

Ngành Logistics

Báo cáo khuyến nghị đầu tư

Tháng 7 năm 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **18.700**

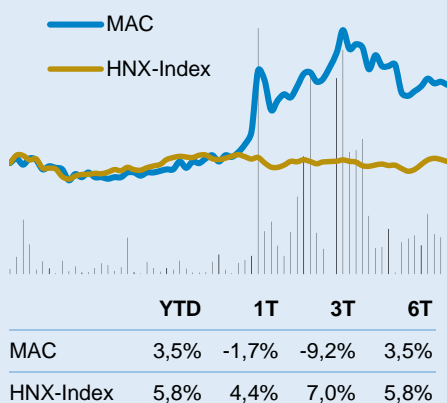
Giá thị trường (02/07/2015) 11.900

Lợi nhuận kỳ vọng 57%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	6.100-16.500
Vốn hóa	75 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	6.993.100 CP
KLGD bình quân 10 ngày	31.970
% sở hữu nước ngoài	0%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	0,89

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích
Đinh Thị Thu Thảo
(84 4) 3928 8080 ext 607

Công ty Cổ phần Cung ứng và Dịch vụ Kỹ Thuật Hàng Hải

Mã giao dịch: MAC

Reuters: MAC.HN

Bloomberg: MAC VN

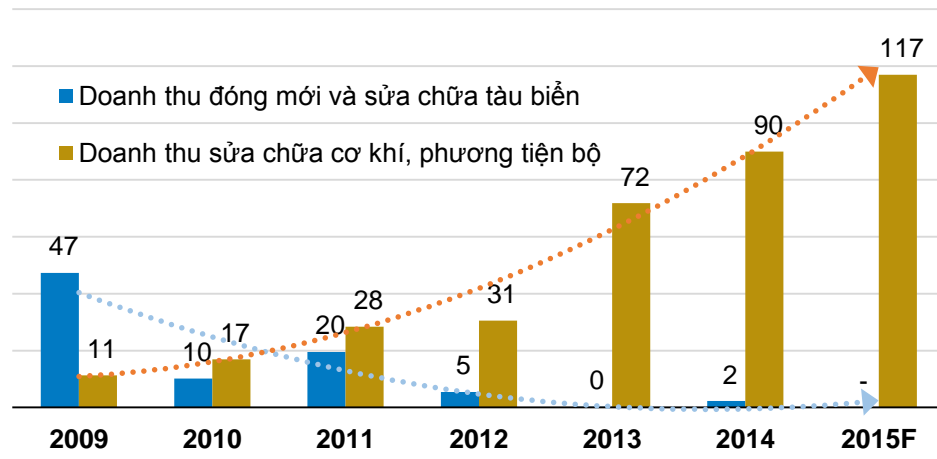
Triển vọng tích cực nhờ chuyển hướng hoạt động kinh doanh từ sửa chữa đóng tàu sang sửa chữa container

Sau thời điểm ngành công nghiệp đóng tàu rơi vào khủng hoảng năm 2010, MAC đã chuyển hướng hoạt động từ đóng mới, sửa chữa tàu biển sang sửa chữa container, nhờ đó hoạt động kinh doanh chính trong các năm gần đây đã có những chuyển biến rõ rệt.

Chuyển hướng hoạt động từ cơ khí đóng tàu sang cơ khí container giúp MAC cải thiện lợi nhuận

Tiền thân là doanh nghiệp cơ khí, hoạt động kinh doanh chính của MAC từ trước năm 2010 chủ yếu là sửa chữa, đóng mới tàu biển. Sự suy thoái của thị trường vận tải biển kéo theo khủng hoảng ngành công nghiệp đóng tàu, khiến một loạt các doanh nghiệp đóng tàu rơi vào tình trạng khó khăn. Trong bối cảnh đó, MAC đã dần vượt qua thách thức bằng cách dịch chuyển hướng hoạt động kinh doanh chính từ sửa chữa, đóng tàu sang sửa chữa container và lắp đặt thiết bị treo giúp MAC tận dụng được những kinh nghiệm sẵn có trong lĩnh vực cơ khí cũng như sự am hiểu thị trường vận tải biển và logistic.

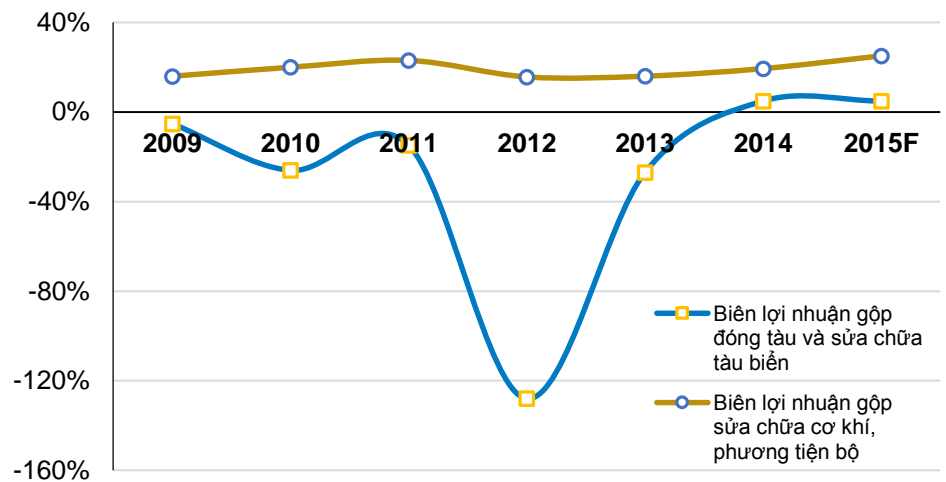
Tỷ trọng doanh thu sửa chữa tàu biển giảm dần và container tăng dần



Nguồn: MAC, BVSC dự báo

Biên lợi nhuận hoạt động sửa chữa container tốt & ổn định hơn sửa chữa tàu biển. Hoạt động đóng mới & sửa chữa tàu biển do bối cảnh khó khăn chung của ngành thường rất bấp bênh và không có lãi. Trong khi đó, hoạt động sửa chữa container có biên lợi nhuận gộp tương đối ổn định, khoảng 16%.

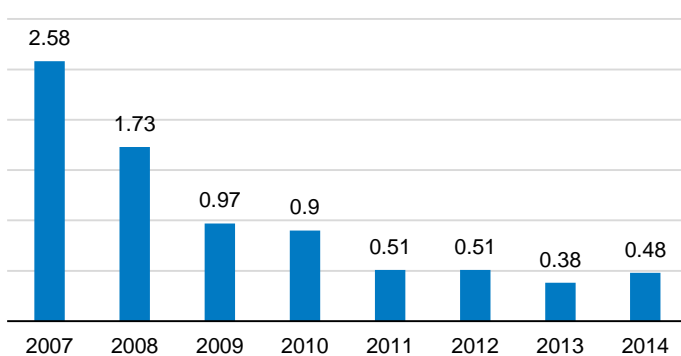
Biên lợi nhuận gộp mảng sửa chữa container & tàu biển



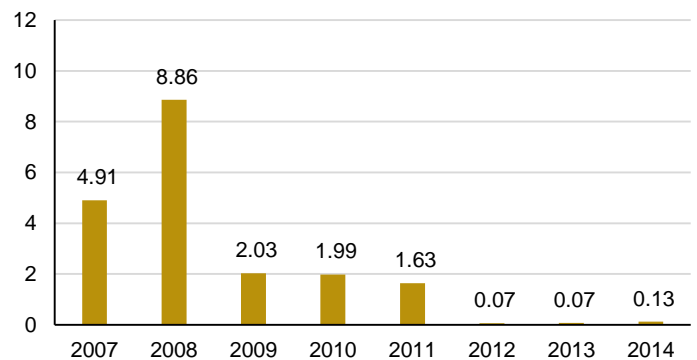
Nguồn: MAC, BVSC tổng hợp

Hơn nữa, nhờ việc dịch chuyển dần hoạt động kinh doanh chính từ một ngành cần nhiều vay nợ sang một lĩnh vực có quy mô khiêm tốn cần ít nhu cầu về máy móc và cơ sở hạ tầng hơn, MAC có thể giảm vay nợ, tiết kiệm chi phí lãi vay và duy trì được lợi nhuận tích cực hơn trước.

Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của MAC giai đoạn 2007-2014



Chi phí lãi vay của MAC giai đoạn 2007-2014 (tỷ đồng)



Nguồn: MAC, BVSC tổng hợp

Giảm trích lập dự phòng cho các khoản phải thu của các doanh nghiệp đóng tàu. Kể từ trước năm 2010, MAC tập trung vào hoạt động sửa chữa, đóng tàu và có các khoản phải thu đối với một số doanh nghiệp đóng tàu trong khu vực. Trong giai đoạn 2011-2014, MAC đã phải trích lập dự phòng khoản phải thu khó đòi từ các công ty đóng tàu này, mỗi năm khoảng 3,5-4 tỷ VND. Năm 2014, công ty đã trích lập toàn bộ khoản phải thu này trên bảng CĐKT do các công ty nói trên gặp các vấn đề về pháp lý khiến MAC không có khả năng thu hồi. Kể từ năm 2015, chi phí QLDN của MAC không còn khoản trích lập dự phòng khoản phải thu khó đòi này nên công ty sẽ tiết kiệm được chi phí QLDN. Việc chuyển hướng sang sửa chữa container cũng hạn chế rủi ro khoản công nợ của MAC hơn việc sửa chữa đóng tàu.

Nhu cầu sửa chữa container tại Hải Phòng còn rất nhiều tiềm năng

Với việc cơ cấu hoạt động kinh doanh, hoạt động sửa chữa cơ khí của MAC đã chiếm khoảng trên 80% tỷ trọng doanh thu hoạt động chính, còn lại là hoạt động khai thác bãi container, thương mại và vận tải. Hoạt động sửa chữa cơ khí bao gồm 30% là dịch vụ sửa chữa các container bị va đập, móp méo và 70% là dịch vụ lắp đặt thiết bị treo hàng may mặc trên các container. Tại Hải Phòng, nhu cầu sửa chữa container còn rất lớn do:

- ❑ **Hội nhập thúc đẩy giao thương.** Các hiệp định thương mại tự do như Việt Nam - EUFTA, TPP kỳ vọng hoàn thành ký kết sẽ thúc đẩy các ngành công nghiệp chủ đạo của Việt Nam như dệt may, thủy sản, da giày,.. Đặc biệt xuất nhập khẩu hàng may mặc sẽ làm cho nhu cầu lắp đặt thiết bị treo của MAC ngày càng tăng cao.
- ❑ **Xu hướng các hãng tàu dịch chuyển dịch vụ sửa chữa container từ Ấn Độ, Trung Quốc về Việt Nam.** Hiện nay, các hãng tàu có xu hướng dịch chuyển việc sửa chữa container về các khu vực cảng tại Việt Nam do thuận tiện về tuyến đường vận chuyển hàng hóa của tàu biển và chi phí sửa chữa tại Việt Nam ngày càng có xu hướng rẻ hơn các nước khác, đặc biệt là về chi phí nhân công.
- ❑ **MAC ký kết được hợp đồng sửa chữa dịch vụ với hãng tàu lớn.** Cũng theo doanh nghiệp, năm 2015 MAC đã hợp tác được với một hãng tàu lớn giúp cho sản lượng cơ khí của công ty có thể duy trì ổn định và đạt mức tăng trưởng tốt hơn các năm trước.

Rủi ro cạnh tranh. Chuyển sang trọng tâm là hoạt động sửa chữa cơ khí, MAC cũng đối mặt với sự cạnh tranh lớn từ các doanh nghiệp tư nhân có quy mô vốn trung bình và nhỏ trên cùng địa bàn Hải Phòng. Tuy nhiên, đối với các hãng tàu quốc tế, yêu cầu về trình độ nhân công và chất lượng dịch vụ khá khắt khe, không phải doanh nghiệp nào cũng có thể đáp ứng. Về mặt này, MAC sẽ có lợi thế hơn đôi chút.

Nguồn cổ tức ổn định hàng năm từ cảng Hải An

Bên cạnh hoạt động kinh doanh chính được cải thiện, các khoản đầu tư tài chính cũng mang lại cho MAC nguồn lợi nhuận ổn định hàng năm. Trong các khoản đầu tư tài chính của MAC, khoản đầu tư đáng chú ý nhất là gần 5% cổ phần tại CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH) với giá vốn 16,4 tỷ tương đương giá vốn 11.664 đồng/cổ phần. HAH là một trong những doanh nghiệp cảng niêm yết hoạt động ổn định nhất tại khu vực cảng Hải Phòng với cổ tức hàng năm ổn định ở mức 30% tiền mặt. Việc sở hữu cổ phần HAH đóng góp khoảng 4,2 tỷ lợi nhuận tài chính hàng năm cho MAC. Ngoài ra, MAC còn đầu tư 2,5 tỷ vào CTCP Hải Minh (HMH), tương đương giá vốn 14.205 đồng/cổ phần, Giá đóng cửa ngày 02/07/2015 của HAH và HMH lần lượt là 38.400 đồng và 22.100 đồng/cổ phần.

Với mức giá giao dịch của 2 cổ phiếu này, chênh lệch giữa giá trị thị trường so với giá trị sổ sách của 2 khoản ĐTTC của MAC xấp xỉ 39 tỷ đồng.

Các khoản đầu tư tài chính dài hạn của MAC							
Công ty	Số lượng cổ phần	Giá vốn đầu tư (VND)	Giá vốn (VND/cp)	Thị giá (ngày 02/07/2015)	Cổ tức 2014	Cổ tức dự kiến 2015	Chênh lệch giá trị thị trường và giá vốn (VND)
CTCP Vận tải Xếp dỡ Hải An (HAH)	1.406.401	16.409.680.000	11.668	38.400	30%	30%	37.596.118.400
CTCP Vận tải Hải Minh (HMH)	175.999	2.500.000.000	14.205	22.100	17%	12%	1.389.577.900
Tổng giá trị chênh lệch (VND)							38.985.696.300

Tăng vốn để mở rộng kinh doanh

Trên cơ sở đánh giá nhu cầu thị trường sửa chữa container tại Hải Phòng còn nhiều tiềm năng, MAC đã lên kế hoạch tăng vốn để mở rộng hoạt động kinh doanh. Ngày 15/06/2015, HĐQT MAC đã ban hành Nghị quyết về Phương án sử dụng vốn của đợt phát hành tăng vốn gấp đôi đã được thông qua tại ĐHCĐ thường niên năm 2015. Theo đó, MAC có kế hoạch phát hành cổ phiếu để tăng gấp đôi vốn điều lệ cho cổ đông hiện hữu với giá bằng mệnh giá. Thời gian thực hiện sẽ diễn ra vào khoảng tháng 8/2015. Cụ thể về mục đích của đợt phát hành như sau:

STT	Hạng mục	Số tiền đầu tư
1	Đầu tư xây dựng 4,6ha bãi depot tiêu chuẩn tại khu vực Đình Vũ	44 tỷ (Sử dụng vốn từ đợt phát hành: 35 tỷ)
2	Nâng cũi bãi depot 1,3ha tại 173 Ngô Quyền	3,76 tỷ
3	Mua xe nâng rỗng và xe vận chuyển container	15 tỷ
4	Bổ sung vốn lưu động	5,33 tỷ

Kế hoạch xây dựng thêm bãi container mới tại khu vực phía Đông Nam bán đảo Đình Vũ sẽ giúp MAC mở rộng hoạt động sửa chữa cơ khí vì bãi depot mới có vị trí nằm trên trục đường lớn, dễ dàng kết nối với các cảng lớn khu vực Đình Vũ nên khá thuận tiện cho việc vận chuyển container từ cảng, nhờ đó MAC có thể tập trung container và sửa chữa nhanh chóng với đầy đủ thiết bị. Bãi mới sẽ có diện tích khoảng 4,6ha, được MAC hợp tác cùng với một công ty khác, trong đó công ty kia sẽ giao đất còn MAC sẽ chịu trách nhiệm xây dựng cơ sở hạ tầng. Tổng giá trị đầu tư của bãi depot là 44 tỷ. Hiện tại MAC đang sở hữu bãi depot 1,3ha tại 173 Ngô Quyền. Như vậy, cùng với bãi mới, và việc đầu tư thêm xe nâng và xe vận chuyển, hoạt động sửa chữa cơ khí của MAC sẽ được tập trung và linh hoạt hơn.

Dự báo 2015

Sau quá trình chuyển đổi cơ cấu hoạt động kinh doanh từ sửa chữa đóng tàu sang sửa chữa cơ khí container, kết quả hoạt động của MAC năm 2014 đã được cải thiện với doanh thu chính đạt 109 tỷ, tăng 30%yoy nhưng hoạt động chính

mới chỉ đóng góp khoảng 400 triệu trên 5,3 tỷ LNST, còn lại là lợi nhuận từ ĐTTC. Bước sang năm 2015, do không còn phải trích lập dự phòng các khoản nợ cũng như hưởng lợi từ môi trường kinh doanh, doanh thu hoạt động chính của MAC được chúng tôi dự báo sẽ hoàn toàn có khả năng đạt mức tăng trưởng ấn tượng. Tổng kết cả năm 2015, BVSC dự báo MAC có thể đạt được 140 tỷ doanh thu và 19 tỷ LNST, tương ứng tăng 29% và 363% so với năm 2014 và tương đương với EPS 2015 vào khoảng 2.839 đồng/cổ phần nếu tính trên vốn hiện tại sau khi MAC đã chi trả 7% cổ tức bằng cổ phiếu, và vào khoảng 1.371 đồng/cổ phần nếu dựa trên giả định số lượng cổ phiếu của MAC sau khi đã chi trả 7% cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành tăng vốn gấp đôi.

Ngoài ra, cần lưu ý thêm rằng nếu MAC thực hiện kế hoạch thoái vốn khỏi HAH vào cuối năm nay, công ty sẽ có thể ghi nhận thêm khoản lợi nhuận tài chính đột biến có giá trị 29,32 tỷ VND nếu thị giá của HAH vào thời điểm cuối năm vẫn dao động quanh mức 38.000 đồng/cổ phần. Khi đó, LNST của MAC sẽ ở mức 48,56 tỷ VND, tương ứng với EPS 2015 vào khoảng 3.462 đồng/cổ phần.

Dự báo kết quả kinh doanh 2015 của MAC

Chỉ tiêu	2014	2015F	% Cơ sở dự báo
Doanh thu	108.761	140.375	29%
Giá vốn	88.435	105.281	19%
Lợi nhuận gộp	20.302	35.094	73%
Doanh thu tài chính	4.908	4.908	
Chi phí tài chính	284	284	
Chi phí bán hàng	2.025	2.530	25%

Hoạt động sửa chữa cơ khí. Tăng trưởng mạnh mẽ chủ yếu nhờ sản lượng container qua cảng Hải Phòng tăng cao và xu hướng dịch chuyển nhu cầu sửa chữa cơ khí của các hãng tàu từ Ấn Độ, Trung Quốc về Việt Nam. Công ty cũng đã có hợp đồng hợp tác với một số hãng tàu lớn giúp nguồn công việc ổn định.

Hoạt động khai thác bãi container và các hoạt động khác. Tăng tương ứng theo hoạt động sửa chữa cơ khí do có tính chất bổ trợ.

**Hiện tại chưa có thông tin chi tiết về tiến độ xây dựng và hoạt động của bãi mới nên BVSC chưa tính đến đóng góp doanh thu từ việc xây dựng bãi mới đem lại trong dự báo*

Tốc độ tăng của giá vốn thấp hơn doanh thu do chi phí nguyên vật liệu đầu vào (~45%) chủ yếu là sắt, thép nhập khẩu từ Trung Quốc, Hong Kong năm 2015 rẻ hơn so với năm 2014; chi phí nhân công (~30%) không biến động nhiều.

Doanh thu tài chính chủ yếu đến từ cổ tức, lợi nhuận được chia, không thay đổi so với 2014, trong đó:
 Cổ tức HAH dự kiến 2015: 30% (~4.219 triệu VND)
 Cổ tức HMH dự kiến 2015: 12% (~211 triệu VND)

Chi phí QLDN	17.526	14.739	-16%	Khoản trích lập dự phòng các khoản phải thu khó đòi từ các công ty đóng tàu đã được trích lập toàn bộ trong năm 2014 (Mỗi năm khoảng 3-4 tỷ VND) không còn xuất hiện trong năm 2015 giúp chi phí QLDN giảm.
Lợi nhuận trước thuế	5.453	23.095	424%	
Lợi nhuận sau thuế	5.305	19.236	363%	Thuế TNDN 22%
EPS	889	2.839	319%	EPS 2015 tính dựa trên số vốn điều lệ sau khi MAC đã chi trả 7% cổ tức bằng cổ phiếu của năm 2014.
		1.371	154%	EPS 2015 tính dựa trên giả định MAC đã chi trả 7% cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành tăng vốn gấp đôi thành công.

Định giá

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu đối với cổ phiếu MAC là 18.700 đồng/cổ phần, cao hơn 57% so với mức giá đóng cửa ngày 02/07/2015.

Kết quả định giá			
Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
- FCFF	21.077	50%	10.500
- FCFE	16.370	50%	8.200
Giá bình quân			18.700

Khuyến nghị đầu tư

Giai đoạn 2011-2014, MAC đã dần vượt qua giai đoạn khó khăn do dư âm của khủng hoảng ngành công nghiệp đóng tàu mang lại bằng việc dần dịch chuyển hoạt động kinh doanh từ sửa chữa đóng tàu sang sửa chữa container và lắp đặt thiết bị treo. Năm 2015 sẽ tiếp tục là một năm hứa hẹn nhiều tích cực trong kết quả kinh doanh của MAC như năm 2014 khi doanh thu hoạt động chính có thể giữ được đà tăng trưởng gần 30%, quản lý chi phí tốt hơn, không phải trích lập dự phòng các khoản phải thu khó đòi cũng như nguồn cổ tức ổn định chủ yếu từ CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An. Trên cơ sở đó, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu MAC với giá mục tiêu **18.700 đồng/cổ phần**, cao hơn 57% so với mức giá đóng cửa ngày 02/07/2015.

Nhà đầu tư cũng cần lưu ý rằng với lợi nhuận năm 2015 được chúng tôi dự báo cao gấp 3,63 lần so với năm 2014, cổ phiếu MAC đang được giao dịch với mức P/E 8,68 lần, là mức có thể chấp nhận được. Ngoài ra, nếu MAC thực hiện kế hoạch thoái vốn khỏi HAH vào cuối năm 2015, thu về khoản lợi nhuận tài chính 29,32 tỷ đồng, EPS 2015 của MAC sẽ đạt 3,462 đồng/cổ phần, tương ứng với mức P/E trailing 3,44 lần, là mức khá hấp dẫn để đầu tư.

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, FCFE, 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 tư với 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