



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI
SAIGON - HANOI SECURITIES JOINT STOCK COMPANY

Hà Nội - 11/2010

www.shs.com.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẠI LÝ LIÊN HIỆP VẬN CHUYỂN (GEMADEPT)



Biến cơ hội thành giá trị

NỘI DUNG CHÍNH

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Mã chứng khoán:	GMD
Sàn giao dịch:	HOSE
Giá thấp nhất 52 tuần:	32.400
Giá cao nhất 52 tuần:	90.000
Giá thị trường (ngày 3/11/2009):	32.500
Giá kỳ vọng:	45.900
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng):	2.588
Số lượng cổ phần lưu hành:	79.641.667
KLGD trung bình 10 ngày:	120.812
Tỷ lệ trả cổ tức 2009:	N/A

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu Nhà nước:	4,37%
Sở hữu nước ngoài:	25,52%
Sở hữu khác:	70,11%

ĐỒ THỊ GIÁ



Gemadept là một doanh nghiệp kinh doanh đa ngành, với trọng tâm là hoạt động khai thác cảng biển và vận tải biển. Việc kinh doanh đa ngành đã giúp cho Gemadept hạn chế được những ảnh hưởng tiêu cực của giai đoạn khủng hoảng, khi mà lĩnh vực vận tải container đường biển gặp nhiều khó khăn.

Khai thác cảng vẫn sẽ là các hoạt động chủ chốt của Công ty trong những năm tới. Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của Gemadept đang bắt đầu có sự dịch chuyển theo hướng tăng dần tỷ trọng những mảng hoạt động có tỷ suất lợi nhuận cao và có tính lâu dài như khai thác cảng. Tuy nhiên, xét tổng thể các mảng hoạt động của Gemadept hiện nay thì có thể thấy rằng Gemadept đang phát triển theo hướng của một nhà cung cấp chuỗi dịch vụ logistics đường biển.

Kết quả kinh doanh năm 2010 của Gemadept không có nhiều đột biến. Hoạt động vận tải container đường biển vẫn còn gặp nhiều khó khăn, các dự án mới chưa mang lại nguồn thu nhập. Bên cạnh đó, khó khăn của thị trường tài chính sẽ có những ảnh hưởng tiêu cực tới các khoản đầu tư ngoài ngành vốn chiếm tỷ lệ không nhỏ trong tổng tài sản của Gemadept.

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng và hướng phát triển trong dài hạn của Gemadept. Mức giá kỳ vọng của cổ phiếu GMD được tính toán bởi các phương pháp FCFE, FCFF và NAV với các giả định hợp lý ở mức **45.900 đồng/CP**. Vào thời điểm định giá, giá cổ phiếu GMD đang dao động quanh mức từ 30.000 – 32.500 đồng/cổ phần, chúng tôi đánh giá đây là mức giá khá hấp dẫn để **MUA và NẮM GIỮ** cho mục đích đầu tư dài hạn. Trong ngắn hạn, nhà đầu tư cần cân nhắc đến khả năng lợi nhuận của Gemadept chưa cao do các dự án lớn đang trong quá trình đầu tư. Bên cạnh đó, các khoản đầu tư tài chính trong bối cảnh thị trường không thuận lợi có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của Công ty.

TÓM TẮT MỘT SỐ THÔNG TIN TÀI CHÍNH:

Chỉ số tài chính	2007A	2008A	2009A	2010F
Tổng tài sản (triệu VNĐ)	3,286,537	3,544,157	4,511,256	5,937,638
Vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	2,270,888	2,030,295	2,470,626	3,723,069
Doanh thu thuần (triệu VNĐ)	1,171,917	1,912,925	1,774,449	2,350,320
Lợi nhuận sau thuế (triệu VNĐ)	216,742	118,827	333,924	140,582
ROA (%)	6.2%	0.9%	7.2%	2.3%
ROE (%)	8.9%	1.6%	13.1%	3.6%
EPS cơ bản (VNĐ)	4,267	670	6,802	1,337
P/E (x)	7.62	48.53	4.78	24.30
P/B (x)	-	0.76	0.62	0.87

P/E, P/B được tính theo giá thị trường ngày 02/11/2010

Công ty Cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyển (Gemadept) tiền thân là doanh nghiệp Nhà nước, được thành lập năm 1990 và chủ yếu hoạt động vận tải container đường biển chuyên tuyến. Hiện nay **Gemadept** đang phát triển thành một tập đoàn đa ngành nghề với quy mô 24 công ty con và công ty liên kết trên khắp cả nước.

Chiến lược kinh doanh của **Gemadept** ở thời điểm hiện tại là đa dạng hóa các ngành nghề một cách có chọn lọc, theo đó 4 mảng hoạt động chính của **Gemadept** đó là:

- Đại lý hàng hải và giao nhận.
- Khai thác cảng.
- Vận tải container chuyên tuyến.
- Kinh doanh bất động sản.

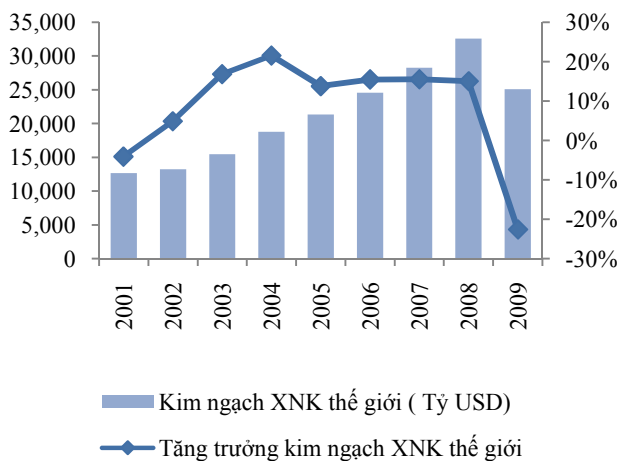
Để có cái nhìn chính xác về hiện tại cũng như những tiềm năng trong tương lai của **Gemadept** và bên cạnh đó là những trở ngại trong hoạt động kinh doanh, chúng ta hãy cùng đánh giá thực trạng các ngành nghề chính mà **Gemadept** đang tham gia.

DỊCH VỤ VẬN TẢI CONTAINER ĐƯỜNG BIỂN và DỊCH VỤ CẢNG BIỂN CỦA VIỆT NAM.

1/ Vận tải container đường biển.

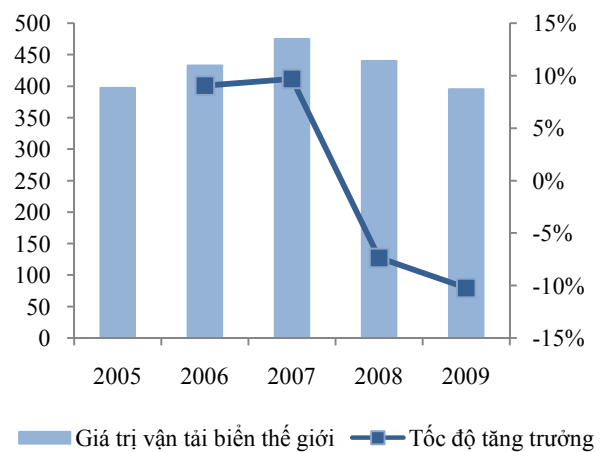
Năm 2009 là một năm khó khăn của ngành vận tải biển thế giới nói chung và lĩnh vực vận chuyển container đường biển nói riêng. Do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế thế giới, năm 2009 các hãng tàu vận chuyển container hàng đầu thế giới như Mearsk, NOL... đều công bố kết quả kinh doanh lỗ, chủ yếu là do giá cước giảm xuống mức thấp nhất trong lịch sử cùng với nhu cầu cũng giảm mạnh.

Tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu thế giới



Nguồn: WTO, SHS Research.

Giá trị sản lượng vận tải biển thế giới (tỷ USD)



Nguồn: Datamonitor, SHS Research

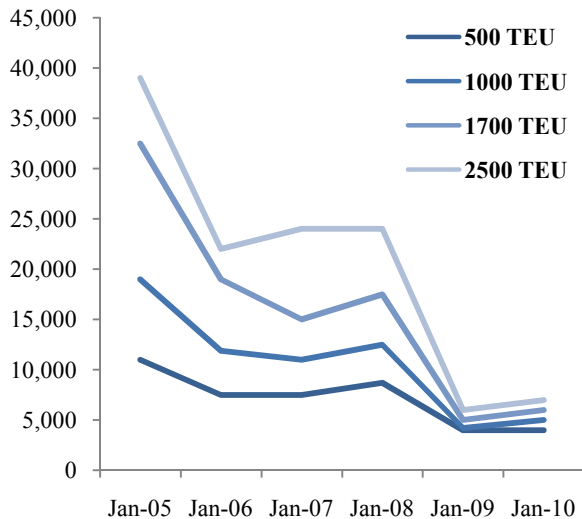
- Theo số liệu từ WTO, kim ngạch xuất nhập khẩu trên toàn thế giới năm 2009 giảm gần 23% so với năm 2008, vì thế đã dẫn đến sự sụt giảm nhu cầu vận chuyển đường biển trên hầu hết các tuyến chính.
- Tính đến cuối năm 2009, tổng giá trị vận tải biển toàn cầu giảm 11,3% và chỉ đạt 404,8 tỷ USD, hoàn toàn trái ngược so với năm 2006 và 2007 có

tốc độ tăng trưởng luôn giữ ở mức 10%.

- Giá vận chuyển giảm mạnh. Theo Drewry quan sát thì giá trung bình cho một container 40 feet hàng khô đi từ Việt Nam đến L.A, Mỹ giảm sâu nhất xuống còn 1.077 USD giai đoạn quý 2/2009 nếu so với giai đoạn đỉnh cao nhất là 2.268 USD vào quý 4/2008.

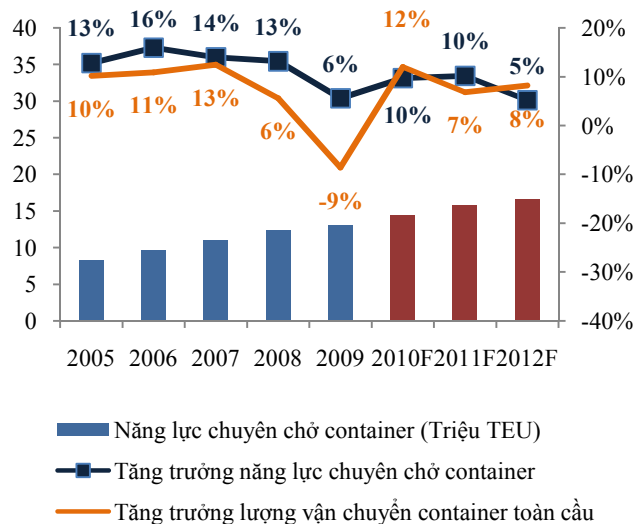
Năm 2010, vận tải container đường biển có sự phục hồi về lượng vận chuyển. Theo dự báo của IMF thì kinh tế thế giới sẽ tăng trưởng ở mức 2,4%-3,1% trong năm 2010, đồng nghĩa với lượng hàng hóa thương mại thế giới sẽ tăng và nhu cầu vận tải biển, đặc biệt là vận tải container đường biển cũng sẽ tăng theo. Dự báo lượng vận chuyển container đường biển năm nay sẽ tăng khoảng 12% so với 2009.

Giá cước thuê tàu container (USD/ngày)



Nguồn: Alphaliner, SHS Research

Năng lực và lưu lượng vận chuyển container toàn cầu.



Nguồn: Alphaliner, SHS Research.

Tuy nhiên, giá cước vận tải container đường biển năm nay sẽ vẫn ở mức thấp. Năm 2010, dù đã được thắt chặt lượng cung nhưng dự kiến sẽ có thêm 376 tàu với tổng trọng tải 1,4 triệu TEU (tương đương 10% năng lực chuyên chở container toàn cầu hiện tại) được giao thêm. Điều này làm cho tình trạng thừa cung trong hoạt động vận tải container đường biển trở nên nghiêm trọng hơn, bởi theo ước tính của Alphaliner thì năng lực vận chuyển đã vượt qua nhu cầu vận chuyển bằng containers đường biển năm 2009 khoảng 14%. Hệ quả của việc này là giá cước thuê tàu container năm 2010 tuy có phục hồi đôi chút so với năm 2009 nhưng vẫn đang ở mức khá thấp, chỉ mới tương đương 25% đến 30% năm 2008 và khó có khả năng tăng đột biến trong vòng từ 12 đến 18 tháng tới.

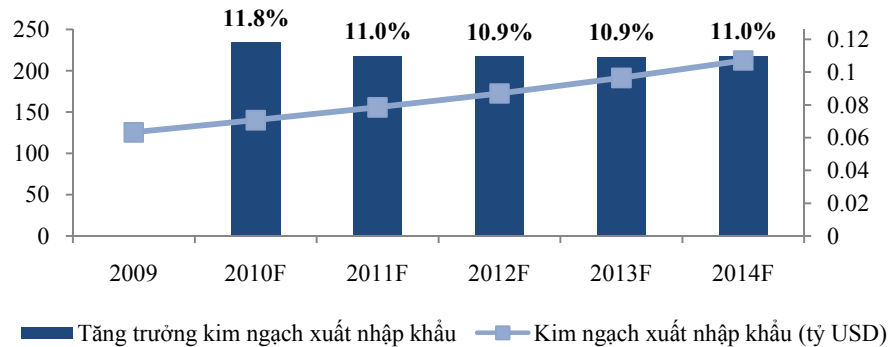
Việc giá cước vận tải container đường biển khó có khả năng tăng đột biến sẽ làm cho biên lợi nhuận của các doanh nghiệp hoạt động trong ngành trên thế giới nói chung và doanh nghiệp tại Việt Nam nói riêng, chỉ duy trì được ở mức khá thấp.

2/ Dịch vụ cảng biển.

Hoạt động khai thác cảng biển ở Việt Nam còn nhiều tiềm năng. Hoạt động cảng biển phản ánh tăng trưởng của hoạt động xuất nhập khẩu và trao đổi hàng hóa của cả nước. Theo dự báo của BMI, kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam trong

giai đoạn 2010 - 2015 sẽ vẫn sẽ tăng trưởng khoảng 11%/năm và đây là một yếu tố tiềm năng cho hoạt động khai thác cảng biển.

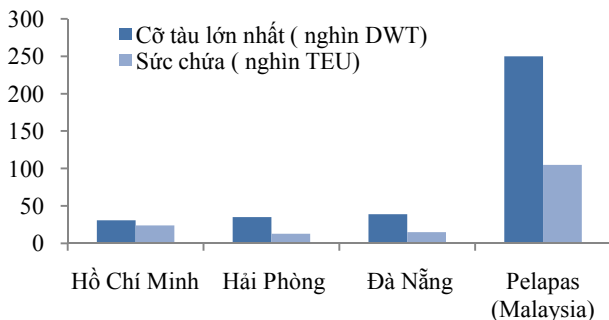
Kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam giai đoạn 2010 - 2015



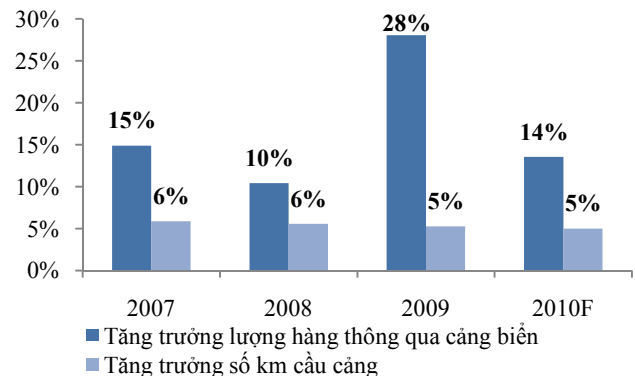
Nguồn: BMI, SHS Research.

Hệ thống cảng biển Việt Nam vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu hàng hóa cần thông qua cả về số lượng và chất lượng. Hiện nay Việt Nam có khoảng gần 270 cảng với 42 km cầu cảng. Theo quy hoạch cảng biển đến năm 2010, hệ thống cảng biển của chúng ta có khả năng thông qua 100 triệu tấn hàng hóa, nhưng thực chất từ năm 2007 lượng hàng hóa thông qua 36 km cầu cảng đã là 177,6 triệu tấn - Điều này cho thấy hệ thống cảng biển của Việt Nam đang quá tải và cần phải đầu tư thêm để đáp ứng được nhu cầu hàng hóa thông qua trong tương lai.

So sánh 3 cảng biển lớn Việt Nam với Malaysia



Tăng trưởng lượng hàng và cầu cảng biển.



Nguồn: Vinamarine, VPA, SHS Research.

Bên cạnh đó, trong số các cảng biển hiện nay có rất ít cảng có thể đáp ứng được việc đón tàu trên 50.000 DWT (chỉ có 1,37%) và tàu container tải trọng trên 3.000 TEU, trong khi trên thế giới cỡ tàu trung bình thường được sử dụng là từ 30.000 DWT đến 80.000 DWT và với tàu container là trên 3.000 TEU. Đa số các cảng đều là cảng đón hàng tổng hợp và hàng chuyên dùng, cảng container còn ít trong khi xu hướng vận tải hàng hóa container đang ngày càng trở nên phổ biến trên thế giới.

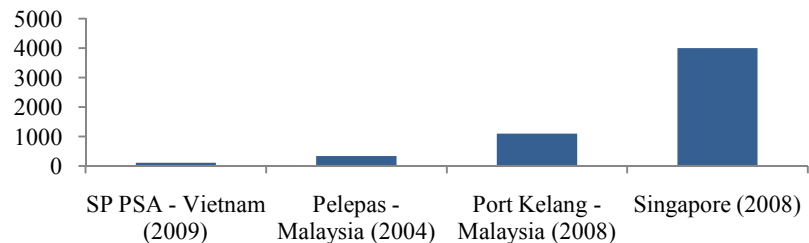
Phân bố hệ thống cảng và chất lượng các cảng không đồng đều, gây nên mất cân đối về cung cầu dịch vụ cảng. Trong số các cảng có tên trong danh sách cảng Việt Nam, phía Bắc có khoảng 20 cảng và tập trung khoảng 25% - 30% lượng hàng, trong khi khu vực miền Trung có gần 40 cảng nhưng chỉ chiếm lượng hàng

là 13% - 15%. Lượng hàng còn lại tập trung vào phía Nam mà đặc biệt là cụm cảng Hồ Chí Minh gồm khoảng 31 cảng.

Xét riêng cảng chuyên dụng dành cho container, ở hai đầu Nam Bắc chỉ có cụm cảng Hải Phòng và cụm cảng Hồ Chí Minh là có đủ năng lực và các thiết bị chuyên dùng cho xếp dỡ container (tập trung lượng hàng container lên đến khoảng 90%). Các cảng này dù đã huy động 100% công suất nhưng cũng không đáp ứng được nhu cầu container thông qua.

Chất lượng dịch vụ cảng đi còn yếu. Lấy con số so sánh về năng lực xếp dỡ container chuyên dụng của Việt Nam sẽ thấy thấp hơn khá nhiều so với các nước trong khu vực. Với 3 căn cầu bờ thì cảng SP-PSA lập kỷ lục của Việt Nam khi xếp dỡ 103 container/giờ vào thời điểm đầu năm 2010, trong khi ngay từ năm 2004 cảng Pelapas của Malaysia đã sử dụng tới 8 căn cầu bờ với năng suất xếp dỡ đạt đến 340 container/giờ.

Tốc độ xếp dỡ cảng container Việt Nam với Malaysia, Singapore



Nguồn: Vinamarine, AAPA survey, SHS research

Như vậy cho đến 2010, cảng biển Việt Nam vẫn còn thiếu nguồn cung chất lượng cao, đây là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp kinh doanh trong lĩnh vực khai thác cảng tiếp tục tham gia đầu tư những cảng biển, mà đặc biệt là cảng container chuyên dụng hiện đại nhằm thu về nguồn lợi còn chưa được khai thác hết này.

THỊ TRƯỜNG CAO ỐC VĂN PHÒNG VÀ BẤT ĐỘNG SẢN THƯƠNG MẠI TP.HỒ CHÍ MINH

1/ Thị trường cao ốc văn phòng cho thuê.

Nguồn cung đang tăng nhanh. Theo CBRE, trong quý 2/2010 diện tích văn phòng cho thuê trên địa bàn TP.Hồ Chí Minh đã tăng thêm gần 131.000 m², xấp xỉ 85% diện tích văn phòng cho thuê mới của cả năm 2009. Bên cạnh đó, tỷ lệ trống của các văn phòng cho thuê trên địa bàn thành phố tăng thêm 1,4% và hiện đang ở mức 17%. Riêng phân khúc văn phòng hạng A tỷ lệ trống đã tăng vọt lên 31,9%.

Trong thời gian tới, sẽ có khoảng 11 tòa nhà văn phòng với tổng diện tích 129,000 m² đi vào hoạt động, điều này sẽ tạo áp lực lên giá cho thuê trong thời gian tới.

Giá thuê văn phòng đang có xu hướng điều chỉnh giảm đến cuối năm 2010. Trong báo cáo quý 2/2010 của CBRE thì giá thuê văn phòng hạng A đã giảm từ 39,6 USD/m²/tháng xuống còn 37,5 USD/m²/tháng so với quý 1/2010. Giá thuê các văn phòng hạng B và C cũng lần lượt giảm với tỷ lệ 7,95% và 3,12%. Theo CBRE,

mức giá chào thuê cao ốc văn phòng tại TP.Hồ Chí Minh hiện nay đã xấp xỉ với mức thấp nhất của năm 2006. Cùng với nguồn cung đang tăng không ngừng, có thể thấy rằng xu hướng giá cho thuê văn phòng từ nay đến cuối năm sẽ vẫn giảm và tiếp tục duy trì ở mức thấp.

2/ Thị trường bất động sản thương mại.

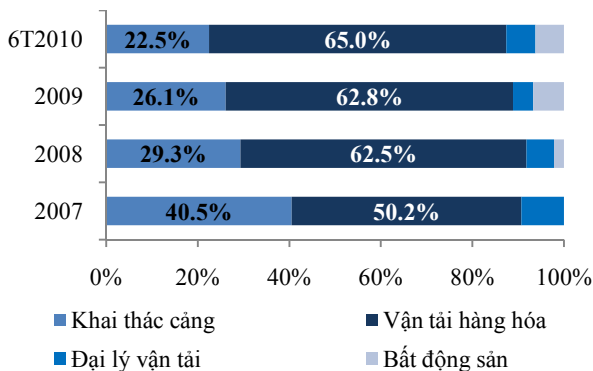
Theo phân tích của các chuyên gia thì nhu cầu về mặt bằng kinh doanh thương mại đang có xu hướng tăng, trước hết bởi thị trường bán lẻ của Việt Nam đang còn rất tiềm năng và các nhà bán lẻ hiện hữu vẫn mong muốn tiếp tục mở rộng mạng lưới của mình. Ngoài ra, các tập đoàn bán lẻ nước ngoài có thể sẽ tiếp tục đầu tư vào Việt Nam và nhu cầu thuê mặt bằng sẽ còn tăng cao hơn nữa.

Thời gian qua, các nhà kinh doanh bất động sản chú trọng vào mảng đầu tư cao ốc văn phòng và căn hộ, do vậy còn có rất ít trung tâm thương mại ra đời. Do độ trễ trong đầu tư xây dựng các trung tâm thương mại, giai đoạn 2009 - 2010 nguồn cung mặt bằng cho thuê làm trung tâm thương mại vẫn còn bị hạn chế. Tuy nhiên, nguồn cung có thể sẽ tăng trong giai đoạn 2011 - 2015, trong đó quận 7 và quận 2 sẽ sớm trở thành những khu vực được ưa chuộng của các tập đoàn bán lẻ nhờ sự phát triển của các khu dân cư mới.

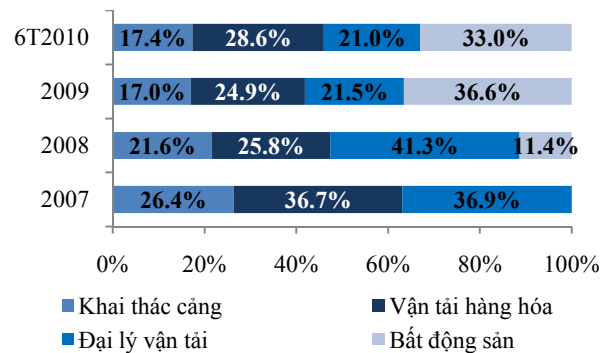
HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH CỦA GEMADEPT

Hoạt động Khai thác cảng và Vận tải biển là các hoạt động chính, chiếm phần lớn trong cơ cấu doanh thu của Gemadept. Tuy nhiên, cơ cấu lợi nhuận của Công ty đã có sự thay đổi đáng kể trong những năm gần đây; sự dịch chuyển theo hướng tăng tỷ trọng lợi nhuận mảng Kinh doanh Bất động sản và giảm tỷ trọng lợi nhuận từ các mảng hoạt động còn lại.

Cơ cấu doanh thu thuần của Gemadept.

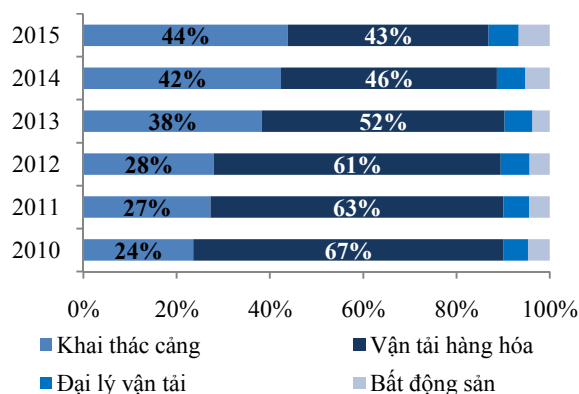
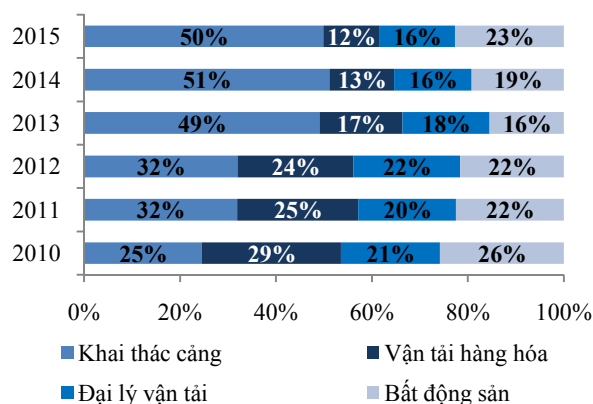


Cơ cấu lợi nhuận gộp của Gemadept



Nguồn: Gemadept, SHS Research.

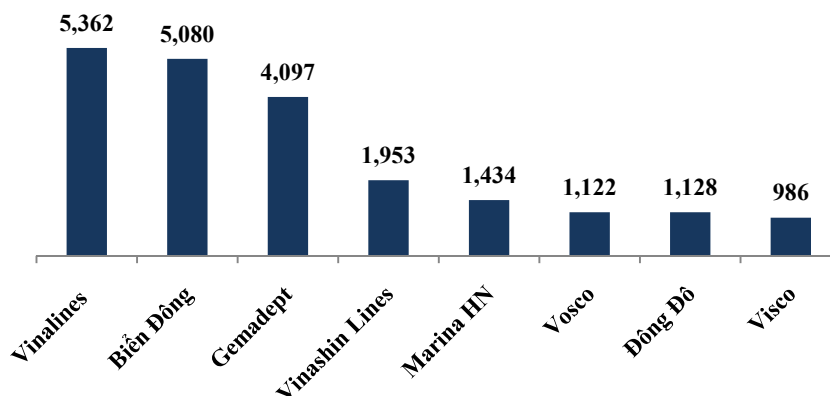
Hoạt động kinh doanh đa ngành đã giúp cho **Gemadept** giảm được ảnh hưởng tiêu cực của khủng hoảng kinh tế trong giai đoạn 2008 - 2009 đối với các công ty hoạt động trong lĩnh vực vận tải biển. Trong tương lai, chúng tôi đánh giá mảng kinh doanh cảng biển và bất động sản sẽ dần chiếm vai trò quan trọng trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của **Gemadept** thay vì mảng vận tải biển như hiện nay.

Dự báo cơ cấu doanh thu Gemadept 2010 - 2015

Dự báo cơ cấu lợi nhuận Gemadept 2010 - 2015


Nguồn: SHS Research.

Hoạt động Vận tải hàng hóa.

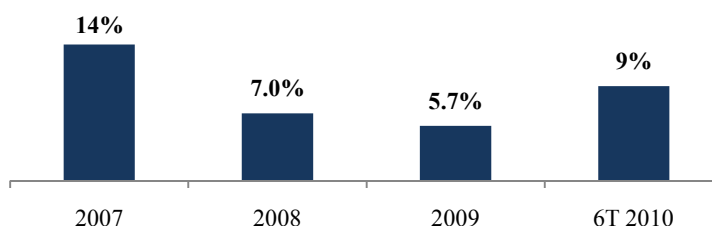
Gemadept hiện là doanh nghiệp vận tải container đường biển quốc tế hàng đầu ở Việt Nam. Công ty sở hữu đội tàu biển gồm 06 chiếc với tổng năng lực chuyên chở hơn 4.000 TEU và độ tuổi trung bình là 15 năm, chỉ đứng sau Vinalines Container và Biển Đông.

Tổng sức chuyên chở của các hãng tàu Container Việt Nam


Nguồn: Container Transportation, Gemadept, SHS Research.

Vận tải container đường biển quốc tế chiếm hơn 80% tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận mảng hoạt động Vận tải hàng hóa của Gemadept. Hiện nay hoạt động này đang còn gặp rất nhiều khó khăn, đội tàu của **Gemadept** có sức chuyên chở thấp, chỉ từ 500 TEU - 1.000 TEU mỗi tàu nên các tuyến vận tải của **Gemadept** chủ yếu là tuyến ngắn đi Malaysia, Hongkong, Thailand, Singapore... Điều này khiến cho **Gemadept** gặp nhiều khó khăn trong cạnh tranh quốc tế. (Hơn 80% sản lượng vận tải biển quốc tế của Việt Nam được chuyên chở bởi các hãng tàu nước ngoài).

Bên cạnh đó, do tình hình khó khăn chung của ngành Vận tải biển trong thời gian qua, với các yếu tố tiêu cực như giá cước vận tải biển giảm sâu và hiện vẫn đang duy trì ở mức rất thấp, giá nguyên vật liệu (giá dầu) tăng nên **biên lợi nhuận của mảng hoạt động này chỉ đạt từ 6% - 7%.**

Biên lợi nhuận gộp hoạt động Vận tải biển của Gemadept


Nguồn: Gemadept, SHS Research.

Vận tải container đường biển của **Gemadept** sẽ không còn là hoạt động có vị thế quan trọng.

Với những khó khăn này, cộng thêm việc đầu tư cho đội tàu khá tốn kém thì trong khoảng 5 năm tới, theo nhận định của chúng tôi, **Gemadept** sẽ không chú trọng đầu tư cho Vận tải biển mà sẽ đầu tư vào các hoạt động khác có lợi nhuận biên cao hơn. Doanh thu và lợi nhuận hoạt động Vận tải container của **Gemadept** được dự đoán sẽ chỉ tăng trưởng khoảng 5% một năm từ nay đến năm 2015.

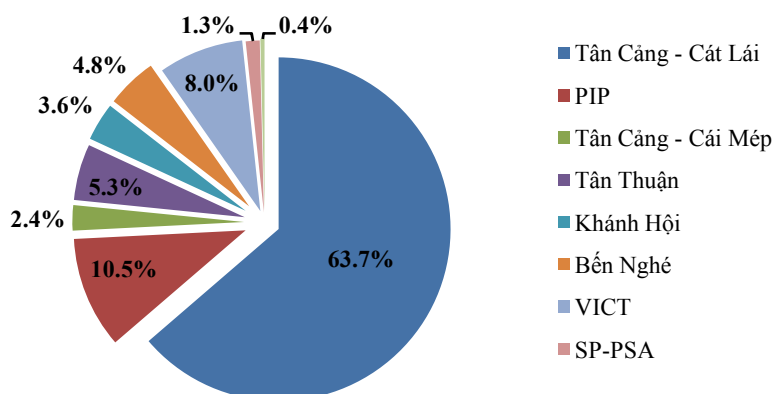
Hoạt động khai thác cảng

Gemadept là doanh nghiệp duy nhất ở Việt Nam có hệ thống cảng trên cả 3 miền của Việt Nam. Hệ thống cảng này giúp Gemadept có thể khai thác lượng hàng hóa vận tải biển xuất nhập khẩu cũng như vận tải nội thủy Bắc – Trung – Nam một cách hiệu quả.

Các cảng đã hoạt động của Gemadept

Cảng	Vị trí	Chiều dài cầu cảng	Công suất
ICD Phước Long	TP. Hồ Chí Minh	1.650 m	500.000 TEU/năm
GMD – Dung Quất	Quảng Ngãi	290 m	2,5 triệu tấn/năm
GMD – Nam Hải	Hải Phòng	144 m	150.000 TEU/năm

Nguồn: Gemadept, SHS Research.

Thị phần các cảng container Miền Nam.


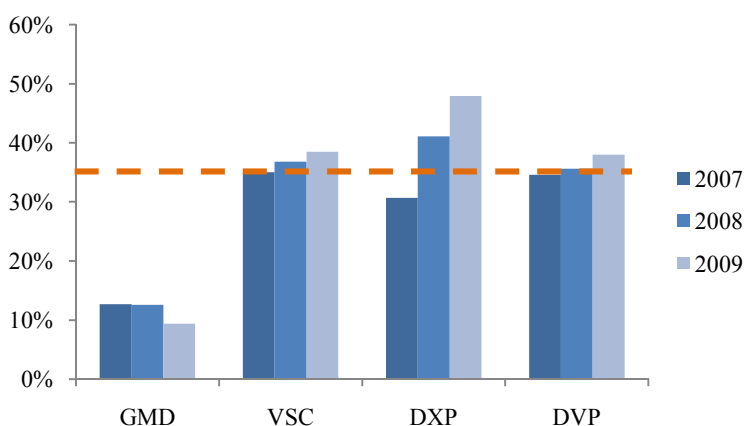
Nguồn: Gemadept, SHS Research.

ICD Phước Long (PIP) là cảng lớn nhất, chiếm khoảng 80% doanh thu hoạt động Khai thác cảng – Logistics của **Gemadept**. Từ năm 2007 đến nay, lượng hàng thông qua PIP luôn từ 350.000 – 400.000 TEU, mang lại cho **Gemadept** nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định. Xét về quy mô và lượng hàng thông qua,

PIP là cảng container lớn thứ 2 tại thành phố Hồ Chí Minh sau Tân Cảng – Cát Lái và đứng thứ 3 cả nước.

Tuy nhiên, do hoạt động dưới mô hình cảng cạn nên biên lợi nhuận hoạt động của PIP thường không cao như cảng biển, chỉ từ 11% - 14%. Theo mô hình này, sẽ có nhiều chi phí phát sinh thêm so với cảng biển thông thường, đặc biệt là chi phí chuyển hàng từ hệ thống phao vào trong đất liền. Trong khi đó, với mục đích cạnh tranh nên giá dịch vụ của cảng cạn không chênh lệch nhiều so với các cảng biển thông thường. Chính điều này khiến biên lợi nhuận hoạt động cảng của **Gemadept** thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp khai thác cảng biển khác (*biên lợi nhuận của các doanh nghiệp này thường ở mức 35%*).

Biên lợi nhuận gộp của các công ty khai thác cảng.



Nguồn: Gemadept, SHS Research.

*Dự án cảng nước sâu Gemalink Cái Mép cho thấy hoạt động Khai thác cảng sẽ là hoạt động trọng tâm của **Gemadept** và sẽ được **Gemadept** chú trọng đầu tư trong những năm tới.*

Dự án cảng nước sâu Gemalink Cái Mép sẽ giúp cho Gemadept trở thành doanh nghiệp khai thác cảng hàng đầu Việt Nam và nâng cao biên lợi nhuận của hoạt động này. Đây là dự án liên doanh giữa **Gemadept** và CMA-CGM, mỗi bên góp 50%. Cho đến nay, cảng này được coi là cảng container lớn và hiện đại nhất tại Việt Nam với tổng công suất cảng là 2,4 triệu TEU/năm - Tổng mức đầu tư ước tính cho dự án là 400 triệu USD.

So sánh Gemlink Cái Mép với Tân Cảng - Cát Lái và Chùa Vẽ - Hải Phòng

	Cái Mép	Tân Cảng - Cát Lái	Chùa Vẽ
Loại cảng	Cảng Biển	Cảng Biển	Cảng Biển
Chiều dài cầu cảng (m)	1.550	1.462	848
Độ sâu trước bến (m)	16	12	8
Năng lực (Teu/năm)	2.400.000	2.500.000	550.000

Nguồn: SHS Research.

Xét về quy mô và năng lực thông qua thì cảng Gemalink Cái Mép tương đương với Tân Cảng - Cát Lái, tuy nhiên Gemalink Cái Mép có nhiều lợi thế hơn:

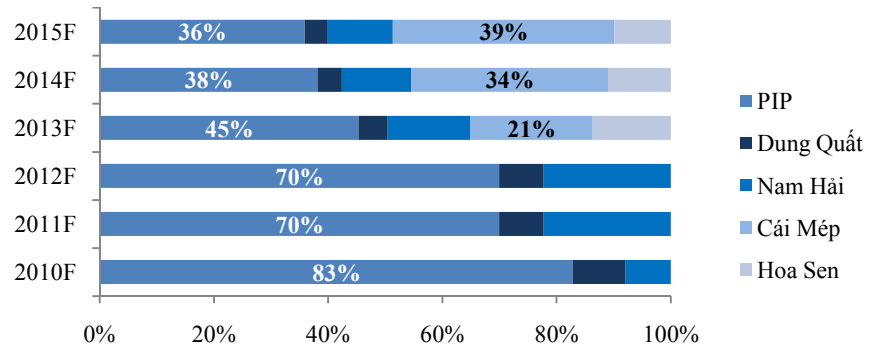
- Nằm sát biển, ngay phần sâu nhất của sông với khu vực quay trở tàu thuận

tiện hơn so với các cảng nằm ở thượng lưu. Có cầu cảng dài nhất với 1.550 m, chiều dài của 3 cảng gần kề là 600 m.

- Có bến chuyên dụng cho tàu Feeder kết nối với khu vực TP.Hồ Chí Minh và đồng bằng SCL, dễ dàng và tiết kiệm hơn so với việc vận chuyển bằng đường bộ vốn bất tiện và tốn kém.
- Là cảng duy nhất được thiết kế để tiếp nhận tàu có trọng tải đến 200.000 DWT. So với những cảng khác chỉ có thể tiếp nhận tàu có trọng tải tối đa 100.000 DWT, điều này làm cho Gemalink Cái Mép là cảng duy nhất có thể tiếp nhận những tàu mẹ có sức chở lớn hơn 10.000 TEU, đây là cỡ tàu sẽ được dùng phổ biến trong tuyến Á - Âu trong tương lai gần.
- Cảng được trang bị tối tân nhờ thiết kế và công nghệ mới nhất.
- Ít có rủi ro kinh doanh nhờ có được lượng hàng lớn do đã cam kết sử dụng dịch vụ từ các cổ đông và cũng là các hãng tàu lớn như CMA-CGM, **Gemadep**, cũng như các hãng tàu khác cùng liên minh.

Cảng Gemalink Cái Mép sẽ đi vào hoạt động giai đoạn quý I/2013 với năng lực thông qua khoảng 1,2 triệu TEU/năm. Cùng trong năm này, cảng biển quốc tế tổng hợp Hoa Sen sẽ đi vào hoạt động tại khu vực Cái Mép với khả năng thông qua 350.000 TEU/năm, sẽ làm cho thị phần khai thác cảng của **Gemadep** tăng lên đáng kể.

Dự báo cơ cấu doanh thu hoạt động Khai thác cảng của Gemadep



Nguồn: SHS Research.

Hoạt động kinh doanh bất động sản.

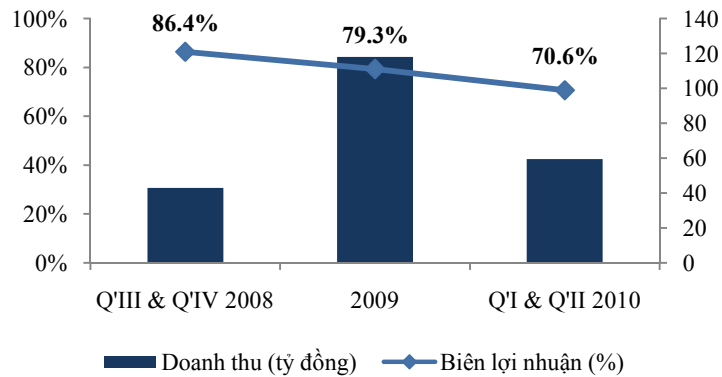
Hoạt động kinh doanh bất động sản tuy chiếm tỷ trọng không lớn trong doanh thu, nhưng mang lại lợi nhuận khá lớn và ổn định hàng năm cho Gemadep. Từ quý 3/2008, cao ốc văn phòng hạng A tại số 6 Lê Thánh Tôn, TP.Hồ Chí Minh đi vào hoạt động đánh dấu việc **Gemadep** bắt đầu tham gia vào lĩnh vực kinh doanh Bất động sản và đây vẫn cũng là dự án Bất động sản duy nhất đang hoạt động đến nay của **Gemadep**. Ngay trong thời gian đầu đi vào hoạt động, dự án này đã cho thuê được 100% diện tích, mang lại lợi nhuận khá cao và ổn định.

Trong năm 2009, dự án Cao ốc văn phòng Lê Thánh Tôn đã mang lại hơn 36% lợi nhuận của **Gemadep**, trong khi chỉ chiếm gần 7% tỷ trọng tổng doanh thu. Về mặt

giá trị, mỗi năm ước tính dự án này sẽ mang lại khoảng 120 tỷ đồng doanh thu cho **Gemadept**.

Hoạt động kinh doanh bất động sản của Gemadept cũng là mảng hoạt động có biên lợi nhuận cao nhất của doanh nghiệp và đạt mức 80%. Chi phí chủ yếu của mảng hoạt động này là chi phí khấu hao và chi phí quản lý tòa nhà. Trong nửa đầu năm 2010, khi mà giá thuê văn phòng có xu hướng đi xuống thì biên lợi nhuận mảng hoạt động Bất động sản của **Gemadept** cũng có phần sụt giảm, tuy nhiên vẫn hoạt động này vẫn duy trì được biên lợi nhuận ở mức khá cao và đạt khoảng 71%.

Doanh thu và biên lợi nhuận dự án Cao ốc Gemadept.



Nguồn: Gemadept, SHS Research.



Hiện Gemadept đang tiếp tục đầu tư vào lĩnh vực bất động sản với dự án Lê Lợi Plaza. Đây là dự án Cao ốc văn phòng, Trung tâm thương mại, Khách sạn 5 sao và Căn hộ cao cấp nằm tại vị trí tiếp giáp đường Lê Lợi - Nam Kỳ Khởi Nghĩa, với tổng mức đầu tư dự tính lên đến 100 triệu USD.

Các thông tin về dự án:

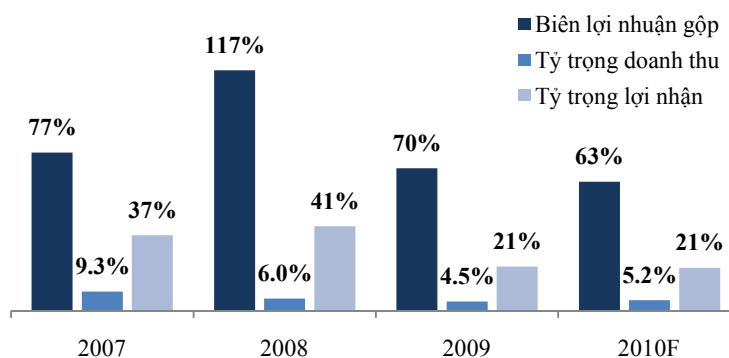
- Chủ đầu tư: Công ty TNHH Quả Cầu Vàng (**Gemadept** sở hữu 45%) góp 70% vốn cùng Saigon Tourist thành lập Công ty CP Du lịch Sài Gòn Liên hiệp vận chuyển (SAIGON GEM CORP) làm chủ đầu tư dự án.
- Vị trí: 117-123 Lê Lợi, Q1, TP.Hồ Chí Minh; gần ngã tư Lê Lợi - Nam Kỳ Khởi Nghĩa.
- Diện tích khu đất: 5.600 m²
- Diện tích sàn dự kiến: 73.500 m²
- Tổng mức đầu tư dự kiến: 100 triệu USD
- Dự kiến khởi công và hoàn thành: 2011 - 2013

Mặc dù thị trường văn phòng cho thuê tại TP. Hồ Chí Minh đang trong tình trạng thừa nguồn cung và giá có xu hướng đi xuống, nhưng dự án **Lê Lợi Plaza** vẫn được đánh giá là dự án có quy mô với khả năng sinh lời cao, do có vị trí đặc địa tại quận trung tâm của TP.Hồ Chí Minh, tương tự như cao ốc **Gemadept** tại số 6 Lê Thánh Tôn, đồng thời dự án còn khai thác mảng bất động sản trung tâm thương mại và khách sạn đang hết sức tiềm năng tại khu vực này. Sau khi dự án đi vào hoạt động, tỷ trọng mảng hoạt động Bất động sản sẽ chiếm vai trò quan trọng trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của **Gemadept**.

Hoạt động Đại lý vận tải.

Hoạt động Đại lý vận tải cho thấy được thế mạnh của **Gemadept** trong việc kết hợp được các dịch vụ của mình thành một chuỗi khép kín. Việc đồng thời sở hữu hệ thống cảng biển và đội tàu container đã giúp cho **Gemadept** có nhiều lợi thế trong việc triển khai các dịch vụ đại lý vận tải, đại lý giao nhận, đại lý container. Biên lợi nhuận của mảng hoạt động này đã cho thấy lợi thế của việc khép kín chuỗi dịch vụ của **Gemadept** khi mà trong cả 3 năm từ 2007 - 2009 đều đạt ở mức trên 70%. Do vậy, mặc dù chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu nhưng hoạt động Đại lý vận tải vẫn chiếm tỷ trọng tương đối cao trong cơ cấu lợi nhuận của **Gemadept**.

Biên lợi nhuận gộp, tỷ trọng doanh thu lợi nhuận hoạt động Đại lý vận tải



Nguồn: Gemadept, SHS Research.

Hoạt động Đại lý vận tải sẽ không phải là hoạt động được Gemadept đầu tư mạnh trong 5 năm tới do còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố bên ngoài.

Tuy nhiên, hoạt động Đại lý vận tải khó có khả năng tăng trưởng và mở rộng mạnh do phụ thuộc nhiều vào các doanh nghiệp nước ngoài và giá cước vận tải có xu hướng đi xuống. Bản thân **Gemadept** chỉ là một doanh nghiệp vệ tinh cho các doanh nghiệp vận tải giao nhận lớn nước ngoài như Sinokor, OOCL, Hyundai.. (hãng tàu); Triton, Textainer (container) và hàng chục công ty khác do vậy hoạt động đại lý vận tải của **Gemadept** phụ thuộc rất nhiều vào các doanh nghiệp này cả về quy mô và tình hình hoạt động kinh doanh.

Giá dịch vụ đại lý vận tải phụ thuộc khá nhiều vào giá cước vận tải biển bởi đây chỉ là dịch vụ gia tăng cho hoạt động vận tải biển. Chính vì vậy trong những năm tới khi giá cước vận tải biển duy trì ở mức thấp, cộng thêm việc có rất nhiều các doanh nghiệp Việt Nam và nước ngoài tham gia thị trường sẽ tạo ra khó khăn không nhỏ cho hoạt động này của **Gemadept**.

Dự báo hoạt động Đại lý vận tải sẽ vẫn chỉ chiếm tỷ trọng khoảng 5%-6% trong cơ cấu doanh thu và có tỷ trọng giảm dần trong cơ cấu lợi nhuận trong vòng 5 năm tới. Giá dịch vụ Đại lý vận tải có xu hướng duy trì ở mức thấp tương ứng với giá cước vận tải sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của hoạt động này. Bên cạnh đó, Gemadept đang tập trung đầu tư vào hoạt động Khai thác cảng và Bất động sản, sự tăng trưởng mạnh của 2 hoạt động này sẽ làm giảm tỷ trọng doanh thu lợi nhuận của hoạt động Đại lý vận tải.

Đánh giá xu hướng hoạt động của Gemadept

Các hoạt động hiện nay của Gemadept cho thấy Công ty đang dần trở thành một

nhà cung cấp dịch vụ logistics đường biển với chuỗi dịch vụ khép kín, phát triển xoay quanh và tương ứng với hoạt động trọng tâm Khai thác cảng, chính vì vậy mà mảng hoạt động trọng tâm trước đây là Vận tải biển vẫn sẽ được duy trì dù có biên lợi nhuận thấp.

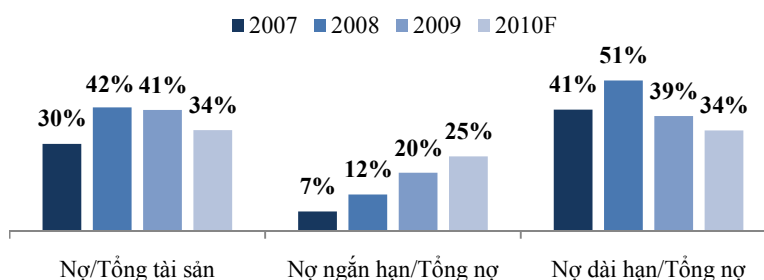
*Kinh doanh Bất động sản đang dần chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận, nhưng đây chỉ là hoạt động nhằm tận dụng tối đa quỹ đất thuộc sở hữu của **Gemadept**. Công ty không cho thấy xu hướng sẽ trở thành nhà đầu tư Bất động sản chuyên nghiệp cũng như chuyển hướng hoạt động trọng tâm sang mảng này.*

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1./ Cơ cấu tài sản.

Tỷ trọng nợ trên tổng tài sản có xu hướng giảm do vay dài hạn giảm. Trong năm 2010, **Gemadept** đã tiến hành tăng vốn từ 482 tỷ lên 1.000 tỷ đồng nhằm huy động thêm vốn đầu tư cho các dự án lớn như cảng biển Gemalink Cái Mép, Lê Lợi Plaza... nên các khoản vay dài hạn còn lại từ 2009 sẽ có xu hướng giảm trong thời gian trước mắt. Tuy nhiên, do hoạt động kinh doanh của **Gemadept** có xu hướng được mở rộng và đẩy mạnh, nên các khoản vay ngắn hạn phục vụ cho sản xuất kinh doanh sẽ tăng dần lên và có thể sẽ duy trì ở mức khoảng 25%.

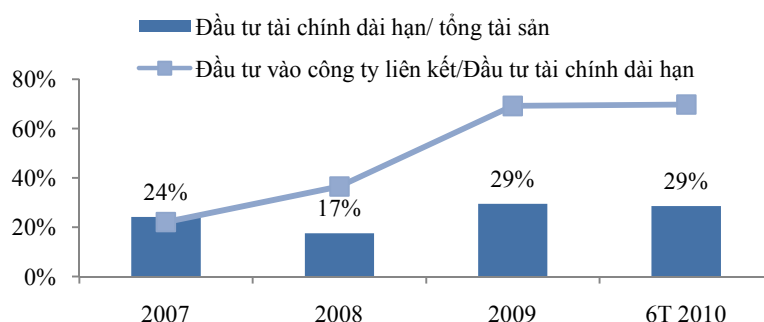
Cơ cấu vay nợ của Gemadept.



Nguồn: Gemadept, SHS Research.

Tỷ trọng tài sản đầu tư tài chính dài hạn cao, trong đó chủ yếu đầu tư vào công ty liên doanh liên kết và đầu tư chứng khoán. Đầu tư tài chính dài hạn chiếm khoảng 29% tổng tài sản của **Gemadept**, trong đó đầu tư vào các công ty liên doanh liên kết có xu hướng tăng từ năm 2007 đến nay và đang ổn định ở mức khoảng 70%.

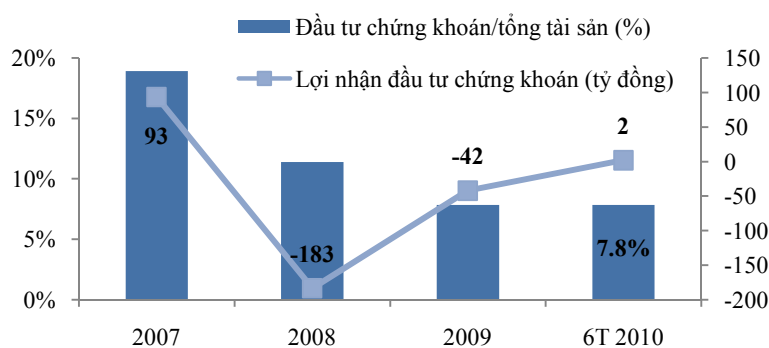
Đầu tư tài chính dài hạn của Gemadept



Nguồn: Gemadept, SHS Research.

Phần còn lại của các khoản đầu tư tài chính dài hạn của **Gemadept** đa phần là đầu tư chứng khoán. Mặc dù tỷ lệ đầu tư chứng khoán hiện nay đã giảm mạnh so với năm 2007 nhưng vẫn còn ở mức khá cao, chiếm khoảng 8% - 9% tổng tài sản của Công ty. Đây là do **Gemadept** đang hướng tới trở thành một tập đoàn đa ngành trong đó có cả hoạt động đầu tư tài chính mà cụ thể là chứng khoán. *Tuy nhiên hoạt động này trong những năm gần đây là nguyên nhân chính gây ra các khoản chi phí tài chính khá lớn và làm giảm lợi nhuận chung của **Gemadept**.* Nó cho thấy những rủi ro tiềm ẩn của việc đầu tư ngoài ngành mà **Gemadept** đang thực hiện, nhất là khi thị trường tài chính và nền kinh tế bất ổn.

Đầu tư chứng khoán của Gemadept



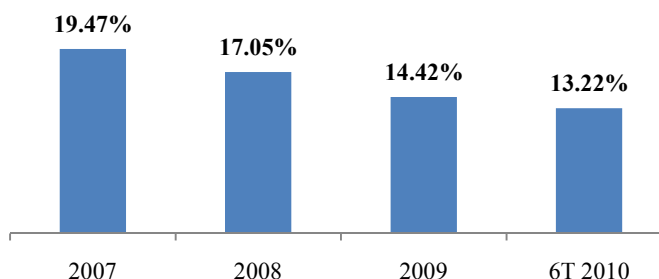
Nguồn: Gemadept, SHS Research.

Trong những năm tới đây, khi nguồn tiền chủ yếu được sử dụng để đầu tư vào các dự án lớn; cùng với việc không mang lại hiệu quả trong những năm vừa qua, nhiều khả năng doanh nghiệp Gemadept sẽ giảm tỷ trọng tài sản dành cho đầu tư tài chính – chứng khoán của mình.

2./ Hiệu quả hoạt động.

Biên lợi nhuận gộp đạt khoảng 13% - 15% do hoạt động chủ yếu là vận tải biển lại là mảng hoạt động có biên lợi nhuận gộp thấp. Từ năm 2007 - 2009, hoạt động vận tải biển có chiều hướng tăng nhẹ về tỷ trọng và chiếm hơn 60% trong cơ cấu doanh thu của **Gemadept**, bởi vậy nên biên lợi nhuận gộp của **Gemadept** có xu hướng giảm và biên lợi nhuận gộp toàn Công ty duy trì ở mức khá thấp.

Biên lợi nhuận gộp của Gemadept



Nguồn: Gemadept, SHS Research.

Từ nay cho đến năm 2013, hoạt động sản xuất kinh doanh của **Gemadept** sẽ chưa có nhiều thay đổi so với năm 2009 bởi 2 dự án lớn là Cảng **Gemalink Cái Mép** và **Lê Lợi Plaza** chưa đi vào hoạt động, vì thế biên lợi nhuận gộp dự báo có thể vẫn sẽ chỉ duy trì ở mức tương đương.

Chi phí tài chính và khoản thu nhập bất thường ảnh hưởng mạnh tới các chỉ số ROE và ROA của Gemadept. Năm 2008, mặc dù **Gemadept** ghi nhận được khoản lợi nhuận 283 tỷ đồng từ việc đánh giá lại tài sản góp vốn liên doanh (giá trị quyền sử dụng đất cảng Gemalink Cái Mép), nhưng khoản lỗ từ đầu tư chứng khoán và khoản trích lập dự phòng giảm giá đầu tư tài chính lên đến hơn 400 tỷ đã làm cho chỉ số ROA và ROE giảm xuống mức rất thấp, tương ứng là 0,9% và 1,6%. Ngược lại khoản hoàn nhập dự phòng của năm 2008 được hạch toán trong năm 2009 đã làm tăng đột biến 2 chỉ số này.

ROA và ROE của Gemadept



Nguồn: Gemadept, SHS Research.

Năm 2010, nếu loại trừ ảnh hưởng từ các khoản thu nhập và chi phí tài chính bất thường, chúng tôi cho rằng ROA và ROE của **Gemadept** sẽ ở mức thấp hơn so với năm 2007 do **Gemadept** mới tăng vốn điều lệ lên hơn 2 lần. Hai chỉ số này sẽ có xu hướng tăng dần trong những năm tới đây khi mà Công ty chuyển hướng hoạt động trọng tâm, và đặc biệt là sau năm 2013 khi mà các dự án đầu tư lớn của Công ty hoàn thành và đi vào hoạt động.

DỰ BÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2010

Hoạt động kinh doanh năm 2010 của **Gemadept** sẽ không có nhiều thay đổi so với năm 2009 cả về cơ cấu lẫn doanh thu và lợi nhuận, do các mảng hoạt động hầu như không có sự đột biến. Vận tải hàng hóa vẫn là hoạt động trọng tâm, trong khi các hoạt động có tỷ suất lợi nhuận cao như Đại lý hàng hải và Bất động sản vẫn chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận.

Năm 2010, **Gemadept** đặt mục tiêu đạt 1.800 tỷ đồng doanh thu và 230 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. Kết thúc quý III năm 2010, Công ty đã đạt được 1.458 tỷ đồng doanh thu và 138 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. Trên cơ sở đánh giá về tình hình các hoạt động của **Gemadept**, chúng tôi cho rằng **Gemadept** hoàn toàn có thể đạt mục tiêu về doanh thu của mình. Tuy nhiên, việc hoàn thành mục tiêu lợi nhuận sẽ gặp nhiều khó khăn. Trong năm nay, các chi phí tài chính của công ty sẽ phát sinh khá nhiều do tỷ giá VND/USD tăng mạnh, thị trường tài chính diễn biến xấu và sẽ gây ảnh hưởng không tốt tới lợi nhuận của **Gemadept**.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2010 của Gemadept

	2010E		9 tháng 2010		
	Kế hoạch GMD	SHS Dự báo	Thực hiện	% Kế hoạch GMD	% SHS Dự báo
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	1.800	2.350	1.458	81%	62%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	230	187	138	60%	73%

Nguồn: Gemadept, SHS Research.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU GMD

Việc định giá cổ phiếu **GMD** được dựa theo 2 nhóm phương pháp: nhóm dự báo ngắn hạn gồm có phương pháp P/E và P/B; nhóm dự báo dài hạn gồm có phương pháp FCFF, FCFE và NAV. Các phương pháp đều có tỷ trọng như nhau trong mỗi nhóm.

1./ Phương pháp P/E và P/B

Do **Gemadept** là một doanh nghiệp đa ngành, nên việc định giá bằng phương pháp P/E và P/B sẽ được áp dụng trên cơ sở chỉ số P/E và P/B trung bình trọng số các mảng hoạt động của **Gemadept**. Trọng số của mỗi mảng hoạt động được dựa trên tỷ trọng lợi nhuận ước tính mà mảng hoạt động đó có thể đóng góp cho kết quả chung của doanh nghiệp trong năm 2010.

Ngành	Tỷ trọng	P/E	P/B
Vận tải biển	28%	10,9	1,6
Khai thác cảng	24%	7,6	1,4
Bất động sản	25%	11,78	2,0
Trung bình		10,16	1,63

(Số liệu được lấy tại thời điểm tháng 10 năm 2010)

- EPS dự kiến năm 2010 của **Gemadept** là 1.337 đồng. P/E bình quân tại thời điểm tháng 10 năm 2010 là 10,16. Giả sử đây là mức P/E kỳ vọng cho năm 2010 thì giá cổ phiếu **GMD** là: $10,16 \times 1.337 = 13.584$ đồng.
- Giá trị sổ sách (Book value) của cổ phiếu **GMD** sau khi tăng vốn lên 1.000 tỷ đồng là 37.231 đồng, với P/B bình quân tại thời điểm cuối tháng 10 năm 2010 là 1,63. Giả sử đây là mức P/B kỳ vọng cho năm 2010 thì giá cổ phiếu **GMD** là: $1,63 \times 37.231 = 60.730$ đồng.

Tổng hợp nhóm phương pháp dự báo ngắn hạn

Đơn vị: Đồng

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá
P/E	50%	6.792
P/B	50%	30.365
Giá cổ phiếu GMD (làm tròn)		37.100 đồng/CP

2./ Phương pháp FCFE và FCFF

Các giả định:

- *Đội tàu:* **Gemadept** sẽ giữ nguyên năng lực chuyên chở đội tàu từ năm 2010.
- *Cảng biển:* Cảng Gemadept Dung Quất từ năm 2011 sẽ chuyển hướng hoạt động dưới hình thức cảng container. Năm 2011 **Gemadept** cũng sẽ mua lại toàn bộ cảng Nam Hải - Hải Phòng. Cảng quốc tế Hoa Sen và giai đoạn 1 Cảng Gemalink Cái Mép sẽ đi vào hoạt động từ năm 2013.
- *Bất động sản:* Cao ốc Gemadept tại số 6 Lê Thánh Tôn vẫn sẽ cho thuê được với mật độ 100. Dự án Lê Lợi Plaza bắt đầu mang lại doanh thu và lợi nhuận kể từ năm 2014.
- *Giá cước vận tải và giá dịch vụ cảng:* Giá dịch vụ vận tải và dịch vụ cảng giá kể từ năm 2010 trở đi được giả định sẽ tăng tương ứng với mức dự báo về tỷ giá VND/USD.
- *Tỷ giá VND/USD* năm 2010 được giả định sẽ đạt mức ổn định tương đương với mức tỷ giá tại thời điểm cuối tháng 10/2010, tỷ giá trong những năm sau được giả định sẽ tăng trung bình ở mức từ 1,5% - 2,5%/năm.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá
FCFE ($g = 5\%$, $Ke = 17,37\%$)	38.680 đồng
FCFF ($g = 5\%$, $WACC = 17,37\%$)	45.598 đồng

3./ Phương pháp NAV.

Phương pháp NAV được thực hiện trên cơ sở giá trị tài sản ròng và vốn chủ sở hữu của **Gemadept**. Công ty hiện đang sở hữu khá nhiều bất động sản và cảng biển có giá trị. Trong đó điển hình và có giá trị lớn nhất là Cao ốc Gemadept tại số 6 Lê Thánh Tôn, Khu đất tại 117-123 Lê Lợi, Cảng Gemalink Cái Mép, Khu dân cư Bắc Rạch Chiếc ... Tuy nhiên, theo quan điểm thận trọng chúng tôi chỉ đánh giá các tài sản có giá trị cao và có số liệu xác thực như Cao ốc Gemadept, Khu đất Lê Lợi và Cảng Gemalink Cái Mép. Giá trị khu cảng Gemalink Cái Mép được căn cứ theo hợp đồng góp vốn và đánh giá tài sản góp vốn của **Gemadept** đã ký với CMA-CGM; còn giá trị Cao ốc Gemadept và khu đất Lê Lợi được tính toán theo giá thị trường hiện tại và diện tích thương mại của 2 dự án bất động sản này.

Đơn vị: Tỷ đồng

Tài sản	Diện tích (m ²)	Giá thị trường	Giá vốn	NAV	Tỷ lệ sở hữu	Tính cho GMD
Cao ốc Gemadept	16.000	630,4	262	368,4	100%	368,4
Khu đất Lê Lợi	73.500	2.896	49,2	2.846,7	31,5%	896,7
Cảng Gemalink Cái Mép	720.000	778,2	98,5	679,7	50%	339,8
				Vốn chủ sở hữu		3.723
				Tổng NAV		5.328
				Giá cổ phần (đồng)		53.280



Tổng hợp nhóm phương pháp dự báo dài hạn

Đơn vị: Đồng

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá
FCFE	33%	12.764
FCFF	33%	15.047
NAV	34%	18.115
Giá cổ phiếu GMD (làm tròn)		45.900 đồng/CP

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ

Phòng Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính

Tòa nhà Đào Duy Anh, số 9 - Đào
Duy Anh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: (84-4) 3537 8010

Fax: (84-4) 3537 8005

Chi nhánh Hồ Chí Minh

41 - Pasteur, Quận I, TP. Hồ
Chí Minh

Tel: (84-8) 3915 1368

Fax: (84-8) 3915 1369

Chi nhánh Đà Nẵng

97 - Lê Lợi, Hải Châu, Đà
Nẵng

Tel: (84-511) 3525 777

Fax: (84-511) 3525 779

Chi nhánh Nghệ An

9A - Hồ Tùng Mậu, Hưng
Bình, TP.Vinh

Tel: (84-38) 8602 767

Fax: (84-38) 8602 757

Website: www.shs.com.vnNgười thực hiện:

Phạm Ngọc Bách

bach.pn@shs.com.vn

Kiểm duyệt:

Nguyễn Hải Dương

duong.nh@shs.com.vn

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được tiến hành thu thập và xem xét cẩn trọng; tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo khi nghiên cứu đầu tư.

SHS có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo nghiên cứu này. Người đọc cần lưu ý rằng SHS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo nghiên cứu phân tích này.