

Ngành Logistics

Báo cáo khuyến nghị đầu tư

28 tháng 8, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **18.770**

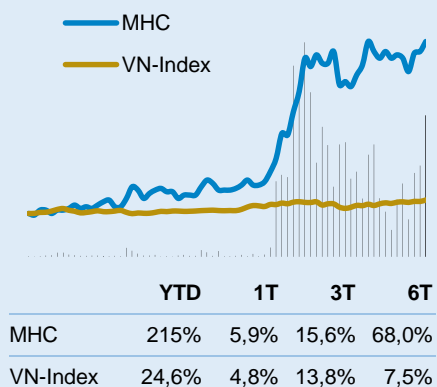
Giá thị trường (28/08/2014) 12.600

Lợi nhuận kỳ vọng 49%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	3.500 - 13.200
Vốn hóa	175 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	13.555.394 CP
KLGD bình quân 10 ngày	389.249 CP
% sở hữu nước ngoài	3,14%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	1,01

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Đinh Thị Thu Thảo

(84 4) 3928 8080 ext 606

Công ty Cổ phần MHC

Mã giao dịch: MHC

Reuters: MHC.HM

Bloomberg: MHC VN

Lợi nhuận 2014 đột biến từ chuyển nhượng Bến số 2 - Cảng tổng hợp Dung Quất

Sơ lược về công ty

Công ty Cổ phần MHC, được thành lập năm 1999 với vốn điều lệ ban đầu là 66,5 tỷ đồng, hiện nay vốn điều lệ của công ty đã tăng lên 135 tỷ đồng. Ngày 21/03/2005, cổ phiếu của Công ty Cổ phần MHC được niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh với mã chứng khoán MHC. Hoạt động kinh doanh chính của MHC hiện nay bao gồm: kinh doanh vận tải, khai thác cảng và kinh doanh bãi container, đại lý hàng hải, hoạt động logistics và cho thuê bất động sản.

Hoạt động kinh doanh chính cải thiện sau khi tái cơ cấu

Trước năm 2011, hoạt động kinh doanh chính của MHC là vận tải biển. Tuy nhiên, do bối cảnh khó khăn chung của cả ngành, MHC đã thanh lý toàn bộ đội tàu để cắt lỗ và chỉ duy trì mảng vận tải container bằng đường bộ và logistics. Kết quả sau hơn 2 năm hoạt động đã đem lại mức khả quan hơn nhiều so với hoạt động vận tải biển trước đây. Cụ thể đối với từng mảng hoạt động như sau:

- **Hoạt động vận tải.** Năm 2013 doanh thu từ hoạt động vận tải đạt 17 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 1,01 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp từ hoạt động vận tải duy trì ở mức 10-15%.
- **Hoạt động logistics cũng được đẩy mạnh,** chủ yếu đóng góp vào gia tăng giá trị trong chuỗi cung ứng của Cảng Hải An. Doanh thu từ hoạt động logistics năm 2013 đạt khoảng 6 tỷ, lợi nhuận MHC được ghi nhận khoảng 2,4 tỷ. Doanh thu năm 2014 dự kiến đạt 8-10 tỷ, lợi nhuận MHC dự kiến ghi nhận khoảng 3,2-4 tỷ.
- **Hoạt động cho thuê văn phòng từ Tòa nhà Hải An hoạt động ở điểm hòa vốn.** Với diện tích khai thác là 3.500 m², bao gồm 7 tầng, mỗi tầng diện tích 500 m². Giá trị đầu tư ban đầu của tòa nhà Hải An là 36 tỷ, tòa nhà bắt đầu đi vào hoạt động từ năm 2009. Doanh thu năm 2013 từ tòa nhà đạt 3,77 tỷ đồng, lỗ 1,9 tỷ đồng chủ yếu do chi phí lãi vay. Tính đến hết quý 2/2014, hoạt động kinh doanh tòa nhà mới chỉ bù đắp được chi phí khai thác, chưa kể chi phí lãi vay vốn đầu tư xây dựng ban đầu bình quân hàng tháng là 150 triệu đồng; tòa nhà đã khai thác được hơn 2.000 m², tương đương hiệu suất sử dụng tòa nhà mới đạt khoảng 57%. Dự kiến đến cuối năm 2014, sau khi MHC hoàn trả Agribank Láng Hạ hết nợ gốc và lãi vay, dự án tòa nhà Hải An sẽ hòa vốn và bắt đầu có lãi từ năm 2015.

Thanh toán hết các khoản nợ xấu

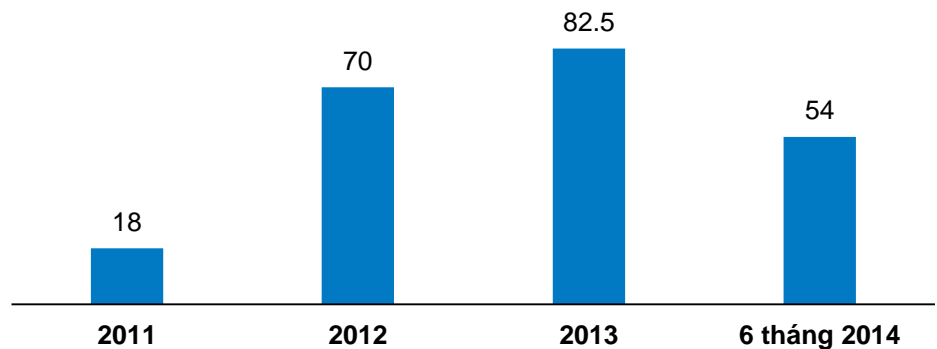
Khoản vay mua tàu Achiever từ Ngân hàng TMCP Quân đội MB đã thanh toán xong: Trong năm 2013, MHC đã trả được 294.650 USD cho Ngân hàng MB. Tính đến cuối năm 2013, dư nợ gốc còn 846.000 USD, và nợ lãi là 592.000 USD (bao gồm cả lãi phạt quá hạn và phạt chậm trả lãi); tương đương khoảng 30 tỷ đồng. Vào ngày 31/12/2013, MB đã đàm phán thành công với MB miễn 1,8 tỷ đồng lãi phạt và giảm 60% lãi trong hạn phát sinh. Trong quý 1/2014, MHC đã trả MB hết phần nợ gốc còn lại là 17,8 tỷ đồng, quý 2/2014 trả nốt số nợ lãi (sau khi được trừ miễn giảm) là 4,2 tỷ.

Khoản vay đầu tư xây dựng tòa nhà Hải An từ Ngân hàng NN&PTNT - Chi nhánh Láng Hạ dự kiến sẽ thanh toán xong trong năm 2014: Tính đến cuối năm 2013, MHC còn nợ Agribank Láng Hạ 14 tỷ đồng gốc vay, lãi suất 13%/năm. Công ty dự kiến trả một phần lãi vay hàng tháng từ chênh lệch dòng tiền hoạt động khai thác tòa nhà Hải An. Phần nợ gốc MHC dự kiến sẽ được chi trả từ nguồn trả cổ tức công ty Hải An. Công ty sẽ tiếp tục đàm phán với Agribank giảm lãi trong hạn phát sinh nếu hoàn trả nợ gốc trong năm nay.

Khoản đầu tư vào công ty liên kết đang là nguồn đóng góp lợi nhuận chính cho MHC

Lợi nhuận của MHC chủ yếu đến từ hoạt động đầu tư tài chính và liên doanh liên kết, đóng góp lớn nhất là từ khoản cổ tức và lợi nhuận được chia từ Công ty Cổ phần Vận tải và Xếp dỡ Hải An (Cảng Hải An). MHC sở hữu 25,4% vốn của Cảng Hải An với vốn điều lệ 240 tỷ. Giá trị đầu tư của MHC vào cảng Hải An trên báo cáo tài chính hợp nhất tại thời điểm 30/6/2014 là 109 tỷ, giá trị thực góp trên sổ sách của MHC là 61,4 tỷ, tương đương khoảng 5,8 triệu cổ phần.

Cảng Hải An hiện đang hoạt động tương đối tốt nhờ có vị trí tương đối thuận lợi, nằm giữa Cảng Đoạn Xá và Cảng Đình Vũ. Ngay năm đầu tiên đi vào hoạt động đạt lợi nhuận sau thuế 18 tỷ, năm thứ 2 (2012) đạt 70 tỷ, năm thứ 3 (2013) đạt 82,5 tỷ và trong 6 tháng đầu năm 2014 đạt 54 tỷ lợi nhuận sau thuế. Mức trả cổ tức hàng năm của cảng Hải An khoảng 25%/năm. Trong những năm tới, cảng Hải An sẽ tiếp tục là nguồn đóng góp lợi nhuận chính cho MHC.

Lợi nhuận sau thuế Cảng Hải An qua các năm (tỷ đồng)


Xét về quy mô, cảng Hải An ở mức trung bình so với các cảng khác tại khu vực Hải Phòng. Công suất của cảng Hải An đạt khoảng 250.000 TEU/năm, bằng khoảng một nửa so với các cảng Đình Vũ (cổ phần) và cảng Green port của Viconship.

So sánh cảng Hải An với một số cảng khác khu vực Hải Phòng

Thông số	Đoạn Xá	Đình Vũ (cổ phần)	Green port	Hải An
Vốn điều lệ (tỷ VND)	79	400	344	232
Cổ tức (%)	35%/năm	20%/năm	40%/năm	25%/năm
Công suất (TEUs/năm)	200.000 TEUs	500.000 TEUs	400.000 TEUs	250.000 TEUs
Bãi container (m ²)	65.000 m ²	10.000 m ²	90.000 m ²	150.000 m²
Kho CFS (m ²)	1.200 m ²	6.000 m ²	5.000 m ²	4.000 m²
Chiều dài cầu tàu (m)	210 m	427 m	480 m	150 m
Mớn nước (m)	7,1 m	8 m	8 m	8 m
Trọng tải tàu tối đa (DWT)	10.000 DWT	20.000 DWT	20.000 DWT	20.000 DWT

Lợi nhuận bất thường từ chuyển nhượng Bến số 2

Chuyển nhượng Bến số 2 - Cảng tổng hợp Dung Quất. Bến tạm số 02 Dung Quất (Quảng Ngãi) được xây dựng khởi công xây dựng vào năm 2001. MHC đã thực hiện ký hợp đồng kinh tế số 08/2011-HĐKT/MHC-DQS về việc chuyển trả chi phí xây dựng cơ bản dở dang là 56,8 tỷ đồng. DQS đã đặt cọc cho MHC 10% giá trị hợp đồng là 5,7 tỷ. Trong năm 2013, MHC vẫn còn gặp một số khó khăn trong công tác chuyển nhượng do DQS chưa đủ năng lực tài chính trong khi đơn vị kế thừa là PTSC chưa có ý định đầu tư ngay. Ngày 05/08/2014, MHC đã hoàn thành ký “Hợp đồng chuyển nhượng số 275-2014/PTSC-HĐKT về việc:

Chuyển nhượng dự án Bến số 2 - cảng tổng hợp Dung Quất và tài sản gắn liền với dự án” với Bên nhận dự án là PTSC. Tổng giá trị hợp đồng là 58 tỷ đồng. Đồng thời, MHC đã tiến hành làm thủ tục giải tỏa 5,6 tỷ đồng (10% tiền đặt cọc của DQS) như bước thanh toán đầu tiên của PTSC về giá trị đã đầu tư trên đất cho MHC. Dự kiến đến cuối năm 2014, MHC sẽ thu được về toàn bộ giá trị đầu tư trên đất của dự án Bến số 2, đem đến khoản lợi nhuận bất thường trị giá 30 tỷ đồng. MHC có thể phải chi trả thêm khoản chi phí 3-4 tỷ đồng tiền giải phóng mặt bằng và hỗ trợ dân sinh trước khi bàn giao lại cho PTSC.

Quyết toán Đề chắn sóng Lũng Lô. Dự án Đề chắn sóng được MHC thi công vào cùng thời điểm với Bến số 2 - Cảng Tổng hợp Dung Quất. MHC đã ký quyết toán giai đoạn 2 của Hợp đồng 08.4/HĐKT/LLC-MHC và xác nhận công nợ với Tổng Công ty XD Lũng Lô (LLC). Tính đến thời điểm hiện tại, số tiền MHC còn phải thu về từ LLC là 5,6 tỷ đồng, sẽ được thu hết và tất toán hết trước 31/12/2014. (3 tỷ đồng đã được thu về trong tháng 1/2014). Công ty không ghi nhận khoản lợi nhuận nào từ khoản thu hồi công nợ này.

Tổng hợp dự báo 2014

Kết thúc 6 tháng đầu năm 2014, MHC đạt 19,4 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, trong đó phần đóng góp từ cảng Hải An là khá đáng kể:

- ❑ 6,8 tỷ thu nhập tài chính do MHC nhận được cổ tức đợt 2/2013 từ cảng Hải An. Khoản này MHC đã nhận trong quý 1/2014.
- ❑ Lợi nhuận từ công ty liên kết (cảng Hải An) 7,88 tỷ.
- ❑ Ngoài ra, MHC còn khoản thu nhập bất thường 6,75 tỷ tiền miễn giảm lãi vay trong các năm trước do công ty cam kết trả đúng hạn.

Trong nửa cuối năm 2014, lợi nhuận của MHC dự báo đến từ những nguồn sau:

- ❑ Khoản thu nhập bất thường từ miễn giảm lãi vay: sẽ không còn khoản thu nhập bất thường từ miễn giảm lãi vay như trong nửa đầu năm.
- ❑ Thu nhập từ cổ tức: Trên nguyên tắc thận trọng, chúng tôi tạm thời chưa tính đến việc MHC có thể sẽ có thêm thu nhập từ cổ tức từ cảng Hải An trong nửa cuối năm 2014. Phần chi trả cổ tức 2014 MHC sẽ ghi nhận trong năm 2015.
- ❑ Lợi nhuận từ chuyển nhượng Bến số 2 - Cảng tổng hợp Dung Quất: ước tính khoảng 30 tỷ đồng.

Tổng kết cả năm 2014, chúng tôi dự báo MHC có thể đạt 50,89 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương đương EPS 2014 vào khoảng 3.754 đồng/cổ phần. Với kết quả này, MHC sẽ hết lỗ lũy kế trong năm 2014.

Khuyến nghị đầu tư

Trong ngắn hạn 2014, với lợi nhuận tăng trưởng khả quan, cổ phiếu MHC đang được giao dịch với mức P/E tương đối hấp dẫn (3,36 lần). Bên cạnh đó, việc xóa hết lỗ lũy kế cũng sẽ được kỳ vọng là thông tin tích cực đối với cổ phiếu MHC. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị OUTPERFORM đối với cổ phiếu MHC. Mức giá kỳ vọng đối với cổ phiếu MHC chúng tôi xác định vào khoảng **18.770 đồng/cổ phần**, tương đương với P/E kỳ vọng khoảng 5x, mức tương đối thấp trong ngành cảng biển & logistics.

Về dài hạn, các năm tiếp theo khi không còn khoản đột biến từ chuyển nhượng dự án, chúng tôi dự báo MHC sẽ duy trì mặt bằng khoảng 25-30 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, trong đó đóng góp chủ yếu từ cảng Hải An. Với kết quả lợi nhuận này, P/E của MHC dự phóng khoảng 6,82 lần, là mức không quá đắt.

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