

Hoàng Minh Hải
Chuyên viên

CTCP Tàu cao tốc Superdong Kiên Giang (SKG), Vận chuyển hành khách đường thủy

Giá thị trường: 104.000 đồng	Giá mục tiêu 1 năm: 125.000 đồng	TL tăng 20,2% / LS cổ tức 1,1%
SL cổ phiếu lưu hành 25 triệu/ Pha loãng 25 triệu	Thấp nhất 52 tuần 35.200/ cao nhất 108.000	Cổ phần Nhà nước 0,0%/ Nội bộ 20,5%
Giá trị vốn hóa: 117 triệu USD	GTGD trung bình/ngày (30 ngày): 0,12 triệu USD	Sở hữu KN 49% / Room KN 49%

24/02/2016

Các chỉ số chính	2014A	2015A	2016F	2017F
Doanh thu (tỷ đồng)	223,8	305,0	394,8	497,8
Tăng trưởng %	36,3%	29,5%	26,1%	23,6%
LNST và sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	103,2	175,0	211,0	261,7
Tăng trưởng %	85,4%	69,5%	20,6%	24,0%
Tăng trưởng EPS theo báo cáo (*)	62,0%	52,8%	20,9%	24,4%
Tăng trưởng EPS chuẩn hóa (*)	65,1%	46,6%	23,0%	26,4%
PER theo giá thị trường (theo báo cáo)	24,2	15,8	13,1	10,5
PER theo giá thị trường (chuẩn hóa)	24,2	16,5	13,4	10,6
PBR theo giá thị trường	7,9	5,3	3,9	2,9
ROE %	60,0%	40,7%	34,7%	32,1%
Cổ tức / cổ phiếu (đồng)	1.000	1.000	1.000	1.000
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Nợ ròng / Vốn chủ sở hữu	-21,5%	-17,1%	-3,8%	-21,5%

Ghi chú: (*) Việc tính EPS có phản ánh đóng góp vào quỹ khen thưởng, phúc lợi cho nhân viên trích từ LNST theo Thông tư 200; EPS chuẩn hóa được tiếp tục điều chỉnh bằng cách loại trừ tác động của các khoản mục bất thường.

Chúng tôi công bố báo cáo lần đầu dành cho CTCP Tàu cao tốc Superdong – Kiên Giang (SKG) với giá mục tiêu 125.000VND.

Lượng du khách đến Phú Quốc dự báo sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 35%-40% trong ba năm tới. 88%-90% du khách đến Phú Quốc là khách trong nước, là khách hàng chính của SKG. 10%-12% còn lại là khách quốc tế, là hành khách chính của các tuyến bay đến Phú Quốc. Lượng du khách trong nước đến Phú Quốc từ 2006 đến 2014 đạt tăng trưởng kép hàng năm 30% và chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng này sẽ được duy trì nhờ các dự án du lịch lớn hiện đang được thi công tại hòn đảo này.

Chỉ có ba công ty vận chuyển hành khách bằng đường thủy giữa Phú Quốc và đất liền, trong khi SKG lại là công ty lớn nhất nên có thể hưởng lợi nhiều từ tốc độ tăng trưởng này. SKG có 10 tàu cao tốc trong khi toàn thị trường khu vực này chỉ có 12 tàu cao tốc và 4 phà tốc độ cao, và có thị phần trên 75%. Công ty có thể giữ vững vị thế này trong trung hạn do các doanh nghiệp mới tham gia thị trường cần rất nhiều thời gian chuẩn bị, bên cạnh đó rủi ro bị các phương tiện giao thông khác thay thế (cụ thể là hàng không) tương đối thấp.

Để nắm bắt cơ hội khi lượng khách đến Phú Quốc ngày càng tăng, SKG dự kiến từ 2016 đến 2020 sẽ đầu tư thêm 1-2 tàu cao tốc mỗi năm. Như vậy, công suất vận tải hành khách của SKG đến năm 2020 sẽ tăng 61% trong khi lượt khách đến Phú Quốc trong giai đoạn này theo ước tính sẽ tăng 150%-200% (giả định mức tăng trưởng hàng năm là 20%-30%).

Lợi nhuận 2016 sẽ tăng 21% nhờ hiệu suất sử dụng tăng và có thêm hai tàu cao tốc mới được đưa vào hoạt động. Hiệu suất sử dụng 8 tàu cao tốc hiện nay của SKG năm 2016 dự kiến sẽ lên đến 80%-85%. Điều này, cùng với hai phà mới theo kế hoạch sẽ đi vào hoạt động kể từ đầu tháng 02/2016, sẽ kích thích doanh thu và lợi nhuận.

Biên lợi nhuận gộp 2016 theo ước tính sẽ giảm nhẹ nhưng vẫn tiếp tục ở mức cao vì các lý do sau: (1) Chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 50% giá vốn hàng bán của SKG và sẽ tiếp tục thấp trong năm 2016 dù có thể sẽ tăng trở lại trong 6 tháng cuối năm; (2) Hiệu suất sử dụng tàu dự

kiến sẽ tiếp tục tăng trong năm nay dù có hai tàu mới đi vào hoạt động. Ngay cả nếu chi phí nhiên liệu tăng từ năm 2017 trở đi, SKG sẽ có thể duy trì biên lợi nhuận ở mức cao nhờ hiệu suất sử dụng tàu ngày càng tăng.

Mục lục

Mục lục	2
Giới thiệu công ty	3
Tổng quan kinh doanh	4
SKG đã thu tóm thị phần công ty nhỏ trở thành công ty hàng đầu trong thị trường vận tải hành khách bằng phà cao tốc tại tỉnh Kiên Giang.	4
Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng SKG có một số lợi thế cạnh tranh chính đối với đối thủ cạnh tranh chính – Ngọc Thành.....	5
KQKD giai đoạn 2011-2015	7
Cập nhật quý 4/2015	8
Triển vọng từ năm 2016 trở đi	10
SKG có vị thế thuận lợi để tận dụng sự tiếp tục tăng trưởng hành khách đến Phú Quốc.....	10
SKG có vị trí khá vững chắc trước những mối đe dọa bị thay thế bởi các phương tiện vận tải khác.....	12
SKG có dòng tiền hoạt động mạnh và gần như không vay nợ.....	13
Định giá	13
Mô hình định giá chiết khấu dòng tiền.....	14
Phân tích độ nhạy.....	15
So sánh với các công ty vận tải khác.....	15
Phân tích kỹ thuật.....	16
Lịch sử khuyến nghị	17
Báo cáo tài chính	18
Báo cáo tài chính các năm.....	18
Tổng kết KQLN hàng quý.....	19
Dự báo KQLN.....	20

Giới thiệu công ty

CTCP Tàu Cao tốc Superdong Kiên Giang (HSX:SKG) được thành lập năm 2007 và niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP HCM (HSX) từ năm 2014. SKG cung cấp dịch vụ vận tải hành khách và hàng hóa đường thủy và đường biển.

Lịch sử công ty

Năm	Các cột mốc đáng chú ý của SKG
2007	Công ty được thành lập và đi vào hoạt động từ ngày 14/11/2007 với tên Công ty TNHH Tàu cao tốc Superdong
2010	Ngày 22/01/2010, công ty chuyển cơ cấu thành Công ty cổ phần với tên chính thức CTCP Tàu cao tốc Superdong – Kiên Giang theo giấy phép đầu tư số 561 023 000 003. Vốn điều lệ đăng ký 90 tỷ đồng.
2012	Ngày 20/12/2012, công ty chính thức trở thành công ty đại chúng với số cổ đông đạt 311 người và vốn điều lệ 174.748.540.000 đồng.
2014	Ngày 14/07/2013, SKG chính thức niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP HCM (HoSE)

Nguồn: Thông tin từ phía công ty

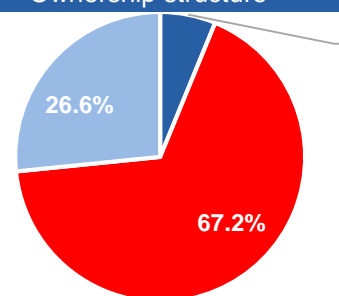
Cơ cấu cổ đông và Ban lãnh đạo

Các cổ đông chính	# Cổ phần	Tỷ lệ sở hữu
Puan Chiang	5.394.446	22,0%
Chek Hua Ting	4.333.705	17,7%
Quách Hồng	3.064.275	12,5%
Hà Nguyệt Nhi	1.895.052	7,7%
Ton Poh Thailand Fund	1.505.000	6,1%
Puan Kwong Siling	1.178.574	4,8%
Puan Kiong Sll	5.067.82	2,1%

HĐQT	Chức danh	Ghi chú
Hà Nguyệt Nhi	Chủ tịch HĐQT	Giữ chức vụ tại SKG được 2 năm
Puan Kwong Siling	Thành viên HĐQT	Đồng thời là CEO của SKG
Quách Hồng	Thành viên HĐQT	N/A
Puan Chiang	Thành viên HĐQT	N/A
Ton Poh Thailand Fund	Thành viên HĐQT	N/A
Chek Hua Ting	Thành viên HĐQT	N/A
Puan Kiong Sll	Thành viên HĐQT	N/A

Ban lãnh đạo	Chức danh	Ghi chú
Puan Kwong Siling	TGD	Giữ chức vụ tại SKG được 2 năm
Chek Hua Ting	Phó TGD	Giữ chức vụ tại SKG được 2 năm

Ownership structure



- Institutional investors
- Large individual shareholders
- Others

Năm	# Cổ phiếu lưu hành
2015	26,166,940
2014	24,920,934
2013	9,585,000
2012	9,585,000

(*) International Consumer Products

Tổng quan kinh doanh

SKG đã thu tóm thị phần công ty nhỏ trở thành công ty hàng đầu trong thị trường vận tải hành khách bằng phà cao tốc tại tỉnh Kiên Giang.

Trong 7 năm hoạt động, SKG đã dần dần phát triển trở thành công ty dẫn đầu trong thị trường tàu vận tải hành khách cao tốc tại Kiên Giang. Công ty sở hữu 10 tàu cao tốc, trong đó có 8 tàu đang hoạt động và 2 tàu sẽ được đưa vào hoạt động trong năm 2016, đưa tổng công suất đội tàu lên 2.969 chỗ ngồi.

Hình 1: Đội tàu cao tốc của SKG

Tàu	Công suất (chỗ ngồi)	Vốn đầu tư (USD)	Thời gian hoạt động đến nay (năm)	Tuổi thọ	Tuyến hoạt động
Superdong I	171	500,000	6.8	15.0	Rạch Giá – Nam Du
Superdong II	261	1,350,000	7.3	15.0	Rạch Giá – Nam Du
Superdong III	306	2,349,175	4.8	15.0	Rạch Giá – Phú Quốc
Superdong IV	306	2,200,000	3.8	15.0	Rạch Giá – Phú Quốc
Superdong V	275	1,650,000	2.3	15.0	Rạch Giá – Phú Quốc
Super dong VI	275	1,581,800	1.8	15.0	Hà Tiên – Phú Quốc
Superdong VII	275	1,450,000	1.0	15.0	Hà Tiên – Phú Quốc
Superdong VIII	275	1,450,000	0.5	15.0	Rạch Giá – Phú Quốc
Superdong IX *	275	1,490,000	0.0	15.0	Hà Tiên – Phú Quốc
Superdong X *	275	1,490,000	0.0	15.0	Rạch Giá – Phú Quốc
Superdong XI*	275	1,490,000	0,0	15.0	Hà Tiên – Phú Quốc
Tổng công suất	2,969				

Nguồn: VCSC

*Ghi chú *: tàu S9 và S10 dự kiến sẽ đi vào hoạt động tháng 2/2016, trong khi tàu S11 đang được đóng mới.*

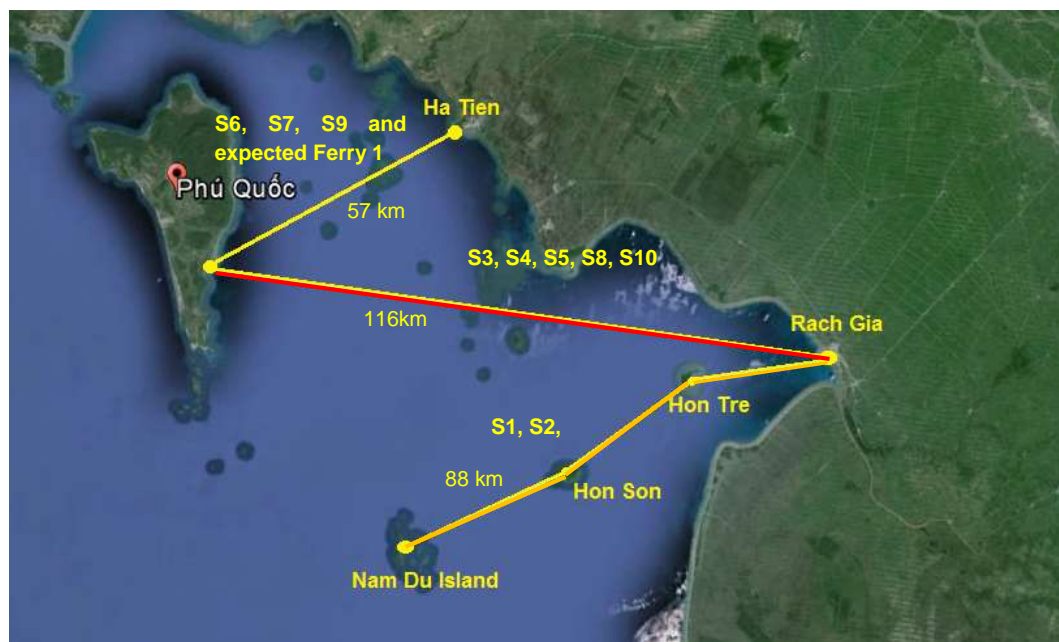
SKG hoạt động trên tuyến vận chuyển chính:

(1) Hà Tiên – Phú Quốc: SKG chiếm 75% trong mảng tàu cao tốc trên tuyến này với đối thủ cạnh tranh chính là tàu cao tốc Ngọc Thành.

(2) Rạch Giá – Phú Quốc: SKG chiếm 100% thị phần trên tuyến này kể từ khi 2 đối thủ cạnh tranh Savanna và Dương Đông Express rút khỏi thị trường sau khi mất dần thị phần cho SKG. SKG có thể chiến thắng được các đối thủ cạnh tranh trên tuyến đường này khi các công ty du lịch lớn thường ưu tiên hợp tác với các công ty vận hành tàu biển có nhiều tuyến đi trong ngày, và SKG với đội tàu lớn hoàn toàn đáp ứng được yêu cầu này.

(3) Rạch Giá - Hòn Tre - Lại Sơn - Nam Du: SKG đã khai thác thêm tuyến đường nào vào cuối năm 2015 và hiện đang có khoảng 50% thị phần (50% còn lại thuộc về phà Ngọc Thành).

Hình 2: Các tuyến hoạt động chính của SKG



Nguồn: VCSC, Google Map

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng SKG có một số lợi thế cạnh tranh chính đối với đối thủ cạnh tranh chính – Ngọc Thành

Sau đây là một vài lợi thế cạnh tranh chủ yếu của SKG so với đối thủ Ngọc Thành:

Công suất cao hơn: mỗi tàu cao tốc SKG có khoảng 171-175 ghế ngồi, so với con số 160 ghế của tàu Ngọc Thành. Thứ hai, SKG luôn duy trì từ 3-4 tàu cao tốc trên 2 tuyến đường chính trong khi Ngọc Thành chỉ có 1 tàu cao tốc khai thác tuyến Hà Tiên - Phú Quốc và 1 tàu cho tuyến Nam Du. Trên tuyến chính Hà Tiên – Phú Quốc, trong mùa cao điểm quý 2, SKG có thể phục vụ 825 chỗ ngồi (tàu S6, S7 và S9) trong khi Ngọc Thành chỉ có thể phục vụ 160 ghế. Trên tuyến Rạch Giá – Nam Du, SKG cũng tỏ ra vượt trội so với Ngọc Thành với tổng cộng 432 ghế (tàu S1 và S2). Phần công suất chênh lệch lớn này khiến SKG được các đối tác cung cấp dịch vụ du lịch ưu tiên lựa chọn, khi các công ty du lịch muốn cung cấp nhiều sự lựa chọn và linh hoạt cho các khách hàng. Trong khi về mặt lý thuyết, Ngọc Thành vẫn có thể gia tăng đội tàu để cạnh tranh với SKG, nhưng điều này không hề dễ dàng khi Ngọc Thành không có nền tảng tài chính và lượng tiền mặt dồi dào như SKG, cũng như đóng tàu mới và đưa vào hoạt động sẽ cần một thời gian dài. Nếu Ngọc Thành quyết tâm “chạy đua” mở rộng đội tàu, SKG sẽ dễ dàng giành chiến thắng.

Cơ sở vật chất hàng đầu: SKG cung cấp các dịch vụ khách hàng tốt hơn (dịch vụ VIP, phòng máy lạnh, khu vực hút thuốc riêng, dịch vụ F&B) dành cho hành khách trên các tàu cao tốc so với tàu Ngọc Thành. Mặc dù chất lượng dịch vụ của SKG vượt trội so với Ngọc Thành, nhưng giá vé chỉ cao hơn 7% (230.000 đồng/vé so với 215.000 đồng/vé); điều này một phần là do lợi thế kinh tế về quy mô của SKG, khi có công suất tàu cao tốc cao hơn so với Ngọc Thành.

Hình 3: Chất lượng dịch vụ tàu Ngọc Thành



Nguồn: Ngọc Thành

Hình 4: Dịch vụ VIP tàu Superdong



Nguồn: SKG

Hình 5: Tàu cao tốc Ngọc Thành



Nguồn: Ngọc Thành

Hình 6: Tàu cao tốc Superdong



Source: SKG

Hình 7: So sánh dịch vụ giữa SKG và Ngọc Thành Express

	Superdong	Ngọc Thanh Express
Khu vực hút thuốc	có	không
Đồ ăn và thức uống	có	không
Dịch vụ VIP	có	không
Dịch vụ điều hòa	có	không

Nguồn: VCSC

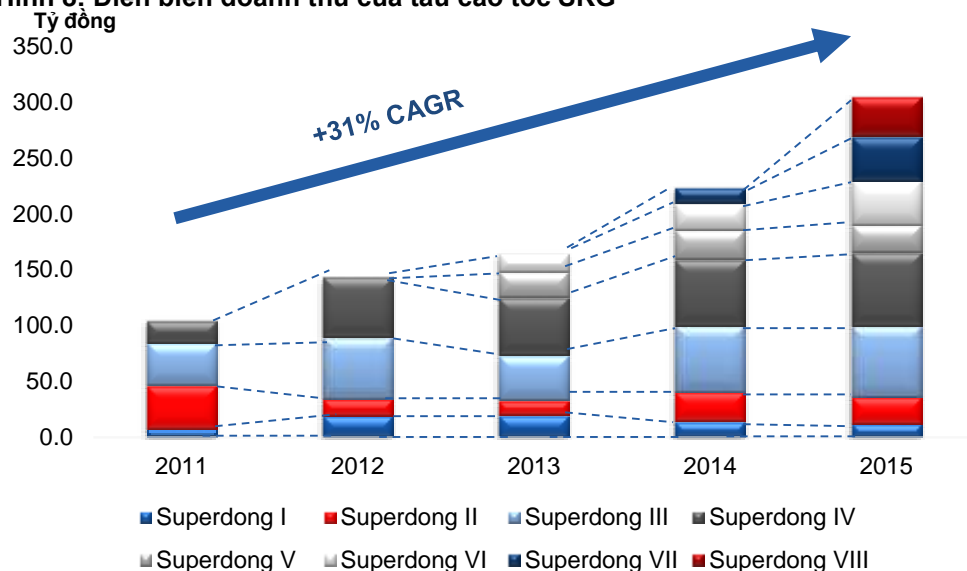
Hệ thống bán vé qua nhiều kênh khác nhau tại miền Nam, đặc biệt là tại TPHCM. SKG có 3 kênh bán vé chính, bao gồm bán vé tại cảng, thông qua các công ty & đại lý du lịch và bán vé trực tiếp qua điện thoại. Công suất và tần suất khai thác chuyến cao hơn giúp SKG có nhiều lợi thế so với Ngọc Thành trong việc phát triển kênh bán vé bên thứ ba, giúp phủ sóng rộng rãi hơn.

KQKD giai đoạn 2011-2015

SKG đã có mức tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ trong những năm gần đây...

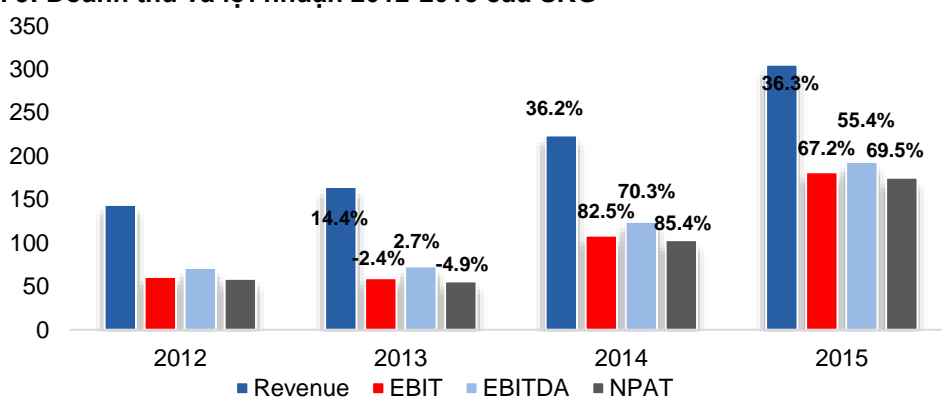
Giai đoạn 2011-2014, công ty đã ghi nhận mức tăng trưởng doanh số mạnh mẽ nhờ vào nhu cầu gia tăng đối với lượng khách du lịch đến đảo Phú Quốc.

Hình 8: Diễn biến doanh thu của tàu cao tốc SKG



Nguồn: VCSC, SKG

Hình 9: Doanh thu và lợi nhuận 2012-2015 của SKG

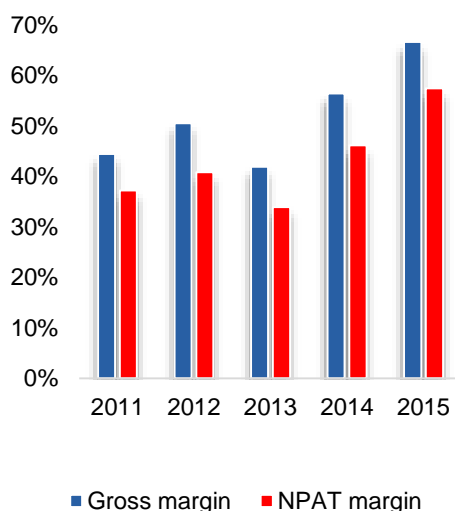


Nguồn: VCSC, SKG

...trong đó, kết hợp cùng gia tăng biên LN đã dẫn dắt tăng trưởng LN 46% giai đoạn 2011-2015

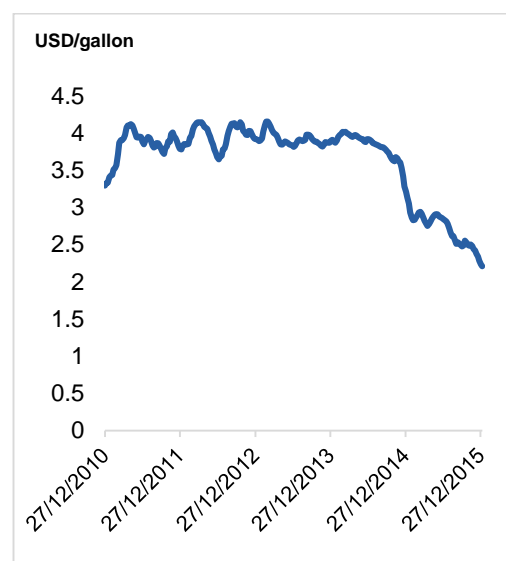
Trong giai đoạn 2011-2015, công ty đã có mức tăng trưởng đáng kể của cả biên LN gộp và thuần, xuất phát từ gia tăng công suất đội tàu, gia tăng lợi thế kinh tế về quy mô cũng như giá dầu diesel giảm trong những năm gần đây đã có tác động đáng kể đến biên LN năm 2015. Hiệu suất hoạt động tăng từ mức 60-70% trong năm 2011 lên mức 75-80% trong năm 2015, chi phí nhiên liệu/mỗi hành khách vận chuyển giảm 53% trong kỳ còn 41.940 đồng trong năm 2015. Mức tăng trưởng biên LN này cùng với tăng trưởng doanh số tốt mang lại tốc độ tăng trưởng lợi nhuận nhanh chóng trong kỳ.

Hình 10: Tăng trưởng Biên LN gộp và biên LNNT nhờ vào giá dầu diesel thấp hơn



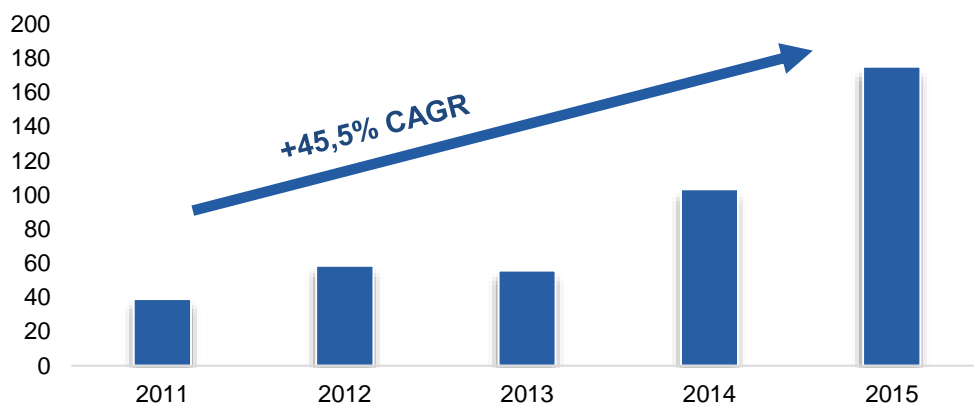
Nguồn: VCSC, SKG

Hình 11: Giá nhiên liệu diesel



Nguồn: EIA

Hình 12: SKG's NPAT development from 2011 to 2015

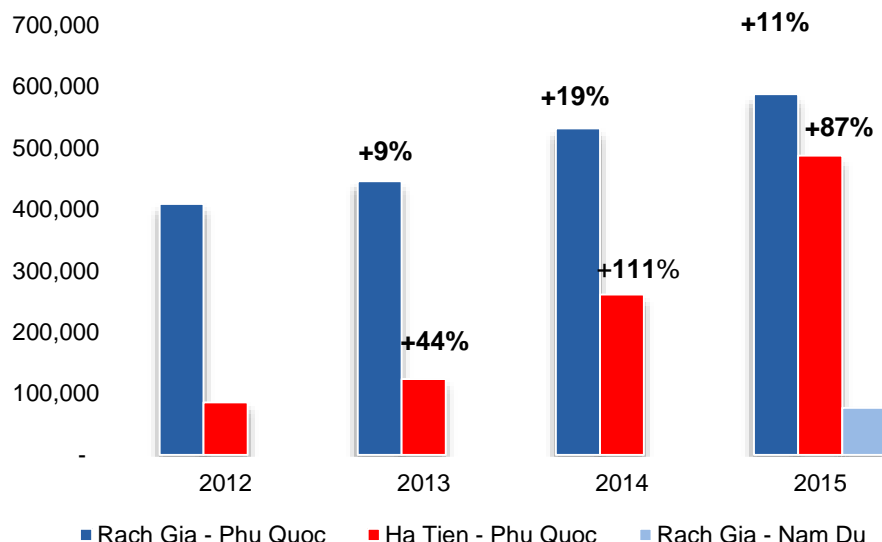


Nguồn: VCSC, SKG

Cập nhật quý 4/2015

SKG có mức tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ trong quý 4/2015, xuất phát hoàn toàn từ tăng trưởng lượt khách.. Trong năm 2015, doanh thu của SKG đạt 305 tỷ đồng (14 triệu USD, +36,3% YoY), trong đó quý 4 đóng góp 68,5 tỷ đồng (3,1 triệu USD). Dù kết quả quý 4 vẫn thấp hơn mức đỉnh của quý 2, con số này đã tăng 30,8% so với cùng kỳ năm ngoái. Tổng số hành khách vận chuyển của SKG trong năm 2015 đạt 1.150.000 lượt hành khách (+45,3% YoY), trong đó có hơn 50% đóng góp từ chuyến Rạch Giá – Phú Quốc, trong khi tuyến Hà Tiên – Phú Quốc chiếm 42%. Giá vé trung bình mỗi hành khách giảm nhẹ khi gia tăng đóng góp của các tuyến ngắn như Rạch Giá – Nam Du và Hà Tiên – Phú Quốc trong cơ cấu tổng doanh thu khi các tuyến này có giá vé thấp hơn, mức gia tăng đóng góp vào doanh thu các tuyến này dẫn đến mức tăng sụt giảm vé trung bình mỗi hành khách.

Hình 13: Diễn biến lượng vận chuyển SKG tính theo tuyến (lượt vận chuyển)



Nguồn: SKG, VCSC

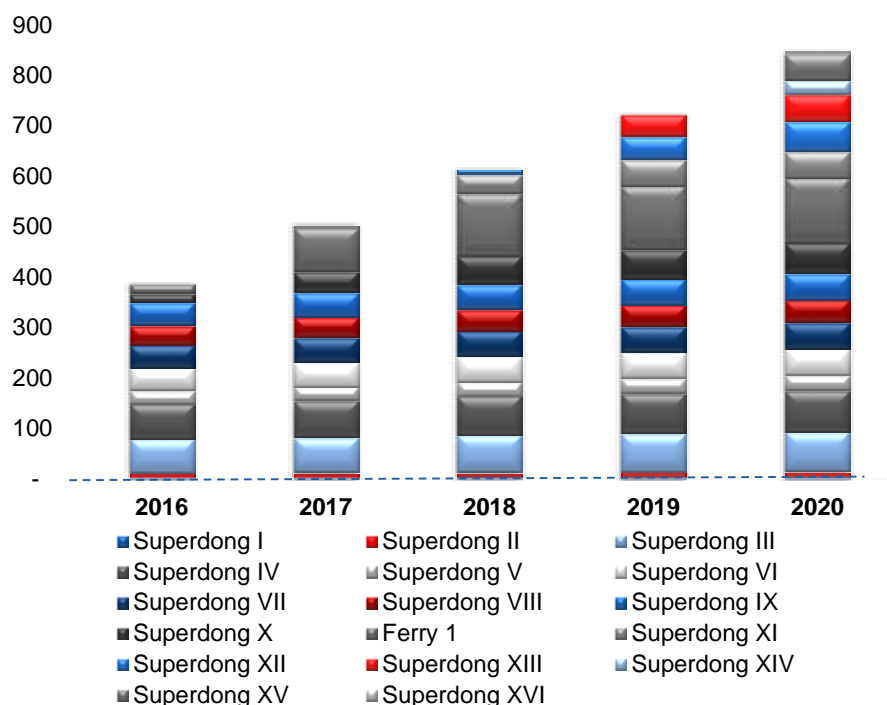
...trong khi biên LN gộp tăng mạnh nhờ mà giá nhiên liệu diesel lao dốc và hiệu suất hoạt động cao hơn, LN gộp đạt 203,5 tỷ đồng (9,3 triệu USD) (+61,3% so với năm trước) trong khi biên LN gộp tăng 66,7% từ mức 56,4% trong năm 2014. Hai nguyên nhân chính của tăng trưởng biên LN là: **(1) Hiệu suất hoạt động cao hơn**, khi tăng trung bình 75-80% đối với cả 8 phà, từ mức trung bình 60% ghi nhận trong cùng kỳ năm ngoái. Cũng cần chú ý rằng chi phí cố định và chi phí gần như cố định (quasi-fixed) chiếm tỷ trọng lớn trong giá vốn hàng bán (COGS) của SKG: (a) 18% COGS là khấu hao, (b) Chi phí nhiên liệu chiếm khoản 47-50% COGS và lượng tiêu thụ nhiên liệu là cố định (công ty khai thác số chuyến tương đương trong đội tàu bất kể lượng hành khách) tương ứng với hiệu suất hoạt động cao hơn, dẫn đến biên LN tốt hơn, **(2) Giá nhiên liệu diesel lao dốc trong năm 2015**. Giá diesel toàn cầu giảm 35% trong năm 2015, làm giảm mạnh chi phí nhiên liệu của mỗi chuyến.

...dẫn đến mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng. Trong năm 2015, LNST đạt 175 tỷ đồng (0,8 triệu USD) (+69,5% so với năm trước), vượt tốc độ tăng trưởng doanh thu chủ yếu nhờ tăng trưởng biên LN gộp trong năm. Cụ thể, LNST quý 4/2015 tăng 59% trong năm trước do đưa vào hoạt động từ Super Dong 8 trong tháng 2/2015 và mở tuyến khai thác mới Rạch Giá – Nam Du trong quý 3/2015.

Triển vọng từ năm 2016 trở đi

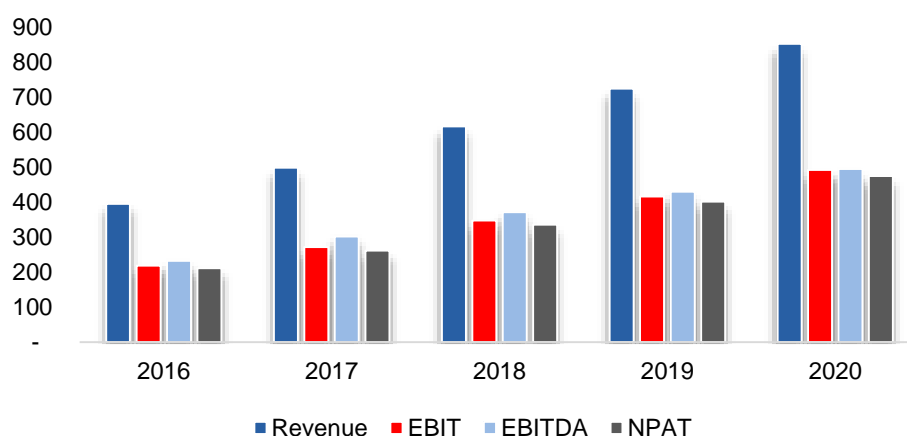
SKG có vị thế thuận lợi để tận dụng sự tiếp tục tăng trưởng hành khách đến Phú Quốc

Hình 14: Cơ cấu doanh thu mỗi tàu từ 2016-2020



Nguồn: dự báo của VCSC

Hình 15: Dự báo doanh thu và lợi nhuận 2016-2020

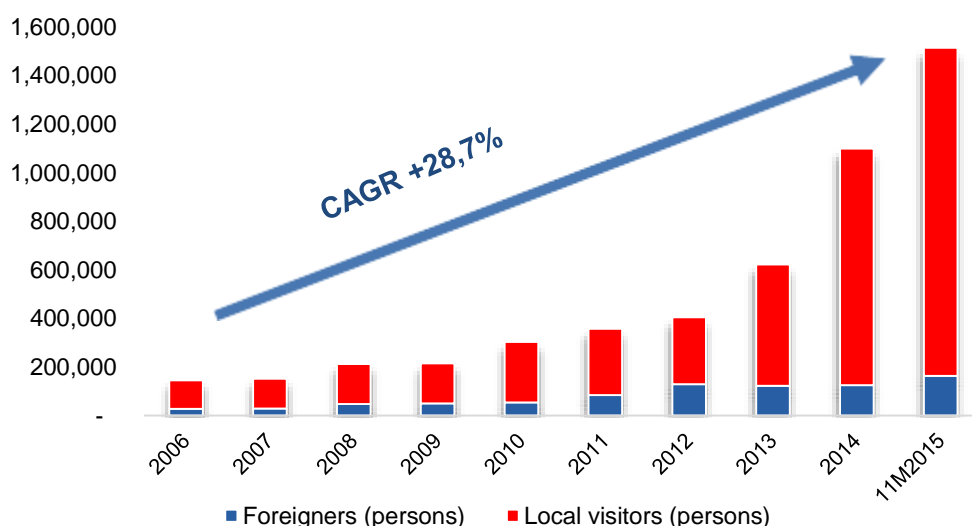


Nguồn: dự báo của VCSC

Giai đoạn 2011-2015, lượng hành khách đến Phú Quốc tăng trưởng với CAGR 40,5% và tốc độ tăng trưởng CAGR 40,5% và tốc độ tăng trưởng này dự kiến sẽ duy trì trong vòng 3-5 năm tới, trong bối cảnh Phú Quốc đã nổi lên là một trong những điểm đến du lịch hấp dẫn nhất Châu Á. Do đó, triển vọng trung hạn cho dịch

vụ vận chuyển đến Phú Quốc tỏ ra rất tích cực, và với việc tốc độ tăng trưởng vận chuyển hành khách đến đảo này trong những năm gần đây đã vượt tốc độ tăng trưởng của đội tàu vận chuyển hành khách, vẫn còn nhiều dư địa cho cung tăng trưởng. Nhằm tận dụng tăng trưởng trong tương lai, SKG có dự định đầu tư thêm 2 tàu cao tốc mới mỗi năm từ 2015-2020, sẽ nâng tổng số tàu cao tốc lên 16 vào năm 2020. Trong năm 2014, Phú Quốc đón tổng cộng 1,1 triệu lượt khách, trong đó 70% đến Phú Quốc bằng phương tiện vận tải đường thủy (khoảng 770.000 hành khách). Hiện tại, chỉ có 2 tuyến đường kết nối Phú Quốc và đất liền, bao gồm Rạch Giá và Hà Tiên, cả 2 tuyến này đều được SKG thống trị, do đó SKG có vị thế tốt để tận dụng tăng trưởng hành khách trong những năm tới.

Hình 16: Lượng hành khách đến Phú Quốc giai đoạn 2006-2015



Nguồn: Tổng Cục Thống kê, VCSC

Chúng tôi cho rằng Phú Quốc vẫn sẽ tiếp tục là một điểm đến hấp dẫn dựa theo các dự án nghỉ dưỡng hiện đang trong quá trình xây dựng. Chỉ trong năm 2015, Vingroup đã gia tăng thêm 700 phòng trong khi CEO Group đã có thêm 400 phòng. Trong năm 2016 và 2017, Vingroup, Sun Group, LDG, FLC, BIM và MIK tổng cộng có kế hoạch đầu tư thêm xấp xỉ 3.400 khách sạn mới. Điều này sẽ nâng công suất phòng khách sạn tại đây thêm 1,2 triệu phòng. Việc gia tăng thêm tàu và phà cao tốc mới sẽ dẫn dắt tăng trưởng trong năm 2016 và 2017.

Hai tàu mới của SKG, S9 và S10 đều được dự kiến đi vào hoạt động từ tháng 2/2016. Với sự hoạt động của 2 tàu S9 và S10, SKG sẽ sắp xếp lại tàu Superdong 1 và Superdong 2 sang tuyến Nam Du vì lượng hành khách gia tăng cho chuyến này. Do đó, tàu S6, S7 và có khả năng là tàu S9 sẽ hoạt động chủ yếu trên tuyến Hà Tiên – Phú Quốc, các tàu S3, S4, S5, S8 và S10 sẽ phục vụ tuyến Rạch Giá và các tàu S1, S2 sẽ hoạt động trên tuyến Nam Du. Công ty kỳ vọng rằng hiệu suất hoạt động của tuyến Hà Tiên sẽ duy trì ở mức 75-80% trong năm 2016, trong khi tuyến Rạch Giá – Phú Quốc dự kiến sẽ đạt hiệu suất trung bình 80-85%. Cũng trong năm 2016, SKG có ý định đưa vào hoạt động phà cao tốc trong quý 4 và chủ yếu hoạt động trên tuyến Hà Tiên – Phú Quốc. Phà này có công suất hơn 300 ghế ngồi và có thể chở được 30-40 xe thương mại 4 chỗ ngồi. Chi phí đầu tư của các phà mới dự kiến ở mức 11-13 triệu USD, trong đó 3-4 triệu USD dành cho các phà cao tốc, số tiền còn lại dùng để xây dựng hai bến phà tại Hà Tiên. Nhìn chung, SKG tỏ ra khá thận trọng với kế hoạch tăng trưởng doanh thu chỉ khoảng 12-15% trong năm 2016, khi công ty cho rằng tàu S9 và S10 sẽ đóng góp cho

doanh thu năm nay, trong khi phà cao tốc sẽ đi vào hoạt động trong quý 4, và chỉ bắt đầu đóng góp thực sự cho doanh thu từ năm 2017 trở đi.

Theo ban lãnh đạo công ty, triển vọng tăng trưởng tuyến Hà Tiên – Phú Quốc cao hơn tuyến Rạch Giá – Phú Quốc, khi các công ty du lịch đã bắt đầu đẩy mạnh các tour du lịch xuất phát từ Hà Tiên trong thời gian qua. Cũng cần lưu ý rằng các công ty du lịch đóng vai trò quan trọng trong việc dẫn dắt lượng khách du lịch đến Phú Quốc trong thời gian qua và đây là mảng kinh doanh cốt lõi của SKG. Do đó, trong năm 2016 chúng tôi giả định mức tăng trưởng vận chuyển hành khách 13% của tuyến Rạch Giá – Phú Quốc, trong khi giả định mức tăng trưởng cao 42% của tuyến Hà Tiên – Phú Quốc sẽ được duy trì nhờ vào nhu cầu cao của hành khách trong nước.

Trong năm 2016, chúng tôi kỳ vọng SKG sẽ đạt doanh thu 395 tỷ đồng (+29% so với năm trước) và LNST trừ lợi ích CĐTS 211 tỷ đồng (+21% so với năm trước), tương ứng với EPS pha loãng hoàn toàn khoảng 8.655 đồng/CP.

SKG có vị trí khá vững chắc trước những mối đe dọa bị thay thế bởi các phương tiện vận tải khác

Hàng không: ACV (Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam) có kế hoạch tăng cường công suất hoạt động tại Phú Quốc từ 1 triệu hành khách/năm lên 2 triệu/năm vào năm 2020. Tuy nhiên, ban lãnh đạo SKG không cho rằng đây là mối đe dọa chính dựa theo những lý do sau: (1) Hàng không hướng đến một phân khúc khách hàng khác biệt; phần lớn khách hàng của SKG đến từ những du khách có thu nhập trung bình, người làm việc tại Phú Quốc và các khách du lịch “bụi”, những người bay đến đảo Phú Quốc và sử dụng tàu để trở về đất liền, trong khi nhóm khách hàng mục tiêu của các hãng hàng không là các du khách có thu nhập cao, mong muốn giảm tối đa thời gian vận chuyển và tăng tối đa sự tiện lợi; (2) Tuyến du lịch đảo Nam Du đã cho phép SKG đa dạng hóa kinh doanh và giảm bớt sự phụ thuộc vào việc vận chuyển du khách đến Phú Quốc.

Phà cao tốc: Chúng tôi cho rằng tàu Thạnh Thới không phải là mối đe dọa cho SKG, khi (1) phà cao tốc có tốc độ thấp hơn nhiều so với tàu cao tốc; thời gian di chuyển từ Hà Tiên đến Phú Quốc là 3 giờ; trong khi khoảng thời gian di chuyển cùng quãng đường này bằng tàu cao tốc của SKG là 1,25 giờ, (2) Do SKG chỉ tập trung vào vận chuyển hành khách, chất lượng dịch vụ tốt hơn nhiều so với các công ty vận hành phà cao tốc như Thạnh Thới và Ngọc Thành, vốn tập trung vào vận chuyển phương tiện. Do đó, chúng tôi đánh giá 2 công ty này ở phân khúc khác nhau thay vì cạnh tranh trong phân khúc phương tiện vận tải.

Như đã đề cập, phà Thạnh Thới và Ngọc Thành sẽ là các đối thủ cạnh tranh lớn nếu SKG muốn đẩy mạnh mảng kinh doanh phà cao tốc. Hiện tại, Thạnh Thới là công ty thống trị trong phân khúc vận chuyển phương tiện trên tuyến Hà Tiên – Phú Quốc với 4 phà cao tốc đang hoạt động 2 chuyến/ngày. Thạnh Thới có lợi thế rõ ràng tính theo công suất và truyền thống khai thác phà so với SKG. Tuy nhiên, điều này sẽ không ảnh hưởng đến triển vọng của phà đầu tiên của SKG, sẽ được triển khai trên tuyến này trong quý 4/2016, với nhu cầu ngày càng tăng đối với vận chuyển hành khách và phương tiện giữa Phú Quốc và tỉnh Kiên Giang. Ngoài ra, với mối quan hệ lâu dài với các công ty lữ hành lớn như Saigon Tourist, Vietsun travel hay Viettravel, có khả năng các công ty này sẽ sử dụng phà SKG để vận chuyển khách du lịch đến Phú Quốc.

Hình 17: Đội phà Thạnh Thới

Tên phà	Công suất vận chuyển hành khách (chỗ ngồi)	Công suất vận chuyển phương tiện	Thời gian di chuyển	Vận tốc (hải lý/giờ)
Thriving 1	250-400	200 xe máy, 2 xe bus 45 chỗ ngồi, 6 ôtô 7 chỗ, 12 ôtô xe 4 chỗ	2,5 giờ	30
Thriving 2	250-400	200 xe máy, 2 xe bus 45 chỗ ngồi, 6 ôtô 7 chỗ, 12 ôtô xe 4 chỗ	2,5 giờ	30
Thriving 3	250-400	200 xe máy, 2 xe bus 45 chỗ ngồi, 6 ôtô 7 chỗ, 12 ôtô xe 4 chỗ	2,5 giờ	30
Thriving 4	250-400	200 xe máy, 2 xe bus 45 chỗ ngồi, 6 ôtô 7 chỗ, 12 ôtô xe 4 chỗ	2,5 giờ	30

Nguồn: Thạnh Thới, VCSC

SKG có dòng tiền hoạt động mạnh và gần như không vay nợ

SKG không cho thấy ý định công ty này sẽ vay nợ trong tương lai để phục vụ cho tăng trưởng. SKG hiện không có khoản nợ trong bảng cân đối kế toán, nhưng có khoảng tiền mặt tại quỹ 22 tỷ đồng (1 triệu USD) và 119 tỷ đồng (5,4 triệu USD) tiền gửi ngân hàng với kỳ hạn 6 tháng đến 1 năm tại Vietcombank. Ban lãnh đạo công ty tin rằng sẽ có thể tiếp tục đầu tư tàu bằng nguồn lợi nhuận giữ lại, trong bối cảnh hoạt động kinh doanh chính của SKG không cần quá nhiều vốn lưu động.

Chính sách cổ tức ổn định: Ban lãnh đạo công ty đã quyết định tỷ lệ cổ tức năm 2015 sẽ tương ứng 30% thị giá, trong đó 10% bằng tiền mặt và 20% là cổ phiếu thưởng. Công ty vẫn duy trì chính sách cổ tức 1.000 đồng/CP trong vòng 2 năm qua, tương ứng với lợi suất cổ tức 1,2% với mức giá cổ phiếu hiện tại; chúng tôi dự kiến tỷ lệ cổ tức sẽ vẫn duy trì trong năm 2016.

Định giá

Theo giá đóng cửa ngày 22/02 là 104.000VND, SKG hiện đang giao dịch với P/E trượt 12 tháng là 13,1 lần, so với trung vị điều chỉnh của các công ty trong ngành là 11,3 lần. Tuy nhiên, chúng tôi xin lưu ý rằng trong số đó có cả các công ty vận chuyển hàng khách đường sắt, nên việc so sánh không phù hợp lắm. Vì vậy, chúng tôi chỉ áp dụng hệ số 20% cho phương pháp hệ số P/E mục tiêu.

Chúng tôi cho rằng vì là doanh nghiệp dẫn đầu ngành, phát triển nhanh chóng hơn nhiều so với các doanh nghiệp còn lại nên SKG sẽ giao dịch với P/E cao hơn ít nhất 15% so với mức trung bình. Chúng tôi áp dụng P/E dự phóng 1 năm là 13 lần với EPS 2016 là 7.947VND/cổ phiếu. Qua đó, kết hợp với phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi được kết quả cuối cùng giá mục tiêu là 124.759VND/cổ phiếu.

Phương pháp	Hệ số	Giá mục tiêu
P/E	20%	103.311

Chiết khấu dòng tiền	80%	130.124
Giá mục tiêu cuối cùng		124.759
P/E 2015 theo giá mục tiêu		17x
P/E 2016 theo giá mục tiêu		13x

Mô hình định giá chiết khấu dòng tiền

Hình 18: Giá định doanh thu và biên lợi nhuận

Giá định	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu (tỷ đồng)	395	498	615	723	852
Tăng trưởng doanh thu	29,5%	26,1%	23,6%	17,5%	17,8%
+ Tuyển Rạch Giá	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
+ Tuyển Hà Tiên	42,0%	48,8%	42,3%	33,8%	20,3%
+ Tuyển Nam Du	131,0%	4,6%	5,8%	4,5%	4,4%
Biên lợi nhuận gộp	63,6%	63,7%	64,1%	63,5%	62,7%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	54,0%	54,1%	54,5%	53,9%	53,2%
Biên lợi nhuận ròng	53,4%	52,6%	54,5%	55,5%	55,7%

Nguồn: VCSC

Hình 19: Các giả định trong mô hình chiết khấu dòng tiền

Chi phí vốn		FCFF (5 Year)	
Hệ số beta	0,57	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	794
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	Giá trị cuối cùng (2,0% g)	2.367
Lãi suất phi rủi ro %	6,6	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do và giá trị cuối cùng	3.161
Chi phí vốn CSH %	11,2	+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	244
Chi phí nợ %	0	- Nợ	0
Nợ/ Vốn CSH %	0	- Lợi ích CĐTS	0
Vốn CSH %	0	Giá trị vốn CSH	3.405
Mức thuế TNDN %	10	SL cổ phiếu sau khi pha loãng (triệu)	26,17
WACC %	11,2	Giá cổ phiếu. VND	130.124

Nguồn: VCSC

Hình 20: Dòng tiền chiết khấu

Dòng tiền chiết khấu	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
EBIT	213	269	335	390	453
cộng Khấu hao	(8)	(9)	(12)	(15)	(17)
trừ Thuế	26	33	36	39	42
trừ đầu tư XDCB	(253)	(76)	(45)	(83)	(50)
trừ Tăng vốn lưu động	(15)	(18)	(22)	(15)	(30)
Dòng tiền tự do	(38)	198	293	317	398
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(34)	160	208	201	225
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(34)	126	334	535	760

Nguồn: VCSC

Phân tích độ nhạy

Vì chi phí nhiên liệu chiếm tỷ trọng lớn trong giá vốn hàng bán của SKG, chúng tôi thực hiện phân tích tác động của giá dầu diesel năm 2016 đối với mô hình định giá và KQLN.

Hình 21: Phân tích các kịch bản giá dầu diesel

Giá dầu diesel 2016	Thấp hơn 10%	Kịch bản cơ sở	cao hơn 10%	cao hơn 20%	cao hơn 30%
Giá dầu diesel (VND/lít)	14.789	16.432	18.075	19.718	21.362
KQLN (Dự báo 2016)					
LNST 2016 (tỷ VND)	218	211	204	197	190
EPS (VND/cổ phiếu)	8.211	7.947	7.684	7.420	7.157
Tăng trưởng EPS, chuẩn hóa	27%	23%	19%	15%	11%
ROE (%)	36%	35%	34%	33%	32%
Định giá					
PER (lần)	13	13,1	14	14	15
Giá mục tiêu tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (VND/cổ phiếu)	135.698	130.124	124.550	118.976	113.403
Tổng mức sinh lời (%)	31%	26%	21%	15%	10%
Lợi suất cổ tức (%)	1%	1%	1%	1%	1%

Nguồn: VCSC

Ghi chú: Trong mô hình định giá của chúng tôi, giá dầu diesel dự báo tăng 10%/năm từ 2016-2020 và do đó, điều chỉnh dự báo cho năm 2016 sẽ ảnh hưởng đến dự báo cho các năm còn lại trong giai đoạn dự báo.

So sánh với các công ty vận tải khác

(triệu USD)	Quốc gia	Giá trị vốn hóa	DT thuần trượt 12 tháng	% yoy	LNST trượt 12 tháng	% yoy	Nợ/CSH	ROE	P/E trượt 12 tháng	P/E điều chỉnh	P/E dự phóng 1 năm	P/B hiện nay
Daqing railway Co Ltd	Trung Quốc	15.273	8.143	-0,1%	2.156	-0,1%	7,2%	16,8%	7,1	7,2	n/a	1,1
Hiroshima electric railway Ltd	Nhật Bản	224	343	18%	9	-21%	66%	2,8%	25,0	17,0	17,5	0,7
Keifuku Electric Railroad	Nhật Bản	56	103	0%	4	25%	173%	14,0%	8,0	5,5	10,5	1,1
Providence and Worcester Railroad ltd	Mỹ	65	36	3,8%	3	0%	0%	4,0%	21	15,4	21,0	0,8
Trung bình										11,3		0,9
Trung vị										11,3		0,9
Superdong Kien Giang	Việt Nam	117	14	36%	8,3	67%	0%	57%	12,7	12,7	13,1	4,3

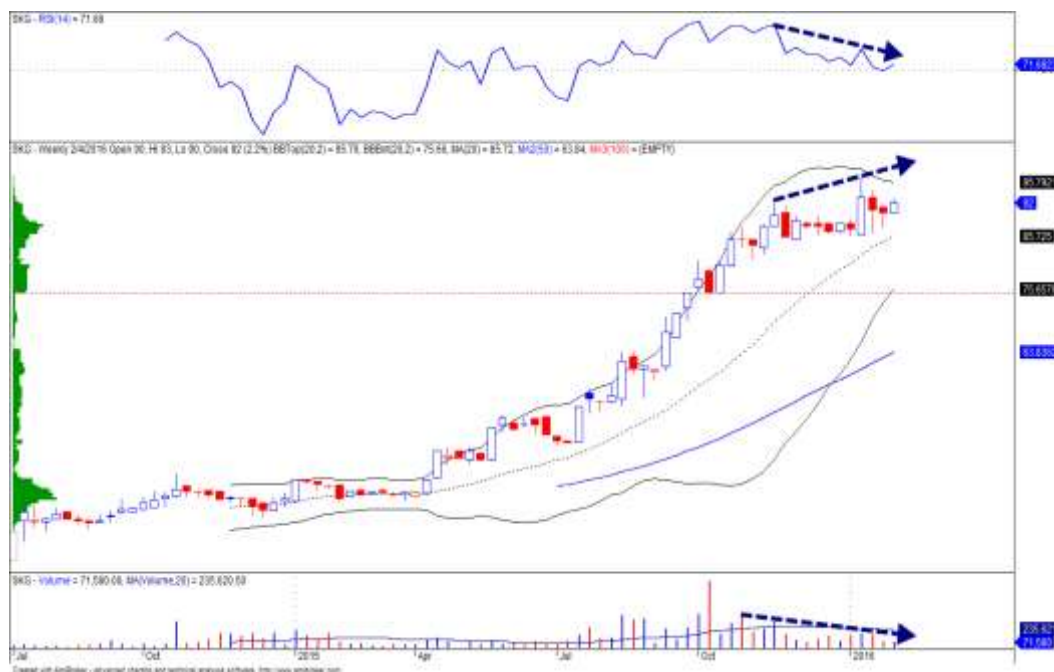
** PER điều chỉnh = PER / trung bình thị trường tương ứng x trung bình của chỉ số VNI.

Phân tích kỹ thuật

Đồ thị giá SKG duy trì đà tăng kể từ năm 2014. Đặc biệt, khối lượng giao dịch trung bình tăng 79% so với năm 2014.

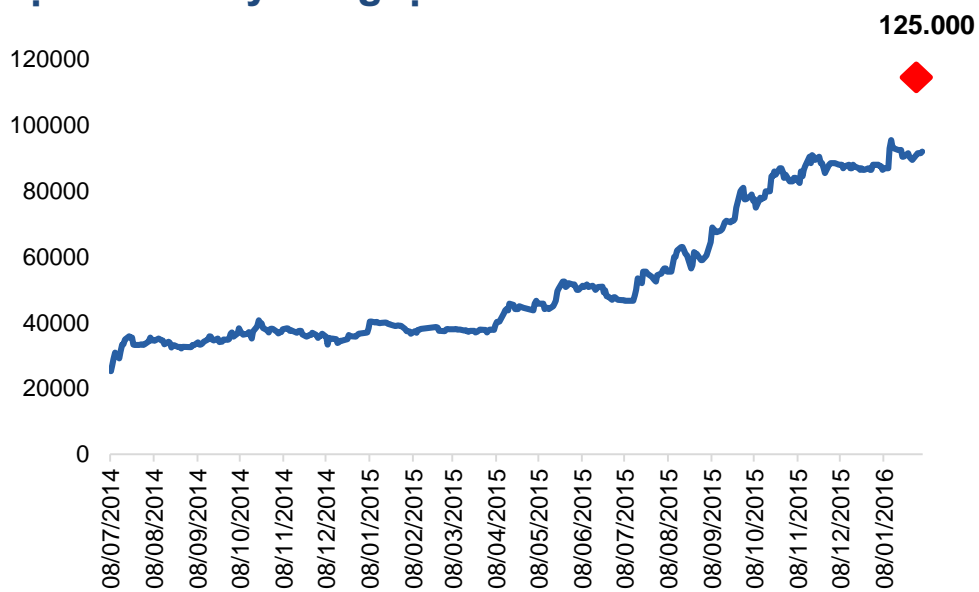
Các chỉ báo xung lượng và dòng tiền hình thành mô hình phân kỳ giảm giá cho thấy rủi ro trung hạn gia tăng. Do đó, chúng tôi hạ mức xu hướng trung hạn từ TĂNG xuống TRUNG TÍNH và đánh giá thận trọng xu hướng trung hạn.

Ngày 18/02/2016	(VND/ cổ phiếu)
Thời gian phân tích trung hạn	3 đến 6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	115.000
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	86.000
Xu hướng trung hạn	TRUNG TÍNH



Nguồn: VCSC

Lịch sử khuyến nghị



Vui lòng xem Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC ở trang sau

Báo cáo tài chính

Báo cáo tài chính các năm

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)				BẢNG CĐKT (tỷ đồng)			
	2015A	2016F	2017F		2015A	2016F	2017F
Doanh thu	305,0	394,8	497,8	Tiền và tương đương	88,2	26,4	200,3
Giá vốn hàng bán	101,5	143,8	180,7	Đầu tư TC ngắn hạn	156,0	155,9	155,8
Lợi nhuận gộp	203,5	251,0	317,1	Các khoản phải thu	62,0	81,1	99,3
Chi phí bán hàng	23,1	29,9	37,6	Hàng tồn kho	8,3	10,8	13,2
Chi phí quản lí DN	6,1	7,9	10,0	TS ngắn hạn khác	1,6	2,1	2,6
LN thuần HĐKD	174,3	213,2	269,4	Tổng TS ngắn hạn	316,1	276,3	471,1
Thu nhập tài chính	7,08	5,49	1,83	TS dài hạn (gộp)	285,3	538,7	614,9
Chi phí tài chính	7,00	5,39	1,70	- Khấu hao lũy kế	(75,8)	(101,4)	(134,0)
Trong đó, chi phí lãi vay	0	0	0	TS dài hạn (ròng)	209,5	437,3	481,0
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	0,0	-	-	TS dài hạn khác	1,7	2,2	2,8
LNTT	181,3	218,6	271,1	Tổng TS dài hạn	211,3	439,5	483,8
Thuế TNDN	6,3	7,6	9,5	Tổng Tài sản	527,3	715,8	954,9
LNST trước CĐTS	175,0	211,0	261,7	Phải trả ngắn hạn	0,5	2,6	1,3
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	Nợ ngắn hạn	0	0	0
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	175,0	211,0	261,7	Nợ ngắn hạn khác	11,5	13,0	17,7
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	168,0	206,0	259,6	Tổng nợ ngắn hạn	11,9	15,6	19,0
EBITDA	193,0	231,9	302,0	Nợ dài hạn	0	0	0
EPS cơ bản, báo cáo, VND	7.267	7.947	9.885	Nợ dài hạn khác	0	0	0
EPS cơ bản, điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	6.305	7.758	9.808	Tổng nợ	11,9	15,6	19,0
EPS pha loãng ⁽²⁾ , VND	6.305	7.758	9.808	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
TỶ LỆ	2015A	2016F	2017F	Vốn cổ phần	244,8	244,8	244,8
Tăng trưởng				Thặng dư vốn CP	11,5	11,5	11,5
Tăng trưởng doanh thu	36%	29%	26%	Lợi nhuận giữ lại	246,7	430,2	664,4
Tăng trưởng LN HĐKD	67%	22%	26%	Vốn khác	23,9	23,9	23,9
Tăng trưởng LNNTT	67%	21%	24%	Lợi ích CĐTS	0	0	0
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	47%	23%	26%	Vốn chủ sở hữu	515,4	698,9	933,1
Khả năng sinh lời				Tổng cộng nguồn vốn	527,3	715,8	954,9
Biên LN gộp %	67%	64%	64%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Biên LN từ HĐ %	57%	54%	54%	Tiền đầu năm	74,0	88,2	26,4
Biên EBITDA	63%	59%	61%	Lợi nhuận sau thuế	175,0	211,0	261,7
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	54%	51%	52%	Khấu hao	18,7	25,6	32,6
ROE %	41%	35%	32%	Thay đổi vốn lưu động	(4,6)	(15,5)	(18,3)
ROA %	40%	34%	31%	Điều chỉnh khác	(6,4)	(10,9)	(3,5)
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền từ hoạt động KD	182,6	210,2	272,4
Số ngày tồn kho	24	24	24	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	(54,0)	(253,4)	(76,2)
Số ngày phải thu	66	66	66	Đầu tư	(110,72)	5,59	1,96
Số ngày phải trả	4	4	4	Tiền từ HĐ đầu tư	(164,7)	(247,8)	(74,3)
TG luân chuyển tiền	86	86	86	Cổ tức đã trả	(20,0)	(24,5)	(24,5)
Thanh khoản				Tăng (giảm) vốn cổ phần	16,3	-	-
CS thanh toán hiện hành	26,5	17,7	24,8	Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0
CS thanh toán nhanh	25,7	16,9	24,0	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	7,4	1,7	10,5	Tiền từ các hoạt động TC khác	-	-	-
Nợ/Tài sản	0%	0%	0%	Tiền từ hoạt động TC	(3,7)	(24,5)	(24,5)
Nợ/Vốn sử dụng	0%	0%	0%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	14,2	(62,0)	173,7
Nợ/Vốn CSH	-	-	-	Tiền cuối năm	88,2	26,4	200,3
Khả năng thanh toán lãi vay	n/m	n/m	n/m				

Tổng kết KQLN hàng quý

	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	KQ từ đầu năm	Mục tiêu của công ty	Dự báo của VCSC
2015							
Doanh thu, tỷ đồng	63,6	91,5	81,3	68,5	304,5	239,46	312
LNST theo báo cáo, tỷ đồng	34,8	54,3	48,1	37,7	174,9	123,38	180,0
Biên lợi nhuận gộp	64,5%	69,0%	68,6%	63,2%			
Biên lợi nhuận từ hoạt động	62,3%	59,9%	59,5%	52,9%			
Biên LNST theo báo cáo	54,7%	59,3%	59,2%	55,0%			
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	26,2%	48,3%	37,0%	31,0%			
Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD so với cùng kỳ năm trước	70,0%	88,4%	72,2%	57,1%			
2014							
Doanh thu, tỷ đồng	50,4	61,7	59,3	52,3			
LNST theo báo cáo, tỷ đồng	22,6	28,3	28,5	23,7			
Biên lợi nhuận gộp	50,9%	53,0%	51,9%	50,4%			
Biên lợi nhuận từ hoạt động	46,2%	47,2%	47,4%	44,2%			
Biên LNST theo báo cáo	44,8%	45,9%	48,0%	45,3%			
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	40,8%	35,0%	29,5%	42,5%			
Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD so với cùng kỳ năm trước	79,2%	65,3%	68,3%	148,4%			
2013							
Doanh thu, tỷ đồng	35,8	45,7	45,8	36,7			
LNST theo báo cáo, tỷ đồng	12,7	15,9	16,3	10,3			
Biên lợi nhuận gộp	42,7%	45,4%	44,3%	33,6%			
Biên lợi nhuận từ hoạt động	36,3%	37,2%	36,4%	25,3%			
Biên LNST theo báo cáo	35,5%	34,8%	35,6%	28,2%			
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	n/a	n/a	32,4%	18,0%			
Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD so với cùng kỳ năm trước	n/a	n/a	16,8%	1,7%			

Dự báo KQLN

tỷ VND	2015A	2016F	Tăng/giảm %	Ghi chú (bao gồm lý do điều chỉnh dự báo)
Doanh thu	305,0	394,8	305,0	Superdong 9 và Superdong 10 hoạt động thử nghiệm sẽ giúp tăng doanh thu
LN gộp	203,5	251,0	203,5	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	23,1	29,9	23,1	Tỷ lệ so với doanh thu bằng năm 2015
Chi phí quản lý DN	6,1	7,9	6,1	Tỷ lệ so với doanh thu bằng năm 2015
Lợi nhuận từ HĐKD	174,3	213,2	174,3	
Chi phí lãi vay	0	0	0	Công ty không tỏ ra có ý định sử dụng đòn bẩy
Lợi nhuận ngoài HĐKD	7,0	5,4	7,0	
LN trước thuế	181,3	218,6	181,3	
LNST	175,0	211,0	175,0	
LNST theo báo cáo	175,0	211,0	175,0	
EBITDA	193,0	231,9	193,0	
Biên LN gộp %	66,7%	63,6%	66,7%	Giá định giá dầu diesel sẽ tăng nhẹ lên trung bình 16.342VND/lít trong năm 2016. Biên lợi nhuận gộp cũng sẽ bị ảnh hưởng do chi phí khấu hao tăng do hoạt động thử nghiệm của S9, S10, và phà số 1.
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	7,6%	7,6%	7,6%	
Chi phí quản lý DN / doanh thu	2,0%	2,0%	2,0%	
Biên LN từ HĐKD	57,1%	54,0%	57,1%	
Biên EBITDA %	63,3%	58,7%	63,3%	
Biên LNST % (điều chỉnh)	57,4%	53,4%	57,4%	
Thuế suất %	3,5%	3,5%	3,5%	Thuế TNDN cho hoạt động vận chuyển hành khách là 10%. Tuy nhiên, các tàu cao tốc mới được miễn thuế trong 4 năm đầu hoạt động và chỉ chịu 50% mức thuế trong 9 năm tiếp theo. Hiện mức thuế cho Superdong 1 và 2 chỉ là 5%, trong khi các tàu còn lại đều được miễn thuế.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoàng Minh Hải, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Ví dụ, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

BDS, Xây dựng và Vật liệu

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174
Vương Khắc Huy, Chuyên viên ext 139
Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143
Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

Logistics và Nông nghiệp

Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142
Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181
Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.