

CTCP VẬN TẢI ĐA PHƯƠNG THỨC DUYÊN HẢI

Thông tin cổ phiếu	Ngày 29/09/2014
Mã chứng khoán	TCO
Ngành	Vận tải
Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	12.200
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	168
KLCP đang lưu hành	13.780.000
P/E trailing (thị trường)	7,1
P/B (thị trường)	1,0

- TCO hoạt động trong lĩnh vực tiếp vận, chuyên cung cấp dịch vụ vận tải đường bộ tuyến Hà Nội - Phú Thọ và kinh doanh kho bãi. Công ty dẫn đầu trong hoạt động vận tải hàng container đường bộ tại khu vực miền Bắc, có hệ số nợ thấp nhưng khả năng sinh lời chỉ ở mức trung bình so với các công ty trong ngành.
- TCO có KQKD tăng trưởng khá trong giai đoạn 2010-2013 với doanh thu tăng 14% CAGR và LNST tăng 27% CAGR nhờ hoạt động vận tải tăng trưởng tốt, công ty chuyển đổi hình thức quản lý đội xe từ trực tiếp sang thuê khoán, và chi phí tài chính giảm. KQKD 6T đầu năm 2014 sụt giảm 12% yoy do chi phí sản xuất kinh doanh tăng.
- TCO có tiềm năng phát triển rất lớn trong lĩnh vực kinh doanh kho CFS và vận tải do sản lượng hàng hóa XNK tại Hải Phòng lớn, nhu cầu về kho CFS chất lượng cao ngày càng tăng và vận tải đường bộ vẫn là phương thức vận chuyển chủ đạo của Việt Nam trong tương lai. TCO đã nắm bắt được xu hướng này và thực hiện tái cấu trúc hoạt động mạnh mẽ trong các năm tới: giảm hoạt động kinh doanh bãi, đầu tư xây thêm kho CFS tại Hải Phòng trong năm 2014 và đầu tư mua mới đội xe trong năm 2016.
- Chúng tôi dùng phương pháp so sánh tương đối và chiết khấu dòng tiền tự do để định giá TCO. Với mức giá hợp lý là 14.774 đồng/CP, cao hơn thị giá hiện tại là 12.200 đồng/CP, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu TCO.

Chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013
DTT (tỷ đồng)	125	134	152	186
+/- yoy (%)	60%	7%	14%	22%
LNST (tỷ đồng)	12	12	19	25
+/- yoy (%)	262%	3%	56%	26%
TTS (tỷ đồng)	182	226	242	244
+/- yoy (%)	4%	24%	7%	1%
VCSH (tỷ đồng)	118	151	157	164
+/- yoy (%)	19%	27%	4%	4%
Nợ/TTS (%)	35%	30%	32%	30%
TS LN gộp (%)	38%	34%	30%	25%
TS LN ròng (%)	10%	9%	13%	13%
BV (đồng)	11.756	11.964	12.451	12.992
EPS - TTM (đồng)	1.197	988	1.540	1.942
ROA (%)	7%	6%	8%	10%
ROE (%)	10%	8%	12%	15%

NỘI DUNG:

- Vài nét về công ty - Trang 2
- Vị thế công ty - Trang 4
- Tương quan các doanh nghiệp - Trang 4
- KQKD và tình hình tài chính - Trang 5
- Triển vọng ngành - Trang 7
- Triển vọng doanh nghiệp - Trang 9
- Phân tích SWOT - Trang 10
- Định giá - Trang 12
- Quan điểm đầu tư - Trang 15
- Phụ lục - Trang 16

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 19

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Nguyễn Quang Huy
+ 84 4 3936 6425 (ext.120)
ngquy@vcbs.com.vn

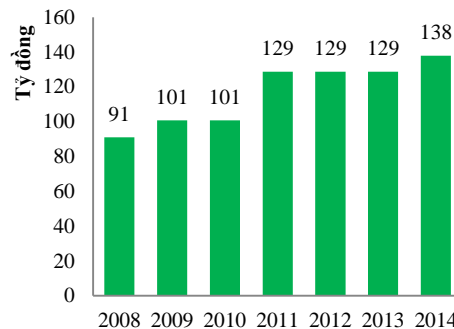
29.09.2014
Bộ phận Nghiên cứu-Phân tích
VCBS

Vài nét về công ty

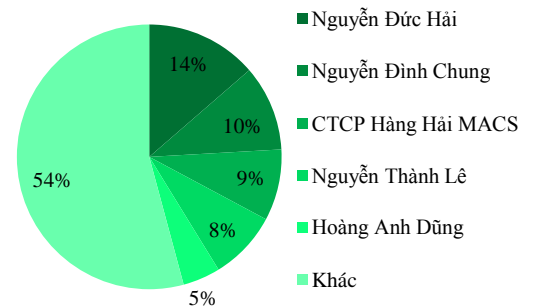
Lịch sử hình thành và phát triển: CTCP Vận tải đa phương thức Duyên hải thành lập năm 1997 dưới hình thức công ty TNHH, sau chuyển sang hoạt động CTCP vào năm 2008 khi hợp nhất 4 công ty thành viên (công ty TNHH Vận tải Duyên Hải, công ty TNHH Vận tải đường bộ Duyên Hải, công ty TNHH Sản xuất và Thương mại Duyên Hải, công ty TNHH Vận tải Duyên Hải Phú Thọ). Công ty đăng ký giao dịch cổ phiếu của công ty đại chúng chưa niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (Upcom) vào năm 2009 và được niêm yết trên HSX vào T2.2012. VDL của TCO là 90,9 tỷ đồng khi thành lập, tăng lên 100,8 tỷ đồng vào năm 2009; 128,7 tỷ đồng vào năm 2011 và 137,8 tỷ đồng tới hiện tại.

Cơ cấu cổ đông: Ông Nguyễn Đức Hải là cổ đông lớn nhất của TCO, hiện nắm giữ 13,6% cổ phần. CTCP Hàng hải MACS là cổ đông pháp nhân lớn nhất và sở hữu 9,5% tổng số cổ phần. Các thành viên trong HĐQT và Ban lãnh đạo như ông Bùi Chí Hùng, ông Hoàng Anh Dũng, ông Lê Thái Cường, ông Lê Hoài Nam có khoảng 3%-5% cổ phần. Ông Nguyễn Đình Chung, chủ tịch HĐQT và TGD cũ của TCO hiện chỉ còn giữ 10,5% cổ phần, giảm xuống từ 51% vào T4.2014.

Quá trình tăng vốn



Cơ cấu cổ đông



Nguồn: VCBS tổng hợp

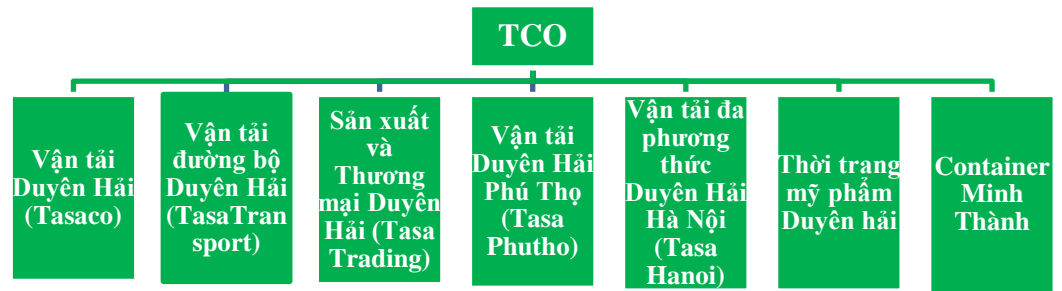
Cấu trúc tổ chức công ty

TCO sở hữu 7 công ty con với tỷ lệ sở hữu gần như tuyệt đối 99% -100%, trong đó các công ty có vốn điều lệ lớn nhất là:

Công ty TNHH Container Minh Thành: VDL 24 tỷ đồng, hoạt động chính trong lĩnh vực kho bãi và lưu giữ hàng hóa. Hiện tại sở hữu của TCO tại công ty này là 75,8%. TCO sẽ mua lại sở hữu vốn của ông Nguyễn Thành Lê (24,16%) để nâng tỷ lệ sở hữu tại đây lên 99,9%.

Công ty TNHH Vận tải Duyên Hải (TASACO): VDL 20,7 tỷ đồng, hoạt động trong lĩnh vực kho bãi, lưu giữ hàng hóa, vận tải hàng hóa đường bộ.

Công ty TNHH Sản xuất và Thương mại Duyên Hải (TASA TRADING): VDL 20 tỷ đồng, hoạt động trong lĩnh vực kho bãi, lưu giữ hàng hóa, đại lý bán buôn xe ô tô.



Nguồn: TCO

Lĩnh vực hoạt động chính

Vận tải đường bộ là hoạt động chủ đạo

Vận tải đường bộ: là hoạt động chính của TCO, chiếm 44% tổng DT năm 2013. TCO tập trung phát triển vận tải hàng hóa container bằng đường bộ, đường sắt với địa bàn hoạt động chủ yếu tại Hải Phòng, Vĩnh Phúc, Phú Thọ. Hiện tại công ty đang cung cấp dịch vụ cho gần 100 khách hàng với 90% là khách hàng nước ngoài.

Bãi và các dịch vụ bãi: chiếm 16% DT năm 2013. TCO có hệ thống 2 bãi TASA Đông Hải và TASA Trading tại Hải Phòng và cảng thông quan nội địa - ICD Thụy Vân tại Việt Trì, Phú Thọ. Doanh thu bãi và dịch vụ bãi có được nhờ các dịch vụ đóng hàng, bốc xếp hàng trong bãi, thực hiện các thủ tục thông quan cho khách hàng và vận chuyển hàng từ bãi ra cảng. Hàng hóa chủ yếu tại bãi là sắt thép, phôi thép và thép cuộn. Ngoài ra, công ty đang cho bên ngoài thuê bãi diện tích 4,4 ha.

Kho và các dịch vụ kho: chiếm 9% DT năm 2013. TCO có 3 loại hình nhà kho: (1) kho CFS bảo quản và giao nhận hàng hóa XNK, gom hàng lẻ đường biển, đường hàng không, (2) kho bảo quản hàng hóa dưới hình thức ký hợp đồng 3 bên với ngân hàng dùng để bảo quản hàng hóa cho các doanh nghiệp cần nguồn vốn ngân hàng, (3) kho nội địa cho các đại lý bán lẻ trên thị trường.

Thương mại – Dịch vụ: chiếm 30% DT của TCO. Doanh thu hoạt động này chủ yếu đến từ việc làm đại lý bán xe đầu kéo kèm rơ móc và dịch vụ cho tài xế thuê xe. Từ năm 2012, TCO chuyển đổi hình thức quản lý đội xe từ trực tiếp sang thuê khoán. Sau khi mua xe đầu kéo mới về công ty sẽ giao cho các tài xế trực tiếp quản lý và sở hữu. Đổi lại, tài xế sẽ đóng 25% giá trị của xe, đồng thời trả phần gốc và lãi hàng tháng (15%-16%/năm) được tính dựa trên thời gian khấu hao còn lại của xe.

Năng lực hoạt động

TCO sở hữu hệ thống xe đầu kéo rơ móc hiện đại và kho bãi rộng tại Hải Phòng và Phú Thọ để phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh

Hoạt động kinh doanh	Năng lực
Vận tải đường bộ	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 79 xe đầu kéo kèm rơ móc ✓ Tổng khối lượng vận chuyển 300.000 tấn/năm
Dịch vụ bãi	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Diện tích 2 bãi tại Hải Phòng: hơn 100.000 m² ✓ Diện tích bãi tại Việt Trì: 28.000 m² ✓ Khối lượng container thông quan: 180.000 container/năm, khoảng 200.000 TEUs/năm
Dịch vụ kho	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Kho hiện tại: diện tích khoảng 3.000 m², tỷ lệ lấp đầy 85%-90% ✓ Kho năm 2015: diện tích 14.000m²-16.000m², trong đó tỷ lệ lấp đầy của kho mới là 70% trong năm đầu và đạt 100% sau 3 năm

Các dự án đầu tư

Dừng dự án đầu tư cảng tại Nam Đình Vũ

Dự án cảng Nam Đình Vũ: Trong phiên họp ĐHCĐ năm 2014, TCO đã đề xuất kế hoạch đầu tư cầu cảng ở khu kinh tế Nam Đình Vũ với tổng vốn đầu tư dự kiến khoảng hơn 1.000 tỷ đồng. Dự án này mang lại nhiều thuận lợi cho TCO khi công ty được hưởng những ưu đãi về thuế trong 15 năm đầu hoạt động và các ưu đãi khác khi đầu tư vào khu Nam Đình Vũ (miễn các chi phí quản lý hạ tầng và chi phí điện nước). Tuy nhiên dự án xây dựng cảng này đã phải hoãn lại do TCO chưa thể thu xếp được nguồn vốn đầu tư.

Tăng sở hữu vốn tại công ty con: TCO sẽ mua lại sở hữu vốn của của ông Nguyễn Thành Lê (24,16%) tại Công ty TNHH Container Minh Thành hoạt động kinh doanh kho CFS (VĐL 24 tỷ đồng) để nâng tỷ lệ sở hữu tại đây lên 99,9%. Đây là động thái cho thấy TCO đang tập trung phát triển mảng kinh doanh kho CFS này.

Xây kho CFS mới: Công ty đang chọn nhà thầu để tiến hành xây dựng kho CFS mới có diện tích 11.000-13.000 m² (gấp 3 lần diện tích kho hiện tại) trong vòng 8 tháng từ T8/2014 đến T4/2015. Vốn đầu tư để xây dựng kho là 70-80 tỷ đồng, công ty dự kiến hoàn vốn sau 7 năm.

Vị thế công ty

TCO là doanh nghiệp dẫn đầu trong hoạt động vận tải hàng container đường bộ tại khu vực miền Bắc, đặc biệt là trên tuyến Hải Phòng – Phú Thọ khi TCO đảm nhận tới 90% thị phần vận tải container tại Phú Thọ. Điều này có được là do công ty có số lượng đầu xe lớn (79 xe), số lượng khách hàng nhiều, đa dạng và dịch vụ vận tải dần được cải thiện sau khi công ty thành lập thêm đội sửa chữa xe để đảm bảo tiến độ vận chuyển hàng hóa.

TCO có hệ thống bãi diện tích lớn được cấp giấy phép hải quan và giấy phép ICD. Công ty sở hữu hệ thống kho bãi với diện tích lớn, khoảng hơn 10ha tại Hải Phòng, trong đó có 1 bãi được cấp giấy phép hải quan để khai thác hàng hóa, container hàng hóa XNK. Đồng thời, TCO được cấp giấy phép làm ICD (cảng thông quan nội địa) tại bãi ở Phú Thọ, giúp cho khách hàng khai báo và làm các thủ tục hải quan tại bãi của công ty dễ dàng hơn và tiết kiệm thời gian. Theo Ban giám đốc, TCO là doanh nghiệp duy nhất được cấp giấy phép ICD tại Phú Thọ do quy định về 2 cảng thông quan nội địa phải đặt cách nhau ít nhất 100km.

Kho CFS sau khi được hoàn thành vào năm 2015 với diện tích 11.000 – 13.000 m² sẽ trở thành 1 trong 2 kho CFS lớn nhất tại Hải Phòng đạt chuẩn xuất hàng đi châu Âu và châu Mỹ (kho còn lại là GLC của Vinconship với diện tích 15 ha). Kho CFS mới dự kiến sẽ hoạt động

với 70% công suất năm đầu tiên và đạt 100% công suất sau 3 năm. Giá dịch vụ lưu kho của TCO có thể đạt khoảng 65.000 đồng/m³ trong khi giá bình quân tại khu vực Hải Phòng là 55.000 đồng/m³.

Tương quan các doanh nghiệp trong ngành

Mã	TTS (tỷ đồng)	VCSH (tỷ đồng)	Nợ/TTS	TS LN ròng	ROA ttm	ROE ttm	EPS	BVPS	P	PE	PB
TCO	231	159	28,4%	12,5%	10,0%	14,5%	1.729	11.904	12.200	7,1	1,0
PRC	60	27	55,6%	0,7%	1,9%	4,2%	926	22.247	12.300	13,3	0,6
SFI	588	250	54,6%	6,2%	5,6%	13,2%	3.188	24.208	30.100	9,4	1,2
STG	240	141	40,2%	3,9%	12,2%	20,8%	3.509	16.854	21.000	6,0	1,2
TMS	864	673	22,0%	26,4%	12,9%	16,6%	4.836	29.181	37.100	7,7	1,3
VNF	394	170	55,2%	3,4%	11,5%	26,8%	8.148	30.456	36.300	4,5	1,2
VNL	239	160	32,9%	4,7%	12,5%	18,7%	3.328	17.827	22.100	6,6	1,2
VNT	295	112	62,0%	4,9%	9,8%	25,7%	5.311	20.665	38.200	7,2	1,8
TB	364	211	43,85%	7,83%	9,54%	17,55%	3.872	21.668	26.163	7,7	1,2

Số liệu cập nhật đến Q2.2014 và theo thị giá ngày 29/9/2014. Nguồn: VCBS tổng hợp

Quy mô trung bình, P/E, P/B thấp hơn trung bình ngành

Chúng tôi chọn 7 doanh nghiệp khác cùng hoạt động trong lĩnh vực vận tải, kho bãi để so sánh với TCO. TCO có quy mô về tài sản và vốn chủ sở hữu dưới mức trung bình, thấp hơn TMS, SFI, VNF và tương đương với VNL, VNT, STG. Tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận của TCO tương đối cao, ở mức 12,5% và chỉ kém TMS (26,4%) do TMS có lợi thế quy mô lớn gấp 3-4 lần TCO, kinh nghiệm 30 năm hoạt động trong ngành và có lợi nhuận lớn từ công ty liên doanh liên kết ngoài ngành. Chỉ khoảng ¼ lượng tài sản của TCO được tài trợ bằng nợ phải trả, trong khi các doanh nghiệp như PRC, SFI, VNF và VNT có nợ phải trả chiếm tới một nửa tài sản.

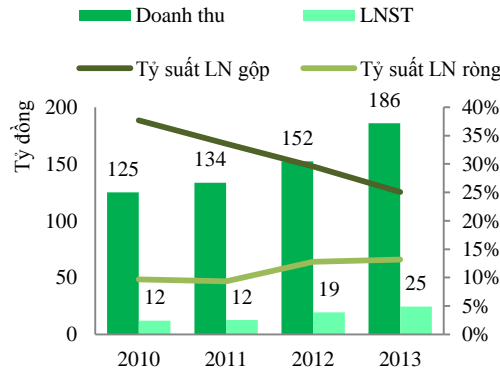
Khả năng sinh lời của TCO kém khả quan với ROA và ROE lần lượt đứng thứ 6 và thứ 7 trong tổng số 8 công ty được nêu, cho thấy sự không hiệu quả trong việc sử dụng tài sản và nguồn vốn. VNL và TMS có ROA cao nhất nhưng VNF và VNT lại có ROE cao nhất do những doanh nghiệp này sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều. Do đó EPS và BVPS của TCO không cao, chỉ bằng một nửa so với trung bình các công ty trong ngành.

Với thị giá ngày 29/9 thì P/E đang ở mức 7,1 lần và P/B ở mức 1,0 lần, thấp hơn trung bình của 8 công ty là 7,7 lần và 1,2 lần. Điều này một phần phản ánh sự thiếu lạc quan của nhà đầu tư vào KQKD hiện tại và triển vọng phát triển của TCO.

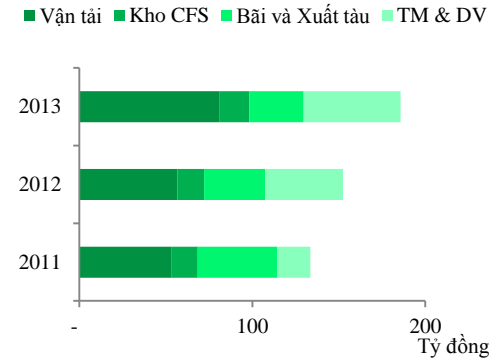
KQKD và tình hình tài chính

KQKD 2010-2013

Doanh thu và lợi nhuận



Cơ cấu và tăng trưởng doanh thu



Nguồn: TCO, BCTC 2010-2013

Tăng trưởng khá ở hầu hết các mảng hoạt động

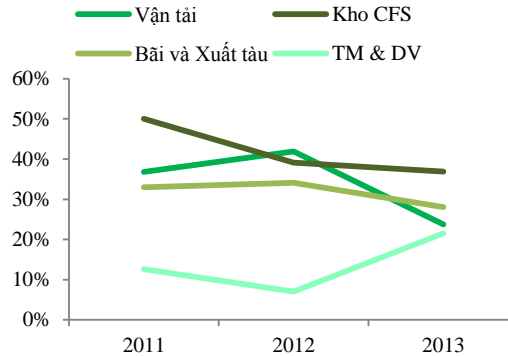
KQKD của TCO đã có sự tăng trưởng khá với doanh thu tăng 14% CAGR từ 125 tỷ đồng năm 2010 lên 186 tỷ đồng năm 2013 và LNST tăng 27% CAGR từ 12 tỷ đồng lên gần 25 tỷ đồng trong khoảng thời gian này. Có được kết quả như vậy nhờ hoạt động vận tải tăng trưởng tốt, công ty chuyển đổi hình thức quản lý đội xe từ trực tiếp sang thuê khoán, chi phí tài chính giảm.

Kể từ năm 2012, công ty chuyển đổi hình thức quản lý đội xe từ trực tiếp sang thuê khoán. TCO không còn sở hữu đội xe mà bàn giao lại cho tài xế. Đổi lại, tài xế sẽ trả 25% giá trị của xe lúc bàn giao xe, trả gốc và lãi hàng tháng trong khoảng thời gian khấu hao còn lại của xe. Do công ty hạch toán khoản thu nhập này vào hoạt động thương mại-dịch vụ nên doanh thu mảng này đã tăng mạnh 63% CAGR và chiếm 30% tổng DT. Tuy nhiên chính điều này đã làm tỷ suất lợi nhuận gộp của TCO giảm xuống còn 25% năm 2013 từ 34% năm 2011 do hoạt động thương mại-dịch vụ có tỷ suất lợi nhuận không cao, chỉ ở mức 22%, mặc dù đã tăng đáng kể trong năm 2013. Đồng thời mặc dù TCO tiết kiệm được chi phí xăng dầu cho đội xe (chi phí nguyên vật liệu giảm 23 tỷ đồng, ~ -78% yoy năm 2013) nhưng công ty phải thuê dịch vụ vận chuyển từ tài xế với chi phí cao (chi phí dịch vụ mua ngoài tăng 53 tỷ đồng năm 2013 và gấp 2 lần chi phí năm 2012) nên tỷ suất hoạt động vận tải bị ảnh hưởng (từ 37% xuống 24%). Mặt tích cực của hình thức chuyển đổi này là TCO cắt giảm được chi phí QLDN (giảm 12 tỷ đồng từ năm 2010, ~ - 19% hàng năm), góp phần giúp cho biên lợi nhuận ròng tăng từ 10% năm 2010 lên 13% trong 2 năm gần đây. Nhờ đó, LNST có mức tăng trưởng cao hơn doanh thu.

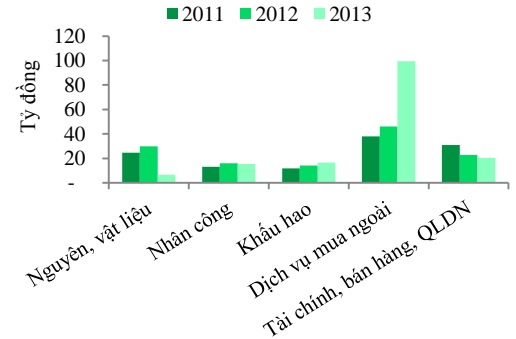
Hoạt động vận tải và kho CFS cũng tăng trưởng tương đối khả quan trong giai đoạn này do sản lượng hàng hóa XNK lớn tại Hải Phòng và nhu cầu vận chuyển tuyến Hải Phòng- Phú Thọ được duy trì. Doanh thu vận tải tăng 35% CAGR, chiếm 43% tổng DT và kho CFS tăng 20% CAGR, chiếm 9% tổng DT. Kinh doanh bãi và xuất tàu Shipperside là mảng duy nhất có doanh thu sụt giảm với mức giảm 23% yoy năm 2012 và 11% yoy năm 2013. Hiện tại bãi của TCO dùng chủ yếu để đóng hàng với doanh thu từ hoạt động này không đáng kể (khoảng 200 triệu đồng/tháng). Ngoài ra, công ty cũng thu về khoảng 5 tỷ đồng/năm doanh thu từ việc cho thuê bãi. Doanh thu của mảng kinh doanh bãi và xuất tàu chỉ còn chiếm khoảng 17% tổng DT năm 2013, giảm xuống từ mức 35% năm 2011. Trong năm 2013, kho CFS vẫn là mảng có tỷ suất lợi nhuận cao nhất,

khoảng 37%, tiếp đến là Bãi và Xuất tàu (28%).

Tỷ suất lợi nhuận gộp



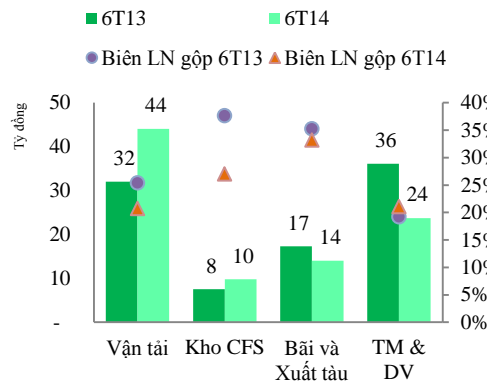
Chi phí



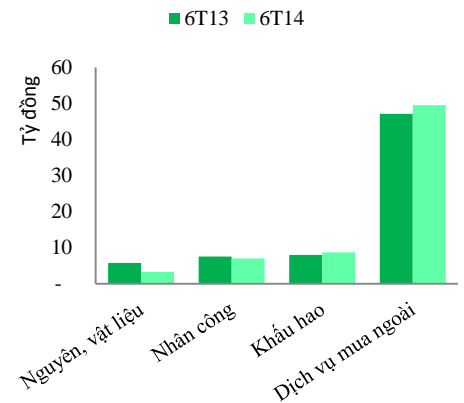
Nguồn: TCO, BCTC 2011-2013

KQKD 6T.2014 và triển vọng 2014

Tăng trưởng doanh thu



Chi phí sản xuất kinh doanh



Nguồn: TCO, BCTC Q2.2013, BCTC Q2.2014

KQKD sụt giảm nhưng nhiều khả năng vẫn hoàn thành KH năm

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2014. TCO có doanh thu đạt 91,5 tỷ đồng (-1,6% yoy, hoàn thành 44% KH năm) và LNST đạt 11,3 tỷ đồng (-11,7% yoy, hoàn thành 52% KH năm). Lợi nhuận có tốc độ giảm lớn hơn doanh thu chủ yếu do chi phí sản xuất kinh doanh tăng so với cùng kỳ năm trước.

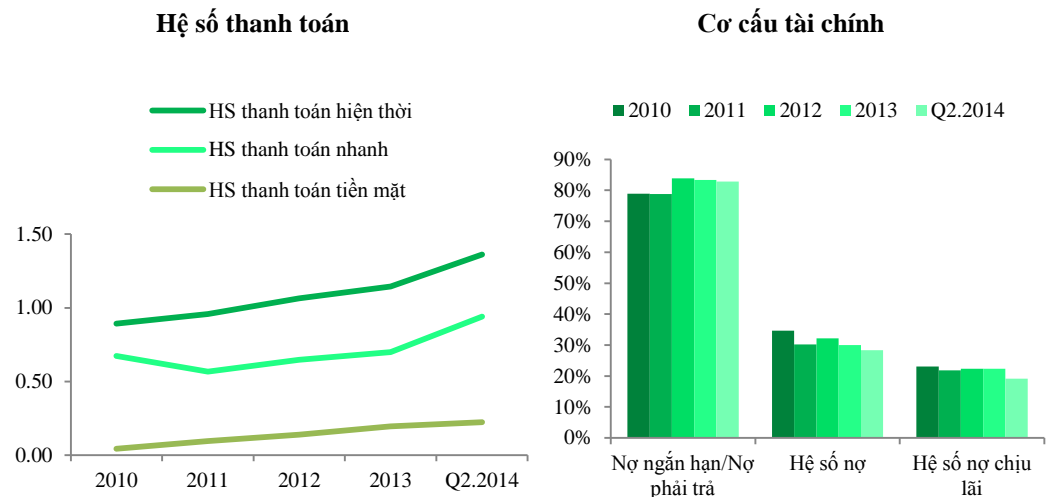
Đóng góp chính vào doanh thu vẫn là 2 hoạt động vận tải (chiếm 48% tổng DT) và Thương mại-Dịch vụ (chiếm 26% tổng DT). Trong khi doanh thu của mảng vận tải và kho CFS tiếp có sự tăng trưởng khá theo đà tăng từ các năm trước, lần lượt ở mức 37% yoy và 30% yoy thì hoạt động thương mại-dịch vụ và kinh doanh bãi, xuất tàu lại có doanh thu sụt giảm, trong đó thương mại-dịch vụ giảm tới 34% với việc TCO đã dần hoàn thành quá trình bàn giao xe và do đó doanh thu hiện tại chủ yếu đến từ việc trả nợ gốc và lãi hàng tháng của các tài xế.

Doanh thu sụt giảm nhưng chi phí sản xuất kinh doanh vẫn tăng 1,6% yoy với tỷ suất lợi nhuận

gộp giảm ở hầu hết tất cả các hoạt động, đặc biệt là mảng kho CFS (giảm 13%) và mảng vận tải (giảm 4%). Theo xu hướng từ năm trước, chi phí dịch vụ mua ngoài vẫn tiếp tục tăng 2,5 tỷ đồng trong khi chi phí nguyên vật liệu lại tiết kiệm được một khoản tương đương.

TCO đặt kế hoạch năm 2014 với doanh thu đạt 210 tỷ đồng (+13% yoy) và LNST đạt 21,8 tỷ đồng (-11% yoy). Chúng tôi thấy rằng trong năm nay mặc dù hoạt động thương mại-dịch vụ đang chững lại nhưng TCO vẫn có mức tăng trưởng doanh thu khá ở 2 hoạt động truyền thống là vận tải do có lợi thế cạnh tranh lớn trên tuyến Hải Phòng-Phú Thọ và kinh doanh kho CFS với việc liên tục mở rộng, sửa chữa nâng cấp cơ sở hạ tầng để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng cao. Đồng thời công ty có xu hướng đặt kế hoạch lợi nhuận rất thận trọng (năm 2013 vượt gần 27% KH) và thấp hơn so với mức thực hiện của năm trước. Do đó nếu không có nhiều đột biến trong hoạt động 6 tháng cuối năm và công ty vẫn tiếp tục duy trì ổn định đã tăng trưởng thì nhiều khả năng TCO sẽ hoàn thành mục tiêu lợi nhuận đạt 21,8 tỷ đồng.

Sức khỏe tài chính



Nguồn: TCO, BCTC 2010-2014

Cơ cấu tài chính lành mạnh

TCO có cơ cấu tài chính duy trì ổn định với hệ số nợ thấp và đang có xu hướng giảm dần từ 35% năm 2010 xuống còn 28% trong Q2.2014. Hệ số nợ chịu lãi không thấp hơn nhiều so với hệ số nợ do nợ vay ngân hàng chiếm một phần lớn nợ phải trả của TCO. Tuy nhiên chủ yếu nợ phải trả là nợ ngắn hạn (chiếm trên 80% tổng nợ) nên đã tạo ra một áp lực thanh toán không nhỏ đối với công ty.

Nhờ duy trì được lượng tài sản ngắn hạn tương đối dồi dào nên hệ số thanh toán của TCO có xu hướng tăng dần qua các năm với hệ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh tại thời điểm hiện tại lần lượt là 1,36 lần và 0,94 lần, đảm bảo an toàn tài chính của công ty trong ngắn hạn. Tuy nhiên hàng tồn kho và các khoản phải thu chiếm tỷ lệ tương đối cao trong cơ cấu tài sản ngắn hạn (~64%) nên hệ số thanh toán tiền mặt chỉ ở mức 0,22 lần.

Triển vọng ngành

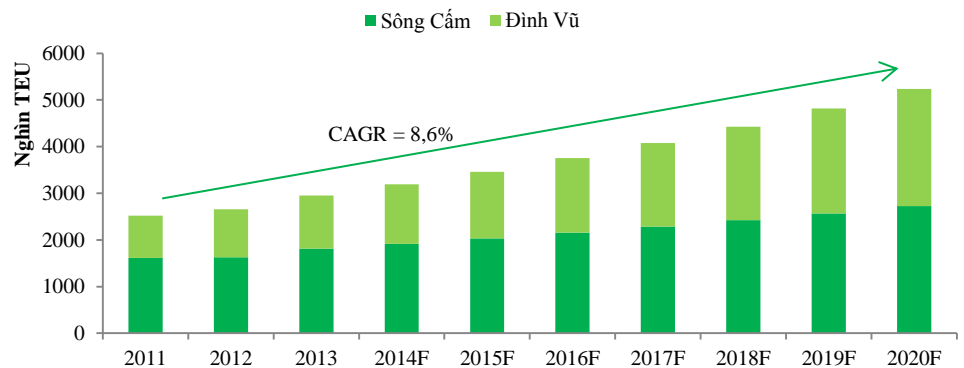
Nhiều triển vọng trong hoạt động vận tải và kho bãi

Do hoạt động kinh doanh chủ đạo của TCO là vận tải hàng hóa XNK tuyến Hải Phòng-Phú Thọ và lưu giữ kho CFS nên triển vọng phát triển của công ty phụ thuộc rất nhiều vào tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng hóa tại khu vực Hải Phòng, nhu cầu vận tải đường bộ và triển vọng của ngành kinh doanh kho CFS tại Việt Nam.

Sản lượng hàng hóa thông qua cảng tại Hải Phòng dự kiến sẽ tăng cao

Theo Bộ Giao thông Vận tải, sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển khu vực Hải Phòng năm 2013 đạt 55,4 triệu tấn, tăng 11% so với năm 2012. Trong đó, sản lượng container đạt gần 3 triệu TEU, tăng 11% so với năm 2012. Ngân hàng Thế Giới dự báo sản lượng container thông qua khu vực này (gồm khu bến cảng sông Cấm và khu bến cảng Đình Vũ) có thể tăng 8,6% CAGR tới năm 2020 và đạt 5,2 triệu TEU. Con số này chưa bao gồm sản lượng tiềm tàng từ khu cảng Lạch Huyện dự kiến đạt 28,2-34,8 triệu tấn vào năm 2020. Cảng Lạch Huyện sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ năm 2017 với khả năng tiếp nhận được tàu container trọng tải 100.000 DWT, tương đương 8.000 TEU. Do đó nhu cầu lưu kho bãi và vận chuyển hàng hóa XNK từ Hải Phòng tới các tỉnh miền Bắc sẽ tăng cao trong những năm sắp tới.

Sản lượng hàng hóa thông qua các cảng biển tại Hải Phòng



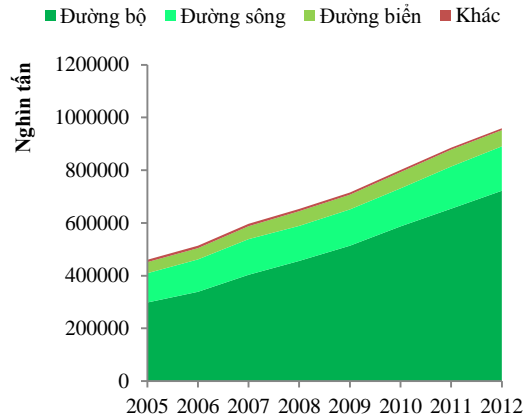
Nguồn: Ngân hàng Thế Giới

Nhu cầu vận tải đường bộ lớn

Số liệu của Tổng cục Thống kê cho thấy vận tải bằng đường bộ (ô tô, xe tải) đảm nhận một phần rất lớn trong tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển của cả nước trong năm 2012, khoảng 75%, tiếp đến là đường sông (18%) và đường biển (6%). Đường bộ cũng là phương thức có khối lượng vận tải tăng trưởng cao nhất trong giai đoạn 2005-2012 với mức tăng 13,5% CAGR, trong khi trung bình của toàn ngành vận tải chỉ là 11% CAGR.

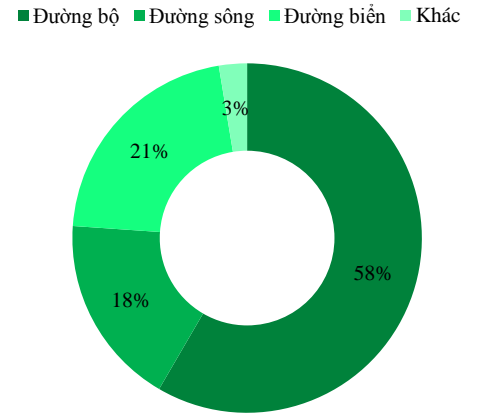
Theo chiến lược phát triển của bộ Giao thông Vận tải thì tốc độ phát triển của vận tải đường bộ sẽ chững lại, chỉ còn khoảng 7,6% CAGR từ 2013 đến 2020 và 6,6% CAGR từ 2021 đến 2030. Tuy nhiên loại hình này vẫn sẽ giữ vai trò chủ lực trong hoạt động vận tải của Việt Nam và chiếm 58,4% khối lượng hàng hóa vận chuyển năm 2020 và 57,8% khối lượng hàng hóa năm 2030.

Hàng hóa vận chuyển theo phương thức



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Thị phần vận tải hàng hóa năm 2020



Nguồn: Bộ Giao thông Vận tải

Các doanh nghiệp vận tải đường bộ chạy tuyến Hải Phòng tới Hà Nội và các tỉnh lân cận sẽ có nhiều tiềm năng tăng trưởng khi tận dụng được nhu cầu tăng lên của hình thức vận tải này, đặc biệt sau khi tuyến đường cao tốc mới Hà Nội-Hải Phòng được hoàn thành vào cuối năm 2015. Đường cao tốc này có tốc độ ô tô thiết kế đạt 120km/giờ, mặt đường rộng 33 m với 6 làn xe, cho phép xe trọng tải 30 tấn được lưu thông, so với 18 tấn hiện tại trên QL5.

Triển vọng kinh doanh kho CFS: tiềm năng tăng trưởng lớn

Theo như phân tích trên, nhu cầu lưu kho bãi nói chung và kho CFS nói riêng tại khu vực Hải Phòng được dự báo sẽ tiếp tục tăng. Tuy nhiên, theo Ngân hàng Thế giới, hầu hết các cơ sở kho CFS của Việt Nam, đặc biệt là tại miền Bắc có chất lượng thấp hơn so với các nước châu Á khác về tiêu chuẩn chung như phòng chống cháy nổ, an ninh đa tầng, điều kiện thông gió và kết cấu sàn kho. Đồng thời các địa điểm xử lý hàng hóa thường chỉ là những đơn vị đơn lẻ với diện tích kho nhỏ; một số công ty phải san sẻ mặt hàng của mình tại nhiều địa điểm kho khác nhau. Do đó, các kho CFS có diện tích lớn, đảm bảo được các tiêu chuẩn quốc tế sẽ có triển vọng phát triển tốt trên thị trường.

Triển vọng doanh nghiệp

Hiện tại TCO đang tập trung tái cấu trúc hoạt động bằng việc cải thiện tình hình hoạt động của mảng vận tải và tiếp tục đầu tư phát triển cơ sở vật chất cho lĩnh vực kho CFS. Đây sẽ là 2 ngành chủ lực mang lại nhiều lợi nhuận cho công ty trong tương lai. Mặt khác thương mại-dịch vụ không phải là hoạt động chủ đạo trong tương lai do doanh thu tăng cao những năm qua chỉ là kết quả của việc chuyển đổi hình thức quản lý đội xe. Đồng thời hoạt động kinh doanh bãi sẽ tiếp tục sụt giảm và đóng vai trò là hoạt động phụ trợ cho các mảng khác. Triển vọng của các mảng hoạt động cụ thể như sau:

Hoạt động vận tải dự kiến có doanh thu tăng trưởng 15% trong năm 2015 và lên 20% cho tới năm 2018, tỷ suất lợi nhuận có xu hướng tăng

Trong nửa đầu năm 2014, TCO đã thành lập đội sửa chữa xe để đảm bảo kịp thời tiến độ vận chuyển hàng hóa cho khách hàng, đồng thời nâng cao chất lượng dịch vụ từ khâu đóng gói hàng nên không còn tình trạng giao hàng chậm giờ và đóng hàng sai quy cách như trước đây. Trên cơ

sở đó công ty đã thực hiện việc nâng giá cước vận tải thêm ít nhất 12% để phù hợp với chất lượng dịch vụ được nâng cao. Đồng thời, sau khi việc siết tải trọng vận tải có hiệu lực từ T4/2014, số chuyến hàng vận chuyển đã tăng lên đáng kể. TCO thực hiện việc vận tải 2 chiều và giảm giá cước cho khách hàng (trước đây giá cước bao gồm vận tải hàng hóa chiều đi và container rỗng chiều về), đồng thời chi phí vận tải chiều về tăng lên không đáng kể nên công ty tăng được lợi nhuận.

Hiện tại nhu cầu vận chuyển hàng hóa tuyến Phú Thọ-Hải Phòng tăng cao, đặc biệt trong các tháng cuối năm và có khoảng thời gian đội xe của TCO không đủ để đáp ứng. Công ty cũng đang có kế hoạch đầu tư mua thêm một số lượng xe nhập khẩu từ Mỹ từ năm 2016 để thay thế cho xe Trung Quốc có hiệu suất hoạt động thấp, đồng thời mở rộng hệ thống đội xe. Chúng tôi cho rằng doanh thu vận tải của công ty có khả năng sẽ tăng 15% trong năm 2015 và lên 20% cho tới năm 2018.

Kho CFS sẽ là một trong những hoạt động tạo ra động lực tăng trưởng cho TCO khi công ty đưa vào hoạt động kho CFS mới

Kho CFS hiện tại của TCO có diện tích 3.000 m² với tỷ lệ lấp đầy đạt 85%-95%. Công ty đang chọn nhà thầu để tiến hành xây dựng thêm kho CFS mới có diện tích 11.000-13.000 m² trong vòng 8 tháng từ T8/2014 đến T4/2015. Vốn đầu tư để xây dựng kho là 70-80 tỷ đồng, công ty dự kiến hoàn vốn sau 7 năm. Kho mới có tỷ lệ lấp đầy dự kiến là 70% trong năm đầu tiên và đạt 100% công suất sau 3 năm hoạt động do (1) toàn bộ hàng hóa tại kho CFS 3.800 m² của CTCP Hàng Hải MACS với tỷ lệ lấp đầy hiện tại 120% sẽ được chuyển về kho mới của TCO, (2) nhu cầu về kho CFS chất lượng cao tăng cao trong thời gian qua, trong khi tại khu vực Đình Vũ hiện tại chỉ có kho tại Green Logistics Center của Viconship và kho mới của TCO đảm bảo được cả tiêu chuẩn xuất đi châu Âu và châu Mỹ, (3) công ty đã phát triển mạng lưới khách hàng với nhiều tên tuổi lớn như Nike, Adidas, IKEA... với nhu cầu được dự báo sẽ tăng lên khi một số công ty đã có kế hoạch tăng quy mô hoạt động tại Việt Nam, (4) nhu cầu kho chứa hàng sản xuất của LG và mũ cao su của Bridgestone sẽ tăng cao vào năm 2015 khi các công ty này bắt đầu đi vào hoạt động. Đồng thời, giá dịch vụ lưu kho tại kho mới ước tính đạt 65.000 đồng/m², so với mặt bằng trung bình của Hải Phòng hiện tại là 55.000 đồng/m².

Chúng tôi dự báo với việc kho CFS mới đi vào hoạt động từ giữa năm 2015 thì doanh thu từ kho CFS có thể tăng 150% trong năm 2015, 75% năm 2016 và 20% năm 2017 khi kho mới đạt 100% công suất.

Hoạt động thương mại tăng sau năm 2015

Quá trình chuyển đổi hình thức quản lý đội xe gần như đã hoàn tất nên doanh thu thương mại trong năm 2014 và 2015 sẽ chủ yếu đến từ việc trả gốc và lãi hàng tháng trên phần giá trị còn lại của xe. Do giàn xe nhập từ Trung Quốc về có thời gian khấu hao là 3 năm nên doanh thu thương mại từ đội xe này từ năm 2017 sẽ không còn. Tuy nhiên TCO đang có kế hoạch mua một số xe mới từ Mỹ với giá trị 1,4 tỷ/xe từ năm 2016 để thay thế cho xe cũ và tăng số lượng xe hoạt động trong trường hợp tài xế đủ khả năng chi trả cho xe mới. Do đó doanh thu thương mại dự báo sẽ giảm 34% trong năm 2014, giảm 10% năm 2015, sau đó tăng 15%/năm cho tới năm 2018.

Kinh doanh bãi và xuất tàu có xu hướng giảm dần

Tiềm năng tăng trưởng của mảng kinh doanh bãi không nhiều khi TCO chủ yếu sử dụng bãi hiện tại để đóng và kiểm hàng. Đồng thời, diện tích bãi sẽ giảm sau khi công ty xây kho trên phần bãi hiện tại. Kinh doanh bãi được dự báo sẽ không tạo ra nhiều giá trị cho TCO nhưng là hoạt động không thể thiếu trong chuỗi cung ứng dịch vụ tiếp vận khi kinh doanh bãi có khả năng tạo thêm doanh thu cho các mảng hoạt động khác. Chúng tôi ước tính doanh thu từ bãi và xuất tàu sẽ giảm

18%/năm, bằng với mức giảm trung bình trong vòng 3 năm qua.

Phân tích SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Là doanh nghiệp vận tải đa phương thức dẫn đầu trên tuyến Hải Phòng – Phú Thọ ✓ Diện tích kho bãi lớn, được cấp giấy phép hải quan khai thác hàng hóa và làm ICD ✓ Kho CFS sau khi hoàn thành trong năm 2015 sẽ là kho hiện đại bậc nhất tại Hải Phòng ✓ Xây dựng được mối quan hệ lâu dài với khách hàng là các tập đoàn đa quốc gia lớn 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Hoạt động vận tải chưa hiệu quả với hệ số sinh lời thấp hơn tiềm lực ✗ Quy mô công ty nhỏ, không đủ khả năng tài chính thực hiện dự án xây dựng cảng
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Sản lượng hàng hóa XNK thông qua hệ thống cảng tại Hải Phòng tăng dần qua các năm ✓ Đường cao tốc Hà Nội- Hải Phòng đi vào hoạt động năm 2015 giúp giảm chi phí vận tải và thời gian vận chuyển ✓ Nhu cầu kho CFS chất lượng được dự báo sẽ tăng cao. 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Một số doanh nghiệp tại Hải Phòng như VSC, GMD đã dần hoàn thiện hệ thống tiếp vận và cạnh tranh trực tiếp với TCO

Định giá

Giá hợp lý: 14.058 đồng/CP

Phương pháp so sánh tương đối

Chúng tôi lấy thông tin tài chính của 8 công ty trong ngành dịch vụ hỗ trợ hàng hải và tính trung bình P/E và P/B của các công ty này.

Mã	EPS (VNĐ)	BVPS (VNĐ)	P (VNĐ)	P/E	P/B
PRC	926	22.247	12.300	13,3	0,6
SFI	3.188	24.208	30.100	9,4	1,2
STG	3.509	16.854	21.000	6,0	1,2
TMS	4.836	29.181	37.100	7,7	1,3
VNF	8.148	30.456	36.300	4,5	1,2
VNL	3.328	17.827	22.100	6,6	1,2
VNT	5.311	20.665	38.200	7,2	1,8
Trung bình				7,8	1,2

Nguồn: VCBS tổng hợp

EPS TCO	BVPS TCO (VNĐ)	P/E trung bình	P/B trung bình	Giá (VNĐ)
1.729		7,8		13.501
	11.904		1,2	14.615

Chúng tôi tính giá hợp lý của cổ phiếu TCO theo trung bình của cả 2 phương pháp và có giá trị là 14.058 đồng/CP.

Giá hợp lý: 15.848 đồng/CP

Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do (FCFE)

Giả định mô hình

- TCO đầu tư xây dựng kho CFS với giá trị 70 tỷ đồng trong 2 năm 2014-2015. Số liệu năm 2015 trở đi ước tính dựa trên tốc độ tăng tài sản cố định trong giai đoạn 2009-2015 với việc TCO sẽ tiếp tục quá trình đầu tư đội xe và nâng cấp cơ sở vật chất.
- Các khoản vay ngắn hạn và dài hạn sẽ duy trì tương đương như các năm trước do nguồn vốn để xây dựng kho CFS được huy động bởi cổ phiếu phát hành thêm. Do đó nợ vay sẽ dùng chủ yếu để đầu tư đội xe và có kỳ hạn trung bình 3 năm, bằng với thời gian trả gốc và lãi của tài xê.
- TCO sẽ nâng vốn điều lệ lên 218,7 tỷ trong năm 2014 và giữ nguyên cho tới năm 2018. Cổ tức duy trì ổn định, ở mức 9%-10% trong năm 2014 và 2015 như các năm trước và tăng lên 15%-20% trong các năm tiếp theo do lợi nhuận tăng trưởng cao.
- Tăng trưởng doanh thu thuần: như đã đề cập ở trên, hoạt động vận tải được dự báo sẽ tăng trưởng dần hàng năm từ 15% năm 2015 lên 20% năm 2018. Mảng kho CFS sẽ tăng mạnh 150% năm 2015, 75% năm 2016, 20% năm 2017 và duy trì ổn định sau đó. Dịch vụ-thương mại ước tính có doanh thu giảm 10% năm 2015 nhưng tăng 15% các năm kế tiếp. Riêng hoạt động kinh doanh bãi sẽ không còn đà tăng trưởng và có doanh thu sụt giảm 18% hàng năm.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp: Tỷ suất lợi nhuận của hoạt động vận tải sẽ tăng dần lên 25% tới năm 2018 khi TCO tận dụng được lợi thế quy mô sau khi mở rộng đội xe và tiết kiệm chi phí. Kho CFS duy trì được tỷ suất 30%, tăng so với hiện tại sau khi đưa kho mới vào hoạt động. Các hoạt động còn lại có tỷ suất ổn định và bằng trung bình của các năm trước đó.
- Lãi suất tiền gửi ngắn hạn và lãi suất vay dài hạn ước tính dựa trên yield curve của trái phiếu chính phủ trong tuần bắt đầu 29/9/2014.
- Chi phí QLDN đang có xu hướng giảm dần sau khi TCO chuyển đổi hình thức quản lý đội xe. Tuy nhiên sau khi tăng quy mô đội xe năm 2016 và đưa kho mới vào hoạt động thì chi phí QLDN được kỳ vọng sẽ tăng hơn tốc độ tăng của doanh thu. Chi phí này chiếm 7,2% DT năm 2014 và tăng dần lên 7,5% DT trong các năm tiếp theo. Thuế TNDN được tính theo tỷ suất hiện tại là 22%.

Xác định tỷ lệ chiết khấu

Yếu tố xác định tỷ lệ chiết khấu	Số liệu
Lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm (rf)	5,47%
Trung bình unlevered beta 7 công ty cùng ngành	0,30
Levered beta TCO	0,40
Phần bù rủi ro thị trường (Rm-rf) theo Damodaran	7,97%
Tỷ lệ chiết khấu : $k = rf + \text{Beta} \times (Rm - rf)$	8,65%

Xác định tỷ lệ tăng trưởng sau 2018

Yếu tố xác định tốc độ tăng trưởng	Số liệu
Tỷ lệ tái đầu tư 2014-2018 (b)	30,0%
ROE bình quân 2014-2018 (ROE bq)	13,4%
Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn: $g = ROE \text{ bq} \times b$	4,02%

Xác định giá trị cổ phiếu TCO

Dòng tiền được dự phóng dựa vào các giả định mô hình về kết quả kinh doanh và tình hình tăng giảm tài sản của TCO. Số liệu chi tiết về bảng cân đối tài sản và kết quả kinh doanh cho giai đoạn 2014-2018 nằm trong phần phụ lục.

Dự báo dòng tiền 2014-2018

Đơn vị: Tỷ đồng	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
LNST	21	30	40	49	54
<i>Điều chỉnh cho các khoản</i>					
Khấu hao tài sản	10	15	19	25	32
(Tăng)/giảm các khoản phải thu ngắn hạn	-8	-3	-10	-5	-6
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	9	3	5	6	4
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	32	45	54	75	83
Tiền chi/thu từ mua sắm/thanh lý TSCĐ	-22	-47	-49	-57	-69
Tăng/giảm nợ vay	-4	0	2	0	0
FCFE	6	(2)	7	19	14
Giá trị hiện tại của FCFE	6	(2)	6	15	10
Giá trị hiện tại FCFE lũy kế 2014-2018	35				
Giá trị hiện tại của FCFE sau 2018	169				
Tổng giá trị của TCO	204				
Giá trị cổ phiếu TCO (VNĐ)	15.848				

Giá trị CP: 14.774 đồng/CP

Kết quả định giá

Giá trị hợp lý của cổ phiếu TCO được tổng hợp từ 2 phương pháp trên với phân bố tỷ trọng không bằng nhau. Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do sử dụng nhiều giả định về tình hình hoạt động kinh doanh của TCO trong vòng 5 năm tới. Đồng thời tốc độ tăng trưởng sau năm 2018 được tính toán từ kết quả của giai đoạn 2014-2018 với thay đổi nhỏ của tốc độ tăng trưởng này có thể tạo ra thay đổi rất lớn đến giá trị của cổ phiếu TCO. Do đó, chúng tôi phân bố tỷ trọng cho 2 phương pháp so sánh tương đối và FCFE lần lượt là 60% và 40%.

Phương pháp	So sánh tương đối	FCFE
Giá hợp lý theo phương pháp (VNĐ)	14.058	15.848
Tỷ trọng	60%	40%
Giá trị cổ phiếu TCO (VNĐ)	14.774	

Từ đó, mức giá hợp lý của TCO là 14.774 đồng/cổ phiếu.

Quan điểm đầu tư

MUA

TCO là doanh nghiệp cung cấp các dịch vụ tiếp vận khá hoàn chỉnh từ thông quan, kho bãi, vận tải đa phương thức. Công ty có tiềm năng tăng trưởng cao trong 2 hoạt động chính là vận tải và kinh doanh kho CFS sau khi kho CFS mới được hoàn thiện và đi vào hoạt động trong năm 2015 và công ty tiếp tục mở rộng đội xe đáp ứng nhu cầu vận tải ngày càng cao. Chúng tôi định giá TCO theo phương pháp so sánh tương đối và chiết khấu dòng tiền tự do với giá hợp lý là 14.774 đồng/CP, cao hơn so với thị giá hiện tại là 12.200 đồng/CP. Do đó chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu TCO.

PHỤ LỤC

Dự báo KQKD 2014-2018

	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu	195.915.713.290	238.142.126.849	303.335.600.885	352.571.754.355	391.841.688.205
Vận tải	110.926.597.530	127.565.587.159	149.251.736.976	176.117.049.632	211.340.459.558
Kho CFS	22.547.170.870	56.367.927.175	98.643.872.556	118.372.647.067	118.372.647.067
Bãi và Xuất tàu	25.606.625.889	21.056.825.414	17.315.436.186	14.238.819.214	11.708.857.371
TM & DV	36.835.319.002	33.151.787.102	38.124.555.167	43.843.238.442	50.419.724.208
Lợi nhuận gộp	42.536.734.193	57.657.911.380	75.695.331.126	90.444.580.742	99.695.268.207
Vận tải	22.924.384.126	29.340.085.047	34.327.899.505	44.029.262.408	52.835.114.890
Kho CFS	6.081.847.156	16.910.378.152	29.593.161.767	35.511.794.120	35.511.794.120
Bãi và Xuất tàu	8.494.688.604	6.754.523.031	5.514.812.419	4.454.941.701	3.758.185.903
TM & DV	5.035.814.307	4.652.925.149	6.259.457.436	6.448.582.513	7.590.173.295
Doanh thu tài chính	487.522.400	543.066.045	585.200.358	661.993.752	661.993.752
Chi phí tài chính	-2.503.168.211	-2.555.733.583	-2.709.257.141	-2.989.847.023	-2.992.211.100
Chi phí tiền lãi	-2.474.410.716	-2.526.372.194	-2.678.132.006	-2.955.498.348	-2.957.835.265
Chi phí bán hàng	-26.586.880	0	0	0	0
Chi phí QLDN	-14.125.000.437	-17.860.659.514	-22.750.170.066	-26.442.881.577	-29.388.126.615
Thu nhập khác	5.161.914.404	4.302.488.675	4.675.686.654	5.482.328.150	5.828.584.275
Chi phí khác	-4.313.551.703	-3.602.709.503	-3.895.438.953	-4.569.339.244	-4.755.491.376
Phần lãi liên doanh liên kết	0	0	0	0	0
LNTT	27.217.863.767	38.484.363.500	51.601.351.978	62.586.834.801	69.050.017.143
Thuế TNDN	-5.987.930.029	-8.466.559.970	-11.352.297.435	-13.769.103.656	-15.191.003.771
LNST	21.229.933.738	30.017.803.530	40.249.054.543	48.817.731.145	53.859.013.372
Lợi ích của CĐ thiểu số	0	0	0	0	0
CĐ của tổng công ty	21.229.933.738	30.017.803.530	40.249.054.543	48.817.731.145	53.859.013.372

Dự báo bảng cân đối tài sản 2014-2018

	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Tài sản					
Tài sản ngắn hạn	150.586.480.465	130.877.500.953	128.200.102.668	122.322.071.728	112.264.916.238
Tiền và tương đương tiền	91.989.382.339	67.935.639.584	52.950.715.451	41.424.696.764	25.982.497.934
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	1.877.823.885	1.877.823.885	1.877.823.885	1.877.823.885	1.877.823.885
Các khoản phải thu ngắn hạn	37.067.214.106	39.848.677.873	50.111.825.599	55.305.383.612	61.407.875.075
<i>Phải thu khách hàng</i>	<i>28.259.912.790</i>	<i>31.185.033.339</i>	<i>41.738.464.579</i>	<i>47.341.511.776</i>	<i>53.265.613.796</i>
<i>Trả trước người bán</i>	<i>2.871.442.025</i>	<i>2.722.017.834</i>	<i>2.521.118.987</i>	<i>2.073.613.122</i>	<i>2.145.638.394</i>
<i>Phải thu khác</i>	<i>5.935.859.291</i>	<i>5.941.626.699</i>	<i>5.852.242.034</i>	<i>5.890.258.713</i>	<i>5.996.622.885</i>
Hàng tồn kho, ròng	10.360.917.926	11.675.905.899	12.732.256.182	13.322.576.475	12.207.227.123
Tài sản ngắn hạn khác	9.291.142.208	9.539.453.712	10.527.481.551	10.391.590.992	10.789.492.222
Tài sản dài hạn	182.656.577.049	213.757.629.478	241.680.839.754	271.486.045.360	306.702.163.696
Tài sản cố định	156.045.294.026	189.064.190.040	218.650.692.038	250.299.871.275	287.180.369.466
<i>Tài sản cố định hữu hình</i>	<i>112.565.512.877</i>	<i>168.506.901.922</i>	<i>197.892.067.238</i>	<i>230.562.894.001</i>	<i>267.132.950.937</i>
<u><i>Nguyên giá</i></u>	<u><i>188.490.542.199</i></u>	<u><i>258.490.542.199</i></u>	<u><i>306.761.404.721</i></u>	<u><i>364.046.431.355</i></u>	<u><i>432.028.938.917</i></u>
<u><i>Hao mòn lũy kế</i></u>	<u><i>-75.925.029.322</i></u>	<u><i>-89.983.640.277</i></u>	<u><i>-108.869.337.484</i></u>	<u><i>-133.483.537.354</i></u>	<u><i>-164.895.987.980</i></u>
<i>Tài sản cố định thuê tài chính</i>	<i>1.003.576.428</i>	<i>829.041.396</i>	<i>654.506.364</i>	<i>479.971.332</i>	<i>305.436.300</i>
<u><i>Nguyên giá</i></u>	<u><i>1.396.280.250</i></u>	<u><i>1.396.280.250</i></u>	<u><i>1.396.280.250</i></u>	<u><i>1.396.280.250</i></u>	<u><i>1.396.280.250</i></u>
<u><i>Hao mòn lũy kế</i></u>	<u><i>-392.703.822</i></u>	<u><i>-567.238.854</i></u>	<u><i>-741.773.886</i></u>	<u><i>-916.308.918</i></u>	<u><i>-1.090.843.950</i></u>
<i>Tài sản cố định vô hình</i>	<i>8.479.781.149</i>	<i>8.104.614.853</i>	<i>7.729.448.557</i>	<i>7.354.282.261</i>	<i>6.979.115.965</i>
<u><i>Nguyên giá</i></u>	<u><i>12.387.601.422</i></u>	<u><i>12.387.601.422</i></u>	<u><i>12.387.601.422</i></u>	<u><i>12.387.601.422</i></u>	<u><i>12.387.601.422</i></u>
<u><i>Hao mòn lũy kế</i></u>	<u><i>-3.907.820.273</i></u>	<u><i>-4.282.986.569</i></u>	<u><i>-4.658.152.865</i></u>	<u><i>-5.033.319.161</i></u>	<u><i>-5.408.485.457</i></u>
<i>Chi phí xây dựng cơ bản dở dang</i>	<i>35.000.000.000</i>	<i>12.452.673.265</i>	<i>13.029.176.243</i>	<i>12.382.695.013</i>	<i>13.068.302.564</i>
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	3.119.035.036	3.295.989.123	3.540.702.506	3.434.597.659	3.353.121.279
Lợi thế thương mại	23.492.247.987	21.397.450.315	19.489.445.210	17.751.576.426	16.168.672.951
Tổng cộng Tài sản	333.243.057.514	344.635.130.431	369.880.942.422	393.808.117.088	418.967.079.934
Nợ phải trả	77.739.712.324	80.983.981.711	87.850.739.160	95.765.182.681	99.870.132.156
Nợ ngắn hạn	62.386.137.498	66.043.291.947	72.559.425.389	80.001.222.657	83.332.294.643
<i>Vay ngắn hạn</i>	<i>38.056.853.807</i>	<i>38.148.495.866</i>	<i>39.938.040.771</i>	<i>40.895.356.488</i>	<i>40.412.015.620</i>
<i>Phải trả người bán</i>	<i>10.491.582.252</i>	<i>9.936.559.955</i>	<i>9.911.445.505</i>	<i>14.273.289.524</i>	<i>15.937.445.617</i>
<i>Người mua trả tiền trước</i>	<i>839.899.510</i>	<i>791.206.924</i>	<i>921.834.590</i>	<i>916.079.652</i>	<i>732.509.049</i>
<i>Các khoản phải trả về thuế</i>	<i>5.313.000.315</i>	<i>7.246.047.452</i>	<i>9.945.113.435</i>	<i>12.033.712.754</i>	<i>12.989.960.534</i>
<i>Phải trả người lao động</i>	<i>1.817.073.631</i>	<i>1.791.889.206</i>	<i>1.730.358.117</i>	<i>1.709.384.635</i>	<i>1.731.432.549</i>
<i>Chi phí phải trả</i>	<i>472.280.325</i>	<i>510.370.784</i>	<i>591.386.896</i>	<i>691.961.898</i>	<i>489.489.773</i>
<i>Phải trả khác</i>	<i>5.395.447.659</i>	<i>7.618.721.759</i>	<i>9.521.246.075</i>	<i>9.481.437.706</i>	<i>11.039.441.500</i>
<i>Quỹ khen thưởng phúc lợi</i>	<i>531.016.298</i>	<i>453.312.371</i>	<i>406.741.986</i>	<i>410.529.861</i>	<i>368.864.517</i>
Nợ dài hạn	15.353.574.826	14.940.689.765	15.291.313.771	15.763.960.024	16.537.837.513
<i>Phải trả dài hạn khác</i>	<i>3.078.185.099</i>	<i>3.078.185.099</i>	<i>3.622.164.040</i>	<i>4.568.545.770</i>	<i>5.260.668.473</i>
<i>Vay dài hạn</i>	<i>12.275.389.727</i>	<i>11.862.504.666</i>	<i>11.669.149.730</i>	<i>11.195.414.254</i>	<i>11.277.169.040</i>
Nguồn vốn chủ sở hữu	255.503.345.190	263.651.148.720	282.030.203.262	298.042.934.407	319.096.947.778
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	218.700.000.000	218.700.000.000	218.700.000.000	218.700.000.000	218.700.000.000
Thặng dư vốn cổ phần	9.130.359.500	9.130.359.500	9.130.359.500	9.130.359.500	9.130.359.500
Cổ phiếu quỹ	-2.524.789.900	-2.524.789.900	-2.524.789.900	-2.524.789.900	-2.524.789.900
Quỹ dự phòng tài chính	2.610.016.874	2.610.016.874	2.610.016.874	2.610.016.874	2.610.016.874

LNST chưa phân phối	27.587.758.716	35.735.562.246	54.114.616.788	70.127.347.933	91.181.361.304
Lợi ích của CĐ thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng cộng nguồn vốn	333.243.057.514	344.635.130.431	369.880.942.422	393.808.117.088	418.967.079.934

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 366990

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367518/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Tòa nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812