

Ngành CẢNG BIỂN –ICB 8670
Ngày 16 tháng 11 năm 2015

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP
CTCP CONTAINER VIỆT NAM-VSC**

ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng (đ/cp)	85,146
Giá thị trường	77,000
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	41
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	2,567
Giá trị sổ sách/cổ phần	31,612
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Giá hiện tại (đ/cp) tại ngày 12/11/2015	77,000
KLTB 10 ngày (cp)	196,368
Giá thấp nhất 52T (đ)	38,512
Giá cao nhất 52T (đ)	77,500
+/- 7 ngày qua	
+/- 1 tháng qua	

Chuyên viên phân tích
Chu Tuấn Phong
Email: phongct@bsc.com.vn

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VSC với giá mục tiêu là 85,146 đồng/cp (upside 10.39%) dựa trên phương pháp FCFF. Trong dài hạn, theo quan điểm của chúng tôi, triển vọng của cổ phiếu VSC sẽ phụ thuộc vào việc mở rộng xây dựng cảng Xanh Vip (đi vào hoạt động giai đoạn 1 năm 2016). Trong ngắn hạn, VSC vẫn có mức định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2015 đạt 12.25x.

Ngành cảng biển có tiềm năng phát triển lớn trong tương lai. (1) các hiệp định thương mại tự do FTA, TPP mở ra thị trường xuất nhập khẩu lớn cho Việt Nam, đồng thời mở cửa cho nguồn vốn FDI vào các ngành sản xuất định hướng xuất khẩu: dệt may, giày dép, công nghiệp chế biến... (2) Vị trí địa lý thuận lợi của Việt Nam nói chung và của cảng Hải Phòng nói riêng giúp Việt Nam tham gia vào những tuyến giao thông đường biển nhộn nhịp nhất của thế giới là Á-Âu và Á- Bắc Mỹ.

Cảng Xanh Vip tạo động lực phát triển mạnh cho VSC trong tương lai.(1) Việc đầu tư xây dựng cảng Xanh Vip tại vị trí thuận lợi trên khu bán đảo Đình Vũ sẽ giúp VSC đón đầu xu hướng tăng mạnh nhu cầu xuất nhập khẩu của kinh tế Việt Nam trong tương lai. (2) Sự phát triển của các khu công nghiệp trên bán đảo Đình Vũ cũng như các khu khác phía Bắc tạo một nguồn cầu lớn cho cảng Xanh Vip (3) cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động sẽ tạo động lực phát triển cho cảng Xanh Vip

Dự báo kết quả kinh doanh: doanh thu thuần năm 2015 đạt 952 tỷ(+6.8% yoy), LNTT hợp nhất đạt 368 tỷ(+21.85 % yoy), EPS đạt 6,945 đồng. Năm 2016, cảng Xanh Vip dự báo sẽ hoạt động 70% công suất, đạt doanh thu 289.94 tỷ đồng, LNTT= 26.57 tỷ. Chúng tôi đánh giá lạc quan với mảng dịch vụ cảng biển và dịch vụ kho bãi, hai mảng kinh doanh chiếm đến gần 90% tổng doanh thu của VSC, nhờ vào tốc độ tăng trưởng xuất, nhập khẩu dự báo khả quan của nền kinh tế Việt Nam cũng như vị thế của VSC đã được khẳng định trong thời gian qua.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu thuần	644	779	796	891	952
% tăng trưởng (yoy)		21%	2%	12%	6.87%
Tổng tài sản (tỷ đ)	856	1,054	1,132	1,495	2,184
% tăng trưởng (yoy)		23%	7%	32%	46%
Vốn chủ sở hữu	642	757	883	1,058	1,261
LN sau thuế (tỷ đ)	191	228	240	248	287
% tăng trưởng (yoy)		19%	5%	3%	15.7%
EPS cuối kỳ	10.03	8.02	8.39	7.18	6.95
ROS	29.66%	29.27%	30.15%	27.83%	30.14%
ROE	32.28%	32.65%	29.31%	25.55%	22.8%
ROA	22.89%	23.92%	21.99%	18.88%	13.14%

Nguồn: BCTC VSC

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung	
Tên công ty:	Công ty cổ phần container Việt Nam
Tên viết tắt:	Viconship
Địa chỉ:	Số 11 Võ Thị Sáu, Phường Máy Tơ, Quận Ngô Quyền, Tp. Hải Phòng
Tel:	(031) 3836705
Fax:	(031) 3836104
Website:	http://www.viconship.com
Vốn điều lệ:	345.415.410.000 đồng
Lĩnh vực	Khai thác cảng biển
Ngành nghề kinh doanh chính	• Khai thác cảng biển • Dịch vụ vận tải • Dịch vụ kho bãi

Lịch sử hình thành	
Thời gian	Sự kiện
1985	Thành lập đơn vị quốc doanh
2000	Cổ phần hóa Infacon và Cervico(Viconship Đà Nẵng)
2002	Cổ phần hóa và đổi tên thành CTCP Container Việt Nam
2004	Đưa cảng Xanh vào hoạt động trong tháng 9, và thành lập CT TNHH Tuyến T.S
2006	Đưa cầu cảng số 2 vào hoạt động
2008	Niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh
2009	Thành lập công ty con Viconship Quảng Ninh
2012	Tái cơ cấu và thành lập CT TNHH MTV Bến Xanh, CT TNHH Trung tâm logistic Xanh
2014	Thành lập CTCP cảng Xanh Vip

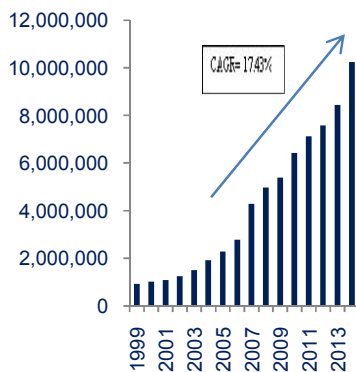
TT	Các công ty liên kết	Tỷ lệ sở hữu
1	CTCP cảng dịch vụ dầu khí Đình Vũ	22%
2	CTCP logistics Cảng Đà Nẵng	27%
3	Công ty TNHH Ngôi sao Xanh	49%

TT	Danh mục (tính đến 27/2/2014)	Số lượng cp	Tỷ trọng (%)
1	Cổ đông nhà nước	0	0%
2	Cổ đông nội bộ	277.487	0.67%
3	Cổ đông bên ngoài		
	- Trong nước	12.561.485	30.33%
	- Nước ngoài	20.293.860	49%
	Tổng cộng	275.119.379	100%

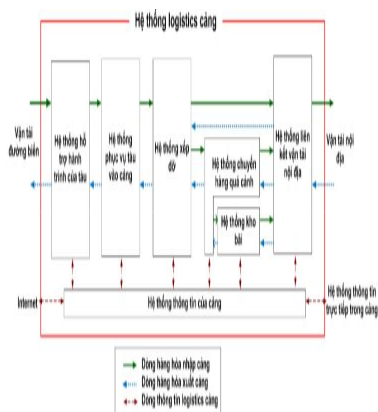
TT	Các công ty con	Vốn điều lệ	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ biểu quyết
1	Viconship Hồ Chí Minh	6 tỷ đồng	100%	100%
2	CT TNHH Tuyến T.S	200 triệu	100%	100%
3	Công ty TNHH Thương mại FPT	450 tỷ đồng	100%	100%
4	Công ty TNHH MTV vận tải biển ngôi sao	15 tỷ đồng	42.51%	42.51%
5	CTCP Cảng Xanh Vip	450 tỷ đồng	65%	65%
6	CT TNHH MTV Bến Xanh	25 tỷ đồng	100%	100%
7	Công ty TNHH MTV trung tâm Logistic	90 tỷ đồng	100%	100%
8	Công ty TNHH container miền Trung	6 tỷ đồng	100%	100%

NGÀNH CẢNG BIỂN

Tổng sản lượng container(TEU)

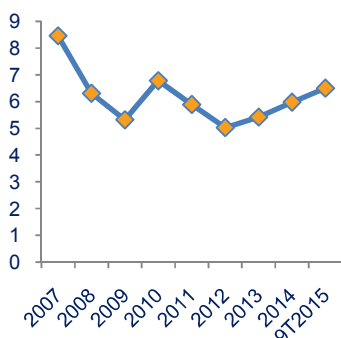


Nguồn: tổng cục hải quan



Nguồn: cảng vụ Hải Phòng

Tăng trưởng GDP



Nguồn: tổng cục thống kê

Tổng quan ngành cảng biển cả nước.

Cảng biển là một địa điểm trên bờ biển hoặc cửa sông có một hoặc nhiều bến cảng nơi tàu có thể cập bến để chuyển người hay hàng hóa đến hoặc đi. Chức năng của cảng biển: (1) **Chức năng giao thương**, là điểm kết nối giữa các loại hình vận tải. (2) **Chức năng thương mại**, là nơi tập trung hàng hóa cho quốc gia và các nước láng giềng không có đường bờ biển (3) **Chức năng công nghiệp**, là nơi tập trung xây dựng các khu công nghiệp tạo lợi thế cạnh tranh về chi phí logistics.

Sản lượng container tăng trưởng cao. Việt Nam có tổng cộng 44 cảng biển, gồm khoảng 219 bến cảng với gần 44 km cầu cảng. Năm 2014 sản lượng hàng hóa thông qua đạt 370,3 triệu tấn(+14%yoy), trong đó hàng container đạt 10,24 triệu TEUs(+17.43%yoy)

Ngành cảng biển có vị trí quan trọng trong chuỗi cung ứng. Chuỗi cung ứng là một hệ thống quản lý từ thông tin, hàng hóa, con người trong việc vận chuyển hàng hóa từ nhà sản xuất đến người tiêu dùng. Trong đó, ngành cảng biển không những đóng vai trò là điểm trung gian kết nối vận tải biển, thủy với các loại hình vận tải khác trong đất liền, mà còn tham gia vào việc quản lý thông tin và phân phối sản phẩm. Vì vậy, vai trò của cảng biển là không thể thay thế trong chuỗi cung ứng hiệu quả. Doanh thu của ngành cảng biển quan hệ mật thiết với vận tải biển. So sánh các loại hình vận tải, vận tải biển vượt trội về khối lượng vận chuyển trung bình và quãng đường vận chuyển (chỉ đứng sau đường hàng không).

So sánh các loại hình vận tải		
	Quãng đường vận chuyển trung bình(km)	Khối lượng vận chuyển(2013)(triệu tấn)
Đường bộ	61	3,804.1
Đường sắt	567	46,790.7
Đường hàng không	2556	469.8
Đường biển	2206	129,088.4

Nguồn: bộ giao thông vận tải

Ngành cảng biển có tiềm năng phát triển lớn nhờ:

(1) **Tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội GDP của Việt Nam.** World Bank nâng dự báo tăng trưởng GDP năm 2015 lên 6.2%, năm 2016 là 6.3%, cao hơn 0.2% so với dự báo trước đó, trong khi hạ dự báo tăng trưởng với một loạt các nước Đông Á, Thái Bình Dương. ADB cũng đã nâng mức dự báo tăng trưởng GDP năm 2015 của Việt Nam lên mức 6,5% và 6,6% cho năm 2016 – cao hơn so với dự báo mà ngân hàng này đã đưa ra vào đầu năm 2015.

(2) **Thị trường xuất nhập khẩu hàng hóa được mở rộng** nhờ các hiệp định FTA, TPP, tạo động lực tăng trưởng cho các hàng hóa xuất khẩu chính của Việt Nam.

(3) **Vị trí địa lý tự nhiên thuận lợi** giúp ngành cảng biển có thể tham gia vào những tuyến đường biển nhộn nhịp của thế giới là Á-Âu và Á-Bắc Mỹ

(4) **Chính sách chính phủ tác động tích cực đến ngành.** Về hệ thống công nghệ thông tin quản lý, 1/4/2014 Hải quan đưa vào sử dụng hệ thống quản lý khai hải quan VNACCS/VCIS giúp giảm chi phí và thời gian cho

việc khai thủ tục hải quan hàng hóa xuất nhập khẩu. Bộ giao thông vận tải áp dụng siết chặt quản lý tải trọng vận tải đường bộ từ 2013 làm tăng chi phí vận chuyển bằng đường bộ, tác động tích cực tới vận tải đường biển, thủy

Ngành cảng biển tại Hải Phòng.

1. Hiện trạng ngành cảng biển tại Hải Phòng.

Hiện nay, hệ thống bến cảng container tại Hải Phòng gồm có 11 bến với tổng chiều dài là 4,926.5m; bến dài nhất khoảng 1,000m và bến ngắn nhất khoảng 150m. Năm 2014, cảng Hải Phòng chiếm 17.8% thị phần khai thác cảng của Việt Nam.

Sản lượng qua cảng tăng tích cực. CAGR(2007-2014)= 13.2%. 5 tháng đầu năm 2015, sản lượng hàng hóa thông qua cảng Hải Phòng ước đạt 27,814 triệu tấn (+13,33%yoy) nhờ những tín hiệu tích cực của nền kinh tế và tình hình xuất nhập khẩu, cộng thêm việc cải thiện cơ sở hạ tầng kết nối cảng.

Sản lượng hàng hóa qua cảng Hải Phòng

Đơn vị: triệu tấn	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	CAGR
Loại/chiều hàng									
Tổng lượng hàng thông qua	24.14	29.09	33.39	38.41	42.65	44.67	57.24	65.08	13.2%
Xuất Khẩu	3.85	4.74	5.47	6.43	0.53	8.8	10.39	11.95	15.2%
Nhập Khẩu	10.58	17	13.56	17.37	18.24	18.24	19.15	22.02	9.60%
Nội địa	9.71	7.35	14.36	14.61	16.89	17.63	27.7	31.84	16.0%
Trong đó									
Hàng container	13.73	17.7	20.12	20.35	23.39	29.22	32.48	37.36	13.3%
Hàng tổng hợp	8.64	10.22	10.85	15.48	16.48	12.48	21.21	24.37	13.8%
Hàng lỏng	1.77	1.81	2.43	2.59	2.78	2.97	3.54	4.07	10.9%

Nguồn: cảng vụ Hải Phòng

Vị trí địa lý và đặc tính tự nhiên tạo cả thuận lợi và khó khăn (1) Thuận lợi: Cảng Hải Phòng nằm trên tuyến đường giao thông trên biển kết nối Singapore với Hồng Kông và các cảng của Đông Á, Đông Bắc Á, Á- Bắc Mỹ (2) Hạn chế: Chiều dài tuyến luồng lớn, lên đến 42,8km, trong khi chiều rộng tuyến luồng lại hẹp chỉ khoảng 70 – 100m, rất khó khăn cho tàu quay đầu. Độ sâu luồng hạn chế và thường xuyên bị sa bồi, chỉ đạt khoảng -5,7m đến -7,8m; không thể tiếp nhận được các tàu có trọng tải lớn vào làm hàng.

Một số tồn tại (1) Cạnh tranh cao về giá dịch vụ. Việc các cảng ở đây được phát triển từ sớm và mức độ tập trung cao, ước tính có tổng cộng 60 cầu cảng hoạt động kéo dài gần 10km sông Cấm, cộng thêm điều kiện tự nhiên khá tương đồng, làm cho tình hình cạnh tranh về giá cung cấp dịch vụ trở lên gay gắt. (2) một số doanh nghiệp hoạt động vượt công suất thiết kế như Hải An, Viconship, Đình Vũ, Nam Hải: trong năm 2014 hoạt động vượt lần lượt 47%, 15%, 40%, 65%.





Cảng	Số cầu tàu	Trọng tải tàu tối đa (DWT)	Độ sâu mớn nước(m)
Đình Vũ	2	40,000	8.7
Tân Vũ	5	20,000	10.5
Hải An	1	20,000	8.7
PTSC Đình Vũ	1	20,000	8.5
Cảng Xanh	2	20,000	8
Tân Cảng 189	1	15,000	8.7
Transvina	1	12,000	7.8
Nam Hải	1	10,000	9
Hoàng Diệu	11	10,000	7.4
Chùa Vẽ	5	10,000	8.4
Đoạn Xá	1	10,000	8.4

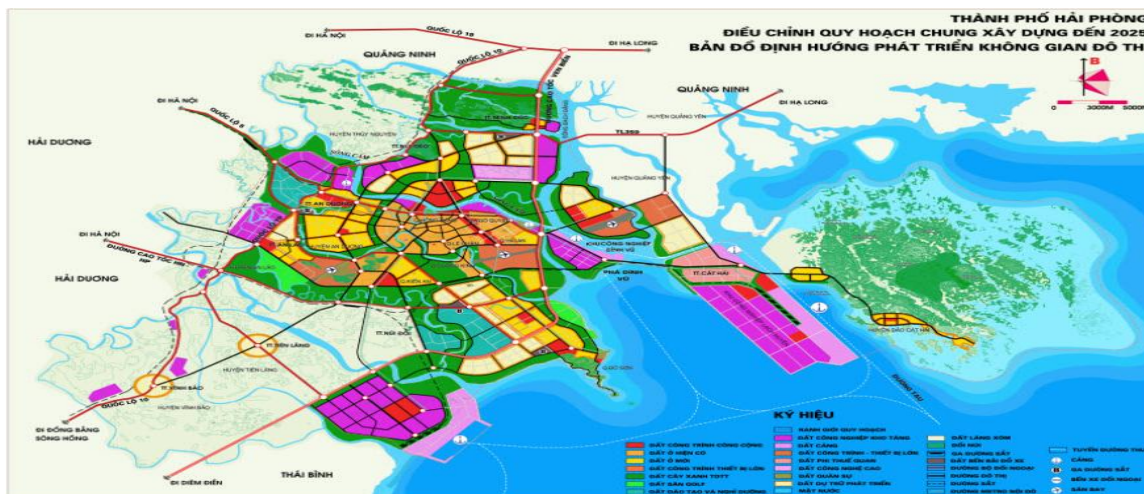
Nguồn: hiệp hội cảng biển Việt Nam, google map, BSC tổng hợp

2. Tiềm năng phát triển ngành cảng biển tại Hải Phòng.

Nguồn cầu cho hệ thống cảng tại Hải Phòng tăng nhờ các dự án đầu tư sản xuất công nghiệp lớn: Samsung Display tại Thái Nguyên, tổ hợp công nghệ cao của LG Electronics thuộc khu kinh tế Đình Vũ-Cát Hải, nhà máy sản xuất lốp xe tại khu công nghiệp Đình Vũ của công ty TNHH sản xuất lốp xe Bridgestone Việt Nam. Ngoài ra tại Hải Phòng trong năm 2014 còn có nhiều nhà máy được đưa vào sử dụng như: Idenmitsu, RK, SIC, JX...

Kỳ vọng áp dụng giá sàn dịch vụ cảng biển tại Hải Phòng. Bộ tài chính đang trong quá trình đánh giá hiệu quả việc áp dụng giá sàn đối với hàng container tại cảng Thị Vải-Cái Mép và xem xét áp dụng giá sàn tại khu vực Hải Phòng. Ban lãnh đạo cảng Hải Phòng cũng đã trình kiến nghị áp dụng giá sàn lên Bộ giao thông vận tải. Chúng tôi dự báo giá sàn có thể được áp dụng vào giữa năm 2016 do (1) hiện tại các doanh nghiệp khai thác cảng tại khu vực Hải Phòng đang cạnh tranh bằng cách hạ giá cung cấp dịch vụ, gây ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp khai thác cảng (2) Giá giảm gây thất thoát cho nền kinh tế, khi các khách hàng chủ yếu là các hãng tàu vận tải biển của nước ngoài.

Các chính sách tác động ngành cảng biển của chính phủ và thành phố Hải Phòng (1)Về hệ thống đường bộ phụ trợ, đến cuối năm 2015, đường cao tốc 5B được đưa vào sử dụng giúp thời gian vận chuyển giảm 1/2.(2) Quy hoạch hạn chế phát triển cảng sâu trong sông Cấm, theo đó các khu công nghiệp và cảng biển phía bắc sông Cấm sẽ bị hạn chế phát triển. Thêm vào đó, việc xây dựng cầu Vũ Yên tại Đình Vũ vắt ngang qua sông Cấm sẽ cản trở tàu lớn vào làm hàng tại các cảng sâu trong lưu vực sông Cấm.



Nguồn: thành phố Hải Phòng

Cảng Lạch Huyện là động lực phát triển cho các cảng nhỏ hơn thuộc khu vực Hải Phòng. Dự án Cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động năm 2017, với công suất 12.8-13.1 triệu tấn hàng hóa mỗi năm. Khi hoàn thành, cảng có khả năng đón tàu trọng tải 100,000 tấn hoạt động trên tuyến vận tải biển xa. Tiềm năng phát triển của cảng Lạch Huyện khả quan khi Việt Nam ký thành công TPP và FTA với EU. Tính đến thời điểm hiện tại, dự án cảng Lạch Huyện đã hoàn thành cơ bản gói thầu xây lắp số 6(xây dựng đê chắn sóng, kè bảo vệ bờ, tôn tạo bãi, xử lý nền đất yếu và hạ tầng điện nước). Việc giải phóng mặt bằng cũng đã cơ bản hoàn thành. Theo chúng tôi đánh giá, cảng Lạch Huyện có ảnh hưởng cộng sinh đối với các cảng trong lưu vực sông Cẩm hơn là cạnh tranh do

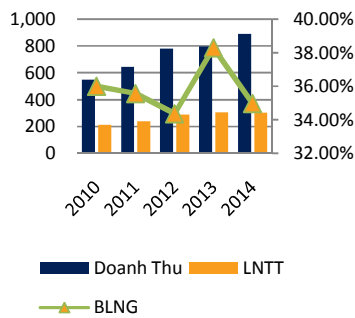
(1) Cảng Lạch Huyện góp phần tăng lượng hàng hóa qua cảng tại Hải Phòng. Hiện nay, khu vực phía Bắc chưa có cảng đủ khả năng khai thác các tàu trọng tải lớn, hiện đại hoạt động trên tuyến biển xa như Á- Bắc Mỹ. Vì vậy, khi cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động, phân khúc khách hàng khai thác của hệ thống cảng tại Hải Phòng sẽ được mở rộng: hàng hóa xuất, nhập khẩu khu vực phía Bắc sẽ được vận chuyển thẳng qua các thị trường lớn như Mỹ, thay vì phải trung chuyển qua các lớn tại Singapore hay Hồng Kông.

(2) Sự khác biệt về phân khúc khách hàng. Lạch Huyện là cảng nước sâu, với mức mớn nước -14m, luồng nước lớn, chảy siết gây khó khăn cho các tàu nhỏ vào khai thác. Trong khi đó, các cảng trong lưu vực sông Cẩm khó phục vụ tàu trọng tải lớn. Máy móc thiết bị của các cảng như Xanh Vip hay Nam Hải Đình Vũ chỉ phục vụ các tàu có trọng tải tối đa từ 20,000 đến 30,000 tấn. Ngoài ra khi cầu đường ô tô Tân Vũ Lạch Huyện đi vào sử dụng, các tàu trọng tải lớn khó có thể đi sâu vào lưu vực sông Cẩm.

Tình hình giao thương Việt Nam- Trung Quốc được cải thiện (tuyến giao thương chính của khu vực Hải Phòng). Hiện Trung Quốc vẫn là nước nhập khẩu hàng hóa lớn nhất vào Việt Nam. 9 tháng đầu năm 2015, Trung Quốc xuất khẩu 36.7 tỷ USD vào Việt Nam (+17.7%yoy).

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

Tình hình kinh doanh (tỷ đ)

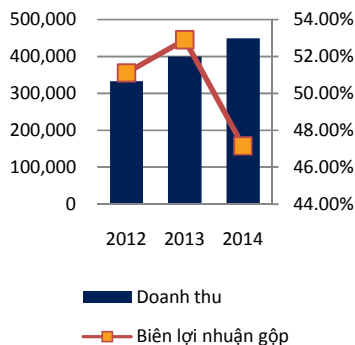


Cơ cấu doanh thu 2014



Nguồn: VSC

doanh thu dịch vụ cảng



Nguồn: BCTC VSC

VSC là doanh nghiệp khai thác cảng biển có thị phần khai thác cao trong khu vực Hải Phòng, chiếm 11%(đứng thứ 3 năm 2014 sau cảng Hải Phòng và Nam Hải Đình Vũ). Năm 2014 VSC đạt doanh thu 891.2 tỷ đồng(+12%yoy),CAGR(2010-2014)=10.2%. Trong hệ thống logistics cảng, VSC tham gia hầu hết các khâu từ hỗ trợ hành trình tàu đến liên kết vận tải nội địa. Dịch vụ cảng biển đóng góp lớn nhất vào tổng doanh thu VSC (50%), tiếp đến là dịch vụ kho bãi(18%).

1. Dịch vụ cảng biển.

VSC cung cấp các dịch vụ như lai dắt tàu vào cảng, thủ tục hải quan, xếp dỡ nâng hạ hàng hóa lên hoặc xuống tàu, hỗ trợ hành trình tàu... Năm 2014, doanh thu từ dịch vụ cảng biển chiếm phần lớn trong tổng doanh thu của VSC(50%).

Doanh thu mảng dịch vụ cảng biển năm 2014 đạt 449.8 tỷ đồng (+12.5%yoy) nhờ việc tăng sản lượng khai thác. Tuy nhiên biên lợi nhuận gộp giảm từ 53% năm 2013 xuống còn 47% năm 2014 do tăng mạnh chi phí mua ngoài lên 282 tỷ(+42% yoy). Các khách hàng lớn của VSC đều là các hãng tàu nước ngoài có thị phần khai thác cao tại thị trường Việt Nam.

Các khách hàng chính	
Đối tác	Sản phẩm cung cấp
Hãng tàu T.S Lines HK	Hợp đồng đại lý
Dongyoung Shipping	Hợp đồng đại lý
Công ty TNHH OOCL Việt Nam	Hợp đồng bốc xếp khai thác cầu cảng
Chi nhánh công ty TNHH APL- NOL Việt Nam	Hợp đồng bốc xếp khai thác cầu cảng
Công ty cổ phần giao nhận toàn cầu DHL	Hợp đồng bốc xếp khai thác cầu cảng
Công ty liên doanh đại lý vận tải EVERGREEN	Hợp đồng bốc xếp khai thác cầu cảng
Công ty TNHH Heung- A Shipping Việt Nam	Hợp đồng bốc xếp khai thác cầu cảng

Nguồn: VSC

Hoạt động cung cấp dịch vụ cảng biển hiện nay chủ yếu được thực hiện tại Cảng Xanh với tốc độ tăng trưởng hàng container CAGR(2010-2014)= 15.3%. Cảng Xanh là cảng container, được xây dựng năm 2004, công suất thiết kế tối đa 350,000 TEU.

Cảng Xanh không còn nhiều tiềm năng phát triển trong tương lai

- **Cảng Xanh đã hoạt động trên công suất.** Trong giai đoạn 2011-2014, cảng Xanh luôn trong tình trạng hoạt động trên mức công suất thiết kế 10%-15% làm tăng thời gian quay vòng container, giảm hiệu quả hoạt động và chất lượng phục vụ.
- **Hạn chế tiếp nhận tàu trọng tải lớn do cầu Vũ Yên và Bạch Đằng làm hạn chế tàu trọng tải trên 10,000 DWT vào sâu lưu vực sông Cấm.**
- **Cạnh tranh cao giữa các doanh nghiệp trên địa bàn.** Cảng Xanh nằm sâu trong sông Cấm, cách vị trí hoa tiêu 30km, luồng vào cảng dài và hẹp tạo khó khăn cho tàu quay đầu. So sánh với các đối thủ Cảng Xanh nằm ở vị trí kém cạnh tranh hơn. Trong luồng sông Cấm, Cảng Xanh có chiều dài cầu cảng 303.5m, chỉ đứng sau cảng Nam Hải Đình Vũ (vừa được đưa vào sử dụng năm

2014). Mức tải trọng tàu cho phép cập cảng và độ sâu thủy diện tương đương so với các cảng khác trong lưu vực

Chúng tôi dự báo: **(1) Về sản lượng container** qua cảng Xanh năm 2015 sẽ vượt công suất thiết kế của cảng 25% nhờ vào những tín hiệu tích cực của nền kinh tế và xuất nhập khẩu. Tuy nhiên, trong các năm tiếp theo khi cảng Xanh Vip đi vào hoạt động, các khách hàng lớn sẽ được chuyển sang khai thác ở cảng này, làm cho sản lượng qua cảng Xanh giảm xuống bằng công suất thiết kế 350,000 TEU **(2) khó nâng giá dịch vụ** do các hãng tàu đến và đi dễ dàng thay đổi nhà cung cấp dịch vụ cảng nhờ sự tương đồng về vị trí địa lý và cơ sở vật chất của các cảng trong khu vực. Thêm vào đó, cảng Xanh gặp phải cạnh tranh cao giữa các cảng trong lưu vực sông Cấm

Biên lợi nhuận gộp dự báo giảm so với năm 2014 do (1) giá cung cấp dịch vụ dự báo ổn định so với năm 2014 (2) chi phí dịch vụ mua ngoài dự báo tăng so với năm 2014 do các khách hàng Vip và đang khai thác tại cảng PTSC Đình Vũ sẽ được chuyển sang khai thác tại cảng Xanh Vip giúp giảm áp lực cho cảng cũ

Cảng Xanh Vip là động lực chính tăng trưởng của VSC

Cảng Xanh Vip là dự án đầu tư lớn nhất từ khi thành lập của VSC. Cảng VIP Greenport nằm tại khu vực Đình Vũ, Hải Phòng, có vị trí tương đương Cảng Nam Hải Đình Vũ, được xây dựng trên nền đất rộng 153.000m², có thể đón được tàu trọng tải 2,5-3 vạn tấn. Công suất lớn nhất của cảng sau 2 giai đoạn có thể lên đến 500.000 TEU/năm. Hệ thống kho bãi tại Cảng VIP Greenport có diện tích 140,000 m². Trong dự án cảng Xanh Vip, VSC góp vốn 65%, 30% của công ty cổ phần vận tải xăng dầu Đình Vũ VIPCO, còn lại 5% do các cổ đông khác đóng góp. Trong năm 2015, VSC dự định mời Evergreen góp thêm 125 tỷ đồng, làm giảm tỷ lệ nắm giữ của VSC trong cảng Xanh Vip xuống còn 51%.

Thông kê Cảng Xanh VIP								
	Ngày khởi công	Ngày hoàn thành dự kiến	Công suất(TEU)	Số cầu tàu	Tổng chiều dài	Độ sâu thủy diện	Vốn đầu tư(tỷđ)	Vốn vay(tỷđ)
Giai Đoạn 1	Tháng 11/2014	Tháng 11/2015	250,000	2	226.3 m	10.5m	980	500
Giai Đoạn 2	Tháng 11/2015	Tháng 12/2016	250,000		150.9 m		360	420

Nguồn: VSC

So với cảng Xanh, cảng Xanh Vip có ưu thế vượt trội. Về vị trí địa lý, cảng Xanh Vip nằm ở vị trí thuận lợi hơn so với cảng Xanh, gần hoa tiêu và cửa sông, bên ngoài cầu Vũ Yên, tạo điều kiện thuận lợi cho tàu vào làm hàng và quay đầu. Hơn nữa, với trang thiết bị được đầu tư hiện đại khả năng bốc dỡ, phục vụ tàu vào cập bến hiệu quả hơn so với cảng Xanh

Cảng Xanh Vip đi vào hoạt động có thể gặp phải sự cạnh tranh cao từ Nam Hải Đình Vũ, Đình Vũ và PTSC Đình Vũ do sự tương đồng về cơ sở vật chất và vị trí địa lý.



	Số cầu tàu	Tổng chiều dài(m)	Độ sâu thủy điện(m)	Công suất(TEU)
Đình Vũ	2	427	7.2	412,000
PTSC Đình Vũ	1	250	7.8	150,000
Nam Hải Đình Vũ	2	455	7.3	375,000
Cảng Xanh Vip	2	440	10.5	500,000
Cảng Xanh	2	303.5	7.8	350,000

Nguồn: cảng vụ Hải Phòng

Cảng Xanh Vip có tiềm năng tăng trưởng sản lượng khai thác. (1) Vị trí địa lý thuận lợi tạo ra nguồn cầu cao: nằm cạnh khu công nghiệp Đình Vũ- nơi tập trung nhiều doanh nghiệp FDI từ Nhật Bản và Hàn Quốc (2) hệ thống giao thông phụ trợ phát triển giúp đẩy nhanh lưu lượng hàng hóa qua cảng. Vị trí cảng Xanh Vip nằm gần đường cao tốc 5B, phía Nam giáp khu đất bố trí làm ga đường sắt tiền cảng của Đình Vũ nối Hải Phòng với các ga phía Bắc và Côn Minh- Trung Quốc, cách sân bay Cát Bi khoảng 15km (3) Các khách hàng đang khai thác tại cảng Xanh và PTSC Đình Vũ sẽ được chuyển sang cảng Xanh Vip

Giá dịch vụ cảng Xanh Vip dự báo tăng. Hiện nay, đối thủ chính của cảng Xanh Vip là Nam Hải Đình Vũ đang áp dụng mức giá bằng khoảng 80% giá của các cảng trong khu vực. Vì vậy, khi đi vào hoạt động năm 2016, dự đoán cảng Xanh Vip sẽ áp dụng mức giá tương đương với Nam Hải Đình Vũ. Tuy nhiên trong tương lai, nhờ vị trí đắc địa, chúng tôi dự báo cảng Xanh Vip sẽ tăng giá khoảng 5% mỗi năm.

Cảng Xanh Vip được hưởng chính sách thuế ưu đãi từ chính quyền thành phố Hải Phòng. Theo đó, công ty được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong giai đoạn 2014-2018, và hưởng thuế thu nhập 5% trong giai đoạn 2019-2028.

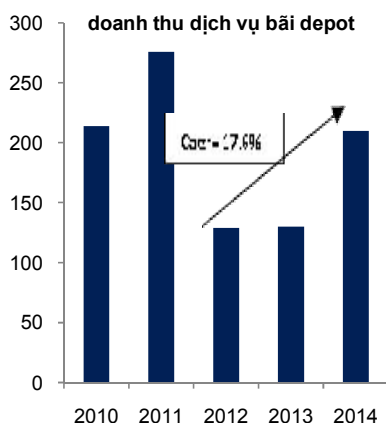
Biên lợi nhuận gộp cảng Xanh Vip năm 2016 dự báo thấp hơn so với cảng Xanh do (1) chi phí khấu hao cao từ việc xây dựng cảng mới (2) công suất hoạt động năm đầu dự báo chỉ đạt khoảng 70% công suất thiết kế. Tuy nhiên trong các năm tiếp theo, nhờ nâng công suất hoạt động và giá dịch vụ, biên lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện.

Dự án cảng Xanh Vip có thể gặp phải một số rủi ro (1) Rủi ro chính trị: tình hình chính trị Việt Nam- Trung Quốc có thể làm giảm lưu lượng hàng hóa trên tuyến giao thương này (2) Rủi ro vận hành. Cũng tương tự các cảng khác trong khu vực, để duy trì công suất hoạt động, luồng vào cảng phải được nạo vét định kỳ, làm tăng chi phí hoạt động của dự án

1. Dịch vụ bãi depot

Bãi depot là khu vực kho, bãi được ngăn cách với khu vực xung quanh để tạm lưu giữ, bảo quản hoặc thực hiện các dịch vụ đối với hàng hóa từ nước ngoài hoặc từ trong nước đưa vào kho theo hợp đồng thuê kho ngoại quan được ký giữa chủ kho ngoại quan và chủ hàng. Hiện tại khu vực Hải Phòng có khoảng 30 khu kho bãi Container có tổng diện tích 773,000 m2, năng lực thông qua các bãi khoảng 690,000 teu/năm.

Hoạt động kinh doanh kho bãi của VSC trải trên cả 3 miền Bắc- Trung- Nam. Tổng diện tích kho bãi của công ty vào khoảng 298,600 m2, với hàng hóa chính là sắt thép, nhiên liệu lỏng như xăng, dầu. Sản lượng container qua bãi depot của VSC không tăng trong giai đoạn 2012-2013 do gặp phải sự cạnh tranh cao và bất tăng trở lại năm 2014 nhờ những tín hiệu tích cực của xuất nhập khẩu cả nước. Biên lợi nhuận gộp ổn định ở mức 25%.



Hiện tại công ty đang khai thác bãi depot chính là Green Depot.

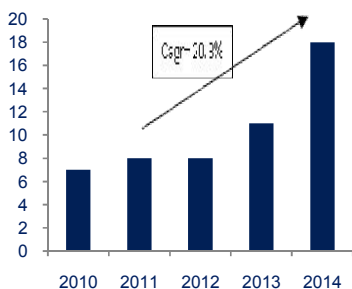
THÀNH PHẦN	Đơn vị	Số lượng
Tổng diện tích bãi (gồm 3 bãi)	M ²	90,000
Công Suất Bãi tối đa	teu	6,372
Tải Trọng	tấn/m ²	4
Cổng vào ra	làn xe	2

Nguồn: dữ liệu VSC

Bãi depot này không còn nhiều tiềm năng phát triển cao do (1) khả năng mở rộng diện tích để khai thác hạn chế do quy hoạch của thành phố Hải Phòng (2) vị trí nằm sâu trong sông Cấm khiến chi phí logistics lưu chuyển hàng hóa cao. (3) cạnh tranh cao đến từ các kho bãi xây mới. Tháng 8/2015, tổng công ty Tân Cảng Sài Gòn đầu tư xây dựng bãi ICD Tân Cảng, diện tích khoảng 15-18 ha tại vị trí thuận lợi thuộc Đình Vũ, vốn đầu tư 300 tỷ đồng, với nhiều trang thiết bị hiện đại, vượt trội hơn hẳn so với các bãi cũ trong khu vực.

Tiềm năng phát triển từ bãi container mới, diện tích 140,000 m². Bãi container này có tiềm năng phát triển nhờ (1) vị trí địa lý thuận lợi (2) sản lượng container qua cảng Xanh Vip tăng trưởng là đầu vào cho hệ thống depot. (3) Nhu cầu lưu kho dự báo tăng nhờ sự tăng lên của các hàng hóa lưu bãi chính.

Sản lượng container qua kho CFS



Nguồn: VSC

Biên lợi nhuận gộp bãi cảng Xanh dự báo không đổi so với năm 2014 do giảm thời gian quay vòng container TAT (giảm áp lực hoạt động vượt công suất nhờ bãi mới tại cảng Xanh Vip) nâng cao hiệu suất hoạt động để bù đắp sự tăng lên của chi phí đầu vào. Với bãi cảng Xanh Vip dự báo tăng nhờ (1) nâng cao công suất hoạt động nhờ các tín hiệu tích cực của đầu ra (2) chỉ số TAT thấp nhờ đầu tư trang thiết bị mới, hiện đại.

1. Dịch vụ kho CFS

Trong dịch vụ kho CFS, VSC thực hiện thu gom hàng lẻ để đóng vào container vận chuyển. Hiện nay, trong các cảng khu vực Hải Phòng có khoảng 17 kho CFS với diện tích khoảng 52.948m². Hiện tại VSC đang khai thác chính 2 kho CFS tại trung tâm logistics xanh với diện tích 15,000 m², công suất bốc xếp đạt trên 6,000 teu. Trong năm 2014, hai kho này mới đạt 70% công suất với hàng hóa chủ yếu là dệt may. Nguyên nhân chủ yếu là do quy định siết chặt tỷ trọng đường bộ của bộ giao thông vận tải làm lưu chuyển hàng hóa qua hệ thống kho CFS chậm.

Kho CFS của VSC lợi thế hơn so với đối thủ cạnh tranh chính. Hiện tại, kho CFS của VSC tại Hải Phòng có 2 đối thủ cạnh tranh chính là kho CFS Nam Phát và CFS Vietfracht. Về chất lượng dịch vụ, 2 kho này được đánh giá tương đương với 2 kho của VSC. Tuy nhiên kho CFS của VSC lợi thế hơn so với đối thủ do nằm trong khu công nghiệp Đình Vũ, cạnh cao tốc Hà Nội- Hải Phòng mới được đưa vào sử dụng. Trong tương lai, VSC có thể gặp cạnh tranh lớn từ ICD Tân Cảng.

Doanh thu mảng kinh doanh này của VSC dự báo tăng nhờ (1) hàng hóa chính của kho, dệt may, có tiềm năng phát triển nhờ các hiệp định FTA, TPP đã ký (2) đường 5B được đưa vào sử dụng làm tăng tốc độ lưu chuyển hàng hóa qua kho (3) nhu cầu kho CFS của các công ty trong khu công nghiệp Đình Vũ kỳ vọng tăng.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Các chỉ tiêu tài chính của VSC

Tăng trưởng	2011	2012	2013	2014
TTS	856,939	1,054,559	1,132,563	1,495,102
% yoy		23.06%	7.40%	32.01%
DTT	644,208	779,417	791,875	891,242
% yoy		20.99%	1.60%	12.55%
LNST	191,000	228,629	240,461	248,084
% yoy		19.70%	5.18%	3.17%
LNST / DTT	29.65%	29.33%	30.37%	27.84%
Cơ cấu vốn/tài sản				
Vốn vay/VCSH	0.33	0.39	0.28	0.26
TTS/VCSH	1.33	1.39	1.28	1.41
TS ngắn hạn/ TTS	0.69	0.52	0.44	0.32
TS dài hạn/TTS	0.31	0.48	0.56	0.68
Năng lực hoạt động				
Số ngày tồn kho	8.81	8.37	9.44	5.49
Số ngày phải trả	62.72	55.13	58.44	51.95
Số ngày phải thu	49.73	50.19	51.68	40.51
Khả năng sinh lời				
EPS	7.99	9.51	8.35	7.18
Biên lợi nhuận gộp	35.57%	34.37%	38.29%	34.98%
Biên lợi nhuận	29.65%	29.33%	30.37%	27.84%
ROA	22.89	23.92	21.99	18.80
ROE	29.71	30.19	27.22	23.40
Phương trình Dupont				
EAT/EBT	0.80	0.79	0.79	0.82
EBT/EBIT	99.75%	99.59%	99.52%	99.86%
EBIT/Doanh thu	37.35%	37.37%	38.31%	33.98%
Doanh thu/TTS	0.75	0.74	0.70	0.60
TTS/VCSH	1.33	1.39	1.28	1.41

Nguồn: BCTC VSC



Kết quả kinh doanh

Tăng trưởng doanh thu. Năm 2014 VSC đạt doanh thu 891.2 tỷ đồng (+12% yoy), CAGR(2011-2014)= 8.5%, LNTT đạt 302.4 tỷ đồng, không tăng lớn so với năm 2013, do năm 2014 VSC hoạt động vượt công suất 15% nên một phần lớn khách hàng (~ 100,000 TEU) phải chuyển sang PTSC Đình Vũ khai thác(công ty liên kết của VSC) làm tăng mạnh chi phí dịch vụ mua ngoài(+43% yoy). Đây cũng là một trong những nguyên nhân chính làm biên lợi nhuận gộp giảm từ 38% năm 2013 xuống còn 35% năm 2014.

9T2015, tổng doanh thu VSC đạt 696 tỷ đồng(+7.57%yoy), LNTT 9T2015 đạt 277 tỷ đồng(+40.6%yoy). Nguyên nhân dẫn đến tăng trưởng lợi nhuận do nguồn thu từ mảng container lạnh tăng mạnh so với quý trước và cùng kỳ năm 2014.

Cơ cấu chi phí: CAGR(2011-2014)= 14.6%, cao hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu. Nguyên nhân: trong giai đoạn vừa qua, chi phí thuê ngoài tăng mạnh đạt 283 tỷ năm 2014(Cagr(2011-2014)=19.9%) do việc hoạt động vượt công suất và phải chuyển khách hàng sang các cảng khác khai thác.

Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh. Biên lợi nhuận gộp năm 2014 đạt 35%(giảm mạnh so với năm 2013 ở mức 38%) do chi phí dịch vụ mua ngoài trả cho PTSC Đình Vũ lớn (204 tỷ) làm chi phí giá vốn hàng bán đội lên 579 tỷ (+18.6% yoy). Tuy nhiên, 9T2015 biên lợi nhuận gộp tăng mạnh lên 41.5% nhờ sự tăng lên đáng kể của mảng container lạnh(biên lợi nhuận gộp khoảng 65%). Dự báo mức biên lợi nhuận này sẽ được giữ đến hết năm 2015 do quý cuối năm là mùa cao điểm mặt hàng container lạnh.

Tài sản

Giá trị tổng tài sản có Cagr (2010-2014)= 18.2%, trong đó cơ cấu tài sản có sự chuyển dịch từ tài sản ngắn hạn sang tài sản dài hạn. Tỷ trọng tài sản dài hạn 9T2015 là 70.9%. Cơ cấu tài sản này phù hợp đặc thù kinh doanh của VSC khi doanh nghiệp khai thác cảng cần đầu tư lớn cho máy móc bốc dỡ và xây dựng cầu cảng.

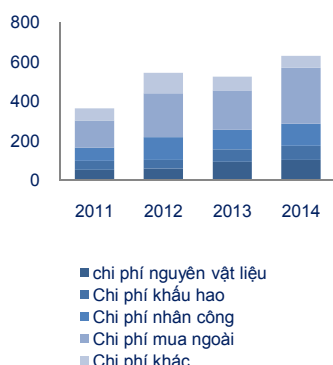
Nguồn vốn

Cơ cấu nguồn vốn phù hợp với hoạt động kinh doanh của VSC, với nguồn vốn chủ sở hữu chiếm phần lớn trong tổng nguồn vốn(70.8% năm 2014). Điều này thể hiện tình hình tài chính ổn định của công ty khi nguồn vốn chủ sở hữu đáp ứng nhu cầu đầu tư tài sản dài hạn. Trong thời gian tới, với việc tăng khoản vay dài hạn đầu tư cho cảng Xanh Vip, cơ cấu nguồn vốn sẽ có sự chuyển dịch tăng tỷ trọng vốn vay trong tổng nguồn vốn. Điều này làm tăng áp lực trả lãi của VSC, tuy nhiên giúp VSC tận dụng lợi ích từ lá chắn thuế.

Hiệu quả hoạt động giảm trong giai đoạn 2010-2014, nhưng vẫn mức trên trung bình ngành.

Các chỉ số ROA và ROE giảm dần trong giai đoạn 2010-2014 ở mức ROA=18.88% và ROE=23.44% tại năm 2014, tuy nhiên vẫn cao hơn mức trung bình ngành ROA=16% và ROE=22%. Nguyên nhân (1) hệ số đòn bẩy tài chính giảm, do VSC tăng sử dụng vốn chủ sở hữu, giảm chi phí lãi vay. Tính đến hết năm 2014, dư nợ vay của VSC chỉ 424,000 USD(vay tại Vietcombank Hải Phòng). (2) vòng quay tổng tài sản giảm do VSC đầu tư tăng tài sản dài hạn(tài sản dài hạn tăng xấp xỉ 4.5 lần giai đoạn 2010-2014).(3) EBIT/doanh thu giảm từ 39% xuống còn 34% năm 2014, do tăng mạnh chi phí mua ngoài.

Cơ cấu chi phí



Nguồn: VSC

Cơ cấu tài sản



Nguồn: VSC

Cơ cấu nguồn vốn



Nguồn: VSC

DỰ BÁO KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu: tổng doanh thu năm 2015 dự báo đạt 952 tỷ (+6.87% yoy) nhờ sản lượng khai thác dự báo tăng 7% so với 2014. Trong đó:

- Doanh thu cảng Xanh Vip đạt 290 tỷ năm 2016 với công suất hoạt động dự báo đạt 70% và đạt 100% công suất năm 2020. Chúng tôi dự đoán giá dịch vụ cảng Xanh Vip sẽ tăng khoảng 5% mỗi năm giai đoạn 2016-2020.
- Đối với dịch vụ cảng biển của Cảng Xanh, doanh thu giảm dần từ năm 2015 do (1) giá dịch vụ cảng không tăng (2) sản lượng giảm dần về công suất thiết kế khi một phần khách hàng được chuyển sang khai thác tại cảng mới.
- Bãi container của cảng Xanh dự báo đạt 50% công suất thiết kế năm 2015, và đạt tối đa công suất năm 2020.

Biên lợi nhuận gộp: Biên lợi nhuận gộp mảng dịch vụ cảng của cảng Xanh Vip đạt 35% do chi phí khấu hao cao và chưa đạt tối đa công suất, tuy nhiên tăng lên 39% năm 2017 nhờ (1) tăng công suất (2) giảm hệ số TAT nhờ đầu tư máy móc hiện đại (3) giá cung cấp dịch vụ dự báo tăng.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp dự báo bằng lần lượt 0.16% và 4.13% tổng doanh thu.

Chi phí lãi vay: tổng vốn đầu tư dự án cảng Xanh Vip ~1,373 tỷ đồng, trong đó nợ vay dự đoán trên 500 tỷ đồng, còn lại là vốn chủ sở hữu ~741 tỷ đồng. Chi phí lãi vay của dự án dự báo phát sinh năm 2015 là 31.6 tỷ.

Lợi nhuận thuần trước thuế: năm 2015, tổng LNTT đạt 368 tỷ (+21.85% yoy) nhờ tăng trưởng doanh thu của mảng dịch vụ cảng và tăng sản lượng khai thác mảng container lạnh với chi phí sản xuất thấp. Năm 2016, cảng Xanh Vip dự báo đạt LNTT= 26.57 tỷ do chưa hoạt động đầy công suất.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi dùng phương pháp FCFF- 2 giai đoạn tăng trưởng do (1) dòng tiền của VSC luôn dương và tăng trưởng ổn định. (2) tỷ lệ trả cổ tức của VSC thấp hơn dòng tiền hàng năm.

Giai đoạn 1 từ 2015-2020: tăng trưởng ổn định. Đây là giai đoạn cảng Xanh Vip đi vào hoạt động và kỳ vọng đem lại động lực tăng trưởng cao cho VSC. Chúng tôi dự báo dòng tiền tự do đạt -93 tỷ do chi phí đầu tư lớn vào tài sản cố định, sau đó đạt 317 tỷ năm 2020 và đi vào ổn định

Giai đoạn 2: tăng trưởng dài hạn: chúng tôi dự báo trong dài hạn, công ty tăng trưởng ở mức 2.5%.

Chúng tôi sử dụng phương pháp CAPM để tính chi phí vốn chủ sở hữu với Beta trung bình 5 năm theo số liệu Bloomberg là 0.72; Lợi suất phi rủi ro là lợi suất Trái phiếu chính phủ 5 năm (8.15%); Lợi suất thị trường 11.75%. Khi đó, chi phí vốn chủ sở hữu sẽ là 10.74%. Với chi phí vốn vay trung bình 7.6%, thuế suất 19.16%, tỷ lệ vốn nợ 35.05%, chi phí vốn bình quân của VSC được tính là 9.05%.

Theo phương pháp FCFF, với số lượng cổ phiếu đang lưu hành tại thời điểm hiện tại là 41,416,042 cổ phiếu, giá trị hợp lý trên một cổ phần là 85,146 đồng/cp.

wacc	
Rm	11.75%
Rf	8.15%
beta	0.72
ke	10.74%
kd	7.60%
E/A	64.95%
D/A	35.05%
Tax rate	22.00%
WACC	9.05%
g	2.50%

Nguồn: BSC

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VSC với giá mục tiêu 85,146 đồng (upside 21.64%), dựa trên phương pháp FCFF. Cảng Xanh Vip sẽ tạo động lực phát triển cho công ty trong dài hạn do (1) vị trí cảng Xanh Vip đặc địa tạo lợi thế vượt trội so với các cảng sâu trong lưu vực sông Cẩm.(2) hệ thống giao thông phụ trợ phát triển(đường sắt, cao tốc 5B) giúp tăng lưu lượng hàng quá qua cảng (3) sự phát triển của khu công nghiệp Đình Vũ và các khu công nghiệp phía Bắc tạo nguồn cầu cao cho VSC.

PHỤ LỤC 1
Bảng phân tích độ nhạy phương pháp định giá FCFE

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		7.55%	8.05%	8.55%	9.05%	9.55%	10.05%	10.55%
Giá cổ phần	0.0%	81,156	75,321	70,211	65,702	61,700	58,127	54,922
	0.5%	85,851	79,324	73,651	68,682	64,297	60,405	56,930
	1.0%	91,262	83,893	77,547	72,031	67,199	62,934	59,148
	1.5%	97,567	89,160	81,995	75,824	70,460	65,760	61,612
	2.0%	105,007	95,297	87,122	80,155	74,153	68,935	64,363
	2.5%	113,919	102,538	93,096	85,146	78,369	72,532	67,456
	3.0%	124,787	111,212	100,145	90,962	83,229	76,638	70,959
	3.5%	138,336	121,791	108,588	97,824	88,892	81,370	74,957
	4.0%	155,697	134,978	118,886	106,044	95,574	86,884	79,566
	4.5%	178,740	151,875	131,722	116,069	103,577	93,391	84,936
	5.0%	210,804	174,303	148,171	128,567	113,338	101,185	91,273

Nguồn: BSC dự báo

PHỤ LỤC 2
DỰ ĐOÁN KẾT QUẢ KINH DOANH

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh số thuần	891.24	952.46	1,161.07	1,471.90	1,657.27	1,871.07	2,092.35
Giá vốn hàng bán	(579.45)	(538.52)	(796.43)	(1,028.80)	(1,132.01)	(1,247.06)	(1,362.17)
Lãi gộp	311.79	413.94	364.63	443.10	525.26	624.01	730.19
Thu nhập tài chính	16.16	14.50	22.85	35.86	53.94	114.18	82.74
Chi phí tài chính	(7.77)	31.96	47.96	43.75	38.28	33.17	28.07
- Trong đó: Chi phí lãi vay	(0.41)	(31.96)	(47.96)	(43.75)	(38.28)	(33.17)	(28.07)
Chi phí bán hàng	(2.96)	(1.56)	(1.90)	(2.41)	(2.72)	(3.07)	(3.43)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(45.09)	(39.29)	(47.90)	(60.72)	(68.37)	(77.19)	(86.32)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	287.66	355.63	289.72	372.09	469.84	624.76	695.11
Thu nhập khác	1.64	3.88	3.31	2.94	3.37	3.21	3.17
Chi phí khác	(0.22)	(1.34)	(1.20)	(0.92)	(1.15)	(1.09)	(1.06)
Thu nhập khác, ròng	1.42	2.54	2.10	2.02	2.22	2.11	2.12
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	13.32	13.18	13.25	13.22	13.23	13.23	13.23
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	302.40	368.81	302.97	385.30	483.07	637.98	708.34
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	(54.31)	(81.14)	(55.28)	(48.00)	(53.13)	(82.39)	(82.40)
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(54.31)	(81.14)	(55.28)	(48.00)	(53.13)	(82.39)	(82.40)
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	248.08	287.67	247.69	337.30	429.95	555.60	625.94
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	0.00	13.02	71.19	106.55	140.30	183.92
Cổ đông của Công ty mẹ	248.08	287.67	234.67	266.11	323.40	415.30	442.02
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	7,182	6,946	5,666	6,425	7,809	10,027	10,673

Nguồn: BSC dự báo



HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

