BAOVIET Securities

Ngành Cảng biển

Báo cáo cập nhật Q4/2016

26 tháng 12, 2016

Công ty Cổ phần Container Việt Nam

Mã giao dịch: VSC Reuters: VSC.HM Bloomberg: VSC VN

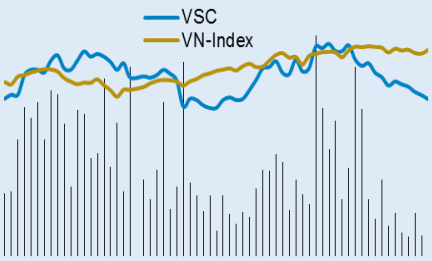
VIP Green sẽ là động lực tăng trưởng 2017

Khuyến nghị	**OUTPERFORM**
Giá kỳ vọng (VND)	**72.000**
Giá thị trường (26/12/2016)	54.500
Lợi nhuận kỳ vọng	32%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	50.000 – 75.000
Vốn hóa	2.333
SL cổ phiếu lưu hành	45.557.142
KLGD bình quân 10 ngày	81.409
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,7%
Beta	0,66

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VSC	-27%	-14%	-30%	-21%
VN-Index	15%	-2,8%	-1,4%	5,1%

Chuyên viên phân tích

Đinh Thị Thu Thảo

(84 4) 3928 8080 ext 209

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Điểm nhấn hoạt động Q4 và năm 2016

Hoạt động giao thương sôi động trở lại những tháng cuối năm

Hoạt động làm hàng tại cảng trở nên sôi động hơn vào các tháng cuối năm khi nhu cầu hàng hóa phục vụ các dịp lễ lớn (Giáng Sinh, Tết) đều tập trung vào thời điểm này. Ước tính 11 tháng năm 2016, sản lượng hàng hóa thông qua cảng toàn thành phố Hải Phòng đạt 71,03 triệu tấn, tăng 14% so với cùng kỳ năm 2015, trong đó khu vực kinh tế ngoài nhà nước đạt 32,8 triệu tấn, tăng 22%yoy. Hoạt động khai thác cảng của VSC do vậy được kỳ vọng sẽ khởi sắc.

Cảng VIP Green được hoàn thiện trong Q4/2016

Với việc hoàn thiện lắp đặt 2 cẩu QC giai đoạn 1 vào nửa đầu năm, cẩu QC thứ 3 vào tháng 7 và QC thứ 4 vào tháng 11/2016, cảng VIP Green đã được hoàn thiện và có thể vận hành với công suất thiết kế toàn dụng 500.000 TEU trong năm 2017. Riêng trong quý 4/2016, công suất hoạt động của VIP Green tăng lên khoảng 90.000 TEU thay vì 75.000 TEU của các quý trước. Tổng công suất của VSC bao gồm VIP Green và Green vào khoảng 165.000 TEU trong quý 4/2016.

Ước tính cả năm 2016, chúng tôi dự báo VIP Green sẽ đạt khoảng 346 tỷ doanh thu. Với chi phí tài chính khoảng 45 tỷ và chi phí khấu hao khoảng 65 tỷ cho năm đầu tiên hoạt động, LNST của VIP Green dự báo đạt khoảng 34 tỷ đồng.

Những nguyên nhân khiến cho lợi nhuận 2016 không được thuận lợi

Chúng tôi dự báo năm 2016, VSC có khả năng đạt 1.112 tỷ doanh thu, tăng 20% yoy và 252 tỷ lợi nhuận sau thuế, giảm 9% so với năm 2015. Lợi nhuận năm 2016 bị sụt giảm do những nguyên nhân sau:

Thứ nhất, tăng trưởng hàng hóa qua cảng không đạt như kỳ vọng. Mặc dù theo thống kê, tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua cảng từ đầu năm đến nay luôn ở mức 2 con số nhưng theo các doanh nghiệp trong ngành, tăng trưởng container qua cảng chỉ ở mức 5,3%yoy, giảm tốc so với mức tăng trưởng 10% của năm 2015.

Thứ hai, không còn khoản lợi nhuận đột biến từ hàng lạnh tạm nhập tái xuất. Năm 2015, do một số thời điểm chính sách biên giới Việt – Trung thắt chặt khiến cho hàng lạnh tạm nhập tái xuất lưu lại cảng lâu ngày, ước tính mang lại khoảng 100 tỷ lợi nhuận gộp cho VSC. Kể từ năm 2016, 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.

Thứ ba, có sự phân hóa giữa các cảng, các cảng phía thượng nguồn sông Cấm bao gồm Green, Hải An, Đoạn Xá, Hoàng Diệu,.. giảm công suất hoạt động do chỉ đón được tàu nhỏ và bị ảnh hưởng do cầu Bạch Đằng đang trong quá trình xây dựng. Cảng Green mặc dù đón thêm được 4 khách hàng mới nhưng vẫn không đủ lấp đầy công suất và do phục vụ hàng nội địa thay vì hàng quốc tế nên giá cước thu được thấp hơn khoảng 20-30%.

Thứ tư, cảng mới VIP Green vẫn đang trong quá trình hoàn thiện giai đoạn 2 (tính đến đầu tháng 12 mới hoàn thiện QC thứ 4 để đón tàu vào). Do vậy, áp lực chi phí tài chính và khấu hao vẫn còn lớn khi chưa được vận hành hết công suất.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm năm 2016 là năm bản lề khi VSC giải quyết bài toán giới hạn công suất bằng việc xây dựng cảng mới. Kể từ 2017, khi cảng mới vận hành ổn định thì kết quả kinh doanh của VSC sẽ khởi sắc trở lại.

Triển vọng năm 2017

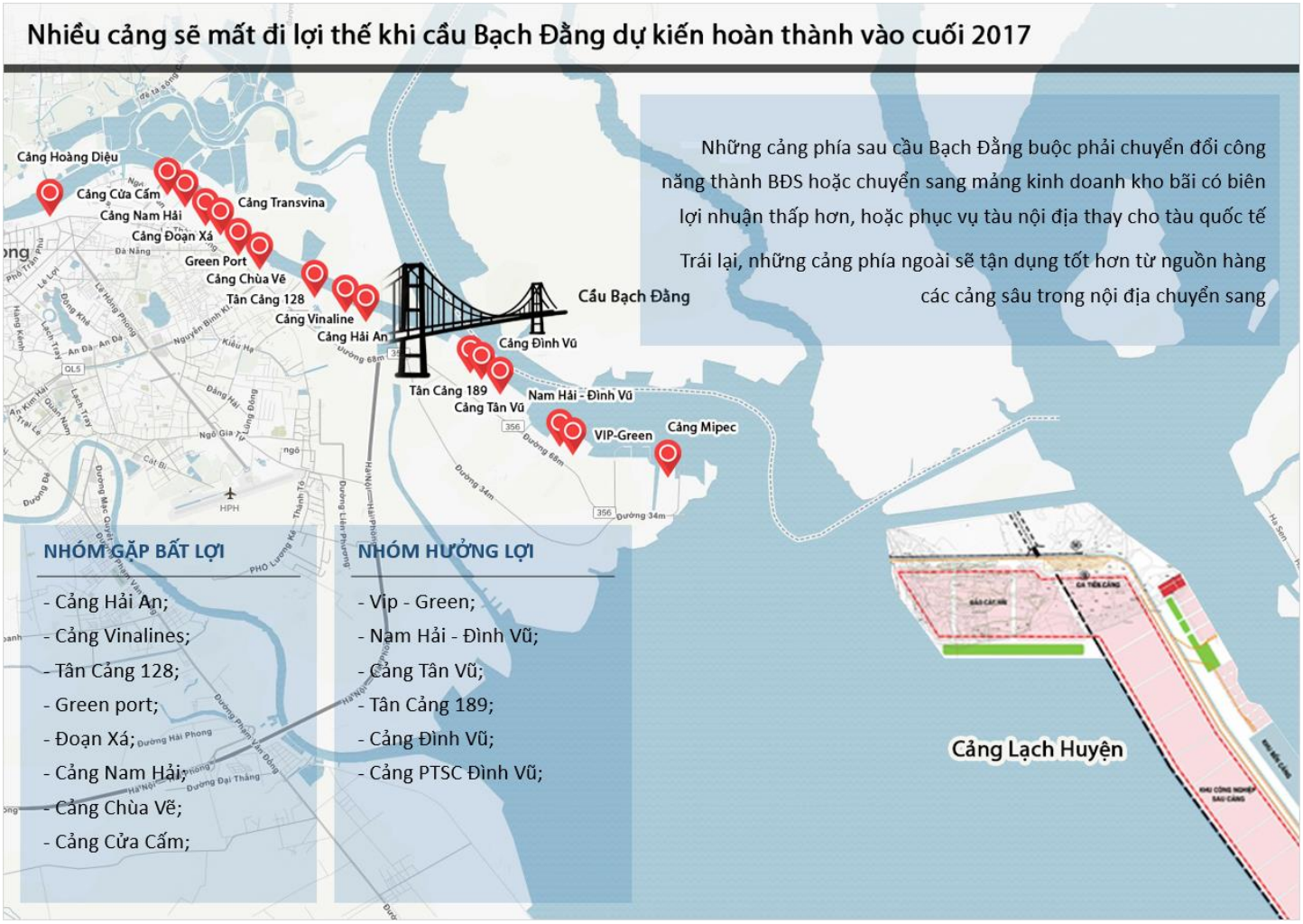
VIP Green sẽ lấy được nguồn hàng từ các cảng khác sâu trong nội địa

Cuối tháng 11/2016, QC thứ 4 của giai đoạn 2 VIP Green đã được hoàn thiện, nhờ đó từ đầu năm 2017, VIP Green có thể hoạt động tối đa công suất thiết kế 500.000 TEU, thay vì 300.000 TEU của giai đoạn 1 vào năm 2016. Nguồn hàng cho cảng VIP Green dự kiến sẽ được đảm bảo từ các lý do sau:

Thứ nhất, VIP Green hiện đang sở hữu vị trí đắc địa nhất khu vực cảng Hải Phòng với mớn nước sâu -11m, đón nhận được tàu trọng tải 30.000 DWT và khả năng xử lý hàng hóa nhanh do thiết bị QC hiện đại. Việc các hãng tàu có xu hướng tăng tải trọng tàu sẽ là lợi thế cho VIP Green.

Thứ hai, khách hàng quan trọng của VIP Green là hãng tàu Evergreen đã có kế hoạch tăng số chuyến tàu vòng quanh khu vực châu Á lên 20 chuyến/tuần vào năm 2017. Theo đó, VIP Green có thể đón nhận từ 9-10 lượt tàu Evergreen vào làm hàng mỗi tuần thay vì 5-6 lượt.

Thứ ba, VIP Green có thể nhận được thêm nguồn hàng san sẻ từ các cảng phía sâu nội địa bởi khi cầu Bạch Đằng được hoàn thành, các tàu sẽ khó khăn hơn khi di chuyển vào các cảng phía trong để làm hàng, do đó sẽ ưu tiên sử dụng các cảng phía hạ nguồn hơn. Những cảng phía trong như Hải An, Green port, Đoạn Xá, Nam Hải, Chùa Vẽ,.. thuộc khu vực cảng Hải An sẽ gặp bất lợi; ngược lại những cảng phía ngoài như VIP Green, Nam Hải Đình Vũ, Tân Vũ, Đình Vũ,.v.v. thuộc khu vực cảng Đình Vũ sẽ được hưởng lợi.



Ngoài ra, nhờ lợi thế về vị trí và khách hàng chiến lược mà VIP Green sẽ không phải chịu áp lực hạ giá cước và vẫn có thể duy trì mức giá cước khoảng 50 USD/TEU, tương đương mức giá năm 2016. Doanh thu tăng trưởng và áp lực chi phí tài chính và khấu hao được giãn ra trong các năm tiếp theo giúp lợi nhuận cải thiện.

Dự báo hiệu quả hoạt động của cảng VIP Green (đơn vị: tỷ đồng)					
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Công suất thiết kế (TEU)					**500.000 TEU**
Công suất hoạt động (TEU)	315.000	500.000	500.000	500.000	500.000
Doanh thu	**346**	**591**	**598**	**593**	**588**
Chi phí tài chính	45	55	36	19	4
Chi phí khấu hao	65	85	85	85	85
Lợi nhuận sau thuế	**34**	**108**	**128**	**143**	**156**

Cảng Green sẽ bị giảm sản lượng do nằm sâu trong nội địa

Xu hướng các hãng tàu tăng tải trọng tàu và dự án cầu Bạch Đăng bắc ngang qua sông Cấm được dự kiến hoàn thành vào giữa năm 2017 sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực đến các cảng phía thượng nguồn sông Cấm, trong đó có cảng Green của VSC. Cụ thể, chúng tôi cho rằng cảng Green sẽ hoạt động ở mức công suất khoảng 315.000 TEU, tương đương mức sản lượng của năm 2016 và bằng 90% công suất thiết kế. Đây là mức sản lượng khá thấp so với giai đoạn trước năm 2016 khi cảng Green luôn trong tình trạng hoạt động vượt quá công suất thiết kế và phải gửi hàng ở cảng bạn. Năm 2015, VSC gửi hàng hóa làm tại cảng bạn khoảng 175.000 TEU. Đồng thời, giá cước bình quân cho 1 TEU qua cảng sẽ tiếp tục giảm khoảng 5-7% so với năm 2016 do mất lợi thế cạnh tranh và chuyển từ làm hàng container XNK qua hàng nội địa có giá cước thấp hơn 20-30%.

Tổng hợp dự báo 2017

Với việc VIP Green đi vào hoạt động ở mức công suất tối đa trong năm 2017 trong khi cảng Green dự bán sẽ bị giảm sản lượng do nguồn hàng bị san sẻ bớt ra các cảng phía hạ nguồn sông Cấm, BVSC dự báo tổng sản lượng hàng hóa qua cảng của VSC vào năm 2017 là 815.000 TEU và vẫn chiếm khoảng 15% thị phần khu vực cảng Hải Phòng. Với động lực tăng trưởng từ cảng mới VIP Green, chúng tôi dự báo doanh thu 2017 của VSC sẽ đạt 1.317 tỷ đồng, tăng 18%yoy, lợi nhuận sau thuế tăng trưởng 30%yoy, đạt 328 tỷ nhờ cảng mới vận hành ổn định. EPS 2017 ước tính khoảng 6.034 đồng/cổ phần, tăng 21%yoy tương ứng với P/E forward là 8,5 lần, là mức P/E khá hấp dẫn so với thị trường.

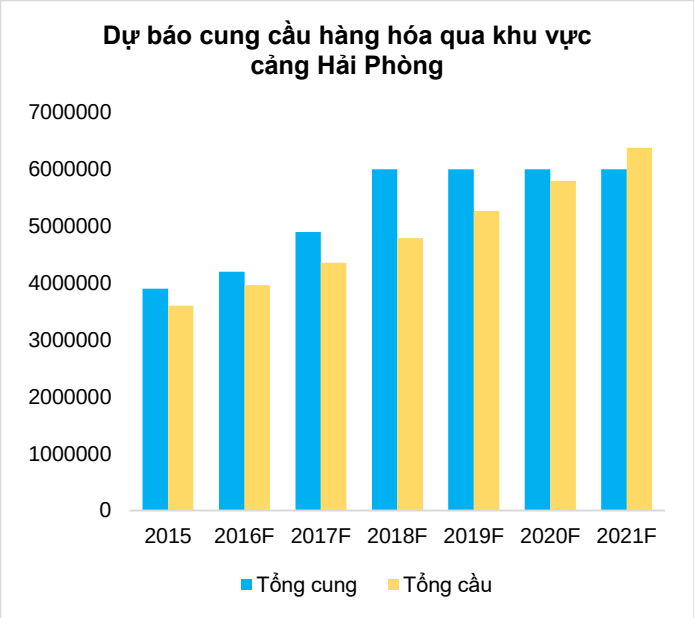
Dự báo kết quả kinh doanh 2017 của VSC					
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	**2015**	**2016F**	**%yoy**	**2017F**	**%yoy**
Doanh thu	**928**	**1.112**	**20%**	**1.317**	**18%**
- Khai thác cảng	547	712	30%	898	26%
- Kho CFS	121	127	5%	133	5%
- Depot	167	175	5%	184	5%
- Hoạt động vận tải và các hoạt động khác	93	98	5%	103	5%
Lợi nhuận gộp	**371**	**377**	**2%**	**462**	**22%**
Lợi nhuận sau thuế	**277**	**252**	**-9%**	**328**	**30%**
EPS	**6.282**	**4.973**	**-21%**	**6.034**	**21%**

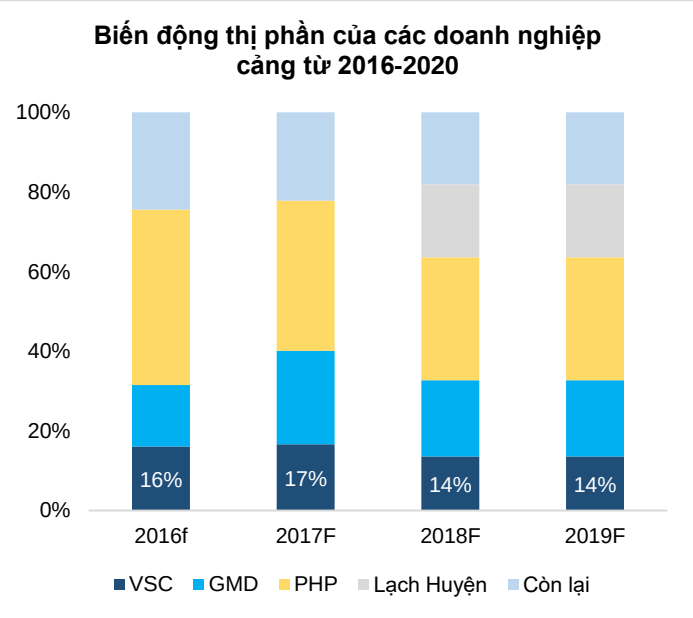
Sau 2017 dư cung sẽ khiến các cảng đang giữ lợi thế hiện tại cũng phải san sẻ thị phần

Tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua cảng bình quân giai đoạn 2016-2020 dự báo duy trì ở mức 10,8%/năm. Tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua cảng luôn được tham chiếu đến hoạt động ngoại thương của Việt Nam. Cho dù TPP không còn hiệu lực nhưng Việt Nam vẫn được kỳ vọng vào các hiệp định FTA khác như RCEP, AEC,.v.v. và điểm đến thu hút FDI nhờ nguồn lao động giá rẻ. Do đó, tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu giai đoạn 2016-2020 được dự báo ở mức bình quân 10,8%/năm, so với giai đoạn 2011-2015 là 10%/năm.

Dự báo tăng trưởng XNK của Việt Nam giai đoạn 2016-2020		
Tổ chức dự báo	**Trọng số**	**Số dự báo**
BMI, GSO, ADB	50%	10,3%
HSBC, Oxford Economics	50%	11,2%
Bình quân		**10,8%**

Sự xuất hiện của Lạch Huyện và các cảng mới sẽ phân hóa thị phần sâu sắc. Các cảng mới đi vào hoạt động từ năm 2017 bao gồm VIP Green (2017), Nam Đình Vũ (2017), Lạch Huyện (2018) đều là các cảng nước sâu có lợi thế vị trí và công suất thiết kế vượt trội so với các cảng khác tại Hải Phòng sẽ khiến phân hóa thị phần ngày càng trở nên sâu sắc. Với mức tăng trưởng hàng hóa qua cảng dự kiến khoảng 10,8%/năm thì Hải Phòng sẽ dư cung khoảng 12% trong năm 2017. Tuy nhiên, chúng tôi cũng để ngỏ khả năng Lạch Huyện giãn tiến độ đầu tư Lạch Huyện do thiếu nguồn hàng. Tới năm 2018, trong trường hợp Lạch Huyện hoàn thiện và đi vào hoạt động thì Hải Phòng sẽ dư cung khoảng 25%. Thị phần của VSC chúng tôi ước tính sẽ giảm từ mức 16-17% của năm 2016-2017 xuống còn 14% trong 2018-2019.



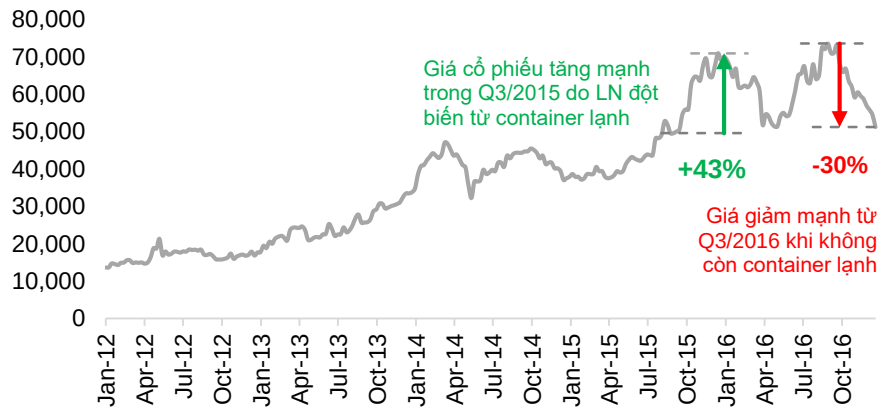


Khuyến nghị đầu tư

Tác động của không còn hàng container lạnh gần như đã phản ánh đủ vào giá cổ phiếu. Năm 2015, container lạnh đóng góp 27% tỷ trọng trong lợi nhuận gộp của VSC, điều này cũng đã phản ánh vào diễn biến giá của VSC trong quý 3/2015 với mức tăng hơn 40% từ 50.000 đồng lên 64.000 đồng/CP trong khoảng 3 tháng. Từ năm 2016 trở đi. VSC sẽ không còn đột biến từ container lạnh do thay đổi chính sách từ phía Trung Quốc khi ưu tiên phát triển khu vực cảng tại các tỉnh thuộc địa phận Quảng Tây, khiến container lạnh tạm nhập tái xuất không còn từ Hong Kong thông qua Hải Phòng lên biên giới Việt – Trung. Chúng tôi nhận thấy thị giá của VSC cũng đã phản ánh tác động của mất khoản lợi nhuận từ container lạnh của VSC vào quý 3/2016 khi giá cổ phiếu đã giảm khoảng 30% từ mức 71.000 xuống còn 51.000 đồng.

Ảnh hưởng hàng container lạnh tới diễn biến giá cổ phiếu VSC

Nguồn: BVSC ước tính



Năm 2016 sẽ là một năm chững lại về lợi nhuận đối với VSC, sau năm 2015 rất thành công nhờ tăng trưởng đột biến container lạnh. Cảng mới đi vào hoạt động giúp VSC tăng 20% doanh thu trong năm 2016 nhưng vẫn chưa thể bù đắp lợi nhuận từ container lạnh, do đó lợi nhuận sau thuế 2016 chỉ đạt 252 tỷ, giảm 9% so với năm 2015. Nhưng đây có thể xem là năm bản lề cho giai đoạn tăng tốc về lợi nhuận từ năm 2017 của VSC khi cảng mới có thể hoạt động tối đa công suất. Với triển vọng lạc quan từ cảng mới của VSC, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VSC với giá mục tiêu là **72.000** đồng/cổ phần. Tại mức giá kỳ vọng, P/E forward 2017 của VSC vào khoảng PE 11,9 lần, là mức PE hợp lý so với thị trường.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016F**	**2017F**
Doanh thu	797	891	928	1.112	1.317
Giá vốn	489	579	557	734	855
Lợi nhuận gộp	303	312	371	377	462
Doanh thu tài chính	16	16	14	23	28
Chi phí tài chính	-4	-8	-2	46	57
Lợi nhuận sau thuế	240	248	277	252	328

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016F**	**2017F**
Tiền & khoản tương đương tiền	282	216	332	453	462
Các khoản phải thu ngắn hạn	61	52	0	80	80
Hàng tồn kho	10	7	10	11	13
Tài sản cố định hữu hình	457	421	959	1.377	1.365
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	42	100	109	109	109
Tổng tài sản	**1.133**	**1.495**	**2.224**	**2.748**	**2.850**
Nợ ngắn hạn	239	270	375	453	546
Nợ dài hạn	10	10	418	729	520
Vốn chủ sở hữu	884	1.216	1.431	1.566	1.784
Tổng nguồn vốn	**1.133**	**1.495**	**2.224**	**2.748**	**2.850**

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	**2013**	**2014**	**2015**	**2016F**	**2017F**
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	2%	13%	4%	20%	18%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	5%	3%	12%	-9%	30%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	38%	35%	40%	34%	35%
Lợi nhuận thuần biên (%)	36%	32%	30%	23%	25%
ROA (%)	22%	19%	15%	10%	12%
ROE (%)	29%	24%	21%	17%	20%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	22%	19%	36%	43%	38%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	28%	23%	55%	75%	60%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	8.346	7.182	6.282	4.973	6.034
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	30.664	30.640	30.488	29.689	32.724

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Đinh Thị Thu Thảo** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Đinh Thị Thu Thảo
Cảng biển & Logistics
dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentiendung@baoviet.com.vn

Dương Đức Hiếu
Vật liệu xây dựng
duongduchieu@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến
Hàng hóa tiêu dùng
nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Lê Duy Khánh
Dầu khí
leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dệt may
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trưởng
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888