

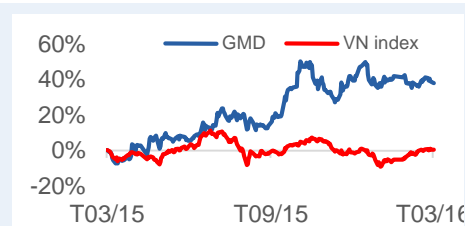
Ngày báo cáo:	22/03/2016
Giá hiện tại:	39.800VND
Giá mục tiêu:	46.000VND
Giá mục tiêu trước đây:	44.000VND
TL tăng:	+15,5%
Lợi suất cổ tức:	5,1%
Tổng mức sinh lời:	+20,6%

	2015	2016F	2017F
Tăng trưởng DT	19%	14%	13%
Tăng trưởng EPS	-24%	28%	13%
Biên LN gộp	26,6%	26,7%	26,9%
Biên LN ròng	11,2%	14,8%	13,0%
(VND)	2015	2016F	2017F
EPS	2.573	3.734	3.702
Div / Share	2.000	2.000	2.000
P/E	13,9x	10,7x	10,8x

Ngành:	Logistics
GT vốn hóa (USD):	215,0 tr
Room KN (USD):	0
GTGD trung bình/ngày (30n):	0,288 tr
Cổ phần Nhà nước:	0%
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	119,6
Pha loãng (triệu)	166,0

	GMD	Peers	VNI
P/E (trượt)	11,6x	11,5x	11,9x
P/B (hiện tại)	0,9x	2,0x	1,6x
Net D/E	0,4x	0,4x	N/A
ROE	9,3%	19,0%	14,2%
ROA	5,5%	11,0%	5,5%

* Số liệu của các công ty cùng ngành quốc tế được điều chỉnh theo thị trường tương ứng.



Xu hướng kỹ thuật trung hạn: Tăng
Ngưỡng kháng cự: 43.000VND

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

Hoàng Minh Hải
Chuyên viên

Tiếp tục tăng trưởng mạnh nhờ cảng Nam Hải - Đình Vũ và các trung tâm phân phối mới

Chúng tôi điều chỉnh tăng 4,5% giá mục tiêu dành cho CTCP Gemadep (GMD) và giữ khuyến nghị MUA.

Hiệu suất hoạt động cao giúp doanh thu từ cảng biển tăng mạnh 55%, đạt 100% dự báo của chúng tôi, qua đó kích thích tăng trưởng tổng doanh thu và biên lợi nhuận gộp. Tổng doanh thu tăng 18,9% trong khi biên lợi nhuận gộp tăng lên 92% nhờ hiệu suất hoạt động đột biến tại cảng Nam Hải - Đình Vũ, khiến LNST tăng mạnh 475% so với năm 2014, đạt 99% dự báo của chúng tôi.

Năm 2016, cảng Nam Hải - Đình Vũ sẽ tiếp tục giúp GMD tận dụng cơ hội của ngành khi mà lưu lượng vận tải container tại miền Bắc hứa hẹn tiếp tục bùng nổ. Cảng Nam Hải - Đình Vũ sẽ sớm nâng công suất thiết kế lên 600.000-650.000TEU nhờ việc hoàn thành cụm logistics Nam Hải vào cuối quý 2. Điều này sẽ cho phép công ty tận dụng đà tăng trưởng mạnh về bốc xếp hàng hóa qua khu vực cảng Hải Phòng. Nam Hải - Đình Vũ, cùng với VIP-Green, sẽ nhiều khả năng giành được thị phần từ các cảng thượng nguồn sông Cẩm, hiện đang bị ảnh hưởng do việc xây dựng cầu Bạch Đằng.

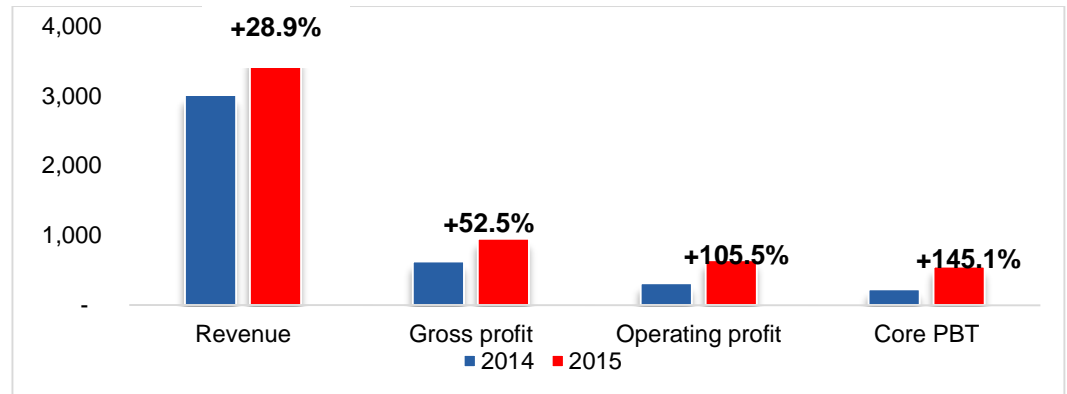
Việc đẩy mạnh hoạt động các trung tâm phân phối mới sẽ kích thích tăng trưởng mạnh các dịch vụ liên quan trong toàn bộ chuỗi giá trị logistics. Các trung tâm phân phối mới dự báo sẽ hoạt động với công suất 70%-100%, cao hơn so với mức 50%-60% năm 2015, trong khi trung tâm logistics Hậu Giang dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ tháng tám năm nay. Điều này sẽ thúc đẩy nhu cầu các dịch vụ logistics như vận tải bằng xe tải, phà, và giao nhận.

GMD có triển vọng tăng trưởng mạnh và vị thế dẫn đầu thị trường nên định giá cao hơn các công ty logistics khác. Tại mức giá hiện nay, 39.800VND, GMD hiện đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 10,7 lần trên cơ sở EPS pha loãng, thấp so với mức trung bình ngành là 11,5 lần. Chúng tôi cho rằng GMD có thể giao dịch ở mức P/E cao hơn 10% so với các công ty cùng ngành vì: (1) GMD là công ty logistic và điều hành cảng duy nhất tại Việt Nam liên tục có các dự án mở rộng công suất lớn từ cảng đến kho bãi. Các đối thủ như DPV và CLL không còn nhiều khả năng tăng trưởng trong trung hạn; (2) GMD, và sau đó là TMS, là các công ty duy nhất tại Việt Nam có thể cung cấp dịch vụ 3PL, dự kiến sẽ tăng mạnh tại Việt trong những năm tới khi chuỗi cung ứng trở nên phức tạp hơn.

Tổng kết KQLN 2015: Cảng Nam Hải – Đình Vũ là yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng

Công ty vừa công bố KQLN 2015, theo đó doanh thu thuần chưa kiểm toán tăng 18,9% lên 3.582 tỷ đồng, tương đương 112% mục tiêu cả năm và 100% dự báo của chúng tôi. Lợi nhuận trước thuế giảm 28,6% xuống 501 tỷ đồng nhưng vẫn vượt mục tiêu cả năm do ban lãnh đạo đề ra và tương đương 99% dự báo của chúng tôi.

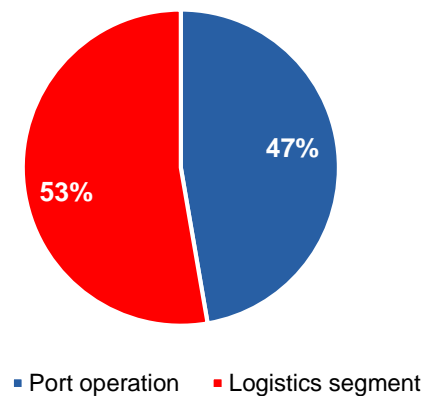
Hình 1: Doanh thu, LN gộp, lợi nhuận từ hoạt động và LNTT từ HĐ cốt lõi 2015



Nguồn: VCSC

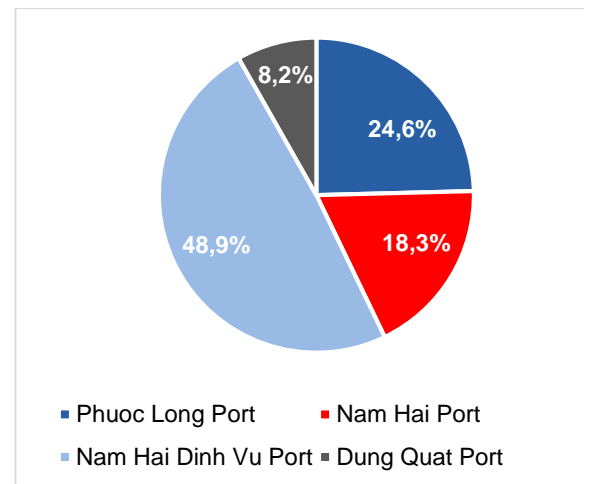
Các cảng tại miền Bắc của GMD là yếu tố chính thúc đẩy doanh thu tăng trưởng trong năm 2015 và giúp bù đắp cho việc công ty không còn mảng cho thuê văn phòng nữa sau khi bán tòa nhà Gemadep Tower cho đối tác Hàn Quốc CJ năm 2014. Lĩnh vực điều hành cảng đạt 1.697 tỷ đồng doanh thu, tăng 55% so với năm 2014, trong đó các cảng tại Hải Phòng đóng vai trò then chốt với 67% doanh thu lĩnh vực này. Doanh thu từ các cảng tại miền Bắc tăng 39% trong khi từ các cảng tại miền Trung và Nam chỉ tăng 8%.

Hình 2: Cơ cấu tổng doanh thu GMD



Nguồn: VCSC

Hình 3: Cơ cấu doanh thu lĩnh vực cảng



Nguồn: VCSC

- Cảng Nam Hải – Đình Vũ:** Năm 2015, có khoảng 460.000TEU hàng hóa được vận chuyển qua cảng này, tăng 56% so với năm 2014 và tương đương 92% công suất, cao hơn nhiều so với mức 56% năm 2014. Có được mức tăng trưởng đầy ấn tượng này nhờ:
 - Số tàu lớn cập cảng tại các cảng hạ nguồn cao hơn so với dự báo trong bối cảnh các cảng nhỏ thượng nguồn gần như hoạt động với công suất tối đa

- 2) GMD có lượng khách hàng lớn nhất và đa dạng nhất tại Hải Phòng. Ngoài các khách hàng quen thuộc như CMA, Yang Ming, và Maersk Line, TS lines (Nhật Bản) đã trở thành khách hàng lớn nhất của GMD trong năm 2015.
- 3) Việc xây dựng Cầu Bạch Đằng cũng khiến việc cập cảng tại các cảng thượng nguồn trở nên khó khăn; và
- 4) Cảng Nam Hải – Đình Vũ và Vip-Green có vị trí tốt nhất tại Hải Phòng, nên cập cảng tại các cảng này sẽ giúp các hãng tàu quốc tế tiết kiệm nhiên liệu cũng như thời gian. Nhờ vị trí đặc địa, cảng Nam Hải – Đình Vũ có thể cạnh tranh mà không cần phải giảm phí bốc xếp như các cảng thượng nguồn sông Cấm. Phí bốc xếp dành cho container 20 feet tại Hải Phòng trung bình vào khoảng 36-40TEU và mức phí của Nam Hải – Đình Vũ dự kiến sẽ cao hơn 5%-10%.

- **Cảng Nam Hải:** Công suất hoạt động ổn định tại mức 153% trong năm 2015, qua đó xóa tan lo ngại lượng hàng hóa vận chuyển qua cảng này sẽ giảm khi Nam Hải – Đình Vũ đi vào hoạt động. Thực tế, hai cảng này hoạt động tại hai phân khúc khác nhau. Trong khi Nam Hải – Đình Vũ chủ yếu tiếp nhận các tàu trọng tải từ 20.000 đến 30.000DWT hoạt động theo các tuyến trong phạm vi Châu Á, nối liền Hải Phòng với các trung tâm lớn tại Châu Á như Thượng Hải và Busan, thì cảng Nam Hải chỉ tiếp nhận các tàu trọng tải dưới 10.000DWT, hoạt động theo các tuyến Hải Phòng – Hồng Kông.
- **Các cảng Phước Long và Dung Quất:** Các cảng này đạt tổng doanh thu 557 tỷ đồng, tăng 10% so với năm 2014. Trong năm 2015, lượng hàng rời thông qua cảng Dung Quất lên đến 1,5 triệu tấn, tăng 7% so với năm 2014, tương đương 75% công suất; và lượng hàng hóa thông qua cảng Phước Long lên đến 480.000-490.000TEU, tăng 9% so với năm 2014, tương đương 98% công suất. Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng 10%-11% tại cảng Dung Quất là khá hợp lý do các cảng miền Trung chủ yếu tập trung vào dầu khí hơn là hàng hóa rời hoặc hàng container. Hàng rời vận chuyển qua cảng Dung Quất hiện chủ yếu là dăm gỗ xuất khẩu sang các nước Bắc Âu để sưởi ấm.

Lĩnh vực logistics tăng trưởng doanh thu vừa phải nhưng biên lợi nhuận tăng mạnh.

Lĩnh vực logistics đạt 1.891 tỷ đồng doanh thu, chỉ tăng 1% so với năm 2014. Biên lợi nhuận gộp lĩnh vực này tăng 280 điểm cơ bản lên 13,5%. Tuy ban lãnh đạo không cho biết cụ thể lý do khiến biên lợi nhuận tăng, chúng tôi cho rằng đóng góp vào tổng doanh thu của dịch vụ 3PL (biên lợi nhuận gộp 30%-40%), kho CFS (biên lợi nhuận gộp 20%-25%), và trung tâm phân phối (biên lợi nhuận gộp 10%-15%) ngày càng có tỷ trọng lớn và đóng vai trò quan trọng, cũng như tỷ trọng đóng góp từ lĩnh vực vận tải biển, vốn có biên lợi nhuận thấp (biên lợi nhuận gộp 5%-8%) vào doanh thu lĩnh vực logistics giảm dần từ mức từ 44% xuống 40% trong năm 2015.

Hiệu suất hoạt động của cảng Nam Hải – Đình Vũ cao ngoài dự kiến khiến biên lợi nhuận gộp tăng. Lợi nhuận gộp năm 2015 đạt 953 tỷ đồng, tăng 53% so với năm 2014, với biên lợi nhuận gộp đạt 26,8%, trong khi năm 2014 chỉ đạt 20,8%. Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ biên lợi nhuận của lĩnh vực điều hành cảng tăng, đóng góp 74% vào tổng lợi nhuận gộp. Biên lợi nhuận gộp lĩnh vực điều hành cảng tăng 41,5% từ 36,5% năm 2014 vì hiệu suất hoạt động tại cảng Nam Hải – Đình Vũ ở mức cao và số container lạnh cao hơn so với dự kiến. Ban lãnh đạo cho biết cảng Nam Hải – Đình Vũ muốn hòa vốn thì cần hoạt động với khoảng 50% công suất. Năm 2015, cảng này đã tiếp nhận tổng cộng 460.000TEU hàng hóa, tương đương 92% công suất, cao hơn nhiều mức 56% của năm 2014.

Chúng tôi xin lưu ý rằng lợi nhuận gộp tăng trưởng mạnh đã có tác động rất lớn đối với biên lợi nhuận ròng của GMD do đòn bẩy hoạt động của công ty tương đối cao. Điều này có nghĩa là phần lớn tăng trưởng lợi nhuận là nhờ tính kinh tế theo quy mô trong cả hai lĩnh vực logistics và điều hành cảng ngày càng lớn.

Dịch vụ container lạnh tăng bất thường cũng là một nguyên nhân lớn. Trong 9 tháng đầu năm 2015, có trên 2.000 container lạnh tại khu vực cảng Hải Phòng, chủ yếu vận chuyển thực phẩm đông lạnh nhập khẩu vào Việt Nam bằng đường biển để xuất sang Trung Quốc bằng đường bộ. Việc Trung Quốc thắt chặt kiểm soát dọc theo biên giới Việt-Trung trong Quý 3/2015 tại ba cửa khẩu Lào Cai, Lạng Sơn, và Móng Cái đã khiến thủ tục hải quan tốn nhiều thời gian nên thời gian lưu kho của các container này dài hơn. Các dịch vụ container lạnh, như bốc xếp và điện, có biên lợi nhuận cao hơn 50% so với dịch vụ bốc xếp container thông thường do đặc thù của loại container này. Trong khi đây chỉ có thể được xem là sự kiện bất thường, chúng tôi cho rằng nhu cầu dịch vụ container lạnh sẽ tăng mạnh trở lại tại một số thời điểm do việc thắt chặt biên giới mỗi khi tranh chấp tại Biển Đông giữa Việt Nam và Trung Quốc trở nên căng thẳng.

Lợi nhuận giảm do lãi lớn từ việc bán tòa nhà Gemadep Tower năm ngoái. Theo báo cáo, lợi nhuận trước thuế 2015 đạt 500,7 tỷ đồng, giảm 28,5% so với năm 2014. Lợi nhuận trước thuế giảm mạnh do trong 6 tháng đầu năm 2014, GMD đã ghi nhận khoản lãi tài chính bất thường từ việc bán lại 85% cổ phần tại công ty con Marproco, là đơn vị sở hữu Gemadep Tower, cho đối tác Hàn Quốc CJ. Nếu không tính khoản lãi bất thường này vào KQLN 2014, lợi nhuận trước thuế tăng 145% so với năm 2014. LNST chia cho cổ đông đạt 400 tỷ đồng, tương đương EPS 3.370VND/cổ phiếu.

Chính phủ dự định phát triển Hải Phòng thành trung tâm sản xuất và logistics trong tương lai

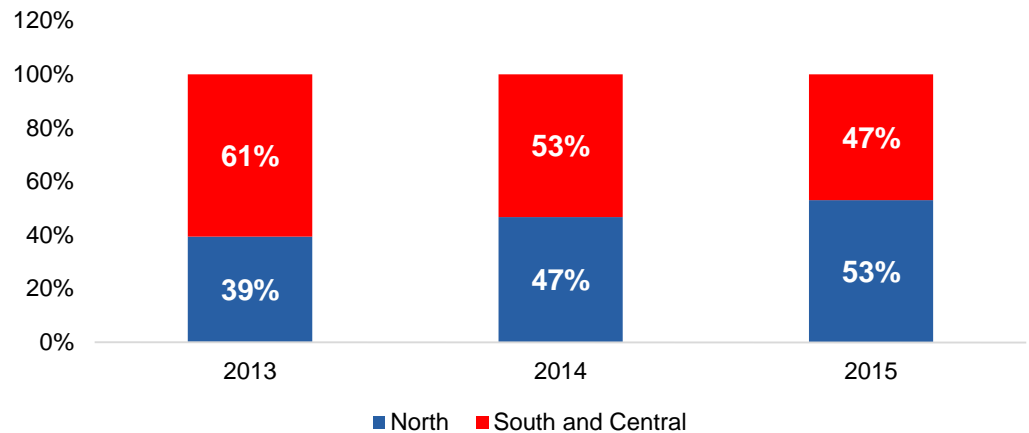
Hải Phòng thu hút đến 90% tổng lượng hàng hóa xuất nhập khẩu tại miền Bắc và sẽ tiếp tục hưởng lợi từ việc các doanh nghiệp Mỹ, Nhật Bản, và Hàn Quốc chuyển nhà máy sang Việt Nam, đặc biệt là miền Bắc. Trong năm 2015, lượng hàng hóa qua Hải Phòng lên đến 3,75 triệu TEU, tăng 12% so với năm 2014, và dự kiến sẽ tăng 12%-15% trong 5 năm tới nhờ dòng vốn FDI mạnh chảy vào cụm công nghiệp, bao gồm các tỉnh thành Hải Phòng, Bắc Ninh, Hải Dương, Vĩnh Phúc, Quảng Ninh, Hưng Yên, và Hà Nội.

Chúng tôi cho rằng Hải Phòng sẽ nhanh chóng phát triển thành một trung tâm logistics lớn trong khu vực và đạt tốc độ tăng trưởng hai chữ số về lưu lượng hàng hóa trong 5 năm tới nhờ các lý do sau:

- **Hệ thống đường bộ được nâng cấp:** Cơ sở hạ tầng như đường bộ, cầu cảng đóng vai trò rất quan trọng đối với công nghiệp, đặc biệt là các hoạt động sản xuất phục vụ xuất khẩu. Nhằm thu hút thêm vốn FDI vào miền Bắc, đặc biệt là Hải Phòng, Việt Nam đã xây dựng đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, chính thức thông xe từ tháng 12/2015. Tuyến đường này rút ngắn thời gian di chuyển giữa Hải Phòng và Hà Nội từ 2,5 giờ xuống 1,5 giờ. Tuyến đường cũng sẽ được mở rộng để kết nối Hải Phòng với Hạ Long và Móng Cái trong các giai đoạn tiếp theo của dự án. Một khi đường cao tốc giữa Hải Phòng và Móng Cái được hoàn tất, giao thông và thương mại đường bộ giữa Việt Nam và Trung Quốc sẽ được hỗ trợ mạnh.
- **Chính phủ đang hỗ trợ phát triển công nghiệp:** Khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải là một trong hai khu kinh tế tại Việt Nam được nhà nước dự kiến sẽ mở cửa ngõ quốc tế, cụ thể là Cảng cửa ngõ quốc tế Hải Phòng. Tổng diện tích khu kinh tế theo kế hoạch khoảng 22.540ha, trong đó trên 7.000ha được dành riêng cho phát triển công nghiệp.
- **Chúng tôi cho rằng vốn FDI chảy vào miền Bắc sẽ mạnh vì chuỗi cung ứng được định hình lại xung quanh Trung Quốc:** Miền Bắc có một số đặc điểm đầy hấp dẫn đối với các tập đoàn sản xuất đa quốc gia như:
 - 1) Giao thông giữa các tỉnh thành phía Bắc và Trung Quốc thuận tiện, trong khi phần lớn nguyên liệu và linh kiện được sản xuất nước này. Việt Nam chủ yếu tham gia vào giai đoạn hạ nguồn/lắp ráp trong chuỗi giá trị sản xuất, cụ thể là trong ngành điện tử gia dụng;

- 2) Hải Phòng cách biên giới Việt-Trung khoảng 200km nên về mặt logistics, các doanh nghiệp sản xuất tại đây có thể tiếp cận thị trường thành phẩm rộng lớn của Trung Quốc dễ dàng hơn;
- 3) Vai trò lắp ráp thành phẩm của Việt Nam đã được khẳng định khi các nhà đầu tư lớn như Samsung đặt nhà máy sản xuất tại miền Bắc, góp phần hình thành một cụm công nghiệp. Xu hướng này dự báo sẽ tiếp tục do nhân công tại Trung Quốc ngày càng cao và nước này dần di chuyển lên phía trên chuỗi giá trị sản xuất.

Hình 4: Trong các năm qua, miền Bắc ngày càng thu hút được nhiều vốn FDI



Nguồn: VCSC

Triển vọng 2016: Cảng Nam Hải – Đình Vũ và kho bãi mới sẽ kích thích lợi nhuận GMD tăng trưởng mạnh

Công suất được mở rộng và vị trí đắc địa sẽ giúp Nam Hải – Đình Vũ tăng doanh thu.

Chúng tôi cho rằng lĩnh vực điều hành cảng sẽ đạt kết quả xuất sắc trong năm 2016, với doanh thu dự kiến đạt 1.979 tỷ đồng, tăng 16,7% so với năm 2015, trong đó cảng Nam Hải – Đình Vũ vẫn là yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng. Tháng 01/2016, Giai đoạn 1 của Trung tâm logistics Nam Hải đã được hoàn tất, tăng diện tích depot thêm 5ha, qua đó tăng công suất thiết kế của cảng Nam Hải – Đình Vũ vượt xa mức 500.000TEU/năm bằng cách giảm tình trạng ách tắc tại các bãi container hiện nay.

Vị trí đắc địa của Nam Hải – Đình Vũ dự kiến sẽ giúp cảng tận dụng được toàn bộ phần công suất tăng thêm. Các cảng hạ nguồn, trong đó có Nam Hải – Đình Vũ, dự báo sẽ giành được nhiều thị phần từ các cảng thượng nguồn do các cảng này không thể tiếp nhận các tàu trọng tải lớn trong khi ngành vận chuyển đường biển tìm cách giảm chi phí bằng cách tăng quy mô trong bối cảnh tình hình ngành khó khăn hơn. Việc xây dựng cầu Bạch Đằng cũng cản trở giao thông đến các cảng thượng nguồn và kết quả hoạt động của các cảng này. Vì vậy, chúng tôi cho rằng lượng hàng qua qua cảng Nam Hải – Đình Vũ sẽ tăng 21,7% trong năm 2016 lên 560.000TEU, hay 80% công suất sau khi mở rộng (700.000TEU).

Nguy cơ cạnh tranh từ cảng VIP-Green trong phạm vi kiểm soát. Việc cảng VIP-Green, nằm gần Nam Hải – Đình Vũ và cũng là đối thủ cạnh tranh tại hạ nguồn, đi vào hoạt động không phải là một mối nguy đối với cảng này vì các lý do sau: (1) Hai cảng có danh mục khách hàng hoàn toàn khác biệt: Nam Hải – Đình Vũ có hơn 10 khách hàng là các hãng tàu quốc tế lớn như TS Lines, AS Lines, CMA, và Maersk Line, trong khi VIP-Green hiện chỉ phục vụ Evergreen. Chúng tôi xin lưu ý rằng Evergreen chưa bao giờ là khách hàng của Gemadep; (2) Do lưu lượng hàng hóa qua thành phố Hải Phòng duy trì mức tăng trưởng 12%-13%/năm

trong ba năm tới, nhu cầu dịch vụ bốc xếp hàng hóa từ 2018 trở đi sẽ gần như vượt công suất, ngay cả khi Giai đoạn 1 của cảng nước sâu Lạch Huyện đi vào hoạt động.

Hình 5: So sánh giữa Nam Hải – Đình Vũ và VIP-Green

	Nam Hải – Đình Vũ	VIP- Green
Vị trí	Cửa sông	Cửa sông, Nam Hai Dinh Vu nhưng thuận lợi hơn Nam Hải – Đình Vũ
Khách hàng	Khách hàng đa dạng, với hơn 10 hãng tàu quốc tế	Hiện chỉ có Evergreen
Trọng tải tàu tối đa	30.000 DWT	30.000 DWT
Chiều dài cầu cảng	450m. Đây là lợi thế lớn của NH-ĐV so với VIP-Green. NH-ĐV có thể cùng lúc tiếp nhận hai tàu feeder 10.000DWT, chiều dài mỗi tàu 200m.	380m. Cảng chỉ có thể tiếp nhận một tàu tại một thời điểm.
Bãi container và depot	150.000m ²	140.000m ²
Cần cầu	Hai cần cầu bờ (QCs), hai cần cầu xoay, tổng cộng 120 moves/giờ	Hai cần cầu bờ, tổng cộng 80 moves/giờ
Số làn xe cho xe tải	Hai làn	10 làn nên giảm tải được tình trạng ách tắc bãi container vào mùa cao điểm.

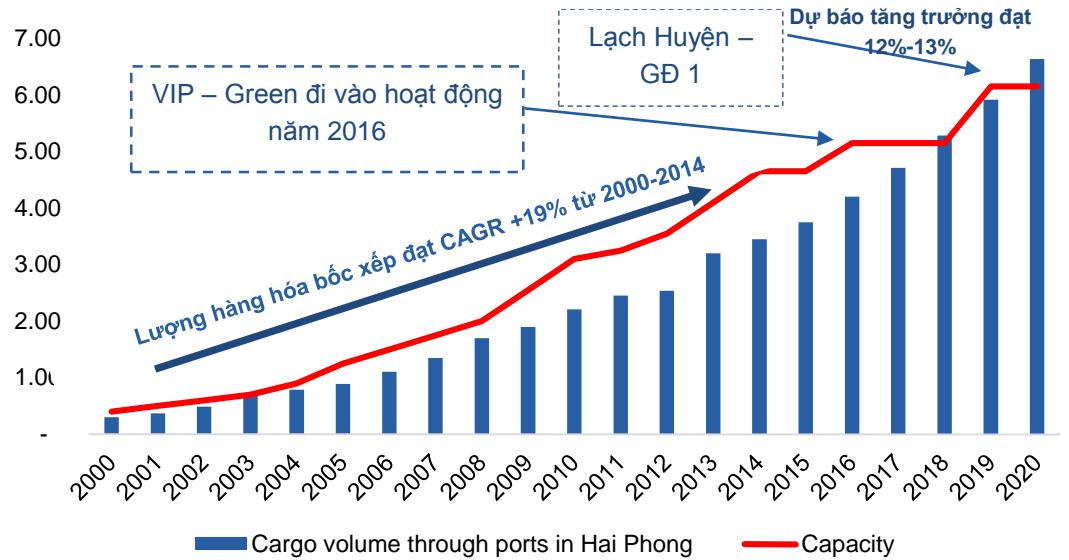
Nguồn: VCSC

Hình 6: VIP-Green và NH-ĐV có vị trí thuận lợi nhất tại Hải Phòng



Nguồn: VCSC

Hình 7: Cầu nhiều khả năng sẽ vượt cung tại Hải Phòng từ 2018 trở đi



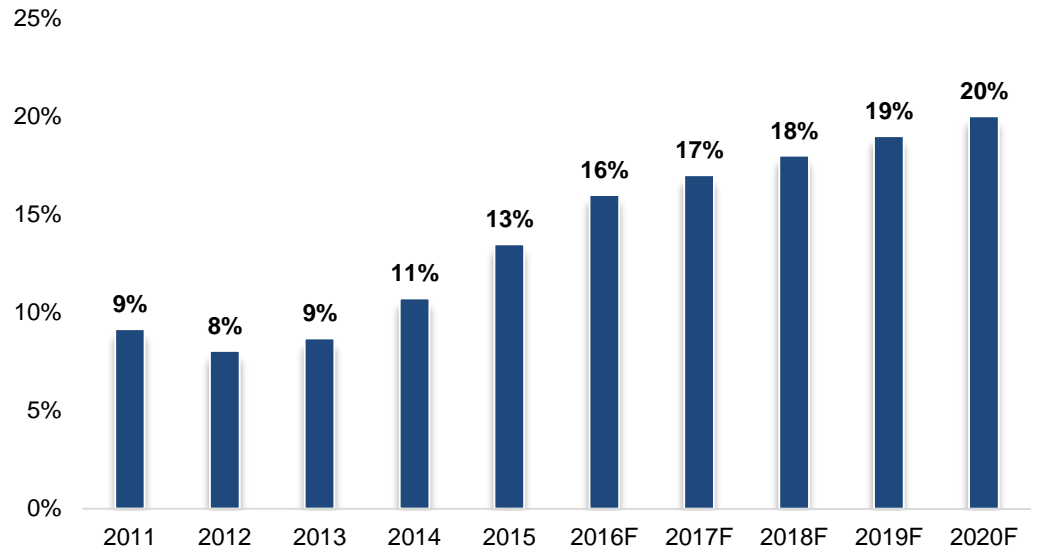
Nguồn: VCSC

Trung tâm Phân phối số 3 và Hậu Giang sẽ là các yếu tố chính thúc đẩy lĩnh vực logistics tăng trưởng năm 2016. Lĩnh vực kho bãi đóng vai trò trụ cột trong việc hỗ trợ toàn bộ chuỗi logistics của GMD vì là điểm chuyển tiếp giữa logistics sản xuất và logistics phân phối. Các trung tâm phân phối không trực tiếp mang lại nhiều lợi nhuận cho GMD vì biên lợi nhuận chỉ khoảng 10%-15% nhưng lại mang lại hợp đồng cho các lĩnh vực khác có lợi nhuận cao như vận chuyển bằng xe tải và giao nhận, và gián tiếp tăng cường các hoạt động vận chuyển bằng phà theo tuyến TP. HCM – Miền Tây. Vì vậy, việc các trung tâm phân phối đi vào hoạt động sẽ hỗ trợ tăng trưởng của lĩnh vực logistics nói chung trong các năm tới, đồng thời tạo điều kiện cho GMD trở thành nhà cung cấp contract logistics.

- **Trung tâm Phân phối số 3:** Với tổng diện tích 11.000m2 và tám racking, Trung Tâm Phân phối số 3 có thể chứa cùng lúc đến 18.000 pallet hàng hóa. Hiện Trung tâm Phân phối số 3 hiện hoạt động với 50% công suất, dự kiến sẽ tăng trong Quý 2/2016. Khách hàng chính của trung tâm là Diana Unicharm, một công ty hàng tiêu dùng nhanh với trên 90% lượng hàng hóa qua kho. Chúng tôi cho rằng trung tâm sẽ hoạt động với 70% công suất năm 2016, tương đương 200.000 cbm thông qua, qua đó thu về 40 tỷ đồng doanh thu. Trong các năm tới, khi trung tâm đạt công suất tối đa, doanh thu có thể lên đến 70-80 tỷ đồng/năm.
- **Trung tâm logistics Hậu Giang:** Giai đoạn 1 của dự án bao gồm một cụm kho lạnh diện tích 30.000m2 và một nhà kho thông thường diện tích 15.000m2. Dự kiến kho lạnh sẽ đi vào hoạt động thử nghiệm trong Quý 3/2016 và nhà kho trong Quý 1/2017. Năm 2016, chúng tôi cho rằng kho lạnh, chủ yếu phục vụ CTCP Thủy Hải Sản Minh Phú, sẽ hoạt động với khoảng 30% công suất, hay 200.000 cbm thông qua. Một khi GMD hoàn tất đẩy mạnh hoạt động kho lạnh, doanh thu hàng năm có thể lên đến 200-250 tỷ đồng. Việc Trung tâm Logistics Hậu Giang đi vào hoạt động đóng góp cho GMD theo ba cách: (1) Nhà kho sẽ bắt đầu mang lại doanh thu cho GMD; (3) Mang lại hợp đồng cho đội xe và phà của GMD vì nhiều container chứa tôm đông lạnh sẽ cần được vận chuyển đến cụm cảng Cát Lái để xuất sang các thị trường chính của MPC; và (3) Tạo điều kiện cho GMD thâm nhập sâu vào chuỗi cung ứng lạnh, có biên lợi nhuận cao và dần bù đắp cho việc doanh thu từ lĩnh vực điều hành cảng giảm, mà đây cũng là lĩnh vực có biên lợi nhuận cao.

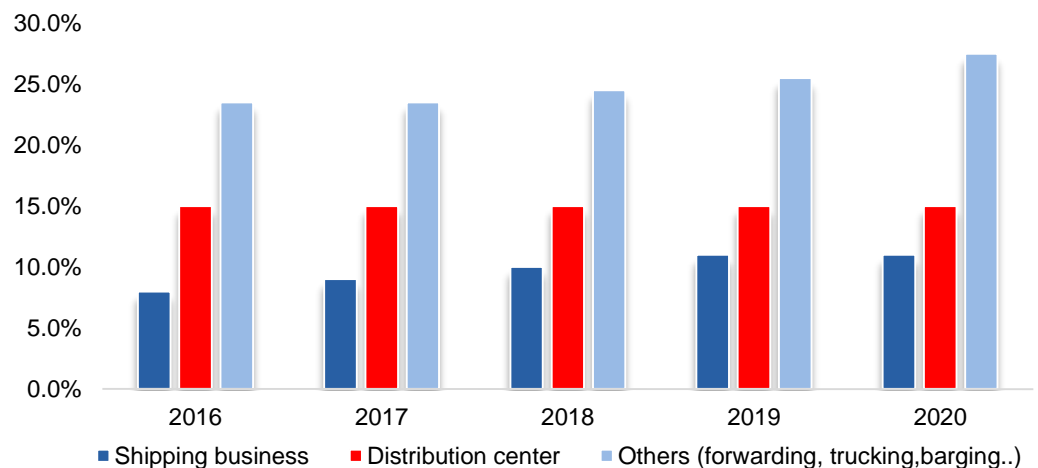
Việc các nhà kho, trung tâm logistics, và trung tâm phân phối mới đi vào hoạt động sẽ giúp GMD hợp nhất các lĩnh vực hoạt động của công ty, qua đó cho phép các lĩnh vực khác trong chuỗi giá trị hưởng lợi. Chúng tôi cho rằng việc mảng vận chuyển đường biển, vốn có biên lợi nhuận thấp, có doanh thu giảm trong khi đóng góp của các lĩnh vực có biên lợi nhuận lớn, như giao nhận, logistics contract, vận chuyển bằng xe tải và phà ngày càng cao nhiều khả năng sẽ giúp biên lợi nhuận gộp của lĩnh vực logistics tăng 250 điểm cơ bản lên 16% trong năm 2016.

Hình : Biên lợi nhuận gộp lĩnh vực logistics tăng hàng năm



Nguồn: VCSC

Hình 8: Dự báo biên lợi nhuận gộp các lĩnh vực



Nguồn: Dự báo của VCSC

GMD dự kiến sẽ tái khởi công dự án Gemalink

Dự án Gemalink là liên doanh giữa Gemadept và Tập đoàn CMA-CGM của Pháp; GMD góp 75% vốn, còn CMA góp phần còn lại. Tổng vốn đầu tư cho giai đoạn 1 là 300 triệu USD, trong đó 70 triệu USD đã được giải ngân. Hiện GMD đang nỗ lực tìm ngân hàng thương mại để tài trợ phần vốn đầu tư còn lại là 230 triệu USD.

Cảng Gemalink là cảng nước sâu quy mô lớn nhất tại khu vực Cái Mép – Thị Vải, với tổng diện tích lên đến 72ha. Cầu cảng cho tàu mẹ có chiều dài 1.150m, trong khi cầu cảng cho tàu feeder dài khoảng 370m, cho phép tiếp nhận các container từ phà và tàu feeder cho tàu mẹ. Giai đoạn 1 của dự án bao gồm 800m cầu cảng cho tàu mẹ và 260m cầu cảng cho feeder, với depot, bãi container, và kho bãi rộng 33ha. Cảng có thể tiếp nhận tàu có trọng tải lên đến 200.000 tấn và công suất bốc xếp thiết kế giai đoạn 1 là 1,2 triệu TEU/năm.

Hình 9: Vị trí cảng Gemalink



Nguồn: VCSC

Do kinh tế thế giới bị suy thoái, trong thời gian qua, GMD tích cực lập kế hoạch tái khởi công dự án sau khi trì hoãn từ tháng 01/2012. Đầu năm 2016, công ty quyết định khởi công dự án vào Quý 4/2016. Giai đoạn 1 dự kiến đến năm 2018 sẽ hoàn tất thi công.

GMD tích cực tìm cách thoái vốn khỏi các lĩnh vực ngoài cốt lõi

Cao su: Khó có thể thoái vốn đến khi giá cao su phục hồi

GMD có thể sẽ bán lại lĩnh vực cao su, nhưng không phải trong thời gian tới. Tính đến ngày 31/12/2015, đồn điền cao su của công ty giá trị 1.351 tỷ đồng theo bảng cân đối kế toán của GMD, tương đương 15,5% tổng tài sản. Trong đó, chủ yếu là 30.000ha tại tỉnh Mondulkiri, miền Bắc Campuchia, trong đó 10.000ha đã được trồng trọt. GMD hiện vẫn tiếp tục đầu tư vào lĩnh vực này khi trồng thêm 1.000ha mỗi năm. Tuy ban lãnh đạo không cho biết giá trị đầu tư vào lĩnh vực này trong năm 2016 và 2017, chúng tôi có thể ước tính một cách tương đối trên cơ sở diện tích trồng trọt thêm mỗi năm. Chúng tôi cho rằng công ty đầu tư khoảng 4-5 triệu USD/năm vào dự án này. Dự kiến dự án sẽ mang lại doanh thu từ năm 2017 trở đi, khi lứa cao su trồng đầu tiên bắt đầu cho mùa. Trong khi tiếp tục đầu tư vào dự án này, GMD cũng cho biết công ty xem xét khả năng bán lại một phần cho đối tác chiến lược. Ban lãnh đạo cho biết gần đây, một số nhà sản xuất cao su của Malaysia, Indonesia và Ấn Độ đã bày tỏ mong muốn mua lại, cho thấy ít nhất trong tương lai gần, công ty có thể sẽ thanh lý một phần lĩnh vực này.

BDS – Gemadept Tower sẽ được hoàn tất trong năm nay. Các dự án khác sẽ được hoàn tất trong dài hạn.

Năm 2014, GMD bán lại 85% cổ phần công ty con Marproco, là đơn vị sở hữu Gemadept Tower, cho đối tác Hàn Quốc CJ và ghi nhận 617 tỷ đồng thu nhập tài chính. 15% cổ phần còn lại tại Marproco dự kiến sẽ được bán cho CJ trong năm 2016. Điều này vẫn chưa được phản ánh vào dự báo của chúng tôi và là yếu tố giúp giá mục tiêu có tiềm năng tăng hơn nữa. Về

hai BĐS khác của công ty là Saigon GEM tại TP. HCM và Vientiane Laos Complex tại Lào, GMD hiện đang hoàn tất các thủ tục pháp lý, sau đó có thể mở bán. Xin lưu ý là trong hai dự án này, chưa có dự án nào đã được phát triển. GMD chỉ sở hữu quyền sử dụng đất và một khi hoàn tất thủ tục sẽ bán cho một chủ đầu tư. Việc ban lãnh đạo không tỏ ra quan tâm đến việc phát triển các dự án này dù thị trường BĐS đang phục hồi mạnh là tín hiệu tích cực, cho thấy công ty tập trung vào lĩnh vực hoạt động cốt lõi. Theo bảng cân đối kế toán hợp nhất của GMD, hai BĐS hiện nay được định giá 256 tỷ đồng và chúng tôi cho rằng có thể giả định cả hai có thể được bán với giá cao hơn so với giá trị sổ sách do vị trí đặc địa, ngay tại trung tâm TP. HCM và Vientiane.

Định giá

Chúng tôi kết hợp hai phương pháp chiết khấu dòng tiền và chỉ số thị trường và được kết quả giá mục tiêu cuối cùng là 45.564VND/cổ phiếu.

Hình 10: Tính giá mục tiêu cuối cùng

Phương pháp	Hệ số	Giá mục tiêu
P/E (trượt 12 tháng là 12,7x lần)	50%	47.422
Chiết khấu dòng tiền	50%	43.705
Giá mục tiêu cuối cùng		45.564

Nguồn: VCSC

Định giá bằng cách so sánh chỉ báo với các công ty khác trong ngành

Theo giá đóng cửa ngày 20/03 là 39.800VND, GMD hiện đang giao dịch với P/E dự phóng một năm là 10,7 lần trên cơ sở dự báo EPS pha loãng của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng một doanh nghiệp dẫn đầu như GMD, hoạt động trong toàn bộ chuỗi giá trị logistics, sẽ giao dịch với giá cổ phiếu cao hơn ít nhất 10% so với các công ty khác trong ngành vì các lý do sau: (1) GMD là công ty điều hành cảng/logistics duy nhất tại Việt Nam có các dự án quy mô lớn nhằm mở rộng công suất đang được thi công, từ cảng đến kho bãi. Các đối thủ như DVP và CLL không còn nhiều tiềm năng để tăng trưởng trong trung hạn; (2) Tại Việt Nam, chỉ GMD, và ở một mức độ thấp hơn là TMS, có thể cung cấp dịch vụ logistics bên thứ ba, và lĩnh vực này dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh tại Việt Nam vì hiện chưa được phát triển, khi thị trường bão hòa và nhu cầu chuỗi cung trở nên phức tạp hơn. Tiềm năng từ dịch vụ logistics bên thứ ba cũng được phản ánh khi TMS được định giá cao hơn so với các công ty khác trong ngành, nên chúng tôi nhận thấy không có lý do nào để không phản ánh tiềm năng này vào mô hình định giá GMD, trong khi GMD dường như có lợi thế hơn trong việc dẫn đầu sự bùng nổ dịch vụ bên thứ ba tại thị trường trong nước.

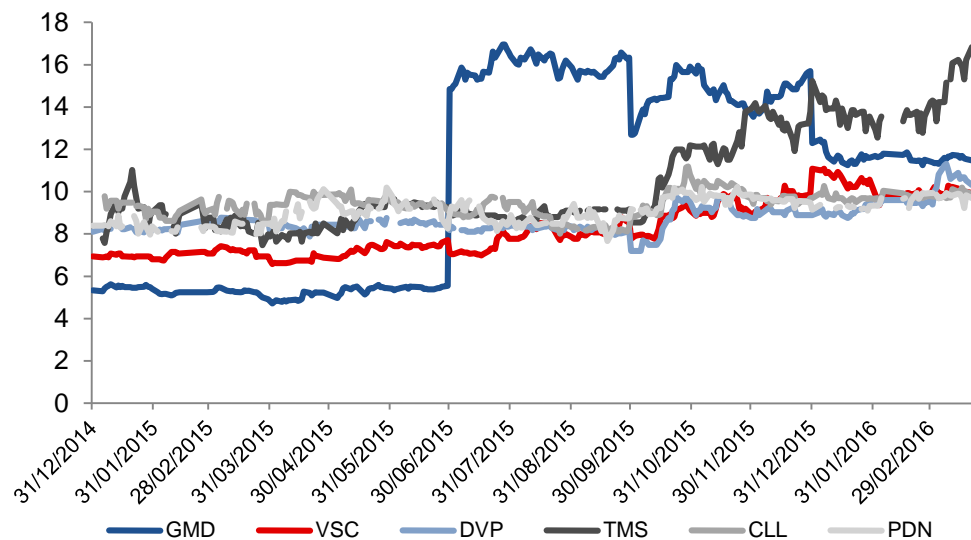
Chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu 12,7 lần dành cho GMD, kết hợp với EPS pha loãng dự phóng 1 năm là 3.734VND và được kết quả giá mục tiêu tính theo phương pháp P/E là 47.422VND/cổ phiếu.

Hình 11: So sánh với một số công ty khác trong ngành

(triệu USD)	GT vốn hóa	DT thuần trượt 12T	y-o-y %	LNST cốt lõi 12T	y-o-y %	Nợ/CSH	ROE	P/E trượt 12T	P/B quý gần nhất
DVP	139,4	29,9	20,8	12,9	23,2	0,10	32,3%	10,8	3,2
VSC	132,0	42,6	4,0	12,8	12,5	0,34	23,8%	10,5	2,3
CLL	39,1	12,5	19,0	3,6	2,6	0,21	15,8%	10,2	1,5
TMS	111,7	22,4	6,0	7,1	12,3	0,50	19,3%	16,2	2,5
PDN	23,0	14,8	23,0	2,3	0,7	0,72	15,7%	10,0	1,5
Trung bình	89,0	24,4	14,6	7,7	10,3	0,40	21,4%	11,5	2,0
Trung vị	111,7	22,4	19,0	7,1	12,3	0,34	19,3%	10,5	1,9
GMD	215,1	164,5	18,9	23,1	478,0	0,38	9,3%	11,6	0,9

Nguồn: VCSC

Hình 12: Diễn biến P/E của GMD và một số công ty khác trong ngành



Nguồn: VCSC

Chúng tôi xin lưu ý rằng lợi nhuận ngoài lĩnh vực cốt lõi khiến EPS tăng trong năm 2014 và do đó, làm giảm tỷ lệ P/E của công ty.

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi cho rằng năm 2016, GMD sẽ ghi nhận 4.083 tỷ đồng doanh thu, tăng 14% so với năm 2015, và 605 tỷ đồng LNST sau lợi ích CĐTS, tăng 29% trên cơ sở chuẩn hóa, tương đương EPS pha loãng khoảng 3.734VND/cổ phiếu. Chúng tôi đã tính tới 29% pha loãng có thể xảy ra từ việc chuyển đổi 40 triệu USD trái phiếu chuyển đổi của VIG, với giá thị trường hiện tại thì việc thực hiện quyền chuyển đổi sẽ mang lại lợi nhuận lớn cho VIG và trái chủ này có thể thực hiện quyền bất cứ lúc nào.

Chúng tôi tăng 19% giá mục tiêu tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền so với báo cáo gần đây nhất hồi tháng 12/2015 vì các lý do sau:

- GMD nhiều khả năng đến cuối năm 2016 sẽ nhận được khoảng 97 tỷ đồng tiền mặt từ việc chuyển nhượng 15% cổ phần còn lại tại Gemadept Tower cho CJ. Khoản tiền này sẽ giúp GMD đầu tư mạnh vào hệ thống kho bãi, vì kế hoạch chiến lược của công ty là trở thành nhà cung cấp dịch vụ logistics contracts lớn nhất Việt Nam. Trong báo cáo trước,

chúng tôi đã không phản ánh dòng tiền này vì tại thời điểm đó, không có tín hiệu nào cho thấy thương vụ sẽ được hoàn tất.

- Việc trung tâm logistics Hải Dương và Trung tâm Phân phối số 3 lần lượt đi vào hoạt động trong Quý 3 và Quý 4 đã giúp GMD hợp nhất chuỗi giá trị logistics mạnh hơn so với kỳ vọng, qua đó tăng mạnh biên lợi nhuận gộp lĩnh vực logistics thêm 280 điểm cơ bản so với năm 2014. Trong báo cáo trước, chúng tôi chỉ dự báo biên lợi nhuận gộp lĩnh vực này sẽ tăng 120 điểm cơ bản trong năm 2015. Vì vậy, với Trung tâm Phân phối số 3 và Trung tâm Logistics Hải Dương sẽ hoạt động với lần lượt 70% và 100% công suất, cùng với việc các trung tâm logistics Nam Hải và Hậu Giang đi vào hoạt động, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp năm 2016 sẽ tăng 220 điểm cơ bản, và từ năm 2017 đến năm 2020 sẽ tăng 100 điểm cơ bản/năm. Đây là lý do chính khiến chúng tôi tăng giá mục tiêu tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Hình 13: Tóm tắt mô hình định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chi phí vốn	Báo cáo này	Báo cáo trước	Dòng tiền tự do (5 năm)	
Lãi suất phi rủi ro %	6,5%	6,5%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	2.387
Phần bù rủi ro thị trường	8,5%	7,0%	Giá trị cuối cùng	6.139
Hệ số beta	0,8	0,8	Tổng DTTDCK và GTCC	8.527
Chi phí CSH %	14,0	12,0	cộng: Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	992
Chi phí nợ %	4,8	4,8	trừ: Nợ ngắn và dài hạn	1.876
Nợ / CSH	0,38	0,40	trừ: Lợi ích CDTS	387
CSH %	74	67	Giá trị CSH	7.256
Thuế TNDN vào năm cuối	12%	12%	Cổ phiếu, triệu	166
WACC	11,2%	10,4%	Giá cổ phiếu	43.705

Dòng tiền chiết khấu	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	834	836	937	1.032	1.131
cộng: Khấu hao	(62)	(62)	(71)	(82)	(101)
trừ: Thuế	271	318	372	401	429
trừ: Đầu tư XDDB	(382)	(432)	(471)	(507)	(546)
(tăng)/ giảm WC	(126)	(334)	185	(311)	150
Dòng tiền tự do	535	324	952	533	1.063
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	481	262	688	344	613
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	481	743	1.431	1.775	2.388

Nguồn: VCSC

Phân tích kỹ thuật

Đồ thị giá cổ phiếu GMD đang trong giai đoạn tích lũy tại đường di chuyển trung bình 20 tuần. Trong khi đó, đồ thị giá cũng có nhiều biến động gần ngưỡng kháng cự ngắn hạn 41.300VND. Nếu đồ thị giá có thể vượt mức kháng cự này thì có thể sẽ hoàn tất giai đoạn điều chỉnh của xu hướng tăng trung hạn.

Trên cơ sở các chỉ báo kỹ thuật, đồ thị giá vẫn trong giai đoạn tích lũy và giá cổ phiếu có thể đi vào giai đoạn biến động tích cực mạnh nếu vượt được ngưỡng kháng cự ngắn hạn 41.300VND. Trong khi đó, hệ thống chỉ báo xu hướng của chúng tôi vẫn là TĂNG trong trung hạn với ngưỡng hỗ trợ trung hạn là 36.900VND.

Rủi ro nằm ở chỗ nếu giá cổ phiếu vượt ngưỡng hỗ trợ trung hạn 36.900VND thì sẽ hình thành mẫu hình đảo chiều xuống giá. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư trung hạn tiếp tục nắm giữ và mua khi giá vượt ngưỡng kháng cự 41.300VND.

21/03/2016		(VND/ cổ phiếu)
Thời gian phân tích trung hạn		3 đến 6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn		41.300
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn		36.900
Xu hướng trung hạn		TĂNG

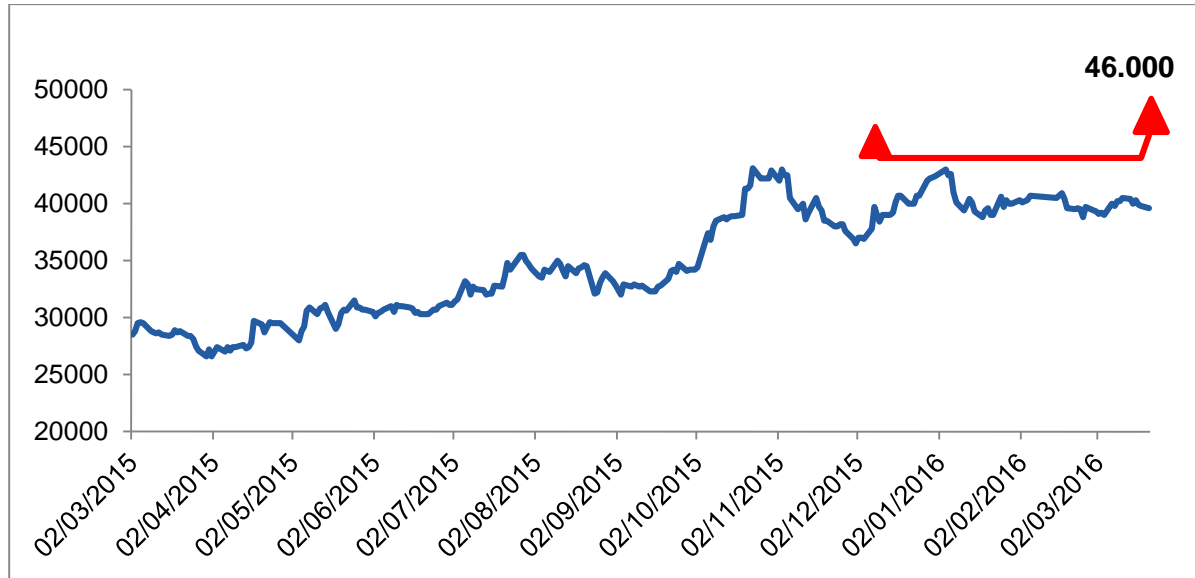


Nguồn: VCSC

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)				BẢNG CĐKT (tỷ đồng)			
	2015A	2016F	2017F		2015A	2016F	2017F
Doanh thu	3.582,4	4.082,9	4.618,3	Tiền và tương đương	902,5	913,3	946,8
Giá vốn hàng bán	2.629,2	2.994,1	3.374,2	Đầu tư TC ngắn hạn	89,9	89,9	89,9
Lợi nhuận gộp	953,1	1.088,8	1.244,1	Các khoản phải thu	1.476,9	1.386,7	1.852,4
Chi phí bán hàng	44,5	49,0	55,4	Hàng tồn kho	119,8	120,6	150,3
Chi phí quản lí DN	265,8	285,8	323,3	TS ngắn hạn khác	74,8	203,2	229,8
LN thuần HĐKD	642,8	754,0	865,4	Tổng TS ngắn hạn	2.663,8	2.713,7	3.269,2
Thu nhập tài chính	43,19	167,15	58,86	TS dài hạn (gộp)	4.092,9	4.298,5	5.548,7
Chi phí tài chính	229,16	205,02	206,58	- Khấu hao lũy kế	(1.693,4)	(1.964,2)	(2.281,8)
Trong đó, chi phí lãi vay	118,51	117,79	117,97	TS dài hạn (ròng)	2.399,4	2.334,3	3.266,9
Lợi nhuận từ công ty LDLK	29,76	49,03	58,05	Đầu tư TC dài hạn	2.027,2	2.076,2	2.134,3
Lỗ/lãi thuần khác	14,1	-	-	TS dài hạn khác	1.603,2	1.870,4	1.066,6
LNTT	500,7	765,1	775,7	Tổng TS dài hạn	6.029,8	6.280,9	6.467,8
Thuế TNDN	40,3	61,5	62,4	Tổng Tài sản	8.693,6	8.994,6	9.737,0
LNST trước CĐTS	460,5	703,6	713,3				
Lợi ích CĐ thiểu số	60,00	98,25	112,76	Phải trả ngắn hạn	446,8	461,2	570,9
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	400,5	605,3	600,5	Nợ ngắn hạn	336,4	491,5	740,2
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	514,0	614,0	709,0	Nợ ngắn hạn khác	666,0	530,2	588,4
EBITDA	856,9	1.104,7	1.153,2	Tổng nợ ngắn hạn	1.449,3	1.482,9	1.899,5
EPS cơ bản, báo cáo, VND	3.370	4.766	4.722	Nợ dài hạn	1.539,9	1.387,7	1.223,5
EPS cơ bản, điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	3.580	4.055	4.688	Nợ dài hạn khác	317,5	421,6	476,9
EPS pha loãng ⁽²⁾ , VND	2.573	3.734	3.702	Tổng nợ	3.306,7	3.292,2	3.599,9
					-	-	-
TỶ LỆ	2015A	2016F	2017F	Cổ phiếu ưu đãi	1.196,2	1.794,3	1.794,3
Tăng trưởng				Vốn cổ phần	2.471,5	2.471,5	2.471,5
Tăng trưởng doanh thu	18,9%	14,0%	13,1%	Thặng dư vốn CP	1.054,3	892,3	1.279,6
Tăng trưởng LN HĐKD	105,5%	17,3%	14,8%	Lợi nhuận giữ lại	277,7	152,8	157,2
Tăng trưởng LNTT	-28,6%	52,8%	1,4%	Vốn khác	-	-	-
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	741,1%	13,3%	15,6%	Lợi ích CĐTS	4.999,7	5.311,0	5.702,6
				Vốn chủ sở hữu	8.693,6	8.994,6	9.737,0
Khả năng sinh lời				Tổng cộng nguồn vốn	902,5	913,3	946,8
Biên LN gộp %	26,6%	26,7%	26,9%				
Biên LN từ HĐ %	17,9%	18,5%	18,7%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Biên EBITDA	23,9%	27,1%	25,0%	Tiền đầu năm	943,3	902,5	913,3
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	11,2%	14,8%	13,0%	Lợi nhuận sau thuế	460,5	703,6	713,3
ROE %	9,3%	13,6%	13,0%	Khấu hao	283,5	270,8	317,6
ROA %	5,5%	8,0%	7,6%	Thay đổi vốn lưu động	(47,2)	(125,8)	(334,1)
				Điều chỉnh khác	130,9	(165,1)	(64,8)
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền từ hoạt động KD	827,6	683,5	632,0
Số ngày tồn kho	15	15	15				
Số ngày phải thu	130	128	128	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	(589,0)	(382,2)	(432,3)
Số ngày phải trả	55	55	55	Đầu tư	128,68	(44,75)	(10,98)
TG luân chuyển tiền	89	87	87	Tiền từ HĐ đầu tư	(460,3)	(427,0)	(443,3)
Thanh khoản				Cổ tức đã trả	(242,2)	(232,3)	(232,3)
CS thanh toán hiện hành	1,8	1,8	1,7	Tăng (giảm) vốn cổ phần	34,8	-	-
CS thanh toán nhanh	1,7	1,6	1,5	Tăng (giảm) nợ dài hạn	(71,0)	155,0	248,7
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,6	0,5	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	59,6	(152,2)	(164,2)
Nợ/Tài sản	21,6%	20,9%	20,2%	Tiền từ các hoạt động TC khác	(189,6)	(0,9)	10,0
Nợ/Vốn sử dụng	27,3%	26,1%	25,6%	Tiền từ hoạt động TC	(408,5)	(230,3)	(137,7)
Nợ/Vốn CSH	19,5%	18,2%	17,8%				
Khả năng thanh toán lãi vay	5,0	7,1	7,1	Tổng lưu chuyển tiền tệ	(41,1)	26,3	51,0
				Tiền cuối năm	902,5	913,3	946,8

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. EPS điều chỉnh dựa theo lợi nhuận chuẩn hóa có có khấu trừ lợi nhuận bất thường

Lịch sử khuyến nghị



Vui lòng xem Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC tại trang sau

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

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

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

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

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

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

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

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

Phòng giao dịch

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

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

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

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

Vật liệu xây dựng

Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Sắm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

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

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

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

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

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

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

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

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

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

Tổ chức trong nước

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

Hà Nội

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

Khuyến cáo

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