình định giá cổ phiếu do thời điểm khởi công không chắc chắn.

**Cảng Gemadept Hoa Sen:** Tương tự, chưa có bất kỳ dấu hiệu khả quan ở dự án này. Cảng là liên doanh giữa Tập đoàn Hoa Sen (HSG – HSX) với tỷ lệ vốn 45%, GMD (51%) và một nhà đầu tư chiến lược (4%). Tổng vốn đầu tư được điều chỉnh giảm từ 63 triệu USD theo kế hoạch ban đầu xuống còn 30 triệu USD. Thêm nữa, GMD chỉ xây dựng cảng hàng rời, thay vì cảng container và hàng rời như kế hoạch ban đầu. Dự án đã được kỳ vọng hoàn thành vào năm 2010. Tuy nhiên, đến thời điểm hiện tại, dự án chưa được khởi công và HSG cũng đang tìm kiếm đối tác để chuyển nhượng phần vốn góp của mình. Chúng tôi tin rằng dự án sẽ chưa thể khởi công trong vài năm tới.

### Triển vọng của mảng cảng

*GMD đặt mục tiêu tăng thị phần cảng lên mức 25% vào năm 2016 với công suất đạt 3,7 triệu tấn (bao gồm cả dự án Gemalink).*

GMD đặt mục tiêu tăng thị phần lên mức 25% vào năm 2016 với công suất đạt 3,7 triệu tấn (bao gồm cả dự án Gemalink). Mặc dù GMD có quan hệ tốt với các hãng tàu lớn như: CMA-CGM, Vận tải biển GMD (công ty con của GMD), v.v., mục tiêu này khó mà đạt được do cạnh tranh gay gắt và cung vượt cầu ở khu vực Cái Mép – Thị Vải.

Chúng tôi ước tính sản lượng hàng thông qua các cảng GMD trong năm 2014 sẽ đạt 775.000 TEU container (tăng 18,3% so với cùng kỳ năm ngoái) và 1,7 triệu tấn hàng rời (tăng 6,3% so với cùng kỳ năm ngoái). Dự phóng doanh thu mảng cảng của chúng tôi như sau:

- Năm 2014: tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 20% do (1) Cảng Nam Hải Đình Vũ hoạt động với 35% công suất thiết kế và (2) Cảng Dung Quất được nâng cấp.
- Năm 2015: doanh thu tăng 20% với Cảng Nam Hải Đình Vũ đạt 100% công suất thiết kế

- Từ năm 2016 đến năm 2018: doanh thu tăng 9% mỗi năm dựa trên tốc độ tăng trưởng chung của sản lượng hàng container thông qua.
- Biên lãi gộp đạt 31% trong năm 2014 do chi phí khấu hao tăng thêm từ Cảng Nam Hải Đình Vũ. Từ năm 2015 trở đi, biên lãi gộp tăng 2% mỗi năm do sự tăng trưởng doanh thu.

#### Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng cảng

	2011	2012	2013	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f
Doanh thu (tỷ đồng)	660	800	737	885	1.062	1.157	1.261	1.375
Tăng trưởng	26%	21%	-8%	20%	20%	9%	9%	9%
Lãi gộp (tỷ đồng)	181	262	242	274	350	405	467	536
Biên lãi gộp	27%	33%	33%	31%	33%	35%	37%	39%

Nguồn: BCTC hợp nhất, VPBS dự báo

## Cung cấp dịch vụ logistics

### Ngành: tiềm năng nhưng tồn tại nhiều bất cập

Trong báo cáo ngành "Ngành kho vận Việt Nam" của chúng tôi, phát hành vào ngày 1 tháng 8 năm 2014, chúng tôi đã đề cập đến những điểm chính sau:

- Ngành kho vận Việt Nam đang hội tụ rất nhiều cơ hội. Các nhân tố chính thúc đẩy tăng trưởng ngành bao gồm tăng trưởng GDP và hoạt động xuất nhập khẩu dựa trên Hiệp định Thương mại xuyên Thái Bình Dương sắp tới.
- Chi phí kho vận chiếm khoảng 25% GDP của Việt Nam, cao hơn hẳn so với các quốc gia tương đồng khác do sự thiếu khả năng dự báo của chuỗi cung ứng. Do đó, đã gây ra nhiều hạn chế trong việc phát triển và tính hiệu quả của ngành kho vận: luật và quy định rườm rà, khó hiểu, áp dụng thiếu nhất quán; chi phí bôi trơn cho cán bộ nhà nước; các dự án cơ sở hạ tầng giao thông vận tải chủ yếu được quy hoạch và triển khai riêng lẻ mà không tính đến cung-cầu; lĩnh vực vận tải đường bộ phân tán; và sự mất cân đối cung cầu trong việc xây dựng cơ sở hạ tầng.
- Thị trường vận tải hàng hóa ở Việt Nam bị chi phối bởi loại hình đường bộ (75,7%) và vận tải thủy nội địa (17,9%). Đến năm 2020, ngành đường bộ kỳ vọng sẽ vẫn chiếm phần lớn giá trị đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông vận tải.
- Ngành cảng ở Việt Nam đã tăng trưởng khá tốt trong những năm qua. Dự báo tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm của sản lượng container thông qua đến năm 2020 sẽ đạt từ 8% đến 9%. Tuy nhiên, do sự phát triển quá đà của các cảng biển, hiện đang có sự mất cân đối cung cầu ở phía Nam.
- Ngành vận tải thủy ở Việt Nam đang trải qua giai đoạn khó khăn từ năm 2011 đến nay.
- Vận tải hàng không cũng là ngành tăng trưởng nhanh ở Việt Nam. Tuy nhiên, thị trường lại bị chiếm lĩnh bởi các doanh nghiệp nhà nước và các hạn chế về quy định từ Chính phủ.

### GMD: Cơ sở hạ tầng lớn nhưng doanh thu tăng trưởng chậm

Logistics là mảng có đóng góp doanh thu lớn nhất trong các mảng kinh doanh của GMD. Đây cũng là lĩnh vực kinh doanh đầu tiên của công ty. Trong thời gian đầu, GMD chỉ cung cấp dịch vụ vận tải thủy, dịch vụ giao nhận và đại lý hàng hải. Kể từ năm 2008, GMD mở rộng hoạt động kinh doanh sang dịch vụ logistics

đa phương thức với hệ thống cơ sở hạ tầng rộng khắp: trung tâm phân phối, cảng hàng hóa hàng không, vận tải thủy, vận tải hàng dự án, vận tải trên bờ và giao nhận. Hơn thế nữa, GMD hiện dẫn đầu dịch vụ logistics ba bên<sup>1</sup> (3PL) trong các công ty Việt Nam với hệ thống hoàn thiện và hiện đại. Gần đây, GMD đã có nhiều khách hàng lớn là các công ty đa quốc gia lớn (Unilever, Fonterra, Blue Scope Steel, Carrefour, v.v.) và các công ty trong nước (Sài Gòn Co-op, Masan Consumer, Vinamilk, v.v.).

## Hệ thống kho vận tích hợp của GMD trong quản lý chuỗi cung ứng



Nguồn: Dữ liệu công ty

*GMD cung cấp một loạt các dịch vụ logistics tích hợp rộng khắp, giúp doanh thu của công ty tăng trưởng mạnh trong tương lai.*

### Dịch vụ trung tâm phân phối

GMD hiện đang khai thác hệ thống kho lớn nhất Việt Nam với diện tích hơn 100.000 m<sup>2</sup> tại các trung tâm kinh tế lớn của cả nước như TP.HCM, Bình Dương, Hà Nội và Hải Phòng. Trong đó, có 40.000 m<sup>2</sup> kho ngoại quan hàng cà phê.

GMD tiếp tục mở rộng các trung tâm phân phối thông qua hai dự án. Dự án đầu tiên là mở rộng trung tâm phân phối số 3 ở khu công nghiệp Sóng Thần. Tổng vốn đầu tư ước tính 5 triệu USD. Dự án thứ hai là trung tâm phân phối có diện tích từ 30.000 m<sup>2</sup> đến 50.000 m<sup>2</sup> ở phía Bắc, và mở rộng lên mức 100.000 m<sup>2</sup> vào năm 2015. Tuy nhiên, theo cập nhật mới nhất của chúng tôi từ ban lãnh đạo, các dự án này bị hoãn lại đến đầu năm 2015.

### Cảng hàng hóa hàng không

GMD thành lập liên doanh Công ty Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCSC) giữa Bộ Quốc Phòng, Công ty Sân bay Miền Nam và NHTMCP Á Châu vào năm 2010. SCSC là một trong hai đơn vị duy nhất cung cấp dịch vụ cảng hàng hóa hàng không ở Sân bay Tân Sơn Nhất. SCSC hiện được ủng hộ bởi hơn 15 hãng hàng không trong tổng số 43 hãng hoạt động ở Sân bay Tân Sơn Nhất, trong đó có những hãng lớn và nổi tiếng toàn thế giới như: Lufthansa, Cargolux, Singapore Airlines, v.v.

<sup>1</sup> Logistics ba bên là 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.

Trong năm 2013, sản lượng hàng thông qua của SCSC đạt 62.175 tấn, tăng 170% so với năm trước và đạt 31,1% công suất.

### Vận tải thủy và giao nhận

GMD cung cấp dịch vụ vận tải thủy và giao nhận hầu hết trong khu vực Đông Nam Á và vận tải nội địa. Năm 2013, công ty chiếm 15% thị phần nội địa.

Hiện tại, GMD đang sở hữu 4 tàu viễn dương và 16 tàu sông cấp S1 và S2. Các khách hàng chính là những hãng tàu nổi tiếng như: MOL, Maersk, OOCL, v.v.

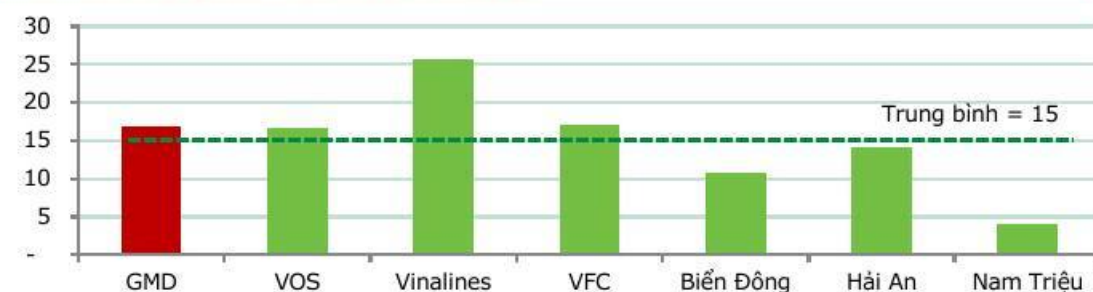
### Các tàu viễn dương của GMD

Tàu thủy	Công suất (TEU)	Hiệu suất sử dụng 2012	Năm đóng tàu	Tuổi tàu
Pacific Gloria	699	96,4%	1997	17
Pacific Pearl	699	93,0%	1998	16
Pacific Grace	836	87,4%	1997	17
Pacific Express	749	74,2%	1997	17
<b>Tổng</b>	<b>2.983</b>			

Nguồn: Dữ liệu công ty

Tuổi tàu trung bình của GMD gần 17 năm, cao hơn số tuổi tàu container trung bình của ngành là 15 năm, theo số liệu của Cục Hàng hải Việt Nam (Vinamarine). Điều đó chứng tỏ tàu của GMD có thể sẽ tốn nhiều chi phí sửa chữa hơn các đối thủ, dẫn đến biên lợi nhuận gộp giảm.

### Tuổi tàu trung bình của một số công ty



Nguồn: Vinamarine

### Vận tải hàng dự án

Dịch vụ Vận tải hàng dự án của Gemadept ra đời từ đầu năm 1994 để đáp ứng nhu cầu của thị trường cùng với sự tăng trưởng của nền kinh tế. Gemadept hiện đứng thứ 2 ở Việt Nam về lĩnh vực vận tải hàng dự án, hàng siêu trường, siêu trọng. Với đầy đủ trang thiết bị hiện đại, đội ngũ nhân viên lành nghề, nhiệt huyết cùng các chuyên gia giàu kinh nghiệm, công ty có thể thực hiện việc vận chuyển các kiện hàng siêu trường siêu trọng lên đến 1.000 tấn qua các địa hình khó khăn, hiểm trở, sang cả các nước láng giềng như Lào, Campuchia theo yêu cầu của khách hàng. Một số dự án tiêu biểu của GMD là: Nhà máy Posco E&C, nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất, nhà máy nhiệt điện Nghi Sơn 1. Hiện tại, GMD đang vận chuyển hàng nghìn lô hàng cho MHI, Siemens, Mitsui, v.v.

### Vận tải đường bộ

Vận tải đường bộ là một mắt xích quan trọng trong hệ thống vận tải đa phương thức của GMD. Công ty hiện đang sở hữu đội xe tải lớn với hơn 120 đầu xe tải, 30 xe tải hạng nhẹ và hơn 200 lái xe làm việc 24/24. Bên cạnh việc cung cấp dịch vụ vận tải nội địa, công ty cũng cung cấp dịch vụ vận tải trên tuyến TP.HCM và Phnôm Pênh.

### **Kết quả kinh doanh và dự báo**

Doanh thu từ mảng logistics đạt tốc độ CAGR 9,3% trong giai đoạn từ năm 2009 đến 2013, thấp hơn nhiều so với tốc độ CAGR 25,0% của doanh thu 3PL toàn thị trường Việt Nam. Điều này có nghĩa công ty không thể cạnh tranh với các công ty nước ngoài như FedEx, UPS, v.v.

*Lợi nhuận gộp của mảng logistics tăng trưởng thấp hơn doanh thu trong giai đoạn từ năm 2009 đến 2013 do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế.*

Lợi nhuận gộp của mảng này đạt tốc độ CAGR 5,7% trong cùng giai đoạn. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp lại có xu hướng giảm dần từ 10,0% năm 2009 xuống còn 8,7% năm 2013. Nguyên nhân chính của xu hướng giảm đó là ảnh hưởng của suy thoái kinh tế, dẫn đến tốc độ tăng trưởng doanh thu thấp. Đặc biệt, trong lĩnh vực vận tải biển, chỉ số Baltic Dry Index (BDI), một trong những chỉ báo của doanh thu các công ty vận tải biển, giảm từ mức cao nhất trong năm 2011 xuống mức thấp nhất năm 2012 và không có dấu hiệu phục hồi cho đến cuối quý 2 năm 2014. Ngược lại, giá nhiên liệu lại tăng mạnh, đặc biệt trong năm 2011, dẫn đến giá vốn dịch vụ cung cấp tăng nhanh hơn doanh thu.

### **Kết quả kinh doanh của mảng logistics**



Trong 6 tháng đầu năm 2014, công ty ghi nhận 870,0 tỷ đồng doanh thu từ mảng logistics, tăng 8,0% so với cùng kỳ năm ngoái. Lợi nhuận gộp của mảng tăng mạnh 21,1% và đạt 88,5 tỷ đồng nhờ vào chiến lược kiểm soát giá thành thành công của công ty và việc tăng doanh thu từ mảng dịch vụ 3PL (dịch vụ có giá trị gia tăng lớn). Kết quả là, biên lợi nhuận gộp tăng từ 9,1% trong nửa đầu năm 2013 lên 10,2% trong nửa đầu năm 2014.

## Triển vọng mảng logistics

Một số hiệp định thương mại tự do quan trọng (FTA) như Hiệp định đối tác Xuyên Thái Bình Dương (TPP)<sup>2</sup>, FTA Việt Nam – Châu Âu, Việt Nam – Hàn Quốc được kỳ vọng sẽ ký kết, dẫn đến nhu cầu logistics lớn. Chúng tôi tin rằng nhờ vào mạng lưới rộng khắp, dịch vụ tích hợp cũng như cơ sở hạ tầng, sẽ giúp mảng dịch vụ logistics của GMD tiếp cận hơn và tận dụng được các cơ hội này.

*Các hiệp định thương mại tự do và TPP sẽ thúc đẩy mảng logistics trong tương lai.*

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng mảng doanh thu logistics sẽ đạt 8% trong năm 2014 do ảnh hưởng từ cạnh tranh gay gắt của các công ty nước ngoài. Từ năm 2015 đến năm 2018, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng từ 10% đến 16% mỗi năm nhờ vào hiệp định TPP và các FTA sắp tới.

Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp của mảng logistics là 11% trong năm 2014 và tăng 1% mỗi năm từ năm 2015 đến năm 2018. Nguyên nhân chính là (1) công ty sẽ cung cấp các dịch vụ có giá trị gia tăng nhiều hơn (ví dụ như dịch vụ 3PL), giúp doanh thu tăng nhanh hơn giá vốn.

### Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng logistics

	2011	2012	2013	2014f	2015f	2016f	2017f	2018
Doanh thu (tỷ đồng)	1.631	1.696	1.703	1.839	2.023	2.266	2.583	2.996
Tăng trưởng	7,9%	4,0%	0,4%	8,0%	10,0%	12,0%	14,0%	16,0%
Lãi gộp (tỷ đồng)	149	136	148	202	243	295	362	449
Biên lãi gộp	9,1%	8,0%	8,7%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%

*Nguồn: BCTC hợp nhất, VPBS dự báo*

## Quản lý và phát triển bất động sản

### Ngành: Phân khúc văn phòng cho thuê đã chạm đáy và sẽ khởi sắc trở lại

Do tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, nền kinh tế Việt Nam đã trải qua một giai đoạn khó khăn kể từ năm 2008. Sau khi bong bóng bất động sản vỡ, thị trường bất động sản, đặc biệt ở miền Nam, chịu ảnh hưởng nặng nề nhất. Thị trường đã chứng kiến đợt giảm giá mạnh trên tất cả các phân khúc.

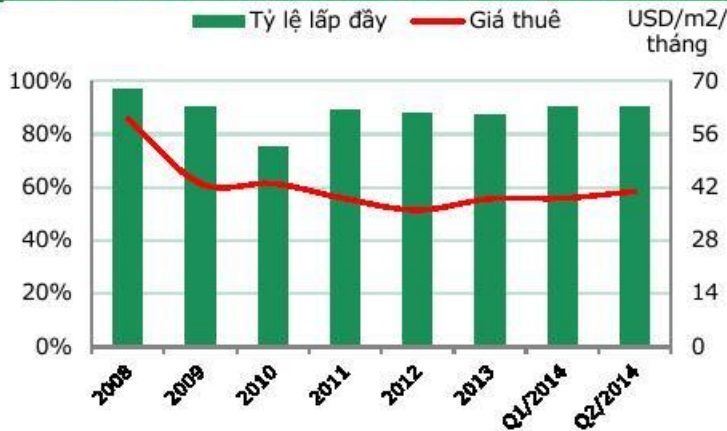
*Giá cho thuê văn phòng hạng A và hạng B đã có tín hiệu tăng trong quý 2 năm 2014.*

Báo cáo nghiên cứu của Colliers International cho thấy giá cho thuê văn phòng hạng A đã giảm một phần ba từ 60 USD/m<sup>2</sup>/tháng vào năm 2008 xuống 40 USD/m<sup>2</sup>/tháng vào năm 2013. Tỷ lệ lấp đầy cũng giảm từ 95% xuống 85%. Giá cho thuê của văn phòng hạng B do có lợi thế giá thấp hơn nên chỉ giảm từ 25 USD/m<sup>2</sup>/tháng vào năm 2008 xuống 20 USD/m<sup>2</sup>/tháng vào năm 2013; và tỷ lệ lấp đầy tăng từ 80% lên 90%.

<sup>2</sup> TPP: là hiệp định thương mại tự do ra đời để giải quyết các vấn đề thương mại mới và bùng nổ cũng như các thách thức của thế kỷ 21. TPP kết nối các quốc gia đã phát triển và đang phát triển dọc theo hai bờ Thái Bình Dương thành một cộng đồng thương mại duy nhất chiếm khoảng 30% GDP toàn cầu.

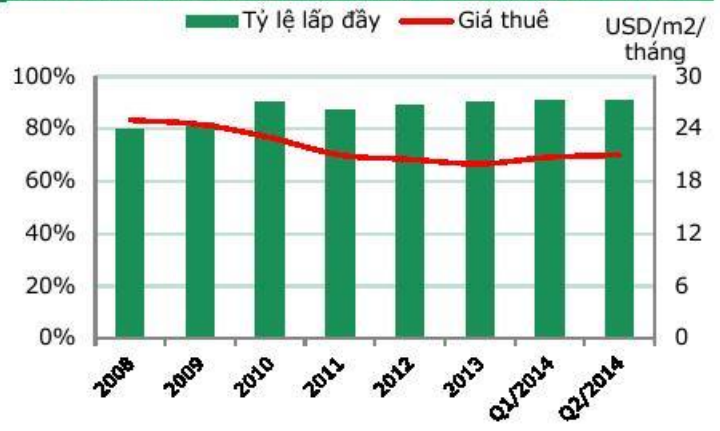


### Tình hình hoạt động của văn phòng hạng A ở HCM



Nguồn: Colliers International

### Tình hình hoạt động của văn phòng hạng B ở HCM

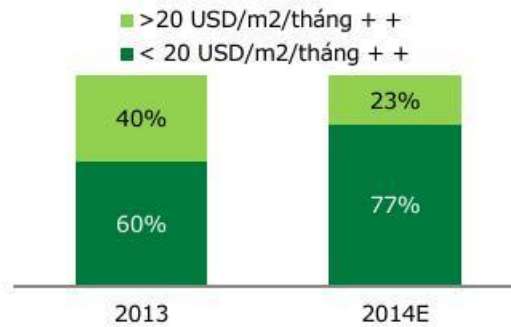


Nguồn: Colliers International

Colliers International kỳ vọng trong năm 2014, thị trường TP.HCM sẽ đón nhận thêm 75.000 m<sup>2</sup> diện tích văn phòng thương mại, chủ yếu là từ các dự án hạng A và hạng B. Nhu cầu mở rộng trong quý 2 năm 2014 tăng không đáng kể và đa số nhu cầu thuê liên quan đến việc di dời vị trí.

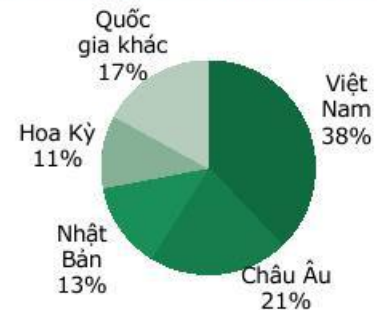
Về mặt nhu cầu, CBRE nhận thấy 60% ngân sách trung bình của người thuê trong năm 2013 ở mức thấp hơn 20 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Tỷ lệ này ước đạt 77% trong quý 1 năm 2014, dẫn đến lợi thế lớn cho phân khúc văn phòng hạng B do nhu cầu tăng. 62% người đi thuê là các công ty nước ngoài. Do tín hiệu tích cực của nền kinh tế vĩ mô và mức tăng trưởng bền vững của FDI, nhu cầu từ các đối tượng này dự kiến sẽ tăng cao hơn trong những năm tiếp theo.

### Ngân sách của đối tượng thuê



Nguồn: CBRE

### Đối tượng thuê năm 2013



Nguồn: CBRE

### GMD: Lợi nhuận gộp giảm do doanh thu và biên lợi nhuận gộp giảm

GMD đã hoàn tất việc chuyển nhượng 85% giá trị tòa nhà Gemadep tại cuối quý 2 năm 2014.

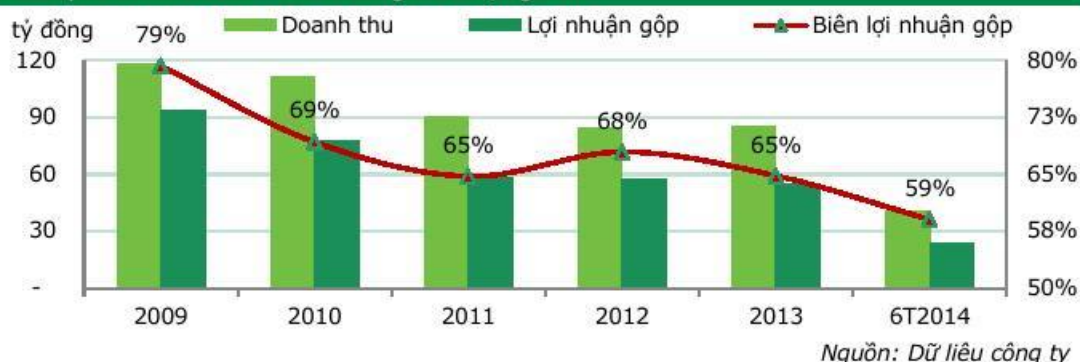
Tham gia thị trường bất động sản với dự án Tòa nhà Gemadep, tọa lạc tại số 6 đường Lê Thánh Tôn, Quận 1 (khu vực trung tâm kinh doanh của TP.HCM) từ năm 2008 với tổng diện tích cho thuê thuần 14.000 m<sup>2</sup>, GMD đã ghi nhận lợi nhuận ổn định từ mảng này. Tuy nhiên, do sự cạnh tranh từ các tòa nhà xung quanh như Saigon Trade Center, Saigon Riverside Office, v.v. và xu hướng giảm giá thuê, doanh thu của mảng bất động sản giảm dần từ 118,0 tỷ đồng năm 2009 xuống 84,2 tỷ đồng năm 2012 và tăng nhẹ lên 85,1 tỷ đồng trong năm 2013.

Biên lợi nhuận gộp của mảng này, cao nhất trong ba mảng kinh doanh chính, giảm mạnh từ 79% trong năm 2009 xuống còn 65% trong năm 2013. Tỷ lệ lấp đầy tăng từ 90% trong năm 2009 lên 98% năm 2013, phù hợp với xu thế phát

triển của thị trường. Do vậy, mảng này đã tạo ra dòng tiền khá ổn định cho hoạt động của công ty. Trong 6T2014, doanh thu của mảng đạt 40,9 tỷ đồng trong khi biên lợi nhuận gộp giảm xuống mức 59,1%.

Vào cuối năm 2013, GMD đã chuyển nhượng 85% giá trị tòa nhà Gemadepet cho Tập đoàn CJ (Hàn Quốc). Sau khi hoàn tất các thủ tục chuyển nhượng, công ty ghi nhận khoảng 540 tỷ đồng lợi nhuận của thương vụ này trong báo cáo tài chính quý 2 năm 2014, dẫn đến lãi ròng tăng mạnh. Theo đó, kể từ quý 3 năm 2014, GMD sẽ không còn ghi nhận doanh thu mảng bất động sản từ tòa nhà Gemadepet cho đến khi các dự án mới được hoàn thành.

### Kết quả kinh doanh của mảng bất động sản



### Viêng Chăn với nhu cầu khách sạn lớn

Viêng Chăn, thủ đô của Cộng hòa Dân chủ Nhân dân Lào, có những cảnh quan thu hút số lượng lớn khách du lịch gần đây như: Luông Pha băng – di sản thế giới được công nhận bởi UNESCO, Vang Viêng – điểm đến phổ biến cho dân du lịch bụi. Theo Cục Phát triển Du lịch, tốc độ CAGR từ năm 2004 đến năm 2011 của lượng khách du lịch ở Viêng Chăn đạt 11,3%. Theo Tourism Laos, website chính thức của du lịch Lào, vào cuối tháng 6 năm 2014, có 203 khách sạn và 8 resort ở Viêng Chăn, trong đó, chỉ có 3 khách sạn 5 sao với tổng 408 phòng.

GMD đang lên kế hoạch xây dựng khu phức hợp Gemadepet ở trung tâm Viêng Chăn. Chức năng chính là khách sạn 5 sao và phòng họp hội nghị. Đây là liên doanh giữa Gemadepet và một công ty của Lào, trong đó Gemadepet nắm giữ hơn 51%. Tổng vốn đầu tư ước tính là 35 triệu USD. Dự án dự kiến khởi công vào tháng 7 năm 2014 và hoàn thành sau 18 tháng. Tuy nhiên, theo cập nhật mới nhất của chúng tôi với ban lãnh đạo, dự án này bị hoãn lại cho đến năm 2015 do chờ hoàn thành thủ tục cấp phép. Chúng tôi không đưa dự án này vào mô hình định giá cổ phiếu.

Chúng tôi tin rằng việc hoàn thành dự án này sẽ góp phần tăng doanh thu và dòng tiền cho công ty, nhờ vị trí chiến lược và nhu cầu tăng cao từ khách du lịch ở Viêng Chăn.

### Dự án Saigon Gem

Dự án Saigon Gem bao gồm một tòa nhà phức hợp 49 tầng, tại góc đường Lê Lợi và Nam Kỳ Khởi Nghĩa. Theo kế hoạch ban đầu, đây là tòa nhà phức hợp bao gồm trung tâm thương mại ở tầng trệt, khách sạn 5 sao và các văn phòng cho

*Hiện tại, GMD có hai dự án bất động sản: khu phức hợp Gemadepet ở trung tâm Viêng Chăn và Saigon Gem. Tuy nhiên, do thủ tục cấp phép và thiếu vốn đầu tư, các dự án này bị hoãn lại cho đến năm 2015.*

thuê cao cấp. Tổng vốn đầu tư ước tính là 140 triệu USD và liên doanh với Công ty Du lịch TP.HCM (Saigontourist). Tính đến thời điểm này, dự án đang trong quá trình hoàn thiện thiết kế, và có thể khởi công vào cuối năm 2015. Do đó, chúng tôi không đưa dự án này vào mô hình định giá cổ phiếu do thời điểm khởi công không chắc chắn.

### **Triển vọng mảng bất động sản**

Chúng tôi tin rằng GMD sẽ tiếp tục bán giá trị còn lại của tòa nhà Gemadep (15% giá trị) trong năm 2015. Chúng tôi ước tính lợi nhuận từ thương vụ này sẽ vào khoảng 150 tỷ đồng.

Từ năm 2016 trở đi, do thời điểm khởi công của các dự án mới không chắc chắn, chúng tôi giả định rằng GMD sẽ chưa ghi nhận bất cứ doanh thu và lợi nhuận nào từ mảng bất động sản.

## **Trồng cao su**

### **Ngành: Ngành cao su Việt Nam vẫn tăng trưởng không ổn định**

Trong báo cáo ngành lần đầu "Ngành cao su Việt Nam", phát hành vào tháng 1 năm 2014, chúng tôi đã đề cập những điểm chính sau:

*Giá cao su (RSS Thái Lan) đã giảm liên tục do nguồn cung dư thừa trong bối cảnh suy thoái kinh tế toàn cầu.*

- Giá cao su đã giảm mạnh 60% từ mức đỉnh 6.500 USD/tấn trong năm 2011, do nguồn cung dư thừa trong bối cảnh suy thoái kinh tế toàn cầu. Vào cuối tháng 8 năm 2014, giá cao su (RSS Thái Lan) hiện ở mức 1.794 USD/tấn.
- Tình trạng thặng dư cao su trong năm 2013 dự báo sẽ vẫn duy trì nhưng sẽ giảm so với năm 2012. Nguồn cung toàn cầu sẽ tăng lên khi diện tích cao su trồng mới trong giai đoạn từ năm 2005 đến năm 2008 đưa vào khai thác. Trong khi đó nhu cầu dự kiến sẽ tăng chậm hơn nguồn cung do kinh tế thế giới phục hồi chậm.
- Ngành cao su thiên nhiên Việt Nam đã tăng trưởng nhanh trong các năm qua với tốc độ CAGR trong giai đoạn từ năm 2000 đến năm 2012 là 9,5%, cao hơn mức tăng trưởng thế giới là 4,2%. Trong năm 2013, cao su Việt Nam đang đứng thứ 3 về sản lượng xuất khẩu. Diện tích trồng cao su tăng và năng suất được cải thiện là những yếu tố giúp ngành cao su Việt Nam đạt được vị thế cao.
- Khó khăn của ngành: 1) cơ cấu sản phẩm có giá trị gia tăng thấp; 2) tiêu thụ nội địa chưa phát triển, do đó phần lớn sản phẩm dùng để xuất khẩu; 3) phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc có giá bán thấp và nhu cầu không ổn định.
- Triển vọng ngành tích cực với sản lượng dự báo tăng trưởng tốt và sẽ đạt vị trí thứ 3 thế giới vào năm 2015. Tuy vậy, tăng trưởng của ngành là chưa bền vững do gần như phụ thuộc vào biến động của nhu cầu bên ngoài.

### **GMD: Dự án cao su đang được triển khai**

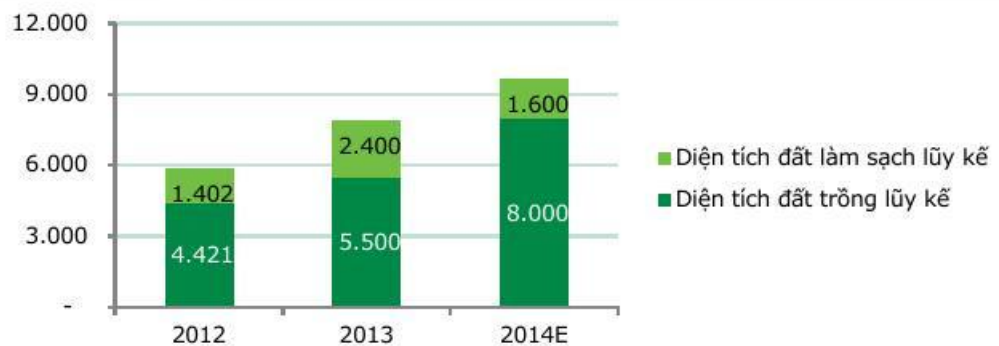
Kể từ năm 2007, GMD đã nghiên cứu, đánh giá nguồn cung và cầu của thị trường, triển vọng và hiệu quả của việc trồng cao su thiên nhiên. Sau hơn năm năm nghiên cứu, vào đầu năm 2013, GMD đã được Chính phủ Cam-pu-chia ở xã Royor, huyện Kohgnek, tỉnh Modulkiri cấp khu đất có chủ quyền. GMD là

một trong số ít doanh nghiệp nước ngoài (ví dụ như Tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai (HAG – HSX)) được cấp một khu vực đất rộng và không bị chia cắt tại nơi thuận tiện có Quốc lộ 78 chạy qua. Tổng diện tích đất đạt 28.138 ha.

Tổng diện tích dự án được chia thành ba khu đất kinh tế, mỗi khu có diện tích gần 10.000 ha. Dự án cách cửa khẩu Hoa Lư 220 km hoặc cách dự án cảng Gemalink 420 km.

Dự án có rất nhiều lợi thế như: 1) không có giới hạn xuất khẩu cao su ra khỏi Cam-pu-chia; 2) thuế suất xuất khẩu cao su thiên nhiên ở mức 2%, 5% và 10% tùy theo mức độ và loại hình sản xuất; 3) thuế suất nhập khẩu cao su thiên nhiên từ Cam-pu-chia vào Việt Nam hiện được miễn.

#### Tình hình dự án (ha)



Ghi chú: E = ước tính. Nguồn: Dữ liệu công ty

GMD bắt đầu trồng cây cao su đầu tiên vào ngày 4 tháng 7 năm 2011. Diện tích đất trồng lũy kế tính đến cuối năm 2013 đạt 5.500 ha. Công ty dự kiến trồng thêm 2.000 ha mỗi năm trong năm 2014 và năm 2015.

#### Triển vọng trồng cây cao su

Thông thường, phải mất từ 5 đến 7 năm thì cây cao su mới có thể thu hoạch. Do đó, GMD chỉ có thể thu hoạch cao su sớm nhất kể từ năm 2018 trở đi.

Ngoài trồng cây cao su, GMD cũng xây dựng các cơ sở hạ tầng như đường xá và cầu cống, khu vực ký túc xá cho nhân công với nguồn cung cấp điện và nước. Tại ngày 30 tháng 6 năm 2014, giá trị của dự án là 570,3 tỷ đồng (bao gồm cây trồng và công trình xây dựng dở dang của các cơ sở hạ tầng khác). Trong 6T2014, GMD chi 120,4 tỷ đồng vào các dự án này. Do đó, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ chi khoảng 200 tỷ đồng mỗi năm từ năm 2015 trở đi để trồng cây cao su.

Do chưa có doanh thu từ thu hoạch cao su cho đến năm 2018, chúng tôi không dự báo doanh thu và lợi nhuận của mảng này trong mô hình định giá. Tuy nhiên, chúng tôi tăng tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của công ty lên 6% để phản ánh lợi nhuận tiềm năng của mảng này sau năm 2018.

*Do chưa có doanh thu từ thu hoạch cao su cho đến năm 2018, chúng tôi không dự báo doanh thu và lợi nhuận của mảng cao su trong mô hình định giá.*

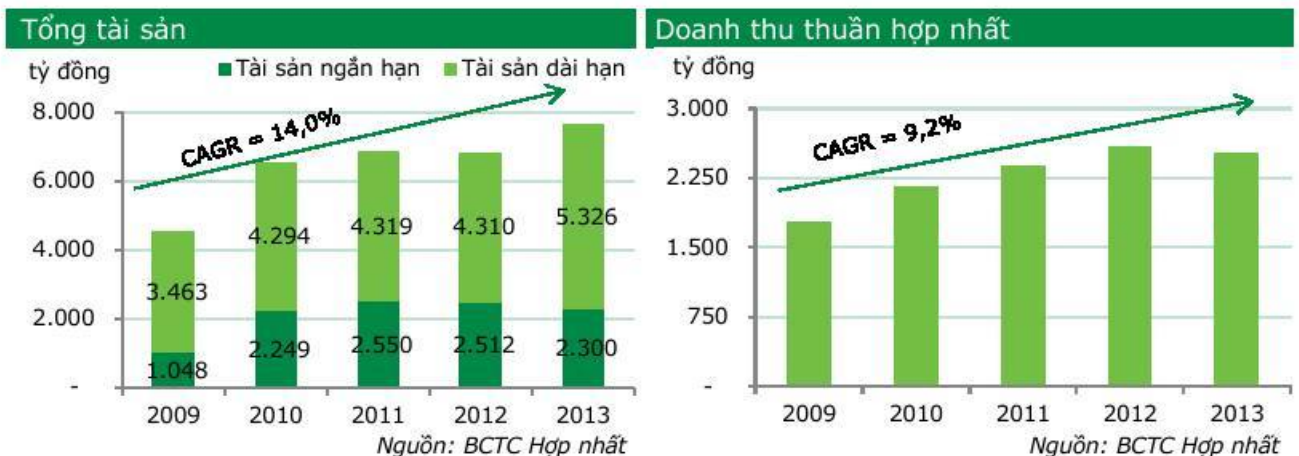
# TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

## TĂNG TRƯỞNG

Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 14,0% và 16,1% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013. Điều này cho thấy bảng cân đối kế toán của GMD tăng trưởng mạnh nhờ nguồn vốn chủ sở hữu, đặc biệt là vốn điều lệ đã tăng từ 475 tỷ đồng trong năm 2009 lên 1.144 tỷ đồng trong năm 2013 thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu phổ thông và quyền chọn mua cổ phiếu cho nhân viên (ESPP)<sup>3</sup>.

Đại hội cổ đông thường niên của GMD vào ngày 27 tháng 5 năm 2014 đã phê duyệt chương trình ESPP từ năm 2014 tới năm 2018. Theo kế hoạch, mỗi năm, GMD sẽ phát hành cổ phiếu ESPP tương đương với 1,5% vốn góp cổ phần tại thời điểm đó. 100% số cổ phiếu này bị hạn chế quyền chuyển nhượng trong vòng hai năm kể từ ngày phát hành; và 50% trong hai năm tiếp theo.

Doanh thu thuần hợp nhất tăng với tốc độ CAGR 9,2% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013 mặc dù suy thoái kinh tế. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu hợp nhất tiếp tục tăng trưởng từ 9,5% lên 13,7% mỗi năm trong giai đoạn dự phóng.



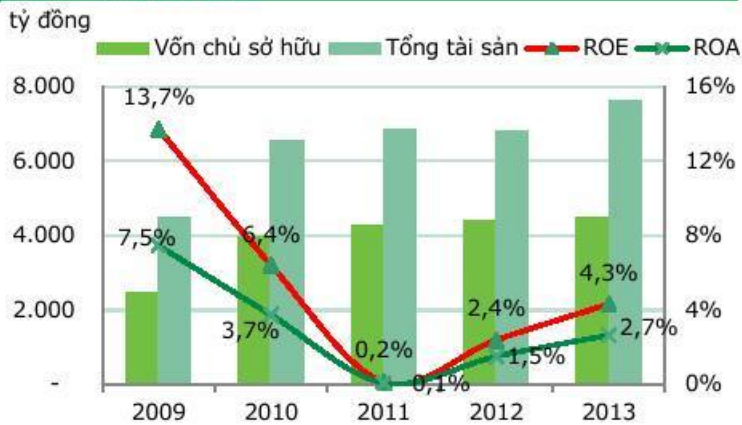
## KHẢ NĂNG SINH LỜI VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Từ năm 2009 đến năm 2013, do ảnh hưởng từ suy thoái kinh tế, lợi nhuận ròng hợp nhất của GMD giảm mạnh từ 323,1 tỷ đồng trong năm 2009 xuống còn 6,2 tỷ đồng trong năm 2011 và tăng dần lên 192,2 tỷ đồng năm 2013. Lợi nhuận ròng năm 2011 giảm đáng kể là do: (1) tỷ lệ lãi vay cao và dư nợ vay lớn đã làm chi phí lãi vay tăng 19,4% so với cùng kỳ năm ngoái, (2) dự phòng giảm giá các khoản đầu tư lớn (97,6 tỷ đồng) do thị trường chứng khoán sụt giảm mạnh.

Kết quả là, biên lợi nhuận ròng dao động mạnh từ 18,2% trong năm 2009 xuống còn 0,3% trong năm 2011, và tăng dần lên 7,6% trong năm 2013.

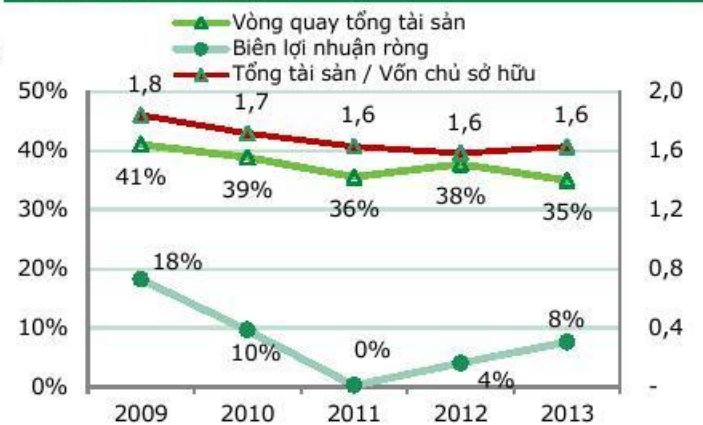
<sup>3</sup> ESPP: Một chương trình do công ty tổ chức, trong đó người lao động tham gia có thể mua cổ phiếu của công ty với mức giá chiết khấu. Người lao động đóng góp thông qua các khoản trừ tiền lương trong khoảng thời gian từ ngày chào bán đến ngày mua. Tại thời điểm mua, công ty sử dụng các quỹ để mua cổ phần trong công ty trên danh nghĩa của người lao động tham gia.

## Chỉ số ROA và ROE



Nguồn: BCTC Hợp nhất

## Phân tích chỉ số ROE



Nguồn: BCTC Hợp nhất

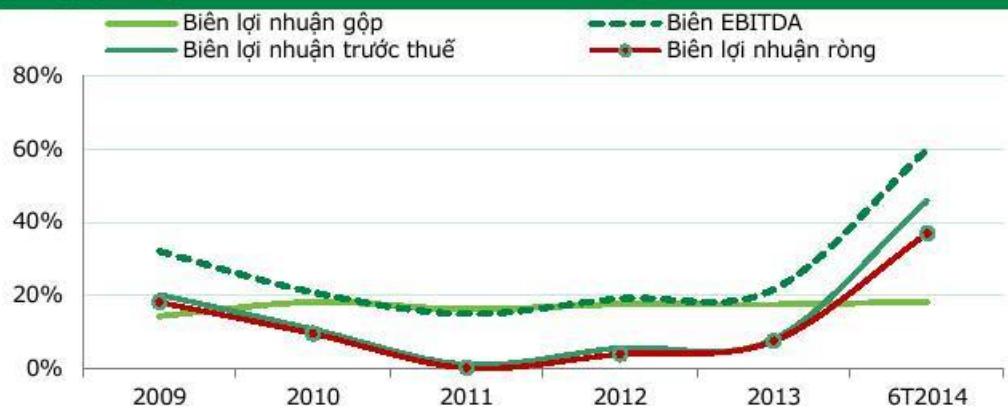
Từ năm 2009 đến năm 2013, chỉ số ROE tăng mạnh chủ yếu là do sự biến động của biên lợi nhuận ròng. Với sự tăng trưởng ổn định của tài sản và doanh thu, vòng quay tổng tài sản không có nhiều thay đổi trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2012. Trong năm 2013, do việc xây dựng Cảng Nam Hải Đình Vũ và chưa có doanh thu từ cảng này nên vòng quay tổng tài sản đã giảm xuống còn 35%.

Trong vòng năm năm qua, GMD không trả cổ tức năm 2009 và năm 2011. Cổ tức năm 2010, 2012 và 2013 lần lượt là 6%, 10% và 12% trên mệnh giá. Cổ tức của GMD ở mức thấp không chỉ do sự biến động của lợi nhuận ròng mà còn do nhu cầu về vốn đầu tư.

Chỉ số lợi nhuận của GMD có xu hướng giảm trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2011 và phục hồi nhẹ trong năm 2012 và năm 2013. Trong 6T2014, các chỉ số lợi nhuận (trừ biên lợi nhuận gộp) tăng đáng kể nhờ lợi nhuận từ việc chuyển nhượng 85% giá trị của Cao ốc Gemadepo cho CJ Group.

Biến động của biên lợi nhuận gộp không ảnh hưởng nhiều đến biến động biên EBITDA, biên lợi nhuận trước thuế và biên lợi nhuận ròng. Điều này cho thấy lợi nhuận của GMD chủ yếu đến từ các hoạt động khác (như hoạt động tài chính).

## Chỉ số sinh lời

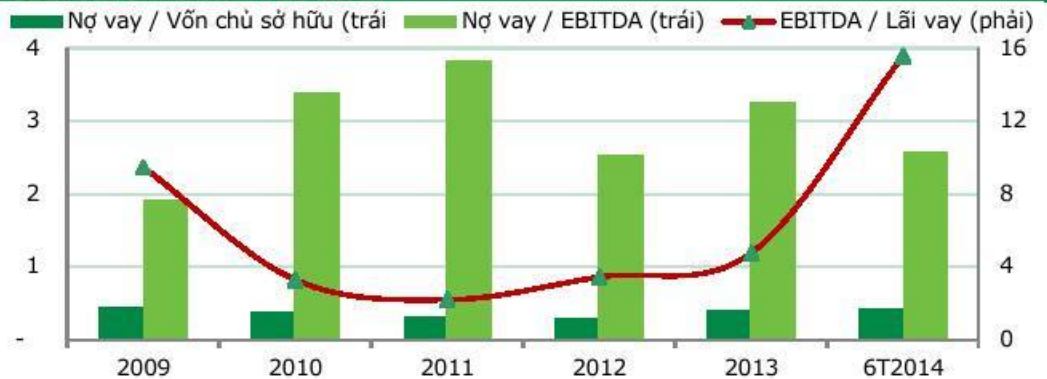


Nguồn: BCTC Hợp nhất

## KHẢ NĂNG THANH TOÁN VÀ THANH KHOẢN

Từ năm 2009 đến hết quý 2 năm 2014, GMD duy trì tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu dưới 45%. Chỉ số EBITDA trên chi phí lãi vay đã giảm đáng kể từ 9,5 lần trong năm 2009 xuống mức thấp nhất là 2,2 lần trong năm 2011 và tăng lên mức 15,6 lần trong 6T2014. Chỉ số này cho thấy khả năng thanh toán của GMD ở mức tốt với lượng tiền mặt đủ để thanh toán lãi và vốn vay.

### Cấu trúc vốn và tỷ lệ đòn bẩy



Nguồn: BCTC Hợp nhất

Chỉ số thanh khoản của GMD ở mức khả quan, thậm chí chỉ số thanh toán nhanh trong năm gần đây đều ở mức cao hơn 1 lần, điều này cho thấy GMD quản lý các khoản nợ khá hiệu quả. Trong tương lai, nếu lãi suất giảm, GMD có khả năng tiếp cận nhiều vốn vay hơn để tận dụng nguồn vốn chi phí thấp.

Trong 6T2014, chỉ số thanh toán tiền mặt đạt gần 100% nhờ lượng tiền từ việc chuyển giao 85% giá trị của Cao ốc Gemadept cho CJ Group. Tính đến ngày 30 tháng 6 năm 2014, tiền và tương đương tiền của GMD đạt 1.365 tỷ đồng (64,2 tỷ USD), qua đó, hỗ trợ công ty tham gia vào các dự án lớn, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu tăng từ 40% vào năm 2013 lên 43% trong 6T2014.

### Phân tích chỉ số thanh khoản và thanh toán

	2009	2010	2011	2012	2013	6T2014
Chỉ số thanh toán tiền mặt *	53%	38%	50%	41%	47%	98%
Chỉ số thanh toán nhanh	2,0x	1,6x	2,1x	1,8x	1,8x	2,1x
Chỉ số thanh toán hiện hành	2,2x	1,9x	2,3x	2,0x	2,1x	2,3x
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	44%	38%	32%	28%	40%	43%
Nợ vay/Tổng tài sản	24%	23%	20%	18%	23%	25%
Nợ vay/EBITDA	1,9x	3,4x	3,8x	2,5x	3,3x	2,6x
EBITDA/Chi phí lãi vay	9,5x	3,3x	2,2x	3,5x	4,8x	15,6x

Ghi chú\*: chỉ số thanh toán tiền mặt = (tiền + tương đương tiền)/nợ ngắn hạn

Nguồn: BCTC Hợp nhất, VPBS phân tích

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng hai mô hình định giá bao gồm mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp định giá dựa theo thị trường (chỉ số P/B) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu GMD tại mức **40.000** đồng/cổ phiếu.

Mô hình định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Giá (đồng/cp)
Chiết khấu dòng tiền (DCF)	35.989	70%	25.193
Chỉ số P/B (trung vị nhóm tương đương cùng ngành 1,1 lần)	49.365	30%	14.809
<b>Giá trị hợp lý</b>			<b>40.000</b>

## GIÁ ĐỊNH VÀ DỰ BÁO

### Doanh thu và lợi nhuận gộp

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận hoạt động kinh doanh của từng mảng riêng biệt dựa trên phân tích của chúng tôi về ngành, các cuộc thảo luận với ban lãnh đạo, đánh giá về triển vọng và tiềm năng của ngành. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng mảng dịch vụ logistics sẽ tăng trưởng nhanh nhất trong giai đoạn dự báo.

Tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn dự báo									
	2010	2011	2012	2013	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f
<b>Doanh thu (% tăng trưởng)</b>									
Cảng	13%	26%	21%	-8%	20%	20%	9%	9%	9%
Logistics	27%	8%	4%	0%	8%	10%	12%	14%	16%
Bất động sản	-5%	-19%	-7%	1%	-52%	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Biên lợi nhuận gộp (% mỗi năm)</b>									
Cảng	24%	27%	33%	33%	31%	33%	35%	37%	39%
Logistics	12%	9%	8%	9%	11%	12%	13%	14%	15%
Bất động sản	69%	65%	68%	65%	59%	n/a	n/a	n/a	n/a

*Ghi chú: số liệu mảng bất động sản năm 2014 được tính từ BCTC 6 tháng đầu năm 2014.  
Nguồn: BCTC Hợp nhất, VPBS dự báo*

### Hoạt động tài chính

Chúng tôi dự báo doanh thu và chi phí tài chính như sau:

- *Cổ tức của các khoản đầu tư:* đạt 10 tỷ đồng mỗi năm
- *Thu nhập từ tiền lãi:* đạt 6% trên tổng tiền và các khoản tương đương tiền
- *Lãi vay ngắn hạn:* duy trì ở mức 6% khoản vay ngắn hạn
- *Lãi vay dài hạn:* duy trì tại mức 8% mỗi năm, không bao gồm các khoản vay chuyển đổi từ VI do lãi suất trong hợp đồng là 6%.
- *Doanh thu tài chính khác:* 640 tỷ đồng năm 2014 và 250 tỷ đồng năm 2015, nhờ lợi nhuận từ chuyển nhượng giá trị của Tòa nhà Gemadep. Từ năm 2016 đến năm 2018, doanh thu tài chính khác sẽ duy trì ở mức 100 tỷ đồng mỗi năm.



## Thuế suất

Chúng tôi dự báo chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp dựa trên lợi nhuận trước thuế (loại trừ lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết vì khoản này là lợi nhuận sau thuế của các công ty đó) với thuế suất tương ứng. Theo Nghị định số 218/2013/NĐ-CP ban hành ngày 26 tháng 12 năm 2013, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp sẽ giảm từ 25% xuống còn 22% từ năm 2014, và giảm xuống mức 20% từ năm 2016. Từ đó, thuế suất hiệu dụng của công ty sẽ trong khoảng từ 19,5% đến 21,7% trong giai đoạn dự phóng.

## Bảng cân đối kế toán

Chúng tôi đưa ra các giả định chính đối với bảng cân đối kế toán hợp nhất của GMD như sau:

- *Số ngày phải thu*: duy trì ở mức 148 ngày
- *Số ngày tồn kho*: duy trì ở mức 18 ngày
- *Số ngày phải trả*: duy trì ở mức 51 ngày
- *Tài sản ngắn hạn và nợ phải trả ngắn hạn*: duy trì theo tỷ lệ phần trăm của doanh thu và chi phí hợp nhất liên quan trong giai đoạn dự báo
- *Chi phí đầu tư*: 653 tỷ đồng năm 2014 do dự án mở rộng Cảng Nam Hải Đình Vũ, dự án trồng cao su và nâng cấp cảng Dung Quất; và dao động từ 400 tỷ đồng đến 420 tỷ đồng mỗi năm từ năm 2015 đến năm 2018
- *Các khoản vay*: các khoản vay ngắn hạn sẽ duy trì ở mức 20% doanh thu, trong khi các khoản vay dài hạn sẽ được trả dần
- *Trái phiếu chuyển đổi*: Đến ngày 30 tháng 6 năm 2014, GMD có 745 tỷ đồng (35 triệu USD) khoản vay chuyển đổi, tương đương 24,8 triệu cổ phiếu với giá quy đổi ước tính là 30.000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng khoản vay này sẽ được chuyển đổi trong tháng 12 mỗi năm trong giai đoạn dự báo.
- *Cổ tức*: ban lãnh đạo cho biết cổ tức bằng tiền mặt của GMD sẽ là 15% trên mệnh giá trong năm 2014 nhờ lợi nhuận từ hoạt động tài chính. Từ năm 2015, chúng tôi cho rằng GMD sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức 12% mệnh giá mỗi năm.

## MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN (DCF)

Chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) để xác định giá cổ phiếu GMD vì chúng tôi tin rằng trong tương lai dòng tiền vẫn là yếu tố cơ bản thúc đẩy sự tăng trưởng. Mô hình DCF của chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu là 35.989 đồng/cổ phiếu.

Các yếu tố đầu vào của chúng tôi cho mô hình DCF như sau:

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 5,71%.
- *Tỷ suất lợi nhuận thị trường dự kiến* ở mức 15%.
- *Beta của GMD* được ước tính ở mức 1,12.
- *Chi phí vốn cổ phần* được ước tính là 16,11% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 13%.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* của GMD là 6%, bao gồm tiềm năng từ phân khúc trồng cao su từ năm 2018 trở đi.

## PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ DỰA THEO THỊ TRƯỜNG

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá dựa theo thị trường để xác định giá cổ phiếu GMD. Chúng tôi không sử dụng chỉ số P/E cho phương pháp này do doanh thu hoạt động tài chính của công ty không ổn định. Nhờ lợi nhuận từ việc thoái vốn, chỉ số P/E trượt của GMD tại ngày 16 tháng 9 năm 2014 là 7,3 lần, thấp hơn chỉ số trung bình của nhóm tương đương cùng ngành là 12,5 lần. Tuy nhiên, nếu loại bỏ lợi nhuận từ việc thoái vốn, chỉ số P/E trượt của GMD sẽ ở mức 30,3 lần, cao hơn rất nhiều so với trung bình ngành.

GMD đang tập trung thiết lập mạng lưới rộng lớn và cơ sở hạ tầng thông qua nhiều dự án, để có thể cạnh tranh với các đối thủ nước ngoài trong tương lai gần, khiến cho chi phí đầu tư và giá trị sổ sách gia tăng qua các năm. Do đó, trong giai đoạn dự báo, chúng tôi tin rằng lợi nhuận của GMD sẽ không thể hiện giá trị hợp lý của công ty, mà sẽ là giá trị sổ sách. Vì thế, chúng tôi sử dụng chỉ số P/B để xác định giá mục tiêu là 49.365 đồng/cổ phiếu.

### Nhóm tương đương cùng ngành

Công ty	Mã cp	Vốn hóa	6T2014						Năm 2013		Chỉ số P/B trượt	
			Doanh thu	Lợi nhuận ròng	Tài sản	VCSH	Nợ vay / VCSH	ROA	ROE			
			tỷ đồng	% tăng trưởng	tỷ đồng	% tăng trưởng	tỷ đồng	tỷ đồng				
Tổng CTCP Vận tải Dầu khí	PVT	5.015	2.584	11,2%	135	4,5%	9.274	2.925	137,6%	2,7%	8,9%	1,7
CTCP Tập đoàn Container Việt Nam	VSC	1.977	437	20,2%	113	10,9%	1.245	958	0,9%	22,0%	29,3%	2,1
CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	DVP	1.760	255	3,3%	106	2,6%	1.008	740	20,3%	23,0%	31,1%	2,4
CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO	VIP	883	336	-17,1%	8	-93,9%	1.629	982	59,9%	7,4%	14,9%	0,9
CTCP Vận tải biển Việt Nam	VOS	658	1.057	-3,0%	(87)	nm	5.141	1.133	246,1%	nm	nm	0,6
CTCP Vận tải Xăng dầu VITACO	VTO	639	793	-1,9%	20	32,8%	2.096	1.041	96,4%	1,9%	4,3%	0,6
CTCP Vận tải Sản phẩm khí quốc tế	GSP	432	447	14,5%	17	-21,4%	602	352	40,4%	7,6%	12,6%	1,2
CTCP Giao nhận Kho vận Miền Nam	STG	179	408	30,9%	15	54,6%	240	141	16,7%	13,5%	18,2%	1,3
CTCP Vận tải Ngoại thương	VNF	168	676	16,7%	17	98,4%	394	170	13,0%	9,4%	21,5%	1,0
CTCP Vận tải và Thuê tàu biển Việt Nam	VST	159	704	12,7%	(82)	nm	2.715	317	683,7%	nm	nm	0,5
Trung bình		1.187	770	8,8%	26	11,1%	2.434	876	131,5%	10,9%	17,6%	1,2
Trung vị		648	561	11,9%	17	7,7%	1.437	849	50,2%	8,5%	16,5%	1,1
CTCP Đại lý Liên hiệp Vận chuyển	HSX	4.018	1.353	15,2%	501	260,4%	8.415	4.826	43,4%	2,7%	4,3%	0,8

*Ghi chú: các công ty cùng ngành này có vốn hóa lớn, doanh thu và tài sản cao Dữ liệu đến ngày 16/9/2014. Nguồn: Bloomberg, dữ liệu công ty, VPBS dự báo*

Tính đến ngày 16 tháng 9 năm 2014, giá cổ phiếu GMD đã tăng 49,0% trong 1 năm qua, cao hơn so với tăng trưởng của VN-Index (32,0%) nhờ kết quả kinh doanh tích cực, nhưng thấp hơn so với tăng trưởng giá của nhóm tương đương cùng ngành (100,8%). Tuy nhiên, do tỷ lệ sở hữu nước ngoài bị hạn chế xuống còn 20,4% để dành room cho khoản vay chuyển đổi, cổ phiếu GMD đã bị loại khỏi quỹ ETF FTSE Việt Nam, dẫn đến xu hướng giảm giá cổ phiếu GMD từ tuần cuối cùng của tháng 8 năm 2014 đến ngày 5 tháng 9 năm 2014.

## PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

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

		WACC						
		10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	4%	45.900	41.400	38.100	35.500	33.400	31.700	30.300
	5%	51.000	45.000	40.700	37.500	35.000	33.000	31.300
	6%	58.700	50.000	44.200	<b>40.000</b>	36.900	34.400	32.500
	7%	71.600	57.500	49.000	43.400	39.300	36.300	33.900
	8%	97.300	70.000	56.300	48.100	42.600	38.700	35.700

**Độ nhạy của giá cổ phiếu GMD do sự thay đổi của trung vị chỉ số P/B cùng ngành và tỷ trọng của phương pháp định giá dựa theo thị trường**

		tỷ trọng của phương pháp định giá dựa theo thị trường						
		15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%
P/B	0,7	35.300	35.100	34.900	34.600	34.400	34.200	34.000
	0,8	36.000	36.000	36.000	36.000	36.000	36.000	36.000
	0,9	36.700	36.900	37.100	37.300	37.500	37.800	38.000
	1,0	37.300	37.800	38.200	38.700	39.100	39.600	40.000
	1,1	38.000	38.700	39.300	<b>40.000</b>	40.700	41.300	42.000
	1,2	38.700	39.600	40.400	41.300	42.200	43.100	44.000
	1,3	39.300	40.500	41.600	42.700	43.800	44.900	46.000
	1,4	40.000	41.300	42.700	44.000	45.400	46.700	48.000
	1,5	40.700	42.200	43.800	45.400	46.900	48.500	50.000

**Độ nhạy của giá cổ phiếu GMD do sự thay đổi biên lợi nhuận gộp năm 2014 của mảng logistics và lãi suất vay dài hạn**

		Lãi suất vay dài hạn						
		5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
Biên lợi nhuận gộp năm 2014 của mảng logistics	8%	35.200	35.200	35.100	35.000	34.900	34.900	34.800
	9%	36.900	36.800	36.800	36.700	36.600	36.500	36.400
	10%	38.600	38.500	38.400	38.300	38.300	38.200	38.100
	11%	40.200	40.200	40.100	<b>40.000</b>	39.900	39.800	39.800
	12%	41.900	41.800	41.700	41.700	41.600	41.500	41.400
	13%	43.600	43.500	43.400	43.300	43.200	43.200	43.100
	14%	45.200	45.100	45.100	45.000	44.900	44.800	44.800

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật của cổ phiếu GMD cho thấy một giai đoạn điều chỉnh của cổ phiếu này từ đỉnh giá 38.000 đồng/cổ phiếu giảm về ngưỡng hỗ trợ của đường MA200 tại 33.000 đồng/cổ phiếu. Từ vùng hỗ trợ này, giá cổ phiếu GMD sau đó đã phục hồi trở lại với khối lượng giao dịch cao; và hiện đang dao động giữa đường MA200 và MA50, trong biên độ từ 33.000 đến 35.000 đồng/cổ phiếu. GMD cũng đang giao dịch bên trên đường trung bình động MA5 ngày, là một trong những dấu hiệu đầu tiên để có thể quay trở lại xu hướng tăng giá.

Chúng tôi chờ đợi về khả năng GMD có thể bứt phá qua vùng kháng cự tại mức giá 35.000. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nắm giữ cổ phiếu GMD tại thời điểm phát hành báo cáo.

Tại ngày 16/9/2014	GMD (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	38.600
Giá thấp nhất trong 3 tháng	31.000
Đường MA 50 ngày	35.000
Đường MA 100 ngày	32.800
Kháng cự trung hạn	35.000
Hỗ trợ trung hạn	32.800
<b>Khuyến nghị</b>	<b>GIỮ</b>



---

## KẾT LUẬN

GMD đã xây dựng hệ thống logistics và cơ sở hạ tầng rộng khắp để cung cấp dịch vụ vận chuyển đa phương thức và dịch vụ logistics tích hợp. Chúng tôi tin rằng đây là yếu tố mấu chốt giúp lợi nhuận của GMD tăng trưởng khả quan trong những năm sắp tới.

Ngành logistics trong nước sẽ tăng trưởng đều đặn với triển vọng tích cực từ thương mại quốc tế. Nhờ vào những hiệp định mậu dịch tự do sắp tới như Hiệp định đối tác Xuyên Thái Bình Dương, Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Châu Âu, Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Hàn Quốc, doanh thu 2PL và 3PL của ngành logistics của Việt Nam ước đạt tốc độ CAGR là 27,0% từ năm 2014 đến năm 2020, theo như Tổ chức BMI và EMI. Với hệ thống cơ sở hạ tầng hiện có và các dự án mở rộng sắp tới, GMD hoàn toàn có thể tiếp cận với các cơ hội để tăng trưởng nhanh chóng trong tương lai. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và EBITDA của GMD sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 12,1% và 14,4% từ năm 2014 đến năm 2018.

Chúng tôi tin rằng trong vòng một năm tới, giá cổ phiếu của GMD sẽ tiến gần đến giá mục tiêu là 40.000 đồng/cổ phiếu, và vì thế đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu này.

<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>
Cảng	660	800	737	885	1.062	1.157	1.261	1.375
Logistics	1.631	1.696	1.703	1.839	2.023	2.266	2.583	2.996
Bất động sản	91	84	85	41	0	0	0	0
<b>Doanh thu</b>	<b>2.382</b>	<b>2.580</b>	<b>2.525</b>	<b>2.765</b>	<b>3.085</b>	<b>3.423</b>	<b>3.844</b>	<b>4.371</b>
% tăng trưởng	10,9%	8,3%	-2,1%	9,5%	11,6%	11,0%	12,3%	13,7%
Giá vốn hàng bán	1.791	1.877	1.835	1.988	2.217	2.437	2.719	3.076
<b>Lợi nhuận gộp (loại trừ chi phí khấu hao)</b>	<b>591</b>	<b>704</b>	<b>690</b>	<b>777</b>	<b>867</b>	<b>986</b>	<b>1.125</b>	<b>1.295</b>
Chi phí bán hàng	10	17	24	27	30	33	37	42
Chi phí quản lý doanh nghiệp	221	255	232	249	278	308	346	393
<b>Tổng CPBH và CPQLDN</b>	<b>231</b>	<b>272</b>	<b>256</b>	<b>276</b>	<b>307</b>	<b>341</b>	<b>383</b>	<b>436</b>
<b>EBITDA</b>	<b>360</b>	<b>432</b>	<b>434</b>	<b>501</b>	<b>560</b>	<b>645</b>	<b>742</b>	<b>859</b>
Khấu hao	202	248	245	276	274	287	297	309
<b>EBIT</b>	<b>158</b>	<b>184</b>	<b>188</b>	<b>225</b>	<b>286</b>	<b>358</b>	<b>445</b>	<b>550</b>
Doanh thu tài chính	163	111	185	721	385	232	222	223
Chi phí tài chính	328	191	185	212	194	143	132	123
Lợi nhuận khác	23	37	16	16	16	16	16	16
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	13	7	1	10	11	12	13	15
<b>EBT</b>	<b>30</b>	<b>148</b>	<b>206</b>	<b>761</b>	<b>504</b>	<b>475</b>	<b>564</b>	<b>681</b>
Thuế	15	34	2	165	108	93	110	133
Thuế suất hiệu dụng	50,4%	22,7%	0,8%	21,7%	21,5%	19,5%	19,5%	19,6%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>15</b>	<b>114</b>	<b>204</b>	<b>596</b>	<b>395</b>	<b>382</b>	<b>454</b>	<b>548</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	8	11	12	34	23	22	26	32
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>6</b>	<b>104</b>	<b>192</b>	<b>561</b>	<b>373</b>	<b>360</b>	<b>428</b>	<b>516</b>
Biên LN ròng	0,3%	4,0%	7,6%	20,3%	12,1%	10,5%	11,1%	11,8%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	62	948	1.698	4.846	2.989	2.697	2.999	3.406

<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>
Tiền và các khoản tương đương tiền	516	545	470	1.261	1.106	847	771	710
Các khoản đầu tư ngắn hạn	670	543	553	653	753	853	953	1.053
Các khoản phải thu	1.073	1.174	1.026	1.221	1.286	1.496	1.629	1.924
Hàng tồn kho	86	88	113	105	135	128	164	163
Tài sản ngắn hạn khác	204	163	137	83	93	103	115	131
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.550</b>	<b>2.512</b>	<b>2.300</b>	<b>3.323</b>	<b>3.373</b>	<b>3.426</b>	<b>3.631</b>	<b>3.982</b>
Tài sản cố định	2.236	2.204	3.040	3.285	3.411	3.544	3.668	3.779
Các khoản đầu tư dài hạn	1.734	1.647	1.517	1.617	1.717	1.817	1.917	2.017
Tài sản dài hạn khác	55	199	542	139	142	145	149	155
	294	260	227	194	160	127	93	60
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>4.319</b>	<b>4.310</b>	<b>5.326</b>	<b>5.234</b>	<b>5.430</b>	<b>5.633</b>	<b>5.828</b>	<b>6.011</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.869</b>	<b>6.822</b>	<b>7.626</b>	<b>8.557</b>	<b>8.803</b>	<b>9.060</b>	<b>9.459</b>	<b>9.992</b>
Các khoản phải trả	268	275	306	327	369	391	451	495
Vay nợ ngắn hạn	681	492	515	564	617	685	769	874
Nợ ngắn hạn khác	425	332	320	359	401	445	500	568
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1.374</b>	<b>1.099</b>	<b>1.141</b>	<b>1.250</b>	<b>1.387</b>	<b>1.521</b>	<b>1.720</b>	<b>1.937</b>
Vay nợ dài hạn	686	760	1.269	1.332	946	561	165	0
Nợ dài hạn khác	314	332	295	332	370	411	461	525
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>1.000</b>	<b>1.092</b>	<b>1.564</b>	<b>1.663</b>	<b>1.316</b>	<b>971</b>	<b>626</b>	<b>525</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>2.374</b>	<b>2.191</b>	<b>2.705</b>	<b>2.914</b>	<b>2.704</b>	<b>2.492</b>	<b>2.346</b>	<b>2.462</b>
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	3.566	3.566	3.616	3.826	4.036	4.246	4.466	4.466
Lợi nhuận chưa phân phối	564	667	691	1.113	1.299	1.499	1.755	2.090
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.266</b>	<b>4.394</b>	<b>4.484</b>	<b>5.173</b>	<b>5.606</b>	<b>6.052</b>	<b>6.571</b>	<b>6.958</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	229	238	436	471	493	515	542	573
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>6.869</b>	<b>6.822</b>	<b>7.626</b>	<b>8.557</b>	<b>8.803</b>	<b>9.060</b>	<b>9.459</b>	<b>9.992</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (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>
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	(149)	81	223	1.205	661	538	704	684
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(67)	31	(929)	(688)	(567)	(587)	(587)	(587)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	186	(83)	630	273	(250)	(210)	(193)	(158)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(30)</b>	<b>29</b>	<b>(75)</b>	<b>791</b>	<b>(155)</b>	<b>(259)</b>	<b>(76)</b>	<b>(61)</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	547	516	545	470	1.261	1.106	847	771
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>516</b>	<b>545</b>	<b>470</b>	<b>1.261</b>	<b>1.106</b>	<b>847</b>	<b>771</b>	<b>710</b>
Dòng tiền tự do	(214)	130	(604)	832	397	217	376	351

Phân tích các chỉ số	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
<b>Chỉ số sinh lời</b>								
Biên LN gộp	24,8%	27,3%	27,3%	28,1%	28,1%	28,8%	29,3%	29,6%
Biên EBITDA	15,1%	16,7%	17,2%	18,1%	18,1%	18,8%	19,3%	19,7%
Biên LN hoạt động	6,6%	7,1%	7,5%	8,1%	9,3%	10,5%	11,6%	12,6%
Biên LN ròng	0,3%	4,0%	7,6%	20,3%	12,1%	10,5%	11,1%	11,8%
Tỷ số LN/tổng tài sản	0,1%	1,5%	2,7%	6,9%	4,3%	4,0%	4,6%	5,3%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	0,2%	2,4%	4,3%	11,6%	6,9%	6,2%	6,8%	7,6%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>								
Tỷ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	1,0x	1,3x	1,6x	1,5x	2,2x	4,4x	6,1x	8,4x
Tỷ số thanh toán lãi vay và chi phí đầu tư từ EBITDA ( EBITDA / ( I + capex ) )	1,1x	1,7x	1,9x	0,8x	1,1x	1,4x	1,6x	1,9x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	24,3%	22,2%	28,5%	26,8%	21,8%	17,1%	12,4%	11,2%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	32,1%	28,5%	39,8%	36,7%	27,9%	20,6%	14,2%	12,6%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>								
Hệ số vòng quay tài sản	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x
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
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	47,5	52,8	57,8	58,1	57,3	57,0	56,6	56,1
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	15,2	16,9	20,0	20,1	19,8	19,7	19,5	19,4
Hệ số thanh toán hiện hành	1,9x	2,3x	2,0x	2,7x	2,4x	2,3x	2,1x	2,1x
Hệ số thanh toán nhanh	1,6x	2,1x	1,8x	2,5x	2,3x	2,1x	1,9x	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 tới lớn hơn +15%

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

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới 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, lương và thưởng 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 báo 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