

Công ty Cổ phần Container Việt Nam(VSC)

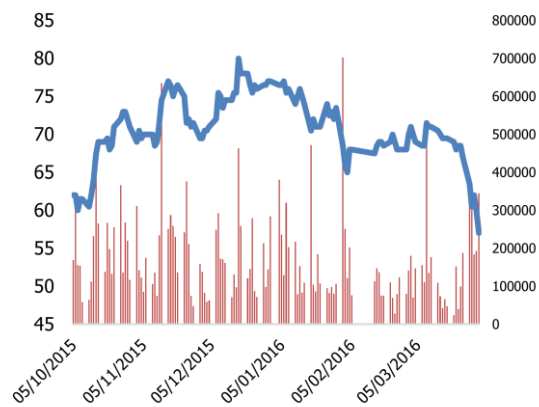
Báo cáo cập nhật 01/04/2016

	MUA
Khuyến nghị	
Giá mục tiêu (VND)	74.400
Tiềm năng tăng giá	35,3%
Giá mục tiêu 2 năm	91.000
Cổ tức (VND)	3.000
Lợi suất cổ tức	5.4%

Thông tin cổ phiếu, ngày 22/12/2015

Giá hiện tại (VND)	57.000
Số lượng CP niêm yết	41.416.042
Số lượng CP lưu hành	41.416.042
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2315
Khoảng giá 52 tuần	39.000 – 80.000
KLGD TB 12 tháng	118.387
% sở hữu nước ngoài	49%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Số lượng được phép sở hữu	20.293.861
Số lượng còn được phép mua	0

Biến động giá trong 12 tháng



Liên hệ

Chuyên viên phân tích cao cấp
Phí Quốc Tuấn

Email: tuan.phiquoc@mbs.com.vn

Tel: +84 943069690

KẾ HOẠCH QUÁ THẬN TRỌNG – MUA MẠNH VÙNG GIÁ 55.000 VND

Tỷ VND	2015	2016F	2017F	2018F
Doanh thu	928	1,231	1,476	1,622
LNST	277	312	416	494
LN CĐ Mẹ	279	280	343	389
EPS (VND)	6.743	6.764	8.277	9.389
BVPS (VND)	30.488	37.252	45.530	54.919
PE	8,2	8,1	6,6	5,9
PB	1,8	1,5	1,2	1,0

Điểm nhấn chính

▪ Kế hoạch kinh doanh của VSC năm 2016

Trong năm 2016, VSC đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng với doanh thu 1.015 tỷ đồng, 9,5% yoy và 210 tỷ LNST, -23,9% yoy. Công ty dự kiến đưa cầu cảng số 2 của Vip Green Port vào hoạt động từ tháng 7-2016 nâng công suất của cảng này lên 600.000 TEUs.

▪ Chúng tôi đánh giá kế hoạch kinh doanh của VSC quá thận trọng

Theo chúng tôi đánh giá, cảng Vip Green có thể đạt lợi nhuận từ 60-70 tỷ đồng ngay trong năm đầu tiên hoạt động với dự kiến sản lượng 350.000 TEUs. Trong khi đó, cảng Green Port mặc dù chịu ảnh hưởng từ cầu Bạch Đằng đang xây, tuy nhiên, với năng lực lâu năm của mình và lượng hàng chuyển cảng lớn (khoảng 200.00 TEUs), chúng tôi cho rằng sẽ không khó khăn để VSC đạt sản lượng cao. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của VSC trong năm 2016 đạt 312 tỷ đồng, và lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ đạt 280 tỷ đồng, tương đương năm 2015.

▪ VSC dự kiến chuyển đổi 4 công ty con (100% vốn) thành công ty cổ phần và giảm sở hữu xuống tối thiểu còn 65%.

Công ty dự kiến chuyển đổi 4 công ty bao gồm: Công ty TNHH Một thành viên Vận Tải Biển Ngôi Sao Xanh, Công ty TNHH Bến Xanh, Trung Tâm Logistics Xanh (Green Logistics) và Green Port. Tờ trình đưa ra chỉ được 53% số phiếu đồng ý, tuy nhiên vẫn được tuyên bố thông qua tại đại hội. Trong khi đó, theo điều lệ mới, phải được ít nhất 65% cổ đông thông qua. Trong năm 2016, nếu VSC giảm sở hữu tại Công ty TNHH Vận tải biển Ngôi Sao Xanh và TNHH Bến Xanh, lợi nhuận của VSC dự kiến giảm khoảng 10 tỷ đồng. Tuy nhiên, phần này có thể được bù đắp do lợi nhuận từ chuyển nhượng số cổ phần này.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá mục tiêu của cổ phiếu VSC trong năm 2016 là **74.400 VND**, cao hơn 35,3% giá hiện tại dựa trên ước tính forward EPS cho năm 2016 là 6.764 VND và mức PE 11,0x. Mức giá mục tiêu hai năm chúng tôi đưa ra là **91.051 VND** với forward EPS năm 2017 là 8.277 VND.

Hiện tại VSC đang được giao dịch với mức Forward PE là 8,1 lần, tương đối rẻ so với các công ty cảng cùng ngành với trung bình là 10,63 lần.

RỦI RO ĐẦU TƯ CHÍNH

▪ Rủi ro chính trị từ Trung Quốc

Trung Quốc hiện tại là bạn hàng lớn nhất của Việt Nam. Các cảng trong khu vực Hải Phòng nói chung và VSC nói riêng đều hưởng lợi trực tiếp từ giao thương với Trung Quốc. Trong trường hợp có xảy ra tranh chấp chính trị, sản lượng hàng qua cảng VSC có thể bị ảnh hưởng trong ngắn hạn.

Kế hoạch kinh doanh thận trọng

Đơn vị: Tỷ VND	2015	2016F	Tăng trưởng
Doanh thu	927	1,015	9,5%
LN trước thuế	346	262	-24,3%
LN sau thuế	279	210	-23,9%

Nguồn : VSC

Trong năm 2016, VSC đặt kế hoạch kinh doanh rất thận trọng với doanh thu 1015 tỷ, tăng 9.5%, LNST đạt 210 tỷ, giảm gần 24%. Về mặt sản lượng, sản lượng bốc xếp cảng tăng 65,7%, tương đương 580.000 TEUs do cảng mới Vip Green Port đi vào hoạt động.

Sản lượng (TEUS)	2014	2015	Tăng trưởng
Bốc xếp cảng	350.000	580.000	65,7%
Bốc xếp Depot	391.000	400.000	2,3%
CFS	17.000	17.500	2,9%

Nguồn : VSC

Việc đặt ra kế hoạch kinh doanh thận trọng được chủ tịch HĐQT lý giải như sau:

- Cầu Bạch Đằng sẽ là mối nguy hại cho Green Port và các cảng nằm trong sông Cấm.
- Dự kiến cảng Vip Green sẽ bị lỗi trong năm 2016, thậm chí năm 2017 , 2018.

Kế hoạch đầu tư:

- Hoàn thiện cầu cảng số 2 của cảng Vip Green Port, với chi phí còn lại khoảng 445 tỷ VND. Dự kiến cầu cảng số 2 này sẽ đi vào hoạt động vào tháng 7/2016.
- Tìm kiếm đất để đầu tư xây dựng bãi mới khai thác container, diện tích 10 ha cho công ty TNHH MTV Bến Xanh (Green Depot) - công ty con của VSC, với chi phí đầu tư dự kiến 160 tỷ đồng.
- Tìm kiếm đất cho dự án đầu tư xây dựng Trung tâm Logistic, diện tích 10ha cho công ty TNHH MTV Vinconship Việt Nam (TP Hồ Chí Minh) - công ty con của VSC, với chi phí đầu tư dự kiến 120 tỷ đồng.

Chúng tôi đánh giá kế hoạch kinh doanh này của VSC là quá thận trọng

Về dự án cảng Vip – Green, VSC đang sở hữu 50,8% của cảng Vip – Green. Trước đây , VSC sở hữu 65% của Vip Green, tuy nhiên, VSC đã phát hành thêm 125 tỷ cho đối tác Evergreen để tăng vốn điều lệ và giảm sở hữu của mình xuống còn 50,8%. Dự án với tổng mức đầu tư gần 1300 tỷ với cơ cấu 700 tỷ nợ vay và 575 tỷ VCSH. Cảng có vị trí thuận lợi nằm ngay ở đầu khu bán Đảo Đình Vũ, có thể đón các tàu đi từ luồng vào thuận tiện.

Cầu cảng thứ nhất mới đi vào hoạt động từ tháng 12/2015. Dự kiến cầu cảng thứ hai sẽ đi vào hoạt động vào tháng 7/2016 với tổng công suất 600.000 TEUs. VSC dự kiến sản lượng năm 2016 là 350.000 TEUs.

Với chi phí khấu hao trong năm 2016 vào khoảng 82 tỷ đồng và chi phí lãi vay trong năm 2016 vào khoảng 45 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính lợi nhuận từ cảng Vip Green ước tính là khoảng từ 60-70 tỷ trong năm 2016 với sản lượng 350.000 TEUs.

Điểm hòa vốn của nhóm cảng này ước tính vào khoảng 250.000 TEUs. Vì vậy, việc ghi nhận lỗ trong 1-2 năm theo chúng tôi là khó xảy ra.

Một so sánh tương tự với Vip Green là cảng Nam Hải Đình Vũ của Gemadept với các thông số cảng tương tự. Thực tế cảng khánh thành từ tháng 6 năm 2014, với chỉ hơn 6 tháng hoạt động cũng đã đạt sản lượng 280.000 TEUs. Cảng Nam Hải Đình Vũ đã có lợi nhuận ngay năm đầu tiên hoạt động.

	Nam Hải Đình Vũ	Vip Green Port
Thời gian hoạt động	Tháng 6/2014	Năm 2016
Tổng mức đầu tư (Tỷ VND)	1.200	1.300
Số cầu bến	2	2
Độ sâu (m)	-11,2 m	-11,2 m
Tàu trọng tải tối đa (DWT)	30.000	30.000
Công suất (TEU)	600.000	600.000
Sản lượng trong năm (TEU)	280.000	350.000

Nguồn : MBS Research tổng hợp

Vì vậy chúng tôi đánh giá cao khả năng cảng Vip Green có thể đạt lợi nhuận tương đối tốt năm 2016.

Tuy nhiên, với lịch tàu thưa trong Quý 1 và Quý 2 năm 2016 cộng với việc cầu cảng hai chưa hoạt động, lợi nhuận từ cảng Vip – Green có thể ghi nhận lỗ trong hai quý đầu năm trước khi ghi nhận lãi trở lại vào Quý 4 khi lịch tàu dày hơn.

Do ảnh hưởng từ cảng Vip Green Port, Dự kiến Quý 1, lợi nhuận sau thuế của VSC sẽ giảm khoảng 20%. Đến Quý 2, chúng tôi ước tính LNST giảm khoảng 10%.

Các giả định với mức sản lượng và lợi nhuận của Vip Green Port trong năm 2016 như sau:

Sản lượng (TEUS)	Lợi nhuận Vip – Green (Tỷ VND)
200.000	-17,0
250.000	10,3
300.000	37,8
350.000	65,3
400.000	92,8

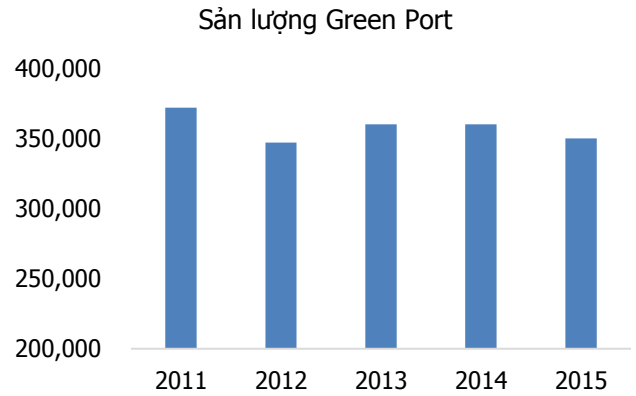
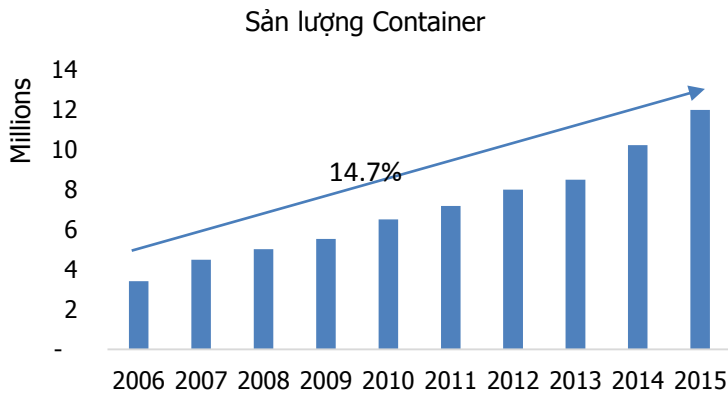
Nguồn: MBS Research

Cầu Bạch Đằng sẽ làm ảnh hưởng đến cảng Green Port:

Việc khởi công cây cầu Bạch Đằng nối Hải Phòng và Quảng Ninh khiến các tàu ngại đi vào các cảng phía trong (Greenport hay còn gọi là cảng Viconship nằm sâu trong khu vực sông Cấm sau Cảng Hải An, Cảng 128 và Cảng Chùa Vẽ). Cây cầu này đã chính thức khởi công vào đầu năm 2016 với tiến độ tại đầu cầu Quảng Ninh đang được triển khai rất nhanh và dự kiến hoàn thành trong vòng 2 năm.

Việc lo ngại về cầu Bạch Đằng là có cơ sở , tuy nhiên, theo chúng tôi, sản lượng tại Green Port của VSC trong năm tới sẽ chỉ giảm nhẹ bởi:

- Năng lực của VSC tại cụm cảng Hải Phòng thuộc hàng đầu với mối quan hệ tốt với hãng tàu. Mặc dù cảng Green Port nằm sâu bên trong sông Cấm , tuy nhiên công suất của cảng cũng đã đạt tối đa từ 5 năm trước cho thấy năng lực của VSC.
- Nhu cầu tại khu vực Hải Phòng tăng trưởng 15%-20% /năm. Công suất của các nhóm cảng khu vực Đình Vũ cũng chỉ có thể đáp ứng được 60% nhu cầu hiện tại. Nhiều cảng như Đình Vũ, Nam Hải Đình Vũ cũng đã gần đạt công suất cực đại. Vì vậy, việc nhóm cảng phía trong Sông Cấm vẫn có thể giữ được sản lượng của mình.
- Cần phải lưu ý là VSC có lượng hàng chuyển cảng lớn sang các cảng khác do Green Port đã đạt đầy công suất. Trong năm 2015, công ty đã chuyển khoảng 200.000 TEUs sang cảng khác. Phần sản lượng chuyển cảng này sẽ được chuyển về VSC trong năm 2016. Chúng tôi cho rằng, với phần sản lượng này, không khó để VSC có thể lấp đầy được công suất cảng.



Hệ thống các cảng biển của VSC



	Cảng Green Port	Cảng Vip Green
Công suất	350.000	600.000
Chiều dài bến (m)	371	375
Số cầu cảng	2 cầu cảng + 1 bến xà lan	2 cầu cảng
Tàu lớn nhất (DWT)	15.000	30.000
Diện tích	15 ha	15 ha

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Chuyển đổi thành công ty Cổ phần và giảm sở hữu công ty con

Trong đại hội, VSC trình phương án chuyển đổi cổ phần các công ty thành viên. Sau đó, VSC nắm giữ tối thiểu 65% vốn điều lệ, số còn lại bán cho người lao động trong các đơn vị. Các công ty dự kiến chuyển đổi bao gồm: Công ty TNHH Một thành viên Vận Tải Biển Ngôi Sao Xanh (Dự kiến Quý II-2016), Công ty TNHH Bến Xanh (Dự kiến cuối năm 2016), Trung Tâm Logistics Xanh (Green Logistics) và Green Port (năm 2017).

Tại đại hội chỉ 54% cổ đông tán thành phương án cổ phần hóa của công ty và vẫn được kết luận tờ trình được ĐHCĐ phê duyệt. Tuy nhiên, theo Điều lệ chưa sửa đổi, một tờ trình được thông qua khi có tỷ lệ tán thành từ 65% trở lên nên kế hoạch này được triển khai hay không vẫn là một dấu hỏi.

Kết quả kinh doanh của các cảng dự kiến được cổ phần hóa như sau:

Đơn vị: Tỷ VND	Vốn điều lệ	Lợi nhuận năm 2015
TNHH Vận Tải Biển Ngôi Sao Xanh	15	10,48
TNHH Bến Xanh	25	14,11
Trung Tâm Logistics Xanh	90	30,46

Nguồn: VSC

Như vậy, với giả định cổ phần hóa hai doanh nghiệp trong năm 2016, lợi nhuận của VSC có thể giảm khoảng 10 tỷ. Tuy nhiên, phần lợi nhuận này có thể bù đắp bởi lợi nhuận từ bán cổ phần.

MÔ HÌNH LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ

Mô hình lợi nhuận

Các giả định chính như sau

- Cầu cảng số 2 sẽ đi vào hoạt động từ tháng 7 – 2016 như dự kiến.
- Sản lượng container của GreenPort giảm nhẹ trong khi cảng Vip-Green đạt 350.000 TEUS năm 2016 và 550.000 TEU năm 2017
- Sản lượng chuyển cảng bạn sẽ được chuyển về hai cảng Vip Green và Green Port.
- Sản lượng depot thông qua dự báo tăng trưởng 15% trong hai năm 2016 và 2017 và 10% trong những năm tiếp theo
- Kho CFS tăng trưởng sản lượng 10% /năm.
- Biên lợi nhuận EBITDA của cảng Vip – Green vào khoảng 55%
- Mức thuế suất của VGP là 0% trong 4 năm và 5% trong 10 năm tiếp theo (công ty được ưu đãi về thuế) và mức thuế thực cho các hoạt động khác của công ty trung bình là 20%
- Lãi suất vay là 7,8%.
- Tài sản được khấu hao theo phương pháp đường thẳng
- Tỷ lệ cổ tức duy trì ở mức 30%

Tỷ VND	2015	2016F	2017F	2018F
Doanh thu	928	1.231	1.476	1.622
EBITDA	392	545	673	746
Khấu hao	(71)	(159)	(176)	(177)
EBIT	321	386	497	569
Chi phí tài chính	(2)	(46)	(55)	(46)
Thu nhập tài chính	14	15	21	28
Lợi nhuận từ công ty liên kết	10	10	12	12
Thu nhập khác	2	1	-	-
LNTT	346	366	475	564
Thuế	(69)	(54)	(58)	(70)
LNST	277	312	416	494
Lợi ích CĐ Thiếu số	(3)	32	73	105
Lợi nhuận CĐ Mẹ	279	280	343	389
EPS (VND)	6.743	6.764	8.277	9.389

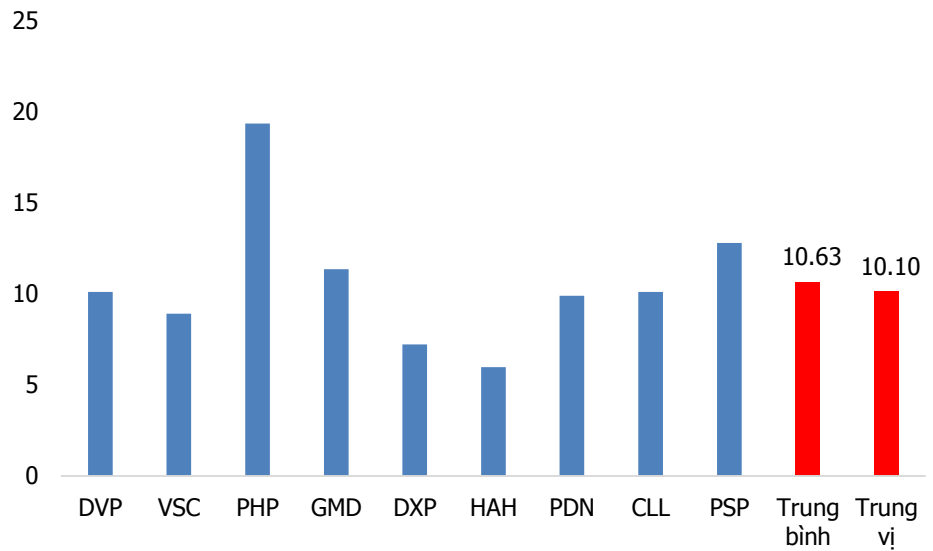
Nguồn: MBS Research

Định giá:

Chúng tôi sử dụng phương pháp PE để định giá cổ phiếu VSC. Hiện tại các công ty trong ngành đang được giao dịch với mức PE trung bình là 10,63 lần, trung vị 10,1 lần.

Tuy nhiên, với việc đưa cảng Vip Green đi vào hoạt động, VSC có vị thế mới trong ngành và tiềm năng tăng trưởng cao. Vì vậy, chúng tôi sử dụng mức PE là 11 lần đối với cổ phiếu VSC.

Với mức forward EPS năm 2016 là 6.764 VND, mức giá cổ phiếu VSC có thể đạt **74.406 VND/cổ phiếu**. Tuy nhiên, với triển vọng tốt hơn từ năm 2017, chúng tôi xác định mức định giá cổ phiếu VSC là **91.051 VND** cho năm 2017.



Nguồn: Cafef

PHỤ LỤC

Kết quả kinh doanh (Tỷ VND)	2013	2014	2015
Doanh thu thuần	792	891	928
Giá vốn	489	579	557
Lợi nhuận gộp	303	312	371
Thu nhập tài chính	16	16	14
Chi phí tài chính	(4)	(8)	2
Chi phí bán hàng	3	3	8
Chi phí QLDN	31	45	41
Lợi nhuận từ HĐKD	288	288	334
Lợi nhuận khác	2	1	2
Lợi nhuận từ công ty liên kết	13	13	10
Lợi nhuận trước thuế	304	302	346
Lợi nhuận sau thuế	240	248	277
Lợi nhuận cho cổ đông mẹ	240	248	279
Earnings per share (VND)	8.394	7.182	6.743

Cân đối kế toán (Tỷ VND)	2013	2014	2015
Tài sản ngắn hạn	493	480	586
Tiền & tương đương tiền	282	216	332
Đầu tư ngắn hạn	61	52	79
Khoản phải thu	121	154	93
Hàng tồn kho	10	7	10
Tài sản ngắn hạn khác	19	51	72
Tài sản dài hạn	639	1.015	1.638
Tài sản cố định	457	421	1,042
BDS Đầu tư			
Đầu tư dài hạn	42	100	109
Tổng tài sản	1.133	1.495	2.224
Tổng nợ phải trả	249	279	793
Tổng nợ ngắn hạn	239	270	375
Tổng nợ dài hạn	10	10	418
Vốn chủ sở hữu	884	1.058	1.263
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	158	168
Tổng nguồn vốn	1.133	1.495	2.224

(Nguồn: MBS Research)

Liên hệ

Research: Phí Quốc Tuấn

Email: tuan.phiquoc@mbs.com.vn

Tel: +84 943069690

Institutional Sales: Trương Hoa Minh

Email: minh.truonghoa@mbs.com.vn

Tel: +84 938 207 357

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng **Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại**

MUA >=20%

KHẢ QUAN Từ 10% đến 20%

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG Từ -10% đến +10%

KÉM KHẢ QUAN Từ -10% đến - 20%

BÁN <= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.