

Kỳ vọng phục hồi trong 2H19

Khuyến nghị: Theo Dõi

Mã Tuấn Minh Hiền (PTCB)

hien.mtm@bsc.com.vn

Giá mục tiêu 34,600

Giá đóng cửa 31,800

Upside 8.8%

Đặng Quang (PTKT)

quangd@bsc.com.vn

Giá mục tiêu 45,700

Giá cut loss 35,500

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp) 50.11

Vốn hóa (tỷ đồng) 1,894

Giá cao nhất 52 tuần 46,000

KLGD TB20 phiên (ng cp) 86

Sở hữu nước ngoài 41.02%

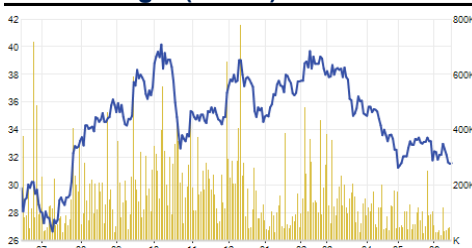
Cổ đông lớn

KWE Beteiligungen AG 10.01%

CTCP Đại lý vận tải SAFI 5.00%

Vietnam Holding Limited 4.43%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

VSC là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực khai thác cảng, logistics, vận tải hàng hóa, quản lý đội tàu và các dịch vụ phụ trợ khác. VSC hiện đang có 2 cảng chính là Vip Green Port và Green Port ở khu vực kinh tế Đình Vũ, Hải Phòng.

Các báo cáo khác

[\(link\)](#)

Định giá

BSC khuyến nghị Theo Dõi cổ phiếu VSC với giá mục tiêu là **34,600** đ/cp, dựa theo 2 phương pháp P/E và EV/EBITDA với P/E mục tiêu là 7.5x (P/E trung bình ngành VN là 8.3x) và EV/EBITDA mục tiêu là 3.6x (EV/EBITDA trung vị ngành VN là 4.8x).

Dự báo KQKD 2019

BSC dự báo KQKD VSC 2019 với DT và LNST đạt lần lượt **1,695.8 tỷ đồng (+0.1% yoy)** và **329.4 tỷ đồng (-7% yoy)** tương đương EPS FW cốt lõi đạt **4,561 đồng/cp**, P/E FW = **6.9x**, P/B FW = **0.85x**. Chúng tôi giả định sản lượng hàng hóa thông cảng đạt 1,167,135 TEU (-0.3% yoy) trong đó cảng Vip Green đạt 657,025 TEUs (-0.5% yoy), cảng Xanh duy trì 320 ngàn TEUs, thuê ngoài PTCS và Nam Đình Vũ duy trì 190 ngàn TEUs. Biên lợi nhuận gộp đạt 27.7% giảm -1.6% do chi phí tăng như chi phí dịch vụ thuê ngoài tăng do phải thuê thêm cảng PTSC và Nam Đình Vũ. Chúng tôi lưu ý việc công ty đi thuê cảng có thể giảm bớt trong các quý sau nếu công ty giải quyết được lượng container tồn đọng làm ùn tắc bãi chính.

Kế hoạch năm 2019

VSC đạt kế hoạch KQKD 2019 với doanh thu đạt 1,500 tỷ đồng, LNST đạt 306 tỷ đồng bằng lần lượt 89% và 86% thực hiện 2018.

Rủi Ro: (1) Không còn nhiều tăng trưởng. (2) Cạnh tranh cao ở khu vực Hải Phòng.

Cập nhật KQKD Q1/2019

KQKD VSC Q1/19 kém khả quan do (1) BLNG giảm còn 23.5%; (2) Chi phí khác tăng lên 14 tỷ; (3) Thuế hiệu quả tăng 16.5%. Q1/2019, DT đạt 423.5 tỷ đồng (+15.5% yoy), chúng tôi lưu ý tổng sản lượng hàng hóa thông cảng VSC đạt 280,000 TEUs (+10% yoy) trong đó ước tính 84,000 TEUs tương đương 30% sản lượng VSC phải đi thuê các cảng PTSC và Nam Đình Vũ để nhận tàu trùng lịch với cảng Vip Green. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý nếu bỏ phần thuê ngoài thì sản lượng hàng vào riêng cảng VSC chỉ đạt 196,000 TEU (-23% yoy) do ùn tắc hàng trong kho bãi.

Biên gộp đạt 23.5% thấp hơn cùng kỳ Q1/2018 là 29.5% do chi phí dịch vụ thuê ngoài tăng. Chúng tôi lưu ý chi phí thuê ngoài tăng do giá bốc xếp ở cảng PTSC Đình Vũ tăng 12.7% yoy khiến cho biên gộp từ đi thuê ngoài thấp ước tính 9.3% trong Q1/2019. Ngoài ra, chúng tôi lưu ý Q2/2018 biên gộp VSC đạt 34% tương đương lợi nhuận gộp 144 tỷ nên khả năng trong Q2/19 VSC khó có thể phục hồi lại như kết quả Q1/18.

LNST đạt 40.3 tỷ đồng (-36.76% yoy) do chi phí khác tăng 13.8 tỷ và thuế ước tính tăng. Chúng tôi lưu ý chi phí khác tăng bất thường lên 13.83 tỷ đồng (Q1/2018 chỉ có 8,613 VNĐ). Ngoài ra, thuế ước tính đạt 16.5% tăng hơn 7% so với cùng kỳ 1Q18 là 9.5% do truy thu thuế ở GIC nhưng chỉ diễn ra trong Q1/19, khiến cho biên thuần giảm từ 20.2% trong 1Q18 xuống 11.9% trong 1Q19.

Cập nhật KQKD Q1/2019

KQKD VSC Q1/19 kém khả quan do (1) BLNG giảm còn 23.5%; (2) Chi phí khác tăng lên 14 tỷ; (3) Thuế hiệu quả tăng 16.5%. Trong quý 1/2019, DT đạt 423.5 tỷ đồng (+15.5% yoy), chúng tôi lưu ý tổng sản lượng hàng hóa thông cảng VSC đạt 280,000 TEUs (+10% yoy) trong đó ước tính 84,000 TEUs tương đương 30% sản lượng VSC phải đi thuê các cảng PTSC và Nam Đình Vũ để nhận tàu trùng lịch với cảng Vip Green Port. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý nếu bỏ phần thuê ngoài thì sản lượng hàng vào riêng cảng VSC chỉ đạt 196,000 TEU (-23% yoy) do ùn tắc hàng trong kho bãi.

Phí bốc xếp dịch vụ cảng biển ở Vip Green tăng 10% theo thông tư 54 của BGTVT. Trong quý 1, giá bốc xếp container tại các cảng của VSC tăng bình quân 5-6% yoy. Hiện các cảng khu vực Đình Vũ tăng 10% khung giá xếp dỡ nâng/hạ container, tuy nhiên do tình hình cạnh tranh khốc liệt nên cảng Vip Green sẽ giảm bớt các chi phí khác như lưu trữ, vận chuyển,... nên chúng tôi cho rằng giá bốc xếp cảng Vip Green và cảng Green sẽ tăng bình quân 6-7% trong 2019.

Xếp dỡ (nâng/hạ) container CY <-> Ô tô tại VGP	2019		2018		Tăng Giá (%)	
	Có hàng	Rỗng	Có hàng	Rỗng	Có hàng	Rỗng
Container 20'	510,000	330,000	460,000	300,000	10.9%	10.0%
Container 40'	690,000	460,000	630,000	420,000	9.5%	9.5%
Container 45'	760,000	500,000	690,000	450,000	10.1%	11.1%

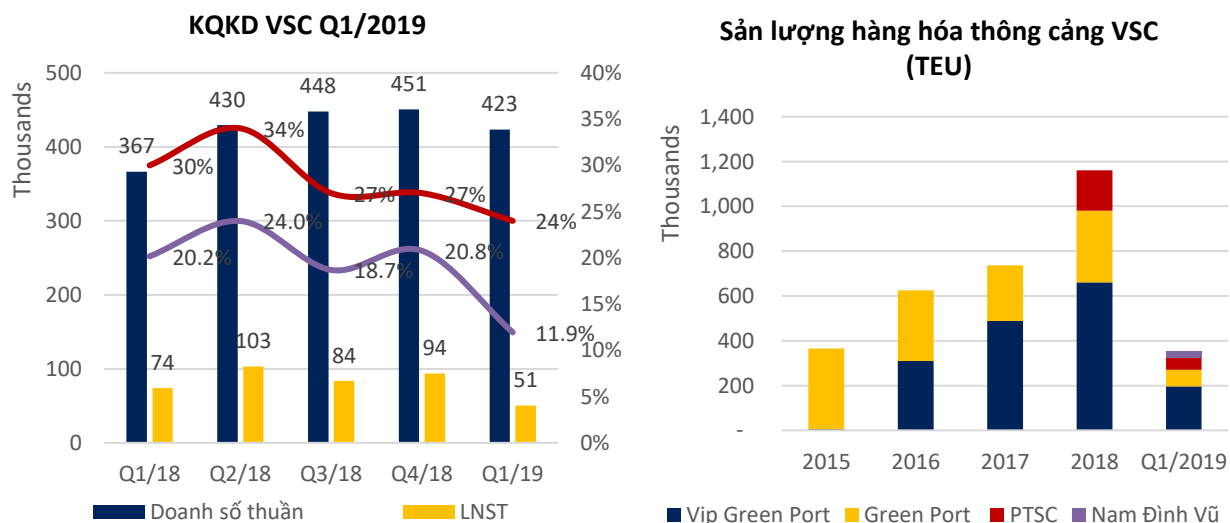
Nguồn: VSC , BSC Research.

Biên gộp đạt 23.5% thấp hơn cùng kỳ Q1/2018 là 29.5% do chi phí dịch vụ thuê ngoài tăng. Chúng tôi lưu ý chi phí thuê ngoài tăng do giá bốc xếp ở cảng PTSC Đình Vũ tăng 12.7% yoy khiến cho BLNG thuê ngoài thấp ước tính 9.3% trong Q1/2019. Quý 1 có kỳ nghỉ Tết dài lượng hàng hóa ùn tắc tại cảng lớn dẫn tới các chi phí khai thác tăng cao như chi phí bốc xếp, vận chuyển hàng ra các bãi ngoài để giảm ùn tắc tại cảng. Ngoài ra, chúng tôi lưu ý Q2/2018 biên gộp VSC đạt 34% tương đương lợi nhuận gộp 144 tỷ nên khả năng trong Q2/19 VSC khó có thể phục hồi lại như kết quả Q1/18.

Xếp dỡ (nâng/hạ) container Bãi <-> Ô tô tại PTSC	2019		2018		Tăng Giá (%)	
	Có hàng	Rỗng	Có hàng	Rỗng	Có hàng	Rỗng
Container 20'	510,000	330,000	450,000	290,000	13.3%	13.8%
Container 40'	690,000	460,000	620,000	410,000	11.3%	12.2%
Container 45'	760,000	500,000	680,000	440,000	11.8%	13.6%

Nguồn: PTSC, BSC Research.

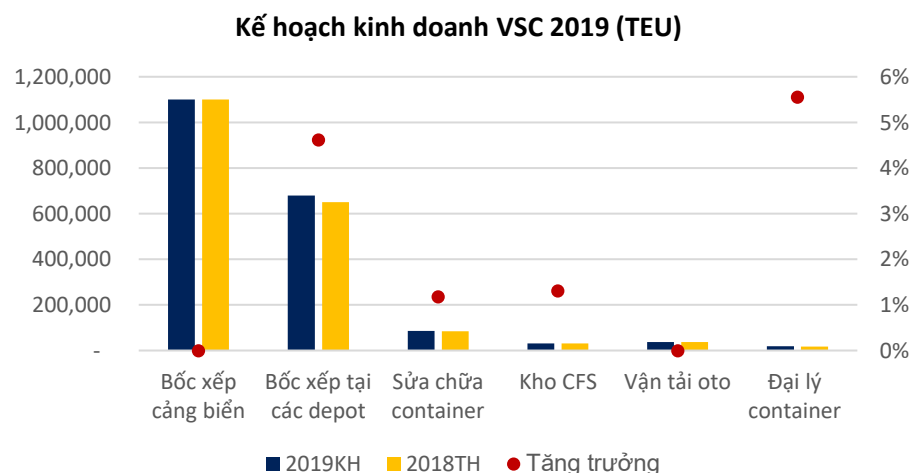
LNST đạt 40.3 tỷ đồng (-36.8% yoy) do chi phí khác tăng 13.8 tỷ và thuế ước tính 16.5% tăng 7% so với cùng kỳ. Chúng tôi lưu ý chi phí khác tăng bất thường lên 13.83 tỷ đồng (Q1/2018 chỉ có 8,613 VNĐ). Ngoài ra, thuế ước tính đạt 16.5% tăng hơn 7% so với cùng kỳ 1Q18 là 9.5% do truy thu thuế ở công ty con GIC khiến cho biên thuần giảm từ 20.2% trong 1Q18 xuống 11.9% trong 1Q19. Chúng tôi lưu ý việc truy thu thuế chỉ diễn ra trong Q1/19 và không xuất hiện ở các quý sau. Ngoài ra, chính sách miễn thuế thu nhập trong 4 năm kể từ năm đầu tiên có lợi nhuận chịu thuế (2016-2019 đối với VGP), qua đó cảng VGP vẫn được miễn thuế trong năm 2019 và năm 2020 sẽ chịu mức thuế 10%.



Nguồn: VSC , BSC Research.

Kế hoạch kinh doanh 2019:

VSC đạt kế hoạch KQKD 2019 với doanh thu đạt 1,500 tỷ đồng, LNST đạt 306 tỷ đồng bằng lần lượt 89% và 86% thực hiện 2018. Ngoài ra, VSC đạt kế hoạch sản lượng bốc xếp cảng biển đạt 1,1 triệu TEU, bốc xếp tại các depot đạt 680 ngàn TEU, sửa chữa container: 19 ngàn TEU; Cho thuê kho 850 ngàn m³; Vận tải oto 86 ngàn TEU và đại lý container 36,5 ngàn TEU. Chúng tôi lưu ý VSC đều vượt kế hoạch đạt ra bình quân 115% DT và 108% LNST trong vòng 3 năm gần nhất.



Nguồn: VSC , BSC Research.

Dự báo kết quả kinh doanh 2019

BSC dự báo KQKD VSC 2019 với DT và LNST đạt lần lượt 1,695.8 tỷ đồng (+0.1% yoy) và 329.4 tỷ đồng (-7% yoy) tương đương EPS FW cốt lõi đạt 4,561 đồng/cp, P/E FW = 6.9x, P/B FW = 0.85x. Chúng tôi giả định sản lượng hàng hóa thông cảng đạt 1,167,135 TEU (-0.3% yoy) trong đó cảng Vip Green đạt 657,025 TEUs (-0.5% yoy), cảng Xanh duy trì 320 ngàn TEUs, thuê ngoài PTCS và Nam Đình Vũ duy trì 190 ngàn TEUs. Biên lợi nhuận gộp đạt 27.3% giảm -2% do chi phí tăng như chi phí dịch vụ thuê ngoài tăng do phải thuê thêm cảng PTSC và Nam Đình Vũ. Chúng tôi lưu ý việc công ty đi thuê cảng có thể giảm bớt trong các quý sau nếu công ty giải quyết được lượng container tồn đọng làm ùn tắc bãi chính.

Hiện tại, cảng Vip Green đã khai thác vượt công suất và cảng Green nằm trên thượng nguồn sau cầu Bạch Đằng khó cho tàu vào nên chúng tôi cho rằng khó khăn của VSC là không vào nhiều tăng trưởng. Qua đó, VSC đang lên kế hoạch mở rộng thêm 2 cầu cảng ở Lạch Huyện trong tương lai 5-6 năm nữa. Bên cạnh đó, VSC chia cổ tức 2019 sẽ không dưới 20% bằng tiền.

Định Giá

BSC khuyến nghị **Theo Dõi** cổ phiếu VSC với giá mục tiêu là **34,600 đ/cp**, dựa theo 2 phương pháp P/E và EV/EBITDA với P/E mục tiêu là 7.5x (P/E trung bình ngành VN là 8.3x) và EV/EBITDA mục tiêu là 3.6x (EV/EBITDA trung vị ngành VN là 4.8x). Tuy sản lượng hàng hóa tại cảng VSC giảm và các chi phí phát sinh tăng trong Q1/2019, chúng tôi kỳ vọng hoạt động sẽ ổn định lại trong 2H2019. Chúng tôi sẽ cập nhật KQKD Q2/2019 để đánh giá hoạt động của doanh nghiệp có cải thiện lên không.

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	FY 2019E
P/E	34,200	50%	17,100
EV/EBITDA	35,000	50%	17,500
Giá mục tiêu (VND/cp)			VND 34,600

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019
Doanh thu thuần	367	430	448	451	423
LN gộp	109	144	121	122	100
DT tài chính	2	2	3	3	2
CP tài chính	(11)	(9)	(8)	(7)	(6)
Lãi vay	(11)	(9)	(8)	(7)	(6)
CP bán hàng	(4)	(8)	(7)	(6)	(6)
CP QLDN	(14)	(17)	(17)	(16)	(16)
Lãi/lỗ HĐKD	81	112	93	101	74
TN nhập khác (ròng)	0	1	1	(0)	(14)
LN trước thuế	82	113	93	101	61
LN sau thuế	74	103	84	94	51
LN CĐ thiếu số	10	16	11	16	10
LN Cty mẹ	64	87	72	78	40
EPS					
TS ngắn hạn	523	568	562	603	677
Tiền và ĐT ngắn hạn	243	255	242	283	305
Phải thu ngắn hạn	191	216	217	201	232
Tồn kho	18	21	22	21	21
TS ngắn hạn khác	72	76	81	99	119
TS dài hạn	1,969	1,940	1,926	1,886	1,837
Phải thu dài hạn	0	0	0	0	0
TSCĐ	1,261	1,229	1,230	1,189	1,153
TS dở dang dài hạn	5	11	3	8	3
TS dài hạn khác	591	587	581	577	569
Tổng TS	2,492	2,508	2,488	2,489	2,514
Nợ phải trả	709	691	637	545	519
Nợ ngắn hạn	343	281	291	271	294
Vay ngắn hạn	112	27	10	14	10
Nợ dài hạn	366	410	346	273	225
Vay dài hạn	366	410	346	273	225
Vốn chủ sở hữu	1,783	1,817	1,851	1,945	1,995
Vốn góp	501	501	501	501	501
LN chưa phân phối	349	282	305	382	423
Tổng nguồn vốn	2,492	2,508	2,488	2,489	2,514
% yoy DT	0	27%	27%	31%	16%
Biên In gộp	30%	34%	27%	27%	24%
Lãi vay/DTT	3%	2%	2%	2%	1%
CP bán hàng/DTT	1%	2%	2%	1%	2%
CP QLDN/DTT	3.9%	3.9%	3.7%	3.5%	3.7%
Biên In thuần	20.2%	24.0%	18.7%	20.8%	11.9%

DTT VSC Q1/2019 đạt 423 tỷ tăng 15% yoy nhờ lượng tàu vào cảng tăng tuy nhiên do trùng lịch tàu nên VSC phải thu thêm cảng PTSC và Nam Đình Vũ.

Chi phí tài chính giảm còn 6 tỷ (-45% yoy) nhờ VSC giảm vay dài hạn.

Chi phí khác tăng bất thường 13.8 tỷ trong Q1/19 khiến LNTT giảm còn 60.5 tỷ (-25.9% yoy).

LNST đạt 51 tỷ đồng thấp hơn cùng kỳ là 74 tỷ do thuế ước tính đạt 16.5% cao hơn 7% so với cùng kỳ là 9.5%.

Tiền và tương đương tiền đạt 305 tỷ tăng 25% so với cùng kỳ giúp VSC tăng hệ số thanh toán nhanh lên 2.3x (Q1/2018 là 1.5x).

Các nợ dài hạn để xây dựng cảng hiện giảm còn 225 tỷ đồng (-38.5% yoy).

BLNG VSC Q1/2019 giảm còn 24% do VSC thuê thêm cảng tuy nhiên sẽ phục hồi trong các quý sau.

Biên thuần giảm về 11.9% do chi phí khác tăng bất thường 13.8 tỷ trong Q1/19.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

1. Khả năng thanh toán Q1 2018 Q2 2018 Q3 2018 Q4 2018 Q1 2019

Hsố TT ngắn hạn	1.53	2.02	1.93	2.22	2.30
Hsố TT nhanh	1.27	1.68	1.58	1.78	1.83

Khả năng thanh toán tốt với lượng tiền mặt trên nợ ngắn cao.

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.21	0.23	0.23	0.24	0.27
TSDH/ TTS	0.79	0.77	0.77	0.76	0.73
Hsố Nợ/ TTS	0.28	0.28	0.26	0.22	0.21
Hsố Nợ/ VCSH	0.40	0.38	0.34	0.28	0.26
Nợ ngắn hạn / TTS	0.14	0.11	0.12	0.11	0.12
Nợ DH / TTS	0.15	0.16	0.14	0.11	0.09

Hệ số Nợ/VCSH hiện đang giảm còn 26% trong tương lai VSC không có dự án đầu tư lớn nên sẽ trả hết nợ.

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	70.7	60	63	63	60
Vquay phải thu	9.4	9	10	10	9
Vquay phải trả	10.4	11	10	12	11
Số ngày HTK	5.2	6	6	6	6
Số ngày phải thu	38.7	42	36	37	40
Số ngày phải trả	35.1	34	37	30	33
CCC	8.9	14	5	12	13

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	20.2%	24.0%	18.7%	20.8%	11.9%
LNST/VCSH (%)	17.1%	18.9%	19.0%	19.4%	17.5%
LNST/TTS	11.6%	12.7%	13.5%	14.2%	13.2%
LN từ HĐKD/DTT	22.2%	26.1%	20.7%	22.4%	17.5%

Biên ròng giảm nhẹ còn 11.9% so với cùng kỳ là 20.2% . Suy giảm ở biên ròng thấp hơn biên gộp nhờ doanh thu tài chính tăng.

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	1.45	1.47	1.44	1.36	1.32
DT/TTS	0.56	0.59	0.64	0.68	0.70
EBIT/DT	0.26	0.27	0.26	0.25	0.23
EBT/EBIT	0.88	0.89	0.90	0.92	0.92
lãi ròng/LNTT	0.90	0.90	0.90	0.91	0.90

6. Định giá

PE	7.0	7.2	7.3	6.4	6.5
PB	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1
EPS	5,102	5,570	5,746	5,995	5,527
BVPS	30,579	30,818	31,259	32,808	33,613

VSC hiện đang giao dịch quanh 6.5-7x thấp hơn P/E trung bình ngành là 8.6x qua đó chúng tôi đánh giá VSC là cổ phiếu đang rẻ hơn ngành.

7. Tăng trưởng (%)

TTS	4%	1%	-4%	0%	1%
Nợ	12%	14%	11%	14%	12%
DTT	36%	27%	27%	31%	16%
LN gộp	28%	38%	7%	16%	-8%
LNST	53%	48%	16%	27%	-32%
EPS					

VSC_Tích lũy

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: tích lũy trong ngắn hạn và có khả năng bị điều chỉnh trong trung hạn.
- Chỉ báo xu hướng MACD: Vận động tăng, ở dưới đường trung tâm và trên đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: trong vùng mua và đang có xu hướng duy trì vận động trong vùng này.
- Đường MA: Các đường MA tiếp tục xu hướng giảm trừ MA200 tiếp tục tăng.

Nhận định: Cổ phiếu VSC đang vận động trong kênh giá 37.3 – 39.3. Chỉ báo RSI nằm trong vùng mua và đang có xu hướng duy trì vận động trong vùng này cho thấy VSC đang trong trạng thái tích lũy ngắn hạn. Chỉ báo MACD tiếp tục cho thấy vùng giá của VSC sẽ có khả năng hồi phục các phiên tiếp theo. Vận động của tất cả các đường MA tiếp tục hướng xuống trừ MA200 tiếp tục tăng cùng thanh khoản đang có xu hướng giảm. Do vậy VSC sẽ tiếp tục xu hướng tích lũy ngắn hạn và có khả năng bị điều chỉnh trong trung hạn. Ngưỡng kháng cự mạnh của VSC là 45.7 và ngưỡng hỗ trợ tại 35.5. Hiện tại VSC không thích hợp cho việc đầu tư ngắn hạn, nhà đầu tư có thể xem xét khả năng đầu tư ngắn hạn khi VSC vượt MA150 cùng thanh khoản tăng trở lại

Đồ thị kỹ thuật



Nguồn: Amibroker, BSC

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 Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

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

