

MUA [+53.5%]

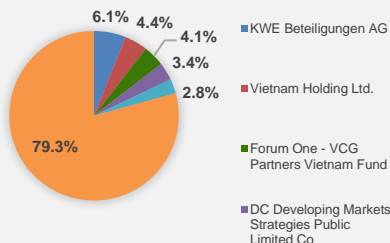
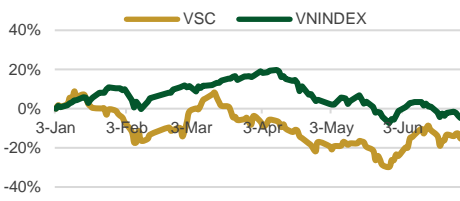
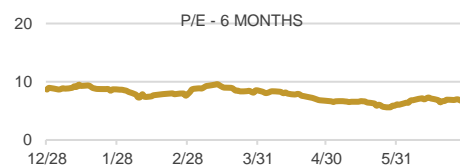
Ngày cập nhật: 05/07/2018

Giá mục tiêu	50,500	VND
Giá hiện tại (4/7)	32,900	VND

Phạm Văn Tuấn
(+84-28) 5413 5472 – tuphan@phs.vn

Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu)	50
Free-float (triệu)	47
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,638
KLGD TB 3 tháng	142,836
Sở hữu nước ngoài	44.83%
Ngày niêm yết đầu tiên	09/01/2008

Cổ đông lớn

Biến động giá cổ phiếu so với Index

Lịch sử định giá


Nguồn: FiinPro

Giá cổ phiếu chiết khấu đủ hấp dẫn cho nhu cầu đầu tư trong dài hạn

Cập nhật kết quả kinh doanh: Kết thúc Q1/2018, VSC ghi nhận 366 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng trưởng 36% so với cùng kỳ năm trước, nguyên nhân chủ yếu là do sự đóng góp tới từ cảng VIP Green (cảng này đi vào hoạt động từ Q2/2017), qua đó lợi nhuận sau thuế của VSC đạt 63.4 tỷ đồng (+40.5 YoY). Tuy nhiên với sự tình hình cạnh tranh có dấu hiệu trở nên gay gắt hơn bắt đầu từ năm 2018, biên lợi nhuận gộp của VSC có dấu hiệu đi xuống khi chỉ đạt 29.7% so với mức 31.7% của năm 2017.

Dự báo 2018: Chúng tôi cho rằng VSC có thể đạt 1,381 tỷ doanh thu thuần trong năm 2018 (+6% YoY). Tốc độ tăng trưởng trong Q1/2018 ghi nhận khá ấn tượng do nền cơ sở cùng kỳ ở mức thấp, tuy vậy qua các quý tiếp theo yếu tố này sẽ không còn do cảng VIPGreen là nhân tố đóng góp chính vào tăng trưởng đã đi vào hoạt động từ Q2/2017. Với tình hình cạnh tranh có dấu hiệu trở nên gay gắt hơn, chúng tôi hạ biên lợi nhuận gộp của VSC từ mức 32% trong báo cáo trước xuống còn 29%, qua đó LNST của VSC có thể đạt 264 tỷ đồng, gần như đi ngang so với mức 263.8 tỷ của năm 2017.

Ngoài ra trong năm 2018 VSC dự kiến sẽ bán 5-10% vốn tại cảng VIP Green (tương đương từ 3.162 - 6.325 triệu cổ phiếu) cho đối tác EverGreen với mức giá 13,600VND/CP (EverGreen hiện đang nắm khoảng 21.74% vốn tại cảng này), do đó đây có thể sẽ là nguồn lợi nhuận bất thường cho VSC trong năm nay. Tuy nhiên chúng tôi sẽ không đưa khoản lợi nhuận bất thường ngoài hoạt động cốt lõi này trong dự báo để có cái nhìn chính xác hơn về thu nhập của doanh nghiệp.

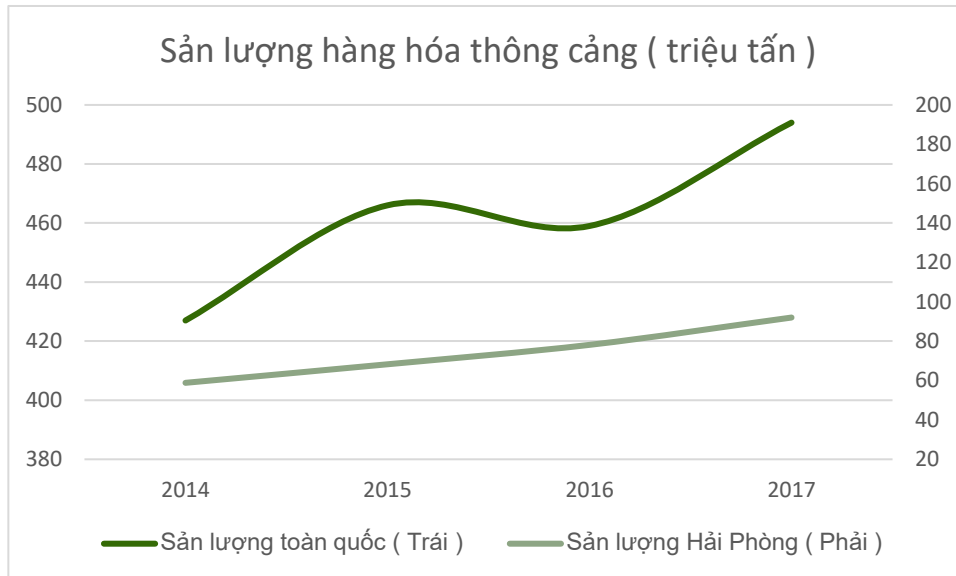
Định giá & khuyến nghị: Chúng tôi điều chỉnh mức giá mục tiêu của VSC từ 60,900 VND trong báo cáo trước xuống còn 50,500VND/CP, đồng thời đưa ra khuyến nghị mua đối với VSC khi cổ phiếu này đã có một đợt điều chỉnh kéo dài từ giữa năm trước cho tới nay. Với mức giá mục tiêu trên, P/E forward của VSC là 10.6x lần – khá hợp lý với một doanh nghiệp tuy không còn tăng trưởng mạnh nhưng duy trì được sự ổn định trong hoạt động kinh doanh của mình.

Rủi ro: Cạnh tranh tới từ các đối thủ khi miếng bánh ngành cảng biển tương đối hấp dẫn. Rủi ro tập trung khi khách hàng lớn EverGreen chiếm tỉ trọng lớn trong cơ cấu thu nhập của doanh nghiệp. Các căng thẳng về địa chính trị trong thời gian qua có thể gây ảnh hưởng tới nền kinh tế toàn cầu - ảnh hưởng trực tiếp tới ngành cảng biển

Chỉ số tài chính	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	891	928	1,082	1,303	1,381
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	248	277	262	263.8	264
EPS (VND)	7182	6743	5516	4735	4,745
Tăng trưởng EPS (%)	-9.0%	-6.1%	-18.2%	-14.2%	0.2%
Giá trị sổ sách (VND)	30,641	30,488	29,602	29,307	31,579
P/E					10.6
P/B					1.6
Cổ tức tiền mặt (VND)	15%	15%	20%	20%	20%

Cảng biển đặc biệt khu vực cảng Hải Phòng vẫn duy trì được sự tích cực trong năm qua

Theo số liệu của cục hàng hải Việt Nam, sản lượng hàng hóa thông cảng trong năm 2017 đạt hơn 494 triệu, tăng trưởng khoảng 17% so với cùng kỳ năm 2016.



(Nguồn : Cục hàng hải VN)

Nhờ vào điều kiện giao thương thuận lợi hơn các khu vực khác, Hải Phòng chiếm tới gần 1/5 tổng sản lượng hàng hóa thông cảng. Với việc dòng vốn FDI liên tục tăng trưởng qua các năm và sẽ tiếp tục tăng trưởng do chính sách thu hút đầu tư tới từ chính phủ, ngành cảng biển nói chung và VSC sẽ là nhóm ngành trực tiếp hưởng lợi.

Tuy vậy động lực tăng trưởng cho VSC không còn nhiều.

Hiện tại VSC đang khai thác 2 cảng biển là Green (300,000 TEUs) và VIP Green (550,000 TEUs). Tuy vậy cảng Green đã hoạt động tối đa công suất từ các năm trước, trong khi đó cảng VIP Green cũng gần như đã hoạt động tối đa công suất trong năm 2017 khi đã tiếp nhận khoảng 500,000 TEUs hàng hóa. Do đó trong năm 2018, VSC lên kế hoạch tăng trưởng khá thấp khi công ty đề dặt kế hoạch xử lý, tiếp nhận khoảng 840,000 TEUs hàng hóa so với mức 800,000 TEUs của năm trước (tăng 5%).

Trong dài hạn công ty cũng đang có kế hoạch mở rộng thêm cảng nước sâu vào năm 2022, tuy nhiên do kế hoạch này chưa thật sự rõ ràng cũng như đủ thông tin để đánh giá, chúng tôi sẽ không đưa kế hoạch này vào trong mô hình định giá. Tuy nhiên với tình hình các cảng của mình gần như đã hoạt động gần tối đa công suất, VSC cần gấp rút triển khai thực hiện mở rộng đầu tư nâng cấp nhằm tạo động lực phát triển cho mình.

Lợi nhuận bất thường từ thoái một phần vốn tại VIP Green

Trong năm 2018, VSC dự kiến sẽ thoái khoảng 5-10% vốn tại cảng VIP Green cho đối tác EverGreen, tương đương với 6,325,000 cổ phiếu với mức giá 13,600 VNĐ/CP (hiện EverGreen đang là đối tác chiến lược tại cảng này với tỷ lệ sở hữu 21.74%).

Giả định kế hoạch này thành công có thể sẽ giúp VSC thu về tối đa khoản lợi nhuận tài chính khoảng 24 tỷ đồng, tuy vậy chúng tôi cho rằng với nguồn lực tài chính tương đối dồi dào cùng việc doanh nghiệp chưa có nhu cầu đầu tư đáng kể, VSC có thể sẽ tạm thời chưa thoái vốn tại cảng VIP Green như dự kiến

Chi tiết định giá và khuyến nghị

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
LNST cổ đông công ty mẹ	237,775	224,689	214,719	217,574	234,662
Lãi Vay Sau thuế	44,525	47,632	47,022	55,466	67,138
Khấu hao	138,112	164,116	147,937	149,569	158,993
Thay đổi VLD	18,323	33,127	-19,110	547	8,921
Chi TSCĐ	140,664	164,244	151,653	151,653	155,655
FCFF	261,424	239,066	277,136	270,408	296,216
WACC	10.9%				
Kỳ chiết khấu	1	2	3	4	5
Hệ số chiết khấu	0.90	0.81	0.73	0.66	0.60
PV CF	235,732	194,385	203,194	178,777	176,593
PV Giá trị cuối cùng	1,801,816				
Giá trị DN	2,790,498				
Nợ	-519,783				
Tiền mặt	261,419				
Giá trị vốn hóa	2,532,134				
CP lưu hành	50,112,304				
Giá mỗi cổ phiếu(vnd)	50,529				

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu của VSC từ 60,900 VNĐ/CP xuống còn 50,500 VNĐ/CP dựa vào thay đổi các giả định quan trọng như :

- Hạ biên lợi nhuận gộp trong báo cáo trước từ 32% xuống còn 29% trong năm nay và giảm dần trong các năm tới do sức ép tới từ cạnh tranh
- Điều chỉnh tăng dòng vốn đầu tư cho TSCĐ khi chúng tôi nhận thấy rằng VSC cần mở rộng đầu tư, nâng cấp cơ sở hạ tầng nhằm có khả năng gia tăng sức cạnh tranh.

Tuy vậy VSC đã có một đợt điều chỉnh kéo dài và quay về mức giá hấp dẫn so với khả năng hoạt động của doanh nghiệp. Do vậy chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua đối với VSC với tiềm năng upside 50.38%

Mặc dù tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp không còn quá nhiều dư địa do đã hoạt động tối đa công suất, tuy nhiên với sự ổn định của mình cùng tiềm năng phát triển chung của ngành vẫn rất lớn, đồng thời doanh nghiệp đã có kế hoạch đầu tư mở rộng trong tương lai, chúng tôi cho rằng VSC là cổ phiếu đáng quan tâm trong dài hạn.

Rủi ro

Với đặc thù về vị trí thuận lợi, các nhóm cảng thuộc khu vực Hải Phòng thu hút được sự đầu tư rất lớn của các doanh nghiệp trong ngành cảng biển, do đó áp lực cạnh tranh gia sẽ gia tăng khá lớn trong thời gian sắp tới. Đặc biệt là các đối thủ lớn có tiềm lực với các cầu cảng có khả năng vận hành tốt hơn như Cảng Nam Đình Vũ của GMD hay cảng nước sâu Lạch Tray, Tân Cảng.....

Phân khúc khách hàng khá tập trung khi đối tác EverGreen chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu (>60%). Mặc dù việc có được sự hậu thuẫn từ đối tác khách hàng lâu năm là Evergreen có thể sẽ giúp áp lực cạnh tranh của VSC phần nào được giảm bớt, tuy vậy nếu đối tác này gặp khó khăn trong hoạt động có thể gây tác động xấu tới VSC.

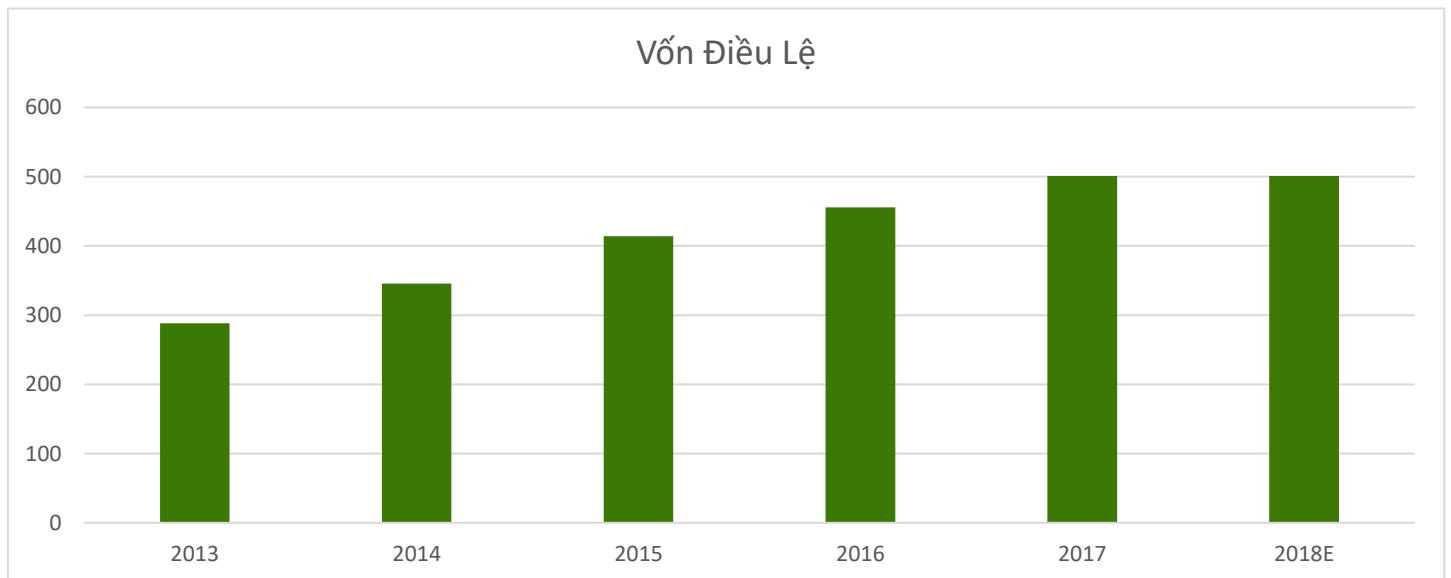
Rủi ro về căng thẳng chính trị, thương mại trong thời gian gần đây tuy chưa có tác động hoặc không đáng kể lên VSC, tuy nhiên về dài hạn có thể sẽ gây áp lực không hề nhỏ do ngành cảng biển phụ thuộc rất nhiều tới tình hình thương mại chung

Sơ lược công ty

Viconship là doanh nghiệp đi đầu trong lĩnh vực cảng biển và logistics tại Việt Nam trong cung cấp, tích hợp các giải pháp logistics thoả mãn các nhu cầu đối với khách hàng của mình. Phương châm hoạt động của Công ty là "chuyên nghiệp để phục vụ khách hàng" cùng với văn hóa Công ty coi "con người là cội nguồn của sức mạnh", Viconship luôn cam kết mang đến những dịch vụ tốt nhất cho các khách hàng.

Được thành lập từ năm 1985, trải qua 33 năm phát triển, VSC trở thành một trong những nhà cung cấp dịch vụ logistics được ưa chuộng nhất tại Việt Nam và khu vực. VSC cung cấp giải pháp logistics sáng tạo với giá thành hợp lý để chất lượng dịch vụ liên tục được cải tiến vì khách hàng và lợi ích chung của các cổ đông.

Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



(Nguồn : VSC, PHS dự phóng)

Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	891	928	1,082	1,303	1,381	1,450	1,523	1,599	1,679
Giá vốn hàng bán	579	557	686	895	981	1,059	1,127	1,199	1,259
Lợi nhuận gộp	312	371	396	408	401	392	396	400	420
Chi phí bán hàng	3	8	11	15	14	15	15	16	17
Chi phí QLDN	45	41	53	61	62	70	75	78	82
Lợi nhuận từ HĐKD	264	321	331	332	325	307	306	305	321
Lợi nhuận tài chính	16	14	17	10	14	17	18	21	27
Chi phí lãi vay	0.4	0.9	43.5	49.6	44.5	47.6	47.0	55.5	67.1
Lợi nhuận trước thuế	302	346	311	298	300	284	284	288	310
Lợi nhuận sau thuế	248	277	262	263.8	264	250	239	242	261
LNST của cổ đông Công ty	248	279	251	237	238	225	215	218	235
Cân đối kế toán	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Tài Sản Ngắn Hạn	480	586	605	492	738	777	816	1,005	1,110
Tiền và tương đương tiền	216	332	331	212	345	363	381	560	621
Đầu tư tài chính ngắn hạn	52	79	32	49	55	58	61	48	67
Phải thu ngắn hạn	155	94	131	156	182	185	185	190	205
Hàng tồn kho	7	10	9	13	14	14	15	16	17
Tài sản ngắn hạn khác	51	72	102	62	144	160	175	192	201
Tài Sản Dài Hạn	1,015	1,638	1,792	1,987	2,096	2,141	2,188	2,235	2,279
Phải thu dài hạn	-	0	-	0	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	415	959	1,215	1,202	1,190	1,174	1,163	1,150	1,131
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	6	83	11	75	89	105	121	136	151
Đầu tư tài chính dài hạn	100	109	105	112	138	149	157	165	173
Tài sản dài hạn khác	493	487	461	598	678	712	748	785	824
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tổng cộng tài sản	1,495	2,224	2,397	2,479	2,834	2,918	3,003	3,239	3,389
Nợ phải trả	279	793	882	769	984	969	992	1,163	1,226
Nợ ngắn hạn	270	375	297	369	634	663	724	928	1,021
Nợ dài hạn	10	418	585	400	350	306	268	235	205
Vốn chủ sở hữu	1,058	1,263	1,349	1,469	1,582	1,657	1,695	1,736	1,796
Vốn điều lệ	345	414	456	501	501	501	501	501	501
Lợi ích cổ đông thiểu số	158	168	167	241	267	292	316	340	366
Tổng nguồn vốn	1,495	2,224	2,397	2,479	2,834	2,918	3,003	3,239	3,389

Lưu chuyển tiền tệ	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	(39)	320	314	428	394	382	407	392	412
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(4)	(580)	(444)	(381)	(253)	(212)	(198)	(184)	(222)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(22)	376	129	(167)	(8)	(152)	(191)	(29)	(128)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(66)	116	(1)	(119)	133	17	18	179	62
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	282	216	332	331	212	345	363	381	560
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	216	332	331	212	345	363	381	560	621
Chỉ số tài chính (%)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Tăng trưởng									
Doanh thu	12.5%	4.1%	16.6%	20.4%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Lợi nhuận sau thuế	9.1%	12.6%	-10%	-5.6%	0.2%	-5.5%	-4.4%	1.3%	7.9%
Tổng tài sản	32%	49%	8%	3%	14%	3%	3%	8%	5%
Tổng vốn chủ sở hữu	20%	19%	7%	9%	8%	5%	2%	2%	3%
Khả năng sinh lời									
Tỷ suất lãi gộp	35.0%	39.9%	36.6%	31.3%	29.0%	27.0%	26.0%	25.0%	25.0%
Tỷ suất EBIT	29.6%	34.6%	30.6%	25.5%	23.5%	21.2%	20.1%	19.1%	19.1%
Tỷ suất EBITDA	36.6%	41.2%	44.9%	39.3%	34.2%	33.5%	31.0%	29.8%	30.1%
Tỷ suất lãi ròng	27.8%	30.1%	23.2%	18.2%	17.2%	15.5%	14.1%	13.6%	14.0%
ROA	18.9%	15.0%	10.9%	9.7%	9.0%	7.8%	7.3%	7.0%	7.1%
ROE	25.6%	24.1%	19.2%	16.8%	15.6%	13.9%	12.8%	12.7%	13.3%
Hiệu quả hoạt động									
Vòng quay khoản phải thu	6.4	7.4	9.6	9.1	8.2	7.9	8.2	8.5	8.5
Vòng quay hàng tồn kho	65.6	64.4	71.4	79.1	72.5	75.7	75.7	75.1	74.8
Vòng quay khoản phải trả	6.9	3.8	5.1	11.0	7.0	5.9	6.4	6.1	6.2
Khả năng thanh toán									
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.78	1.56	2.04	1.33	1.16	1.17	1.13	1.08	1.09
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.75	1.54	2.01	1.30	1.14	1.15	1.11	1.06	1.07
Cấu trúc tài chính									
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.19	0.36	0.37	0.31	0.35	0.33	0.33	0.36	0.36
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.26	0.63	0.65	0.52	0.62	0.58	0.59	0.67	0.68
Vay ngắn hạn/VCSH	0.00	0.01	0.04	0.08	0.18	0.20	0.21	0.31	0.34
Vay dài hạn/VCSH	0.0	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1

Nguồn: PHS

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4560

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-225) 384 1810

Fax: (+84-225) 384 1801