

CTCP Cung ứng và Dịch vụ Kỹ thuật Hàng Hải (MAC – HNX)

NẮM BẮT CƠ HỘI ĐỂ TĂNG TRƯỞNG

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY15	Q1-FY15	+/- qoq	Q2-FY14	+/- yoy
Doanh thu thuần	30,0	31,9	-6%	26,3	14%
Lợi nhuận sau thuế	4,4	4,0	10%	0,7	497%
EBIT	5,4	5,2	3%	0,7	624%
Tỷ suất EBIT	18,0%	16,4%	157bps	2,8%	1.516bps

Nguồn: MAC và RongViet Securities tổng hợp

- Các DN cung cấp dịch vụ hậu cần hưởng lợi từ sự phục hồi của kinh tế Việt Nam
- Chuyển hướng sang mảng cơ khí container giúp KQKD tăng trưởng tích cực
- Các khoản đầu tư dài hạn tiềm tàng và kế hoạch tăng vốn là những điểm sáng

Quan điểm và định giá

CTCP Cung ứng và Dịch vụ Kỹ thuật Hàng hải (HNX: MAC) hoạt động trong lĩnh vực cơ khí hàng hải và logistics hậu cần cảng với quy mô nhỏ. Việc đẩy mạnh hoạt động sửa chữa container và thu hẹp hoạt động cơ khí đóng và sửa chữa tàu trong giai đoạn suy thoái kinh tế không những ổn định được KQKD của MAC mà còn giúp Công ty nắm bắt cơ hội tăng trưởng tốt từ sản lượng hàng hóa thông quan qua khu vực trọng điểm Hải Phòng.

Chúng tôi tin rằng lợi thế về kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực cơ khí hàng hải và mối quan hệ tốt với các cảng trên địa bàn và các khách hàng chủ tàu (Hanjin, Kline hay Maersk) sẽ giúp MAC duy trì được sức cạnh tranh so với các doanh nghiệp cùng quy mô. Ngoài ra, các khoản đầu tư tài chính với vốn đầu tư thấp vào HAH và HMH mang lại nguồn cổ tức ổn định (~4 tỷ đồng/năm) và giá trị chênh lệch lớn khi thoái vốn trong tương lai. Ngoài ra, Công ty quyết định tăng vốn gấp đôi trong năm 2015 nhằm gia tăng năng lực sản xuất trước diễn biến tích cực về hoạt động giao thương của Việt Nam và đặc biệt là khu vực Hải Phòng.

Sử dụng kết hợp phương pháp DCF và so sánh P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu MAC là **17.600 đồng**, cao hơn giá đóng cửa ngày 06/08/2015 là **45%**. Như vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này trong **DÀI HẠN**. Tuy nhiên, thanh khoản của cổ phiếu này là vấn đề nhà đầu tư cần lưu ý. Bên cạnh đó, do kế hoạch phát hành thêm theo tỷ lệ 1:1 có thể chỉ hoàn thành trong quý 4/2015 nên số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân trong năm 2016 sẽ tăng lên đáng kể và ảnh hưởng phần nào đến mức EPS tính toán dù LNST của MAC vẫn được dự báo tăng trưởng khả quan.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ)	FY2013	FY2014	Lũy kế đến	FY2015E	FY2016
Doanh thu thuần	83,4	108,8	61,9	136,3	179,6
% tăng trưởng	7,4	30,5	26,1	25,3	31,8
LNST (Cty mẹ)	1,9	5,3	8,4	15,2	19,6
% tăng trưởng	57,3	177,1	598,5	187,3	28,8
Tỷ suất LNST (%)	2,3	4,9	13,6	11,2	10,9
ROA (%)	1,8	4,9		9,8	9,7
ROE (%)	2,6	7,0		12,7	12,0
EPS (VND)	348	889		1.823	1.497
EPS đ/chính (VND)	283	783		1.823	1.497
Giá trị sổ sách (VND)	13.336	12.370		12.274	12.771
Cổ tức tiền mặt (VND)					
P/E đ/chính (x)	14,4	12,9		6,6	0,0
P/BV (x)	0,4	0,9		1,0	0,9

Nguồn: BCTC MAC, RongViet Securities tổng hợp, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 06/08/2015

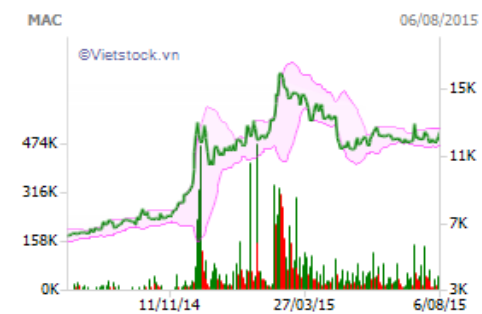
Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

MUA

Giá thị trường (VND)	12.200
Giá mục tiêu (VND)	17.600
Thời gian đầu tư	DÀI HẠN

Thông tin cổ phiếu

Ngày	Cơ khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	77,2
SLCPDLH	6.333.123
Beta	0,8
Free Float (%)	90
Giá cao nhất 52 tuần	16.500
Giá thấp nhất 52 tuần	6.200
KLGD bình quân 20 phiên	32.434



Nguồn : Vietstock

Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
MAC	3	94	213
Cơ khí	28	143	126
VN30 Index	9	-1	27
VN-Index	10	0	43

Cổ đông lớn (%)

Tổ chức trong nước	10,01
Trần Thị Nga	5,97

Giới hạn sở hữu NDTNN (%)	48,13
---------------------------	-------

Nguyễn Hải Hoàng

(084) 08- 6299 2006 – Ext 328

hoang.nh@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q2-FY15 và Lũy kế đến HT

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY15	Q1-FY15	+/- (qoq)	Q2-FY14	+/- (yoy)	LK đến HT	+/- (yoy)
Doanh thu	30,0	31,9	-6,0%	26,3	14,1%	61,9	26,1%
Lợi nhuận gộp	7,0	8,4	-16,7%	5,6	25,0%	15,5	53,5%
Chi phí bán hàng và quản lý	4,0	3,6	9,0%	4,9	-19,5%	7,6	-26,4%
Thu nhập HĐKD	3,1	4,8	-36,2%	0,7	342,7%	7,9	589,1%
EBITDA	6,1	6,0	2,6%	2,1	187,3%	12,1	267,0%
EBIT	5,4	5,2	3,0%	0,7	624,4%	10,6	773,8%
Chi phí tài chính	0,2	0,1	37,1%	0,0	458,6%	0,3	726,7%
- Chi phí lãi vay	0,2	0,1	37,1%	0,0	3421,2%	0,3	2853,8%
Khấu hao	-0,7	-0,7	-0,1%	-1,4	-46,6%	-1,5	-28,7%
Khoản mục không thường xuyên							
Khoản mục bất thường (*)	0,7	0,3	163,9%	0,0	17284,0%		
Lợi nhuận trước thuế	5,2	5,1	2,1%	0,7	604,5%	10,3	755,1%
Lợi nhuận sau thuế	4,4	4,0	10,2%	0,7	497,2%	8,4	598,5%
LNST điều chỉnh các khoản mục	3,7	3,7	-1,0%	0,7	403,4%	8,4	

Nguồn: MAC, RongViet Securities

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2-FY15

Chỉ tiêu	Q2-FY15	Q1-FY15	+/- (qoq)	Q2-FY14	+/-yoy
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	23,5	26,5	-300bps	21,4	204bps
EBITDA/Doanh thu	20,5	18,8	172bps	8,1	1234bps
EBIT /Doanh thu	18,0	16,4	157bps	2,8	1516bps
TS lợi nhuận ròng	14,7	12,6	217bps	2,8	1192bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	12,3	11,7	63bps	2,8	955bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	0,0	9,8	-9,8	8,7	-8,7
-Khoản phải thu	0,0	3,2	-3,2	3,7	-3,7
-Khoản phải trả	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,0	0,4	-0,4	0,5	-0,5

Nguồn: MAC(*) thường niên hóa

Kinh tế Việt Nam phục hồi sẽ tác động tích cực đến HĐKD của những doanh nghiệp hậu cần cảng

CTCP Cung ứng và Dịch vụ Kỹ thuật Hàng hải (HNX: MAC) hoạt động trong lĩnh vực cơ khí hàng hải (đóng và sửa chữa tàu, vỏ container) ở khu vực Hải Phòng. Ngoài ra, Công ty cũng tham gia cung cấp các dịch vụ hậu cần cảng như cho thuê Depot, môi giới hàng hải và cung cấp nước sạch cho tàu biển. Hoạt động trong lĩnh vực cung cấp các dịch vụ cơ khí hàng hải và hậu cần cảng cho nên tình hình SXKD của MAC phụ thuộc nhiều vào sức khỏe của nền kinh tế và cụ thể là tình hình XNK tại cửa khẩu Hải Phòng.

Thực tế, doanh thu và lợi nhuận của MAC có tương quan cao và cùng chiều với tăng trưởng GDP cả nước cũng như kim ngạch hàng hóa thông quan trong suốt giai đoạn 2011-2013. Tốc độ tăng trưởng doanh thu kép (CARG) của MAC trong giai đoạn 2012-2014 là 12%/năm (Đồ thị 1). Giai đoạn GDP tăng trưởng ị ạch (5,09% năm 2012 và 5,42% năm 2013), MAC ghi nhận khoản lỗ từ HĐKD. Tuy nhiên, ngay

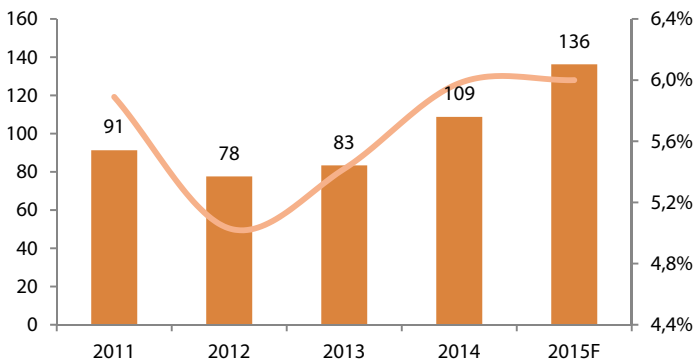


khi nền kinh tế tăng tốc (tăng trưởng GDP 5,98% năm 2014), lợi nhuận từ HĐKD của MAC cũng chứng kiến sự hồi phục, đạt ~750 triệu đồng (năm 2012 lỗ 3 tỷ đồng và 2013 lỗ 2 tỷ đồng).

Các phân tích trên đã cho thấy sự tương quan khá gắn kết giữa KQKD của các doanh nghiệp logistics (trong đó có MAC) và tình hình giao thương XNK ở Việt Nam. Do vậy, những bước phục hồi vững chắc của kinh tế Việt Nam từ năm 2014 là cơ hội và thời điểm thích hợp cho các DN nhỏ và vừa như MAC đầu tư nâng cao năng lực khai thác nhằm đón đầu sự tăng trưởng cao về nhu cầu hàng hóa và dịch vụ hậu cần cảng sắp tới. Tuy nhiên, khi các doanh nghiệp đồng loạt đầu tư mở rộng chắc chắn sẽ làm tăng sự cạnh tranh giữa các nhà cung cấp logistics hậu cần. Chúng tôi cho rằng kinh nghiệm hoạt động lâu năm trên địa bàn Hải Phòng trong lĩnh vực cơ khí container và mối quan hệ bền vững với các khách hàng đối tác tàu biển lớn (Maersk, Hanjin và Kline) là một lợi thế cạnh tranh đặc biệt cho MAC. Ngoài ra, vị trí địa lý đặc địa và tốc độ tăng trưởng sản lượng container cao ở Hải Phòng (~20%) so với các cảng khác ở Việt Nam sẽ càng có cơ hội tăng lên khi các hiệp định thương mại được kí kết. Do đó, chúng tôi tin rằng dư địa phát triển và tăng trưởng là đủ cho tất cả các DN logistics trong các năm tới.

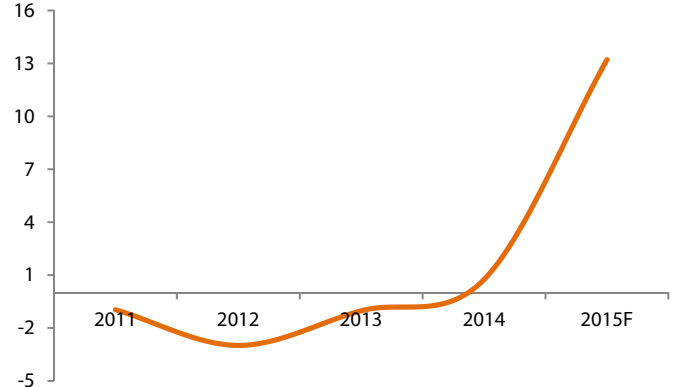
Số liệu thống kê từ Hiệp hội cảng biển Việt Nam (VPA) cho thấy sản lượng hàng container thông qua khu vực cảng Hải Phòng năm 2014 chiếm gần 33% tổng sản lượng container thông quan cả nước. Năm 2015, Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP 6,2% và thực tế trong 6T2015 nền kinh tế đã tăng trưởng 6,1%. Trên cơ sở đó, trong năm 2015, VPA dự báo tình hình kinh tế lạc quan hơn sẽ giúp sản lượng hàng container thông quan ở Hải Phòng tăng trưởng ~19-20% so với năm 2014. Điều này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy hoạt động giao thương tăng mạnh và tác động tích cực lên HĐKD của MAC trong năm nay.

Đồ thị 01: Doanh thu của MAC (tỷ đồng) và tăng trưởng GDP



Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

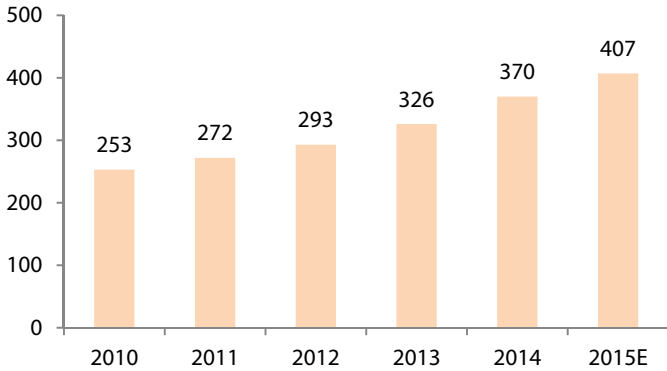
Đồ thị 02: LN từ HĐKD MAC (tỷ đồng)



Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

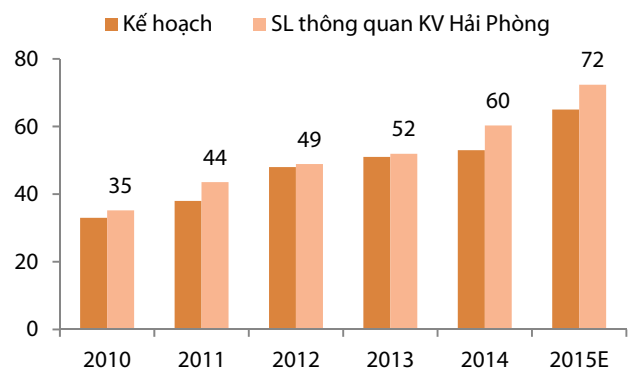
Quan trọng hơn, xu hướng dịch chuyển các cơ sở sản xuất sang các quốc gia mới nổi có nguồn nhân công giá rẻ và việc Việt Nam là một trong số ít các quốc gia khá năng nổ trong việc kí kết các Hiệp định thương mại (FTA-Hàn Quốc, Đông Âu và đặc biệt là TPP) sẽ góp phần thu hút một cách mạnh mẽ dòng vốn FDI đầu tư vào công nghiệp sản xuất ở Việt Nam. Theo nhiều tổ chức nhận định thì Việt Nam đang trở thành công xưởng mới của Châu Á nhờ vào cơ cấu dân số trẻ, vị trí chiến lược và nguồn nhân công rẻ. Đây sẽ là cơ sở vững chắc cho sự phục hồi và tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong dài hạn.

Đồ thị 03: Sản lượng hàng hóa thông quan cả nước (triệu tấn)



Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Đồ thị 04: Sản lượng hàng hóa thông quan qua khu vực Hải Phòng



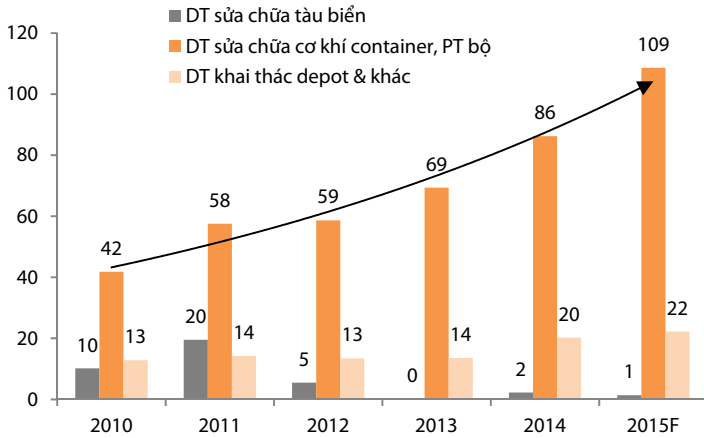
Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Việc chuyển hướng sang mảng cơ khí container giúp KQKD có sự tăng trưởng tích cực

Kinh tế thế giới và Việt Nam tăng trưởng chậm lại giai đoạn 2010-2013 khiến nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường biển giảm sút và dẫn đến tình trạng dư thừa công suất tàu trên thị trường. Ngành cơ khí đóng tàu Việt Nam, trong đó có MAC cũng chịu ảnh hưởng tiêu cực do số đơn hàng đóng tàu suy giảm trong khi giá nguyên vật liệu (thép tấm) liên tục tăng. Giá sắt phôi thế giới tăng cao đỉnh điểm trong các năm 2010-2011 (gấp 3 lần giá cả hiện tại), tuy có giảm nhẹ nhưng vẫn ở mức khá cao trong hai năm kế tiếp làm tăng chi phí SXKD và ảnh hưởng đến lợi nhuận của hoạt động này. Doanh thu từ đóng và sửa chữa tàu của Công ty đã giảm từ 19,5 tỷ đồng năm 2011 xuống 2,2 tỷ đồng vào cuối năm 2014. Trong năm 2015, nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh, Công ty bắt đầu thu hẹp hoạt động cơ khí tàu biển, giới hạn ở việc sửa chữa thay vì đóng mới tàu như trước. Do đó, chúng tôi cho rằng đóng góp của hoạt động này vào KQKD của MAC trong năm nay là không đáng kể.

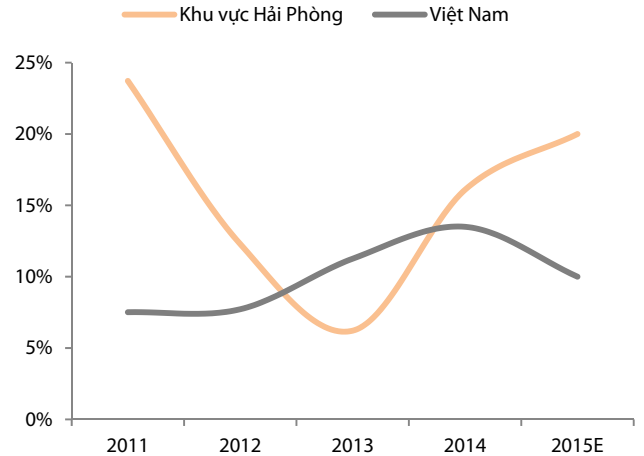
Trong bối cảnh trên, MAC đã linh hoạt dịch chuyển nguồn lực sang mảng cơ khí container (sửa chữa và lắp đặt các thiết bị treo cho container) nhằm tận dụng tốc độ tăng trưởng cao về lượng hàng XNK qua khu vực cảng Hải Phòng. Mảng dịch vụ cơ khí container trở thành mảng kinh doanh chủ lực của Công ty, đóng góp gần 84% vào doanh thu năm 2014. Do phần lớn năng lực sửa chữa của MAC nằm ở Hải Phòng nên tốc độ tăng trưởng doanh thu của hoạt động trên phụ thuộc rất nhiều vào sản lượng container thông qua khu vực này. Với dự báo sản lượng container qua các cảng Hải Phòng tiếp tục tăng trưởng tích cực với mức tăng ~19% trong năm 2015 (Đồ thị 06), chúng tôi ước tính doanh thu mảng sửa chữa container có thể đạt khoảng 112 tỷ đồng (+30% so với năm 2014). Biên LNG của mảng này được kỳ vọng sẽ cải thiện lên 22% (từ 18% năm 2014) do giá nguyên vật liệu đầu vào sắt thép duy trì ở mức thấp và chi phí nhân công không thay đổi nhiều.

Đồ thị 05: Cơ cấu doanh thu của MAC (tỷ đồng)



Nguồn: MAC, RongViet Research ước tính

Đồ thị 06: Tăng trưởng SL hàng hóa thông quan hàng năm

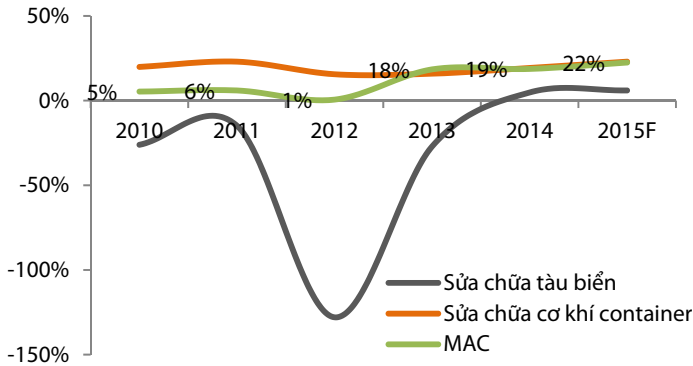


Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Bên cạnh dịch vụ cơ khí container, hoạt động cho thuê Depot được xem là lĩnh vực mũi nhọn thứ 2 của MAC với tỉ trọng gần 9% trong cơ cấu doanh thu. Hiện tại, Công ty đang khai thác tổng cộng 3,3 ha diện tích bãi với hiệu suất khá cao. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu khai thác Depot của Công ty trong năm 2015 sẽ tăng trưởng tương đương với mức tăng trưởng của các dịch vụ hậu cần cảng, khoảng 12% và đạt khoảng 10,9 tỷ đồng. Xa hơn, MAC sẽ mở rộng đầu tư một Depot mới (diện tích 4ha) ở khu vực Đình Vũ – Hải Phòng với tổng vốn đầu tư dự kiến gần 44 tỷ đồng. Nếu đi vào khai thác tại Q1/2016, thì tổng năng lực khai thác bãi của Công ty sẽ tăng lên hơn gấp đôi. Với triển vọng tăng trưởng lượng hàng XNK ở khu vực này, Depot mới có khả năng hoạt động với 2/3 hiệu suất thiết kế trong năm 2016 và cho phép doanh thu khai thác bãi tăng khoảng 73% so với năm 2015 lên 18,8 tỷ đồng. Tuy nhiên, biên LNG của mảng hoạt động này có thể giảm nhẹ còn 19% trong năm 2016 (năm 2015 là 21%) do chi phí khấu hao tăng thêm khoảng 2 tỷ đồng (dự khiến CP khấu hao năm 2015 là 4,2 tỷ đồng) từ việc đầu tư bãi và phương tiện nâng xếp mới.

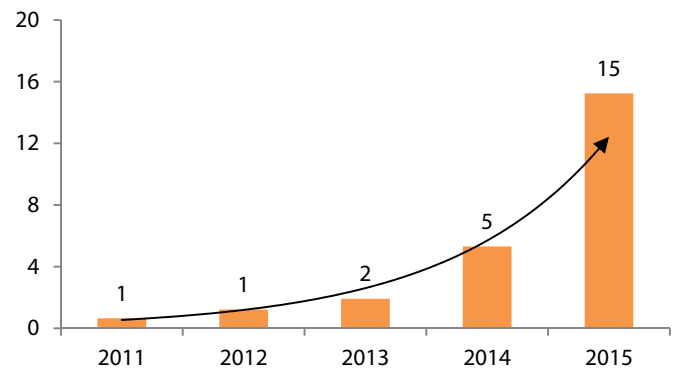
Như vậy, việc chuyển hướng kinh doanh sang dịch vụ cơ khí container từ lĩnh vực đóng tàu một mặt giúp Công ty phát huy được kinh nghiệm sẵn có trong lĩnh vực cơ khí hàng hải và nắm bắt được cơ hội từ nhu cầu tăng trưởng cao đối với các dịch vụ hậu cần (sửa chữa container, cho thuê Depot) khi kinh tế phục hồi. Mặt khác, hoạt động này còn có ưu thế về sự ổn định hơn về đơn hàng, doanh thu và biên LNG so với lĩnh vực đóng tàu. Với các phân tích trên, chúng tôi ước tính tổng doanh thu năm 2015 của Công ty ước đạt 136 tỷ đồng (tăng 25,2% so với năm 2014) và lợi nhuận gộp đạt khoảng 31,8 tỷ đồng.

Đồ thị 07: Biên LNG các mảng kinh doanh qua các năm



Nguồn: MAC, RongViet Research ước tính

Đồ thị 08: LNST qua 2011-2015 (tỷ đồng)

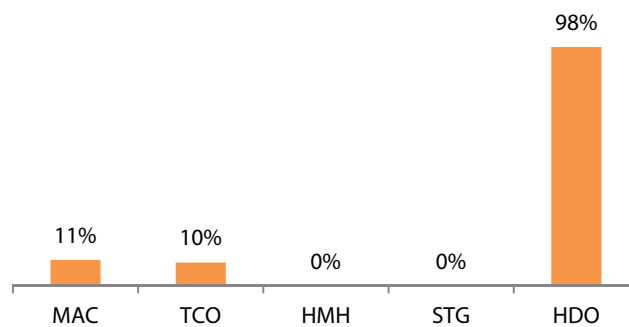


Nguồn: MAC, RongViet Research ước tính

Tỷ lệ nợ thấp, các khoản đầu tư tài chính dài hạn và kế hoạch tăng vốn trong năm 2015 là những điểm sáng trong cơ cấu tài chính của MAC

Giống với hầu hết các công ty hoạt động trong lĩnh vực logistics hậu cảng, cơ cấu vốn của MAC sử dụng rất ít nợ vay. Do lĩnh vực cơ khí ít đòi hỏi đầu tư tài sản cố định giá trị lớn nên phần lớn các khoản vay của Công ty là ngắn hạn nhằm thanh toán chi phí nguyên vật liệu và nhân công. Tỷ lệ Nợ vay/ VCSH tại cuối năm 2014 của Công ty tăng lên 10,6% từ mức gần 1% năm 2013, chủ yếu đến từ việc mua sắm nguyên vật liệu để đẩy mạnh mảng dịch vụ cơ khí container. Tuy nhiên, tỷ lệ đòn bẩy tài chính của MAC vẫn đang ở mức thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành.

Đồ thị 09: So sánh cơ cấu đòn bẩy tài chính (D/E) năm 2014



Nguồn: MAC, RongViet Research tổng hợp

Năm 2015, ĐHCĐ của MAC đã thông qua phương án phát hành 6.333.123 cổ phiếu bằng mệnh giá để tăng vốn (tỷ lệ 1:1) nhằm bổ sung nguồn lực kinh doanh. Theo kế hoạch này, Công ty dự kiến sẽ thu về khoảng 63,3 tỷ đồng. Việc phát hành thêm dự kiến sẽ hoàn thành trong quý 4/2015 và có thể giúp đưa tỷ lệ Nợ vay/VCSH của MAC cuối năm nay về mức ~3%.

Bảng 01: Các dự án đầu tư chủ lực của đợt tăng vốn (triệu đồng)

Các dự án đầu tư chính	Tổng VĐT	Tài trợ từ vốn phát hành thêm
Cải tạo nâng cấp Depot 173 Ngô Quyền	3.760	3.000
Đầu tư Depot Đình Vũ 4ha	44.000	35.000
Mua xe nâng rỗng và xe VC container (5-6 xe)	15.000	15.000
Đầu tư mua máy móc cơ khí	5.000	5.000
Tổng	67.760	58.000

Nguồn: MAC, RongViet Securities tổng hợp

Ở khía cạnh khác, việc thu hẹp hoạt động đóng và sửa chữa tàu cũng giúp MAC giảm bớt rủi ro nợ quá hạn đến từ các khách hàng đặt đóng tàu. Thực tế, kinh tế suy thoái và lượng hàng vận chuyển bằng tàu sụt giảm nghiêm trọng trong giai đoạn 2011-2013 đã ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng thanh toán của hàng loạt các DN vận tải biển nội địa, nhất là các doanh nghiệp nhỏ. Do vậy, trong 3 năm qua, MAC vẫn phải trích lập 3-4 tỷ đồng/năm cho các khoản phải thu khó đòi từ mảng đóng và sửa chữa tàu với tổng số dư trích lập cuối năm 2014 gần 12 tỷ đồng. Trong năm 2015, sự khuyến khích hoạt động vận tải thủy nội địa của Nhà Nước thể hiện qua chính sách siết chặt tải trọng xe cơ giới và bảo hộ tàu nội địa (chính sách cấm tàu treo cờ nước ngoài chạy trên tuyến nội địa) kỳ vọng sẽ giúp HĐKD của các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam cải thiện. Vì vậy, Công ty dự kiến sẽ không phải trích lập thêm cho các khoản trên và còn có khả năng hoàn nhập một phần dự phòng đã trích lập (Công ty đã hoàn nhập 200 triệu đồng trong 6T2015)

Các khoản đầu tư tài chính dài hạn của MAC vào những DN cùng ngành cũng là một điểm sáng trong cơ cấu tài sản của Công ty. Tổng giá trị sổ sách các khoản đầu tư dài hạn tại thời điểm cuối Q2/2015 là gần 21,9 tỷ đồng; trong đó đáng lưu ý nhất là hai khoản đầu tư vào hai doanh nghiệp niêm yết là HAH và HMM. Các khoản đầu tư này được đánh giá cao một mặt do HAH và HMM đều là các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ logistics với KQKD khá ổn định và có lịch sử trả cổ tức đều đặn. Điều này không những giúp MAC tránh được rủi ro phải trích lập các khoản dự phòng ảnh hưởng đến KQKD mà còn có được khoản thu nhập cổ tức ổn định hơn 4 tỷ đồng mỗi năm. Mặt khác, giá vốn đầu tư thấp so với thị giá hứa hẹn đem lại lợi nhuận đột biến cho MAC trong trường hợp Công ty quyết định thanh lý các khoản đầu tư này. Riêng lợi nhuận chưa hiện thực hóa của hai khoản đầu tư vào hai công ty niêm yết (Bảng 02) đã hơn 38 tỷ đồng, tương đương 45% VCSH của MAC tại cuối Q2/2015.

Tất nhiên, các khoản đầu tư vào các DN cùng ngành cũng làm gia tăng rủi ro hệ thống đối với MAC. Nếu kinh tế Việt Nam và ngành vận tải biển có diễn biến tiêu cực, không chỉ HĐKD cốt lõi của MAC mà cả giá trị đầu tư vào các DN cùng ngành đều sẽ bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, với các phân tích trên, chúng tôi cho rằng khả năng này là khá thấp.

Bảng 02: Các khoản đầu tư dài hạn nổi bật

Khoản đầu tư	SLCP năm giữ	Giá vốn/cp	Thị giá (06/08/2015)	Cổ tức 2015 (trên mệnh giá)	Chênh lệch thị giá với giá vốn
HAH	1.406.401	11.668	38.000	30%	37.033.558.000
HMM	175.999	14.205	22.100	12%	1.389.577.900
Tổng					38.423.135.900

Nguồn: MAC, RongViet Securities tổng hợp

**Quan điểm và định giá:**

CTCP Cung ứng và Dịch vụ Kỹ thuật Hàng hải (HNX: MAC) là một doanh nghiệp quy mô nhỏ hoạt động trong lĩnh vực cơ khí hàng hải và cung cấp các dịch vụ hậu cần cảng (cho thuê Depot, môi giới hàng hải...). Việc đẩy mạnh hoạt động sửa chữa container và thu hẹp hoạt động cơ khí đóng và sửa chữa tàu trong giai đoạn suy thoái kinh tế không những giúp ổn định KQKD mà còn giúp Công ty nắm bắt được cơ hội tăng trưởng tốt từ sản lượng hàng hóa thông quan qua khu vực trọng điểm Hải Phòng.

Chúng tôi tin rằng lợi thế về kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực cơ khí hàng hải và mối quan hệ tốt với các cảng trên địa bàn và các chủ tàu khách hàng lâu năm (Hanjin, Kline hay Maersk) sẽ giúp MAC duy trì được sức cạnh tranh so với các doanh nghiệp cùng quy mô. Thêm vào đó, các khoản đầu tư tài chính hiệu quả với vốn đầu tư thấp vào những doanh nghiệp cùng ngành đảm bảo dòng tiền cổ tức khá ổn định hàng năm cho MAC và giá trị chênh lệch lớn khi thoái vốn trong tương lai. Ngoài ra, năm 2015 cũng được xem là một năm bản lề khi Công ty quyết định tăng vốn gấp đôi nhằm gia tăng năng lực sản xuất trước diễn biến tích cực về hoạt động giao thương của Việt nam nói chung và khu vực Hải Phòng nói riêng và triển vọng kí kết các Hiệp định thương mại.

Sử dụng kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và so sánh P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu MAC là **17.600 đồng**, cao hơn giá đóng cửa ngày 06/08/2015 là **45%**. Với các nhận định trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này trong **DÀI HẠN**. Tuy nhiên, thanh khoản của cổ phiếu này là vấn đề nhà đầu tư cần lưu ý. Bên cạnh đó, do kế hoạch phát hành thêm theo tỷ lệ 1:1 có thể chỉ hoàn thành trong quý 4/2015 nên số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân trong năm 2016 sẽ tăng lên đáng kể và ảnh hưởng phần nào đến mức EPS tính toán dù LNST của MAC vẫn được dự báo tăng trưởng khả quan.

Đvt: tỷ đồng					Đvt: tỷ đồng				
KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F	BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	83,4	108,8	136,3	179,6	Tiền	9	8	47	16
Giá vốn	68,0	88,4	104,5	138,4	Đầu tư tài chính ngắn hạn	1	1	1	1
Lãi gộp	15,2	20,3	31,8	41,2	Các khoản phải thu	28	43	48	63
Chi phí bán hàng	1,5	2,0	2,0	2,7	Tồn kho	8	10	15	19
Chi phí quản lý	14,8	17,5	15,7	18,0	Tài sản ngắn hạn khác	1	1	1	1
Thu nhập từ HĐTC	2,4	4,9	5,1	5,2	TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	46	62	112	100
Chi phí tài chính	0,6	0,3	0,8	1,0	Tài sản cố định hữu hình	30	29	51	79
Lợi nhuận khác	1,1	0,1	1,0	0,4	Tài sản cố định vô hình	0	1	1	1
Lợi nhuận trước thuế	1,9	5,5	19,5	25,2	Xây dựng cơ bản dở dang	1	2	10	10
Thuế TNDN	0,0	0,1	4,3	5,5	Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0	Đầu tư tài chính dài hạn	24	21	22	22
LNST (Cty mẹ)	1,9	5,3	15,2	19,6	Tài sản dài hạn khác	0	0	0	0
EBIT	2,0	5,6	20,2	26,1	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
EBITDA	3,6	8,4	24,8	33,0	TSCĐ và đầu tư dài hạn	55	53	83	112
					TỔNG TÀI SẢN	101	116	195	211
					Tiền hàng phải trả và ứng trước	13	18	18	23
					Khoản phải trả ngắn hạn khác	14	11	11	15
					Vay và nợ ngắn hạn	0	8	5	7
					Vay và nợ dài hạn	0	1	0	0
					Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
					Tổng nợ	28	37	34	44
					Vốn chủ sở hữu	73	78	161	167
					Vốn đầu tư của CSH	55	63	131	131
					Lợi nhuận giữ lại	3	7	20	25
					Các quỹ	7	8	9	12
					Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
					Nguồn vốn chủ sở hữu	73	78	161	167
					Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
					TỔNG NGUỒN VỐN	101	116	195	211
					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
					LNNT	1,9	5,5	19,5	25,2
					Khấu hao	1,6	2,8	4,5	6,9
					Các điều chỉnh	2,9	-1,2	-5,4	-4,6
					Thay đổi vốn lưu động	4,4	-11,3	-14,1	-16,9
					Tiền thuần từ HĐKD	10,9	-4,2	4,6	10,6
					Thay đổi TSCĐ	-7,3	-4,0	-33,8	-34,6
					Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	0,2	-5,7	-0,2	-0,2
					Lãi cho vay, cổ tức, LN được	3,9	4,9	4,8	4,1
					Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-3,2	-4,8	-29,1	-30,7
					Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	67,7	0,0
					Vay mới/trả nợ vay	-3,1	8,1	-3,1	1,4
					Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	0,0	0,0	-0,3	-13,0
					Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-3,1	8,1	64,3	-11,6
					Tiền thuần trong kỳ	4,6	-0,9	39,8	-31,7
					Tiền đầu năm	4,1	8,6	7,7	47,4
					Ảnh hưởng của tỷ giá	-0,1	7,7	0,0	0,0
					Tiền cuối kỳ	8,6	7,7	47,4	15,8

Đvt: %				
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2013	2014	2015E	2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	7,4	30,5	25,3	31,8
Lợi nhuận HKKD	-65,8	-173,5	1785,8	45,1
EBITDA	6,1	131,0	196,1	33,1
EBIT	-12,7	180,5	262,9	28,9
Lợi nhuận sau thuế	57,3	177,1	187,3	28,8
Tổng tài sản	-6,1	14,4	68,3	8,5
Vốn chủ sở hữu	2,7	6,8	105,4	4,0
Tốc độ tăng trưởng nội tại	2,6	7,0	12,7	4,0
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	18,3	18,7	23,3	22,9
LN HKKD / Doanh thu	-1,2	0,7	10,4	11,4
EBITDA/ Doanh thu	4,3	7,7	18,2	18,4
EBIT/ Doanh thu	2,4	5,1	14,9	14,5
LNST/ Doanh thu	2,3	4,9	11,2	10,9
ROA	1,8	4,9	9,8	9,7
ROIC or RONA	2,6	6,6	12,7	11,9
ROE	2,6	7,0	12,7	12,0
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	2,3	3,1	3,0	3,2
Vòng quay hàng tồn kho	8,4	9,8	8,6	8,1
Vòng quay khoản phải trả	2,3	3,1	3,6	4,2
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,7	1,7	3,3	2,3
Nhanh	1,4	1,4	2,9	1,8
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	37,7	47,8	21,2	26,3
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,1	9,8	3,1	4,0
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,1	0,8	0,1	0,0

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**