

Khuyến nghị

Giá mục tiêu

Giá hiện tại

Tầm nhìn đầu tư

MUA

71,600 đồng

56,500 đồng

1-2 năm

**PHÒNG PHÂN TÍCH
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG
KHOẢN APEC****Chuyên viên Phân tích:****Phạm Nguyễn Quỳnh Trang**trangpnq@apec.com.vn

Hà Nội, ngày 05/06/2014

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG
KHOẢN APEC**

Trụ sở: Tòa nhà APEC Building, Số 14

Lê Đại Hành, Hai Bà Trưng, Hà Nội

Điện thoại: 04.35730200 Ext: 649

Fax: 04.35771966

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**Khuyến nghị:** Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu VSC với mức giá mục tiêu 71,600 đồng/cổ phiếu với tầm nhìn đầu tư 1-2 năm.

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014F
DTT (tỷ đồng)	644.21	779.42	791.87	791.87
+/- yoy (%)	17.5%	21.0%	1.6%	0.0%
LNST (tỷ đồng)	191.00	228.63	240.46	240.46
+/- yoy	6.3%	19.7%	5.2%	0.0%
TTS (tỷ đồng)	856.94	1,054.56	1,132.56	1,378.56
+/- yoy	5.6%	23.1%	7.4%	21.7%
VCSH (tỷ đồng)	642.93	757.39	883.52	1,066.36
+/- yoy	18.9%	17.8%	16.7%	20.7%
Nợ/TTS	25.0%	28.2%	22.0%	22.6%
TS LN gộp	35.6%	34.4%	38.3%	38.3%
TS LN ròng	29.6%	29.3%	30.4%	30.4%
EPS (đồng)	10,028	9,626	8,394	8,346
ROA	22.9%	23.9%	22.0%	17.4%
ROE	32.3%	32.7%	29.3%	22.5%

Điểm nổi bật:

- VINCONSHIP là một trong những công ty vận chuyển hàng hóa và dịch vụ cảng hàng đầu Việt Nam với cơ cấu doanh thu gồm các dịch vụ cảng chiếm 60% (bao gồm bốc dỡ và lưu kho) và giao thông vận tải chiếm 40% (với đội xe gồm 110 xe container).
- VSC hiện đang điều hành cảng Green Port tại Hải Phòng đạt 70% công suất tối đa với 10-12 tàu/ tuần (khoảng 100,000 – 120,000 tấn). Quy mô của Green Port của VSC thuộc loại nhỏ (15 ha) nếu so với những cảng khác ở Hải Phòng. Mặc dù nằm ở vị trí không đắc địa như cảng Đình Vũ, nhưng Green Port lại có tỉ lệ khai thác container trên công suất thiết kế cao hơn nhiều, tới 117% (năm 2013) so với 103% của cảng Đình Vũ của DVP.
- Năm 2013 VSC đã đầu tư gần 125 tỷ đồng xây dựng trung tâm Logistics xanh tại Đình Vũ và đưa 2 kho CFS đi vào hoạt động, giúp nâng cao hoạt động lưu kho hàng container của công ty. Bên cạnh đó, VSC dự kiến sẽ hoàn tất thêm một cảng container trong vòng 18 tháng tới. Cảng container này sẽ có sức chứa thiết kế 500,000 TEU/năm, tương đương quy mô của DVP và có thể đón được các tàu có tải trọng 20,000 DWT.
- Doanh thu năm 2013 của VSC đạt 797 tỷ đồng (+2.3% yoy, +22.6% KH), chủ yếu nhờ sự tăng trưởng của hoạt động bốc xếp cảng biển và kinh doanh kho CFS.
- Quý I, doanh thu thuần và LNST đều tăng so với cùng kỳ năm ngoái, tuy nhiên VSC đặt kế hoạch năm 2014 đạt 785 tỷ đồng (-1.5% yoy) và LNST đạt 240 tỷ đồng, tương đương năm trước, với lý do là cảng Green Port hiện đang hoạt động với công suất tối đa và VSC phải chuyển một phần hàng hóa sang các cảng xung quanh đến khi hoàn tất việc xây dựng cảng container mới. Bên cạnh đó, cùng với việc giá cước giảm để cạnh tranh với các cảng trong khu vực cho nên mặc dù các chỉ tiêu về sản lượng đều tăng nhưng doanh thu và lợi nhuận giảm nhẹ hoặc chỉ tương đương năm trước.

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 05/06/2014 (nghìn đồng)	56.5
EPS trailing (nghìn đồng)	8.47
P/E	6.61
Giá trị sổ sách /cp (nghìn đồng)	32.39
Hệ số beta	1.10
KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên	50,829
KLCP đang niêm yết	28,646,050
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1,604.18

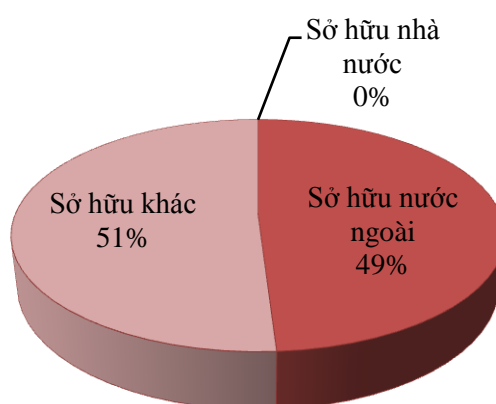
Lịch sử thành lập

Tiền thân là Công ty Container Việt Nam, chính thức thành lập ngày 27 tháng 7 năm 1985 theo quyết định số: 1310/QĐ-BGTVT của Bộ trưởng Bộ Giao thông Vận tải. Số vốn ban đầu được Nhà nước giao tại thời điểm thành lập là 7.2 triệu đồng.

Công ty cổ phần Container Việt Nam được thành lập theo quyết định số 183/TTG ngày 04 tháng 03 năm 2002 của Thủ tướng Chính phủ, trên cơ sở chuyển đổi doanh nghiệp VSC vào ngày 18/12/2007 tại sở giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh. Vốn điều lệ hiện tại là 288.13 tỷ đồng.

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu sở hữu



Cổ đông lớn

Cổ đông	Số cổ phiếu nắm giữ	% nắm giữ
Vietnam Holding Limited	2,412,922	8.42%
Swiftcurrent Offshore, Ltd	2,167,200	7.57%
Vietnam Infrastructure Holdings Limited	1,571,960	5.49%
Asean Small Cap Fund	1,462,140	5.1 %
FTIF - Templeton Frontier Markets Fund	1,462,140	5.1 %
Swiftcurrent Partners, L.P	1,444,800	5.04 %

Nhìn chung, cơ cấu cổ đông của VSC khá phân mảnh, cổ đông lớn chủ yếu là các nhà đầu tư tổ chức, trong đó nhà đầu tư tổ chức nước ngoài chiếm tỷ lệ đáng kể. Vietnam Holding Limited sau khi tăng thêm 166,896 cổ phiếu ngày 15/5/2014 tiếp tục là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ nắm giữ 8.42%, tiếp theo là Swiftcurrent Offshore, Ltd với 7.57%, Vietnam Infrastructure Holding Limited với 5.49%,...

Đội ngũ điều hành

Chủ tịch HĐQT: Ông Nguyễn Việt Hòa, sinh năm 1956, là Kỹ sư Máy xép dỡ. Trước khi đảm nhận vị trí Chủ tịch HĐQT ở VINCONSHIP, ông Hòa từng đảm nhiệm các vị trí như Phó Giám đốc, Giám đốc Công ty Container Vietnam. Trước khi công tác tại VINCONSHIP, ông Hòa từng là giảng viên tại Trường Đại học Giao thông Thủy Hải Phòng.

Tổng Giám đốc: Ông Nguyễn Văn Tiến, sinh năm 1969, là Thạc sỹ Kinh tế. Ngoài việc là Tổng Giám đốc và Thành viên HĐQT VINCONSHIP, ông Tiến còn là Thành viên HĐQT Công ty CP DV Dầu khí Đình Vũ (PSP). Ông Tiến là người đã có kinh nghiệm qua nhiều vị trí ở các cảng biển khác như cảng Chùa Vẽ, cảng Hải Phòng, cảng Transvina.

Mô hình sản xuất kinh doanh

VINCONSHIP là một trong những công ty vận chuyển hàng hóa và dịch vụ cảng hàng đầu Việt Nam với cơ cấu doanh thu gồm các dịch vụ cảng chiếm 60% (bao gồm bốc dỡ và lưu kho) và giao thông vận tải chiếm 40% (với đội xe gồm 110 xe container).

VSC hiện đang điều hành cảng Green Port tại Hải Phòng với bến tàu dài 340m, độ sâu 8.0m và 4 cần trục xoay, đạt 70% công suất tối đa với 10-12 tàu/ tuần (khoảng 100,000 – 120,000 tấn). VSC cũng là đơn vị đầu tiên hoạt động trong lĩnh vực vận tải hàng hoá bằng Container, cung cấp các dịch vụ kho bãi và vận chuyển đường bộ tại Hải Phòng, Đà Nẵng và khu vực TP Hồ Chí Minh.

Các dự án đầu tư của VSC

Trung tâm Logistics xanh tại Đình Vũ

Năm 2013, VSC đã đầu tư gần 125 tỷ đồng xây dựng trung tâm Logistics xanh tại Đình Vũ và đưa 2 kho CFS đi vào hoạt động, giúp nâng cao hoạt động lưu kho hàng container của công ty. VSC dự kiến trung tâm này bước đầu sẽ hoạt động 65% công suất và mang lại khoảng 15% lợi nhuận cho doanh nghiệp.

Nâng cấp cảng Green Port

VSC tiếp tục đẩy mạnh đầu tư xây dựng trong năm 2014 để nâng cao năng lực sản xuất, trong đó có việc nạo vét khu nước, nâng cấp cảng Green Port để đạt độ sâu luồng 6.8m, tương đương với độ sâu của các cảng tại Đình Vũ. Đồng thời, công ty sẽ mua thêm 2.64 ha bãi container của CTCP Xây dựng và Phát triển nhà HP cạnh công ty Green Depot, nâng tổng diện tích kho bãi tại đây lên 4ha. Trên cơ sở đó, VSC đặt mục tiêu năm 2014 sẽ tăng sản lượng bốc xếp tại cảng biển 1.4%, bốc xếp tại Depot 7.7% và lưu kho CFS 456%.

Đầu tư cảng container mới

VSC dự kiến sẽ hoàn tất thêm một cảng container trong vòng 18 tháng tới. Tổng chi phí ước tính là 1,000 tỷ đồng. Dự án được chia thành 2 giai đoạn. Trong giai đoạn đầu, chi phí vào khoảng 786 tỷ đồng. Dự án sẽ được tài trợ một phần với 500 tỷ đồng tín dụng ngân hàng, thời hạn 5 năm.

Cảng container này sẽ có sức chứa thiết kế 500,000 TEU/năm, tương đương quy mô của DVP và có thể đón được các tàu có tải trọng 20,000 DWT. Tổng sức chứa của cảng Green Port và cảng mới sẽ vào khoảng 800,000 TEU/năm. Theo ước tính của chúng tôi, nếu lượng hàng hóa vận chuyển qua cảng mới tăng 10% - 15% mỗi năm, cảng sẽ đạt công suất tối đa trong vòng 7-10 năm. Dựa trên số liệu 10 năm qua, nếu tăng trưởng GDP lên đến 6.5%-7%, các thị trường cảng Hải Phòng có thể tăng trưởng 20%/năm, cảng mới có thể chỉ cần 5 năm để đạt công suất tối đa.

Đầu tư tài chính

VSC đầu tư vào các công ty liên doanh liên kết bằng việc chi 33 tỷ đồng mua 3.3 triệu cổ phiếu của CTCP Cảng Dịch vụ Dầu khí Đình Vũ (PSP) theo đợt phát hành thêm 7 triệu cổ phiếu vào tháng 3/2014, nâng tỷ lệ sở hữu tại đây lên 21.4% và đang thương lượng để mua lại cổ phần kiểm soát tại Đình Vũ.

Đồng thời công ty cũng có kế hoạch đầu tư khoảng 45 tỷ đồng để mua 10% cổ phần của cảng Đà Nẵng khi cảng này hoàn tất việc cổ phần hóa trong năm 2014. Cũng cần lưu ý rằng trong năm 2013 VSC đã đầu tư hơn 12 tỷ đồng vào CTCP Logistic cảng Đà Nẵng và hiện đang sở hữu 37% cổ phần của công ty này.

Phân tích ngành và đối thủ cạnh tranh

Ngành dịch vụ cảng biển và logistics

Thời gian qua, cùng với sự phát triển ngoại thương cũng như thị trường nội địa, thị trường dịch vụ logistics cũng có mức phát triển rất khả quan với mức tăng trưởng bình quân hàng năm 20-25%, góp phần quan trọng vào việc phát triển kinh tế đất nước. Dịch vụ logistics có mối liên hệ mật thiết đến sự phát triển hạ tầng giao thông vận tải, cảng biển, các phương thức vận tải...

Theo chỉ số kết quả hoạt động Logistics thương mại (LPI) của WB, Việt Nam được xếp vào một trong số 10 quốc gia có thu nhập trung bình có chỉ số LPI cao nhất, được đánh giá có biểu hiện đặc biệt về hoạt động logistics. Số doanh nghiệp thành lập và hoạt động trong ngành khá lớn gồm nhiều thành phần, cả nước có khoảng 1,200 (vượt qua Thái Lan, Singapore) trong đó các công ty logistics đa quốc gia hàng đầu trên thế giới (Top 25 hoặc 30) đã có mặt tại Việt Nam.

Tuy nhiên, do hạ tầng giao thông vận tải yếu kém, công nghệ thông tin chưa hỗ trợ hiệu quả nên chi phí logistics tại Việt Nam khá cao, chiếm 25% GDP (so với các nước phát triển chỉ từ 9 đến 15%) trong đó chi phí vận tải chiếm 30

đến 40% giá thành sản phẩm (tỉ lệ này là 15% ở các quốc gia khác), điều này làm giảm khả năng cạnh tranh của dịch vụ, hàng hóa của các doanh nghiệp Việt Nam.

Một số công ty nổi bật hoạt động trong lĩnh vực cảng biển và logistics tại Việt Nam như CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ (DVP), Công ty cổ phần Cảng Đoạn Xá (DXP), Công ty Cổ phần Cảng Đồng Nai (PDN),...

VSC kỳ vọng ngành logistics sẽ là động lực tăng trưởng chính trong thời gian tới, vì vậy công ty đã tập trung đầu tư xây dựng trung tâm Logistics xanh năm 2013 cùng với việc đầu tư nắm giữ 37% cổ phần tại Logistics Đà Nẵng.

Đối thủ cạnh tranh

Đối thủ cạnh tranh trực tiếp của VSC là DVP. Cảng Đình Vũ do DVP khai thác đang ăn nên làm ra nhờ có vị trí đặc địa. Cảng này nằm ở cửa sông, nên tàu không phải chạy sâu vào bên trong. Nó còn có thể tiếp nhận tàu có trọng tải lớn. Cảng Đình Vũ cũng nằm gần sân bay quốc tế Cát Bi, đường sắt và đường cao tốc nối Hải Phòng với Hà Nội. Nhờ lợi thế này, năm 2013, sản lượng khai thác của cảng Đình Vũ đã đạt 516,000 TEU, tăng 11.6% so với năm trước đó. Cụm cảng Hải Phòng cũng là một đối thủ lớn. Đây hiện là cảng lớn nhất với năng lực khai thác lên đến 1.15 triệu TEU/năm, gấp 3.2 lần công suất hiện tại của Green Port. Mặt khác, lợi thế của cụm cảng Hải Phòng là có khả năng tiếp nhận tàu có trọng tải lớn, điều mà cảng Green Port chưa làm được. Tuy nhiên, dự án mở rộng cảng mới tại Đình Vũ sẽ giúp tăng khả năng cạnh tranh và triển vọng phát triển lâu dài của công ty.

Một điểm thuận lợi của VSC là sự đa dạng hóa trong hoạt động đã từ rất lâu. Nếu như Công ty Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ (DVP) chỉ tập trung khai thác hoạt động dịch vụ cảng (chiếm 96% doanh thu) thì VSC lại bao trọn gói các dịch vụ hạ tầng, từ tháo dỡ container, lưu trữ cho đến vận chuyển bằng cả đường bộ lẫn đường thủy.

Theo ông Hòa – Chủ tịch HĐQT VSC, nhờ việc đi lên từ làm đại lý cho các hãng tàu nên Công ty biết rõ các hãng tàu này cần gì và đáp ứng được các yêu cầu đó. Bên cạnh đó, VSC có nguồn khách hàng ổn định là những hãng tàu nước ngoài lớn như APL, Evergreen. Những khách hàng này không có rủi ro về mất khả năng thanh toán. Bên cạnh đó, sự năng động của ban điều hành VSC là một lý do khiến Green Port được đánh giá cao hơn so với các cảng biển khác..

Ngoài ra, năm ngoái VINCONSHIP đã được tạp chí Forbes đưa vào danh sách 200 công ty dưới 1 tỷ USD (công ty nhỏ và vừa) tốt nhất châu Á tại khu vực Châu Á – Thái Bình Dương với tăng trưởng mạnh về cả doanh thu và lợi nhuận.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	457.51	548.49	644.21	779.42	791.87
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	<i>46.29%</i>	<i>19.88%</i>	<i>17.45%</i>	<i>20.99%</i>	<i>1.60%</i>
Lợi nhuận gộp	180.06	197.48	229.16	267.87	303.24
<i>Tăng trưởng lợi nhuận gộp</i>	<i>56.39%</i>	<i>9.67%</i>	<i>16.04%</i>	<i>16.89%</i>	<i>13.20%</i>
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	174.06	210.97	231.78	286.22	288.44
<i>Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD</i>	<i>53.27%</i>	<i>21.21%</i>	<i>9.86%</i>	<i>23.49%</i>	<i>0.77%</i>
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	155.05	179.70	191.00	228.63	240.46
<i>Tăng trưởng LNST</i>	<i>48.64%</i>	<i>15.90%</i>	<i>6.29%</i>	<i>19.70%</i>	<i>5.18%</i>

Có thể thấy, doanh thu và lợi nhuận của VSC tăng qua các năm từ 2009 – 2013, mặc dù năm 2013 lợi nhuận và doanh thu chỉ tăng nhẹ so với 2012, nhưng trung bình giai đoạn 2009 – 2013, doanh thu tăng 15% và lợi nhuận tăng 12% ngay cả trong bối cảnh thị trường khó khăn và nhiều biến động trong 2 năm 2012 – 2013. Đây cũng là điểm tích cực của VSC khi mà một số doanh nghiệp cùng ngành có lợi nhuận giảm trong 2013, ví dụ như CTCP Cảng Đoạn Xá (DXP) có lợi nhuận trước thuế giảm 30.8% so với 2012.

Doanh thu năm 2013 của VSC đạt 797 tỷ đồng (+2.3% yoy, +22.6% KH), chủ yếu nhờ sự tăng trưởng của hoạt động bốc xếp cảng biển và kinh doanh kho CFS, với mức tăng sản lượng thực hiện lần lượt là 3.7% yoy và 32.6% yoy. Kết quả này vượt xa so với kế hoạch là do VSC đã đặt mục tiêu tương đối thận trọng với việc không còn những thuận lợi từ chính sách đóng cửa biên giới của Trung Quốc như năm trước. Lưu ý là doanh thu và lợi nhuận của các cảng tại Hải Phòng, bao gồm VSC tăng trưởng rất mạnh trong năm 2012, lý do chính là do biên giới Trung Quốc đóng cửa một thời gian trong quá trình Đại hội Đảng Cộng sản Trung Quốc diễn ra. Một số lượng container phải quá cảnh tại cảng Hải Phòng trong thời gian đó để chờ biên giới mở cửa trở lại. Trong số đó, nhiều container cần điện và nhà kho để giữ lạnh sản phẩm, qua đó thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của các cảng năm 2012, bao gồm VSC.

Năm 2013 VSC đã đầu tư gần 125 tỷ đồng xây dựng trung tâm Logistics xanh tại Đình Vũ và đưa 2 kho CFS đi vào hoạt động, giúp nâng cao hoạt động lưu kho hàng container của công ty. Đồng thời nhờ việc thực hiện tái cấu trúc công ty trong vòng 1.5 năm trở lại đây nên VSC đã giảm đáng kể chi phí sản xuất kinh doanh như chi phí nhân công (-12% yoy), chi phí dịch vụ mua ngoài (-11% yoy) và chi phí khác (-34% yoy). Do đó biên lợi nhuận gộp đã được cải thiện đáng kể, từ 34.4% năm 2012 lên mức 38.3% năm 2013. Tuy nhiên cần lưu ý rằng doanh thu từ lãi tiền gửi giảm mạnh hơn 18 tỷ đồng (~56% yoy) nên biên lợi nhuận ròng chỉ tăng nhẹ 1% lên 30.3%. Theo đó LNST đạt 240 tỷ đồng (+5.2% yoy, +12.1% KH).

Kết quả kinh doanh Quý I/2014

Đơn vị tính: Tỷ đồng	QI/2013	Q I/2014	Thay đổi
Doanh thu thuần	168.75	198.71	17.75%
Lợi nhuận sau thuế	45.27	47.72	5.41%

Quý I, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế đều tăng so với cùng kỳ năm ngoái, tuy nhiên VSC đặt kế hoạch năm 2014 đạt 785 tỷ

đồng (-1,5% yoy) và LNST đạt 240 tỷ đồng, tương đương năm trước, với lý do là cảng Green Port hiện đang hoạt động với công suất tối đa và VSC phải chuyển một phần hàng hóa sang các cảng xung quanh đến khi hoàn tất việc xây dựng cảng container mới. Hai kho mới tại Green Logistics Center sẽ mang lại doanh thu năm nay, nhưng đóng góp chưa nhiều. Bên cạnh đó, sau khi Gemadept đưa cảng Nam Hải Đình Vũ đi vào hoạt động tại bán đảo Đình Vũ và ước tính sẽ có thể tiếp nhận 300,000 TEU container/năm, mức độ cạnh tranh của các cảng biển trong khu vực Hải Phòng ngày càng cao; VSC phải hạ giá cước để duy trì hoạt động.

Chúng tôi đánh giá rằng các chỉ tiêu hoạt động kinh doanh của VSC là khả thi, thậm chí sẽ vượt kế hoạch như những năm trước do: (i) công ty liên tục nâng cao năng lực sản xuất trong những năm qua với sản lượng thực hiện tăng trưởng tốt và (ii) VSC có xu hướng đặt mục tiêu tương đối thận trọng và cân nhắc nhiều yếu tố rủi ro trong hoạt động, luôn thấp hơn mức thực hiện của năm trước và đều vượt xa mục tiêu.

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị tính: %	2010	2011	2012	2013	Q1/2014
TÀI SẢN NGẮN HẠN	65%	69%	52%	44%	45%
Tiền và tương đương tiền	11%	7%	4%	25%	25%
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	41%	45%	31%	5%	7%
Phải thu khách hàng	10%	11%	11%	9%	9%
Hàng tồn kho, ròng	1%	1%	1%	1%	1%
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	100%	100%	100%	100%	100%
NỢ PHẢI TRẢ	33%	25%	28%	22%	20%
Nợ ngắn hạn	32%	25%	25%	21%	19%
VỐN CHỦ SỞ HỮU	67%	75%	72%	78%	80%
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	100%	100%	100%	100%	100%

Cơ cấu tài sản có sự thay đổi đáng kể với hệ số tài sản ngắn hạn giảm từ 52% năm 2012 xuống còn 44% năm 2013 do VSC đưa vào sử dụng trung tâm Logistics xanh góp phần tăng tài sản cố định.

Tính đến cuối năm 2013, tiền mặt và tương đương tiền của công ty tăng gấp 6 lần so với cùng kỳ năm ngoái khi đạt gần 282 tỷ đồng, bao gồm 1.3 tỷ tiền mặt, 58 tỷ tiền gửi ngân hàng và 222.5 tỷ đồng các khoản tương đương tiền (năm ngoái không có khoản tiền này)

Ngược lại, các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn cũng giảm 6 lần so với năm ngoái khi chỉ đạt 61 tỷ đồng (từ 31% năm 2012 xuống còn 5% năm 2013), nguyên nhân là do tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn cuối kỳ bằng 0, trong khi đầu năm 2013 gửi hơn 301 tỷ đồng. Điều này cũng lý giải việc doanh thu tài chính năm 2013 giảm hơn 50% là do lượng tiền gửi giảm tương ứng.

Các chỉ số tài chính

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.99	2.02	2.81	2.06	2.06
Hệ số thanh toán nhanh	1.97	1.97	2.77	2.00	2.02
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.33	0.34	0.28	0.18	1.18
Cấu trúc tài chính					
Vay dài hạn/Tài sản	0.05	0.01	-	0.03	0.01
Vốn vay/Tài sản	0.09	0.03	0.00	0.04	0.01
Công nợ/Tài sản	0.33	0.33	0.25	0.28	0.22
Hiệu quả hoạt động					

Thời gian TB thu tiền KH	79	69	61	59	57
Thời gian TB xử lý HTK	4	8	9	8	10
Thời gian TB trả cho NCC	63	67	64	55	60
Chu kỳ tiền tệ	20	10	6	12	7
Tỷ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	39.4%	36.0%	35.6%	34.4%	38.3%
Lãi hoạt động/Doanh thu	38.0%	38.5%	36.0%	36.7%	36.4%
Lãi trước thuế/Doanh thu	38.1%	38.7%	37.3%	37.2%	38.4%
Lãi ròng/Doanh thu	33.9%	32.8%	29.6%	29.3%	30.4%
ROA	28.6%	24.6%	22.9%	23.9%	22.0%
ROE	43.1%	37.0%	32.3%	32.7%	29.3%

Nhìn chung, các chỉ số tài chính cơ bản của VSC khá lành mạnh và có xu hướng ngày càng tốt hơn, khả năng thanh toán nhanh trung bình ở mức 2 lần. Hệ số nợ cũng được cải thiện, giảm từ 28% năm 2012 xuống 22% năm 2013 nhờ trong năm công ty đã giảm nợ vay 31 tỷ đồng (~ -77% yoy) và tăng vốn chủ sở hữu 126 tỷ đồng từ việc tăng lợi nhuận giữ lại và tăng vốn điều lệ. Đồng thời, với việc giảm nợ vay, VSC gần như không có nợ vay phát sinh lãi.

ROE luôn lớn hơn mức 25% và kéo dài nhiều năm từ lúc niêm yết lên sàn chứng khoán cho đến nay. ROE trung bình cộng hằng năm cũng lớn hơn nhiều so với chuẩn 25%. ROA cũng vậy, lớn hơn mức 20% trong nhiều năm và ROA trung bình hằng năm lớn hơn chuẩn 20%.

So sánh với các công ty trong ngành

Chỉ Số	VSC	PDN	VGP	DVP	DXP
Cơ sở tính toán	TTM	TTM	TTM	TTM	TTM
Giá đóng cửa	56,000	40,000	27,000	38,800	38,400
Giá trị vốn hóa(Tỷ VND)	1,604.18	329.28	213.61	1,552	302.4
Sở hữu nước ngoài	49%	1.78%	6.74%	13.75%	30.47%
EPS cơ bản (VND)	8,474	6,044	2,548	4,917	6,284
Book Value (VND)	32,389	33,818	19,893	19,112	26,391
P/E cơ bản	6.61	6.62	10.6	7.89	6.11
P/B	1.73	1.18	1.36	2.03	1.46
Tiền/Nợ ngắn hạn	1.71	0.19	0.42	5.43	2.05
TSLD/Nợ ngắn hạn	2.34	0.82	1.23	7.16	2.8
Vay dài hạn/Tài sản	0.01	0.06	0	0.13	0
Vốn vay/Tài sản	0.01	0.14	0.41	0.17	0
Công nợ/Tài sản	0.2	0.26	0.51	0.2	0.2
Lãi gộp/Doanh thu	37.50%	39.44%	6.33%	44.27%	39.99%
Lãi ròng/Doanh thu	29.54%	22.87%	4.30%	39.07%	27.64%
ROE	28.53%	18.16%	12.68%	28.26%	22.97%
ROA	22.08%	13.67%	6.47%	21.61%	19.54%

Có thể thấy so với các công ty khác trong ngành, các chỉ tiêu tài chính của VSC đều vượt trội hơn, thể hiện ở ROA, ROE và EPS ở mức cao và đòn bẩy tài chính ở mức thấp.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Phương pháp DCF

Chúng tôi dự phóng mức doanh thu và lợi nhuận 2014 của VSC sẽ tương đương với năm 2013 vì những lý do đã phân tích ở phần trên (sản lượng tăng nhưng giảm giá cước để cạnh tranh, cộng với việc đầu tư xây dựng mở rộng kinh doanh, xây dựng cảng mới,...). Tuy nhiên chúng tôi vẫn đánh giá cao về VSC với đường lối đúng đắn của ban lãnh đạo công ty, trong 5 năm tiếp theo, cùng với sự phục hồi của nền kinh tế và tình hình kinh doanh ổn định, bền vững của công ty trong các năm qua, cộng với việc mở rộng sản xuất kinh doanh thành công chúng tôi dự phóng mức tăng trưởng là 10%/năm.

Đơn vị tính: tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	791.87	871.06	958.17	1,053.99	1,159.38
Lợi nhuận sau thuế	240.46	264.51	290.96	320.05	352.06
Lãi suất (1-T)	1.75	1.93	2.12	2.33	2.57
Khấu hao	46.86	51.55	56.70	62.37	68.61
Đầu tư vào tài sản cố định	126.70	139.37	153.31	168.64	185.50

Đầu tư vào vốn lưu động	63.35	69.68	76.65	84.32	92.75
Dòng tiền tự do (FCFF)	99.03	108.93	119.82	131.80	144.98
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2017				3,186.81	
Giá trị doanh nghiệp				2,346.61	
Giá trị nợ				249.04	
Số lượng cổ phiếu lưu hành	26,625,031				
Giá trị cổ phiếu (đồng)	78,782				

Phương pháp P/E và P/B

	TB ngành	VSC	Định giá
P/B	2.01	32,390	65,104
P/E	8.44	8,394	70,845

Giá trị trung bình của cả 3 phương pháp với tỷ trọng ngang nhau là **71,600 VND/cổ phiếu**. Với mức giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu VSC với tầm nhìn đầu tư 1-2 năm.

Ngoài ra, P/E của VSC tính đến thời điểm này là khoảng 6.61 lần tương đương tỷ lệ E/P vào khoảng 15.1%, lớn hơn lãi suất tiết kiệm hiện nay cho thấy giá VSC vẫn đang ở mức hấp dẫn nên đầu tư bởi vì tốc độ phát triển của VSC chúng tôi đánh giá sẽ còn tăng trưởng mạnh trong tương lai khi mà ngành logistic là ngành thể mạnh đang phát triển ở Việt Nam.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công ty Cổ phần Chứng khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 649

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apex.com.vn; Website: <http://www.apex.com.vn>