

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

❖ **Trong báo cáo tháng 3**, chúng tôi đã khuyến nghị mua GMD dựa trên P/B (so sánh giá với giá trị sổ sách), do chất lượng tài sản của GMD. Tới thời điểm này, "chất lượng" đó đang được chuyển hóa một phần thành lợi nhuận

- **Trong bản tin vận tải tháng 7**, chúng tôi đã đề cập đến khả năng lợi nhuận đột biến thu được từ dự án cảng Cái Mép, và con số lợi nhuận chính xác đã được xác nhận: 25 triệu đô lợi nhuận đột biến, nhiều khả năng sẽ được ghi nhận vào quý III năm 2009. Điều này cũng giải thích cho đợt tăng giá vừa qua của cổ phiếu GMD.
- Mặc dù đây là một khoản lợi nhuận bất thường, nhưng đây cũng là một cơ hội hiếm có để cho nhà đầu tư thấy được chất lượng tài sản của GMD: GMD đã không bán cảng, mà khoản lợi nhuận đột biến này là do đánh giá lại phần đất đem góp vào công ty liên doanh Cái Mép. Cảng Cái Mép trong tương lai, sẽ giúp GMD thực sự chuyển mình thành một công ty vận hành cảng quốc tế.

❖ **Những yếu tố nào khác sẽ ảnh hưởng đến giá trong 2009-2010?**

- Thay đổi phương án phát hành: **Trong báo cáo cập nhật tháng 5**, chúng tôi cho rằng phương án phát hành thông qua trong đại hội cổ đông là không hấp dẫn, khi cổ đông hiện hữu sẽ phải trả 30%-50% của giá thị trường cho mỗi cổ phiếu phát hành thêm. Tuy nhiên, công ty đang xem xét thay đổi phương án phát hành để có lợi hơn cho cổ đông hiện hữu: cổ đông hiện hữu sẽ được mua nhiều cổ phiếu hơn so với tỉ lệ 3:1 trước đây, và với giá rẻ hơn. Phương án này, khi được công bố, chắc chắn sẽ là yếu tố hỗ trợ cho giá cổ phiếu GMD.
- Hoàn nhập dự phòng sẽ tiếp tục là những khoản lợi nhuận "ngạc nhiên dễ chịu" cho NGĐT vào các quý tới. Chúng tôi nhận thấy rằng những khoản dự phòng lớn cho đầu tư tài chính gần phần lớn đến từ SAM và giá SAM vẫn đang đi lên trong quý III. Dự phòng đầu tư dài hạn cho Ngân Hàng Hàng Hải (MSB), vẫn được hoàn nhập trong quý II. Vì vậy, nếu chỉ số VNIndex giữ được mức trên 500 điểm, chúng tôi kỳ vọng trong 6 tháng cuối năm, công ty sẽ hoàn nhập thêm khoảng 70 tỷ đồng.
- Hoạt động xuất-nhập khẩu đang được cải thiện, và GMD cung cấp dịch vụ cảng và vận chuyển hàng công-ten-nơ, nhóm này đang hồi phục nhanh hơn vận tải hàng rời. 2010 sẽ là năm ghi nhận tăng trưởng đáng kể từ hoạt động chính của công ty.
- Le Loi Plaza là một câu chuyện khác có thể làm cho GMD trở nên hấp dẫn trong năm 2010 (cũng như câu chuyện Cái Mép đã gây ngạc nhiên cho thị trường trong quý III); khi giá trị sổ sách của dự án này chỉ là 800 USD/1m2, trong khi đó giá thị trường hiện trên 20.000USD/1m2. (GMD sở hữu 35% của công ty mới đang thành lập. Tổng diện tích đất của dự án này là 6600m2)

❖ **Định giá?**

- Tại mức giá hiện tại, P/B 2009 của GMD là khoảng 1,52x. Tuy nhiên, GMD có 2 dự án bất động sản đang được định giá tại giá trị lúc mua vào: GMD Le Thanh Ton Tower và Le Loi Plaza. Nếu chúng tôi dùng giá trị thị trường để tính P/B, thì P/B 2009 sẽ khoảng 1,08x. Vì thế, chúng tôi tin rằng việc mua dựa trên P/B là hợp lý trong năm nay, và giá trị sổ sách sẽ được thể hiện vào lợi nhuận trong năm 2009 với dự án Cái Mép, và có thể 2010 với dự án Lê Lợi plaza..

❖ **Rủi ro?**

- Dự án Cái Mép sẽ không mang lại lợi nhuận cho đến năm 2013, và sẽ tiêu tốn một lượng vốn khổng lồ trong những năm tới, và thậm chí ngay cả khi có lợi nhuận, con số cũng sẽ khá khiêm tốn do chi phí vận hành, khấu hao và lãi vay đều cao.
- Diễn biến giá GMD có độ tương quan rất cao với VNIndex (82%, dựa trên số liệu trong 3 năm). Điều đó có nghĩa là nếu VNIndex giảm, 82% khả năng là giá GMD cũng sẽ giảm.

Nguyễn Hồng Dung

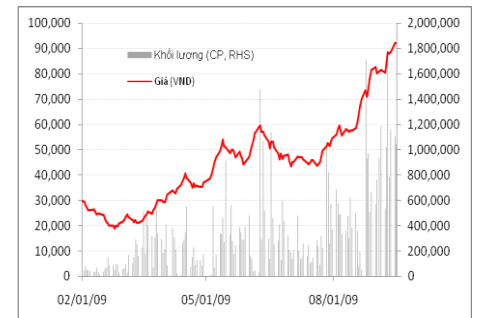
Giám đốc Phân tích
dzungnh@ssi.com.vn

THÔNG TIN CỐ PHIẾU

Chỉ số cơ bản

	15/09/2009
Giá (VND)	92000
SLCP đang lưu hành	47,500,000
GT vốn hóa TT (tỷ đồng)	4,370
SH nước ngoài (%)	31.04%
SH nhà nước (%)	5.89%
ROE	22.5%
ROA	14.9%

DIỄN BIẾN GIÁ VÀ KL CỦA GMD



Nguồn: Reuters

Định giá

	2009E	2010E
P/E	6,3	18,2
P/B	1,52	1,57
Tỉ suất cổ tức/Giá	n.a	n.a
EV/EBITDA	13,9	12,3

Ước tính

(Triệu VND)	2009E	2010E
Doanh thu	1.731.512	1.820.648
Lợi nhuận	711.195	293.090
EPS	14.973	4.071
Tỉ lệ cổ tức	n.a	n.a

TÓM TẮT TÀI CHÍNH CỦA GMD

INCOME STATEMENT	2006	2007A	2008A	2009E	2010E
Net sales	1,211,978	1,171,417	1,854,477	1,731,512	1,820,648
COGS	964,641	943,716	1,542,968	1,409,311	1,460,171
Gross profit	247,337	189,212	311,609	322,201	360,477
Selling expense	166	173	3,172	-	-
G&A expenses	89,593	99,280	107,574	103,891	109,239
Total operating expenses	89,759	89,759	110,746	103,891	109,239
Operating profit (EBIT)	157,578	(89,759)	200,863	218,310	251,238
Financial income	74,431	195,470	169,389	150,000	148,427
Financial expense	16,710	105,953	540,073	94,482	64,482
Interest expense	13,858	32,281	58,448	-	-
Gain/Loss from financial activities	57,721	89,516	(370,684)	55,518	83,945
Other income	1,318	51,341	7,714	450,000	5,462
Other expense	1,387	9,923	1,192	-	-
Gain/Loss from other activities	(69)	41,418	6,522	450,000	5,462
Earnings before income tax provision	219,575	264,606	(163,299)	743,828	385,645
Income tax provision	50,573	47,864	3,574	32,632	92,555
Net earnings	169,002	216,742	(166,873)	711,195	293,090
			(163,299)		
Attributable to:	-	-	-	-	-
Minority interest	-	-	-	-	-
Equity holders of the parent	169,002	216,742	(166,873)	711,195	293,090
Number of shares	27,500,000	34,795,315	47,500,000	47,500,000	72,000,000
EPS	6,146	6,229	(3,513)		
Depreciation	-	-	-	14,973	4,071
EBITDA	157,578	(89,759)	200,863	136,522	150,900
BALANCE SHEET	2005	2007A	2008A	2009E	2010E
Unit: Million VND					
Current Assets	569,366	1,258,782	924,276	1,214,385	1,177,635
Cash & cash equivalent	103,897	275,755	172,318	439,713	434,892
Short-term Investment	20,304	203,306	81,217	143,504	80,000
Accounts Receivable	281,607	652,210	501,900	450,193	473,369
Inventories	5,611	9,380	29,051	25,140	25,517
Other current assets	157,947	118,132	139,791	155,836	163,858
	-	-	-	-	-
Fixed Asset Long-term investment	823,505	2,027,755	2,577,725	3,501,640	3,850,127
Long-term receivables	-	-	-	-	-
Fixed Assets	592,168	1,178,670	1,634,050	1,628,441	1,579,766
Property Investment	-	-	262,705	259,679	256,840
Long-term financial Investment	208,066	792,951	613,521	1,613,521	2,013,521
Other Assets	23,271	56,133	67,449	-	-
Total Assets	1,392,871	3,286,537	3,502,001	4,716,026	5,027,763
LIABILITIES	737,418	972,813	1,468,585	1,544,480	1,563,126
Total current liabilities	437,776	532,547	692,340	777,957	796,603
Short-term Debt	95,175	64,953	183,765	265,418	265,418
Accounts Payable	171,838	224,178	297,013	267,769	277,433
Payroll	1,638	14,458	21,900	20,003	20,724
Income Taxes	33,308	39,445	10,401	9,711	10,211
Other current liabilities	135,817	189,513	179,261	215,056	222,817
	-	-	-	-	-
Long-term Liabilities	299,642	440,265	776,246	766,523	766,523
Long-term debt	298,241	400,814	736,340	726,618	726,618

Other long-term liabilities	1,401	39,451	39,906	39,906	39,906
EQUITY	655,454	2,313,724	2,033,415	3,171,546	3,464,636
Owners' Equity	624,728	2,270,888	2,183,784	3,121,268	3,399,704
Chartered Capital	345,230	475,000	475,000	720,000	720,000
Capital Surplus	40,979	1,366,907	1,366,907	1,548,842	1,548,842
Other Funds	71,915	86,895	98,704	111,763	126,418
Retained Earnings	166,604	342,086	55,586	740,662	1,004,443
Other resources and fund	11,927	12,852	5,847	18,907	33,562
Minority interest	18,799	29,984	31,371	31,371	31,371
TOTAL LIABILITIES AND EQUITY	1,392,872	3,286,537	3,502,001	4,716,026	5,027,762
Book value		65,264.20	45,974.39	60,509.23	47,218.10
	2005	2007A	2008A	2009E	2010E
Margins				81%	80%
COGS	80%	81%	83%	19%	20%
Gross profit	20%	16%	17%	6%	6%
SG&A expense	7%	8%	6%		
EBIT	13%	-8%	11%	13%	14%
EBITDA	13%	-8%	11%	20%	22%
Pre-tax profit	18%	23%	-9%	43%	21%
Net earnings	14%	19%	-9%	41%	16%
Tax rate					
D&A/Fixed asset	0%	0%	0%	8%	10%
Growth rate					
Total sales	n.a	-3%	58%	-7%	5%
EBIT	n.a	-157%	-324%	9%	15%
EBITDA	n.a	-157%	-324%	77%	13%
Interest expense	n.a	133%	81%	-100%	
Net earnings	n.a	28%	-177%	-526%	-59%
EPS	n.a	1%	-156%	-526%	-73%
FINANCIAL RATIOS	2005	2007A	2008A	2009E	2010E
Working capital management					
Op. Working capital ratio	11%	62%	13%	25%	21%
Days' receivables	84.81	203.22	98.78	94.90	94.90
Days' inventory	2.1	3.6	6.9	6.5	6.4
Days' payables	65.02	86.71	70.26	69.35	69.35
Current Liabilities and short-term liquidity					
Current Ratio	130%	236%	134%		
Quick Ratio	93%	212%	109%	156%	148%
Cash Ratio	24%	52%	25%	133%	124%
Debt and long term solvency				57%	55%
Liabilities-to-equity ratio	113%	42%	72%		
Debt-to-equity ratio	60%	20%	45%		
Net debt to equity ratio	44%	8%	37%	49%	45%
Interest coverage	1684%	920%	-179%	31%	29%

KHỎI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

ssiresearch@ssi.com.vn

Lê Lệ Hằng	Giám đốc khối	hangl@ssi.com.vn
Nguyễn Hồng Dung	Giám đốc phân tích	dzungnh@ssi.com.vn