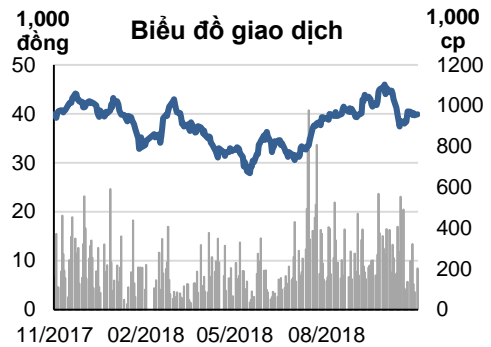


VSC (HOSE) CTCP Tập đoàn Container Việt Nam – Cập nhật 9T.2018

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

Logistics – Cảng biển

Giá thị trường (VND):	40,950
Giá mục tiêu (VND) :	50,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:	25.9%
Suất sinh lợi cổ tức:	5.8%
Suất sinh lợi bình quân năm:	32%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-2%	-12%	2%	0%
Tương đối	4%	-6%	7%	-7%

Nguồn: Bloomberg, so với VNI

Thống kê 12/11/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	27.9k-46.0k
SL lưu hành (triệu cp)	50
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,999
Vốn hóa (triệu USD)	86
% khối ngoại sở hữu	37%
SL cp tự do (triệu cp)	44
KLGD TB 3 tháng (cp)	210,749
VND/USD	23,282
Index: VNIndex / HNX	914/103

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 12/11/2018

Franklin Resources funds	12.55%
KWE Beteiligungen AG	10.01%
PXP funds	5.01%
Vietnam Holding Limited	4.87%

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 trong xu hướng phục hồi với sự gia tăng sử dụng các tàu tải trọng lớn, đây là cơ hội cho các cảng hạ nguồn và cảng container như VIP Green.
- Sản lượng hàng hóa qua cảng Việt Nam dự kiến sẽ tăng 10-13%/năm với sự hỗ trợ từ hoạt động xuất nhập khẩu từ các hiệp định FTA và khu vực FDI.
- Hải Phòng là một cửa ngõ cảng biển quan trọng của Việt Nam, đóng góp 20% tổng sản lượng hàng hóa qua cảng Việt Nam trong 9T.2018.
- Tổng sản lượng hàng hóa qua 2 cảng của VSC đạt 778 ngàn TEU (+34%/n) trong 9T.2018, trong đó cảng VIP Green tăng 39%/n, đạt 473.3 ngàn TEU.
- Kho bãi container và trung tâm Logistics tại Khu công nghiệp Đình Vũ (GIC) nâng công suất của VIP Green (VGR-UpCOM) lên 800 ngàn TEUs/năm, tạo khả năng tăng trưởng trong những năm tiếp theo.
- Cảng VIP Green cũng đang được hỗ trợ bởi hãng tàu Evergreen, hiện nắm giữ 21,7% cổ phần của cảng này và đã được chấp thuận tăng lên 26,7% vào năm 2018.
- Áp lực giảm giá phí dịch vụ cảng từ các cảng thượng nguồn không còn đáng kể từ 2018.
- Khía cạnh tài chính đã được cải thiện đáng kể nhờ vào sự tăng trưởng mạnh mẽ của VIP Green. Doanh thu thuần 9T.2018 và LNST của VSC đạt 1.244 tỷ đồng. (+30%/n) và 261 tỷ đồng. (+37%/n).
- Mức định giá hấp dẫn. P/E forward 2018: 7.13x

Rủi ro:

- Sản lượng hàng hóa và biên lợi nhuận 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 về triển vọng của VSC từ năm 2018 trở đi vẫn khả quan. Chúng tôi định giá cổ phiếu VSC ở mức **50,000 đồng/cp** vào cuối năm 2019. Tổng mức sinh lời kỳ vọng là **32%** (bao gồm cổ tức bằng tiền mặt 2,000 đồng vào năm 2019),

Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu VSC.

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	928	1,082	1,303	1,695	1,826
Tăng trưởng (%)	4%	17%	20%	30%	8%
LN hoạt động	321	331	332	411	462
Biên lợi nhuận (%)	35%	31%	25%	24%	25%
LN sau thuế	277	262	264	346	404
Biên lợi nhuận (%)	30%	24%	20%	20%	22%
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	5,566	6,442
Tăng trưởng (%)	12%	-10%	-6%	32%	16%
ROE (%)	24%	19%	17%	20%	21%
Nợ ròng/VCSH (%)	1%	18%	15%	-15%	-36%
PE (x)	8.00	8.90	9.42	7.13	6.16
PB (x)	1.30	1.34	1.35	1.21	1.07
EV/EBITDA (x)	5.28	4.79	4.70	2.76	1.82
Cổ tức (VND)	1,500	2,000	2,000	2,000	2,300
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3.1%	4.6%	5.0%	5.0%	5.8%

Kết quả kinh doanh Quý 3 và 9T.2018

Sản lượng hàng qua cảng

Theo quan sát của chúng tôi, trong 3Q.2018, cả hai cảng Green và VIP-Green của VSC đều đạt tăng trưởng về lượt tàu đáng kể, lần lượt ở mức 30% và 42% so với cùng kỳ. Sản lượng container của hai cảng này cũng có mức tăng tương ứng gần 27%/n/n và 39%/n/n.

Tổng hợp 9T.2018, như trong dự báo trước đây của chúng tôi, cảng VIP-Green với vị trí thuận lợi hơn ở hạ lưu sông Cấm và cơ sở vật chất mới đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ khi phục vụ tới 382 tàu và gần 473.3 ngàn TEU, tăng lần lượt 42% và 39% so với cùng kỳ năm trước.

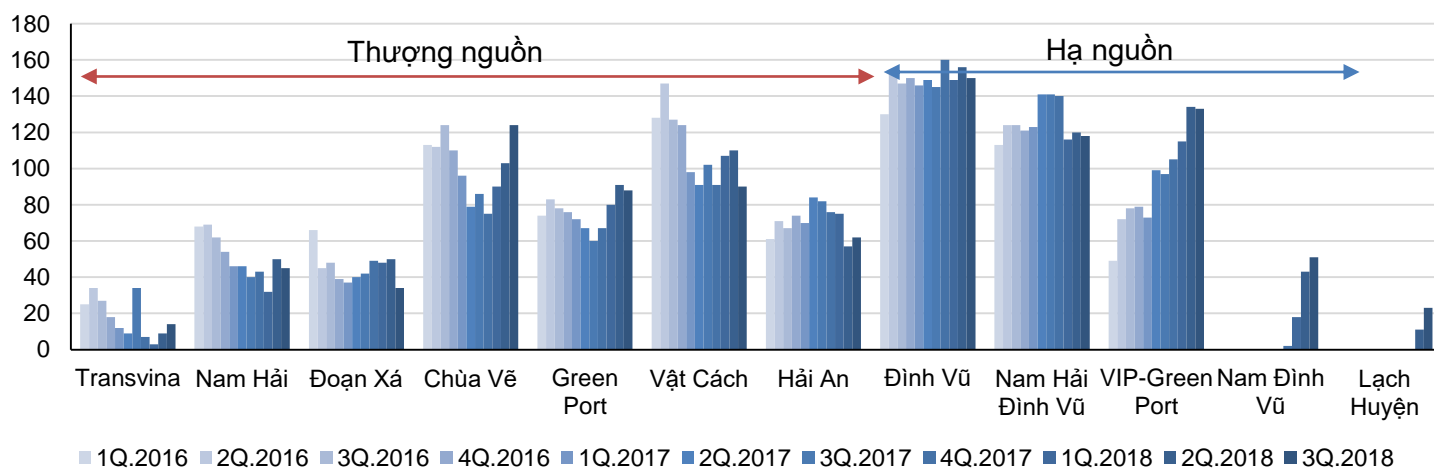
Bên cạnh đó, cảng Green đã vượt qua kỳ vọng của chúng tôi khi có mức tăng trưởng 30%/n/n về lượt tàu qua cảng (259 tàu) và 27%/n/n về sản lượng container (khoảng 305 ngàn TEU), đi ngược lại so với xu hướng giảm hiện tại ở hầu hết các cảng thượng nguồn. Tuy nhiên, khi VIP-Green thu hút một lượng lớn hàng hóa, cảng Green cũng có mức tăng trưởng mạnh khi hoạt động như một lựa chọn thứ cấp, hỗ trợ cho VIP Green trong các dịch vụ như vận tải xà lan, kho bãi... Mặt khác, sự dịch chuyển về hoạt động này cũng dẫn đến biên lợi nhuận của cảng Green thấp hơn.

	Lượt tàu				Sản lượng hàng hoá (TEUs)			
	3Q.2017	3Q.2018	9T.2017	9T.2018	3Q.2017	3Q.2018	9T.2017	9T.2018
Green Port	60	88	199	259	73,722	104,356	239,243	304,960
<i>Tăng trưởng (%n/n)</i>		30%		30%		27%		27%
VIP-Green Port	97	133	269	382	127,060	162,824	339,837	473,302
<i>Tăng trưởng (%n/n)</i>		42%		42%		39%		39%
Tổng VSC	157	221	468	641	200,782	267,181	579,080	778,263
<i>Tăng trưởng (%n/n)</i>		37%		37%		34%		34%

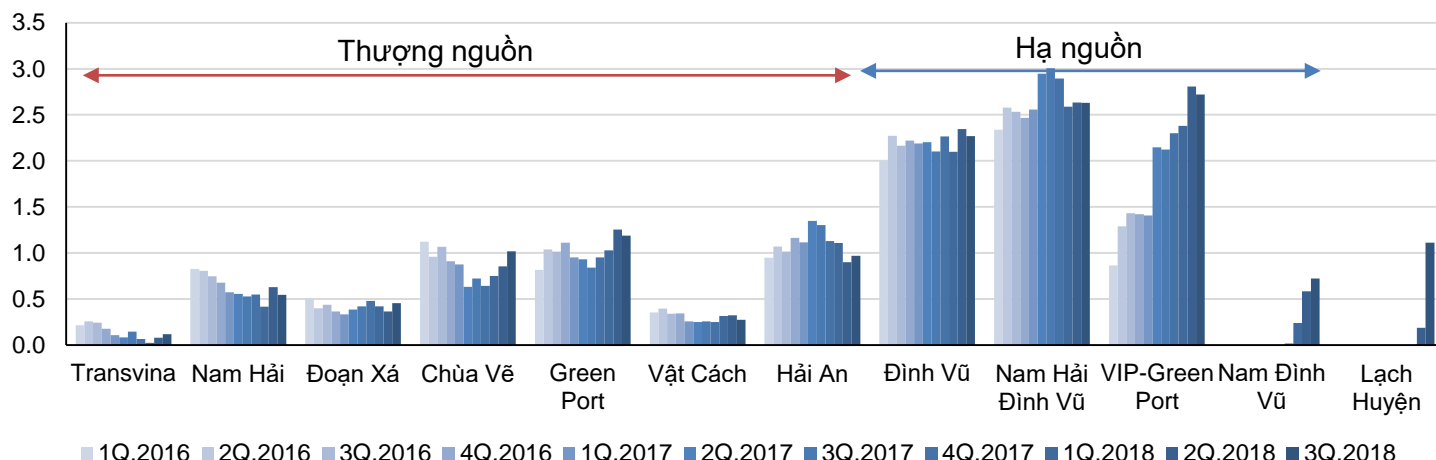
Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, KISVN ước tính

Nhìn chung, tổng sản lượng hàng hóa của VSC đạt khoảng 778 ngàn TEU trong 9T.2018, +34%/n.

Lượt tàu qua cảng



Sản lượng hàng qua cảng (triệu tấn)*



Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, KISVN ước tính

Kết quả kinh doanh

Với đà tăng trưởng mạnh mẽ trong kết quả kinh doanh nửa đầu 2018, VSC tiếp tục báo cáo kết quả kinh doanh quý 3 đầy ấn tượng nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ về sản lượng container tại hai cảng VSC và công suất hoạt động của VIP Green hiện tại (chúng tôi ước tính vượt 100% - so với công suất thiết kế ban đầu là 500 ngàn TEU/năm). Cảng VIP Green (VGR-UpCOM) có doanh thu thuần tăng mạnh +39%/n (đạt 550 tỷ đồng) và LNST tăng 57%/n (đạt 103 tỷ đồng) trong 9T.2018, đóng góp 29% LNST 9 tháng đầu năm của VSC (khoản đóng góp này trong 9T.2017 là 26%).

Với đà tăng trưởng mạnh của cảng VIP Green, doanh thu thuần mảng dịch vụ cảng của VSC đạt 793 tỷ đồng. (+26%/n). Nhìn chung, kết quả kinh doanh 9T.2018 của VSC tương đồng với những kỳ vọng của chúng tôi và cũng tương đương với kế hoạch của Ban lãnh đạo VSC đưa ra trong ĐHCĐ 2018. Doanh thu thuần và LNST 9T.2018 lần lượt đạt 1,244 tỷ đồng (+30%/n) và 261 tỷ đồng (+37.1%/n).

Đơn vị: Tỷ đồng	9T.2017	9T.2018	Tăng trưởng (%)
Doanh thu thuần	959	1,244	30%
Dịch vụ cảng	627	793	26%
Logistics và dịch vụ khác	331	451	36%
Lợi nhuận gộp	303	374	24%
<i>Biên LN gộp (%)</i>	31.6%	30.1%	-5%
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	246	307	25%
<i>Biên LN hoạt động (%)</i>	25.6%	24.7%	-4%
Lợi nhuận trước thuế	216	288	33%
Lợi nhuận sau thuế	190	261	37%
<i>Biên LN ròng (%)</i>	19.8%	21.0%	

Nguồn: VSC, KISVN

Triển vọng 4Q.2018, 2019 và định giá

Với tốc độ tăng trưởng vượt bậc sản lượng container của VSC trong 9T.2018, đặc biệt là cảng Green, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng tích cực về tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua cảng trong năm 2018 và 2019, dự kiến đạt 1,076 ngàn TEU (+35%/n) và 1,209 ngàn TEU (+12%/n). Với quy định về giá dịch vụ cảng mới được áp dụng ở

Hải Phòng, chúng tôi tiếp tục duy trì kỳ vọng tăng giá phí dịch vụ đối với VIP Green, nhưng giá phí tại cảng Green dự kiến sẽ giảm -10%/n/n như trong 9T.2018. Do đó, dự báo của chúng tôi trong tổng doanh thu thuần của VSC trong năm 2018 và 2019 được điều chỉnh tăng lên mức 1,695 tỷ đồng (+30%/n/n) và 1,826 tỷ đồng (+7.7%/n/n).

Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh nhẹ lợi nhuận kỳ vọng các cảng của VSC trong ước tính để đạt được kết quả kinh doanh gần hơn với kết quả kinh doanh 9T.2018. Do đó, chúng tôi kỳ vọng vào cuối năm 2018 và 2019, VSC có thể đạt lợi nhuận sau thuế lần lượt là 346 tỷ đồng (+31%/n/n) và 404 tỷ đồng (+16.7%/n/n). EPS điều chỉnh 2018 và 2019 lần lượt đạt mức 5,566 đồng (+32%/n/n) và 6,442 đồng (+16%/n/n).

Vấn sử dụng mức P/E của lần định giá gần nhất là 7.8x, chúng tôi định giá lại cổ phiếu VSC ở mức **50,000 đồng/cp** vào cuối năm 2019. Do đó, với thị giá hiện tại (vào 12-11-2018) của VSC là 39,700 đồng, mức sinh lời kỳ vọng 1 năm là **32%** (bao gồm cả cổ tức bằng tiền mặt 2,300 đồng năm 2019).

Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu VSC trong 1 năm.

Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	1,082	1,303	1,695	1,826
<i>Tăng trưởng (%)</i>	17%	20%	30%	8%
SL hàng qua cảng (ngàn. TEU)	610	800	1,076	1,209
<i>Dịch vụ cảng</i>	708	849	1,084	1,139
<i>Dịch vụ Logistics</i>	374	454	611	687
<i>Biên LN gộp (%)</i>	37%	31%	30%	31%
LNTT	311	298	392	457
LNST	262	264	346	404
<i>Biên LN (%)</i>	24%	20%	20%	22%
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,463	4,214	5,566	6,442
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-10%	-6%	32%	16%

Nguồn: KISVN dự phóng

	Mục tiêu
2019 EPS (VND/cp)	6,442
PER (x)	7.8
Giá mục tiêu	50,000
<i>Suất tăng giá bình quân năm</i>	25.9%
<i>Suất sinh lợi cổ tức</i>	5.8%
Tổng suất sinh lợi kỳ vọng	32%

Nguồn: KISVN dự phóng

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 1,999 tỷ VND			
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	1,082	1,303	1,695	1,826
Tăng trưởng (%)	17%	20%	30%	8%
Dịch vụ cảng	707	847	1,084	1,139
Logistics	375	456	611	687
GVHB	686	895	1,186	1,257
Biên LN góp (%)	37%	31%	30%	31%
Chi phí BH & QLDN	65	76	99	106
EBITDA	509	529	614	671
Biên lợi nhuận (%)	47%	41%	36%	37%
Khấu hao	177	197	203	209
Lợi nhuận từ HĐKD	331	332	411	462
Biên LN HĐKD (%)	31%	25%	24%	25%
Chi phí lãi vay ròng	30	40	28	13
% so với nợ ròng	21%	15%	-154%	-2%
Khả năng trả lãi vay(x)	10.9	8.3	14.8	35.1
Lãi/lỗ khác	10	7	9	8
Thuế	49	35	46	53
Thuế suất hiệu dụng (%)	16%	12%	12%	12%
Lợi nhuận ròng	262	264	346	404
Biên lợi nhuận (%)	24%	20%	20%	22%
Lợi ích CĐ thiếu số	11	27	33	41
LN cho công ty mẹ	251	237	313	363
Số lượng CP (triệu)	45.6	50.1	50.1	50.1
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,463	4,214	5,566	6,442
Tăng EPS (%)	-10%	-6%	32%	16%
Cổ tức (VND)	2,000	2,000	2,000	2,300
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	41%	47%	36%	36%

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	-179	-60
Capex	456	372	75	81
Dòng tiền khác	273	-34	0	0
Dòng tiền tự do	-176	64	653	591
Phát hành cp	0	49	0	0
Cổ tức	89	92	100	115
Thay đổi nợ ròng	266	-21	-553	-476
Nợ ròng cuối năm	279	258	-294	-770
Giá trị doanh nghiệp (EV)	2,450	2,503	1,695	1,219
Tổng VCSH	1,515	1,710	1,921	2,170
Lợi ích cổ đông thiểu số	167	241	274	315
VCSH	1,349	1,469	1,647	1,855
Giá trị sổ sách/cp (VND)	29,602	29,307	32,874	37,016
Nợ ròng / VCSH (%)	18%	15%	-15%	-36%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.3	1.0	0.5	0.4
Tổng tài sản	2,397	2,479	2,520	2,746

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018F	2019F
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	19%	17%	20%	21%
ROA (%)	11%	11%	14%	15%
ROIC (%)	18%	16%	21%	27%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%
PER (x)	9.2	9.7	7.1	6.2
PBR (x)	1.4	1.4	1.2	1.1
PSR (x)	1.9	1.6	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	4.9	4.8	2.8	1.8
EV/sales (x)	2.3	2.0	1.0	0.7
Suất sinh lợi cổ tức (%)	4.4%	4.9%	5.0%	5.8%

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.