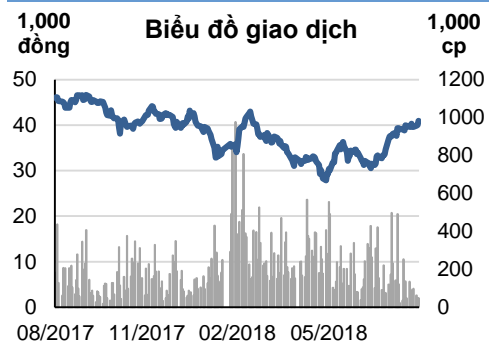


**VSC (HOSE) CTCP Tập đoàn Container Việt Nam – Thời kỳ tăng tốc**

**Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG**

**Logistics – Cảng biển**

<b>Giá thị trường (VND):</b>	<b>40,950</b>
<b>Giá mục tiêu (VND) :</b>	<b>51,000</b>
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:</i>	24.5%
<i>Suất sinh lợi cổ tức:</i>	5.6%
<b>Suất sinh lợi bình quân năm:</b>	<b>30%</b>



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	YTD	1T	3T	12T
<b>Tuyệt đối</b>	0%	10%	40%	-11%
<b>Tương đối</b>	0%	10%	40%	-11%

*Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex*

**Thống kê 29/08/2018**

<b>Thấp/Cao 52 tuần (VND)</b>	27.9k-46.6k
<b>SL lưu hành (triệu cp)</b>	50
<b>Vốn hóa (tỷ đồng)</b>	2,050
<b>Vốn hóa (triệu USD)</b>	88
<b>% khối ngoại sở hữu</b>	37%
<b>SL cp tự do (triệu cp)</b>	44
<b>KLGD TB 3 tháng (cp)</b>	146,834
<b>VND/USD</b>	23,288
<b>Index: VNIndex / HNX</b>	988/112

*Nguồn: Bloomberg*

**Cơ cấu sở hữu 29/08/2018**

Franklin Resources Inc. và các quỹ liên quan	12.55%
KWE Beteiligungen AG	10.01%
Vietnam Holding Limited	4.87%
DC và các quỹ liên quan	3.90%

*Nguồn: Stoxplus*

**Võ Hoàng Bảo**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1460  
bao.vh@kisvn.vn  
www.kisvn.vn

**Quan điểm đầu tư:**

- Ngành vận tải biển đang hồi phục với xu hướng container hóa và gia tăng sử dụng tàu tải trọng lớn, đây là cơ hội cho các cảng biển container và cảng nước sâu như VIP Green.
- Sản lượng hàng qua cảng Việt Nam dự kiến tăng trưởng 10-13%/năm với tăng trưởng từ hoạt động xuất/nhập khẩu FTA và khu vực FDI
- Hải Phòng đang là một cửa ngõ cảng biển quan trọng của Việt Nam, đóng góp 20% tổng sản lượng hàng qua cảng của Việt Nam trong 6T.2018.
- Tổng sản lượng hàng qua 2 cảng của VSC đạt 487k TEU (+37%n/n) trong 6T.2018, trong đó cảng VIP Green tăng trưởng 46% so với cùng kỳ.
- Bãi container và trung tâm logistics tại KCN Đình Vũ (GIC) gia tăng công suất cho cảng VIP Green (VGR-UpCOM) lên 800 ngàn TEUs/năm, hỗ trợ khả năng tăng trưởng trong những năm tiếp theo.
- VIP Green đang được hỗ trợ bởi hãng tàu Evergreen, hiện đang nắm giữ 21.7%cp của cảng này và đã được chấp thuận nâng tỷ lệ sở hữu lên 26.7% trong 2018.
- Áp lực giảm giá phí dịch vụ cảng từ các cảng thượng nguồn không còn đáng kể từ 2018.
- Khía cạnh tài chính của VSC cũng được cải thiện đáng kể nhờ vào tăng trưởng mạnh của VIP Green.
- Mức định giá hấp dẫn. P/E forward 2018: 7.8x.

**Rủi ro:**

- Sản lượng hàng hóa của cảng Green dự kiến tiếp tục suy giảm trong tương lai như các cảng thượng nguồn.
- Hải Phòng đã bắt đầu thu phí hạ tầng cảng biển từ 2018.

**Khuyến nghị:**

Kỳ vọng của chúng tôi đối với tình hình VSC từ 2018 trở đi vẫn duy trì tích cực. Chúng tôi định giá cổ phiếu VSC ở mức **51,000 đồng/cp** vào cuối 2019. Tổng mức sinh lợi kỳ vọng đạt **30%**. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu VSC.

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018F	2019F
DT Thuần (tỷ đồng)	928	1,082	1,303	1,546	1,626
<i>Tăng trưởng (%)</i>	4%	17%	20%	19%	5%
LN hoạt động (tỷ đồng)	321	331	332	441	483
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	35%	31%	25%	29%	30%
LNST (tỷ đồng)	277	262	264	368	412
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	30%	24%	20%	24%	25%
SLCP lưu hành (triệu cp)	41.4	45.6	50.1	50.1	50.1
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4,960	4,463	4,214	5,893	6,553
<i>Tăng trưởng (%)</i>	12%	-10%	-6%	40%	11%
ROE (%)	24%	19%	17%	21%	21%
Nợ ròng/VCSH (%)	1%	18%	15%	-13%	-32%
PE (x)	8.07	8.96	9.49	6.95	6.25
PB (x)	1.31	1.35	1.36	1.23	1.09
EV/EBITDA (x)	5.32	4.82	4.73	2.80	1.93
Cổ tức (VND)	1,500	2,000	2,000	2,000	2,200
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	3.1%	4.5%	5.0%	4.9%	5.4%

## Kết quả kinh doanh 6 tháng ấn tượng

### Tăng trưởng mạnh về sản lượng

Trong nửa đầu 2018, Hải Phòng tiếp tục là cửa ngõ cảng biển quan trọng với Việt Nam với tổng sản lượng đạt 50.8 triệu tấn (+17.5%/n/n), đóng góp 20% tổng sản lượng hàng qua cảng của Việt Nam.

Trong đó, theo quan sát của chúng tôi, sản lượng hàng qua hai cảng của VSC đạt 163k TEUs tại cảng Green (+21%/n/n) và 324k TEUs tại cảng VIP Green (+46%/n/n). Tổng sản lượng hàng qua cảng của VSC đạt gần 487k TEUs, đạt mức tăng trưởng ấn tượng +37%/n/n.

	Lượt tàu		Sản lượng hàng hóa (TEU)	
	6T.2017	6T.2018	6T.2017	6T.2018
Cảng Green	139	171	134,427	162,919
<i>Tăng trưởng (%n/n)</i>		23%		21%
Cảng VIP-Green	172	249	222,085	324,061
<i>Tăng trưởng (%n/n)</i>		45%		46%
<b>Tổng VSC</b>	<b>311</b>	<b>420</b>	<b>356,512</b>	<b>486,981</b>
<i>Tăng trưởng (%n/n)</i>		<b>35%</b>		<b>37%</b>

*Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, KISVN ước tính*

### Sự hồi phục ấn tượng của kết quả kinh doanh

Bên cạnh tăng trưởng về sản lượng, giá phí dịch vụ trung bình tại cảng VIP Green cũng đã tăng 2%/n/n nhưng lại tiếp tục giảm tại cảng Green (-7%/n/n) tương tự như tình hình các cảng thượng nguồn khác. Ngoài ra, sau khi hoạt động tại mức 70% công suất ban đầu (500k TEUs/năm), công suất hiện tại của cảng GIP Green hiện ước tính đã vượt mức 100%, thúc đẩy khả năng sinh lời của cảng này và cả VSC.

Nói chung, KQKD 6T.2018 của VSC đã đạt mức tăng trưởng ấn tượng ở cả doanh thu và lợi nhuận: doanh thu thuần và LNST đạt lần lượt 796 tỷ đồng (+31%/n/n) và 177 tỷ đồng (+50%/n/n). Trong đó, cảng VIP Green (VGR-UpCOM) đạt mức doanh thu và LNST lần lượt tại 357 tỷ đồng (+49%/n/n) và 77 tỷ đồng (+112%/n/n).

Đơn vị: tỷ đồng	6T.2018	6T.2017	Tăng trưởng (%)
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>796</b>	<b>607</b>	<b>31%</b>
<i>Khai thác cảng</i>	508	394	29%
<i>Dịch vụ Logistics khác</i>	288	213	35%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>253</b>	<b>190</b>	<b>34%</b>
<i>BLN Gộp (%)</i>	32%	31%	1%
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	210	154	36%
<i>BLN hoạt động (%)</i>	26%	25%	1%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>194</b>	<b>135</b>	<b>44%</b>
<b>LNST</b>	<b>177</b>	<b>118</b>	<b>50%</b>
<i>BLN ròng</i>	22%	19%	3%

*Nguồn: VSC*

## Dự phóng cho nửa cuối 2018 và 2019

### Tăng trưởng đã được báo trước về sản lượng

Nhìn chung, tổng sản lượng hàng hóa qua cảng Việt Nam được kỳ vọng có mức tăng trưởng trung bình 10-13% trong 2018 và 2019 với 2 động lực chính:

- *Xu hướng hồi phục trong vận tải biển quốc tế:* Theo báo cáo *2018 Midyear Outlook* của Bloomberg Intelligent, ngành vận tải container biển quốc tế sẽ có “vùng nước lặng” trong 2018 và 2019 với sự hồi phục mang tính chu kỳ của nhu cầu vận tải container. Ngoài ra, các hãng tàu lớn của thế giới tiếp tục sử dụng chiến lược cắt giảm chi phí đơn vị (unit-cost) bằng việc sử dụng các tàu lớn và siêu lớn (large and ultra-large). Xu hướng này đem đến cơ hội cho các cảng biển Việt Nam có cơ sở vật chất đủ để phục vụ tàu container tải trọng lớn.
- *Từ các hiệp định FTA và khu vực FDI:* các hiệp định FTA gần đây và khu vực FDI đang đóng vai trò quan trọng trong tăng trưởng mạnh mẽ của hoạt động xuất nhập khẩu Việt Nam trong những năm gần đây. Trong 2018 và 2019, bên cạnh các hiệp định FTA đã có hiệu lực, các hiệp định mới như VKFTA, FTA VN-EAEU, CPTPP hoặc RCEP, ... được kỳ vọng sẽ thúc đẩy hoạt động thương mại giữa Việt Nam và các nước, khu vực, giảm thiểu tác động của chiến tranh thương mại Mỹ-Trung đến Việt Nam bằng việc cải thiện liên kết với các nước ngoài Mỹ.
- *Xu hướng container hóa:* Do các hãng tàu vận tải thế giới đang chuyển sang sử dụng các tàu container tải trọng lớn, các hãng tàu nhỏ hơn hoạt động trong các tuyến nội địa và quốc tế của Việt Nam cũng đang dần chuyển sang sử dụng tàu container. Trong 2017, sản lượng container qua cảng Việt Nam đã tăng 15%/n, chiếm 30% tổng sản lượng hàng qua cảng. Trong 6T.2018, sản lượng container đã đạt 8.7 triệu TEU (+27%/n).



Mặt khác, với vị trí chiến lược giữa các KCN và dự án FDI trọng điểm, Hải Phòng sẽ tiếp tục đóng vai trò là cửa ngõ quan trọng của Việt Nam trong vận tải biển. Trong 6T.2018, Hải Phòng đóng góp gần 20% tổng sản lượng hàng qua cảng của Việt Nam (con số này trong 2017 là 17%) và đạt mức tăng trưởng 17.5% so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng qua cảng của Hải Phòng sẽ tiếp tục có mức tăng trưởng 15-17%/năm trong năm 2018 và 2019. Trong đó, tăng trưởng của sản lượng container có thể đạt trên 20%.

Tính đến nay, KQKD của VSC khá tương đồng với kỳ vọng của chúng tôi. Với việc cầu Bạch Đằng đã gần như hoàn tất, các cảng thượng nguồn sông Cẩm không thể cạnh tranh với cảng hạ nguồn về việc phục vụ các tàu container lớn hơn 10,000 DWT. Do đó, tình hình suy giảm sản lượng hàng hóa qua cảng thượng nguồn sẽ tiếp tục diễn ra trong những năm tiếp theo. Tuy nhiên, tương lai của cảng Green sẽ có chút khác biệt khi cảng này được sử dụng như một cảng phụ cho cảng VIP Green hờ hạ nguồn nhằm cung cấp dịch vụ cho các tàu nhỏ hoạt động trên tuyến nội địa và dịch vụ vận chuyển bằng xà lan. Điều này có thể đảm bảo duy trì hoạt động của cảng Green nhưng giá dịch vụ và khả năng sinh lợi của cảng này sẽ thấp hơn trước.

Bên cạnh đó, với địa thế tốt, cảng VIP-Green tiếp tục nhận được lượng hàng dịch chuyển từ các cảng thượng nguồn, đồng thời đón nhận tăng trưởng tự nhiên của sản lượng hàng hóa của khu vực này. Ngoài ra, hãng tàu Evergreen – một trong những hãng tàu vận tải lớn nhất đang hoạt động trên tuyến intra-Asia – đang sở hữu 21.74% cổ phần của VIP-Green (VGR). Trong ĐHCĐ 2018, VSC đã đồng ý chuyển nhượng 5% cổ phần tại VGR (43.86 triệu cổ phiếu) cho Evergreen. Giao dịch này được kỳ vọng sẽ diễn ra trong nửa cuối 2018. Do đó, VGR có được sự hỗ trợ đáng kể từ Evergreen để đảm bảo cho sự phát triển trong tương lai.

Giai đoạn 1 của trung tâm logistics GIC của VSC tại KCN Đình Vũ với một kho bãi container có thể hỗ trợ thúc đẩy thời gian xử lý hàng hóa của VIP Green và gia tăng đáng kể công suất tối đa của VIP-Green lên 800k TEU từ 2018. Do đó, VGR có đủ khả năng đáp ứng tăng trưởng trong 5 năm tiếp theo.

### Áp lực cạnh tranh không đáng kể

Như đã đề cập ở trên, các cảng thượng nguồn đã không thể phục vụ tàu trên 10,000 DWT do cầu Bạch Đằng. Đồng thời, trong tháng 1/2018, Cục hàng hải Việt Nam đã đưa ra văn bản số 19/CHHVN-VTDVHH quy định biên độ giá phí dịch vụ cảng biển tại Hải Phòng. Quy định này không cho phép các cảng thượng nguồn tiếp tục giảm giá để cạnh tranh từ 2018 trở đi. Giá phí dịch vụ bốc dỡ tại cảng ở Hải Phòng được quy định như sau:

VND/container	Giá phí dịch vụ bốc dỡ	
	Sàn	Trần
<b>Hàng nội địa</b>	350,000	500,000
<b>Hàng quốc tế</b> (Không áp dụng cho cảng quốc tế Lạch Huyện)	683,000	1,206,000
<b>Hàng quốc tế</b> (Áp dụng cho cảng quốc tế Lạch Huyện)	1,046,500	1,365,000
<b>Hàng quá cảnh</b> (Không áp dụng cho cảng quốc tế Lạch Huyện)	523,000	865,000
<b>Hàng quá cảnh</b> (Áp dụng cho cảng quốc tế Lạch Huyện)	773,500	1,024,000

*Nguồn: Văn bản số 14714/BGTVT-VT and Quyết định số 3863/QĐ-BGTVT của Bộ GTVT.*

*\*Giá phí trong bảng là loại phí dịch vụ bốc dỡ từ tàu vào bãi cho tàu container 20 feet có hàng.*

Mặt khác, có thể thấy trong bảng dưới đây, cung công suất của các cảng hạ nguồn sẽ gia tăng mạnh từ 2018 với 300k TEU của VIP-Green, 500k TEU của cảng Đình Vũ (của GMD) và đặc biệt là 1.1 triệu TEU của cảng quốc tế Lạch Huyện (HITC) giai đoạn 1. Điều này có thể gia tăng cạnh tranh giữa các cảng hạ nguồn về dài hạn. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro từ việc dư cung tại khu vực này không đáng kể cho đến ít nhất 2020 do:

- (1) Phân khúc thị trường của HITC là các tàu mẹ tải trọng lớn (>50,000DWT) hoạt động trên các tuyến khu vực, khác với phân khúc của các cảng hạ nguồn (các tàu feeder dưới 40k DWT hoạt động ở các tuyến nội địa và tuyến quốc tế ngắn). Theo quy định, HITC cũng có mức phí dịch vụ trần/sàn cao hơn so với cảng hạ nguồn. Hơn nữa, hạ tầng giao thông đường bộ vẫn đang bị giới hạn với chỉ duy nhất cây cầu Tân Vũ – Lạch Huyện kết nối khu vực của HITC với Hải Phòng, với phí đường bộ 20USD/TEU cho hãng vận tải và cũng đang gặp vấn đề tắc đường. Do đó, việc sử dụng dịch vụ tại HITC không phù hợp với các hãng tàu nhỏ, tàu feeder.
- (2) Phí dịch vụ trung bình thực tế của HITC nhìn chung cũng sẽ cao hơn so với các cảng hạ nguồn do chi phí đầu tư (trên mỗi TEU công suất) cao hơn, phí cầu đường qua cầu Tân Vũ Lạch Huyện và khoảng cách vận chuyển dài hơn từ các KCN trong khu vực.
- (3) Ngoài ra, nếu HITC có thể thu hút các tàu mẹ như dự kiến, với các hạn chế về hạ tầng giao thông thì các cảng hạ nguồn sẽ có cơ hội cung cấp dịch vụ hạ tải bằng feeder, xả lan từ HITC về các KCN Hải Phòng (thông qua các cảng hạ nguồn).





- (4) Theo như quan sát của chúng tôi, hoạt động của HITC vẫn khá trầm lắng khi khá nhiều hạng mục vẫn đang trong quá trình thi công. Sau buổi lễ khánh thành vào tháng 5/2018, HITC chỉ phục vụ 2 lượt tàu/tuần và cỡ tàu trung bình cập bến HITC là khoảng 33k DWT. Do đó, công suất HITC dự kiến chỉ đạt 150k TEU trong năm nay và có thể nâng lên 800k TEU trong 2019, 1.1 triệu TEU trong 2020. Nếu HITC có thể lấp đầy công suất 2019 thì cũng chỉ mới chiếm 10% tổng sản lượng hàng hóa qua cảng của Hải Phòng, khá khiêm tốn với dự án lớn.
- (5) Từ các ước tính chúng tôi, tổng sản lượng hàng hóa qua cảng của Hải Phòng có thể đạt mức 105.8 triệu tấn (+15%/n/n) trong 2018. Trong đó, các cảng hạ nguồn có thể phục vụ 47% sản lượng và đang hoạt động vượt công suất thiết kế. Mặc dù có thêm công suất từ cảng lớn như HITC, khu vực hạ nguồn cũng chỉ mới đáp ứng 50% lượng hàng qua cảng của Hải Phòng trong 2020 nhờ vào tăng trưởng tự nhiên, chưa kể đến lượng hàng hóa chuyển dời từ thượng nguồn

Đơn vị: '000 TEU	Công ty vận hành	Công suất thực tế 2017 (%)	Công suất thiết kế 2017	Công suất thiết kế 2018	Công suất thiết kế 2019	Công suất thiết kế 2020
VIP-Green	VSC	95%	500	800	800	800
Nam Hải Đình Vũ	GMD	131%	500	500	500	500
Nam Đình Vũ	GMD		0	500	500	1,000
Tân Vũ	PHP	96%	1,000	1,000	1,000	1,000
Đình Vũ	DVP/PHP	110%	600	600	600	600
HITC (Giai đoạn 1)	Tân Cảng		0	150	800	1,100
<b>Tổng công suất thiết kế các cảng hạ nguồn ('000 TEUs)</b>			<b>2,600</b>	<b>3,550</b>	<b>4,200</b>	<b>5,000</b>
<b>Tổng công suất thiết kế các cảng hạ nguồn (tính theo triệu tấn)</b>			<b>36.4</b>	<b>49.7</b>	<b>58.8</b>	<b>70.0</b>
<b>Sản lượng hàng hóa qua cảng Hải Phòng (triệu tấn)</b>			<b>92.0</b>	<b>105.8</b>	<b>121.7</b>	<b>139.9</b>
	<i>Công suất Hạ nguồn/ Tổng sản lượng hàng qua cảng Hải Phòng (%)</i>		<i>40%</i>	<i>47%</i>	<i>48%</i>	<i>50%</i>

Nguồn: DVP, PHP, GMD, VSC và KISVN ước tính

Chúng tôi dự phóng sản lượng hàng hóa của VSC trong năm 2018 và 2019 lần lượt ở mức 959k TEU (+20%/n/n) và 1,049k TEU (+9%/n/n). Doanh thu của VSC trong 2018 và 2019 được kỳ vọng ở mức 1,546 tỷ đồng (+18.7%/n/n) và 1,626 tỷ đồng (+5%/n/n).

Ngoài ra, với sự cải thiện về khả năng sinh lợi của VIP-Green, LNST kỳ vọng của VSC đạt 368 tỷ đồng (+39%/n/n) trong 2018 và 412 tỷ đồng (+12%/n/n) trong 2019.

Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	1,082	1,303	1,546	1,626
<i>Tăng trưởng (%)</i>	17%	20%	19%	5%
<i>SL hàng qua cảng ('000 TEU)</i>	610	800	959	1,049
<i>Dịch vụ cảng</i>	708	849	1,002	1,030
<i>Dịch vụ logistics</i>	374	454	545	596
<i>BLN Gộp (%)</i>	37%	31%	34%	35%
LNTT	311	298	416	466
LNST (tỷ đồng)	262	264	368	412
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	24%	20%	24%	25%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4,463	4,214	5,893	6,553
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-10%	-6%	40%	11%
Cổ tức (VND)	2,000	2,000	2,000	2,200
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	4%	5%	5%	5%

Nguồn: KISVN dự phóng

## Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VSC dựa trên định giá lịch sử của cổ phiếu này. Tính đến ngày 29-Aug-18, sau một năm 2016 biến động trong KQKD và hồi phục chậm trong 2017, cổ phiếu VSC hiện được giao dịch ở mức 40,950 đồng/cp, tương đương với mức PER 7.2x. Tuy nhiên, với những yếu tố đã phân tích ở trên, VSC được kỳ vọng tích cực với tiềm năng trong tương lai. Do đó, mức định giá của cổ phiếu này cũng có thể cao hơn mức hiện tại.

Công ty cùng ngành	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	PER hiện tại	PER TB 1 năm
Xiamen International Port Co L	TRUNG QUỐC	403	10.3	8.0
Pakistan International Contain	PAKISTAN	241	11.5	12.6
Namyong Terminal PCL	THÁI LAN	196	18.1	20.7
Jasa Armada Indonesia PT	INDONESIA	148	4.8	4.9
Suria Capital Holdings Bhd	MALAYSIA	113	9.2	10.0
China Dredging Environment Pro	TRUNG QUỐC	26	2.5	5.4
<i>Vietnam Container Shipping JSC.</i>	<i>VIỆT NAM</i>	<i>86</i>	<i>7.2</i>	<i>7.8</i>
<b>Trung bình</b>		<b>188</b>	<b>9.41</b>	<b>10.26</b>

Nguồn: Bloomberg, KISVN

Sử dụng mức PER trung bình 1 năm của chính VSC, chúng tôi định giá cổ phiếu VSC tại mức **51,000 đồng/cp** vào cuối 2019. Do đó, so với thị giá hiện tại (29-Aug-18) 40,950 đồng/cp, mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm đạt **30%** (bao gồm 2,300 đồng/cp cổ tức tiền mặt trong 2019). Chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu VSC trong 1 năm.

Mục tiêu 2019	
<b>EPS 2019 (VND/cp)</b>	<b>6,553</b>
PER (x)	7.8
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>51,000</b>
<i>Suất tăng giá bình quân năm</i>	<i>24.5%</i>
<i>Suất sinh lợi cổ tức</i>	<i>5.6%</i>
<b>Tổng suất sinh lợi kỳ vọng</b>	<b>30%</b>

Nguồn: KISVN dự phóng

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 2,050 tỷ VND			
	Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,082</b>	<b>1,303</b>	<b>1,546</b>	<b>1,626</b>
<i>Tăng trưởng (%)</i>	17%	20%	19%	5%
<i>Khai thác cảng</i>	708	849	1,002	1,030
<i>Dịch vụ Logistics</i>	374	454	545	596
<b>GVHB</b>	<b>686</b>	<b>895</b>	<b>1,016</b>	<b>1,049</b>
<i>Biên LN gộp (%)</i>	37%	31%	34%	35%
Chi phí BH & QLDN	65	76	90	95
<b>EBITDA</b>	<b>509</b>	<b>529</b>	<b>644</b>	<b>692</b>
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	47%	41%	42%	43%
Khấu hao	177	197	203	209
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>331</b>	<b>332</b>	<b>441</b>	<b>483</b>
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	31%	25%	29%	30%
Chi phí lãi vay ròng	30	40	34	25
<i>% so với nợ ròng</i>	21%	15%	623%	-5%
Khả năng trả lãi vay(x)	10.9	8.3	13.0	19.5
Lãi/lỗ khác	10	7	9	8
Thuế	49	35	48	54
<i>Thuế suất hiệu dụng (%)</i>	16%	12%	12%	12%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>262</b>	<b>264</b>	<b>368</b>	<b>412</b>
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	24%	20%	24%	25%
Lợi ích CĐ thiếu số	11	27	36	43
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>251</b>	<b>237</b>	<b>332</b>	<b>369</b>
Số lượng CP (triệu)	45.6	50.1	50.1	50.1
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>4,463</b>	<b>4,214</b>	<b>5,893</b>	<b>6,553</b>
<i>Tăng EPS (%)</i>	-10%	-6%	40%	11%
Cổ tức (VND)	2,000	2,000	2,000	2,200
<i>Tỷ lệ trả cổ tức (%)</i>	41%	47%	34%	34%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
Thay đổi vốn lưu động	-113	59	-111	-36
Capex	456	372	75	79
Dòng tiền khác	273	-34	0	0
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>-176</b>	<b>64</b>	<b>606</b>	<b>578</b>
Phát hành cp	0	49	0	0
Cổ tức	89	92	100	110
Thay đổi nợ ròng	266	-21	-506	-468
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>279</b>	<b>258</b>	<b>-248</b>	<b>-715</b>
Giá trị doanh nghiệp (EV)	<b>2,498</b>	<b>2,551</b>	<b>1,804</b>	<b>1,337</b>
<b>Tổng VCSH</b>	<b>1,515</b>	<b>1,710</b>	<b>1,940</b>	<b>2,201</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	167	241	277	320
<b>VCSH</b>	<b>1,349</b>	<b>1,469</b>	<b>1,664</b>	<b>1,882</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	29,602	29,307	33,200	37,553
<i>Nợ ròng / VCSH (%)</i>	18%	15%	-13%	-32%
<i>Nợ ròng / EBITDA (x)</i>	1.3	1.0	0.7	0.6
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2,397</b>	<b>2,479</b>	<b>2,683</b>	<b>2,922</b>

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018F	2019F
<i>ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)</i>	19%	17%	21%	21%
<i>ROA (%)</i>	11%	11%	14%	14%
<i>ROIC (%)</i>	18%	16%	22%	27%
<i>WACC (%)</i>	15%	15%	15%	15%
<i>PER (x)</i>	9.2	9.7	6.9	6.2
<i>PBR (x)</i>	1.4	1.4	1.2	1.1
<i>PSR (x)</i>	1.9	1.6	1.3	1.3
<i>EV/EBITDA (x)</i>	4.9	4.8	2.8	1.9
<i>EV/sales (x)</i>	2.3	2.0	1.2	0.8
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	4.4%	4.9%	4.9%	5.4%

**Liên hệ:**

**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM  
Tel: (+84 28) 3914 8585  
Fax: (+84 28) 3821 6898

**Chi nhánh Hà Nội**

Tầng 6, CTM Tower  
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội  
Tel: (+84 24) 3974 4448  
Fax: (+84 24) 3974 4501

**Phòng Khách hàng Định chế**

**Lâm Hạnh Uyên**

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng  
Tổ chức  
(+84 28) 3914 8585 (x1444)  
uyen.lh@kisvn.vn



## Nguyên tắc khuyến nghị

**TĂNG TỶ TRỌNG:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

## Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.