

Ngành cảng biển

Báo cáo cập nhật

31 tháng 7, 2014

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **55.511**

Giá thị trường (31/7/2014) **53.500**

Lợi nhuận kỳ vọng **3,8%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	29.140 - 63.640
Vốn hóa	1.822 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	34.375.620 CP
KLGD bình quân 10 ngày	47.822 CP
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	0%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,8%
Beta	1.16

BIẾN ĐỘNG GIÁ

	YTD	1T	3T	6T
VSC	87%	6,7%	3,2%	-0,7%
VNINDEX	19,1%	7,2%	5,5%	8,9%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Tiến Dũng

(84 4) 3928 8080 ext 611

nguyentientungbvsc@baoviet.com.vn

Công ty cổ phần Tập đoàn Container Việt Nam

Mã giao dịch: VSC

Reuters: VSC.HM

Bloomberg: VSC VN

Triển vọng từ Trung tâm Logistics Xanh và phát triển khu cảng mới

Triển vọng 2014

Điểm sáng về hoạt động kinh doanh trong năm 2014 của VSC đến từ hoạt động khai thác kho bãi với việc 2 kho CFS đi vào hoạt động giúp nâng cao sản lượng khai thác kho bãi của công ty. Hoạt động khai thác cảng của VSC sẽ có mức tương đương 2013 do có sự cạnh tranh khá lớn ở khu vực cảng Hải Phòng trong khi hoạt động vận tải cũng gặp nhiều khó khăn. Chúng tôi dự báo tổng doanh thu của VSC trong năm 2014 dự kiến tăng 1,8%, lợi nhuận sau thuế của công ty tăng trưởng 6,34% so với năm 2013.

1. Hoạt động khai thác cảng biển.

Nâng cấp hoạt động cảng Bến Xanh. Trong năm 2014, VSC tiếp tục đẩy mạnh đầu tư cải tạo cảng chính của mình là cảng Bến Xanh, bao gồm việc nạo vét cầu cảng để đạt độ sâu luồng 6,8m, tương đương với độ sâu của các cảng tại Đình Vũ.

Giá cước giảm nhẹ do áp lực cạnh tranh. Về giá cước, sau khi Gemadept đưa cảng Nam Hải Đình Vũ vào hoạt động tại bán đảo Đình Vũ và ước tính công suất ban đầu là 300.000 TEU/năm, mức độ cạnh tranh tại các cảng trong khu vực Hải Phòng ngày càng cao. Chúng tôi cho rằng VSC sẽ hạ giá cước khoảng 1,5% trong môi trường cạnh tranh hiện tại.

Sản lượng đạt mức tối đa về công suất. Về sản lượng, chúng tôi ước tính sản lượng khai thác ở cảng Bến Xanh sẽ tăng nhẹ từ 360.000 TEU năm 2013 lên 370.000 TEU trong năm 2014 do đã đạt mức tối đa về công suất.

Doanh thu từ hoạt động khai thác cảng được dự báo không biến động mạnh, dự kiến đạt 499 tỷ đồng, tăng trưởng 1,2% so với năm 2013, lợi nhuận trước thuế đạt 242 tỷ, tăng trưởng 1,1%.

2. Hoạt động kinh doanh kho bãi.

Hoạt động kho bãi dự báo tăng trưởng mạnh nhờ đầu tư vào Trung tâm Logistics Xanh tại Đình Vũ. Trung tâm Logistics Xanh được xây dựng gần cảng Đình Vũ từ cuối năm 2012, có diện tích khoảng 8,6 ha, là trung tâm vận chuyển lớn nhất miền Bắc hiện tại để đáp ứng nhu cầu kho bãi cũng như vận chuyển hàng hóa ở đây. VSC đã mua quyền sử dụng đất ở khu vực này trong 37 năm. Năm 2013, VSC đã đầu tư gần 125 tỷ đồng để xây dựng trung tâm và đưa 2 kho CFS đi vào hoạt động giúp nâng cao hoạt động lưu kho của công ty. Cả 2 kho được xây dựng với công nghệ hiện đại, mỗi nhà kho có diện tích khoảng 7.500 m², một nhà kho đã đi vào hoạt động từ tháng 9/2013, nhà kho còn lại mới đi vào hoạt động từ đầu tháng 2/2014.

Năm 2013, Trung tâm Logistics Xanh đã đóng góp cho VSC 50 tỷ đồng doanh thu và 20 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, trong đó kho CFS số 1 tuy chỉ hoạt động từ quý 4/2013 với hiệu suất 65% nhưng theo chúng tôi ước tính đã mang lại khoảng 5 tỷ doanh thu cho trung tâm, còn lại là từ hoạt động tại các kho bãi cũ của trung tâm. Trong năm 2014, 2 kho CFS mới sẽ hoạt động với công suất 80%, dự kiến hoạt động của toàn bộ Trung tâm Logistics Xanh sẽ mang lại 80 tỷ doanh thu cho VSC trong năm nay, lợi nhuận trước thuế VSC nhận từ trung tâm được dự báo đạt 32 tỷ đồng.

	Kho chứa số 1		Kho chứa số 2	
	2013	2014 (F)	2013	2014 (F)
Công suất (TEU)	6,900	8,500	0	8,500

Bên cạnh trung tâm logistic mới này, VSC còn một kho khác với dung lượng 6,000 TEU ở cảng Bến Xanh do công ty con của VSC là Công ty TNHH MTV Bến Xanh quản lý. Theo ước tính của BVSC, kho này đã hoạt động ở gần mức tối đa công suất nên doanh thu từ kho chứa tại cảng Bến Xanh khó có thể đột biến so với năm trước. Doanh thu từ hoạt động kho bãi tại khu vực này đạt 44 tỷ trong năm 2013, LNTT là 14,61 tỷ. Chúng tôi dự đoán doanh thu ở khu vực này sẽ tăng trưởng nhẹ khoảng 3%, đạt 45,7 tỷ đồng, LNTT đạt 15,1 tỷ đồng, tăng trưởng 3,5%. Trên cơ sở đó, chúng tôi tin rằng, tổng lợi nhuận từ hoạt động kho chứa sẽ tăng trưởng khoảng 36,09%, đem về cho VSC khoảng 125,7 tỷ đồng doanh thu và 47,1 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế.

3. Hoạt động vận tải gặp nhiều khó khăn.

Hoạt động vận tải gặp nhiều khó khăn. Đội xe gồm 110 xe container của VSC sẽ gặp nhiều khó khăn khi việc quản lý tải trọng xe tải của chính phủ bằng việc thành lập những trạm cân kiểm tra tải trọng xe lưu động đi vào hoạt động. Điều này sẽ làm cho vận tải đường bộ trở nên kém hấp dẫn hơn trong thời gian tới, vì vậy chúng tôi cho rằng hoạt động này của VSC sẽ bị ảnh hưởng trong năm 2014. Chúng tôi ước tính sản lượng vận tải của VSC sẽ giảm khoảng 15% trong năm 2014, dẫn đến doanh thu mảng này đạt 169 tỷ đồng, giảm 12,03% so với năm 2013, LNTT đạt 11,23 tỷ, giảm 11,2%.

Các hoạt động khác ổn định. Những hoạt động khác của VSC như hoạt động đại lý, hải quan là những hoạt động mang tính ổn định với không nhiều đột biến. Chúng tôi dự đoán, doanh thu và lợi nhuận gộp từ những hoạt động này trong năm 2014 sẽ không biến đổi nhiều so với năm trước.

Dự đoán triển vọng kinh doanh VSC	2013	2014E	YOY
Tổng doanh thu (triệu đồng)	796.907	811.266	1,80%
- Doanh thu từ hoạt động cảng	493.290	499.386	1,21%
- Doanh thu từ hoạt động kho chứa	94.685	125.759	32,76%
- Doanh thu từ hoạt động vận tải	192.779	169.645	-12,03%
- Doanh thu từ hoạt động khác	16.153	16.476	2,50%
Lợi nhuận trước thuế	303.845	313.058	3,03%

Lợi nhuận sau thuế	240.460	255.724	6,34%
EPS	8.394	7.403	-11,81%
P/E	6,31	7,16	13,44%

Kế hoạch đầu tư cảng container mới.

Đây là kế hoạch đầu tư phát triển dài hạn của VSC trong tương lai. Hiện tại VSC đang cân nhắc nhiều phương án, tuy nhiên chúng tôi đánh giá khả năng có thể xảy ra nhất là VSC sẽ mua lại cảng của VIPCO. Cảng container này có 2 cầu cảng, các cầu cảng này ban đầu dành cho cảng dầu nhưng đã được chấp thuận để chuyển đổi thành cảng container. Các cầu cảng hiện đang được thi công và khi hoàn tất sẽ có tổng chiều dài 377m, độ sâu 11,5m, có thể đón các tàu có tải trọng 30.000 DWT. Công suất thiết kế của cảng này là 500.000 TEU/năm. VIP cũng đã đầu tư 132 tỷ đồng vào dự án này tuy nhiên phần chi phí xây dựng còn lại để hoàn thành dự án dự kiến khoảng 1.000 tỷ đồng. Do VIP không có kinh nghiệm điều hành cảng container, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng VIP sẽ bán lại cảng này cho VSC. Trong năm 2013, VIP cũng đã bán lại phần vốn của mình tại cảng Nam Hải Đình Vũ (30% vốn của cảng, giá trị theo mệnh giá là 120 tỷ đồng) cho GMD, nâng giá trị sở hữu của GMD tại cảng Nam Hải Đình Vũ từ 54,66% lên 84,66%. Cảng Nam Hải Đình Vũ có công suất thiết kế 500.000 TEU/năm, đi vào hoạt động từ tháng 12/2013 và được dự báo hoạt động 60% công suất trong năm 2014.

Tổng chi phí đầu tư cho dự án cảng mới của VSC khoảng 1.000 tỷ đồng, trong đó VSC dự định vay vốn ngân hàng 500 tỷ đồng, còn lại lấy từ quỹ đầu tư phát triển và lợi nhuận. Dự án được chia thành 2 giai đoạn, giai đoạn đầu được thực hiện trong vòng 18 tháng, chi phí vào khoảng 786 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng, dự án sẽ bắt đầu được thực hiện vào giữa năm 2015 và hoàn thành giai đoạn 1 vào cuối năm 2016, do đó VSC có thể ghi nhận doanh thu từ dự án vào năm 2017 với công suất dự kiến đạt 60%.

Định giá

Dựa trên phương pháp FCFE, FCFF, chúng tôi định giá cổ phiếu VSC ở mức 55.511 đồng/cp. Chúng tôi định giá dựa trên giả định về kết quả kinh doanh năm 2014 như đã phân tích ở trên và chưa xét tới hiệu quả từ việc đầu tư cảng mới đem lại.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFE (g = 5%, COE = 17.5%)	54.731	50%	27.366
FCFF (g = 5%, WACC = 14.7%)	56.290	50%	28.145
Giá bình quân			55.511

Khuyến nghị đầu tư

VSC là một doanh nghiệp hoạt động ổn định với tình hình tài chính tốt, khỏe mạnh. Thêm vào đó, dự án cảng mới ở khu vực Đình Vũ cũng hứa hẹn nhiều cơ hội tăng trưởng cho VSC trong tương lai xa (3-4 năm). Trong ngắn hạn, 2 kho CFS mới đi vào hoạt động cũng sẽ góp phần cho tăng trưởng lợi nhuận của VSC trong năm 2014. Với mức giá 53.500 đồng/cổ phần hiện tại, VSC đang được giao dịch với P/E và P/B tương ứng là 7,16 và 1,95, tương đương so với mức trung bình ngành cảng biển. Mức giá hiện tại cũng đang xấp xỉ với mức giá kỳ vọng của chúng tôi là **55.511 đồng/cp**. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng ở tương lai dài hơn của VSC khi dự án cảng Đình Vũ được đưa vào hoạt động sẽ tạo ra sự tăng trưởng đột biến cho VSC.

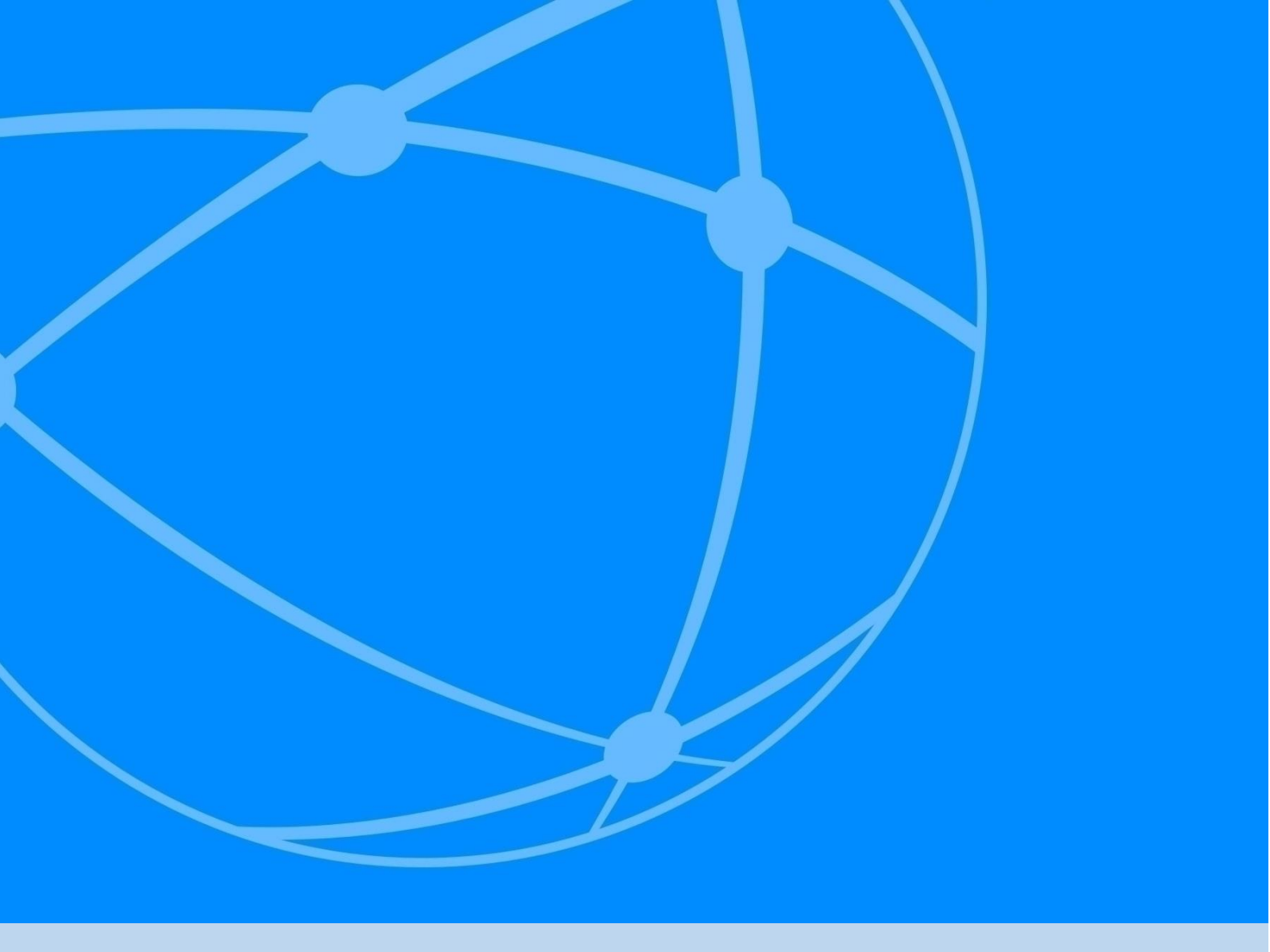
THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999