

# PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG CTCP Container Việt Nam (HSX: VSC)

Báo cáo lần đầu (7/5/2018)

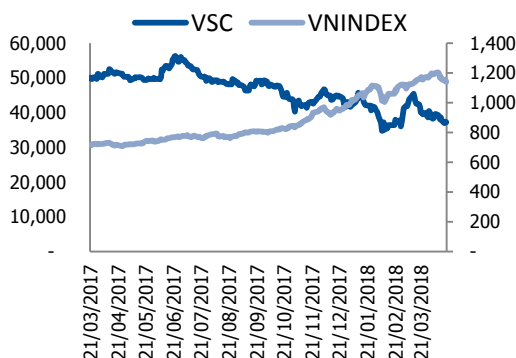
Giá mục tiêu	<b>VND 37.200</b>
Tăng/giảm (%)	<b>10%</b>
Thị giá (7/5/2018)	33.900
Vốn hóa (tỷ VND)	1.709
Biến động 52 tuần (%)	-33%
KLGDĐQ (cổ phiếu)	92.090
Sở hữu NGTNN (%)	38,1%

Nguồn: Bloomberg

## Dự phóng thu nhập & định giá

Năm tài chính	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>1.303</b>	<b>1.326</b>	<b>1.300</b>	<b>1.320</b>
EBIT (tỷ VND)	338	339	308	315
<b>Lợi nhuận (tỷ VND)</b>	<b>237</b>	<b>224</b>	<b>214</b>	<b>226</b>
Lợi nhuận (cơ bản)	237	224	214	226
EPS (VND)	4.735	4.478	4.286	4.510
Tăng trưởng EPS (%)	-14%	-5%	-4%	5%
<b>P/E (x)</b>	<b>7,2</b>	<b>7,6</b>	<b>8,0</b>	<b>7,6</b>
EV/EBITDA (x)	3,7	3,3	2,9	2,3
Tỷ suất cổ tức (%)	20%	15%	15%	20%
P/B (x)	1,0	0,9	0,8	0,7
<b>ROE (%)</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>
Nợ ròng/vốn CSH (%)	30%	25%	21%	17%

## Diễn biến giá cổ phiếu



Diễn biến giá	1M	3M	12M
VSC (%)	-14%	-16%	-33%
VN Index (%)	7%	35%	55%

Nguồn: Bloomberg

## Cơ cấu cổ đông (trên 5%)

Ban lãnh đạo	2.4%
Dragon Capital	5.9%
Vietnam Holding Limited	4.9%
Cổ đông nước ngoài khác	27.3%
Cổ đông khác	59.6%

Lê Khánh Tùng

Ports (Logistics) Analyst

Tung.LeKhanh@mbs.com.vn

## Ổn định trước sự cạnh tranh

### Cơ hội đầu tư

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với cổ phiếu VSC với mức chênh lệch giá dự kiến 10% so với thị giá hiện tại 33.900 đồng/CP. Mức thị giá của VSC đã giảm mạnh trong một năm qua và đã trở nên phù hợp đối với một doanh nghiệp đầu ngành vốn có khả năng tạo ra dòng tiền mạnh và ổn định, tuy nhiên đang gặp phải rủi ro cạnh tranh ngày càng gay gắt trong tương lai..

CTCP Tập đoàn Container Việt Nam (VSC) là một trong những doanh nghiệp vận hành cảng biển lớn tại Việt Nam. VSC vận hành hai cảng biển tại thành phố Hải Phòng, tạo ra dòng tiền trên 400 tỷ đồng mỗi năm. Kết quả kinh doanh của VSC trong quá khứ luôn duy trì được sự tăng trưởng; tuy nhiên kể từ năm 2018 sự tăng trưởng này đang chững lại trước nguy cơ cạnh tranh. Về mặt tích cực, sản lượng mà cảng mới khai thác ngày càng tăng đạt mức toàn dụng công suất và cảng mới này được hưởng ưu đãi thuế TNDN trong giai đoạn mới hoạt động. Mặt khác, giá cước khai thác cảng của VSC sẽ gặp áp lực giảm giá mạnh do các đối thủ mới gia nhập hệ thống cảng Hải Phòng, làm giảm biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

### Tiêu điểm đầu tư

**Cảng Xanh VIP của công ty (bắt đầu vận hành chính thức từ năm 2016) sẽ là động lực tăng trưởng trong tương lai của VSC.** Tới đầu năm 2018, cảng Xanh VIP tiếp tục đầu tư thêm cầu cảng mới, tăng công suất của cảng mới này lên 800.000 container (TEU); trong năm 2017 cảng Xanh VIP mới đạt mức sản lượng 520.000 TEU, tức 65% công suất. Với việc góp vốn cũng như hỗ trợ của đối tác chiến lược Evergreen tại cảng Xanh VIP, sản lượng tại cảng này kỳ vọng sẽ ngày càng tăng trong tương lai.

### Định giá

**Giá trị hợp lý của cổ phiếu VSC được xác định ở mức 37.200 đồng/cổ phiếu dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền.** Phương pháp định giá FCFF cho giá trị 37.200 đồng/CP với dự phóng sản lượng thận trọng và sử dụng tỷ suất chiết khấu ở mức cao (WACC 15,6%-17,3%).

### Rủi ro chính

**Chúng tôi cho rằng rủi ro của VSC là đáng kể với hoạt động kinh doanh cũng như giá trị thị trường của công ty.** Rủi ro của công ty nằm ở hai yếu tố chính: (i) **Rủi ro cạnh tranh** từ việc các cảng mới bắt đầu hoạt động tại cụm cảng Hải Phòng, bao gồm cảng Nam Đình Vũ và cảng Lạch Huyện và việc tăng công suất từ cảng Tân Vũ, sẽ chiếm tới 26% công suất khai thác cảng tại Hải Phòng trong tương lai; rủi ro này sẽ đe dọa tới tốc độ tăng trưởng sản lượng cũng như gây áp lực giảm giá cước khai thác cảng của VSC (ii) **Rủi ro chiến tranh** thương mại có thể xảy ra trong kịch bản Mỹ và Trung Quốc liên tục áp thuế lên các sản phẩm nhập khẩu của nhau, dẫn tới việc áp thuế nhập khẩu bị leo thang và ảnh hưởng tiêu cực tới giao thương toàn cầu.

## Mục lục

### Luận điểm đầu tư

Điểm nhấn .....	03
Tiêu điểm .....	03
Rủi ro chính .....	04
Định giá và cơ sở của giá mục tiêu .....	04

### Phân tích cạnh tranh

Đánh giá sự hấp dẫn của ngành .....	05
Lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp .....	07
Chiến lược của doanh nghiệp .....	08

### Phân tích tài chính và dự phóng

Phân tích kết quả kinh doanh và earnings models .....	09
Bảng cân đối kế toán .....	10
Phân tích dòng tiền .....	10

### Phụ lục

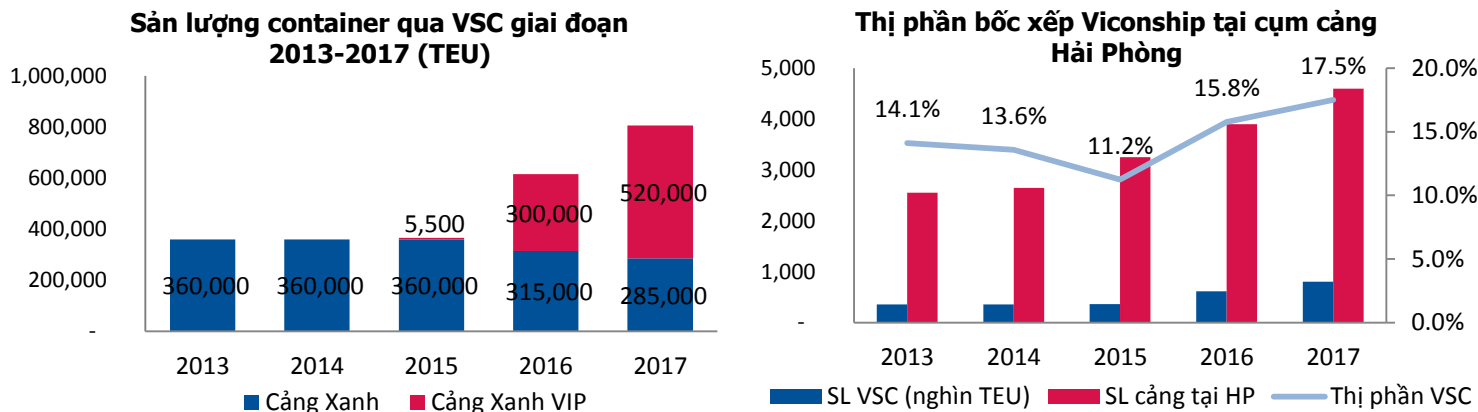
Giới thiệu doanh nghiệp .....	11
Tóm tắt báo cáo tài chính và dự phóng .....	15

## Luận điểm đầu tư

### Điểm nhấn

**Công ty cổ phần Tập đoàn Container Việt Nam (Viconship; mã chứng khoán: VSC)** là một doanh nghiệp lớn và có kinh nghiệm trên 30 năm trong lĩnh vực vận hành cảng biển và kho vận tại Việt Nam. Viconship là công ty vận hành cảng lớn thứ hai tại thành phố Hải Phòng, hai cảng mà công ty vận hành có sản lượng bốc xếp chiếm **14% công suất khai thác** và **17,5% thị phần khai thác** của hệ thống cảng Hải Phòng hiện tại.

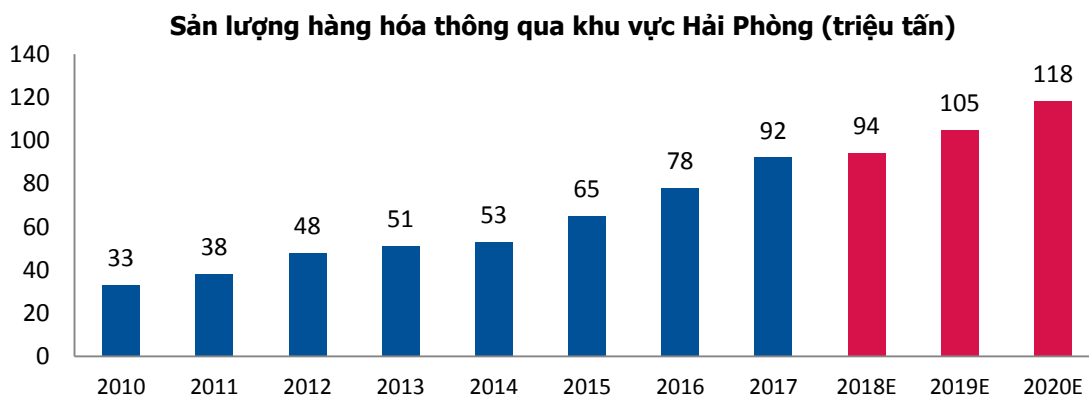
Sản lượng và thị phần bốc xếp của Viconship tại Hải Phòng qua các năm trước:



Nguồn: BCTN VSC, MBS Research tổng hợp

**Ngành cảng biển Việt Nam nói chung và hoạt động kinh doanh của VSC nói riêng được hưởng lợi** từ (i) xu thế phục hồi của ngành vận tải biển thế giới, vốn được củng cố bởi sự tăng trưởng mạnh trở lại của kinh tế cũng như kim ngạch xuất nhập khẩu toàn cầu, (ii) tiềm lực xuất nhập khẩu của nền kinh tế cũng như hưởng lợi từ việc chuyển đổi mô hình của nền kinh tế Trung Quốc.

Cụm cảng Hải Phòng là cửa ngõ giao thương của kinh tế miền Bắc, là một trong hai cụm cảng quan trọng nhất cả nước (sau cụm cảng Đông Nam Bộ), chiếm 20-25% lượng hàng hóa thông quan toàn quốc. Sản lượng container thông quan tại thành phố Hải Phòng có tốc độ tăng trưởng bình quân **16%/năm** trong quá khứ và dự kiến sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng **hai con số** trong tương lai nhờ sự tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu của quốc gia (sẽ được đề cập trong mục phân tích ngành dưới đây).



Nguồn: CTCP Nghiên cứu ngành và tư vấn Việt Nam

**VSC có tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận từ cảng mới VIP GreenPort** - là cảng nằm ở hạ nguồn sông Cấm, sẽ đón được nhiều hơn các khách hàng tàu có trọng tải lớn sau khi cầu Bạch Đằng được xây dựng; trong khi đó cảng Green sẽ được duy trì giảm công suất ở mức vừa phải trước khi ban lãnh đạo có quyết định chuyển đổi công năng.

### Tiêu điểm

Cảng Xanh VIP được góp vốn bởi hai đối tác chính là Viconship và công ty vận tải biển Evergreen - công ty vận tải lớn thứ 5 trên thế giới). Viconship nắm giữ 74% cổ phần tại cảng Xanh VIP và Evergreen nắm giữ khoảng 22%. Việc Evergreen góp vốn vào cảng Xanh VIP nhằm mục đích tạo một cảng chuyên phục vụ cho nhu cầu vận chuyển hàng của mình từ Việt Nam tới cảng trung chuyển Cao Hùng, Hong Kong để vận

chuyển sang khu vực bắc Mỹ. Do vậy lượng hàng thông quan tại cảng Xanh VIP có thể đạt được tốc độ tăng trưởng bền vững mà vẫn đảm bảo tính cạnh tranh với các cảng khác.

Cảng Xanh VIP đã được đầu tư hoàn thiện, công suất cảng đạt tới **800.000 TEU/năm**. Hiện tại cảng mới đạt **65% công suất**, chúng tôi dự kiến rằng sản lượng hàng hóa thông qua cảng sẽ tiếp tục tăng trưởng trong tương lai với sự hợp tác của đối tác Evergreen.

Ngoài ra, việc niêm yết cảng VIP Green Port (Mã chứng khoán VGR) vào ngày 12/4/2018 sẽ là yếu tố thúc đẩy sự chú ý của thị trường tới cả Viconship và công ty con sắp lên sàn.

## Rủi ro chính

**Rủi ro cạnh tranh:** Sự hấp dẫn từ tiềm năng tăng trưởng sản lượng hàng hóa thông quan tại Hải Phòng kéo theo sự tham gia của các đối thủ lớn. Trong năm 2018, CTCP Gemadept xây dựng cảng Nam Đình Vũ bên cạnh cảng Xanh VIP, có công suất giai đoạn 1 là 600.000 TEU. Cùng năm, Cảng Lạch Huyện được xây dựng tại đảo Cát Hải theo hình thức PPP, có công suất GĐ1 là 1.100.000 TEU, dự kiến sẽ là cảng biển lớn nhất và là cảng nước sâu duy nhất tại miền Bắc. Ngoài ra trong quý I/2018, cảng Tân Vũ (thuộc CTCP Cảng Hải Phòng - doanh nghiệp vận hành cảng biển lớn nhất tại miền Bắc), đầu tư thêm 2 căn trục để nâng công suất thêm 300.000 TEU, như vậy công suất tại cụm cảng Hải Phòng sẽ tăng thêm **2 triệu TEU** trong năm 2018. Đây là rủi ro trực tiếp mà VSC sẽ phải đối mặt trong thời gian tới.

**Rủi ro tiềm tàng trên thế giới là rủi ro chiến tranh thương mại** có thể xảy ra khi hai nền kinh tế lớn nhất thế giới là Mỹ và Trung Quốc liên tục áp thuế nhập khẩu lên nhau, dẫn tới thuế bị leo thang và tác động xấu tới toàn bộ hệ thống giao thương toàn cầu. Đây là rủi ro nằm ngoài tầm kiểm soát của VSC cũng như tác động không thể lượng hóa được.

## Định giá và cơ sở của giá mục tiêu

**Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị cổ phiếu VSC, chúng tôi không sử dụng phương pháp định giá so sánh do phương pháp này không đánh giá được bối cảnh cạnh tranh trong tương lai của ngành cũng như yếu tố nội tại của VSC so với các doanh nghiệp khác.**

**Chiết khấu dòng tiền:** Chúng tôi thực hiện phương pháp FCFF với VSC trong giai đoạn 2018-2023, bao gồm hai cấu phần: (1) 100% dòng tiền từ công ty mẹ và các công ty con không bao gồm cảng Xanh VIP và (2) 64% dòng tiền của cảng Xanh VIP (tỷ lệ nắm giữ cổ phần của VSC tại Cảng Xanh VIP). Phương pháp FCFF đưa ra giá trị VSC là **37.200 đồng/CP**. Do vậy chúng tôi khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** đối với cổ phiếu VSC.

Các giả định dự phóng như sau:

- Sản lượng cảng Xanh VIP sẽ **tăng trưởng 20%** trong năm 2018, **10%** trong năm 2019 và sau đó tăng với tốc độ bình quân **5%/năm**; sự tăng trưởng này được hỗ trợ bởi Evergreen.
- Sản lượng khai thác cảng Xanh mỗi năm giảm khoảng 5-10% và đạt **170.000 TEU** vào năm 2023.
- Cảng Xanh VIP đầu tư cầu cảng số 5 vào năm 2018 trị giá **72 tỷ đồng**.
- Đầu tư duy trì Tài sản cố định chiếm **10% doanh thu** hàng năm.
- WACC trong 6 năm đầu và dài hạn lần lượt là **15,6%** và **17,3%**.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn là **0%/năm** (giả định doanh nghiệp không tăng trưởng dài hạn sau khi cảng Xanh VIP toàn dụng công suất).

Tính giá trị WACC	
Chỉ số	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	5,0%
Phần bù rủi ro thị trường	12,8%
Beta	1,09
Chi phí vốn chủ sở hữu	18,9%
Chi phí nợ (sau thuế)	6,8%
Tỷ trọng vốn chủ sở hữu (E/V)	72,8%
Tỷ trọng nợ (D/V)	27,2%
<b>WACC giai đoạn 2018-2023</b>	<b>15,6%</b>
<b>WACC dài hạn</b>	<b>17,3%</b>

Nguồn: MBS dự phóng

## Phân tích cạnh tranh

### Đánh giá sự hấp dẫn của ngành

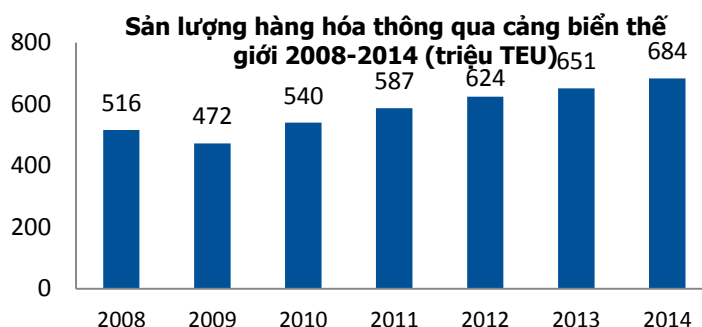
#### Ngành cảng biển thế giới

**Sản lượng hàng hóa giao thương toàn cầu** cùng với ngành cảng biển thế giới đang diễn ra sự phục hồi đáng kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008. Sản lượng hàng hóa vận tải trên thế giới và hàng hóa thông qua cảng toàn cầu đã có sự tăng trưởng tích cực, sự tăng trưởng này được củng cố bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ của kinh tế toàn cầu.

Một yếu tố củng cố thêm cho sự tăng trưởng này là việc Mỹ giảm thuế TNDN từ 35% xuống còn 21%. Dự kiến rằng sẽ có ít nhất **500 tỷ USD** được bổ sung vào nền kinh tế Mỹ do lượng tiền thuế giảm đi và các khoản tiền hồi hường từ các công ty đa quốc gia. Số vốn này sẽ được đầu tư vào hoạt động sản xuất kinh doanh (thúc đẩy giao thương, được đầu tư bởi doanh nghiệp) thay vì đầu tư vào lĩnh vực tiện ích công cộng (được đầu tư bởi Chính phủ).

Tăng trưởng GDP (%)	2013	2014	2015	2016	2017
Mỹ	1.7%	2.6%	2.9%	1.5%	2.3%
Trung Quốc	7.6%	7.3%	6.9%	6.7%	6.9%
Khối Eurozone	-0.2%	1.2%	1.9%	1.7%	2.5%
Nhật Bản	2.0%	0.3%	1.2%	1.0%	1.5%
<b>Toàn cầu</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.0%</b>

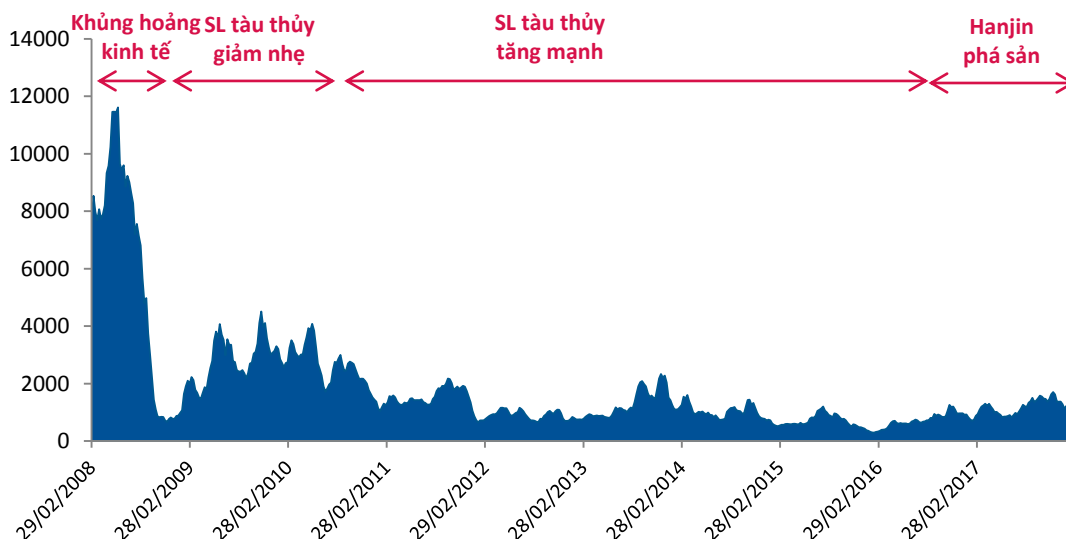
Nguồn: World Bank, MBS Research tổng hợp



**Chỉ số Baltic Dry Index (BDI)** đo lường cung cầu vận chuyển hàng rời (commodities) trên thế giới, gián tiếp quyết định tới giá cước vận chuyển các hãng tàu biển (bao gồm tàu container) cũng như giá bốc xếp container tại các cảng biển toàn cầu. Như vậy chỉ số BDI cũng quyết định giá cước tại các cảng biển Việt Nam. Biến động của chỉ số BDI được tính toán bởi: (1) phía cầu: sản lượng hàng hóa giao thương toàn cầu, được quyết định bởi tăng trưởng kinh tế toàn cầu và (2) phía cung: Số lượng tàu chở hàng trên thế giới. Chúng tôi dự phóng rằng trong tương lai chỉ số BDI sẽ tiếp tục phục hồi nhờ kinh tế toàn cầu tăng trưởng.

Do sự suy giảm của chỉ số BDI, giá cước bốc xếp container của các cảng biển Việt Nam nói chung và VSC đều giảm mạnh, từ mức **60 USD/TEU** năm 2013-2014 giảm còn **43 USD/TEU** vào năm 2016. Năm 2017, do hãng tàu Hanjin phá sản khiến nguồn cung tàu giảm làm chỉ số BDI tăng, giá cước tăng trở lại lên mức **46-48 USD/TEU**.

#### Baltic Dry Index 02/2008-02/2018



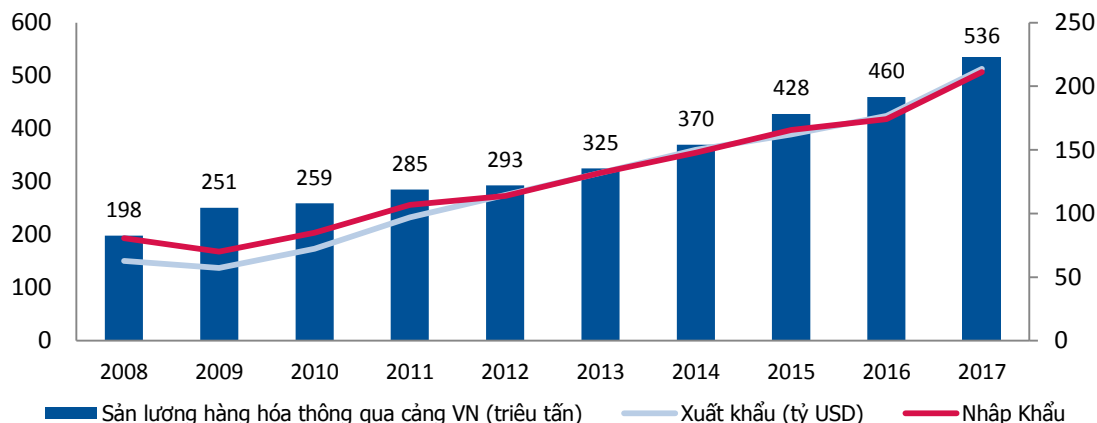
Nguồn: MBS Research tổng hợp

### Ngành cảng biển Việt Nam

Hệ thống cảng biển Việt Nam là **hệ thống cảng vệ tinh (feeder ports)** xung quanh các cảng trung chuyển Singapore, Hong Kong và Cao Hùng. Hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam chủ yếu đi qua (1) cảng Hong Kong, Cao Hùng để xuất hàng tới châu Mỹ, Nhật, Hàn Quốc và (2) cảng Singapore để xuất hàng tới châu Âu; hàng nhập khẩu vào Việt Nam đi theo chiều ngược lại.

Là nền kinh tế định hướng xuất khẩu, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam luôn duy trì trên 80% GDP các năm. Trong giai đoạn 2008-2017, sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam tăng trưởng với tốc độ bình quân **11,7%/năm**. Tốc độ tăng trưởng cao nhờ kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam trong giai đoạn cũng tăng trưởng mạnh, với tốc độ bình quân là 12,8%/năm.

**Sản lượng hàng hóa thông qua cảng Việt Nam và Kim ngạch XNK**

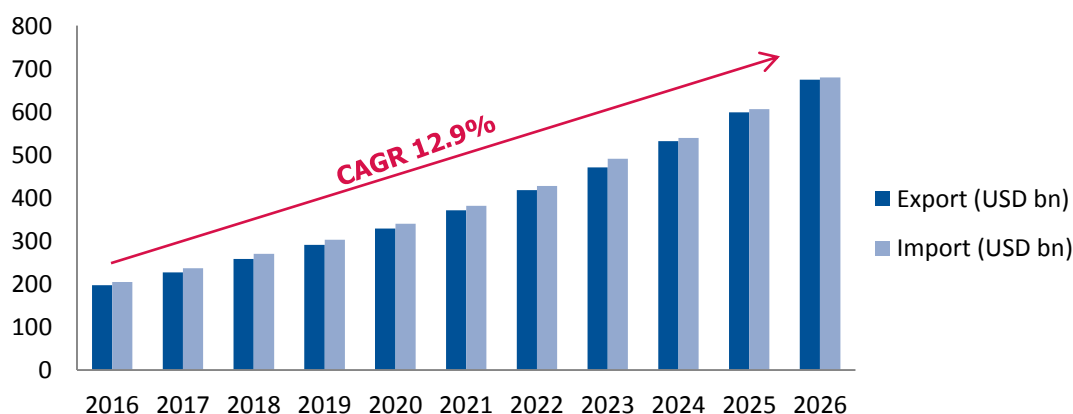


Nguồn: Cục hàng hải Việt Nam, Tổng cục Thống kê

Hệ thống cảng biển Việt Nam chia làm 6 nhóm, bao gồm: (1) Nhóm cảng biển Bắc Bộ, (2) Bắc Trung Bộ, (3) Trung Trung Bộ, (4) Nam Trung Bộ, (5) Đông Nam Bộ và (6) Đồng bằng Sông Cửu Long; trong đó **nhóm cảng biển Bắc Bộ và Đông Nam Bộ** là hai nhóm cảng biển lớn nhất, chiếm trên 95% công suất xếp dỡ hàng cả nước, trong đó nhóm cảng Đông Nam Bộ chiếm khoảng **70-75%** sản lượng container các năm, nhóm cảng Bắc Bộ chiếm từ **20-25%**. Tại nhóm cảng biển Đông Nam Bộ, Tổng công ty Tân Cảng Sài Gòn là doanh nghiệp lớn nhất với công suất 6,5 triệu TEU/năm, chiếm 80% sản lượng thông quan tại miền Nam và 50% sản lượng thông quan cả nước hàng năm. Tại nhóm cảng biển Bắc Bộ, CTCP Cảng Hải Phòng là doanh nghiệp lớn nhất với công suất 2 triệu TEU/năm.

Chúng tôi dự báo sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng cao nhờ (1) **Trung Quốc chuyển đổi mô hình** từ kinh tế định hướng xuất khẩu sang kinh tế định hướng tiêu dùng, hoạt động sản xuất công nghiệp của Trung Quốc sẽ được chuyển dần sang các quốc gia có dân số lớn và chi phí lao động chưa cao như Việt Nam, Bangladesh, Myanmar, Nigeria,... và (2) Việt Nam sẽ duy trì **nền kinh tế định hướng xuất khẩu** để đón dòng vốn FDI chuyển từ Trung Quốc vào Việt Nam, nhằm tạo việc làm cho tầng lớp lao động và tích lũy ngoại tệ. Theo tổ chức nghiên cứu kinh tế BMI, kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam sẽ tăng với tốc độ bình quân **12,9%/năm** trong giai đoạn 2017-2026.

**Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam 2016-2026 (tỷ USD)**





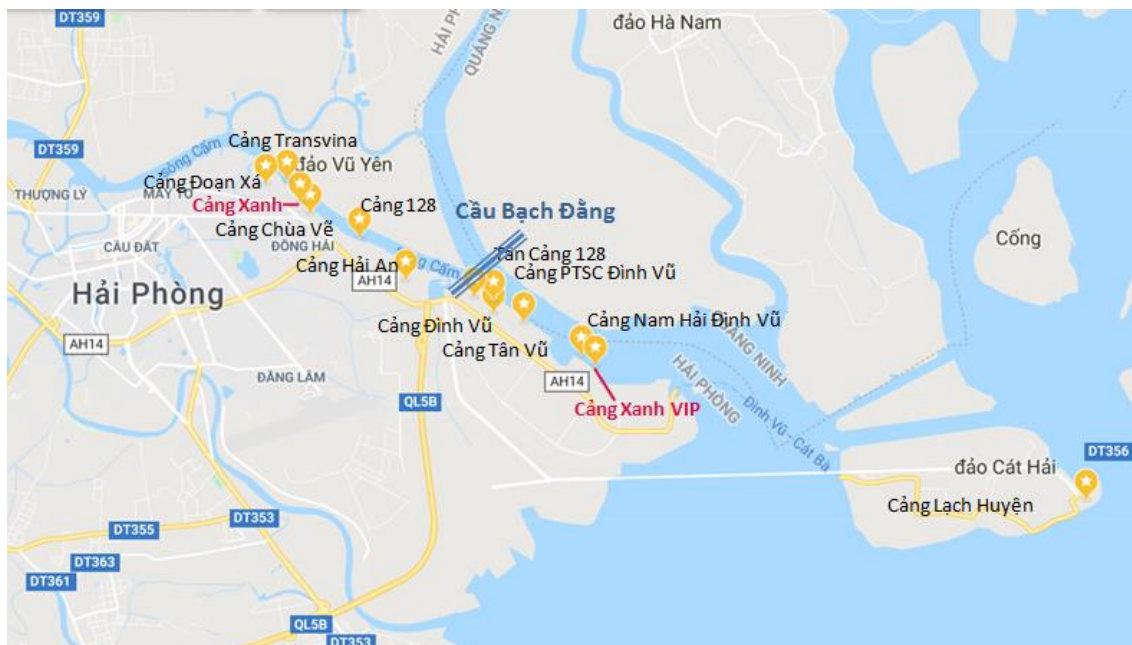
**Sự tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua hệ thống cảng Hải Phòng** sẽ được đảm bảo vì cụm cảng Hải Phòng là một trong hai khu vực cảng chính của Việt Nam, và có nền tảng là sản lượng xuất nhập khẩu hàng hóa của Việt Nam sẽ tăng lên trong tương lai. Theo dự báo của VIRAC, sản lượng hàng hóa thông qua cụm cảng Hải Phòng sẽ tăng từ 78 triệu tấn (khoảng 4 triệu TEU) năm 2016 lên 118 triệu tấn (6 triệu TEU) vào năm 2020, tức tăng trưởng bình quân **10,9%/năm** – tương đương khoảng **400.000-450.000 TEU/năm**. Nếu tốc độ tăng trưởng duy trì được như trong quá khứ (15-16%), sản lượng hàng hóa thông quan tại Hải Phòng có thể tăng tới **650.000-700.000 TEU/năm**. Các cảng tại Hải Phòng sẽ được hưởng lợi từ sự tăng trưởng bền vững này.

### Lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp

Viconship là doanh nghiệp vận hành cảng lớn thứ hai tại thành phố Hải Phòng xét về sản lượng container xử lý. VSC sở hữu 2 cảng gồm cảng Xanh ở thượng nguồn sông Cấm, và cảng Xanh VIP ở hạ nguồn sông Cấm. Các cảng của VSC có trang thiết bị công nghệ hiện đại được nhập từ các quốc gia tiên tiến trên thế giới như Đức, Nhật Bản, Thụy Điển.

Hai cảng của VSC thực hiện giao dịch hàng hóa chủ yếu với cảng trung chuyển Cao Hùng (chiếm **60-70%** sản lượng container quá cảng), cảng trung chuyển Hong Kong (chiếm **10-15%**) và cảng trung chuyển Singapore (chiếm **10-15%**). Các khách hàng chính của VSC là các hãng tàu biển lớn trên thế giới như Evergreen, Maersk Line, OOCL, COSCO, MOL,... Ưu điểm của Viconship là chỉ khai thác cho các hãng tàu nước ngoài vốn có thời gian trả tiền nhanh và có cam kết kinh doanh ổn định.

Hệ thống cảng tại TP.Hải Phòng:



*Nguồn: MBS Research tổng hợp*

Cảng Xanh của VSC có công suất bốc xếp 300.000 container (TEU)/năm, Cảng Xanh VIP có công suất 500.000 TEU/năm. Cảng Xanh VIP mới đi vào hoạt động trong năm 2016, dự kiến sẽ là tiềm năng phát triển mới của doanh nghiệp. Trong đầu năm 2018 Công ty đã đầu tư thêm một cầu cảng loại mới nữa để nâng công suất cảng Xanh VIP lên tới 800.000 TEU/năm, cầu cảng mới có thể hoạt động ngay trong đầu năm 2018.

Tổng công suất của VSC sau khi đầu tư thêm 2 cầu cảng mới lên tới hơn 1,1 triệu TEU/năm, chiếm **19,1%** tổng công suất thiết kế của cụm cảng Hải Phòng.

Cảng	Năm 2017		Kể từ năm 2018	
	Số cầu trục	Công suất (TEU/năm)	Số cầu trục	Công suất (TEU/năm)
Cảng Xanh	2	300.000	2	300.000
Cảng Xanh VIP	4	500.000	5	800.000
<b>Tổng cộng</b>	<b>6</b>	<b>800.000</b>	<b>7</b>	<b>1.100.000</b>

*Nguồn: BCTN VSC, MBS Research tổng hợp*

**Việc xây cầu Bạch Đằng tại sông Cấm** sẽ chia cụm cảng Hải Phòng làm 2 phần là thượng nguồn và hạ nguồn. Các cảng ở thượng nguồn do bị chặn bởi cầu Bạch Đằng, sẽ chỉ đón được các tàu có tải trọng dưới 20.000 DWT – đa phần thuộc các hãng tàu trong nước. Các tàu trọng tải lớn đa phần là tàu của các hãng tàu nước ngoài với giá cước tốt và cơ chế trả tiền nhanh chóng hơn các hãng tàu nội. Do vậy các hãng tàu sẽ chuyển các tàu có tải trọng lớn sang các cảng ở hạ nguồn, như vậy cảng VIP Green Port của VSC vốn ở hạ nguồn và có công suất lớn sẽ được hưởng lợi.

Hệ thống cảng Hải Phòng với số liệu kỹ thuật trong năm 2018 như sau:

Cảng biển tại sông Cấm – Hải Phòng	Số cần tàu	Tải trọng tàu (DWT)	Mớn nước sâu (m)	Công suất (TEU)	Chủ đầu tư
<b>Thượng nguồn</b>				<b>2.350.000</b>	
Green Port	2	10.000	7,8	300.000	CTCP Tập đoàn Container VN
Đoạn Xá	1	10.000	8,4	250.000	CTCP Cảng Đoạn Xá
Hải An	1	20.000	8,7	250.000	CTCP Vận tải và xếp dỡ Hải An
Chùa Vẽ	5	10.000	8,4	500.000	CTCP Cảng Hải Phòng
Hoàng Diệu	11	10.000	7,4	400.000	CTCP Cảng Hải Phòng
Transvina	1	7.000	7,8	200.000	Vinalines
Tân Cảng 128	3	15.000	8,2	300.000	TCT Tân Cảng Sài Gòn
Nam Hải	1	10.000	9,0	150.000	CTCP Gemadept
<b>Hạ nguồn (2018)</b>				<b>5.400.000</b>	
VIP Green Port	5	30.000	9,5	800.000	CTCP Tập đoàn Container VN
Đình Vũ	2	40.000	8,7	600.000	CTCP Cảng Hải Phòng (Cty mẹ)
Tân Cảng 189	1	15.000	8,7	200.000	TCT Tân Cảng Sài Gòn
PTSC Đình Vũ	1	20.000	8,5	300.000	CTCP Cảng DV Dầu khí Đình Vũ
Tân Vũ (2018)	7	20.000	10,5	1.300.000	CTCP Cảng Hải Phòng
Nam Hải Đình Vũ	4	30.000	-	500.000	CTCP Gemadept
Nam Đình Vũ (2018)	7	30.000	-	600.000 (GD1)	CTCP Gemadept
Lạch Huyện (2018)	-	80.000-100.000	14,0	1.100.000 (GD1)	Bộ GTVT (đầu tư PPP)
<b>Công suất năm 2017</b>				<b>5.750.000</b>	
<b>Công suất từ năm 2018</b>				<b>7.750.000</b>	Tăng thêm từ Cảng Tân Vũ, Nam Đình Vũ, Lạch Huyện

*Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, MBS Research tổng hợp*

**Tuy nhiên, kể từ năm 2018 lợi thế cạnh tranh của VSC phần nào sẽ bị xói mòn.** Như đã phân tích ở trên, 3 đối thủ mới của VSC sẽ bổ sung công suất khai thác thêm 2 triệu TEU, tăng 37% tổng công suất của cụm cảng Hải Phòng. Các cảng mới đều đặt ở hạ nguồn sông Cấm với lợi thế như cảng Xanh VIP, đặc biệt cảng Lạch Huyện là cảng nước sâu có thể đón tàu trọng tải rất lớn. Đối với khách hàng của các cảng là các hãng tàu khi giao và lấy hàng hóa tại cụm cảng Hải Phòng; khi có nhiều cảng hơn, đặc biệt có thêm một cảng nước sâu với công suất lớn sẽ làm mờ nhạt ưu thế của Viconship.

**Đôi tác chiến lược Evergreen chiếm 22% cổ phần cảng Xanh VIP (dự kiến tỷ lệ trong tương lai là 32%)** có thể giúp Viconship duy trì tăng trưởng lượng hàng hóa, tuy nhiên giá cước khai thác của Viconship sẽ phải hạ xuống theo giá chung của thị trường cảng Hải Phòng.

## Chiến lược của doanh nghiệp

### Đầu tư cảng Xanh

Viconship từ khi thành lập năm 1985 nguyên là công ty vận tải container đường bộ chứ không phải doanh nghiệp vận hành cảng. Sau 20 năm hoạt động, VSC nhận thấy rằng ngành vận tải đường bộ có biên lợi nhuận mỏng do cạnh tranh gay gắt bởi khả năng tham gia dễ dàng của đối thủ mới. Trong khi đó lĩnh vực cảng biển đang có tiềm năng rất lớn từ định hướng kinh tế xuất khẩu của Chính phủ Việt Nam sau thời kỳ mở cửa nền kinh tế; với sản phẩm xuất khẩu chủ lực đầu tiên là gạo, sau đó là các nông thủy sản khác, các



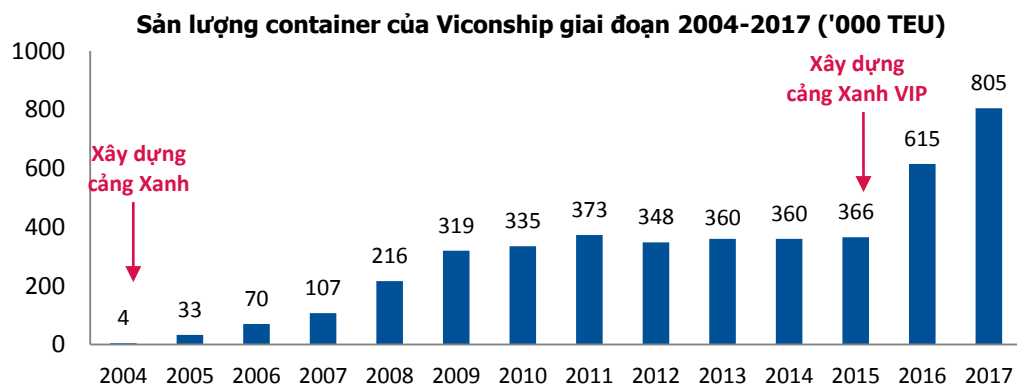
sản phẩm dệt may, da giày và hiện nay là sản phẩm điện tử. Nhận thấy xu thế xuất nhập khẩu ngày càng gia tăng, công ty quyết định đầu tư vào cảng biển đầu tiên của mình là cảng Xanh.

Cảng Xanh được Viconship đầu tư vào tháng 9 năm 2004 tại thượng nguồn sông Cấm nhằm đáp ứng nhu cầu vận chuyển hàng hóa xuất nhập khẩu bằng container ngày càng gia tăng tại khu vực kinh tế phía Bắc; cầu cảng thứ nhất được lắp đặt sau hai năm. Năm 2006, công ty đầu tư thêm một cầu cảng mới để nâng gấp đôi công suất. Tới năm 2009, sản lượng xử lý container của hai cầu cảng đã đạt 319.000 TEU (vượt công suất thiết kế). Việc sản lượng lắp đặt cầu cảng Xanh trong vòng 5 năm đã chứng minh chiến lược chuyển hướng kinh doanh sang lĩnh vực vận hành cảng của Viconship ban đầu là đúng đắn.

### Đầu tư cảng Xanh VIP

Cảng Xanh là một thành công lớn của Viconship trong giai đoạn 2004-2009. Tuy nhiên do chiều dài cầu tàu và diện tích cảng hạn chế, nên cảng Xanh không thể đầu tư thêm cầu trục để nâng công suất. Ngoài ra do cảng nằm ở thượng nguồn sông, vì độ sâu môn nước thấp, chiều rộng của sông hẹp làm cho vũng quay tàu nhỏ cũng như chiều dài của cảng không dài, cảng Xanh không thể đón được các tàu có trọng tải trên 10.000 DWT. Lãnh đạo Viconship nhìn nhận rằng, cần đầu tư thêm một cảng để tạo động lực tăng trưởng mới cho doanh nghiệp. Ngoài ra, cảng mới phải đáp ứng tiêu chí ở hạ nguồn sông có chiều rộng/vũng quay tàu lớn, chiều dài cảng lớn hơn và có độ môn nước sâu để đón các tàu có tải trọng lớn.

Cảng Xanh VIP được đầu tư vào năm 2015 với tiêu chuẩn kỹ thuật cao hơn cảng cũ (được đề cập ở trên), có công suất thiết kế lên đến 500.000 TEU, trong năm 2018 được đầu tư thêm để đạt công suất 800.000 TEU, có thể đón cùng lúc 2 tàu trọng tải 2.000 TEU (30.000 DWT). Ngoài ra cảng Xanh VIP còn được góp vốn bởi đối tác chiến lược là Evergreen nên có thể đảm bảo sản lượng cho cảng này từ đối tác. Năm 2016 là năm vận hành chính thức, sản lượng cảng Xanh VIP đạt 300.000 TEU và năm 2017 đạt 520.000 TEU. Cảng Xanh VIP với tốc độ lắp đặt còn nhanh hơn cảng Xanh, sẽ là động lực tăng trưởng của Viconship trong trung – dài hạn. Tuy rằng gặp phải cạnh tranh gay gắt, nhưng vẫn có thể thấy rằng việc phát triển cảng Xanh VIP là định hướng đúng đắn của ban lãnh đạo công ty.



Nguồn: BCTN VSC, MBS Research tổng hợp

## Phân tích tài chính và dự phóng

### Phân tích kết quả kinh doanh (profit and loss) và earnings models

Kết quả kinh doanh của VSC được chúng tôi dự phóng với các giả định sau:

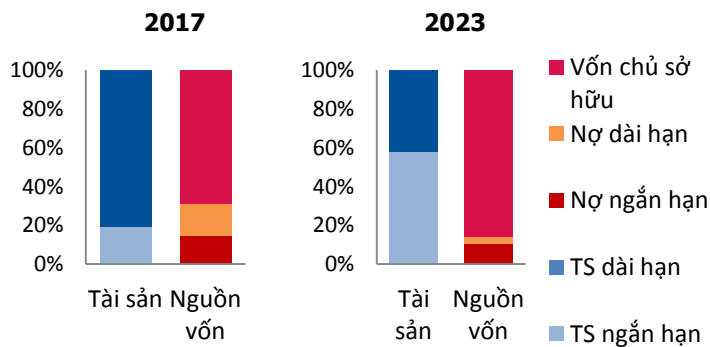
- Sản lượng cảng Xanh VIP sẽ **tăng trưởng 20%** trong năm 2018, **10%** trong năm 2019 và sau đó tăng với tốc độ bình quân **5%/năm**. Sản lượng cảng Xanh VIP đạt toàn dụng công suất vào năm 2023.
- Sản lượng khai thác cảng Xanh mỗi năm giảm khoảng 5-10% và đạt **170.000 TEU** vào năm 2023.
- Giá cước bốc xếp container giảm **8%/năm** trong hai năm 2018-2019 do gặp cạnh tranh mạnh từ cảng Nam Đình Vũ và cảng Lạch Huyện, sau đó duy trì ở mức **39 USD/TEU** trong các năm tiếp theo.
- Các công ty con duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân **2%/năm**.
- Biên lợi nhuận VIP Green Port giảm trong hai năm 2018-2019 và đạt lần lượt là 31,1% và 27,8% do giá cước bốc xếp giảm, sau đó tăng dần và đạt 31,2% vào năm 2023. Trong khi đó biên lợi nhuận của cảng Green Port giảm dần; các công ty con duy trì biên lợi nhuận.
- Doanh thu hoạt động tài chính tăng mạnh do dòng tiền từ HĐKD từ hai cảng rất tốt, chi phí tài chính giảm dần do nợ dài hạn của Viconship giảm (để tài trợ xây dựng cảng VIP Green).

- Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng với tốc độ **5%/năm**.
- Thuế thu nhập doanh nghiệp của cảng VIP Green Port trong giai đoạn 2016-2019 là **0%**, giai đoạn 2020-2023 là **5%**.
- Viconship sở hữu **64% cổ phần** tại VIP Green Port (sau khi **bán 10% cổ phần** cho đối tác chiến lược Evergreen trong năm 2018). Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ là 100% lợi nhuận từ Green Port và các công ty con và 64% lợi nhuận từ VIP Green Port.

Chỉ tiêu	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>Sản lượng container (TEU)</b>	<b>805.000</b>	<b>894.000</b>	<b>936.400</b>	<b>950.720</b>	<b>966.756</b>	<b>984.594</b>
Cảng Green Port	285.000	270.000	250.000	230.000	210.000	190.000
Cảng VIP Green Port	520.000	624.000	686.400	720.720	756.756	794.594
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>1.303</b>	<b>1.326</b>	<b>1.300</b>	<b>1.320</b>	<b>1.341</b>	<b>1.365</b>
Cảng Green Port	326	284	242	222	203	184
Cảng VIP Green Port	539	595	603	633	664	697
Các công ty con	438	447	456	465	474	483
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>895</b>	<b>914</b>	<b>915</b>	<b>924</b>	<b>934</b>	<b>946</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>408</b>	<b>412</b>	<b>385</b>	<b>395</b>	<b>407</b>	<b>419</b>
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>25</b>	<b>41</b>	<b>58</b>	<b>76</b>
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>50</b>	<b>47</b>	<b>43</b>	<b>43</b>	<b>38</b>	<b>34</b>
<b>Chi phí bán hàng và QLDN</b>	<b>70</b>	<b>73</b>	<b>77</b>	<b>81</b>	<b>85</b>	<b>89</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>298</b>	<b>304</b>	<b>290</b>	<b>313</b>	<b>341</b>	<b>372</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế cho công ty mẹ</b>	<b>237</b>	<b>224</b>	<b>215</b>	<b>226</b>	<b>244</b>	<b>264</b>
<b>EPS (đồng/CP)</b>	<b>4.735</b>	<b>4.478</b>	<b>4.286</b>	<b>4.510</b>	<b>4.875</b>	<b>5.262</b>

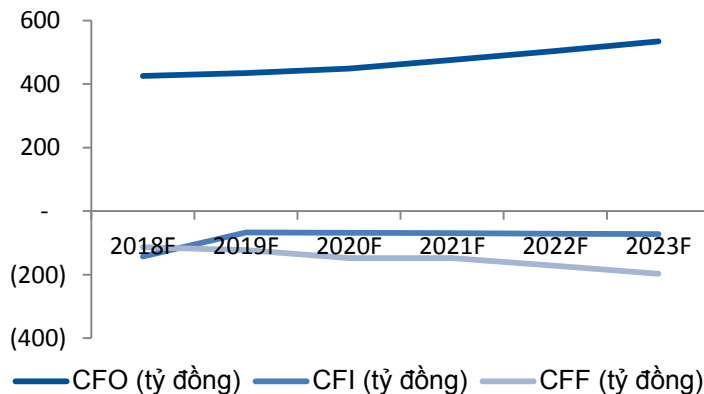
Nguồn: MBS dự phóng

### Bảng cân đối kế toán (balance sheet)



- Trong năm 2017, VSC mới hoàn thành đầu tư tài sản cố định giai đoạn 2 cho cảng Xanh VIP, do đó tỷ trọng tài sản dài hạn trên tổng tài sản lớn (chiếm 80,1% tổng tài sản).
- Sau 6 năm hoạt động, với dòng tiền lớn được tạo ra (mỗi năm trên 400 tỷ đồng), tỷ trọng tài sản ngắn hạn ngày càng tăng và chiếm tỷ trọng lớn vào năm 2023 (chiếm 57,9%).
- Vào cuối năm 2017, VSC còn dư nợ tín dụng 520 tỷ đồng (khoản vay dùng để đầu tư xây dựng cảng Xanh VIP vào năm 2015), tỷ trọng nợ trên tổng nguồn vốn chiếm 31,1%. Càng về sau, tỷ trọng nợ càng ngày càng thấp do VSC trả nợ dần, tới năm 2023 chỉ còn chiếm 7,4% tổng nguồn vốn.

### Phân tích dòng tiền (Cash flow)



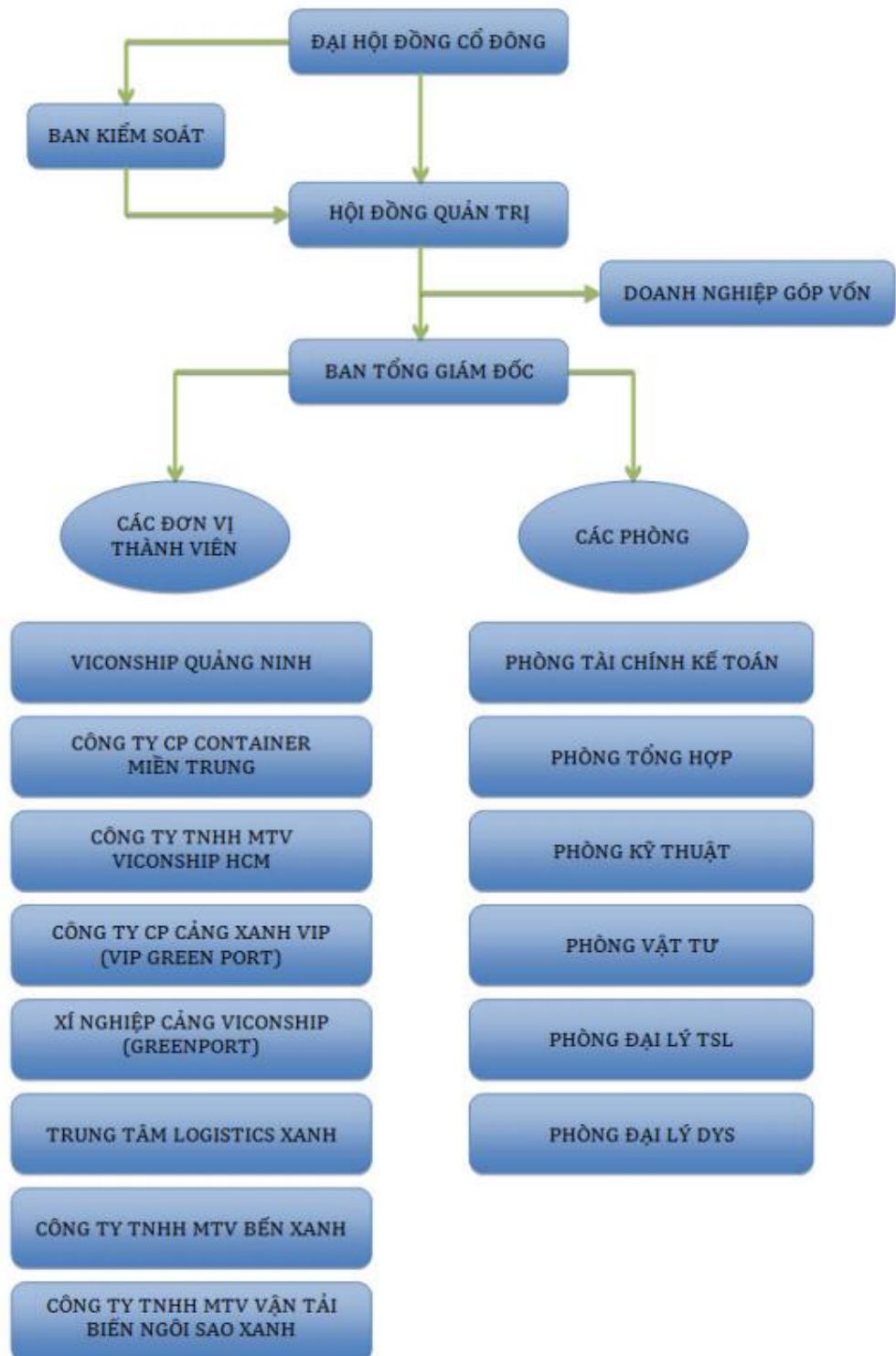
- Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của VSC tăng trưởng đều mỗi năm, tăng từ 425 tỷ đồng vào năm 2018 lên 534 tỷ đồng năm 2023, nhờ việc cảng Xanh VIP ngày càng tăng trưởng sản lượng.
- Dòng tiền từ hoạt động đầu tư tăng mạnh trong năm 2018 do VSC đầu tư cầu cảng số 6 trị giá 72 tỷ đồng, sau đó mỗi năm công ty chi 10% doanh thu cho hoạt động đầu tư duy trì tài sản cố định.
- Dòng tiền từ hoạt động tài chính tăng dần do việc trả nợ cũng như chi trả dòng cổ tức ngày càng tăng. Cổ tức bằng tiền của VSC tăng từ 2.000 đồng/CP trong năm 2018 lên 3.000 đồng/CP năm 2023.

## Phụ lục 1: Giới thiệu về doanh nghiệp Viconship

Công ty cổ phần Tập đoàn Container Việt Nam (Viconship; mã chứng khoán: VSC) được thành lập vào ngày 27/07/1985. Năm 2002, công ty tiến hành cổ phần hóa theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ. Cuối năm 2007, công ty đăng ký niêm yết trên sàn HSX với mã chứng khoán là VSC.

VSC đã có lịch sử hoạt động trên 30 năm trong lĩnh vực logistics; các hoạt động chính của công ty bao gồm (i) bốc xếp container; (ii) lưu kho bãi, kho hàng rời (CFS) và (iii) đại lý tàu biển, vận tải đa phương thức, sửa chữa cho thuê container. Các hoạt động của VSC được quản lý thông qua công ty mẹ VSC và 6 công ty con cùng với 3 công ty liên kết.

Cơ cấu doanh nghiệp Viconship:



Nguồn: MBS Research tổng hợp

## Các hoạt động kinh doanh chính

### Hoạt động bốc xếp container

Viconship vận hành hai cảng tại Hải Phòng, bao gồm cảng Xanh (Green Port) tại thượng nguồn sông Cấm và cảng Xanh VIP (VIP Green Port) tại hạ nguồn sông Cấm – Hải Phòng, nằm trong cụm cảng Miền Bắc (gồm Hải Phòng và Quảng Ninh), là một trong hai cụm cảng lớn nhất Việt Nam (cùng với cụm cảng Đông Nam Bộ). Các cảng của VSC có trang thiết bị công nghệ hiện đại được nhập từ các quốc gia tiên tiến trên thế giới như Đức, Nhật Bản, Thụy Điển.

Các cảng được trang bị cần trục QC (được thể hiện trong hình dưới đây) dùng để gắp container từ tàu vào khu vực cảng, đặt lên xe đầu kéo để chở đi, và ngược lại. Các cần trục RTG được sử dụng để di chuyển các container trong kho bãi. Viconship tính phí trên mỗi container được gắp từ tàu xuống bãi cảng và từ bãi cảng lên tàu. Cần trục QC là phương tiện trực tiếp tạo ra doanh thu cho cảng; các xe đầu kéo, xe nâng, cần trục RTG và các công cụ máy móc khác thực hiện các hoạt động hỗ trợ và tạo ra doanh thu phí dịch vụ vận chuyển.



Cần trục QC



Cần trục RTG

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Cảng Xanh của VSC có công suất bốc xếp 300.000-350.000 container (TEU)/năm, Cảng Xanh VIP có công suất 500.000 TEU/năm. Trong năm 2018, Viconship đã đầu tư xây dựng thêm một cầu cảng để nâng công suất cảng Xanh VIP lên tới 800.000 TEU/năm, cầu cảng mới có thể hoạt động ngay trong đầu năm 2018.

Tổng công suất của VSC sau khi đầu tư cầu cảng mới lên tới hơn 1,1 triệu TEU/năm.

Sản lượng container thông qua hai cảng của VSC năm 2017 đạt 805.000 container (TEU), chiếm gần **14% công suất** khai thác container tại cụm cảng tại Hải Phòng, và chiếm **17,5% thị phần** bốc xếp trong năm 2017. Tới năm 2017, cảng VIP Green Port mới hoạt động 65% công suất thiết kế.

### Hoạt động lưu kho bãi, kho hàng rời & các dịch vụ khác

VSC sở hữu 9 bãi container trải dài từ Bắc vào Nam, với tổng diện tích lên tới hơn **28 hecta**. Công suất lưu kho của VSC có thể đạt 16.000 container/ngày. VSC thực hiện thu phí đối với các container lưu kho tại các bãi container của VSC.

Đối với kho hàng rời (CFS), VSC sở hữu 2 hệ thống kho CFS tại cảng Chùa Vẽ và khu vực Đình Vũ, với diện tích lần lượt là **5.000m<sup>2</sup>** và **15.000m<sup>2</sup>**. Các kho CFS của VSC thực hiện rút hàng ra khỏi container, lưu kho, vận chuyển và phân phối hàng hóa thông qua hệ thống vận tải toàn quốc; và ngược lại, sắp xếp và đóng hàng rời xuất xứ từ các nơi khác nhau vào container để thực hiện vận chuyển.





*Nguồn: tài liệu VSC, MBS Research tổng hợp*

Các dịch vụ đi kèm mà VSC cung cấp cho khách hàng bao gồm: đại lý tàu biển, làm thủ tục bốc xếp lưu kho hàng rời, cung cấp nước ngọt và thực phẩm và thu xếp nơi ở cho các thuyền viên... vận tải đa phương thức bằng các xe chuyên dụng vận tải container, sửa chữa và cho thuê container. VSC sở hữu đội xe nâng và xe đầu kéo gồm hơn 300 xe, đảm bảo hoạt động kho vận diễn ra thuận lợi cùng với hoạt động bốc xếp hàng hóa.

Hoạt động lưu kho bãi, kho hàng rời cùng các dịch vụ đi kèm là các dịch vụ gia tăng xoay quanh hoạt động cốt lõi của VSC là hoạt động cầu cảng, đóng vai trò quan trọng không kém hoạt động chính; các hoạt động đều tổng hòa thành hệ sinh thái logistics mà Viconship cung cấp không chỉ cho các hãng tàu biển mà cả những nhà sản xuất hàng hóa để xuất khẩu. Doanh thu mỗi năm của các hoạt động này đều duy trì được tốc độ tăng trưởng đáng kể.

Hệ thống kho bãi và kho hàng rời (CFS) của VSC và diện tích (m<sup>2</sup>):

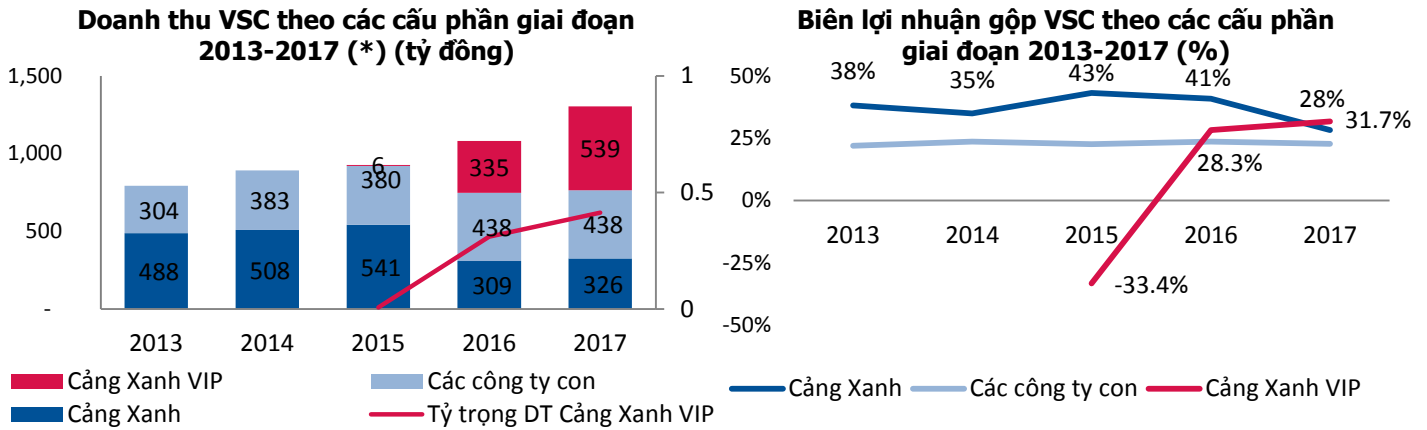
Tên kho bãi	Diện tích kho bãi (m <sup>2</sup> )	Diện tích kho hàng rời (m <sup>2</sup> )
Bãi Chùa Vẽ	60.000	5.000
Bến Xanh	90.000	-
Trung tâm Logistic Xanh	86.000	15.000
Khu vực Đà Nẵng	15.450	-
Khu vực Tp.HCM	27.100	-
<b>Tổng cộng</b>	<b>278.550</b>	<b>20.000</b>

*Nguồn: BCTN VSC, MBS Research tổng hợp*

### Cơ cấu doanh thu, tỷ suất lợi nhuận

Cơ cấu doanh thu của Viconship trong giai đoạn 2013-2015 duy trì được tỷ trọng khá ổn định, với cảng Xanh chiếm khoảng 60% tổng doanh thu mỗi năm, 40% còn lại được tạo ra từ các công ty con chuyên thực hiện chức năng lưu kho bãi, kho hàng rời, kho vận. Trong năm 2015, cảng Xanh VIP chỉ chạy thử nghiệm nên chưa phát sinh doanh thu đáng kể. Trong hai năm 2016 và 2017, tỷ trọng doanh thu của VSC có sự thay đổi căn bản, doanh thu cảng Xanh VIP chiếm lần lượt là 31% và 41% trong hai năm; cảng Xanh giảm từ 60% về còn 28% trong năm 2016 và 25% trong năm 2017, các công ty vẫn duy trì được tỷ trọng khoảng 35-40% trong hai năm qua.

Biên lợi nhuận gộp của cảng Xanh giảm dần từ năm 2015 do công ty giảm dần sản lượng hàng hóa thông qua cảng, giảm dần từ 43% vào năm 2015 còn 28% vào năm 2017; các công ty con duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức 22-24% trong các năm. Trong năm 2015, do cảng Xanh VIP chưa đạt sản lượng cao nên phát sinh lỗ gộp, trong năm 2016 biên lợi nhuận cảng Xanh VIP tăng lên đạt mức 28% và tới năm 2017 đạt 32%.



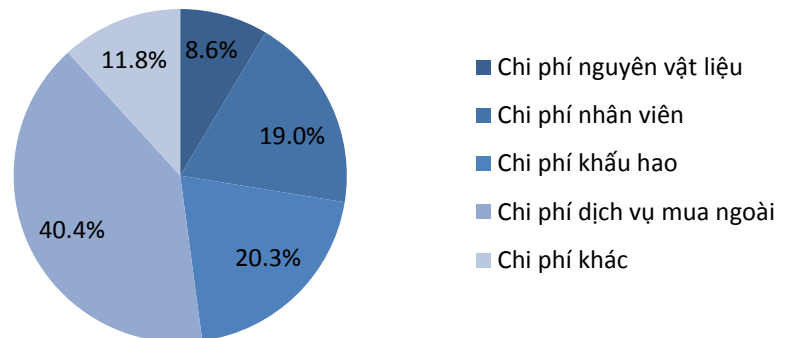
Do cảng Xanh VIP mới chỉ đạt 65% công suất thiết kế và ngành cảng biển Việt Nam cũng như Hải Phòng còn nhiều tiềm năng tăng trưởng, định hướng của VSC là sẽ **tiếp tục gia tăng tỷ trọng doanh thu của cảng Xanh VIP**, cũng như tiếp tục cải thiện tỷ suất lợi nhuận khi ngày càng thúc đẩy sản lượng cao hơn.

### Cơ cấu chi phí

Chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất của Viconship là chi phí dịch vụ mua ngoài, chiếm 40% tổng chi phí doanh nghiệp (bao gồm giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp); chi phí này bao gồm chi phí thuê đất hàng năm, chi phí năng lượng, nước và các chi phí liên quan tới hoạt động cầu cảng. Chi phí khấu hao gồm khấu hao nhà cửa công trình, các thiết bị cầu cảng cũng như phương tiện vận tải; chi phí khấu hao là nhóm chi phí lớn thứ hai, chiếm 20% tổng chi phí của VSC.

Chi phí nhân viên chiếm khoảng 20% tổng chi phí của VSC, bao gồm chi phí cho đội ngũ nhân viên vận hành cầu cảng và các nhân viên điều khiển phương tiện vận tải thực hiện chức năng vận chuyển hàng hóa trong và ngoài kho bãi. Chi phí nguyên vật liệu là chi phí nhiên liệu cho các phương tiện vận tải của VSC.

### Cơ cấu chi phí VSC (Hợp nhất)



Nguồn: BCTN VSC, MBS Research tổng hợp



Phụ lục 2: Tóm tắt và dự phóng báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	1.303	1.326	1.300
Giá vốn hàng bán	895	914	915
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>408</b>	<b>412</b>	<b>385</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	10	13	25
Chi phí tài chính	50	47	43
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	-	-	-
Chi phí bán hàng	15	16	16
Chi phí quản lý doanh nghiệp	55	58	61
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>298</b>	<b>304</b>	<b>290</b>
Lợi nhuận khác	-	-	-
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>298</b>	<b>304</b>	<b>290</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>264</b>	<b>267</b>	<b>253</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>237</b>	<b>224</b>	<b>215</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát</b>	<b>27</b>	<b>42</b>	<b>38</b>

Bảng cân đối kế toán	2017	2018F	2019F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>492</b>	<b>664</b>	<b>904</b>
I. Tiền & tương đương tiền	261	430	675
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	155	153	149
IV. Hàng tồn kho	9	13	18
V. Tài sản ngắn hạn khác	102	62	62
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1.987</b>	<b>1.949</b>	<b>1.836</b>
I. Các khoản Phải thu dài hạn	-	-	-
II. Tài sản cố định	1.202	1.182	1.086
1. Tài sản cố định hữu hình	1.192	1.173	1.078
2. Tài sản cố định vô hình	10	9	8
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	75	75	75
V. Đầu tư tài chính dài hạn	112	112	112
VI. Tài sản dài hạn khác	598	581	563
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.479</b>	<b>2.613</b>	<b>2.740</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>769</b>	<b>712</b>	<b>661</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>369</b>	<b>359</b>	<b>355</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	250	231	227
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	120	128	128
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>400</b>	<b>353</b>	<b>306</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	0	1	2
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	400	353	306
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.710</b>	<b>1.901</b>	<b>2.079</b>
1. Vốn điều lệ	501	501	501
2. Thặng dư vốn cổ phần	36	36	36
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	285	434	574
4. Chênh lệch tỷ giá hối đoái	241	283	322
5. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	647	647	647
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2.479</b>	<b>2.613</b>	<b>2.740</b>

Chỉ số chính	2017	2018F	2019F
<b>Khả năng sinh lời</b>			
Biên lợi nhuận gộp	31%	31%	30%
Biên EBITDA	39%	39%	38%
Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	18%	17%	17%
ROE	14%	12%	11%
ROA	10%	8%	8%
<b>Tăng trưởng</b>			
Doanh thu	20%	2%	-2%
Lợi nhuận gộp	3%	1%	-7%
Lợi nhuận trước thuế	-4%	2%	-5%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-6%	-5%	-4%
EPS	-14%	-5%	-4%
<b>Thanh khoản</b>			
Thanh toán hiện hành	1,33	1,85	2,55
Thanh toán nhanh	1,13	1,63	2,32
Nợ/tài sản	31%	27%	24%
Nợ/vốn chủ sở hữu	45%	37%	32%
Khả năng thanh toán lãi vay	6,77	7,13	7,12
<b>Định giá</b>			
Cổ tức	20%	15%	15%
EPS (VND)	4.735	4.478	4.286
BVPS (VND)	34.114	37.942	41.493

Nguồn: VSC, MBS Research

Liên hệ: Equity Research

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận

Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

Nghân hàng

Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)

Đỗ Ngọc Sơn (Son.DoNgoc@mbs.com.vn)

Vật liệu xây dựng, cao su tự nhiên

Nguyễn Bảo Trung (Trung.NguyenBao@mbs.com.vn)

Hàng không

Nguyễn Nam Khoa (Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn)

Dược phẩm

Nguyễn Đăng Thiện (Thien.NguyenDang@mbs.com.vn)

**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%

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)

Chứng khoán

Phạm Việt Duy (Duy.PhamViet@mbs.com.vn)

Dầu khí, Năng lượng

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)

Logistics

Lê Khánh Tùng (Tung.LeKhanh@mbs.com.vn)

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), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). 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 HỘ 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,