BAOVIET Securities

Ngành Cảng biển

Báo cáo cập nhật Q3/2015

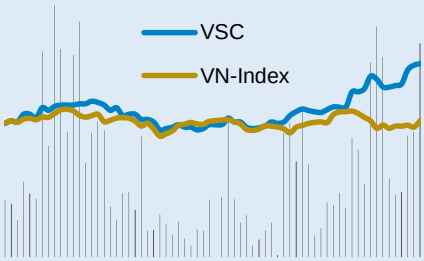
Tháng 10, 2015

Khuyến nghị	**OUTPERFORM**
Giá kỳ vọng (VND)	**69.700**
Giá thị trường (8/10//2015)	61.500
Lợi nhuận kỳ vọng	13%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	39.500-64.000
Vốn hóa	2.568 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	41.416.042 CP
KLGD bình quân 10 ngày	142.936 CP
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.417 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,73%
Beta	0,78

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VSC	48,8%	12,7%	27,8%	49,7%
VN-Index	8,2%	3,1%	-5,1%	7,2%

Chuyên viên phân tích

Đinh Thị Thu Thảo

(84 4) 3928 8080 ext 607

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Container Việt Nam

Mã giao dịch: VSC Reuters: VSC.HM Bloomberg: VSC VN

Quý 3 thường là quý thấp điểm nhất trong năm

Dự báo KQKD Q3/2015 tăng nhẹ. Chúng tôi ước tính VSC có khả năng đạt 221 tỷ doanh thu và 52 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương ứng tăng trưởng 5% và 6% so với cùng kỳ năm 2014 mặc dù yếu tố thời vụ quý 3 là quý thấp điểm đối với các doanh nghiệp cảng biển.

Triển vọng 2015. VSC có thể đạt 946 tỷ doanh thu và 273 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương ứng tăng 6% và 10% so với năm 2014, nguyên nhân chủ yếu là do sản lượng hàng hóa qua cảng tăng trưởng tích cực và hoạt động của kho CFS mới hiệu quả hơn.

Khuyến nghị đầu tư. Năm 2015, sự tăng trưởng của VSC sẽ đến từ hoạt động khai thác 2 kho CFS hiệu quả hơn và hoạt động khai thác cảng – dù đã đạt công suất toàn dụng – vẫn có sự tăng trưởng nhờ các yếu tố thuận lợi về nhu cầu xuất nhập khẩu của khối FDI và sự trở lại của hàng container lạnh. Với mức giá hiện tại, P/E 2015 của VSC hiện ở mức 7,8 lần, tương đối rẻ nếu so với P/E bình quân ngành cảng biển.

Về dài hạn, VSC đã giải quyết được bài toàn công suất cảng bằng việc hợp tác với VIP xây dựng Cảng VIP Greenport (VGP) tại khu vực Cảng Đình Vũ. VSC hiện tại sở hữu 65% cổ phần tại VGP và vẫn đang trong quá trình tìm kiếm đối tác để nâng tỷ lệ sở hữu và thoái còn 50% tại cảng mới. Cảng mới sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ trung tuần tháng 11/2015 và đóng góp cho sự tăng trưởng của VSC từ năm 2016 với hiệu suất khai thác 60% cho năm đầu tiên hoạt động. Sự phát triển của cảng mới sẽ tạo ra chu kỳ tăng trưởng mới cho VSC.

Do đó, chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VSC với giá kỳ vọng **69.700 VNĐ/cổ phần**.

Một số chỉ tiêu tài chính của VSC

Chỉ số tài chính	2013	2014	2015F	Q3/2014	Q3/2015F
Doanh thu (tỷ đồng)	792	891	**946**	210	**221**
EBITDA (tỷ đồng)	361	363	**351**	75	**70**
EBIT (tỷ đồng)	305	303	**334**	60	**66**
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	240	248	**273**	49	**52**
EPS (đồng/cổ phần)	8.346	7.182	**7.896**	10.028	**9.480**
P/E (x)	7,37	8,56	**7,79**	6,13	**6,49**
P/B (x)	1,95	2,01	**2,01**	1,95	**2,01**
ROA (%)	22%	19%	**16%**	18%	**16%**
ROE (%)	29%	24%	**19%**	25%	**21%**

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu khác	51%

CỔ ĐÔNG LỚN

Vietnam Holding Limited	5,83%
Forum One - VCG Partners Vietnam Fund	4,92%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	644	779	797	891	946
Giá vốn	415	512	489	579	600
Lợi nhuận gộp	229	268	303	312	346
Doanh thu tài chính	52	45	16	16	30
Chi phí tài chính	24	-5	-4	-8	-7
Lợi nhuận sau thuế	191	229	240	248	273

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	59	47	282	216	442
Các khoản phải thu ngắn hạn	389	331	61	52	50
Hàng tồn kho	8	15	10	7	8
Tài sản cố định hữu hình	212	365	457	421	390
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	36	25	42	100	112
Tổng tài sản	**857**	**1.055**	**1.133**	**1.495**	**1.718**
Nợ ngắn hạn	211	265	239	270	289
Nợ dài hạn	3	33	10	10	9
Vốn chủ sở hữu	643	757	884	1.216	1.420
Tổng nguồn vốn	**857**	**1.055**	**1.133**	**1.495**	**1.718**

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	17%	21%	2%	13%	6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	6%	20%	5%	3%	10%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	36%	34%	38%	35%	37%
Lợi nhuận thuần biên (%)	36%	37%	36%	32%	35%
ROA (%)	22%	22%	22%	19%	16%
ROE (%)	30%	30%	29%	24%	19%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	25%	28%	22%	19%	17%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	33%	39%	28%	23%	21%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	7.993	9.511	8.346	7.182	7.896
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	26.907	31.507	30.664	30.640	31.612

Quý 3 thường là quý thấp điểm trong năm

Chúng tôi ước tính VSC có khả năng đạt 221 tỷ doanh thu và 52 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương ứng tăng trưởng 5% và 6% so với cùng kỳ năm 2014 mặc dù yếu tố thời vụ quý 3 là quý thấp điểm đối với các doanh nghiệp cảng biển.

Sản lượng hàng hóa qua cảng dự báo tăng khoảng 10% so với cùng kỳ

Kể từ đầu năm 2015, hoạt động khai thác cảng của VSC tăng trưởng ấn tượng nhờ tình hình chung của khu vực cảng Hải Phòng. Tổng kết 9 tháng đầu năm, sản lượng hàng hóa qua các cảng Hải Phòng đạt 51 triệu tấn, tăng gần 13,73% so với cùng kỳ năm 2014 và tăng trưởng tốt hơn mức 13,34% của 6 tháng đầu năm 2015 so với cùng kỳ. Trong đó, tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua khu vực cảng ngoài nhà nước đạt 22 tỷ, tăng 9,37% yoy. Nguyên nhân của sự tăng trưởng trên xuất phát từ:

Thứ nhất là do sự tăng cường đầu tư của khu vực FDI phía Bắc (Samsung, Vicostone, Formosa Hà Tĩnh,…) làm tăng nhu cầu xuất nhập khẩu hàng hóa qua cảng.

Thứ hai là do công tác nạo vét luồng tàu trong năm 2015 được diễn ra trên toàn tuyến và thường xuyên giúp cho các tàu lớn có thể dễ dàng cập cảng. Tuy nhiên, điều này chỉ thực sự có lợi đối với các cảng có khả năng đón nhận các tàu có trọng tải lớn (trên 5 vạn tấn) như Cảng Đình Vũ, Cảng Nam Hải Đình Vũ, Cảng Hải Phòng,…

Chúng tôi đã đề cập đến vấn đề cảng Greenport của VSC đã khai thác tối đa công suất và vị trí không thực sự đắc địa khi không đón nhận được những tàu lớn cập cảng. Do đó, mặc dù được hưởng lợi từ sự tăng trưởng chung của khu vực nhưng hạn chế về mặt vị trí và giới hạn công suất có khả năng làm cho sản lượng qua cảng của VSC trong quý 3 tăng khoảng 10% so với cùng kỳ.

Tình hình hoạt động các cảng tại khu vực Hải Phòng 9 tháng đầu năm 2015

Hoạt động	6T/2015	%yoy	9T/2015	%yoy
Sản lượng hàng hóa qua các cảng (triệu tấn)	33,976	+13,34%	50,797	+13,73%
Sản lượng hàng hóa qua các cảng khu vực ngoài nhà nước (triệu tấn)	14,503	+8,56	21,68	+9,37%
Doanh thu kho bãi, hỗ trợ vận tải (tỷ đồng)	8.255,7	+19,3%	12.800	+19,69%

Nguồn: Cục Thống kê Hải Phòng

Sản lượng hàng lạnh, điện lạnh không tốt bằng quý 2

Do yếu tố mùa vụ, quý 3 có tháng 7 âm lịch và cũng là mùa mưa ngâu nên nhu cầu giao thương hàng hóa bị hạn chế, đặc biệt là hàng hóa "tạm nhập tái xuất" từ phía Trung Quốc. Theo đó, sản lượng hàng lạnh, điện lạnh có biên lợi nhuận cao nhất của quý 3 cũng không tốt bằng quý 2. Khối lượng hàng lạnh chiếm

khoảng 2% sản lượng hàng hóa qua cảng của VSC nhưng có biên lợi nhuận rất hấp dẫn với khoảng trên 50%.

Hoạt động kho bãi ổn định do nhu cầu lưu kho bãi được duy trì

Là hoạt động hậu cần của cảng biển, hoạt động kho bãi chịu ảnh hưởng lớn từ hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa qua cảng. Doanh thu đến từ kho bãi, hỗ trợ vận tải của khu vực Hải Phòng khá ổn định với bình quân trên 4.000 tỷ đồng/quý trong 9 tháng đầu năm 2015 nhờ sự tích cực của hoạt động lưu thông hàng hóa qua cảng. Do đó với lợi thế sẵn có về kho bãi, chúng tôi cho rằng VSC sẽ duy trì hoạt động khai thác kho CFS, khai thác bãi, vận tải cùng các hoạt động khác vẫn hoạt động khá ổn định trong quý 3.

Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2015 của VSC

Chỉ tiêu	Q3/2014	Q3/2015F	% thay đổi	Lũy kế 2014	Lũy kế 2015F	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ đồng)	210	221	5%	647	674	4%
- Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	49	52	6%	162	187	16%

Triển vọng 2015

Chúng tôi ước tính trong cả năm 2015, VSC có thể đạt 946 tỷ doanh thu và 273 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương ứng tăng 6% và 10% so với năm 2014, nguyên nhân chủ yếu là do sản lượng hàng hóa qua cảng tăng trưởng tích cực và hoạt động của kho CFS mới hiệu quả hơn.

Tiến độ đầu tư cảng mới: Tính đến thời điểm hiện tại, VSC đã giải ngân được khoảng 50% cho dự án Cảng VIP Greenport (VGP). Vẫn theo như dự kiến ban đầu, cầu cảng đầu tiên của VSC sẽ được khánh thành vào trung tuần tháng 11/2015 và cầu cảng số 2 có thể đi vào hoạt động từ quý III/2016. Về việc tăng vốn điều lệ của VGP từ 400 tỷ lên 525 tỷ và thoái vốn từ 65% xuống còn 51% để bán cổ phần cho đối tác chiến lược, VSC cho biết vẫn đang trong quá trình thương thảo, Tuy nhiên, đối tác chắc chắn phải là một trong top năm hãng tàu lớn nhất trên thế giới, đảm bảo sản lượng cho cảng mới của VSC. Cảng mới sẽ hoạt động trong năm đầu tiên với công suất khoảng 60% và tăng dần qua các năm.

Dự báo kết quả kinh doanh 2015 của VSC

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2014	2015F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	**891**	**946**	**+6%**	
Khai thác cảng	*438*	*482*	*+10%*	*Mặc dù Cảng Greenport của VSC đã khai thác hết công suất trong vòng 4 năm trở lại đây nhưng một số yếu tố tích cực dưới đây đã tạo nên tăng trưởng cho mảng này của VSC:* ***Nhu cầu xuất nhập khẩu của khối FDI qua cụm cảng Hải Phòng.*** *Sự phát triển của khối doanh nghiệp FDI tại khu vực miền Bắc và Bắc Trung Bộ như LG, Viscotone, Formosa Hà Tĩnh khiến hoạt động giao thương hàng hóa qua khu vực cảng Hải Phòng sôi động hơn.*

				Sự tăng trưởng của hàng lạnh, điện lạnh. *Trái với tình hình khó khăn năm 2014 khi chính sách biên mậu giữa Việt Nam và Trung Quốc thắt chặt, năm 2015 chính sách thông thoáng hơn nên khối lượng hàng container lạnh quá cảnh đi Trung Quốc chiếm khoảng 2% sản lượng hàng hóa qua cảng, biên lợi nhuận rất lớn khoảng 50% lại ổn định trở lại, đóng góp tích cực cho lợi nhuận của công ty.*
Dịch vụ kho bãi	346	399	+15%	***Trung tâm Logistics Xanh (GLC) hoạt động hiệu quả hơn.*** *2 kho CFS của GLC đều đã đi vào hoạt động trong năm 2015. Mặc dù do đặc thù của kho CFS, công suất khai thác của 2 kho chỉ đạt mức tương đương năm 2014 (75-80%) nhưng việc lựa chọn khách hàng đem lại các hợp đồng có giá trị hơn, hàng hóa dễ xử lý và luân chuyển nhanh hơn cũng cải thiện KQKD của VSC.*
Hoạt động vận tải	89	45	-50%	*Doanh thu vận tải giảm do mất đi hoạt động vận tải xà lan (đã thanh lý 2 xà lan từ 2014) – hoạt động này tuy có doanh thu lớn nhưng không đem lại lợi nhuận đáng kể.*
Hoạt động khác	18	20	+10%	*Các hoạt động khác như đại lý vận tải, khai thuê hải quan vẫn ổn định.*
Giá vốn	**579**	**599**	**+4%**	
Lợi nhuận gộp	**312**	**346**	**+11%**	
Lợi nhuận sau thuế	**248**	**273**	**+10%**	
EPS	**7.182**	**7.896**	**+10%**	

Khuyến nghị đầu tư

Năm 2015, sự tăng trưởng của VSC sẽ đến từ hoạt động khai thác 2 kho CFS hiệu quả hơn và hoạt động khai thác cảng – dù đã đạt công suất toàn dụng – vẫn có sự tăng trưởng nhờ các yếu tố thuận lợi về nhu cầu xuất nhập khẩu của khối FDI và sự trở lại của hàng container lạnh. Với mức giá hiện tại, P/E 2015 của VSC hiện ở mức 7,8 lần, tương đối rẻ nếu so với P/E bình quân ngành cảng biển.

Về dài hạn, VSC đã giải quyết được bài toàn công suất cảng bằng việc hợp tác với VIP xây dựng Cảng VIP Greenport (VGP) tại khu vực Cảng Đình Vũ. VSC hiện tại sở hữu 65% cổ phần tại VGP và vẫn đang trong quá trình tìm kiếm đối tác để nâng tỷ lệ sở hữu và thoái còn 50% tại cảng mới. Cảng mới sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ trung tuần tháng 11/2015 và đóng góp cho sự tăng trưởng của VSC từ năm 2016 với hiệu suất khai thác 60% cho năm đầu tiên hoạt động. Sự phát triển của cảng mới sẽ tạo ra chu kỳ tăng trưởng mới cho VSC.

Do đó, chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VSC với giá kỳ vọng **69.700 VNĐ/cổ phần**.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,..). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	**Định nghĩa**
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tưvới đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999