

TỔNG CÔNG TY HÀNG HẢI VIỆT NAM (MVN)

Giá khởi điểm	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND10.000	N/A	N/A	KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Công nghiệp

Ngày 23/08/2018

Vũ Minh Tú

tu.vuminh@vndirect.com.vn

Thông tin IPO

Ngày IPO	05/09/2018
Giá khởi điểm (đồng/ cp)	10.000
Số lượng cổ phần chào bán	488.818.130
% cổ phần lưu hành	34,8%
Loại phát hành	Thứ cấp
Tổng tài sản (tỷ đồng)	28.138
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	14.046

Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa thị trường tại giá khởi điểm (tỷ đồng)	14.046
EPS (VND)	422
ROE	11,7%
P/E (*)	23,7x
P/B (*)	2,5x

**Ước tính dựa trên giá khởi điểm*

Thông tin cổ phiếu

SL CP lưu hành (tr cp)	1.405
Free float (%)	34,8%

Cơ cấu sở hữu sau IPO

Nhà nước	65,0%
Cổ đông khác	34,8%
ESOP	0,2%

Nguồn: VNDIRECT

Tổng công ty Hàng hải Việt Nam (Vinalines) sẽ chào bán lần đầu ra công chúng 489 triệu cổ phần (34,8%) theo phương thức đấu giá công khai với giá khởi điểm 10.000 đồng/cp vào ngày 5/9 và dự kiến sẽ giao dịch trên UPCOM trong vòng 90 ngày với mã chứng khoán MVN. Vinalines là doanh nghiệp hàng hải lớn nhất Việt Nam với 3 mảng lớn: dịch vụ hàng hải, khai thác cảng biển và vận tải biển.

Vinalines cung cấp đầy đủ các giải pháp logistic và dịch vụ hàng hải với mũi nhọn là dịch vụ vận tải biển đóng góp 42,5% tổng doanh thu. Vinalines sở hữu đội tàu 84 chiếc, tổng trọng tải 1,8 triệu tấn chiếm 25% tổng trọng tải đội tàu quốc gia. Bên cạnh đó, hoạt động khai thác cảng đóng góp 28,7% doanh thu với việc quản lý và khai thác 71 cầu cảng, chiếm 28% cầu cảng cả nước, và luân chuyển 30% tổng lượng hàng XNK của Việt Nam. Ngoài ra, dịch vụ hàng hải bao gồm kho bãi, vận chuyển được coi như giải pháp hoàn thiện chuỗi logistic.

Hoạt động kinh doanh cốt lõi gặp nhiều khó khăn trong những năm gần đây. Doanh thu sụt giảm liên tục trong giai đoạn 2014 – 2017 với CAGR ở mức -6,6%, từ 16.641 tỷ năm 2014 xuống 13.573 tỷ đồng năm 2017 do ngành vận tải biển gặp khó khăn kéo dài. Bên cạnh đó, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh luôn ghi nhận kết quả âm trong 4 năm qua nhưng LNST giai đoạn 2015-2017 luôn dương nhờ có khoản lợi nhuận khác lớn, chủ yếu đến từ thanh lý tàu, các khoản nợ xấu, hoàn nhập dự phòng, cùng với các ưu đãi từ Chính phủ như xóa nợ gốc và lãi vay.

Cơ cấu tài sản được cải thiện nhờ quá trình tái cơ cấu nợ và thoái vốn tại các công ty con và giải thể, thoái vốn tại 1 số DN trực thuộc hoạt động không hiệu quả.

Vinalines đặt mục tiêu doanh thu và LNTT 2018 lần lượt ở mức 13.638 tỷ đồng (+0,5% yoy) và 668 tỷ đồng (-31,1% yoy), với sản lượng vận tải biển ước đạt 21,5 triệu tấn (-13,3% yoy) trong khi sản lượng hàng hóa qua cảng ước tính tăng 10,6% yoy lên 97,8 triệu tấn. Bên cạnh đó, MVN cũng lên kế hoạch tiếp tục thực hiện thanh lý 5-6 tàu với tổng trọng tải 222.395 DWT nhằm giảm chi phí vận hành cho các DN vận tải trực thuộc.

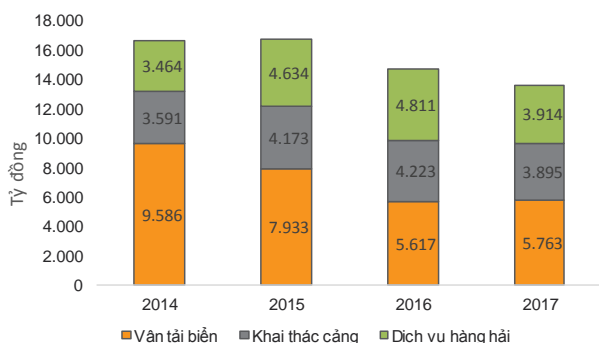
Tổng quan tài chính (VND)	12-15A	12-16A	12-17A
Doanh thu thuần (tỷ)	16.718	14.637	13.561
Tăng trưởng DT thuần		(12,4%)	(7,4%)
Biên lợi nhuận gộp	8,3%	0,7%	6,0%
Biên EBITDA	24,1%	28,6%	30,4%
LN ròng (tỷ)	684	451	593
Tăng trưởng LN ròng	(131,5%)	(34,2%)	31,6%
EPS cơ bản	487	321	422
EPS điều chỉnh	487	321	422
BVPS	4.809	3.180	4.018
ROAE	(83,6%)	8,0%	11,7%

Nguồn: VNDIRECT

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH CỦA VINALINES

Vinalines là công ty mẹ, nắm giữ cổ phần tại 19 công ty con và 11 công ty liên kết, hoạt động trong lĩnh vực hàng hải với 3 dịch vụ: vận tải biển, khai thác cảng và dịch vụ hàng hải.

Hình 1: Doanh thu theo các dịch vụ



Nguồn: VNDIRECT, Vinalines

Hình 2: Đội tàu của Vinalines

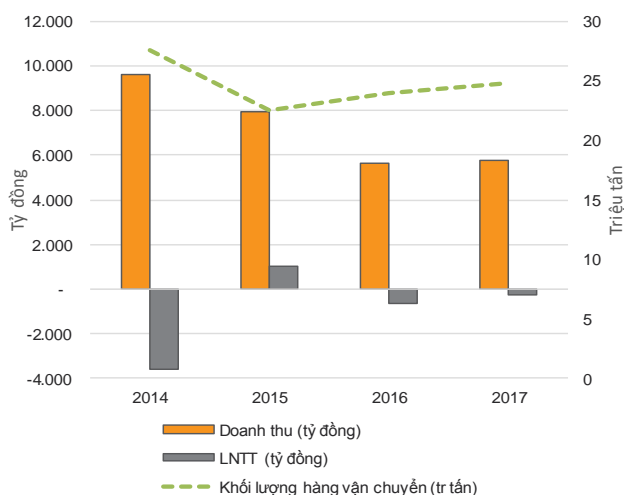
	Loại tàu	Số lượng	Trọng tải DWT
Công ty mẹ - Tổng công ty	Tàu chở dầu	2	101.060
	Tàu container	3	48.602
	Tàu hàng khô/ rời	13	363.826
Công ty con và liên kết	Tàu chở dầu	4	187.271
	Tàu container	10	88.016
	Tàu hàng khô/ rời	52	1.011.850
	Tổng cộng	84	1.800.625

Nguồn: VNDIRECT, Vinalines

Hoạt động vận tải biển đi xuống do giá cước thấp và chi phí hoạt động cao

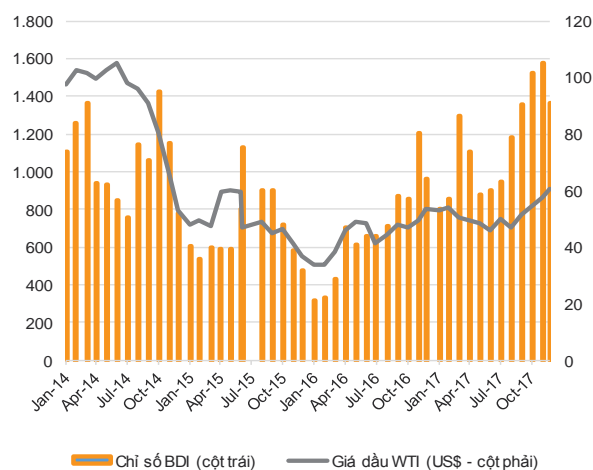
Vinalines cung cấp dịch vụ vận tải biển trên các tuyến quốc tế và nội địa, bao gồm vận chuyển hàng rời, vận chuyển container và chở dầu, với đội tàu hùng hậu với 84 chiếc có tổng trọng tải 1,8 triệu DWT (chiếm 25% tổng trọng tải đội tàu của Việt Nam). Trong 2017, dịch vụ vận tải biển ghi nhận doanh thu 5.763 tỷ đồng (+2,6% yoy), đóng góp 42,5% tổng doanh thu của Vinalines với khối lượng vận chuyển đạt 24,8 triệu tấn chiếm tỷ trọng 18,9% tổng khối lượng vận tải Việt Nam.

Hình 3: Kết quả kinh doanh hoạt động vận tải biển



Nguồn: VNDIRECT, Vinalines

Hình 4: Giá cước vận tải hàng khô (BDI Index) và giá dầu thô



Nguồn: VNDIRECT

Theo Vinalines, doanh thu hoạt động vận tải biển đi xuống do yếu tố khách quan đến từ giá cước vận tải hàng rời BDI (Baltic Dry Index) lên xuống theo chu kỳ. Vận tải hàng lỏng (bao gồm dầu thô) và vận tải container luôn trong tình trạng thừa cung tàu chở dầu dẫn đến giá cước thấp. Bên cạnh đó, chi phí hoạt động cao gây ra lỗ, đến từ yếu tố chủ quan với đội tàu có quy mô rất lớn, được mua từ giai đoạn 2007 – 2008 do nhu cầu vận tải tăng cao, dẫn đến chi phí khấu hao, lãi vay và chi phí sửa chữa bảo dưỡng lớn. Ngoài ra, cạnh tranh mạnh từ các DN vận tải nước ngoài với đội tàu trẻ, hiện đại, chi phí vận hành thấp hơn nên có thể cung cấp mức cước thấp hơn, cũng gây ra nhiều khó khăn cho đội tàu của Vinalines.

Dịch vụ cảng biển là dịch vụ duy nhất ghi nhận lãi của Vinalines và dịch vụ hàng hải giúp hoàn thiện chuỗi logistic

Hình 5: Cầu cảng và kho bãi của Vinalines



Nguồn: VNDIRECT, Vinalines

Hình 6: Tàu trọng tải lớn dỡ hàng tại cảng Cái Mép (CMIT)

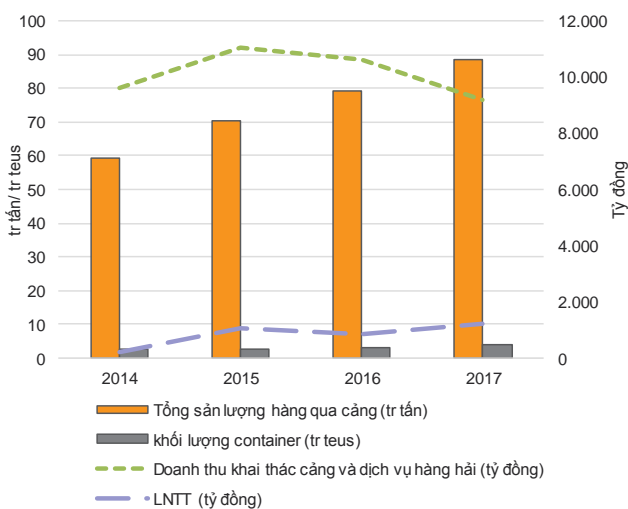


Nguồn: VNDIRECT, Vinalines

Khai thác cảng biển đạt doanh thu 3.895 tỷ (chiếm 29% tổng doanh thu) và là dịch vụ duy nhất có lãi với LNTT 2017 đạt 1.257 tỷ đồng. Các dịch vụ cảng biển bao gồm bốc xếp hàng hóa, lưu kho bãi là thế mạnh của Vinalines với hệ thống cảng rộng khắp cả nước cùng hệ thống 72 cầu cảng có tổng chiều dài 12,6km (chiếm 20% tổng chiều dài cầu cảng cả nước) và tiếp nhận 30% tổng lượng hàng hóa XNK của Việt Nam. Các cảng ở khu vực miền Bắc (cảng Hải Phòng) và miền Nam (cảng Sài Gòn) là 2 cảng tiếp nhận lượng hàng hóa nhiều nhất, lần lượt đóng góp 27% và 12% tổng lượng hàng của Vinalines. Điều này đến từ lượng hàng ổn định nhờ tốc độ phát triển kinh tế cao của 2 thành phố lớn là Hà Nội và TP HCM, tuy nhiên ghi nhận giá cước khai thác thấp do thừa công suất.

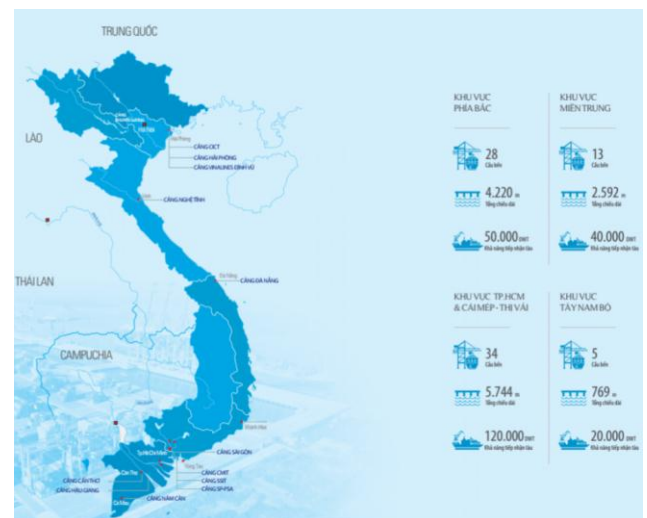
Bên cạnh đó, dịch vụ hàng hải bao gồm dịch vụ thông quan, vận chuyển được lợi từ hệ thống kho bãi rộng khắp với tổng diện tích gần hơn 2,3 triệu m² được kết nối với hệ thống giao thông đường sắt giúp thuận tiện cho việc vận chuyển, hoàn thiện chuỗi cung ứng lưu chuyển hàng hóa từ DN đến cảng và sau đó xuất, nhập khẩu.

Hình 7: Hoạt động khai thác cảng và dịch vụ hàng hải



Nguồn: VNDIRECT, Vinalines

Hình 8: Hệ thống cảng và cầu cảng của Vinalines

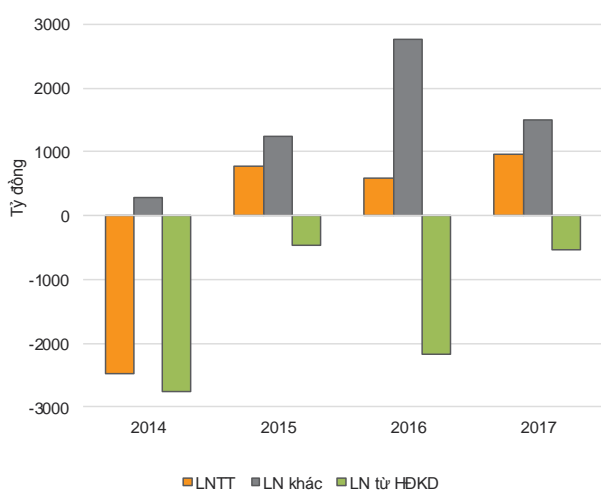


Nguồn: VNDIRECT, Vinalines

Tái cơ cấu nợ ghi nhận lãi giúp tăng LNTT và cải thiện cơ cấu tài sản

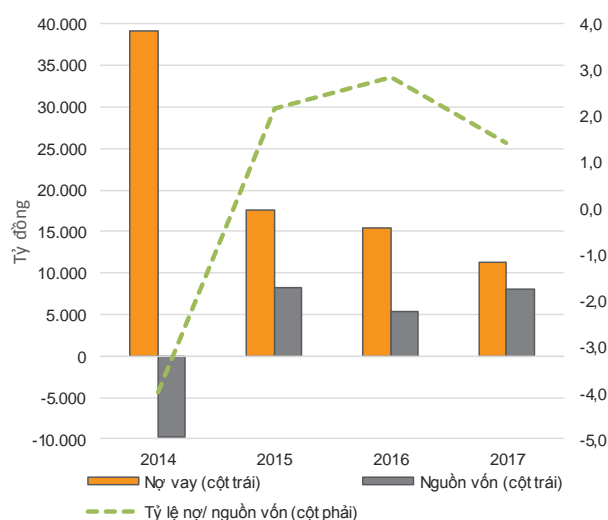
Vinalines đã tái cơ cấu (bán lại) các khoản nợ với lợi nhuận 1.018 tỷ, 1.207 tỷ và 1.029 tỷ trong các năm 2015, 2016 và 2017 cùng khoản hoàn nhập dự phòng 1.823 tỷ đồng trong 2016, được ghi nhận vào lợi nhuận khác. Bên cạnh đó, Vinalines được hưởng nhiều ưu đãi như xóa lãi vay 498 tỷ đồng và miễn gốc vay trị giá 120 tỷ trong 2017 giúp cho LNTT ở mức dương mặc dù LN từ hoạt động kinh doanh cốt lõi luôn ghi nhận lỗ trong 4 năm gần đây. Bên cạnh đó, Vinalines cũng chủ động hạ tỷ lệ sở hữu tại một số công ty thành viên, chuyển thành công ty liên kết hoặc khoản đầu tư, giúp đưa các khoản nợ của các đơn vị này ra ngoài bảng cân đối kế toán hợp nhất. Quá trình tái cơ cấu nợ và việc tăng cường trả nợ đã giúp giảm tổng giá trị nợ từ 39.138 tỷ trong 2014 xuống 11.219 tỷ năm 2017.

Hình 9: Kết quả kinh doanh của Vinalines



Nguồn: VNDIRECT, Vinalines

Hình 10: Cơ cấu nợ vay và nguồn vốn



Nguồn: VNDIRECT, Vinalines

Vinalines sẽ tiếp tục thoái vốn tại các DN thành viên và tinh giản đội tàu

Vinalines có lộ trình thoái toàn bộ vốn tại các DN hoạt động không hiệu quả và vẫn giữ cổ phần chi phối tại các DN hoạt động tốt trong những năm tới, hướng tới bộ máy gọn nhẹ.

Hình 11: Vinalines thoái toàn bộ vốn tại các DN sau

Tên DN	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu hiện tại (%)	Tỷ lệ sở hữu sau thoái vốn (%)
Vitranschart	590	60%	0%
CTCP Tín Nghĩa	260	1%	0%
PETEC	2489	0,02%	0%
SESCO	50	24%	0%
INLACO HAIPHONG	61	25%	0%
CTCP DTTM Hàng hải Hải Phòng	85	13%	0%
Dong Do Marine	122	49%	0%
OSTC	201	49%	0%
Vinalines Nha Trang	51	98%	0%

Nguồn: VNDIRECT, Vinalines

Hình 12: Giữ cổ phần chi phối tại các DN hoạt động hiệu quả

Tên DN	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu hiện tại (%)	Tỷ lệ sở hữu sau thoái vốn (%)
VOSCO	1400	51%	49%
Vinaship	200	51%	36%
Cảng Hải Phòng	3270	93%	65%
Cảng Đà Nẵng	660	75%	65%
Cảng Cần Thơ	285	99%	51%
Cam Ranh Jsc	245	81%	51%
Cảng Cái Lân	365	57%	51%
Transvina	40	56%	51%
Cảng Khuyến Lương	41	49%	36%

Nguồn: VNDIRECT, Vinalines

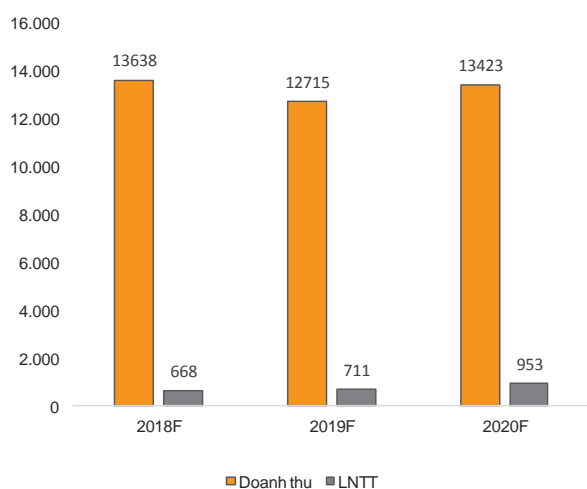
Bên cạnh đó, ban lãnh đạo của Vinalines định hướng tập trung vào khai thác cảng, cụ thể là các cảng nước sâu như Lạch Huyện, Liên Chiểu để đón các tàu có trọng tải lớn. Cùng với đó là việc tinh giản đội tàu, tiến hành bán các tàu cũ, chi phí vận hành cao khiến hiệu quả

hoạt động thấp. Trong năm 2018, Vinalines đã bán được 3 tàu với giá TB là khoảng 100 tỷ/ mỗi tàu, và kỳ vọng sẽ bán thêm 1 tàu nữa trong thời gian còn lại của 2018. Việc này sẽ làm giảm gánh nặng chi phí bảo dưỡng và khấu hao từ đội tàu.

Vinalines đặt kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận ổn định trong giai đoạn 2018 – 2020

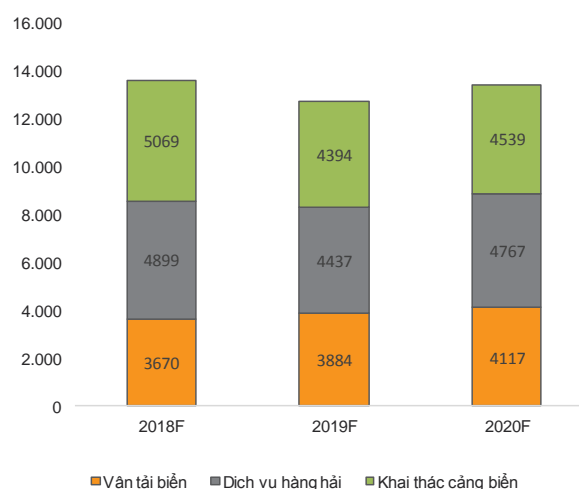
Ban lãnh đạo Vinalines đặt giả định tăng trưởng doanh thu 0,5% trong 2018 với kỳ vọng (1) giá cước dịch vụ bốc xếp hàng có thể tăng do đang rẻ hơn so với khu vực, (2) tổng sản lượng hàng hóa qua cảng tăng 10,6% yoy lên 97,8 triệu tấn.

Hình 13: Kết quả kinh doanh ước tính của Vinalines



Nguồn: VNDIRECT, Vinalines

Hình 14: Ước tính doanh thu theo mảng của Vinalines



Nguồn: VNDIRECT, Vinalines

Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-15A	12-16A	12-17A
Doanh thu thuần	16.718	14.637	13.561
Giá vốn hàng bán	(15.331)	(14.540)	(12.752)
Chi phí quản lý DN	(1.028)	(1.070)	(917)
Chi phí bán hàng	(125)	(80)	(85)
LN hoạt động thuần	234	(1.052)	(193)
EBITDA thuần	2.687	1.392	2.153
Chi phí khấu hao	(2.453)	(2.444)	(2.347)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	234	(1.052)	(193)
Thu nhập lãi	1.405	372	291
Chi phí tài chính	(1.673)	(1.374)	(897)
Thu nhập ròng khác	1.240	2.763	1.507
TN từ các Cty LK & LD	(434)	(117)	262
LN trước thuế	773	592	969
Thuế	(247)	(203)	(221)
Lợi ích cổ đông thiểu số	158	62	(155)
LN ròng	684	451	593
Thu nhập trên vốn	684	451	593
Cổ tức phổ thông			
LN giữ lại	684	451	593

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-15A	12-16A	12-17A
Tiền và tương đương tiền	4.010	2.309	2.366
Đầu tư ngắn hạn	1.214	2.672	2.448
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.495	2.292	2.226
Hàng tồn kho	490	484	655
Các tài sản ngắn hạn khác	276	276	404
Tổng tài sản ngắn hạn	8.484	8.032	8.099
Tài sản cố định	22.741	17.826	16.334
Tổng đầu tư	1.138	1.092	1.341
Tài sản dài hạn khác	1.717	2.072	2.363
Tổng tài sản	34.080	29.023	28.138
Vay & nợ ngắn hạn	6.472	6.796	4.374
Phải trả người bán	1.073	1.265	1.224
Nợ ngắn hạn khác	5.775	4.926	5.712
Tổng nợ ngắn hạn	13.320	12.986	11.310
Vay & nợ dài hạn	11.133	8.619	6.845
Các khoản phải trả khác	1.457	1.978	2.015
Vốn điều lệ và	12.975	11.655	11.655
LN giữ lại	(3.835)	(2.307)	(3.254)
Vốn chủ sở hữu	6.752	4.464	5.642
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.419	975	2.327
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	34.080	29.023	28.138

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-15A	12-16A	12-17A
LN trước thuế	773	592	969
Khấu hao	2.453	2.444	2.347
Thuế đã nộp	(236)	(181)	(211)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.349)	(1.554)	392
Thay đổi VLĐ	(1.539)	42	(726)
LC tiền thuần HĐKD	102	1.343	2.771
Đầu tư TSCĐ	(492)	(873)	(1.827)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(62)	(1.390)	427
Các khoản khác	144	213	232
Thay đổi tài sản dài hạn khác	1.597	0	102
LC tiền từ HĐĐT	1.187	(2.051)	(1.066)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	947	46	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(1.063)	(818)	(1.546)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(137)	(222)	(101)
LC tiền thuần HĐTC	(252)	(993)	(1.647)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.973	4.010	2.309
LC tiền thuần trong năm	1.037	(1.701)	58
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4.010	2.309	2.366

Các chỉ số cơ bản

	12-15A	12-16A	12-17A
Dupont			
Biên LN ròng	4,1%	3,1%	4,4%
Vòng quay TS	0,41	0,46	0,47
ROAA	1,7%	1,4%	2,1%
Đòn bẩy tài chính	(50,0)	5,6	5,7
ROAE	(83,6%)	8,0%	11,7%

Hiệu quả

Số ngày phải thu	24,0	32,0	30,5
Số ngày nắm giữ HTK	11,7	12,2	18,8
Số ngày phải trả tiền bán	25,5	31,8	35,0
Vòng quay TSCĐ	0,67	0,72	0,79
ROIC	2,7%	2,2%	3,1%

Thanh khoản

Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,64	0,62	0,72
Khả năng thanh toán nhanh	0,60	0,58	0,66
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,39	0,38	0,43
Vòng quay tiền	10,1	12,3	14,3

Chỉ số tăng trưởng (yoy)

Tăng trưởng DT thuần		(12,4%)	(7,4%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(83,0%)	(549,3%)	(81,6%)
Tăng trưởng LN ròng	(131,5%)	(34,2%)	31,6%
Tăng trưởng EPS		(34,2%)	31,6%

Giá trị cổ phiếu

EPS cơ bản (VND)	487	321	422
BVPS (VND)	4.809	3.180	4.018

Nguồn: VNDIRECT

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Anirban Lahiri – Giám đốc Khối Phân tích

Email: anirban.lahiri@vndirect.com.vn

Vũ Minh Tú – Chuyên viên phân tích

Email: tu.vuminh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>