

Báo cáo cập nhật doanh nghiệp

VSC -CTCP tập đoàn container Việt Nam

08/03/2018

BSC

Recommendation: Năm Giữ

Chu Tuấn Phong- PTCB

phongct@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	45.354
Giá hiện tại	42.100
Upside	7,7%

Nguyen Tuan Anh(PTKT)

anhnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	45.000
Giá Cut loss	34.400

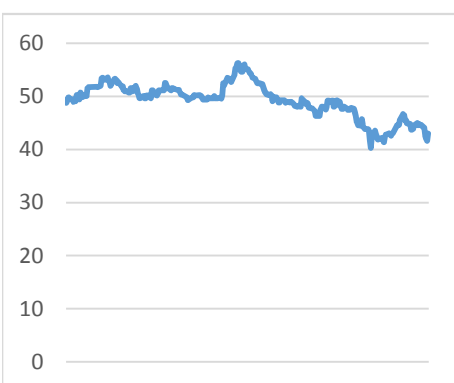
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp	50
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.139
Giá cao nhất (52w)	56.959
Khối lượng TB 10 ngày	373.675
Sở hữu NN	37,43%

Cổ đông lớn

VCG forum one	5%
Vietnam Holding	5%
Deutsche Asset manager	4%
Asean Small cap	4%

Đồ thị giá (1 năm)



Tổng quan doanh nghiệp

VSC là doanh nghiệp cảng biển tại khu vực Hải Phòng. VSC vận hành và quản lý 2 cảng Vip Green và Green với tổng công suất ước tính tại thời điểm hiện tại là 800,000 teus/năm

Định giá

Năm 2018, chúng tôi dự báo VSC đạt EPS là 4,628 đồng/cp, tại ngày 7/3/2018, VSC giao dịch tại mức giá 42,700 đồng/cp, tương ứng với PE fw ở mức 9.2x. Trong giai đoạn 2017, VSC được định giá ở mức PE trung bình 9.8x. Vì vậy trong giai đoạn 1 năm chúng tôi đưa ra khuyến nghị Năm Giữ với VSC với giá mục tiêu là 45,354 đồng/cp. Chúng tôi nhận định sự tham gia của cảng Nam Đình Vũ của GMD sẽ không tác động nhiều tới nguồn hàng của Vip Green do VSC là doanh nghiệp cảng hoạt động có uy tín cao trong khu vực, lịch sử hoạt động chưa có hãng tàu nào chuyển sang khai thác tại cảng khác.

Dự báo kết quả kinh doanh

Năm 2018, chúng tôi dự báo VSC sẽ ghi nhận doanh thu đạt 1,447 tỷ (+10%yoy), LNST đạt 313 tỷ (+23.7%yoy), tương ứng với EPS 2018 là 4,628 đồng/cp.

Catalyst

(1) Giá cung cấp dịch vụ trung bình kì vọng không còn giảm mạnh như năm 2017. (2) Cảng Vip-green nâng công suất và container thông qua.

Luận điểm Đầu tư

(1) Cảng Vip-Green kì vọng tăng số khách hàng phục từ 8 trên tuần lên 10 lượt trên tuần, nhờ đó sản lượng thông qua có thể đạt khoảng 600,000 teus. Trong khi đó cảng Xanh sẽ tiếp tục gặp khó khăn và sản lượng thông qua có thể chỉ đạt 250,000 teus.
(2) Depot rộng khoảng 8ha (GIC) được đưa vào sử dụng từ cuối năm 2017 giúp cho công suất của cảng Vip-Green tăng lên mức 800,000 teus/năm.
(3) Hiệp định CPTPP kí ngày 8/3/2018 là một động lực giúp tăng mạnh nhu cầu xuất nhập khẩu hàng hóa qua cảng.
(3) Rủi ro đầu tư: Cạnh tranh tiếp tục tăng mạnh từ các cảng mới đưa vào sử dụng, vì vậy xu hướng giá dịch vụ khó có thể tăng trong thời gian trung hạn.

Rủi ro đầu tư.

Chúng tôi nhận định rủi ro lớn nhất với hoạt động kinh doanh của VSC là khi Lạch Huyện đi vào hoạt động. Theo chia sẻ của một số doanh nghiệp cảng tại Hải Phòng, Tân Cảng Sài Gòn có thể đưa một số cầu tại cảng Cát Lái ra khai thác tại Lạch Huyện ngay trong năm 2018, tuy nhiên kế hoạch vẫn chưa được đối tác Nhật đồng ý. Với VSC, có thể trong năm 2019, 2 chuyến/tuần của Evergreen có thể chuyển ra khai thác tại Lạch Huyện.

[Các báo cáo khác: Link](#)

Mở rộng công suất cảng Vip-Green nhờ bãi rộng 8 ha. Trong khoảng tháng 11/2017, VSC đã đưa vào sử dụng bãi depot rộng 8ha nhằm tăng tốc độ lưu chuyển container trong bãi của cảng Vip-Green. Nhờ đó, cảng Vip-Green có thể tăng công suất lên khoảng 800,000 Teus/năm (trước đó chỉ khoảng 600,000 teus/năm). Thêm vào đó, trong cuối năm 2017, VSC cũng thực hiện đầu tư 1 cầu quay với tầm với 14 hàng container với mục tiêu phục vụ các tàu cỡ lớn của Maserk Lines

Quan điểm và dự báo 2018. Theo cập nhật từ các doanh nghiệp cảng trong khu vực Hải Phòng, cảng Nam Đình Vũ có thể đi vào hoạt động từ tháng 5/2018 với công suất thiết kế giai đoạn 1 là 500.000 Teus, dự báo lấp đầy 50% trong năm 2018. Vì vậy cạnh tranh giữa các cảng tại Hải Phòng nói chung và các cảng trên bán đảo Đình Vũ nói riêng sẽ tăng cao. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng việc cảng Nam Đình Vũ vào hoạt động không có tác động lớn tới Vip-Green của VSC do: (1) VSC là doanh nghiệp hoạt động có uy tín cao với khách hàng, lịch sử hoạt động chưa có hiện tượng khách hàng chuyển sang khai thác tại cảng đối thủ. (2) Cảng Nam Đình Vũ là cảng có cầu xa bờ, vì vậy chi phí xây dựng cao gấp đôi so với các cảng khác khu vực bán đảo Đình Vũ, vì vậy chúng tôi nhận định Nam Đình Vũ không có lợi thế lớn cạnh tranh về giá.

Chúng tôi dự báo năm 2018 VSC ghi nhận doanh thu 1.447 tỷ (+10%yoy), LNST thuộc về công ty mẹ đạt 313 tỷ (+23.7%yoy) tương ứng với EPS 2018 đạt 4,628 đồng/cp dựa trên các giả định:

- Sản lượng khai thác tại cảng Xanh giảm nhẹ so với năm 2017 đạt mức 250.000 TEUs do cầu Bạch Đằng đã xây xong từ cuối năm 2017 và có thể đưa vào sử dụng từ quý 3/2018. VSC có chiến lược sẽ chuyển dời cảng này thành kho bãi và DC.
- Cảng Vip-Green kì vọng sản lượng thông qua đạt khoảng 600,000 teus (+15.3%yoy). Chúng tôi dự báo năm 2018, VSC có thể tìm thêm được 2 khách mới nâng số chuyến phục vụ lên 10 chuyến/tuần.
- Do đặc thù cạnh tranh vẫn còn cao trong khu vực, đặc biệt khi Lạch Huyện (2019) và Nam Đình Vũ (5/2018) đi vào hoạt động, chúng tôi cho rằng giá khai thác dịch vụ trung bình có thể giảm khoảng 5% so với trung bình 2017.
- Hiệu quả tại cảng Vip-Green tăng giúp cho BLNG cải thiện so với năm 2017, nâng lên mức khoảng 32%.
- Tỷ trọng chi phí bán hàng và CPQLDN trên doanh thu thuần không có sự thay đổi so với năm 2017

VSC -CTCP tập đoàn container Việt Nam

Phân tích tài chính

BSC

Đơn vị: tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018E
Doanh thu thuần	891	928	1.082	1.303	1.429
LN gộp	312	371	396	408	457
DT tài chính	16	14	17	10	11
CP tài chính	8	(2)	(44)	(50)	(50)
Lãi vay	(0)	(1)	(44)	(50)	(50)
CP bán hàng	(3)	(8)	(11)	(15)	(15)
CP QLDN	(45)	(41)	(53)	(61)	(58)
Lãi/lỗ HĐKD	301	344	311	298	346
TN nhập khác (ròng)	1	2	1	0	0
LN trước thuế	302	346	311	298	346
LN sau thuế	248	277	262	264	287
LN CĐ thiếu số	-	(3)	11	27	29
LN Cty mẹ	248	279	251	237	258
EPS	6.464	6.069	4.964	4.261	4.628

DT tăng trưởng 20% nhờ cảng Vip Green mở rộng và tăng thêm số khách hàng phục vụ. Tổng Container thông qua đạt khoảng 800,000 teus, trong đó Vipgreen đạt 520,000 teus (+68%yoy), trong khi đó, Green Port chỉ đạt 285,000 teus (-6%yoy) do tác động của cầu Bạch Đằng

Chi phí tài chính tăng do 1 phần khoản vay phục vụ mua cầu không còn được vốn hóa

Tỷ lệ CPBH và CPQLDN trên DTT không có biến động lớn trong năm 2017

TS ngắn hạn	480	586	605	492	837
Tiền và TĐ Tiền	216	332	331	212	529
ĐT TC ngắn hạn	52	79	32	49	54
Phải thu ngắn hạn	159	93	130	155	170
Tồn kho	7	10	9	13	15
TS ngắn hạn khác	46	72	102	62	68
TS dài hạn	1.009	1.556	1.782	1.912	1.805
Phải thu dài hạn	-	0	0	0	0
TSCĐ	415	959	1.215	1.202	1.095
TSCĐ hữu hình					
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	180	164	183	186	396
TS dở dang dài hạn		-	-	-	-
ĐT TC dài hạn	100	109	105	112	112
TS dài hạn khác	493	487	461	598	598
Tổng TS	1.495	2.224	2.397	2.479	2.641
Nợ phải trả	279	793	882	769	700
Nợ ngắn hạn	270	375	297	369	286
Vay ngắn hạn	4	7	58	120	131
Nợ dài hạn	10	418	585	400	414
Vay dài hạn	9	418	585	400	414
Vốn chủ sở hữu	1.216	1.431	1.515	1.710	1.941
Vốn góp	345	414	456	501	501
LN chưa phân phối	234	251	275	258	488
Tổng nguồn vốn	1.495	2.224	2.397	2.479	2.641

Tiền tương đương tiền dồi dào, chiếm khoảng 43% TSNH,

TSDH tăng 7.3% chủ yếu do trong kỳ VSC thực hiện xây dựng mở rộng bãi depot phục vụ cảng Vip-green. Đây là bãi rộng khoảng hơn 8 ha (đã xây dựng và đưa vào sử dụng 5ha) được VSC mua từ đầu năm 2017.

% yoy DTT		4%	17%	20%	10%
Biên ln gộp	35,0%	39,9%	36,6%	31,3%	32,0%
Lãi vay/ DTT	0,0%	0,1%	4,0%	3,8%	3,5%
CP bán hàng / DTT	0,3%	0,9%	1,0%	1,1%	1,0%
CP QLDN/DTT	5,1%	4,4%	4,9%	4,7%	4,1%
Biên ln thuần	27,8%	29,8%	24,2%	20,2%	20,1%

BLNG giảm mạnh từ 36.6% xuống còn 31.3% chủ yếu do giá dịch vụ trung bình giảm khoảng 10% so với năm 2016, do cạnh tranh tăng cao khi cầu Bạch Đằng đi vào giai đoạn hoàn thiện.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

2013 2014 2015 2016 2017

1. Khả năng thanh toán

Hsố TT ngắn hạn	2,06	1,78	1,56	2,04	1,33
Hsố TT nhanh	2,02	1,75	1,54	2,01	1,30

Các chỉ số đánh giá thanh khoản ở mức rất an toàn, chủ yếu nhờ hoạt động kinh doanh ổn định mang lại LN tốt. Điều này cho thấy VSC có đủ khả năng trả nợ tới hạn đúng hạn

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0,44	0,32	0,26	0,25	0,20
TSDH/ TTS	0,56	0,67	0,70	0,74	0,77
Hsố Nợ/ TTS	0,22	0,19	0,36	0,37	0,31
Hsố Nợ/ VCSH	0,28	0,23	0,55	0,58	0,45
Nợ ngắn hạn /Equity	0,27	0,22	0,26	0,20	0,22
Nợ DH /Equity	0,01	0,01	0,29	0,39	0,23

Tỷ trọng TSDN có xu hướng tăng do VSC vẫn đang trong thời kì đầu tư cầu và bãi phục vụ cảng Vip-Green. Chúng tôi nhận định xu hướng này sẽ giảm trong 2 năm tới khi cảng Vip-Green đi vào giai đoạn hoạt động ổn định

3. Năng lực hoạt động

Vòng hàng tồn kho	46,7	64,7	63,6	70,4	78,0
Vòng phải thu	6,4	6,3	7,3	9,6	9,0
Vòng phải trả	5,6	5,5	3,4	8,6	9,1
Số ngày HTK	7,7	5,6	5,7	5,1	4,6
Số ngày phải thu	55,8	57,3	49,5	37,6	40,0
Số ngày phải trả	64,4	65,8	106,8	42,0	39,7

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	30,4%	27,8%	29,8%	24,2%	20,2%
LNST/VCSH (%)	27,2%	20,4%	19,3%	17,3%	15,4%
LNST/TTS	21,2%	16,6%	12,4%	10,9%	10,6%
LN từ HĐKD/DTT	36,4%	33,8%	37,1%	28,7%	22,9%

Các hệ số sinh lời có xu hướng giảm do: (1) Việc xây dựng cầu Bạch Đằng làm giảm đáng kể sản lượng thông qua cảng Green. (2) Cạnh tranh cao trong khu vực Hải Phòng làm giá dịch vụ bốc xếp giảm khoảng 10% trong năm 2016, 2017

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

Thuế	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9
Lãi suất	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
EBIT margin	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
Vòng quay tài sản	0,7	0,6	0,4	0,5	0,5
Hệ số đòn bẩy	1,3	1,2	1,6	1,6	1,5

6. Định giá

EPS	7.511	6.464	6.069	4.964	4.261
BVPS	30.665	35.201	34.556	33.266	34.114

7. Tăng trưởng (%yoy)

TTS	32%	49%	8%	3%
Nợ	12%	184%	11%	-13%
DTT	13%	4%	17%	20%
LN gộp	3%	19%	7%	3%
LNST	103%	112%	95%	101%
EPS	-14%	-6%	-18%	-14%

TTS có tăng mạnh trong năm 2015, 2016 do đây là thời điểm VSC thực hiện đầu tư xây cầu cảng Vip-Green, với vốn đầu tư khoảng 900 tỷ (chưa kể tiền mua đất). Trong năm 2017, VSC chỉ thực hiện đầu tư mua bãi depot 8ha và cầu quay.

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Giảm giá dài hạn, tăng giá ngắn hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD trên mức 0 và phân kỳ bên trên đường tín hiệu, kết hợp với chỉ báo RSI đang tăng, dấu hiệu đang trong xu hướng tăng giá ngắn hạn.
- Thanh khoản: có giá trị thanh khoản bình quân 10 phiên đạt khoảng 27 tỷ đồng, không thấp so với thị trường chung. Thanh khoản của cổ phiếu tăng đột biến trong phiên giao dịch ngày 9/3..

Nhận định:

Cổ phiếu VSC đang trong xu hướng giảm giá dài hạn từ cuối 2017 và đang được hỗ trợ ở mức 34.5. Trong các phiên giao dịch gần đây, sau khi chạm ngưỡng hỗ trợ, giá cổ phiếu đã bật tăng trở lại và đang tiếp cận ngưỡng kháng cự 45. Trong phiên giao dịch 9/3, giá cổ phiếu đã giảm xuống sau khi giá gần chạm ngưỡng kháng cự, với thanh khoản cao, thể hiện áp lực chốt lãi mạnh.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư tận dụng nhịp điều chỉnh của VSC về gần mức hỗ trợ của đường trung bình MA(45) quanh 40 để gia tăng tỷ trọng, kỳ vọng cổ phiếu sẽ duy trì đà tăng giá ngắn hạn. Giá hợp lý 40, mục tiêu 45, cắt lỗ nếu VSC mất ngưỡng hỗ trợ 34.5.

Đồ thị kỹ thuật



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 về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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. 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.

BSC Headquarters

BIDV Tower, 10th & 11th Floor
35 Hang Voi, Hoan Kiem, Hanoi
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

Ho Chi Minh City Office

146 Nguyen Cong Tru St, 9th Floor
District 1, HCMC
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

