

CTCP Tập đoàn Container Việt Nam (VSC - HOSE)

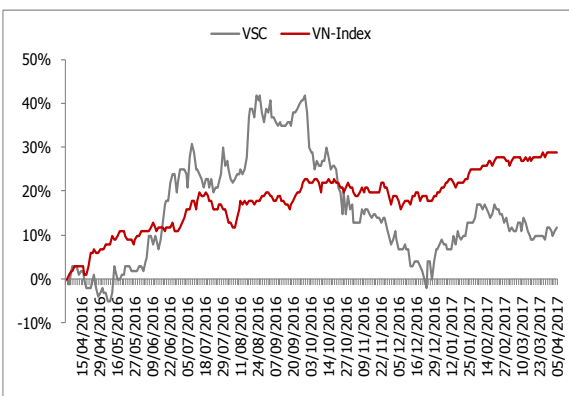
Khuyến nghị: MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá cổ phiếu (VND) - 05/04/2017	58.500
Giá mục tiêu (VND)	70.500
Tiềm năng tăng/giảm giá (%)	20,5%
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	4,5%
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	12,0%
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	2.665
SLCP lưu hành (triệu CP)	45,56
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	10,0%
P/E forward (x)	10,8
P/B (x)	1,7
P/E VN-Index (x)	16,9

Nguồn: VSC, MSI

Tăng trưởng cổ phiếu VSC so với VN-Index



Nguồn: FiinPro, MSI

Với mức giá mục tiêu của chúng tôi là 70.500 đồng/cp (cao hơn 20,5% so với giá hiện tại) cùng với những triển vọng tích cực về hoạt động kinh doanh của Công ty trong các năm tới, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VSC.

TỔNG QUAN VỀ VSC

CTCP Container Việt Nam tiền thân là Công ty Container Việt Nam được thành lập năm 1985. Công ty được cổ phần hóa năm 2002. Vốn điều lệ hiện tại là 455,56 tỷ đồng.

Do lịch sử hình thành sớm hơn so với các doanh nghiệp cảng biển tại khu vực cảng Hải Phòng, vì vậy lượng khách hàng của Công ty đa phần là khách hàng truyền thống và lâu năm mà không quá tốn kém chi phí marketing hay chào hàng. Công ty có thế mạnh về lĩnh vực kinh doanh khép kín như cung cấp dịch vụ cảng biển (bốc xếp, kho bãi); làm đại lý tàu, vận chuyển; logistic và sửa chữa tàu, do vậy đáp ứng được đa dạng nhu cầu của khách hàng.

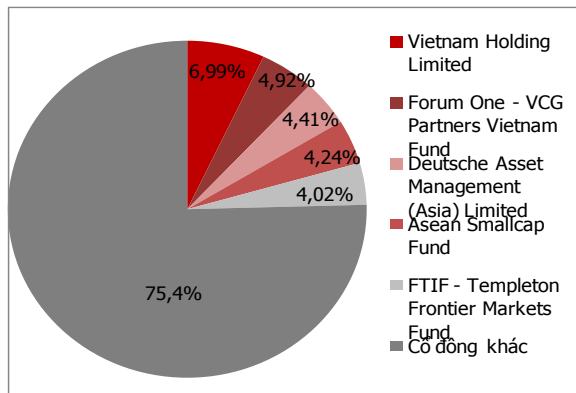
Hiện tại, VSC đang khai thác 2 cảng biển là Green Port và VIP Green Port. Trong đó, cảng VIP Green Port mới đi vào hoạt động cầu cảng 1 cuối năm 2015 và cầu cảng số 2 trong tháng 12/2016. VIP Green Port hiện đang là cảng đầu tiên tại vị trí cửa ngõ khu vực Đình Vũ. Với vị trí thuận lợi nhất khu vực cảng Hải Phòng, cảng có độ sâu trước bến -9,5 m, chiều dài cầu tàu 400m, cảng được trang bị 04 QC hiện đại (tầm với 13 hàng Cont), cho phép đón cùng lúc 02 tàu trọng tải 30.000DWT.

Cảng Green Port có vị trí gần khu Chùa Vẽ, ở hạ lưu Sông Cấm. Green Port có tổng chiều dài cầu tàu là 371m (gồm cả 2 cầu tàu và 1 cầu sà lan) với độ sâu mớn nước tại cầu tàu là 8m. Cầu số 1 đã đưa vào hoạt động từ tháng 9/2004 và cầu số 2 từ tháng 3/2006.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

- **Hoạt động kinh doanh chính của Công ty bao gồm:** (1) Khai thác cảng (Bốc xếp tại cảng và depot), đây là nguồn thu chính của VSC khi chiếm gần 60% doanh thu; (2) Kinh doanh kho bãi, hiện VSC có 278.550 m² kho bãi và kho CFS tại Hải Phòng, Đà Nẵng và TP. Hồ Chí Minh, mảng này chiếm hơn 20% tổng doanh thu; (3) Hoạt động kinh doanh khác như vận tải ô tô, sửa chữa container, đại lý container.
- **Các khách hàng lớn của VSC:** VSC có các khách hàng lớn truyền thống như Evergreen (cũng là cổ đông lớn CTCP Cảng Xanh VIP), OOCL, COSCO, NAMSUNG, HEUNG-A, SINOTRANS, TS. LINES, APL, CMA-CGM... Trong năm 2017, VSC có thêm khách hàng mới là hãng tàu lớn nhất thế giới Maersk Line khi chuyển từ Cảng Hải Phòng sang VIP Green Port.

Cơ cấu cổ đông (cập nhật tháng 3/2017)



Nguồn: VSC, MSI

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tính đến hiện tại, các cổ đông lớn của VSC đều là các tổ chức tài chính, doanh nghiệp nước ngoài. Trong đó, cổ đông lớn nhất là Vietnam Holding Limited với số cổ phiếu nắm giữ là 3.185.056 cổ phiếu, tương đương với tỷ lệ 6,99% vốn điều lệ. Tiếp theo là cổ đông Forum One - VCG Partners Vietnam Fund nắm giữ 2.239.978 cổ phiếu, tương đương tỷ lệ 4,92% vốn. Ngoài ra, còn có Deutsche Asset Management (Asia) Limited, Asean Smallcap Fund, FTIF - Templeton Frontier Markets Fund đều sở hữu hơn 4% vốn điều lệ. Còn lại 75,4% vốn cổ phần thuộc quyền sở hữu của các cổ đông nhỏ lẻ khác.

VỊ THẾ CẠNH TRANH

- **VSC là 1 trong 3 cảng có thị phần sản lượng hàng hóa qua cảng lớn nhất khu vực Hải Phòng:** Theo ước tính của chúng tôi, VSC chiếm khoảng 16 –17% thị phần khu vực Hải Phòng và khoảng 4-5% cả nước.
- **Công suất thiết kế của 2 cảng hơn 850.000 TEUs:** Hiện tại, VSC đang đưa vào hoạt động 2 cảng là cảng Green Port và cảng VIP Green Port với tổng công suất thiết kế của 2 cảng lên đến hơn 850.000 TEUs (chỉ đứng sau cảng Hải Phòng PHP). Ngoài ra, với vị trí thuận lợi của cảng VIP Green Port (nằm ở phía hạ nguồn sông Cấm) sẽ mang đến lợi thế lớn cho VSC khi hiện chỉ có cảng Hải Phòng, Nam Hải Đình Vũ ở vị trí tương tự và còn khả năng đón thêm tàu.
- **Mạng lưới hoạt động:** Công ty hoạt động kinh doanh trên cả 3 miền Bắc - Trung - Nam: Hải Phòng, Hà Nội, Quảng Ninh, Đà Nẵng, Quy Nhơn, TP. Hồ Chí Minh. Trong đó, địa bàn hoạt động kinh doanh chính, chiếm tỷ trọng doanh thu lớn nhất là khu vực Hải Phòng.

Năng lực cạnh tranh của các cảng ở khu vực Hải Phòng

Tên cảng	Công ty	Mớm nước sâu (m)	Chiều dài bến (m)	Số lượng cầu tàu	Tải trọng (DWT)	Công suất (TEU)
Tân Vũ	PHP	9,4	980,6	5	20.000	800.000
Chùa Vẽ	PHP	8,0	848	5	10.000	800.000
Nam Hải	GMD	9,0	144	1	10.000	150.000
Nam Hải Đình Vũ	GMD	9,0	450	2	30.000	500.000
Tân Cảng 189	Tân Cảng	8,7	170	1	15.000	200.000
Tân Cảng 128	Tân Cảng	8,2	170	1	15.000	200.000
Hải An	HAH	8,7	150	1	20.000	250.000
Đình Vũ	DVP	9,0	425	2	30.000	500.000
Đình Vũ PTSC	PSP	8,5	250	1	20.000	300.000
Đoạn Xá	DXP	8,4	225	1	10.000	250.000
Transvina	Vinalines	7,8	120	1	12.000	80.000
Green port	VSC	8,0	374	2	20.000	350.000
VIP Green port	VSC	9,5	400	2	30.000	550.000
Tổng						4.930.000

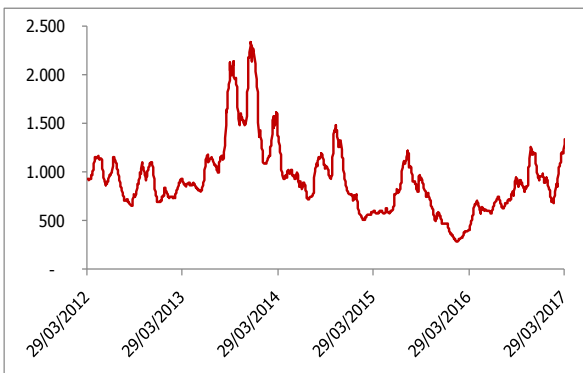
Nguồn: MSI tổng hợp

NGÀNH CẢNG BIỂN VÀ KHAI THÁC CẢNG

Diễn biến thị trường Cảng biển thế giới năm 2016:

- **Vận tải biển thế giới - Cung vượt cầu:** Theo số liệu thống kê của IHS Global Insight, cuối năm 2015, lượng cung tăng đến 32% so với nhu cầu và trong năm 2016 nguồn cung năng lực vận tải thế giới tiếp tục tăng 2,25% trong khi nhu cầu thực tế chỉ tăng 2,17%. Sự chênh lệch cung-cầu vận tải vẫn còn khá lớn ở hiện tại, nhiều khả năng hoạt động của ngành vận tải biển sẽ tiếp tục đối mặt với nhiều khó khăn trong các năm tới.
- **Xu thế M&A của các hãng tàu lớn:** Thống kê trong 6 tháng đầu năm 2016, trên toàn thế giới, các hãng logistics và vận tải trên toàn thế giới đã đổ hơn 35 tỷ USD vào các thương vụ thu tóm và sát nhập. Riêng khu vực châu Á chiếm 62% tổng giá trị các thương vụ. Theo đó, trong năm 2016, ngoài Hanjin phá sản, các hãng tàu cũng thực hiện sáp nhập hoặc tham gia các liên minh hàng hải, như sáp nhập hai hãng tàu lớn nhất Trung Quốc là COSCO và China Shipping, Công ty APL của Singapore bị hãng vận tải CMA CGM của Pháp mua lại, sáp nhập của HapagLloyd với hãng tàu UASC hay 3 hãng tàu container lớn của Nhật Bản là 'K' Line, MOL và NYK đã sáp nhập hoạt động vận chuyển container để tạo thành một hãng duy nhất (J Lines). Đồng thời, các hãng tàu cũng tăng cường sử dụng các tàu có trọng tải lớn nhằm tối ưu hóa khả năng chuyên chở, giảm thiểu chi phí. Năm 2017, xu hướng sáp nhập của các hãng tàu thế giới sẽ giúp các cảng có độ mớn nước sâu sẽ được hưởng lợi hơn. Vì vậy, nguồn hàng xuất nhập khẩu của các cảng nhỏ, có độ mớn nước thấp, chiều dài cầu cảng ngắn sẽ khó khăn và phải chuyển hướng sang tìm kiếm nguồn cầu từ nguồn hàng nội địa.

Chỉ số BDI trong 5 năm từ 29/03/2012 đến 29/03/2017

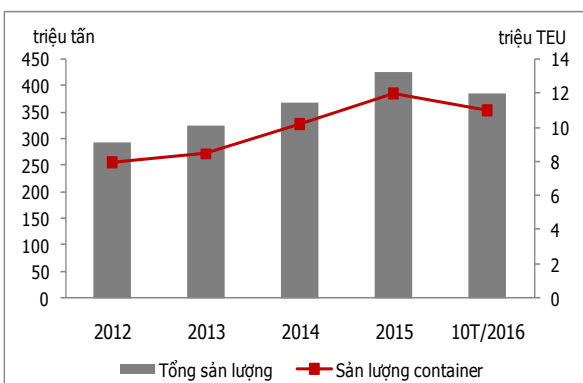


Nguồn: Bloomberg, MSI

- **Chỉ số BDI dù đã ghi nhận sự phục hồi kể từ đầu tháng 3/2017 nhưng vẫn chưa đáng kể so với mức sụt giảm mạnh trong giai đoạn 2014-2016.** Năm 2016 là năm khó khăn đối với thị trường vận tải biển hàng khô rời thế giới. Sau khi lập mức đáy trong lịch sử hơn 30 năm qua của ngành vận tải biển thế giới vào ngày 10/2/2016 ở mức 290 điểm, chỉ số thuê tàu hàng khô Baltic (BDI) dần ổn định và đạt mức cao nhất là 1.257 điểm giữa tháng 11/2016, chủ yếu nhờ phân khúc thị trường tàu capesize (tàu có trọng tải (DWT) dao động trong khoảng 150.000 tấn) vận chuyển quặng sắt nhập khẩu vào Trung Quốc. Từ đầu tháng 3/2017, chỉ số BDI đã tăng trở lại, lên 1.338 điểm (ngày 29/03/2017). Tuy nhiên, sự cải thiện của thị trường chỉ tác động đến các tàu cỡ lớn và chỉ cải thiện đối với thị trường Đại Tây Dương và Địa Trung Hải, điều này sẽ khiến chỉ số BDI khó có thể phục hồi mạnh như thời điểm năm 2013.

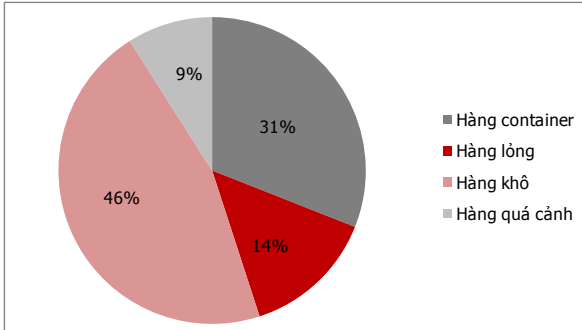
Ngành cảng biển Việt Nam năm 2016:

Sản lượng hàng hóa qua cảng Việt Nam



- **Hoạt động xuất nhập khẩu tiếp tục tăng trưởng tốt:** Theo số liệu thống kê sơ bộ của Tổng cục Hải quan, năm 2016 tổng kim ngạch xuất nhập khẩu cả nước đạt hơn 350,74 tỷ USD, tăng 7,1%, tương ứng tăng gần 23,16 tỷ USD so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, xuất khẩu đạt hơn 176,63 tỷ USD, tăng 9%, tương ứng tăng gần 14,62 tỷ USD; nhập khẩu đạt hơn 174,11 tỷ USD, tăng 5,2%, tương ứng tăng 8,54 tỷ USD.
- **Sản lượng hàng hóa, container qua cảng năm 2016 vẫn ổn định:** Theo số liệu thống kê của Cục hàng hải Việt Nam, sản lượng hàng hóa qua hệ thống cảng biển Việt Nam trong 10 tháng năm 2016 đạt 387,6 triệu tấn, tăng 10% so với cùng kỳ năm 2015, hàng container đạt 11 triệu TEUs ghi nhận mức tăng 17%. Riêng Hải Phòng, 11 tháng năm 2016, sản lượng hàng hóa thông qua cảng toàn thành phố đạt 71,03 triệu tấn, tăng 14% so với cùng kỳ năm 2015, ước tính cả năm đạt khoảng 80 triệu tấn.

Cơ cấu hàng hóa qua cảng Việt Nam 2015



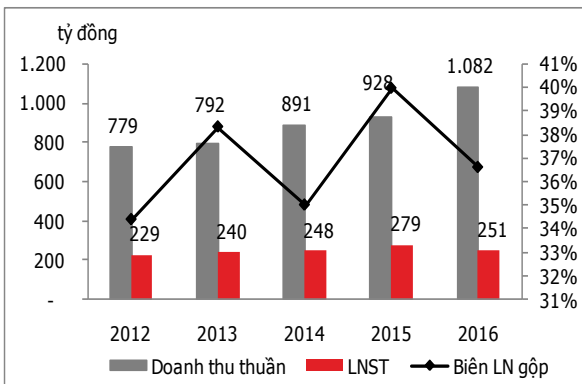
Nguồn: Cục hàng hải Việt Nam

Tuy nhiên, kết quả kinh doanh tại các doanh nghiệp dịch vụ cảng biển, kho vận khu vực Hải Phòng năm 2016 kém khả quan hơn do tình hình biên mậu tại Trung Quốc đã thuận lợi hơn. Năm 2015, khoản lợi nhuận đột biến từ hàng lạnh tạm nhập tái xuất không còn do Trung Quốc đã thay đổi chính sách cho phép hàng hóa được đi trực tiếp từ nước thứ ba qua Hong Kong đến các cảng thuộc địa phận tỉnh Quảng Tây thay vì phải đi qua Hải Phòng lên biên giới như các năm trước. Ước tính hàng hóa qua biên giới Việt - Trung giảm 75% trong năm 2016.

Triển vọng ngành năm 2017:

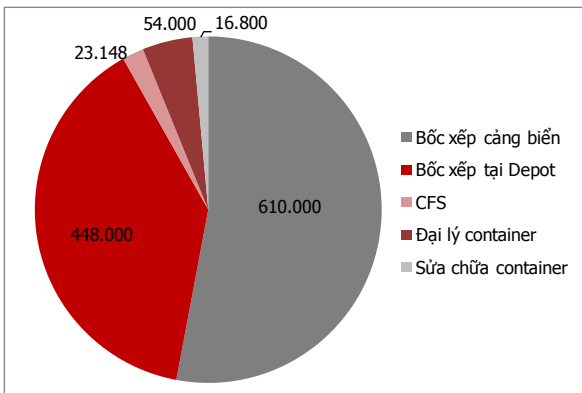
- Năm 2017, sản lượng hàng hóa, container thông qua cảng được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng:** (1) Tốc độ tăng trưởng GDP giai đoạn 2016-2020 dự báo đạt 6,5%-7%/năm; (2) Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn của các nhà đầu tư. Năm 2016, giải ngân vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đạt kỷ lục 15,8 tỷ USD, tăng 9% so với cùng kỳ năm trước; trong đó, Hải Phòng là địa phương có số vốn FDI đăng ký lớn nhất năm 2016 với 2,464 tỷ USD, chiếm 16,2% tổng vốn đăng ký cấp mới. Đáng chú ý nhất là dự án LG Display (Hàn Quốc) với số vốn đầu tư 1,5 tỷ USD tại khu công nghiệp Trảng Dục; (3) Theo quy hoạch cảng biển năm 2020-2030, sản lượng container qua cảng Hải Phòng dự báo tăng khoảng 10% mỗi năm. Cụ thể, tổng sản lượng hàng hóa qua Hải Phòng năm 2020 dự báo sẽ đạt 109-114 triệu tấn/năm, trong đó hàng container khoảng 5,84-6,2 triệu TEUs/năm, tương ứng với tốc độ tăng trưởng trung bình 9%-10,3%/năm.
- Cạnh tranh trong ngành cảng biển khu vực Hải Phòng sẽ tăng cao trong các năm tới:** Với việc cầu xây dựng cầu Bạch Đằng, các cảng phía thượng nguồn sông Cấm sẽ gặp khó khăn khi không thể tiếp nhận các tàu có tải trọng lớn hơn 10.000 DWT, trong khi đó các cảng phía hạ nguồn (hiện gồm có các cảng VIP Green, Nam Hải Đình Vũ (GMD), Đình Vũ (DVP), Tân Vũ,...) sẽ được hưởng lợi. Tuy nhiên, cạnh tranh trong ngành cũng sẽ tăng cao khi các cảng lớn như Nam Đình Vũ GĐ1 (công suất 600.000 TEUs hoàn thành cuối 2017) và cảng Lạch Huyện (giai đoạn 1 công suất 1,1 triệu TEU dự kiến hoàn thành năm 2018) đi vào hoạt động. Theo quy hoạch cảng biển Hải Phòng 2020-2030, cảng Lạch Huyện sẽ trở thành cảng chính, thị phần tăng từ 45% năm 2020-2015 lên 60%-65% năm 2030, trong khi bán đảo Đình Vũ giảm từ 40% thị phần xuống 25%.
- Rủi ro trong ngành đến từ chính sách mới:** Nghị quyết số 148/2016 quy định mức thu, chế độ thu, nộp, quản lý và sử dụng công trình kết cấu hạ tầng, công trình dịch vụ, tiện ích công cộng trong khu vực cửa khẩu cảng biển Hải Phòng bắt đầu có hiệu lực từ 01/01/2017. Cụ thể, tất cả hàng hóa thông qua các cảng biển tại Hải Phòng phải nộp phí dịch vụ hạ tầng cảng, trong đó, mức thu đối với hàng gửi kho ngoại quan, từ 2,2 triệu đồng/container 20 feet, 4,4 triệu đồng/container 40 feet, 50.000 đồng/tấn hàng rời. Mức thu đối với hàng xuất nhập khẩu tại cảng là 250.000 đồng/container 20 feet, 500.000 đồng/container 40 feet. Hiện tại, chi phí logistics ở Việt Nam thuộc các nước cao nhất thế giới, theo thống kê của Hiệp hội Doanh nghiệp Logistics Việt Nam, chi phí logistics chiếm tới 21-25% GDP của Việt Nam, tương đương với 37-40 tỷ USD/năm, cao hơn nhiều so với các nước như Mỹ, Trung Quốc, Thái Lan. Việc thu phí cao sẽ tạo áp lực rất lớn cho doanh nghiệp xuất nhập khẩu, làm suy giảm khả năng cạnh tranh và phát triển của ngành logistics, không tận dụng được lợi thế của Việt Nam trong thu hút hàng quá cảnh, hàng chuyển tải. Đặc biệt, ảnh hưởng rất lớn đến thời gian thực hiện dịch vụ logistic và tốc độ lưu thông hàng hoá. **(Chi tiết về mức phí hàng hóa cập cảng biển Hải Phòng từ năm 2013-2016 xem Phụ lục trang 9 - Bảng 1)**

Kết quả kinh doanh 2012-2016

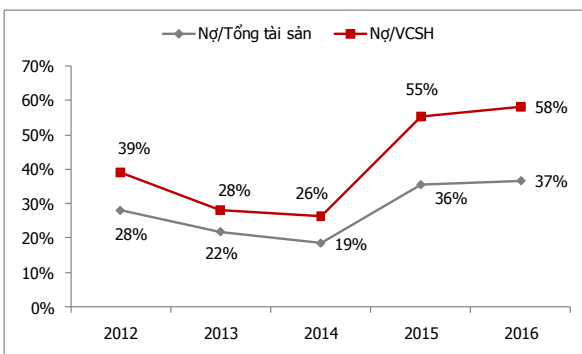


Nguồn: VSC, MSI

Sản lượng năm 2016 (TEUs)



Chỉ số nợ của VSC 2012-2016



Nguồn: VSC, MSI

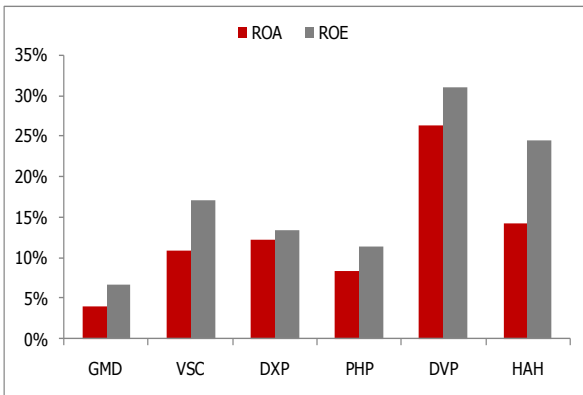
KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA VSC 2016

- Năm 2016, doanh thu tăng khá nhưng lợi nhuận giảm do chi phí tăng cao:** Mặc dù sản lượng và doanh thu tăng trưởng tích cực với sản lượng bốc xếp tại cảng đạt 610 nghìn TEUs (+71,3% yoy), bốc xếp tại depot đạt 448 TEUs (+14,6% yoy),... doanh thu thuần đạt 1.082 tỷ đồng (+16,6% yoy) nhờ trong năm 2016, cầu cảng 1 của cảng VIP Green được khai thác từ đầu năm và cầu cảng thứ 2 bắt đầu hoạt động từ tháng 12/2016. Tuy nhiên, do chi phí tăng mạnh khiến lợi nhuận trước thuế chỉ đạt 311,2 tỷ đồng (-10% yoy) nhưng đã vượt 18,8% kế hoạch năm 2016 (262 tỷ đồng), lợi nhuận sau thuế của Công ty đạt 251 tỷ đồng (-10% yoy).
- Lợi nhuận kém khả quan chủ yếu do:** (1) Chi phí khấu hao tăng cao do cảng VIP Green mới đi vào hoạt động khiến biên lợi nhuận gộp giảm xuống 36,6% (năm 2015 là 39,9%); (2) Lợi nhuận đột biến từ hàng lạnh tạm nhập tái xuất không còn như năm 2015 (năm 2015 do sự thay đổi chính sách tạm thời siết chặt kiểm duyệt hàng hóa tại Trung Quốc, dẫn tới nhu cầu tạm nhập tái xuất hàng hóa qua cửa khẩu Việt Nam. Từ năm 2016, Trung Quốc đã thay đổi chính sách cho phép hàng hóa đi trực tiếp từ Hong Kong đến các cảng thuộc địa phận tỉnh Quảng Tây); (3) Chi phí lãi vay tăng cao (năm 2016 là gần 44 tỷ đồng trong khi năm 2015 chỉ 0,9 tỷ đồng).

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

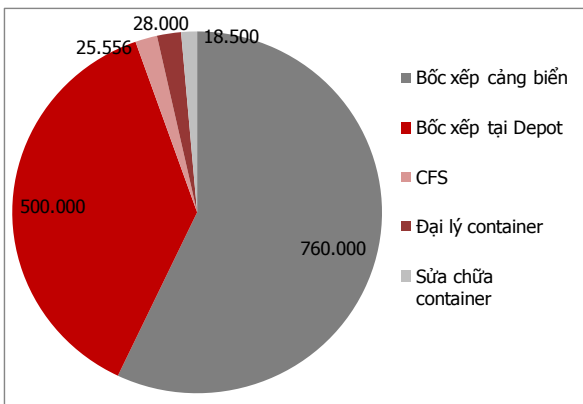
- Chỉ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh của VSC:** Nợ ngắn hạn của Công ty chủ yếu đến từ khoản phải trả người bán ngắn hạn. Việc công ty gia tăng vốn ngắn hạn chiếm dụng từ nhà cung cấp sẽ giảm bớt áp lực chi phí và lãi vay từ phía ngân hàng. Mặc dù năm 2016 Công ty vay thêm 630 tỷ đồng từ Vietcombank để đầu tư cho Cảng VIP Green Port (với lãi suất ưu đãi 6,8%/năm), và từ năm 2017 Công ty sẽ phải chịu lãi suất bằng lãi suất tiền gửi 12 tháng + biên độ 1,8% (ước tính khoảng 8,3%/năm) khiến chi phí lãi vay tăng lên nhưng theo chúng tôi, thì công ty vẫn đảm bảo được khả năng thanh toán khi đến hạn.
- Cơ cấu vốn của VSC có sự thay đổi theo hướng tăng vay nợ:** Năm 2016, do đầu tư vào cảng VIP Green giai đoạn 2, vay nợ dài hạn tăng lên hơn 585 tỷ đồng (gấp 65 lần năm 2015), khiến tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu và nợ/tổng tài sản lần lượt là 58% và 37% (các năm trước tỷ lệ này duy trì ở mức dưới 35% trong giai đoạn năm 2012 - 2015). Tuy nhiên, tỷ lệ này sẽ giảm dần khi công ty đã đưa toàn bộ dự án vào khai thác và trả nợ trong các năm tới.
- Giá trị của doanh nghiệp đang có tích lũy lớn:** Tính đến cuối năm 2016, giá trị sổ sách BV của VSC là 33.266 đồng/cp - mức khá cao so với các doanh nghiệp trong ngành. Đặc biệt, VSC có quỹ đầu tư phát triển khá lớn, cuối năm 2016 là 598,6 tỷ đồng, chiếm 39,5% vốn chủ sở hữu (chiếm 25% tổng tài sản), ngoài ra, lợi nhuận sau thuế chưa phân phối cũng chiếm hơn 17% vốn chủ sở hữu. Việc duy trì nguồn quỹ lớn sẽ giúp Công ty có thể tự chủ về tài chính trong các hoạt động đầu tư, phát triển trong tương lai.

Chỉ tiêu ROA, ROE năm 2016 của các doanh nghiệp cảng biển Hải Phòng



Nguồn: MSI tổng hợp

Sản lượng kế hoạch năm 2017 (TEUs)



Nguồn: VSC, MSI tổng hợp

- **Chỉ tiêu hiệu quả kinh doanh:** Chỉ số ROA, ROE có xu hướng giảm dần trong các năm gần đây do tài sản dài hạn tăng khi đầu tư mạnh vào trang thiết bị, đặc biệt là xây dựng cảng VIP Green. Theo đó, ROA và ROE năm 2016 lần lượt là 10% và 17% (chỉ thấp hơn DVP và HAH), chỉ tiêu biên lợi nhuận gộp cũng giảm so với năm 2015 (chỉ đạt 36,6% trong khi năm 2015 là 39,9%).
- **Nguồn tiền mặt tương đối dồi dào:** Cuối năm 2016, khoản tiền và tương đương tiền của VSC là hơn 331 tỷ đồng, chiếm gần 55% tài sản ngắn hạn (không đổi nhiều so với năm 2015). Lượng tiền và tương đương tiền ở mức cao giúp VSC không gặp khó khăn trong việc thanh toán các khoản nợ ngắn hạn.

KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2017

- **VSC đặt kế hoạch năm 2017 khá thận trọng với các chỉ tiêu:** Sản lượng bốc xếp tại cảng đạt 760.000 TEUs (+24,6% yoy), sản lượng bốc xếp tại các depot là 500.000 TEUs (+11,6% yoy). Doanh thu thuần đạt 1.145 tỷ đồng (+6% yoy), lợi nhuận trước thuế đạt 270 tỷ đồng (-13% yoy). Kế hoạch trả cổ tức dự kiến là 20 - 25%. Theo đánh giá của chúng tôi, sản lượng VSC đưa ra là khá thận trọng khi cảng VIP Green đã đi vào hoạt động và có thể đạt tối đa công suất, chúng tôi ước tính sản lượng của Công ty có thể đạt 800.000 TEUs trong năm 2017.
- **Nguyên nhân khiến VSC đặt kết quả kinh doanh ở mức thận trọng do:** (1) Triển vọng kinh tế thế giới năm 2017 diễn biến khó lường: chính sách của Tổng thống Mỹ, Anh rời liên minh châu Âu-EU,...; (2) Ngành vận tải biển gặp khó khăn, các hãng tàu tiếp tục cắt giảm chi phí và cơ cấu lại tuyến vận chuyển; (3) Giá cước bốc dỡ tại cảng năm 2017 giảm đáng kể so với năm 2016 (theo VSC, giá cước các hợp đồng đã ký với khách hàng giảm ở mức trên 10% thay vì ở mức 1 con số như năm 2016); (4) Sản lượng kế hoạch năm 2017 tăng không nhiều so với năm 2016 (sản lượng bốc xếp 2017 kế hoạch đạt 760.000 TEUs so với năm 2016 là 610.000 TEUs) trong khi cảng VIP Green Port sẽ hoạt động hết công suất trong năm 2017; (5) Lượng hàng hóa lạnh trong năm 2016 giảm 75% so với thời gian cao điểm năm 2015 và dự kiến năm 2017 vẫn sẽ giảm tiếp, vì vậy, doanh thu từ mặt hàng này không được tính vào kế hoạch kinh doanh.

- **Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2017:** Theo ước tính từ phía Công ty, kết quả kinh doanh trong quý 1/2017 có sự **tăng trưởng tích cực** so với cùng kỳ 2016 với doanh thu đạt khoảng 300 tỷ đồng (+33,4% yoy); lợi nhuận trước thuế đạt khoảng 60 tỷ đồng (+11,8% yoy) và đã hoàn thành được 22,2% kế hoạch lợi nhuận đặt ra cả năm.
- **Phát hành cổ phiếu ESOP, tăng vốn điều lệ:** Cùng với kế hoạch trả cổ tức bằng cổ phiếu 10% (4,55 triệu cổ phiếu) trong quý 2/2017, VSC có kế hoạch phát hành tối đa 900.000 cổ phiếu ESOP cho CNCNV, mệnh giá 10.000 đồng/cp. Số cổ phiếu ESOP này sẽ bị hạn chế chuyển nhượng trong vòng 2 năm từ ngày đợt phát hành hoàn tất. Giá chào bán 15.000 đồng/cổ phiếu. Sau 2 đợt phát hành này, vốn điều lệ của VSC sẽ tăng lên 510,3 tỷ đồng.

Nhận định: Mặc dù giá cước trung bình năm 2017 được đánh giá thấp hơn so với năm 2016 nhưng theo đánh giá của chúng tôi, điều này sẽ được bù đắp bằng sự tăng mạnh của sản lượng bốc xếp, do vậy công ty nhiều khả năng sẽ vượt chỉ tiêu kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đặt ra trong năm 2017.

THÔNG TIN KHÁC VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ CÁC DỰ ÁN ĐẦU TƯ NĂM 2017

- Cảng Green Port sẽ chuyển hướng hoạt động logistic:** Dự án cầu Bạch Đằng dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2017 sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực cho các cảng ở phía thượng nguồn sông Cấm (do các tàu có tải trọng trên 10.000 DWT sẽ bị vướng cầu), ngoài ra hiện tại cảng Green Port đã hoạt động vượt công suất 30%. Vì vậy, trong thời gian tới, các khách hàng của VSC có xu hướng chuyển từ cảng Green sang VIP Green, điều này sẽ khiến sản lượng và doanh thu của cảng bị giảm sút. Theo quy hoạch chung của khu vực Hải Phòng, các cảng phía thượng lưu sông Cấm sẽ chuyển đổi công năng thành các trung tâm logistics. Cảng Green Port của VSC cũng dự kiến sẽ chuyển đổi công năng từ năm 2018, phục vụ cho cảng chính VIP Green.
- Cảng Vip Green đã hoàn thành giai đoạn 2, có thể hoạt động với công suất tối đa trong năm 2017 sau khi VSC ký hợp đồng với các khách hàng mới (trong đó có hãng tàu lớn Maersk Line):** Cầu cảng thứ 2 của cảng VIP Green đã đi vào hoạt động từ tháng 12/2016, đưa công suất của cảng đạt 550.000 TEUs/năm. Tổng giá trị đầu tư của cảng gần 990 tỷ đồng (tiết kiệm khoảng 10% so với kế hoạch dự kiến). Năm 2016, cảng VIP Green khai thác hơn 300.000 TEUs. Với vị trí địa lý thuận lợi (nằm ở phía hạ nguồn sông Cấm, hiện chỉ có cảng Hải Phòng, Nam Hải Đình Vũ có lợi thế tương tự và còn dư công suất), có thể tiếp nhận tàu có tải trọng 30.000 DWT, trong các năm tới, cảng VIP Green sẽ dần thay thế cảng Green Port. Hiện tại, cảng VIP Green mới đi vào hoạt động cũng đã đạt 88% công suất, từ sau ngày 15/03/2017, cảng đã đón 8 chuyến tàu/tuần (trước đó là 6 chuyến/tuần). Nhiều khả năng cảng VIP Green sẽ hoạt động tối đa công suất ngay trong nửa đầu năm 2017 sau khi VSC ký được hợp đồng với một số khách hàng mới (trong đó có hãng tàu lớn là Maersk Line).
- Đầu tư mở rộng hệ thống kho bãi:** Trong kế hoạch đầu tư năm 2017, khoản đầu tư lớn nhất của VSC là vào CTCP Đầu tư dịch vụ và phát triển Xanh (GIC) (vốn điều lệ 101 tỷ đồng, VSC nắm giữ 66,33% vốn điều lệ, GIC sẽ chịu nhiệm vụ vận hành các dịch vụ logistics của cảng VIP Green Port): (1) Mua quyền sử dụng 10ha đất thuộc KCN Đình Vũ, giá trị đầu tư là 136,36 tỷ đồng; (2) Xây dựng 5ha bãi chứa container và các dịch vụ hỗ trợ khác với giá trị 72,13 tỷ đồng. VSC chủ yếu sẽ sử dụng là vốn vay cho dự án này (dự kiến vay ngân hàng Vietcombank với thời hạn 7-10 năm). *(Chi tiết xem Phụ lục trang 9 - Bảng 2)*

DỰ PHÓNG KQKD NĂM 2017

Dựa trên những yếu tố: (1) Tình hình ngành vẫn sẽ được đánh giá tăng trưởng ổn định, tốc độ tăng trưởng bình quân của sản lượng hàng hóa qua cảng Hải Phòng là 9%-10,3%/năm; (2) VIP Green sẽ đi vào hoạt động cả 2 cầu cảng trong năm 2017, hiện tại, VIP Green đã tăng số chuyến tàu khai thác lên 8 chuyến/tuần (thêm 2 chuyến/tuần của Maersk Liner so với năm 2016 là 6 chuyến/tuần), chúng tôi ước tính nguồn khách hàng mới sẽ giúp VIP Green lấp đầy được 90% công suất, sản lượng chung của cả 2 cảng sẽ tăng so với năm 2016, đạt mức 800.000 TEUs; (3) Khấu hao tăng do cầu cảng số 2 của VIP Green đã đi vào hoạt động. Theo đó, chúng tôi dự phóng **doanh thu của VSC trong năm 2017 đạt 1.205 tỷ đồng**, tăng 11,4% so với năm 2016, **lợi nhuận trước thuế đạt 333 tỷ đồng**, tăng 7,0% và **lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 275,7 tỷ đồng**, tăng 9,7% so với năm 2016.

Bảng tóm tắt tài chính của VSC các năm 2012 - 2017F

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F	2017KH
Doanh thu (tỷ VND)	779,4	791,9	891,2	927,8	1.082,2	1.205,3	1145,0
Tăng trưởng (%/y/y)	n/a	1,6%	12,5%	4,1%	16,6%	11,4%	5,8%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	290,1	303,8	302,4	346,1	311,2	333,0	260,0
Tăng trưởng (%/y/y)	n/a	4,8%	-0,5%	14,5%	-10,1%	7,0%	-16,5%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	228,6	240,5	248,1	279,3	251,3	275,7	n/a
Tăng trưởng (%/y/y)	n/a	5,2%	3,2%	12,6%	-10,0%	9,7%	n/a
Biên lợi nhuận gộp (%)	34,4%	38,3%	35,0%	39,9%	36,6%	37,2%	n/a
Vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	757,4	883,5	1.058,4	1.431,2	1.515,5	1.638,5	n/a
Vốn điều lệ (tỷ VND)	240,4	288,1	345,4	414,2	455,6	510,1	n/a
Tổng tài sản (tỷ VND)	1.054,6	1.132,6	1.495,1	2.224,0	2.397,4	2.740,1	n/a
ROE (%)	30,2%	27,2%	23,4%	19,5%	16,6%	16,8%	n/a
ROA (%)	21,7%	21,2%	16,6%	12,6%	10,5%	10,1%	n/a
EPS (VND)	9.510,9	8.345,7	7.182,2	6.742,8	5.515,8	5.405,1	n/a
BVPS (VND)	31.507,5	30.664,5	30.640,8	34.556,0	33.265,7	32.120,1	n/a
Cổ tức (%)	40%	20%	15%	10%	10%	n/a	n/a
P/E (x)	2,0	3,7	5,0	10,1	10,2	10,8	n/a
P/B (x)	0,6	1,0	1,2	2,0	1,7	1,8	n/a

Nguồn: VSC, MSI dự phóng

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Phương pháp định giá	Giá cổ phiếu	Trọng số	Giá cổ phiếu theo trọng số
FCFF	76.129	50%	38.064
P/E	64.941	50%	32.471
Giá mục tiêu của cổ phiếu			70.500

Giá định mô hình	
WACC (chi phí sử dụng vốn bình quân)	9,6%
COE (chi phí sử dụng vốn)	12,4%
COD (chi phí sử dụng nợ)	8,3%
Beta	0,82

Định giá:

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá là Chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp so sánh với P/E bình quân của các Công ty cùng ngành đang niêm yết trên thị trường (GMD, DXP, HAH, PHP, DVP, TMS,...).

Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu VSC là **70.500 đồng/cổ phiếu**. Mức giá này đã tính tới trường hợp pha loãng cổ phiếu sau khi phát hành cổ phiếu trả cổ tức 10% và phát hành 900.000 cổ phiếu ESOP trong năm 2017.

Khuyến nghị:

Giá hiện tại của cổ phiếu VSC trên sàn HSX là 58.500 đồng/cổ phiếu (giá đóng cửa ngày 05/04/2017). Do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VSC với giá mục tiêu là **70.500 đồng/cổ phiếu**, tăng trưởng giá cổ phiếu là 20,5% dựa trên các yếu tố cơ bản sau:

- **Tiềm năng của ngành cảng biển vẫn kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng:** Theo quy hoạch cảng biển năm 2020-2030, sản lượng container qua cảng Hải Phòng dự báo tăng khoảng 10% mỗi năm.
- **VSC là 1 trong 3 cảng có thị phần sản lượng hàng hóa qua cảng lớn nhất khu vực Hải Phòng** với sản lượng hàng hóa thông qua năm 2016 đạt 610.000 TEUs, thị phần ước tính đạt khoảng 16-17% khu vực Hải Phòng.
- **Kết quả kinh doanh được dự báo sẽ tăng trở lại trong năm 2017:** Năm 2016, doanh thu thuần đạt 1.082 tỷ đồng (+16,6% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 251 tỷ đồng (-10% yoy). Năm 2017, VSC, chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh VSC sẽ tăng trưởng với doanh thu thuần đạt 1.205 tỷ đồng (+11,4% yoy), lợi nhuận sau thuế sẽ đạt 275,7 tỷ đồng (+9,7% yoy).
- **Cảng VIP Green sẽ đi vào hoạt động trong năm 2017, là động lực phát triển của VSC:** Cầu cảng 2 của VIP Green đã đi vào hoạt động từ cuối năm 2016. Các khách hàng của cảng Green Port đang chuyển dần sang cảng VIP Green, đến thời điểm hiện tại, VIP Green đã hoạt động 88% công suất thiết kế và từ sau 15/03/2017, cảng đã đón hãng tàu lớn nhất thế giới Maersk Line và tăng số chuyến lên 8 chuyến/tuần (trước đó là 6 chuyến/tuần).
- **Cảng Green Port chuyển đổi công năng thành trung tâm logistics:** Với việc gặp bất lợi từ việc xây cầu Bạch Đằng chỉ cho phép tàu có tải trọng dưới 10.000 DWT vào cảng, cảng Green Port sẽ không còn nhiều tiềm năng phát triển. Theo quy hoạch của VSC, Green Port dự kiến sẽ chuyển đổi công năng từ năm 2018, phục vụ cho cảng chính VIP Green.
- **Cổ tức luôn ở mức cao:** VSC luôn duy trì chính sách trả cổ tức ở mức cao (thường ở mức 20-40%), trong đó cổ tức bằng tiền mặt thường ở mức 5%-20%. Dự kiến mức cổ tức năm 2017 được giữ ở mức 20-25%.
- **Chi phí khấu hao, lãi vay tăng cao trong năm 2017:** Theo ước tính của chúng tôi, khi cầu cảng 2 của VIP Green đi vào hoạt động, khấu hao của VSC sẽ tăng cao. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay hơn 630 tỷ đồng từ Vietcombank năm 2017 sẽ chịu lãi suất cao hơn (ước tính khoảng 8,3% thay vì mức 6,8% năm 2016).

Những vấn đề cần lưu ý về VSC:

- **Chi phí vận tải, kho bãi sẽ tăng cao theo Nghị quyết 148/2016:** Việc thu phí cao sẽ làm suy giảm khả năng cạnh tranh và phát triển của ngành logistics. Đặc biệt, ảnh hưởng rất lớn đến thời gian thực hiện dịch vụ logistic, tốc độ lưu thông hàng hóa.
- **Cước phí bốc dỡ tại cảng ước tính có thể giảm trên 10% trong năm 2017:** Chỉ số BDI đã có dấu hiệu hồi phục nhưng nhìn chung vẫn ở mức thấp, theo dự báo tình trạng cung vượt cầu và áp lực cước phí vẫn sẽ còn trong các năm tới, giá phí dịch vụ bốc dỡ có thể giảm hơn 10% so với năm 2016.
- **Cạnh tranh lớn hơn kể từ năm 2017:** Mặc dù cảng VIP Green của VSC vẫn sẽ được hưởng lợi khi cầu Bạch Đằng được xây dựng nhưng thuận lợi này chỉ trong ngắn hạn khi các năm tới cảng Nam Đình Vũ GĐ1 và cảng Lạch Huyện (công suất 1,1 triệu TEUs) dự kiến sẽ đưa vào khai thác trong năm 2017 và 2018, tạo sức ép cạnh tranh lớn với các cảng khác cùng khu vực nói chung và VSC nói riêng.

Bảng 1: Thống kê so sánh mức phí đối với hàng hóa cập cảng biển Hải Phòng từ năm 2013-2016

STT	Nội dung	ĐVT	Mức phí thu theo QĐ 2261/2013	Mức phí thu theo QĐ 152/2015	Mức phí thu theo NQ 148/2017
I Đối với hàng tạm nhập, tái xuất					
1	Container 20 feet hàng khô	đồng/container	800.000	1.300.000	2.200.000
2	Container 40 feet hàng khô	đồng/container	1.600.000	2.600.000	4.400.000
3	Container 20 feet hàng lạnh	đồng/container	1.000.000	1.600.000	2.300.000
4	Container 40 feet hàng lạnh	đồng/container	2.000.000	3.200.000	4.800.000
5	Đối với hàng lỏng, hàng rời	đồng/tấn	15.000	25.000	50.000
II Đối với hàng hóa xuất, nhập khẩu					
1	Container 20 feet	đồng/container	Không thu	Không thu	250.000
2	Container 40 feet	đồng/container	Không thu	Không thu	500.000
3	Đối với hàng lỏng, hàng rời	đồng/tấn	Không thu	Không thu	20.000

(Nguồn: VPSF)

Bảng 2: Kết quả đầu tư năm 2016 và kế hoạch 2017 của VSC

TT	Tên hạng mục	Thực hiện năm 2016	Kế hoạch 2017
1	Green Port	16,03	14,25
1.1	Đầu tư xây dựng	13,91	11,58
1.2	Đầu tư thiết bị	2,13	2,67
2	Công ty TNHH MTV Vận tải biển ngôi sao xanh (GSL)	12,78	22
2.1	Đầu tư xây dựng	0	0
2.2	Đầu tư thiết bị	12,78	22
3	Công ty TNHH MTV Bến xanh (Green Deport)	8,17	0
3.1	Đầu tư xây dựng	3,12	0
3.2	Đầu tư thiết bị	5,05	0
4	Công ty TNHH MTV Trung tâm logistics xanh (GLC)	13,86	1,29
4.1	Đầu tư xây dựng	4,4	0,94
4.2	Đầu tư thiết bị	9,46	0,35
5	Viconship Đà Nẵng (VSM)	8,8	6
5.1	Đầu tư xây dựng	0,5	0
5.2	Đầu tư thiết bị	8,3	6
6	Viconship Hồ Chí Minh	2,4	2,4
6.1	Đầu tư xây dựng	0	0
6.2	Đầu tư thiết bị	2,4	2,4
7	CTCP Cảng xanh VIP (VGP)	453,73	15,29
7.1	Đầu tư xây dựng	447,7	5,29
7.2	Đầu tư thiết bị	6,03	10
8	CTCP Đầu tư Dịch vụ và Phát triển Xanh (GIC)	0	218,89
8.1	Mua quyền sử dụng đất 10ha thuộc KCN Đình Vũ	0	136,36
8.2	Đầu tư xây dựng	0	72,13
8.2	Đầu tư thiết bị	0	10,4
9	Thành lập liên doanh với TSL tại Miền Bắc	0	2,01
10	Nhận chuyển nhượng cổ phần của Vipco tại Công ty VGP	183,6	0
Tổng đầu tư		699,37	282,12

Nguồn: Tài liệu họp ĐHCĐ 2017

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ
88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm
115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Võ Văn Cường - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: cuongvv1@msi.com.vn

Bùi Đức Hoàn - Trưởng phòng

Email: hoanbd1@msi.com.vn

Trần Minh Đức - Chuyên viên Cao cấp

Email: ductm1@msi.com.vn

Trịnh Thị Hồng - Chuyên viên Cao cấp

Email: hongtt@msi.com.vn

Bùi Ngọc Lan Phương - Chuyên viên

Email: phuongbnl@msi.com.vn

Nguyễn Anh Tùng - Chuyên viên

Email: tungna@msi.com.vn

Đỗ Đức Lộc - Chuyên viên

Email: locdd@msi.com.vn

TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

Phùng Thanh Huyền - Chuyên viên ICC

Email: huyenpt@msi.com.vn

KHUYẾN CÁO: Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.