

KQKD QUÝ 4/2015 GIẢM NHẸ KHÔNG ĐÁNG LO NGẠI

ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng (đ/cp)	86,208
Giá thị trường	68,500
Triển vọng 3 tháng	N/A
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	41
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	2,567
Giá trị sổ sách/cổ phần	31,612
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Giá hiện tại (đ/cp) tại ngày 16/2/2016	69,500
KLTB 10 ngày (cp)	190,421
Giá thấp nhất 52T (đ)	39,728
Giá cao nhất 52T (đ)	80,000
+/- 7 ngày qua	
+/- 1 tháng qua	

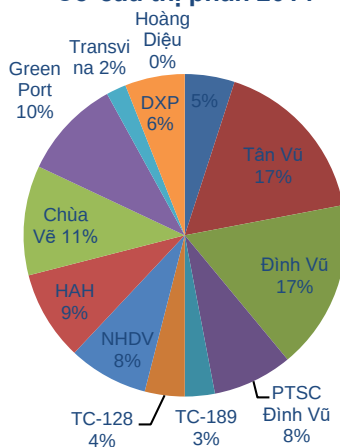
Chuyên viên phân tích
Chu Tuấn Phong
Email: phongct@bsc.com.vn

Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu VSC với giá mục tiêu 1 năm 86,208 đồng/cp, EPS năm 2016 đạt 7,005 đồng/cp. Tại ngày 16/2/2016, VSC giao dịch tại mức giá 68,500. Việc quý 4 năm 2015 VSC có DTT giảm nhẹ so với cùng kỳ 2014 chủ yếu do Vip-Green đang trong thời kỳ chạy thử nghiệm và sản lượng container lạnh giảm. Chúng tôi cho rằng, với vị trí thuận lợi, uy tín với khách hàng của VSC và tốc độ tăng trưởng lưu lượng hàng hóa nhanh qua khu vực Hải Phòng, Vip-Green sẽ sớm có đủ khách hàng để hoạt động ít nhất tại điểm hòa vốn năm 2016 (khoảng 250,000 tới 300,000 Teus/năm).

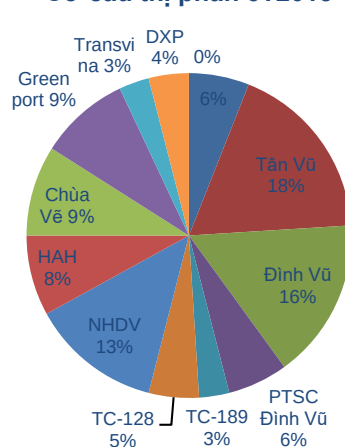
Sản lượng hàng hóa qua các cảng khu vực Hải Phòng tăng nhanh nhờ tăng trưởng nhu cầu xuất nhập khẩu. Năm 2015, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu cả nước đạt 327.76 tỷ USD (+10%yoy), trong đó xuất khẩu đạt 162.11 tỷ USD (+7.9%yoy) và nhập khẩu đạt 165.65 tỷ USD (+12%yoy). Nhờ đó, 10T2015, sản lượng hàng hóa qua các cảng thuộc khu vực Hải Phòng tăng mạnh 13.22% yoy đạt mức 56,473 triệu tấn.

Cơ cấu cạnh tranh tại khu vực Hải Phòng có sự thay đổi theo hướng tăng thị phần các cảng trong khu vực Đình Vũ. Ngoài cảng Đình Vũ có thị phần giảm nhẹ (giảm 1%) do đã hoạt động vượt công suất từ năm 2014, các cảng khác trong khu vực Đình Vũ như Tân Vũ hay Nam Hải Đình Vũ đều có thị phần tăng trong nửa đầu năm 2015. Trong đó, đáng chú ý là cảng Nam Hải Đình Vũ có thị phần tăng từ 8% năm 2014 lên 13% nửa đầu năm 2015 mặc dù mới được đưa vào hoạt động từ tháng 5/2014.

Cơ cấu thị phần 2014



Cơ cấu thị phần 6T2015



Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng.

Cầu có thể vượt cung khoảng 28% vào năm 2017 do (1) Việc xây dựng cầu Bạch

Đăng làm hạn chế tàu trọng tải trên 20,000 DWT vào sâu lưu vực sông Cẩm. Các cảng từ vị trí cảng Hải An (HAH) lên thượng nguồn sông Cẩm như Nam Hải (GMD), Green Port (VSC), Chùa Vẽ (PHP) hay Hoàng Diệu (PHP) sẽ bị hạn chế phát triển, các cảng về hạ nguồn sông Cẩm như PTSC Đình Vũ (PSP), Nam Hải Đình Vũ (GMD), Tân Vũ (PHP), Vip-Green (VSC) không chịu ảnh hưởng.⁽²⁾ Tăng trưởng nhanh sản lượng hàng hóa qua hệ thống cảng. Chúng tôi thận trọng dự báo sản lượng hàng hóa qua khu vực cảng Hải Phòng tăng khoảng 13%, thấp hơn với tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2007-2014 (ở mức 13.2%), đạt 83.4 triệu tấn năm 2017 (tương ứng khoảng 5,500,000 TEU)¹. (3) Tổng công suất các cảng tại Hải Phòng ước tăng lên 4,992,000 TEU năm 2017 từ 4,292,000 TEU năm 2015 nhờ hoàn thiện Vip-Green và mở rộng công suất tại cảng Tân Vũ.²

Kết quả kinh doanh quý 4 giảm nhẹ không thực sự đáng lo ngại. Quý 4/2015, VSC đạt doanh thu 230 tỷ (-5.35%yoy), LNST đạt 49 tỷ (-42.4%yoy). Nguyên nhân (1) không còn ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng vào công ty PSP như trong cùng kỳ 2014. (2) Cảng Xanh Vip chưa tìm được đủ nguồn hàng để khai thác do đang trong thời gian chạy thử nghiệm cầu cảng 1. (3) Sản lượng container lạnh giảm do Trung Quốc gỡ bỏ lệnh tạm ngừng nhập khẩu thủy sản tháng 11/2015.

Chúng tôi lưu ý, Nam Hải Đình Vũ với vị trí, công suất thiết kế tương tự với Vip-green đạt sản lượng 340,000 TEU (~70% công suất) trong 9T2015 mặc dù mới được đưa vào khai thác cuối quý 1/2014. Cộng thêm tốc độ tăng trưởng lưu lượng hàng hóa cao qua hệ thống cảng tại Hải Phòng, cầu cảng 2 hoàn thành cuối quý 2/2015, Vip-green có thể tìm đủ lượng khách hàng để hoạt động ở điểm sản lượng hòa vốn (khoảng 50% công suất thiết kế) vào cuối quý 3/2016.

Kết quả kinh doanh cả năm 2015. DTT đạt 927 tỷ (+4.04%yoy) LNST đạt 276 tỷ (+11.3%yoy), tương đương EPS 2015 đạt 6,743 đồng/cp do (1) phụ phí môi giới từ PSP³. Trong năm 2015, VSC đã chuyển 2 khách hàng với sản lượng khoảng 100,000 TEUs sang khai thác tại cảng PTSC Đình Vũ. (2) Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ tăng trưởng hàng container lạnh (với biên lợi nhuận cao khoảng 50%) do Trung Quốc tạm ngừng nhập khẩu thủy sản từ 5/2/2015, làm tăng thời gian lưu kho bãi với các hàng container tạm nhập tái xuất và hàng thủy sản xuất khẩu của Việt Nam. Từ tháng 4 đến tháng 7 năm 2015, cảng Green Port lưu bãi trung bình khoảng 600-700 container lạnh/ngày, đến cuối năm 2015 chỉ còn khoảng 150 container/ ngày

Mua lại phần vốn góp của VIPCO (VIP) tại cảng Vip-Green. VSC đã gửi công văn đề nghị mua lại phần vốn góp của VIP tại cảng Vip-Green, tuy nhiên giá mua lại vẫn chưa được ấn định. Ngoài ra, khách hàng lớn của VSC là Evergreen đã đồng ý góp khoảng 125 tỷ vào dự án Vip-green làm tỷ lệ sở hữu của VSC giảm xuống còn 51%. Chúng tôi đánh giá, việc VSC mua lại cổ phần của VIP là hợp lý, do VSC đã đầu tư lớn vào dự án mới và cảng Xanh cũ không còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2016. DTT đạt 1,319 tỷ đồng (+42%yoy). Chúng tôi thận trọng dự báo sản lượng qua cảng Vip-Green đạt khoảng 50% công suất thiết kế (250,000 TEUs), trong khi đó cảng Xanh chỉ đạt khoảng 360,000 TEUs (+2%yoy) do chịu ảnh hưởng của việc xây dựng cầu Bạch Đằng. Doanh thu từ phụ phí môi giới

¹ Ước tính 1 TEU= 15 tấn

² Cảng Lạch Huyện dự kiến đi vào hoạt động giai đoạn 1 năm 2018.

³ Được tính vào doanh thu và không ghi nhận chi phí.

2 khách hàng sang khai thác tại PSP dự báo không đổi so với năm 2015. Theo nguyên tắc thận trọng, chúng tôi không phản ánh tác động của mảng container lạnh lên doanh thu và BLNG của VSC.

LNTT năm 2016 đạt 381 tỷ (+10.12%yoy). Dự đoán VSC sẽ vay khoảng trên 600 tỷ làm chi phí lãi vay tăng từ 913 triệu lên ~48 tỷ năm 2016. Vip-Green Port phát sinh chi phí khấu hao ~62.5 tỷ làm tổng chi phí khấu hao của VSC tăng lên thành 136 tỷ (+89%yoy).

Các chỉ tiêu tài chính	2013	2014	2015	2016F	2017F
Doanh thu thuần	792	891	928	1,319	1,547
% tăng trưởng (yoy)		13%	4%	42%	17%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,133	1,495	2,224	3,143	3,563
% tăng trưởng (yoy)		32%	49%	41%	13%
Vốn chủ sở hữu	884	1,058	1,431	2,128	2,553
LN sau thuế (tỷ đ)	240	248	277	315	382
% tăng trưởng (yoy)		3%	12%	14%	21%
EPS cuối kỳ	8,394	7,182	6,743	7,005	7,916
ROS	30.85%	31.33%	31.05%	33.95%	28.93%
ROE	27.22%	23.44%	19.33%	14.80%	14.95%
ROA	21.23%	16.59%	12.44%	10.02%	10.71%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

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

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

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

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

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

Tel: 0439352722 (155)

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

Tel: 0439352722 (118)

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

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

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

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

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

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