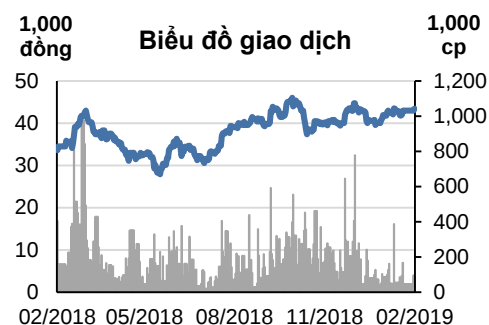


VSC (HOSE) Tăng trưởng lợi nhuận như kỳ vọng

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

Logistics – Cảng biển

Giá thị trường (VND)	43,000
Giá mục tiêu (VND)	49,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	14%
Suất sinh lợi cổ tức	4.7%
Suất sinh lợi bình quân năm	19%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	7%	4%	8%	29%
Tương đối	3%	0%	6%	38%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 13/02/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	27.9k-46.0k
SL lưu hành (triệu cp)	50
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,175
Vốn hóa (triệu USD)	94
% khối ngoại sở hữu	42%
SL cp tự do (triệu cp)	44
KLGD TB 3 tháng (cp)	164,341
VND/USD	23,205
Index: VNIndex / HNX	932/105

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 13/02/2019

KWE Beteiligungen AG	10.01%
Norges Bank, DC và các CB liên quan	6.01%
SAFI	5.33%
PXP	5.01%

Nguồn: Stoxplus

Võ Hoàng Bảo

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1460

Bao.vh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Sản lượng hàng qua cảng tăng trưởng mạnh mẽ

Vào cuối năm 2018, các cảng của VSC đều đạt mức tăng trưởng tốt hơn mong đợi về sản lượng hàng hóa. Theo ước tính của chúng tôi, Cảng VIP Green đã phục vụ 512 lượt tàu (+37% n/n) với khoảng 628k TEU hàng hóa (+31.7% n/n), tương ứng 79% công suất sau mở rộng (800k TEU/năm). Ở thượng nguồn sông Cấm, Cảng Green đã vượt trội hơn các cảng khác khi phục vụ 339 lượt tàu (+27% n/n) và khoảng 403k TEU (+25% n/n) hàng hóa. Tổng cộng sản lượng hàng hóa của VSC đạt mức 1,031.6k TEU (+29% n/n) trong năm 2018.

Lợi nhuận tăng mạnh

Với sự tăng trưởng mạnh mẽ của cả hai cảng về sản lượng hàng hóa, doanh thu thuần của mảng dịch vụ cảng ước tính đạt 1,068 tỷ đồng (+26% n/n), đóng góp 63% tổng doanh thu của VSC. Trong đó, với việc tăng phí dịch vụ cảng 6.6% n/n, VIP Green đã tăng 40% n/n doanh thu thuần (đạt 757 tỷ đồng) và 25.1% lợi nhuận gộp (đạt 214 tỷ đồng). Mặt khác, Cảng Green tiếp tục giảm 10% n/n phí dịch vụ, tương tự như các cảng thượng nguồn khác, nhưng nhờ sự tăng trưởng tốt về sản lượng, doanh thu thuần của Cảng Green đã tăng 12.8% n/n, đạt 505 tỷ đồng.

Mặt khác, mảng logistics của VSC với trung tâm logistics GIC mới (giai đoạn 1) đã bắt đầu đi vào hoạt động, ước tính cũng ghi nhận tăng trưởng đáng kể 38% n/n về doanh thu thuần (626 tỷ đồng) và 48.3% n/n về lợi nhuận gộp (210 tỷ đồng). Mảng này dự kiến sẽ tiếp tục đóng vai trò là hỗ trợ cho hoạt động của hai cảng.

Tổng LNST của VSC đạt 354 tỷ đồng (+34.3% n/n) và EPS điều chỉnh ở mức 5,335 đồng (+27% n/n) trong năm 2018. Dòng tiền tự do của VSC đạt 349 tỷ đồng (con số này chỉ là 64 tỷ đồng trong năm 2017 và âm từ 2014 đến 2016); điều này cho thấy với sự gia tăng về công suất hoạt động của VIP-Green, khả năng tạo dòng tiền của VSC đang hồi phục mạnh mẽ.

Duy trì khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** trên cổ phiếu VSC. Tiếp tục sử dụng mức P/E và EV/EBITDA trung bình lịch sử 1 năm (Hình 04) của chính VSC và dự phóng cho năm 2019, chúng tôi định giá lại VSC ở mức **49,000 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019.

Hưởng lợi từ tiềm năng tăng trưởng tốt của ngành cảng biển Việt Nam nói chung và của sản lượng hàng hóa qua cảng tại khu vực Hải Phòng nói riêng, với vị trí thuận lợi tại hạ lưu sông Cấm của Cảng VIP Green (UpCOM: VGR) và hỗ trợ từ hãng tàu EverGreen (một cổ đông chiến lược của VGR), chúng tôi kỳ vọng rằng VSC có thể tiếp tục có mức tăng trưởng lợi nhuận vững chắc trong năm 2019. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng dòng tiền ròng của VSC sẽ gia tăng đáng kể trong 2019; do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ cổ tức cao hơn trong tương lai, bù đắp cho tốc độ tăng trưởng chậm lại.

Dự phóng

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018U	2019F
Doanh thu	270	337	352	344	367	430	448	451	1,303	1,694	1,916
Dịch vụ cảng	175	220	233	221	234	275	283	154	849	1,068	1,189
Logistics và DV khác	95	117	119	123	132	154	165	297	454	626	727
Tăng trưởng DT năm (%)	20%	21%	24%	16%	36%	27%	27%	31%	20%	30%	13%
Dịch vụ cảng	70%	86%	97%	85%	34%	25%	22%	24%	20%	26%	11%
Logistics và DV khác	0%	0%	0%	0%	39%	31%	38%	43%	21%	38%	16%
Lợi nhuận gộp	85	104	113	105	109	144	121	122	408	496	545
Dịch vụ cảng	57	69	73	65	63	87	70	67	263	286	301
Logistics và DV khác	29	36	40	40	46	57	51	55	145	210	243
Biên lợi nhuận gộp (%)	32%	31%	32%	31%	30%	34%	27%	27%	31%	29%	28%
Dịch vụ cảng	32%	31%	31%	29%	27%	32%	25%	24%	31%	27%	25%
Logistics và DV khác	30%	30%	34%	33%	35%	37%	31%	31%	32%	33%	33%
Lợi nhuận hoạt động	70	84	92	86	90	119	97	99	332	406	443
Tăng trưởng (%)	13.2%	-4.4%	9.1%	-11.5%	29.6%	41.5%	6.0%	15.1%	0.2%	22.3%	9.1%
Biên LN hoạt động (%)	25.9%	25.0%	26.1%	25.1%	24.6%	27.7%	21.7%	22.1%	25.5%	24.0%	23.1%
Lợi nhuận sau thuế	48	70	72	74	74	103	84	94	264	354	386
Tăng trưởng (%)	13%	-19%	19%	1%	53%	48%	16%	27%	1%	34%	9%
Biên LN ròng (%)	18%	21%	21%	21%	20%	24%	19%	21%	20%	21%	20%

Nguồn: KIS ước tính

Ghi chú:

- Số liệu năm 2018 là từ báo cáo tài chính chưa kiểm toán của VSC.
- Các giả định chính năm 2019:
 - Cảng Green, một mặt, sẽ được hưởng lợi từ tăng trưởng mạnh mẽ về sản lượng hàng hóa của VIP Green vì nó đóng vai trò như một cảng phụ cho các tàu nhỏ/dịch vụ vận chuyển bằng sà lan. Do đó, sản lượng hàng qua cảng này có thể sẽ không giảm trong năm 2019. Mặt khác, tương tự như các cảng thượng nguồn khác, chúng tôi cho rằng cảng này sẽ tiếp tục giảm giá phí dịch vụ cảng để duy trì sự cạnh tranh với các đối thủ (-10% n/n)
 - Cảng VIP Green (UpCOM: VGR) được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ: 20% về sản lượng hàng hóa và 2% về giá phí dịch vụ. Việc chuyển nhượng cổ phần VGR (khoảng 5% cổ phần của VSC sang EverGreen) đã được cổ đông VSC chấp thuận nhưng vẫn chưa thực hiện. Do đó, dự phóng của chúng tôi vẫn duy trì tỷ lệ sở hữu VGR của VSC hiện tại (74%).

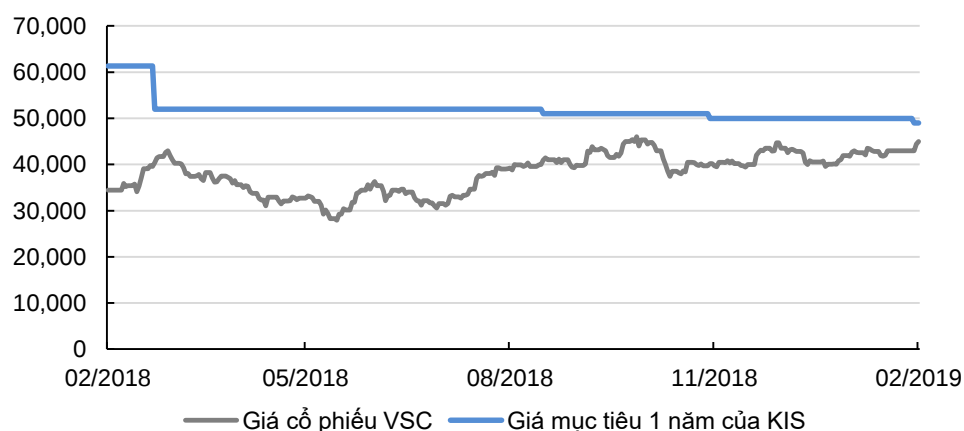
Định giá

Tỷ đồng	2019F	2020F	Ghi chú
Bội số EV/EBITDA (x)	4.10	4.10	Trung bình lịch sử 1 năm
EBITDA	674	694	
Giá trị doanh nghiệp (A)	2,763	2,844	
Lợi ích cổ đông thiểu số (B)	366	442	
Giá trị cổ phiếu ưu đãi (C)	0	0	
Nợ ròng (D)	-505	-1,006	
Giá trị VCSH (E = A-B-C-D)	2,903	3,407	
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	50	50	
Giá hợp lý (VND) (1)	58,000	68,000	
Bội số P/E (x)	7.0	7.0	Trung bình lịch sử 1 năm
EPS hiệu chỉnh	5,705	5,838	
Giá hợp lý (VND) (2)	40,000	41,000	
Giá mục tiêu	49,000		2019, 50% (1) + 50% (2)
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	14.0%		
Suất sinh lợi cổ tức	4.7%		
Tổng suất sinh lợi kỳ vọng	19%		2019

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

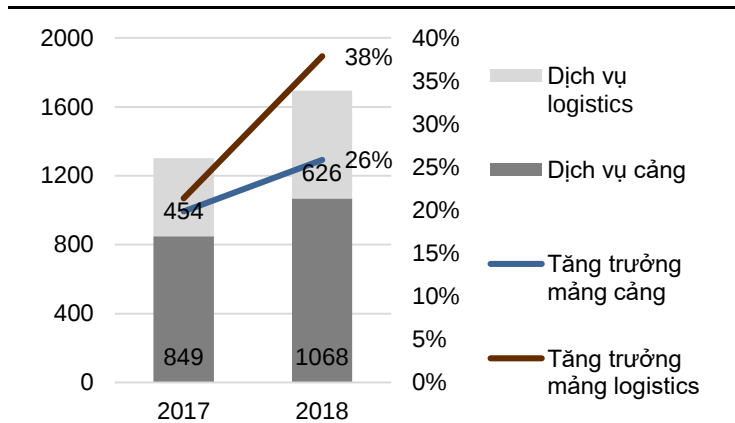
Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Consensus
VSC	22/11/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	50,000	47,900
	12/11/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	50,000	47,900
	29/08/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	51,000	48,450
	07/03/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	52,000	51,000

Ước tính và dự phóng của công ty



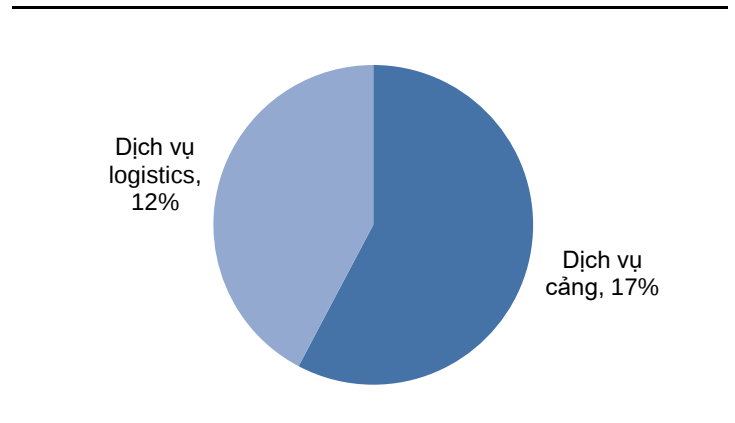
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Cơ cấu doanh thu 2018 (tỷ đồng)



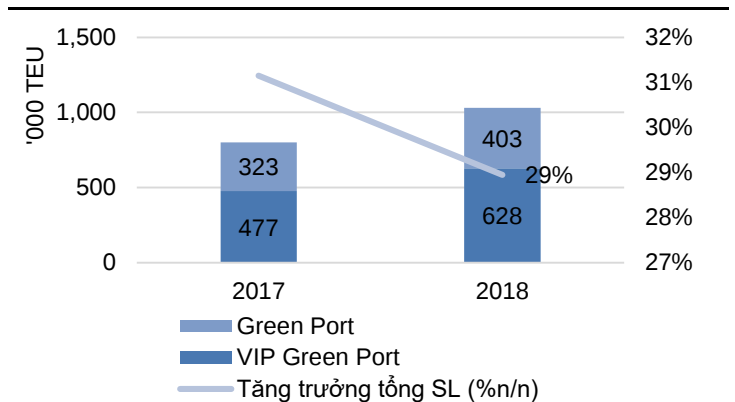
Nguồn: KIS

Hình 02. Cơ cấu lãi gộp 2018 (%)



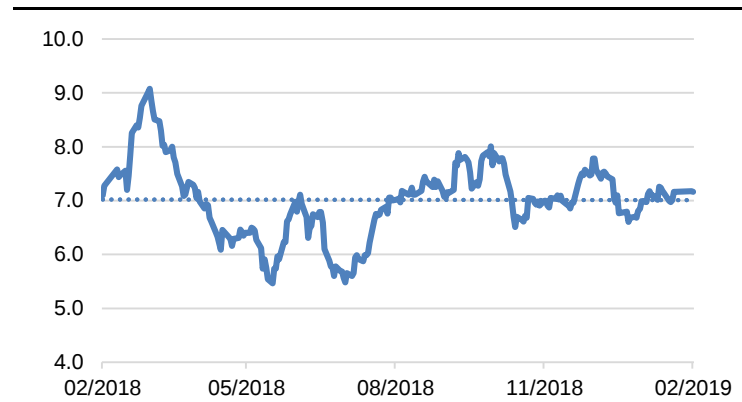
Nguồn: KIS

Hình 03. Sản lượng hàng qua cảng



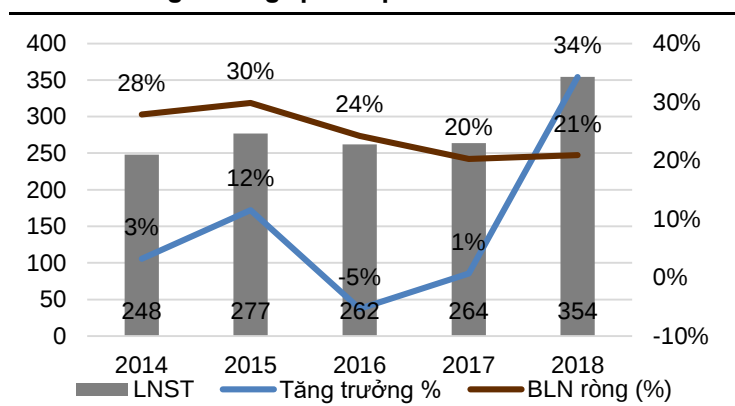
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 04. P/E lịch sử 1 năm của VSC



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 05. Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế



Nguồn: Bloomberg, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH			Vốn hóa: 2,175 tỷ đồng		
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Doanh thu thuần	1,082	1,303	1,694	1,916	2,054
Tăng trưởng (%)	17%	20%	30%	13%	7%
Dịch vụ cảng	708	849	1,068	1,189	1,258
Logistics	374	454	626	727	796
GVHB	686	895	1,198	1,372	1,490
Biên LN gộp (%)	37%	31%	29%	28%	27%
Chi phí BH & QLDN	65	76	90	102	109
EBITDA	509	529	630	674	694
Biên lợi nhuận (%)	47%	41%	37%	35%	34%
Khấu hao	177	197	224	231	238
Lợi nhuận từ HĐKD	331	332	406	443	455
Biên LN HĐKD (%)	31%	25%	24%	23%	22%
Chi phí lãi vay ròng	30	40	28	15	6
% so với nợ ròng	21%	15%	21%	-6%	-1%
Khả năng trả lãi vay (x)	10.9	8.3	14.7	30.3	76.9
Lãi/lỗ khác	10	7	10	9	9
Thuế	49	35	34	51	53
Thuế suất hiệu dụng (%)	16%	12%	9%	12%	12%
Lợi nhuận ròng	262	264	354	386	405
Biên lợi nhuận (%)	24%	20%	21%	20%	20%
Lợi ích CĐ thiếu số	11	27	54	65	76
LN cho công ty mẹ	251	237	300	321	329
Số lượng CP (triệu)	45.6	50.1	50.1	50.1	50.1
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,463	4,214	5,335	5,705	5,838
Tăng EPS (%)	-10%	-6%	27%	7%	2%
Cổ tức (VND)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	41%	47%	37%	42%	42%

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	2018U	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	-113	59	0	-78	-48
Capex	456	372	177	85	91
Dòng tiền khác	273	-34	53	0	0
Dòng tiền tự do	-176	64	349	610	600
Phát hành cổ phiếu	0	49	7	0	0
Cổ tức	89	92	101	100	100
Thay đổi nợ ròng	266	-21	-254	-510	-500
Nợ ròng cuối năm	279	258	4	-505	-1,006
Giá trị doanh nghiệp	2,601	2,654	2,460	1,650	1,149
Tổng VCSH	1,515	1,710	1,945	2,195	2,464
Lợi ích cổ đông thiểu số	167	241	300	366	442
VCSH	1,349	1,469	1,644	1,830	2,022
Giá trị sổ sách/cp (VND)	29,602	29,307	32,809	36,514	40,351
Nợ ròng/VCSH (%)	18%	15%	0%	-23%	-41%
Nợ ròng/EBITDA (x)	1.3	1.0	0.5	0.3	0.2
Tổng tài sản	2,397	2,479	2,489	2,712	2,954

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018U	2019E	2020E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiếu số)	19%	17%	19%	18%	17%
ROA (%)	11%	11%	14%	14%	14%
ROIC (%)	18%	16%	19%	22%	26%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%	15%
PER (x)	9.6	10.2	8.1	7.5	7.4
PBR (x)	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1
PSR (x)	2.0	1.7	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	5.1	5.0	3.9	2.4	1.7
EV/Sales (x)	2.4	2.0	1.5	0.9	0.6
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	4.2%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

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**.