

# CTCP CONTAINER VIỆT NAM (VSC)

Ngày 30 tháng 3 năm 2015

## BÁO CÁO LẦN ĐẦU: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (27/3/2015):	đồng	50.000
Giá mục tiêu:	đồng	54.800
Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn	Năm giữ	
Mức kháng cự	54.000	
Mức hỗ trợ	49.000	
Mã Bloomberg: <b>VSC VN</b>	Sàn niêm yết:	HSX
Ngành:	Logistics	
Bêta	0,96	
Giá cao/thấp nhất (52 tuần) (nghìn đồng)	71,0/48,0	
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	34,4	
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.718,7	
KLGDĐQ 12 tháng (cp)	57.750	
Sở hữu nước ngoài (%)	49,0%	

Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (đồng)
2015 VPBS dự phóng	1,0%	5.643
2014	3,0%	7.182
2013	7,0%	8.394
2012	8,0%	8.022

	2009-14 CAGR	2015E (tỷ đồng)	2015-19 CAGR
Doanh thu	14,3%	863,1	12,0%
EBITDA	11,7%	342,4	11,4%
LN ròng	9,9%	233,9	8,5%

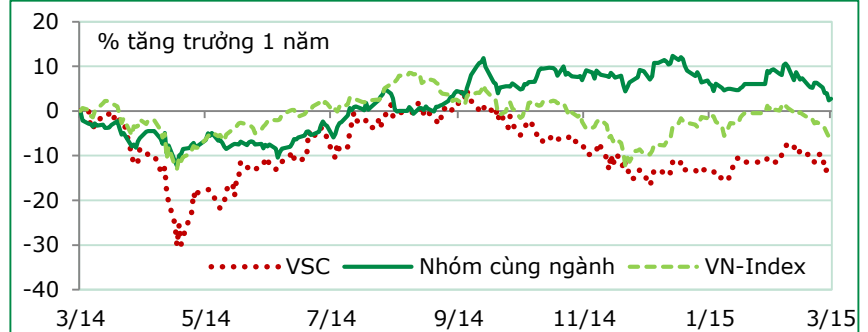
Năm 2014	VSC	Nhóm cùng ngành	VNI
P/E	6,9x	8,0x	13,3x
P/B	1,6x	1,4x	1,9x
Nợ vay/VCSH	1,2%	24,8%	112,7%
Biên lợi nhuận	27,8%	25,0%	9,7%
ROE	25,6%	20,0%	14,7%
ROA	18,9%	14,8%	2,8%

### Giới thiệu doanh nghiệp:

VSC là đơn vị quốc doanh được thành lập vào năm 1985, và niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) vào năm 2008.

Hoạt động kinh doanh: cảng (chiếm 60% doanh thu năm 2014), kho bãi (20%), kho CFS (10%), và các hoạt động khác (10%)

Kết quả năm 2014: Tổng tài sản: 1.495 tỷ đồng; Doanh thu thuần: 891 tỷ đồng; Lợi nhuận ròng: 248 tỷ đồng.



Trong báo cáo lần đầu CTCP Container Việt Nam (VSC), chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** dài hạn dựa trên những lập luận sau:

### Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh kể từ năm 2016:

- ❖ **Cảng mới sẽ giúp gia tăng công suất:** VSC sẽ đưa Cảng Xanh VIP (có vị trí thuận lợi nằm ở khu vực Nam Hải Định Vũ) đi vào hoạt động từ năm 2016. Chúng tôi dự báo sản lượng container thông qua của công ty sẽ tăng thêm 39%, và doanh thu khai thác cảng của VSC sẽ tăng 35% trong năm 2016. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu phân khúc này sẽ đạt tốc độ CAGR là 12,4% từ năm 2015 đến năm 2019, dẫn đến tốc độ CAGR của doanh thu hợp nhất VSC đạt mức 12,0%.
- ❖ **Các phân khúc còn lại tăng trưởng ổn định:** Chúng tôi cho rằng các mảng hoạt động khác của VSC sẽ duy trì ổn định do đang hoạt động hết công suất.
- ❖ **Sự cạnh tranh gay gắt sẽ làm lợi nhuận tăng trưởng chậm:** Công ty phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt, dẫn đến biên lợi nhuận sụt giảm; do đó chúng tôi cho rằng lợi nhuận ròng hợp nhất sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 8,5%, thấp hơn tốc độ CAGR của doanh thu dự phóng (12,0%).

### Giá cổ phiếu gần như phản ánh đúng giá trị:

- ❖ **Chỉ số P/E sẽ cao hơn trong tương lai do cổ phiếu bị pha loãng:** Chỉ số P/E trượt của VSC không thấp hơn nhiều so với nhóm tương đương cùng ngành, mặc dù tỷ số ROE và ROA đều cao hơn. Tuy nhiên, việc phát hành cổ phiếu thưởng (20% trên mệnh giá) sẽ khiến chỉ số P/E của công ty cao hơn trong năm 2015.
- ❖ **Giá cổ phiếu tăng trưởng thấp hơn so với nhóm tương đương cùng ngành:** Trong 12 tháng qua, giá cổ phiếu VSC đã giảm 13,2%, trong khi nhóm tương đương cùng ngành tăng 2,8% và chỉ số VN-Index giảm 6,6%.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

---

## NỘI DUNG

TỔNG QUAN NGÀNH: CẢNG BIỂN VÀ BẾN BÃI Ở HẢI PHÒNG .....	3
TỔNG QUAN CÔNG TY .....	5
Cơ cấu sở hữu và ban điều hành.....	5
Vị thế trên thị trường .....	7
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH.....	8
Hoạt động cảng: xây dựng cảng mới ở vị trí thuận lợi.....	8
Hoạt động kho bãi: sản lượng giảm .....	11
CFS: triển vọng tăng trưởng nhờ các kho CFS mới .....	12
Mảng hoạt động khác: doanh thu từ vận tải xà lan giảm .....	13
KẾT QUẢ KINH DOANH.....	14
Tăng trưởng.....	14
Khả năng sinh lời.....	16
Khả năng thanh toán và thanh khoản .....	17
GIẢ ĐỊNH VÀ DỰ BÁO .....	17
ĐỊNH GIÁ .....	18
Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) .....	19
Phương pháp định giá dựa theo thị trường .....	19
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT .....	20
KẾT LUẬN .....	21
PHỤ LỤC – DỰ PHÓNG CỦA VPBS .....	22

## TỔNG QUAN NGÀNH: CẢNG BIỂN VÀ BẾN BÃI Ở HẢI PHÒNG

Việt Nam có quy mô thương mại hàng hải khá phát triển nhờ có vị trí thuận lợi. Thống kê của Cục Hàng hải Việt Nam (Vinamarine) cho thấy sản lượng hàng hóa thông qua ở Việt Nam đạt 370,3 triệu tấn trong năm 2014, với tốc tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2014 đạt 8,1%. Trong đó, sản lượng hàng container tăng trưởng với tốc độ CAGR cao hơn ở mức 16,7% và đạt 10,2 triệu TEU (đơn vị 1 container 20 foot) năm 2014. Năm 2015, Vinamarine đặt mục tiêu đạt 407 triệu tấn sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam, tăng 10% so với năm trước.

Ngân hàng Thế giới cũng dự báo tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm của sản lượng hàng container cả nước từ 8% đến 9% cho đến năm 2020. Như vậy, công suất hiện tại của các cảng phía Bắc sẽ không đáp ứng đủ nhu cầu thị trường từ năm 2018. Tuy nhiên, do công suất sẽ gia tăng nhờ vào các cảng biển mới theo quy hoạch, nên có thể dẫn đến tình trạng dư cung.

Các cảng thuộc Hải Phòng chiếm 17,8% thị phần hệ thống cảng Việt Nam năm 2014. Từ năm 2009 đến năm 2014, sản lượng hàng hóa thông qua khu vực này đạt tốc độ CAGR là 14,6%, cao hơn tốc độ tăng trưởng của hệ thống cảng biển cả nước (8,1%).

Theo quan điểm của chúng tôi, sản lượng hàng hóa thông qua của khu vực cảng Hải Phòng sẽ tăng từ 14% đến 16% mỗi năm cho đến năm 2020. Nguyên nhân chủ yếu nhờ vào:

- Tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của các hoạt động sản xuất ở khu vực phía Bắc (như ngành điện tử, may mặc và lốp xe);
- Sự hỗ trợ từ sự phát triển thương mại quá cảnh quốc tế với miền Nam của Trung Quốc, qua cửa khẩu biên giới Móng Cái, Lạng Sơn và Lào Cai;
- Chất lượng cơ sở hạ tầng kết nối thành phố Hải Phòng được cải thiện. Gần đây, Việt Nam đã đưa vào hoạt động nhiều tuyến đường cao tốc như: Hải Phòng – Quảng Ninh và Hải Phòng – Hà Nội, v.v., điều này giúp giảm thời gian vận chuyển cũng như chi phí logistics. Đây chính là lợi thế cạnh tranh của khu vực này.

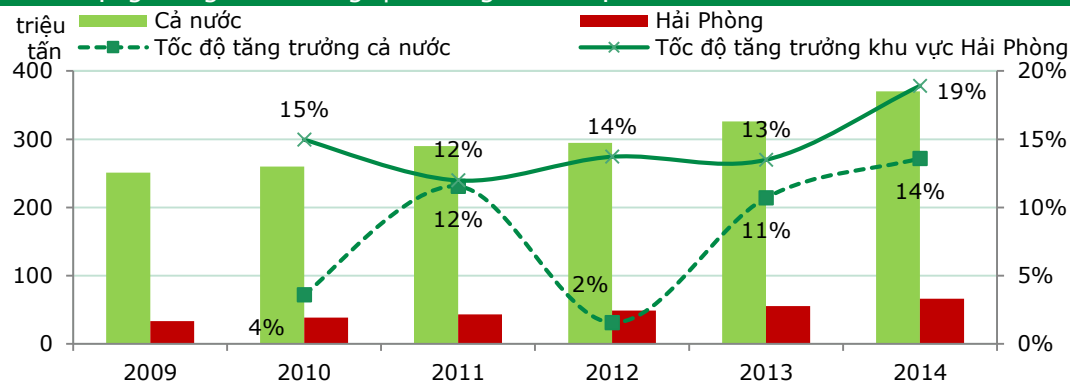
*Từ năm 2015 đến năm 2020, nhờ hoạt động xuất nhập khẩu đạt tốc độ tăng trưởng cao hơn, nên chúng tôi tin rằng sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng Hải Phòng sẽ tăng từ 14% đến 16% mỗi năm.*



Theo quy hoạch phát triển cảng biển gần đây nhất ban hành trong Quyết định số 1037/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ vào ngày 24 tháng 6 năm 2014 về quy hoạch phát triển hệ thống cảng biển Việt Nam đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030. Theo quy hoạch, tổng sản lượng thông qua Việt Nam ước đạt từ 400 đến 410 triệu tấn vào năm 2015, và từ 640 đến 680 triệu tấn vào năm 2020.

Do đó, các cảng biển có thể phục vụ các tàu lớn sẽ được xây dựng như: các cảng cửa ngõ quốc tế ở Hải Phòng (cảng Lạch Huyện) và Bà Rịa - Vũng Tàu (cảng Cái Mép - Thị Vải), cùng với cảng trung chuyển Vân Phong - Khánh Hòa.

### Sản lượng hàng hoá thông qua cảng biển Việt Nam



Nguồn: Vinamarine, VPBS tổng hợp

*Cảng Quốc tế Lạch Huyện và cầu Tân Vũ Lạch Huyện sẽ là mối đe dọa chính đến các cảng hiện có trong khu vực Hải Phòng.*

Theo Quyết định này, cảng Lạch Huyện sẽ đi vào hoạt động trong những năm tới. Quyết định này gồm hai hợp phần:

- Phần A có số vốn đầu tư là 18.600 tỷ đồng, được tài trợ bằng nguồn vốn ODA của Chính phủ Nhật Bản và vốn đối ứng của Việt Nam theo phương thức đối tác công-tư để xây dựng cơ sở hạ tầng cho các cảng trong kế hoạch.
- Phần B gồm hai bến cảng với sức chứa tàu lên đến 100.000 DWT (tấn hàng hải, một DWT tương đương với một tấn) có vốn đầu tư là 6.500 tỷ đồng từ công ty liên doanh giữa Cảng Sài Gòn (51%) và Công ty Molnykit - Nhật Bản (49%).

Dự án này được dự kiến sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động giữa năm 2017. Theo Bộ Giao thông Vận tải, sau khi hoạt động, cảng Lạch Huyện sẽ có thể nhận tàu lên đến 8.000 TEU trong các giai đoạn tiếp theo. Hàng hóa xuất nhập khẩu qua khu vực phía Bắc có thể được vận chuyển trực tiếp đến các thị trường Châu Âu và Mỹ. Theo kế hoạch của Tổng Công ty Hàng hải Việt Nam (Vinalines), cảng Lạch Huyện sẽ có thể phục vụ cho khoảng 30 triệu tấn sản lượng hàng hóa thông qua mỗi năm vào năm 2020.

Sau khi hoàn thành, cảng Lạch Huyện có thể trở thành thách thức lớn đối với các cảng hiện có ở Hải Phòng, mặc dù cảng này tuyên bố chỉ phục vụ tàu kích thước lớn hay phân khúc thị trường khác. Lý do đầu tiên chính là vị trí thuận lợi của cảng Lạch Huyện, nằm ngay cửa sông và cạnh điểm hoa tiêu, tạo sự thuận lợi cho cả chủ tàu và chủ hàng khi sử dụng các tàu lớn và tiết kiệm chi phí vận chuyển. Thứ hai, cảng được kết nối với khu vực Đình Vũ thông qua cầu Tân Vũ được xây dựng vượt kênh Nam Triệu. Vì hầu hết các chủ tàu hiện đi vào các cảng hiện có ở Hải Phòng thông qua kênh Nam Triệu, cầu Tân Vũ sẽ giới hạn kích cỡ tàu vào cảng hay giảm sản lượng hàng hóa thông qua các cảng.

# TỔNG QUAN CÔNG TY

Màng kinh doanh chính của VSC là hoạt động cảng và kho bãi.

CTCP Container Việt Nam (VSC) được thành lập vào năm 1985 và niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) vào năm 2008. VSC cung cấp các dịch vụ logistics, bao gồm cảng, vận tải và kho bãi trên toàn quốc.

- **Hoạt động cảng** (đóng góp 57% doanh thu năm 2014): VSC hiện có một cảng ở Hải Phòng gọi là Cảng Xanh, đi vào hoạt động năm 2004. Công ty đang xây dựng cảng mới - Cảng Xanh VIP, dự kiến sẽ đi vào hoạt động năm 2016. Cảng mới này thuộc CTCP Cảng Xanh VIP là công ty con của VSC (VSC sở hữu 65%, CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO (VIP - HSX) sở hữu 30%).
- **Hoạt động kho bãi** (18%): Công ty hiện có khoảng 278.550 mét vuông kho bãi và kho CFS tại Hải Phòng, Đà Nẵng và Thành phố Hồ Chí Minh.
- **Cho thuê kho CFS** (10%): Trong Q4/2013 và Q1/2014, công ty đã đưa vào khai thác hai kho CFS, với hiệu suất sử dụng đạt 70% công suất.
- **Các hoạt động khác**: gồm vận tải nội địa bằng đường bộ, môi giới hải quan, đại lý vận chuyển và các dịch vụ sửa chữa container rỗng.

## Lịch sử hình thành công ty

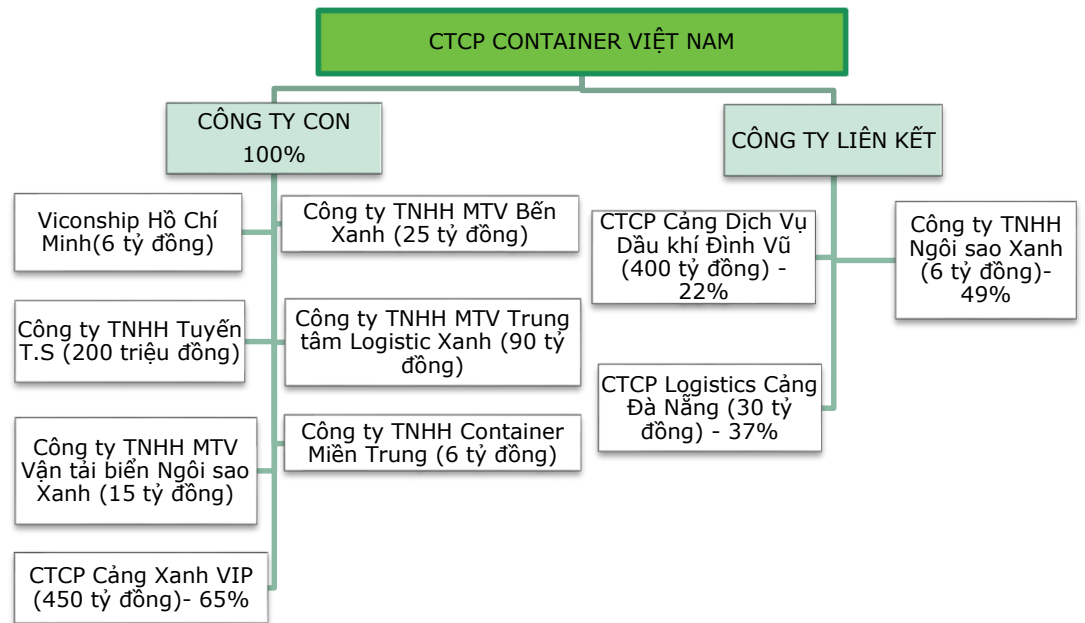
1985	•Thành lập là đơn vị quốc doanh
1995	•Thành lập một công ty liên doanh với 5 công ty Nhật, đặt tên là Vjaco
1997	•Thành lập công ty con: Viconship Hồ Chí Minh
2000	•Cổ phần hoá Infacon và Cenvico (Viconship Đà Nẵng)
2002	•Cổ phần hoá và đổi tên thành CTCP Container Việt Nam
2004	•Đưa Cảng Xanh vào hoạt động trong tháng 9 và thành lập CT TNHH Tuyển T.S
2006	•Đưa cầu cảng số 2 của Cảng Xanh vào hoạt động
2008	•Niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán TP. HCM (HSX)
2009	•Thành lập công ty con Viconship Quảng Ninh
2012	•Tái cơ cấu và thành lập CT TNHH MTV Bến Xanh, CT TNHH MTV Trung tâm Logistic Xanh
2014	•Thành lập CTCP Cảng Xanh VIP để xây dựng cảng mới ở khu vực Nam Hải Đình Vũ
2015	•Dự kiến hoàn thành giai đoạn 1 của Cảng Xanh VIP

Nguồn: Dữ liệu công ty

## Cơ cấu sở hữu và ban điều hành

VSC hoạt động như một tập đoàn kinh doanh đa dạng với nhiều công ty con cho từng loại hình hoạt động kinh doanh của mình.

## Vốn điều lệ của các công ty con và công ty liên kết



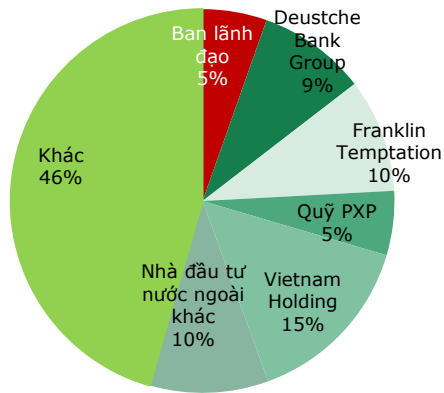
Dữ liệu tại ngày 31/12/2014. Nguồn: Dữ liệu công ty

*Tính thanh khoản của cổ phiếu thấp là một vấn đề đáng lo ngại.*

Cổ phiếu VSC dường như khá hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài với tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện nay là 49%. Tuy nhiên, tính thanh khoản của cổ phiếu này là vấn đề đáng lo ngại vì khối lượng giao dịch bình quân khá thấp. Khối lượng giao dịch tối đa một ngày trong 12 tháng qua chỉ đạt 286.780 cổ phiếu vào ngày 22 tháng 8 năm 2014. Trên quan điểm tích cực, điều này cho thấy rằng các cổ đông tin tưởng vào kết quả kinh doanh của công ty và đầu tư cho dài hạn.

Ban quản trị giàu kinh nghiệm trong ngành cảng biển đã củng cố cho công ty trong nhiều năm qua. Đặc biệt là ông Nguyễn Việt Hòa (Chủ tịch Hội đồng Quản trị) gia nhập công ty từ những ngày đầu thành lập, và ông Nguyễn Văn Tiến (Tổng Giám đốc) có nhiều kinh nghiệm trong quản lý Cảng Transvina và Cảng PTSC Đình Vũ. Nhờ đội ngũ quản lý mà các hoạt động của công ty dự kiến sẽ duy trì ổn định và thích ứng được với bất kỳ thay đổi nào của môi trường kinh doanh.

## Cơ cấu sở hữu



Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán, Bloomberg tại 28/1/2015

## Ban lãnh đạo

Tên	Vị trí	Năm sinh	Trình độ	Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu
<b>Hội đồng Quản trị</b>				31/12/2014
Ông Nguyễn Việt Hoà	Chủ tịch	1956	Kỹ sư chế tạo máy	1,53%
Ông Nguyễn Văn Tiến	Thành viên	1969	Thạc sỹ kinh tế	0,12%
Ông Trần Xuân Bạo	Thành viên	1963	Kỹ sư	0,22%
Bà Hoàng Thị Hà	Thành viên	1962	Cử nhân kinh tế	0,36%
Ông Nguyễn Thế Trọng	Thành viên	1978	Cử nhân QTKD	0,02%
Ông Nguyễn Việt Trung	Thành viên	n/a	n/a	n/a
Ông Nghiêm Tuấn Anh	Thành viên	n/a	n/a	n/a
Ông Hoàng Trọng Giang	Thành viên	1957	Kỹ sư	0,30%
Ông Hoàng Tuấn Lục	Thành viên	n/a	n/a	n/a
<b>Ban Giám đốc</b>				
Ông Nguyễn Văn Tiến	TGD	1969	Thạc sỹ kinh tế	0,12%
Ông Trần Xuân Bạo	GD tài chính	1963	Kỹ sư	0,22%
Ông Nguyễn Thế Trọng	GD kỹ thuật	1978	Cử nhân QTKD	0,02%

Nguồn: Dữ liệu công ty

## Vị thế trên thị trường

Cảng Xanh nằm sâu trong sông Cấm nên có vị trí kém thuận lợi.

Cảng Xanh nằm sâu trong khu vực sông Cấm, cách điểm hoa tiêu 30 km. Do đó, vị trí cảng của công ty kém cạnh tranh hơn so với nhiều cảng được xây dựng sau đó như: Cảng Đình Vũ của CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ (DVP-HSX), Nam Hải Đình Vũ của CTCP Đại lý Liên hiệp Vận chuyển (GMD-HSX), và cảng Hải An của CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH-HSX). Trong năm 2014, thị phần của công ty tại Hải Phòng đạt khoảng 12% tính theo sản lượng container thông qua cảng.

Cùng với cảng mới như chúng tôi đề cập dưới đây, công suất của công ty dự kiến sẽ đạt 800.000 TEU mỗi năm, hiện chỉ thấp hơn công suất của CTCP Cảng Hải Phòng (1 triệu TEU).

## So sánh với trang thiết bị của các cảng khác

Cảng	Số cầu tàu	Trọng tải tàu tối đa (DWT)	Độ sâu mớn nước (m)
Tân Vũ	5	20.000	10,5
Nam Hải	1	10.000	9,0
Hải An	1	20.000	8,7
Đình Vũ	2	40.000	8,7
Tân Cảng 189	1	15.000	8,7
PTSC Đình Vũ	1	20.000	8,5
Hoàng Diệu	11	10.000	7,4
Chùa Vẽ	5	10.000	8,4
Đoạn Xá	1	10.000	8,4
<b>Cảng Xanh</b>	<b>2</b>	<b>20.000</b>	<b>8,0</b>
Transvina	1	12.000	7,8

Nguồn: Dữ liệu công ty

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Hoạt động cảng là mảng có đóng góp lớn nhất vào doanh thu hợp nhất (57%).

VSC hoạt động trong lĩnh vực logistics với nhiều dịch vụ đa dạng liên quan đến hệ thống cảng. Theo công ty, trong năm 2014, hoạt động cảng đóng góp 57% vào doanh thu hợp nhất, theo sau là các dịch vụ kho bãi (18%), dịch vụ CFS (10%), và vận tải đường bộ cùng các dịch vụ khác (15%).

### Hoạt động cảng: xây dựng cảng mới ở vị trí thuận lợi

#### Cảng Xanh: triển vọng tăng trưởng thấp trong tương lai

Cảng Xanh hiện hoạt động hết công suất với tốc độ CAGR của sản lượng container thông qua đạt 2,4% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2014.

Hiện tại, VSC có một cảng chính: Cảng Xanh. Được xây dựng vào năm 2004, cảng này nằm ở sông Cẩm với luồng hàng hải cách điểm hoa tiêu 30 km. Vị trí cảng không thuận lợi do nằm sâu bên trong sông Cẩm.

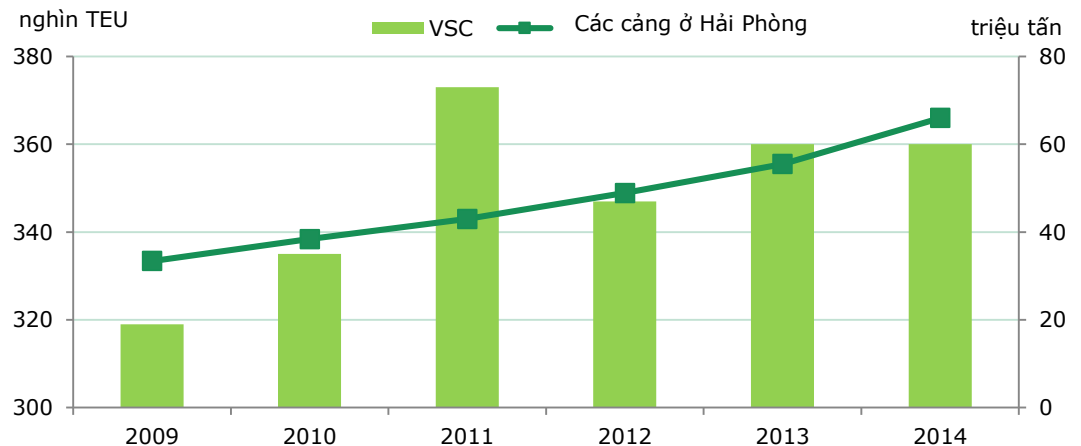
Công suất thiết kế của cảng từ 300.000 đến 350.000 TEU mỗi năm. Cảng có thể đón tàu có trọng tải lên đến 20.000 DWT (tấn hàng hải) thông qua hai cầu tàu với mỗi cầu dài 160 mét.

Từ năm 2011 đến năm 2014, cảng có hiệu suất sử dụng cao nhờ công ty cung cấp dịch vụ đa dạng cùng với các dịch vụ cảng như: vận tải container đường bộ, đường thủy hay các dịch vụ sửa chữa container. Một số hãng tàu lớn của công ty là OOCL, Evergreen, MSC và Dongyoung.

Từ năm 2009 đến năm 2014, sản lượng container thông qua Cảng Xanh đã tăng từ 319.000 TEU lên 360.000 TEU vào năm 2014, đạt tốc độ CAGR là 2,4%. Trong giai đoạn này, sản lượng container thông qua đã đạt mức cao nhất vào năm 2011 và sau đó giảm mạnh trong năm 2012. Trong năm 2013 và 2014, sản lượng hàng hóa container thông qua ổn định ở mức 360.000 TEU, là mức hiệu dụng tối đa của cảng. Do đó, công ty phải chuyển bớt một phần hàng sang Cảng PTSC Đình Vũ. Trong năm 2014, chúng tôi ước tính con số chuyển sang này vào khoảng 70.000 TEU, dẫn đến tổng lượng hàng container thông qua của VSC đạt 430.000 TEU.

Trong năm 2015, công ty đặt kế hoạch đạt 360.000 TEU sản lượng container thông qua Cảng Xanh, bằng với sản lượng năm 2014.

#### Sản lượng container thông qua Cảng Xanh (TEU) và khu vực Hải Phòng (tấn)



Nguồn: Dữ liệu công ty, VPBS tổng hợp



Chúng tôi tin rằng Cảng Xanh hiện không còn nhiều triển vọng tăng trưởng trong tương lai. Nguyên nhân chính là: (1) sự hạn chế mở rộng diện tích do việc quy hoạch phát triển cơ sở hạ tầng của thành phố Hải Phòng, (2) cạnh tranh gay gắt từ các cảng hiện tại, và (3) sự tham gia của các cảng mới.

Về mặt các cảng mới, nhiều công ty như CTCP Đại lý Liên hiệp Vận chuyển (GMD - HSX), CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ (DVP - HSX), đã xây dựng các cảng mới tại Khu công nghiệp Đình Vũ. Đây là khu vực nằm ở cửa sông, có thể phục vụ tàu có sức chứa lớn hơn và thuận lợi hơn cho chủ hàng, khi vững quay trở tàu rộng hơn so với các cảng nằm sâu trong sông Cấm. Ngoài ra, việc xây dựng cảng quốc tế Lạch Huyện sẽ là một thách thức lớn của công ty khi cảng này dự kiến được hoàn thành vào năm 2017.

Về việc phát triển cơ sở hạ tầng, chính quyền thành phố Hải Phòng đang di dời những cảng nằm sâu trong sông Cấm ra khu công nghiệp Đình Vũ và mở rộng khu vực dân cư của thành phố. Điều này sẽ là mối đe dọa cho việc mở rộng cảng. Ngoài ra, với nỗ lực giảm thời gian di chuyển từ Quảng Ninh đến Hải Phòng và Hà Nội, chính phủ đã khởi công xây dựng Cầu Bạch Đằng. Sau khi hoàn thành xây dựng vào cuối năm 2016, cây cầu này sẽ bắc ngang qua luồng hàng hải và có thể hạn chế kích cỡ tàu đi vào sông Cấm.

### **Cảng mới: cơ hội tăng trưởng**

Trong tương lai gần, khu công nghiệp Đình Vũ được kỳ vọng sẽ trở thành khu công nghiệp hàng đầu phía Bắc với sự gia tăng của sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng Hải Phòng. Gần đây, nhiều doanh nghiệp FDI (có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài) mới như Công ty TNHH Sản xuất Lốp xe Bridgestone Việt Nam đã thành lập nhà máy tại khu công nghiệp Đình Vũ.

Để tăng năng lực cạnh tranh và đón bắt cơ hội tăng trưởng tại khu vực Đình Vũ, VSC đã xây dựng một cảng mới là Cảng Xanh VIP. Vào tháng 10 năm 2014, VSC và CTCP Vận tải Xăng dầu Vipco (VIP-HSX) đã thành lập một công ty liên doanh, CTCP Cảng Xanh VIP, có vốn điều lệ 450 tỷ đồng. Trong đó, VSC nắm 65% vốn cổ phần, tiếp đó là VIP (30%) và các cổ đông khác (5%).

Vào ngày 11 tháng 11 năm 2014, CTCP Cảng Xanh VIP đã khởi công xây dựng Cảng Xanh VIP. Cảng này dự kiến sẽ có hai bến, mỗi bến dài 200 mét và có thể phục vụ cùng lúc hai tàu có trọng tải từ 20.000 đến 30.000 DWT. Độ sâu trước bến đạt 10,5 mét. VSC kỳ vọng hoàn thành giai đoạn 1 của dự án này vào tháng 11 năm 2015, và giai đoạn hai vào tháng 9 năm 2016. Cảng nằm ở khu vực Đình Vũ, gần Cảng Đình Vũ của DVP (công suất 500.000 TEU mỗi năm) và Cảng Nam Hải Đình Vũ của GMD (công suất 500.000 TEU mỗi năm). Theo ban quản trị, công suất cảng sẽ đạt 600.000 TEU sau khi hoàn thành cả hai giai đoạn. Tuy nhiên, sản lượng hàng thông qua cảng có thể đạt từ 700.000 đến 800.000 TEU nếu lượng hàng luân chuyển nhanh.

Tổng vốn đầu tư cảng mới ước tính vào khoảng 1.337 tỷ đồng. Trong ĐHCĐ thường niên năm 2015, các cổ đông của công ty đã thông qua việc VSC sẽ bảo lãnh CTCP Cảng Xanh VIP vay 700 tỷ đồng tại NH TMCP Ngoại Thương Việt Nam (VCB - HSX). Thời hạn vay là 10 năm với lãi suất bằng lãi suất gửi tiết kiệm 1 năm (6,8% trong năm 2015) cộng với biên độ (1,8% trong năm 2015). Khoản vay này sẽ được giải ngân theo tiến độ xây dựng cùng với thời hạn thanh toán cho máy móc và thiết bị của công ty.

Ngoài ra, VSC cũng sẽ cho CTCP Cảng Xanh VIP vay 100 tỷ đồng.

*Cảng Xanh VIP dự kiến sẽ giúp tăng doanh thu mảng khai thác cảng sau khi được đưa vào hoạt động trong năm 2016. Cảng có vị trí thuận lợi tại khu vực Đình Vũ.*

## Dự án Cảng Xanh VIP

Giai đoạn	Ngày khởi công	Ngày hoàn thành dự kiến	Vốn đầu tư	Vốn vay	Công suất	Ghi chú
Giai đoạn 1	11/2014	11/2015	980 tỷ đồng	530 tỷ đồng	250.000 TEU (cầu cảng đầu tiên)	Quyền sử dụng đất trong 37 năm là 350 tỷ đồng. Giá trị máy móc thiết bị là 334 tỷ đồng, theo như ban lãnh đạo. Giá trị đầu tư cơ sở hạ tầng là 296 tỷ đồng
Giai đoạn 2	11/2015	9/2016	360 tỷ đồng	270 tỷ đồng	250.000 TEU (cầu cảng thứ hai)	Giá trị xây lắp cầu cảng thứ hai là 135 tỷ đồng. Giá trị máy móc và thiết bị là 225 tỷ đồng

*Nguồn: Dữ liệu công ty*

Công ty sẽ sử dụng trang thiết bị hiện đại như hai cần cẩu giàn và tám cần cẩu RTG. Đây là loại cầu giúp nâng cao năng suất bốc xếp, dẫn đến tăng sản lượng container thông qua và cải thiện biên lợi nhuận gộp, so với cảng hiện tại (Cảng Xanh) sử dụng loại cần cẩu xoay chân đế (loại cần cẩu có công suất thấp hơn cần cẩu giàn). Công ty dự kiến thời gian hoàn vốn khoảng bảy năm và sản lượng hàng container thông qua đạt khoảng 60% công suất (hay 200.000 TEU) vào năm 2016 và 70% trong những năm tiếp theo.

Với việc xây dựng Cảng Xanh VIP, VSC có thể phục vụ các khách hàng VIP của công ty tốt hơn với các thiết bị hiện đại. Hiện tại, công ty đã có khách hàng với sản lượng container thông qua đạt khoảng 50% công suất cầu cảng đầu tiên, tương đương 125.000 TEU cho cảng mới.

CTCP Cảng Xanh VIP cũng được hưởng chính sách thuế ưu đãi từ chính quyền thành phố Hải Phòng. Cụ thể, công ty sẽ được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2018, và hưởng mức thuế suất thu nhập 5% trong giai đoạn từ năm 2019 đến năm 2028. Với chính sách thuế ưu đãi này, chúng tôi kỳ vọng rằng Cảng Xanh VIP sẽ giúp tăng thêm giá trị cho cả VSC và VIP kể từ năm 2016.

### **VPBS dự phóng: doanh thu năm 2016 tăng 35% nhờ vào cảng mới**

Đối với cảng cũ - Cảng Xanh, chúng tôi dự báo sản lượng hàng container thông qua sẽ ở mức 360.000 TEU mỗi năm trong năm 2015 và 2016 do đang hoạt động hết công suất. Tuy nhiên, kể từ năm 2017, nhờ cảng mới đi vào hoạt động và cơ sở hạ tầng phát triển, chúng tôi dự phóng sản lượng container sẽ giảm dần xuống mức 300.000 TEU trong năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của cảng này sẽ duy trì ở mức 45% trong giai đoạn dự phóng.

*Cảng mới sẽ giúp doanh thu mạng cảng năm 2016 tăng 35% so với năm trước.*

Khi cảng mới - Cảng Xanh VIP đi vào hoạt động trong năm 2016, chúng tôi thận trọng dự báo sản lượng hàng container thông qua cảng này sẽ đạt 50% công suất cảng (năm 2016), 70% (năm 2017), 80% (năm 2018), và 90% (năm 2019). Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của cảng này sẽ thấp hơn rất nhiều so với cảng cũ do cảng phải xây dựng mạng lưới khách hàng nhằm cạnh tranh với cảng kế bên của GMD. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của Cảng Xanh VIP sẽ đạt 35% vào năm 2016 (phù hợp với kỳ vọng của ban quản trị), và sau đó tăng 2% mỗi năm nhờ gia tăng năng suất.

Tuy nhiên, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu sẽ chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng container thông qua khi giá giảm do phải cạnh tranh với GMD, DVP và CTCP Cảng Hải Phòng.

## Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của mảng cảng

	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Công suất (TEU)	373.000	347.000	360.000	430.000	440.000	610.000	710.000	780.000	800.000
% tăng trưởng	11%	-7%	4%	6%	2%	39%	16%	10%	3%
Cảng Xanh (TEU)	373.000	347.000	360.000	360.000	360.000	360.000	360.000	330.000	300.000
Cảng PTSC Đình Vũ (TEU)*				70.000	80.000	0	0	0	0
Cảng Xanh VIP (TEU)						250.000	350.000	400.000	450.000
<b>Doanh thu</b> (tỷ đồng)				<b>508</b>	<b>518</b>	<b>700</b>	<b>804</b>	<b>885</b>	<b>911</b>
% tăng trưởng					2%	35%	15%	10%	3%
<b>Lợi nhuận gộp</b> (tỷ đồng)				<b>229</b>	<b>233</b>	<b>286</b>	<b>330</b>	<b>368</b>	<b>387</b>
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>				<b>45%</b>	<b>45%</b>	<b>41%</b>	<b>41%</b>	<b>42%</b>	<b>43%</b>
Cảng Xanh				45%	45%	45%	45%	45%	45%
Cảng Xanh VIP						35%	37%	39%	41%

Ghi chú: \*: sản lượng container thông qua mà VSC chuyển hàng qua cảng PTSC Đình Vũ để xếp dỡ. Nguồn: VPBS

## Hoạt động kho bãi: sản lượng giảm

Hoạt động kho bãi của công ty gồm bốc xếp hàng container từ kho tại Hải Phòng, Đà Nẵng và thành phố Hồ Chí Minh. Tổng diện tích kho bãi của công ty vào khoảng 278.550 mét vuông.

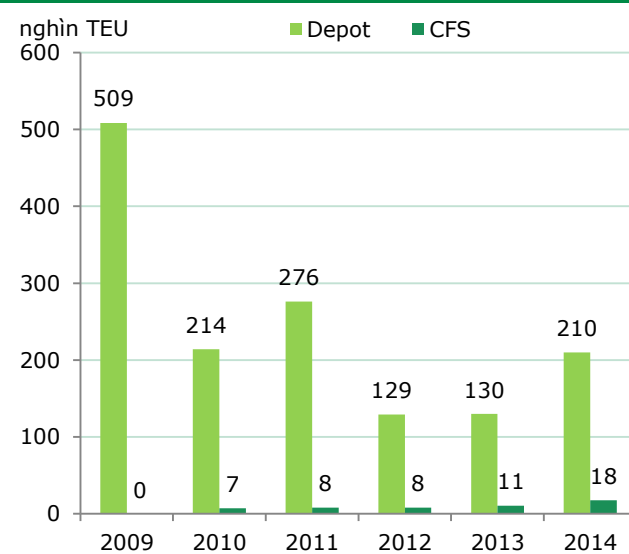
Công ty có một bãi depot ở Hải Phòng (Bến Xanh) với diện tích 90.000 mét vuông. Bãi depot này đóng góp khoảng 18% vào doanh thu hợp nhất năm 2014 của VSC.

### Diện tích của VSC

Tên	Diện tích (m <sup>2</sup> )	Công suất bốc xếp (TEU)
<b>Khu vực bãi Chùa Vẽ</b>		
Bãi bốc xếp	60.000	2.000
Kho CFS	5.000	
<b>Bãi Green depot</b>		
Terminal area	90.000	6.372
<b>Green Logistic Center</b>		
Bãi bốc xếp	86.000	6.248
Kho CFS 1	7.525	
Kho CFS 2	7.525	
<b>Khu vực Đà Nẵng</b>		
Kho An Hải Đông	950	
Bãi container Hải Sơn	14.500	750
<b>Khu vực TP. Hồ Chí Minh</b>		
Kho số 1	6.000	
Kho số 2	1.500	
Bãi số 1	12.100	600
Bãi số 2	7.500	350
<b>Tổng</b>	<b>278.550</b>	

Nguồn: Dữ liệu công ty

### Sản lượng container thông qua kho bãi VSC



Nguồn: Dữ liệu công ty

Sản lượng hàng container thông qua của mảng này giảm đáng kể, từ 508.620 TEU trong năm 2009 xuống 129.000 TEU năm 2012 và tăng lên 210.000 TEU vào năm 2014, do gặp cạnh tranh từ các công ty khác trong khu vực.

Để duy trì sản lượng hàng container thông qua, công ty bắt đầu tăng diện tích kho bãi của mình.

Trong năm 2015, công ty dự kiến chi 31 tỷ đồng để mua một bãi container với diện tích 26.400 mét vuông, nằm cạnh Bãi Xanh ở Hải Phòng. Nếu thành công, công ty có thể tăng diện tích bến bãi ở khu vực Bến Xanh lên 116.400 mét vuông, góp phần tăng sản lượng container thông qua. VSC đặt mục tiêu sản lượng container thông qua của mảng này năm 2015 là 220.000 TEU, tăng 5% so với năm trước.

Trong năm 2015 và năm 2016, chúng tôi kỳ vọng sản lượng container thông qua của công ty có thể tăng 10% mỗi năm nhờ mở rộng diện tích Bến Xanh, dẫn đến doanh thu của mảng này tăng trưởng. Từ năm 2017 đến năm 2019, chúng tôi dự phóng sản lượng container thông qua chỉ tăng 5% mỗi năm. Ngoài ra, chúng tôi dự báo rằng biên lợi nhuận gộp của phân khúc này không thay đổi so với năm 2014 và được duy trì ở mức 25%.

#### Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của mảng kho bãi container

	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Sản lượng (TEU)	276.000	129.000	130.000	210.000	231.000	254.100	266.805	280.145	294.153
% tăng trưởng	29%	-53%	1%	62%	10%	10%	5%	5%	5%
<b>Doanh thu</b> (tỷ đồng)				<b>160</b>	<b>176</b>	<b>194</b>	<b>204</b>	<b>214</b>	<b>225</b>
% tăng trưởng					10%	10%	5%	5%	5%
<b>Lãi gộp</b> (tỷ đồng)				<b>40</b>	<b>44</b>	<b>49</b>	<b>51</b>	<b>54</b>	<b>56</b>
Biên lãi gộp (%)				25%	25%	25%	25%	25%	25%

Nguồn: VPBS

#### CFS: triển vọng tăng trưởng nhờ các kho CFS mới

VSC đã đưa vào hoạt động hai kho CFS ở Trung tâm Logistics Xanh (nằm tại khu vực Đình Vũ) trong quý 4 năm 2013 và quý 1 năm 2014 với diện tích 15.050 mét vuông. Theo công ty, trong năm 2014, các kho CFS hoạt động đạt từ 70% đến 75% công suất với hàng hóa chủ yếu là hàng dệt may.

*Sản lượng container thông qua của mảng CFS đạt tốc độ CAGR là 24,8% từ năm 2010 đến năm 2014, nhờ đưa 2 kho CFS mới đi vào hoạt động trong quý 4/2013 và năm 2014.*

Sản lượng hàng container thông qua của mảng CFS đạt tốc độ CAGR là 24,8% trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2014, nhờ đưa hai kho CFS mới đi vào hoạt động trong quý 4 năm 2013 và năm 2014. Theo ban lãnh đạo, biên lợi nhuận gộp của mảng này là 30% vào năm 2014. Trong năm 2015, công ty đặt mục tiêu đạt được 20.000 TEU sản lượng container thông qua, tăng 14%.

Trong tương lai, nhờ các hiệp định thương mại tự do sắp tới như: Việt Nam-Châu Âu, Việt Nam-Hàn Quốc, Hiệp định Đối tác Kinh tế Chiến lược Xuyên Thái Bình Dương (TPP), ngành dệt may của Việt Nam sẽ được hưởng nhiều lợi ích nhất. Điều này có thể giúp doanh thu của VSC trong mảng này tăng lên đáng kể.

Tuy nhiên, công ty có thể phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ trong và ngoài nước. Một số đối thủ cạnh tranh trực tiếp đáng chú ý là GMD (sẽ mở rộng kho và trung tâm logistics ở phía Bắc của Việt Nam) và DVP. Điều này dẫn đến biên lợi nhuận gộp phân khúc này sẽ giảm khi sự cạnh tranh trở nên gay gắt hơn.

Từ đó, chúng tôi dự báo rằng doanh thu của phân khúc này sẽ tăng trưởng 10% vào năm 2015 nhờ các kho CFS hoạt động hết công suất, và tăng 5% mỗi năm kể từ năm 2016; trong khi biên lợi nhuận gộp sẽ ở mức 35% trong giai đoạn dự báo.

#### Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của mảng kho CFS

	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Sản lượng (TEU)	17.500	21.000	22.050	23.153	24.310	25.526
% tăng trưởng	65%	20%	5%	5%	5%	5%
<b>Doanh thu</b> (tỷ đồng)	<b>89</b>	<b>98</b>	<b>103</b>	<b>108</b>	<b>113</b>	<b>119</b>
% tăng trưởng		10%	5%	5%	5%	5%
<b>Lãi gộp</b> (tỷ đồng)	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>42</b>
Biên lãi gộp (%)	35%	35%	35%	35%	35%	35%

Nguồn: VPBS

## Mảng hoạt động khác: doanh thu từ vận tải xà lan giảm

Các hoạt động kinh doanh khác của VSC gồm sửa chữa hàng container, đại lý giao nhận, vận tải đường bộ và vận tải thủy. Những hoạt động này đóng góp khoảng 15% vào doanh thu hợp nhất năm 2014 của VSC. Theo công ty, biên lợi nhuận gộp của phân khúc này vào khoảng 9%.

Trong năm 2014, công ty đã thanh lý hai xà lan, do khách hàng là hãng tàu MSC dừng cập Cảng Quốc tế Cái Lân ở tỉnh Quảng Ninh kể từ tháng 12. Thêm vào đó, các xà lan của công ty không thể hoạt động hiệu quả trên các tuyến khác như Cát Lái hay Phnôm-pênh. Điều này đã khiến sản lượng container thông qua năm 2014 giảm 52,9%. Do vậy, kể từ năm 2015, công ty sẽ không cung cấp dịch vụ vận tải đường thủy hay ghi nhận doanh thu từ mảng này.

Về vận tải đường bộ, doanh thu theo tấn.km<sup>1</sup> tăng trưởng với tốc độ CAGR là 14,7% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2014, và đạt mức 54 triệu tấn.km. Nguyên nhân là do quy định mới được thông qua trong năm 2014, giới hạn trọng tải vận chuyển đối với xe tải, nên mảng vận tải của công ty đã có tốc độ tăng trưởng cao hơn (+23,9% so với năm trước).

Bên cạnh đó, từ tháng 9 năm 2014 đến ngày 5 tháng 2 năm 2015, giá dầu đã giảm mạnh 51,5%, và giá xăng RON 92 và diesel DO 025S giảm 44,7%. Điều này tác động tích cực lên biên lợi nhuận gộp của mảng này do cước phí vận chuyển giảm ít hơn so với mức giảm của chi phí nhiên liệu.

Trong năm 2015, công ty có kế hoạch mua thêm 15 xe container và 2 xe tải chở hàng với tổng vốn đầu tư là 33,2 tỷ đồng. Sự bổ sung này vào đội xe của công ty sẽ giúp doanh thu và lợi nhuận của mảng này cải thiện. Theo đó, công ty đặt mục tiêu đạt 60 triệu tấn.km doanh thu vận tải đường bộ, tăng 11% so với năm 2014.

Trong giai đoạn dự báo, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và biên lợi nhuận gộp cho phân khúc này như sau:

- *Năm 2015*: Doanh thu giảm 47% do không còn mảng xà lan. Chúng tôi kỳ vọng rằng biên lợi nhuận gộp đạt 10% trong giai đoạn dự báo nhờ chi phí nhiên liệu giảm.
- *Từ năm 2016*: Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng trưởng 10% mỗi năm với biên lợi nhuận gộp ổn định ở mức 10%.

### Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của mảng dịch vụ khác

	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Doanh thu</b> (tỷ đồng)	<b>134</b>	<b>70</b>	<b>77</b>	<b>85</b>	<b>94</b>	<b>103</b>
<b>% tăng trưởng</b>		-47%	10%	10%	10%	10%
<b>Lãi gộp</b> (tỷ đồng)	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
<b>Biên lãi gộp (%)</b>	9%	10%	10%	10%	10%	10%

Nguồn: VPBS

*Công ty có kế hoạch mua thêm 17 xe tải cho dịch vụ vận tải đường bộ trong năm 2015.*

<sup>1</sup> Doanh thu tấn ki-lô-mét: dùng để xác định tổng lượng hàng hoá đã vận chuyển bởi công ty vận chuyển

# KẾT QUẢ KINH DOANH

## Tăng trưởng

### Doanh thu

*Doanh thu của công ty có tốc độ CAGR thấp hơn DVP do vị trí cảng kém thuận lợi.*

Từ năm 2009 đến năm 2014, doanh thu thuần hợp nhất của VSC tăng trưởng với tốc độ CAGR là 14,3%, cao hơn nhiều so với mức tăng của sản lượng hàng container thông qua là 3,6%, nhờ vào doanh thu từ các mảng dịch vụ logistics khác, như CFS và vận tải đường bộ. So với các công ty cảng niêm yết khác ở Hải Phòng, tốc độ CAGR doanh thu của VSC thấp hơn DVP (15,4%) trong cùng giai đoạn, do vị trí cảng của VSC ít thuận lợi hơn.

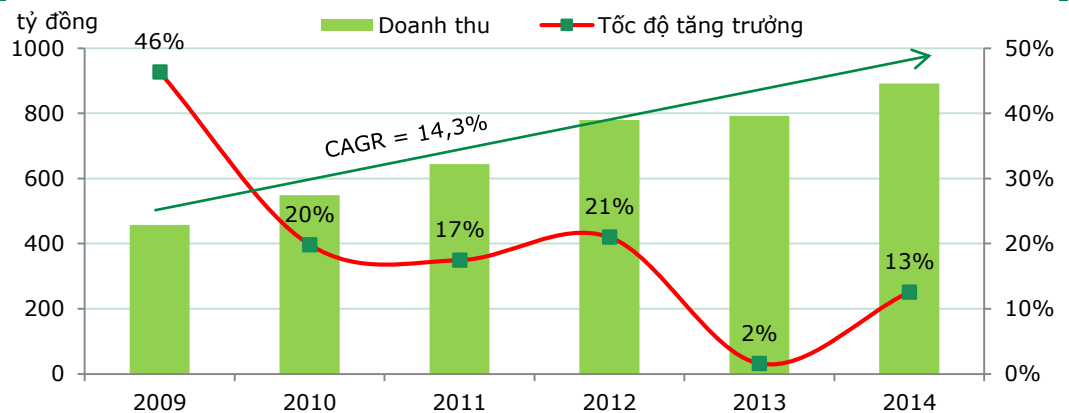
Trong giai đoạn này, doanh thu đạt tốc độ tăng trưởng cao nhất 46% vào năm 2009 do sản lượng container thông qua của tất cả các mảng kinh doanh đều tăng lên. Trong đó, sản lượng container thông qua cảng tăng 48% là nguyên nhân chính.

Sau đó, tốc độ tăng trưởng doanh thu đã giảm xuống mức khoảng 20% mỗi năm trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2012, do sự sụt giảm sản lượng hàng container thông qua cảng cũng như kho bãi. Tuy nhiên, phân khúc vận tải đường thủy (thông qua hai xà lan và một tàu cỡ nhỏ) đã giúp công ty duy trì tốc độ tăng trưởng.

Vào năm 2013, doanh thu hợp nhất chỉ tăng 2% do sự cạnh tranh về giá từ các cảng hiện tại. Nhưng trong năm 2014, doanh thu đã tăng 13% chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng của mảng CFS và cảng.

Trong năm 2015, ban quản trị của công ty dự kiến đạt 800 tỷ đồng doanh thu hợp nhất, giảm 10% so với năm trước, do không còn doanh thu từ mảng xà lan.

### Doanh thu thuần



Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất

### Chi phí hoạt động

*Chi phí hoạt động tăng nhanh hơn doanh thu.*

Từ năm 2009 đến năm 2014, chi phí hoạt động (bao gồm giá vốn, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp) tăng với tốc độ CAGR là 15,9%, cao hơn so với mức tăng trưởng doanh thu hợp nhất. Nguyên nhân chính dẫn đến chi phí hoạt động tăng là chi phí thuê ngoài (trung bình chiếm khoảng 40% trong cùng giai đoạn) có tốc độ CAGR là 22,6%; tiếp theo là chi phí nhân công (CAGR là 11,5%).

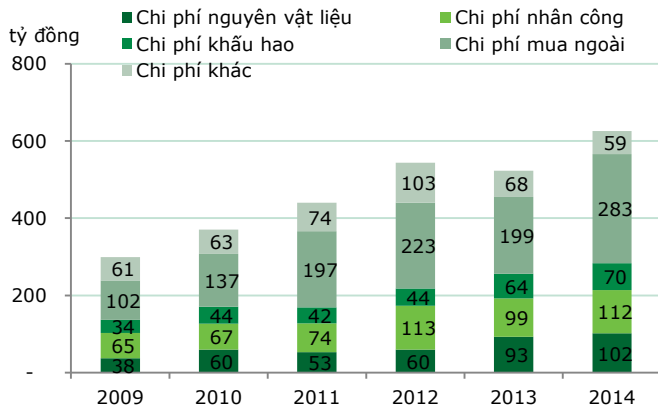
Từ năm 2009 đến năm 2012, chi phí hoạt động tăng cao do các chi phí thuê ngoài và chi phí nhân công đã khiến biên lợi nhuận của công ty có xu hướng

giảm. Tuy nhiên, vào năm 2013, công ty đã nỗ lực cắt giảm chi phí nhân công và chi phí thuê ngoài.

Trong năm 2014, ngoại trừ chi phí khác giảm, các chi phí còn lại trong chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố đều tăng, trong đó, chi phí thuê ngoài tăng mạnh nhất. Đây là nguyên nhân dẫn đến biên lợi nhuận của công ty giảm.

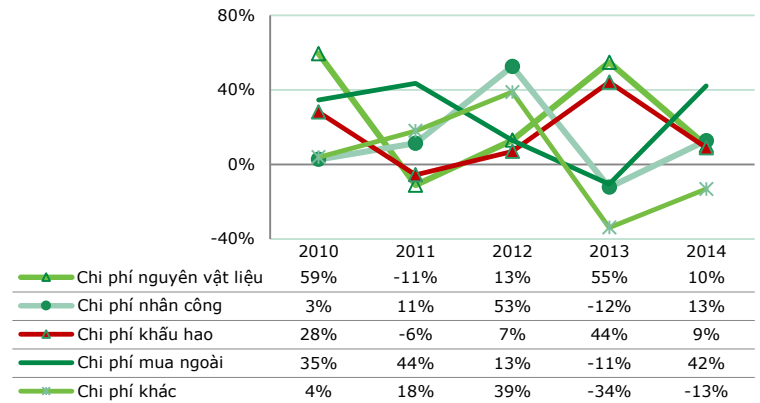
Trong cả giai đoạn trên, chi phí nguyên vật liệu vẫn tăng liên tục qua mỗi năm chủ yếu là do giá điện tăng.

### Cơ cấu chi phí hoạt động kinh doanh



Nguồn: Dữ liệu công ty

### Biến động của các chi phí hoạt động kinh doanh



Nguồn: Dữ liệu công ty

### Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu

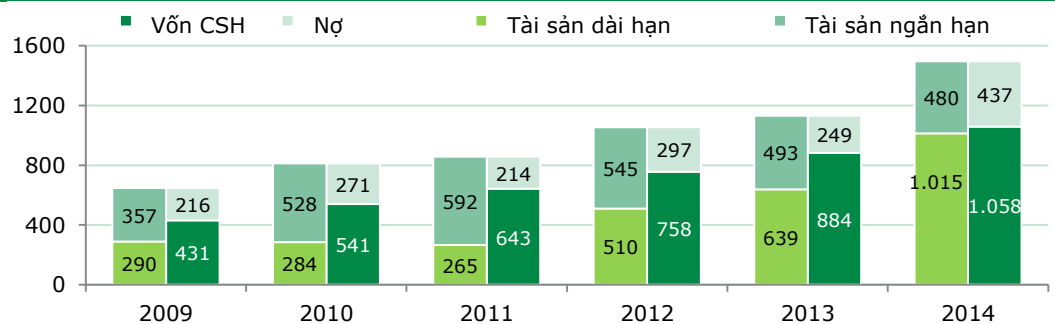
Tài sản của công ty chủ yếu đến từ vốn chủ sở hữu.

Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2014 tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 18,2% và 19,7%. Điều này có nghĩa tài sản của công ty chủ yếu dựa vào vốn chủ sở hữu. Trên thực tế, vốn chủ sở hữu chiếm trung bình 70% tổng tài sản của VSC. Tỷ trọng này giúp công ty duy trì tình hình tài chính bền vững và ổn định.

Cấu trúc vốn này đã cho thấy lợi thế của công ty trong giai đoạn lãi suất cao, giảm được áp lực tài chính và tạo được kết quả kinh doanh tích cực. Tuy nhiên, trong giai đoạn lãi suất thấp, công ty phải thay đổi cơ cấu vốn hướng đến việc tăng nợ vay do chi phí vốn cổ phần cao hơn nhiều so với lãi suất. Ngoài ra, công ty có thể dễ dàng vay nợ với lãi suất cạnh tranh từ các ngân hàng.

Do chính sách chia cổ tức bằng cổ phiếu, vốn cổ phần của VSC năm 2014 gấp 3,6 lần so với năm 2009. Trong giai đoạn này, công ty cũng duy trì tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt cao, từ 15% đến 60% trên mệnh giá mỗi năm.

### Cơ cấu tài sản và nguồn vốn (tỷ đồng)



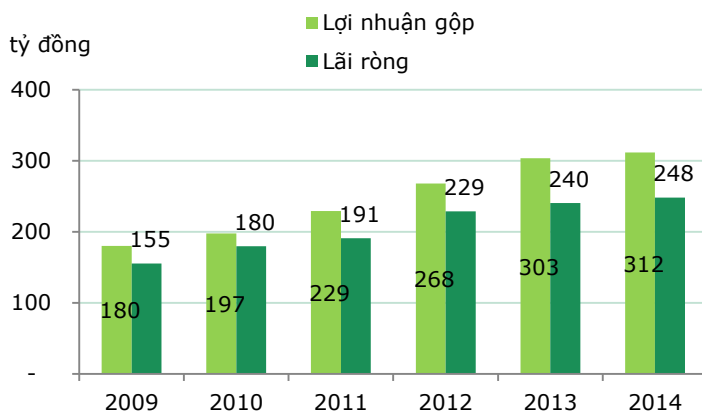
Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất

## Khả năng sinh lời

Như chúng tôi đã đề cập ở trên, từ năm 2009 đến năm 2014, lợi nhuận ròng của VSC đạt tốc độ CAGR là 9,9%, thấp hơn so với tốc độ tăng trưởng doanh thu, do chi phí thuê ngoài và chi phí nhân công tăng. Biên lợi nhuận giảm dần từ năm 2009 đến năm 2012, và sau đó được cải thiện vào năm 2013 nhờ những chi phí này giảm. Tuy nhiên, trong năm 2014, biên lợi nhuận của VSC giảm do biên lợi nhuận gộp của mảng CFS và cảng giảm.

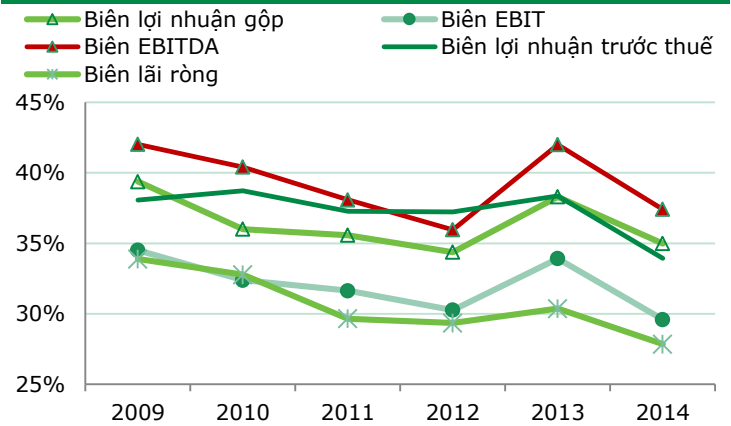
Trong năm 2015, với doanh thu giảm 10%, công ty đặt kế hoạch đạt 245 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, giảm 19% so với năm trước, do chi phí nhân công tăng cũng như biên lợi nhuận gộp của hầu hết các phân khúc đều giảm.

### Lãi ròng



Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất

### Các chỉ số sinh lời

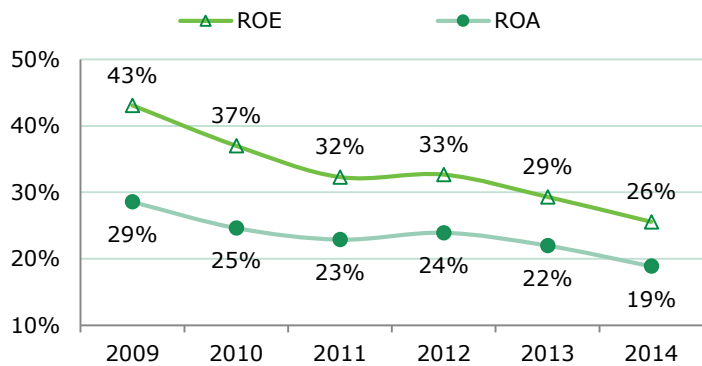


Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất

Tỷ số ROE và ROA của công ty có xu hướng giảm do lợi nhuận ròng có tốc độ tăng trưởng thấp hơn so với tổng tài sản và vốn chủ sở hữu.

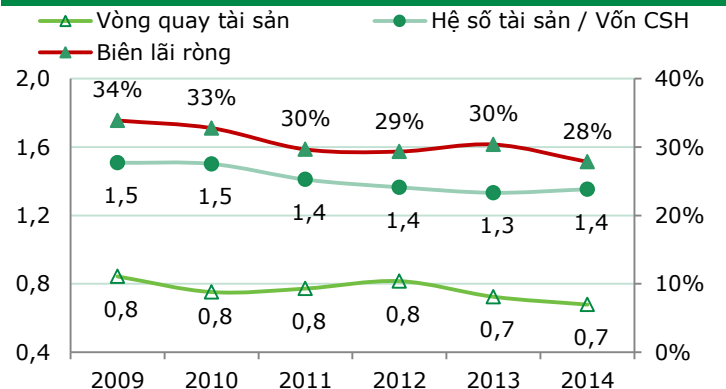
Tỷ số ROE đã giảm từ 29% năm 2009 xuống 19% năm 2014, do tất cả các yếu tố đều giảm (biên lợi nhuận ròng, hệ số vòng quay tài sản và tỷ số tài sản trên vốn chủ sở hữu). Điều này cho thấy rằng lợi nhuận của công ty giảm hay hiệu quả sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu và tài sản sụt giảm.

### ROA và ROE



Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất

### Phân tích chỉ số ROE



Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất



## Khả năng thanh toán và thanh khoản

Như chúng tôi đã đề cập ở trên, công ty không bị áp lực tài chính từ các khoản vay nợ của mình do tài sản của công ty chủ yếu từ vốn chủ sở hữu. Do đó, các chỉ số thanh khoản của VSC đều rất tích cực.

Tuy nhiên, kể từ năm 2015, do nhu cầu vốn cho CTCP Cảng Xanh VIP, công ty dự kiến tăng nợ vay từ mức thấp trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2014. Điều này sẽ giúp công ty có nguồn vốn linh hoạt cũng như tiết kiệm được chi phí vốn cổ phần trong tình hình lãi suất thấp như hiện tại.

### Phân tích tính thanh khoản và thanh toán

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chỉ số thanh toán tiền mặt *	0,3x	0,3x	0,3x	0,2x	1,2x	0,8x
Chỉ số thanh toán nhanh	1,9x	2,0x	2,7x	1,9x	1,9x	1,6x
Chỉ số thanh toán hiện hành	2,0x	2,0x	2,8x	2,1x	2,1x	1,8x
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	13,7%	4,6%	0,1%	5,3%	1,0%	1,2%
Nợ vay/Tổng tài sản	9,1%	3,1%	0,1%	3,8%	0,8%	0,9%
Nợ vay/EBITDA	0,3x	0,1x	0,0x	0,1x	0,0x	0,0x
EBITDA/Chi phí lãi vay	110,4x	77,5x	412,3x	237,5x	227,2x	808,1x

Ghi chú\*: chỉ số thanh toán tiền mặt = (tiền + tương đương tiền)/nợ ngắn hạn  
Nguồn: BCTC hợp nhất, VPBS phân tích

## GIẢ ĐỊNH VÀ DỰ BÁO

### Doanh thu và lợi nhuận gộp

Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp cho từng mảng riêng lẻ dựa trên phân tích của chúng tôi cho từng lĩnh vực, thảo luận với ban quản trị cùng những đánh giá về triển vọng cũng như tiềm năng cho từng mảng hoạt động.

Chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu hợp nhất sẽ giảm 3% năm nay và tăng với tốc độ CAGR là 8% trong 4 năm tiếp theo. Trong đó, mảng khai thác cảng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng cao nhất nhờ đưa Cảng Xanh VIP đi vào hoạt động từ năm 2016.

### VPBS dự phóng

	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f
<b>Doanh thu (% tăng trưởng)</b>	<b>-3%</b>	<b>24%</b>	<b>12%</b>	<b>9%</b>	<b>4%</b>
Cảng	2%	35%	15%	10%	3%
Kho bãi container	10%	10%	5%	5%	5%
Kho CFS	10%	5%	5%	5%	5%
Khác	-47%	10%	10%	10%	10%
<b>Biên lãi gộp</b>	<b>37%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>36%</b>	<b>36%</b>
Cảng	45%	41%	41%	42%	43%
Kho bãi container	25%	25%	25%	25%	25%
Kho CFS	35%	35%	35%	35%	35%
Khác	10%	10%	10%	10%	10%

### Hoạt động tài chính

Chúng tôi dự phóng doanh thu và chi phí tài chính như sau:

- *Cổ tức từ các khoản đầu tư*: duy trì ở mức 5 tỷ đồng mỗi năm
- *Thu nhập từ tiền lãi*: tỷ lệ 5% trên tiền và các khoản tương đương tiền

- *Lãi vay ngắn hạn*: duy trì ở mức 6% khoản vay ngắn hạn
- *Lãi vay dài hạn*: dựa vào tiến độ giải ngân và kế hoạch thanh toán của công ty cho hai giai đoạn của dự án Cảng Xanh VIP.

### Thuế suất

Chúng tôi dự báo chi phí thuế thu nhập dựa trên lợi nhuận trước thuế (loại trừ phần lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết vì khoản này là lợi nhuận sau thuế của các công ty đó) với thuế suất tương ứng. Theo Nghị định số 218/2013/NĐ-CP ban hành ngày 26 tháng 12 năm 2013, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp được giảm từ 25% xuống còn 22% từ năm 2014 và giảm xuống mức 20% từ năm 2016. Thêm vào đó, nhờ chính sách thuế ưu đãi của CTCP Cảng Xanh VIP, thuế suất hiệu dụng sẽ từ 16,4% đến 20,9% trong giai đoạn dự báo.

### Bảng cân đối kế toán

Những giả định chính của chúng tôi cho bảng cân đối kế toán hợp nhất của VSC như sau:

- *Số ngày phải thu*: duy trì ở mức 65 ngày
- *Số ngày tồn kho*: duy trì ở mức 10 ngày
- *Số ngày phải trả*: duy trì ở mức 50 ngày
- *Tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn*: duy trì theo tỷ lệ phần trăm trên doanh thu và chi phí hợp nhất liên quan
- *Chi phí đầu tư*: 630 tỷ đồng trong năm 2015 cho giai đoạn một của Cảng Xanh VIP và 360 tỷ đồng trong năm 2016 cho giai đoạn hai. Ngoài ra, năm 2015, công ty sẽ chi 72,5 tỷ đồng trong năm 2015 và 10 tỷ đồng mỗi năm từ năm 2017 đến năm 2019 để bổ sung đội xe tải.
- *Vay nợ dài hạn*: Công ty sẽ vay 530 tỷ đồng trong năm 2015 và 270 tỷ đồng vào năm 2016 cho hai giai đoạn đầu tư của Cảng Xanh VIP.
- *Cổ tức*: ban quản trị dự kiến sẽ chia cổ tức từ 20% đến 30% trên mệnh giá mỗi năm. Do nhu cầu vốn lớn cho cảng mới, chúng tôi cho rằng VSC sẽ chia cổ tức bằng tiền mặt là 5% trên mệnh giá từ năm 2015 đến năm 2016, và 10% từ năm 2017 đến năm 2019; bên cạnh đó công ty sẽ duy trì 15% cổ tức bằng cổ phiếu trong giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2017, và giảm xuống còn 10% mỗi năm trong năm 2018 và năm 2019.

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi áp dụng hai mô hình định giá bao gồm mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp định giá dựa trên thị trường (chỉ số P/E) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu VSC ở mức **54.800** đồng/cổ phiếu. Trong đó, chúng tôi đặt 70% tỷ trọng cho giá trị DCF do phương pháp này bao gồm giá trị từ cảng mới trong khi phương pháp P/E không thể hiện được tiềm năng của cảng mới.

Mô hình định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/cp)
Chiết khấu dòng tiền	59.000	70%	41.300
P/E	45.100	30%	13.530
<b>Giá trị hợp lý</b>			<b>54.800</b>

## Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF)

Chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá cổ phiếu VSC vì chúng tôi tin rằng dòng tiền trong tương lai vẫn là yếu tố cơ bản thúc đẩy tăng trưởng cổ phiếu VSC. Mô hình DCF của chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu là **59.000** đồng/cổ phiếu.

Các yếu tố đầu vào cho mô hình DCF của chúng tôi như sau:

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 5,48%.
- *Phần bù rủi ro thị trường* dự kiến ở mức 8,76%.
- *Beta của VSC* được ước tính ở mức 0,96.
- *Chi phí vốn cổ phần* được ước tính là 13,85% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 14,0%.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của VSC* là 5,0%

### Độ nhạy của giá cổ phiếu VSC do sự thay đổi của WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

		WACC						
		11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%	16,0%	17,0%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	6,0%	116.400	94.000	78.100	66.100	56.900	49.500	43.500
	5,5%	106.100	87.000	73.000	62.400	54.000	47.200	41.600
	5,0%	97.500	81.000	68.600	<b>59.000</b>	51.400	45.100	39.900
	4,5%	90.200	75.700	64.700	56.000	49.000	43.200	38.400
	4,0%	84.000	71.200	61.200	53.300	46.800	41.500	37.000

## Phương pháp định giá dựa theo thị trường

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá dựa theo thị trường (chỉ số P/E) để xác định giá trị của cổ phiếu VSC là **45.100** đồng/cổ phiếu.

So với nhóm tương đương cùng ngành, chúng tôi nhận thấy chỉ số P/E trượt của VSC thấp hơn mặc dù có chỉ số ROA và ROE cao hơn. Ngoài ra, VSC có tỷ lệ vay nợ thấp.

### Nhóm tương đương cùng ngành

Mã cp	Tên công ty	Sàn giao dịch	Vốn hoá (tỷ đồng)	Năm 2014								Chỉ số P/E trượt	Chỉ số P/B trượt
				Doanh thu (tỷ đồng)	% tăng trưởng	Lãi ròng (tỷ đồng)	% tăng trưởng	ROE	ROA	Nợ vay / VCSH	Biên LN ròng		
GMD	CTCP Đại Lý Liên hiệp Vận chuyển	HSX	3.147	2.987	18%	539	180%	13%	8%	39%	18%	5,0	0,6
DVP	CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	HSX	1.956	542	8%	228	16%	30%	24%	16%	42%	8,6	2,4
HAH	CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An	HSX	821	431	93%	133	61%	35%	23%	44%	31%	6,2	1,9
CLL	CTCP Cảng Cát Lái	HSX	720	235	18%	76	-7%	20%	15%	25%	33%	9,5	1,8
PDN	CTCP Cảng Đồng Nai	HSX	438	270	33%	48	6%	16%	11%	46%	18%	9,2	1,4
DXP	CTCP Cảng Đoạn Xá	HNX	319	160	-16%	40	-26%	17%	15%	0%	25%	8,0	1,3
STG	CTCP Kho Vận Miền Nam	HSX	193	873	32%	30	25%	21%	14%	0%	3%	6,4	1,3
Trung bình			1.085	785	27%	156	36%	22%	16%	24%	24%	7,6	1,5
Trung vị			720	431	18%	76	16%	20%	15%	25%	25%	8,0	1,4
VSC	CTCP Container Việt Nam	HSX	1.719	891	13%	248	3%	26%	19%	1%	28%	6,9	1,6

Dữ liệu tại ngày 27/3/2015. Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, VPBS dự phóng

### Độ nhạy của giá cổ phiếu do sự thay đổi của P/E

		P/E								
		6,0x	6,5x	7,0x	7,5x	8,0x	8,5x	9,0x	9,5x	10,0x
		33.800	36.700	39.500	42.300	<b>45.100</b>	47.900	50.800	53.600	56.400

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy một xu hướng giảm điểm của cổ phiếu VSC sau khi phá vỡ đường hỗ trợ trung hạn MA50 ngày tại mức giá 57.500 đồng vào ngày 20 tháng 10 năm 2014. Sau khi sụt giảm và tạo đáy quanh mức giá 48.000 đồng, cổ phiếu VSC đã tăng trở lại, vượt qua đường kháng cự dài hạn MA200 ngày rồi điều chỉnh cho đến nay.

Giá cổ phiếu VSC đang diễn biến đi ngang quanh vùng hỗ trợ mạnh từ 48.000 đến 50.000 đồng, và khối lượng giao dịch cũng ở mức thấp trong thời gian gần đây, cho thấy áp lực bán suy yếu, giúp củng cố khả năng tích lũy của cổ phiếu này.

Vì vậy chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu VSC tại thời điểm phát hành báo cáo này.

Tại ngày 27/3/2015	VSC (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	54,000
Giá thấp nhất trong 3 tháng	48,500
Đường MA 50 ngày	51,500
Đường MA 100 ngày	50,800
Kháng cự trung hạn	54,000
Hỗ trợ trung hạn	49,000
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NĂM GIỮ</b>



---

## KẾT LUẬN

Sản lượng hàng container thông qua hệ thống cảng Hải Phòng dự kiến sẽ tăng trưởng từ 14% đến 16% mỗi năm kể từ năm 2015, nhờ vào nhiều hiệp định thương mại tự do mới của Việt Nam. Từ đó dẫn đến tốc độ tăng trưởng đầy tiềm năng cho khu vực này. Tuy nhiên, vẫn tồn tại rủi ro dư cung khi dự án Cảng Quốc tế Lạch Huyện dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ năm 2017.

VSC có lịch sử phát triển lâu đời với tốc độ tăng trưởng cao trong năm năm qua. Doanh thu thuần hợp nhất của công ty đạt tốc độ CAGR là 14,3% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2014, tương ứng với tốc độ CAGR của sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng Hải Phòng (14,6%). Điều này chứng tỏ rằng công ty có thể bắt kịp sự phát triển của khu vực.

Với vị trí thuận lợi của Cảng Xanh VIP, chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu và lợi nhuận ròng của VSC có thể đạt tốc độ CAGR lần lượt là 12,0% và 8,5% trong giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2019. Công ty sẽ đầu tư vào cảng mới trong năm 2015, và tiềm năng tăng trưởng sẽ bắt đầu từ năm 2016 trở đi.

Không còn "room" sở hữu cho các nhà đầu tư nước ngoài và tính thanh khoản thấp là hai vấn đề đáng quan tâm đối với cổ phiếu này. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** dài hạn với mức giá mục tiêu 1 năm là 54.800 đồng/cổ phiếu.

## PHỤ LỤC – DỰ PHÒNG CỦA VPBS

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH</b> (tỷ đồng)	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Khai thác cảng				508	518	700	804	885	911
Kho bãi				160	176	194	204	214	225
Kho CFS				89	98	103	108	113	119
Khác				134	70	77	85	94	103
<b>Doanh thu</b>	<b>644</b>	<b>779</b>	<b>792</b>	<b>891</b>	<b>863</b>	<b>1.074</b>	<b>1.202</b>	<b>1.306</b>	<b>1.358</b>
<i>% tăng trưởng</i>	<i>17,5%</i>	<i>21,0%</i>	<i>1,6%</i>	<i>12,5%</i>	<i>-3,2%</i>	<i>24,4%</i>	<i>11,9%</i>	<i>8,7%</i>	<i>4,0%</i>
Giá vốn hàng bán	373	467	425	509	460	579	639	698	723
<b>Lợi nhuận gộp (loại trừ chi phí khấu hao)</b>	<b>271</b>	<b>312</b>	<b>367</b>	<b>382</b>	<b>403</b>	<b>495</b>	<b>563</b>	<b>608</b>	<b>635</b>
Chi phí bán hàng	0	0	3	3	9	11	12	13	14
Chi phí quản lý doanh nghiệp	25	32	31	45	52	75	84	91	95
<b>Tổng CPBH và CPQLDN</b>	<b>25</b>	<b>32</b>	<b>35</b>	<b>48</b>	<b>60</b>	<b>86</b>	<b>96</b>	<b>104</b>	<b>109</b>
<b>EBITDA</b>	<b>245</b>	<b>280</b>	<b>333</b>	<b>334</b>	<b>342</b>	<b>409</b>	<b>467</b>	<b>503</b>	<b>527</b>
Khấu hao	42	44	64	70	84	117	135	138	140
<b>EBIT</b>	<b>204</b>	<b>236</b>	<b>269</b>	<b>264</b>	<b>258</b>	<b>292</b>	<b>331</b>	<b>366</b>	<b>387</b>
Doanh thu tài chính	52	45	16	16	23	24	33	39	48
Chi phí tài chính	24	-5	-4	-8	1	24	35	31	35
Lợi nhuận khác	8	4	2	1	1	1	1	1	1
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	0	0	13	13	15	16	18	19	21
<b>EBT</b>	<b>240</b>	<b>290</b>	<b>304</b>	<b>302</b>	<b>296</b>	<b>309</b>	<b>348</b>	<b>394</b>	<b>422</b>
Thuế	49	61	63	54	62	56	57	65	71
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	<i>20,4%</i>	<i>21,2%</i>	<i>20,9%</i>	<i>18,0%</i>	<i>20,9%</i>	<i>18,0%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,7%</i>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>191</b>	<b>229</b>	<b>240</b>	<b>248</b>	<b>234</b>	<b>254</b>	<b>291</b>	<b>329</b>	<b>352</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	14	25	28	28
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>191</b>	<b>229</b>	<b>240</b>	<b>248</b>	<b>234</b>	<b>240</b>	<b>267</b>	<b>301</b>	<b>324</b>
<i>Biên LN ròng</i>	<i>29,7%</i>	<i>29,3%</i>	<i>30,4%</i>	<i>27,8%</i>	<i>27,1%</i>	<i>22,3%</i>	<i>22,2%</i>	<i>23,1%</i>	<i>23,8%</i>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	10.028	8.022	8.394	7.182	5.643	5.028	4.862	4.999	4.883

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b> (tỷ đồng)	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	59	47	282	216	243	426	543	726	761
Các khoản đầu tư ngắn hạn	389	331	61	52	52	52	102	152	252
Các khoản phải thu	126	127	121	154	153	229	199	267	217
Hàng tồn kho	8	15	10	7	22	16	27	19	28
Tài sản ngắn hạn khác	10	25	19	51	69	107	144	183	278
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>592</b>	<b>545</b>	<b>493</b>	<b>480</b>	<b>540</b>	<b>830</b>	<b>1.014</b>	<b>1.347</b>	<b>1.537</b>
Tài sản cố định	212	365	457	421	1.039	1.282	1.162	1.039	915
Các khoản đầu tư dài hạn	36	25	42	100	100	100	150	200	300
Tài sản dài hạn khác	17	120	141	493	511	500	529	538	577
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>265</b>	<b>510</b>	<b>639</b>	<b>1.015</b>	<b>1.651</b>	<b>1.883</b>	<b>1.841</b>	<b>1.777</b>	<b>1.791</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>857</b>	<b>1.054</b>	<b>1.133</b>	<b>1.495</b>	<b>2.190</b>	<b>2.713</b>	<b>2.855</b>	<b>3.124</b>	<b>3.328</b>
Các khoản phải trả	79	82	82	90	59	131	81	148	88
Vay nợ ngắn hạn	1	9	0	4	4	5	5	6	6
Nợ ngắn hạn khác	131	173	158	176	170	161	156	144	109
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>211</b>	<b>265</b>	<b>239</b>	<b>270</b>	<b>234</b>	<b>297</b>	<b>242</b>	<b>298</b>	<b>203</b>
Vay nợ dài hạn	0	31	9	9	535	749	667	587	507
Nợ dài hạn khác	3	1	1	0	0	0	0	0	0
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>3</b>	<b>33</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>535</b>	<b>749</b>	<b>667</b>	<b>587</b>	<b>507</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>214</b>	<b>297</b>	<b>249</b>	<b>279</b>	<b>768</b>	<b>1.046</b>	<b>909</b>	<b>885</b>	<b>710</b>
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	276	278	325	383	414	477	548	603	663
Lợi nhuận chưa phân phối	182	218	234	251	402	546	703	884	1.141
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>643</b>	<b>758</b>	<b>884</b>	<b>1.058</b>	<b>1.265</b>	<b>1.495</b>	<b>1.750</b>	<b>2.016</b>	<b>2.366</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	158	158	172	196	224	252
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>857</b>	<b>1.055</b>	<b>1.133</b>	<b>1.495</b>	<b>2.190</b>	<b>2.713</b>	<b>2.855</b>	<b>3.124</b>	<b>3.328</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b> (tỷ đồng)	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	83	119	240	(39)	231	322	301	386	274
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(70)	(127)	97	(84)	(702)	(360)	(115)	(115)	(215)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(113)	(75)	(146)	88	498	220	(69)	(87)	(25)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(100)</b>	<b>(83)</b>	<b>191</b>	<b>(36)</b>	<b>27</b>	<b>183</b>	<b>117</b>	<b>184</b>	<b>34</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	89	59	47	282	216	243	426	543	726
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>(11)</b>	<b>(24)</b>	<b>238</b>	<b>246</b>	<b>243</b>	<b>426</b>	<b>543</b>	<b>726</b>	<b>761</b>
Dòng tiền tự do	101	(72)	95	(64)	(470)	(18)	315	397	289

<b>Phân tích các chỉ số</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2018F</b>
<b>Chỉ số sinh lời</b>									
Biên LN gộp	35,6%	34,4%	38,3%	35,0%	36,9%	35,2%	35,6%	36,0%	36,5%
Biên LN gộp (loại trừ chi phí khấu hao)	42,0%	40,1%	46,4%	42,8%	46,7%	46,1%	46,9%	46,5%	46,8%
Biên EBITDA	38,1%	36,0%	42,0%	37,4%	39,7%	38,1%	38,9%	38,5%	38,8%
Biên LN hoạt động	31,6%	30,3%	33,9%	29,6%	29,9%	27,2%	27,6%	28,0%	28,5%
Biên LN ròng	29,7%	29,3%	30,4%	27,8%	27,1%	22,3%	22,2%	23,1%	23,8%
Tỷ số LN/tổng tài sản	22,9%	23,9%	22,0%	18,9%	12,7%	9,8%	9,6%	10,1%	10,0%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	32,3%	32,7%	29,3%	25,6%	20,1%	17,4%	16,4%	16,0%	14,8%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>									
Tỷ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	342,5x	199,9x	183,5x	638,6x	270,3x	12,0x	9,4x	11,8x	11,0x
EBITDA / (I + capex)	5,1x	1,3x	1,9x	9,7x	0,5x	1,1x	9,3x	10,9x	10,5x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	0,1%	5,1%	1,0%	1,2%	29,9%	33,5%	27,8%	22,7%	17,8%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	0,1%	5,3%	1,0%	1,2%	42,6%	50,4%	38,4%	29,4%	21,7%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>									
Hệ số vòng quay tài sản	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	61,0	59,1	57,1	56,4	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	65,0	57,5	61,2	54,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	8,9	8,5	9,6	5,6	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Hệ số thanh toán hiện hành	2,8x	2,1x	2,1x	1,8x	2,3x	2,8x	4,2x	4,5x	7,6x
Hệ số thanh toán nhanh	2,7x	1,9x	1,9x	1,6x	1,9x	2,4x	3,5x	3,8x	6,1x



---

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

### Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

### Lưu Bích Hồng

Giám đốc - Phân tích cơ bản  
honglb@vpbs.com.vn

### Nguyễn Thị Quỳnh Trang

Chuyên viên phân tích  
trangntq@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

### Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức  
& Nhà đầu tư Nước ngoài  
marcdjandji@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 158

### Lý Khắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân  
dungld@vpbs.com.vn  
+844 3974 3655 Ext: 335

### Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
phuongvv@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 130

### Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2  
Thành phố Hồ Chí Minh  
domalux@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 128

### Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ  
Hà Nội  
vinhtd@vpbs.com.vn  
+844 3835 6688 Ext: 369

### Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai  
Thành phố Hồ Chí Minh  
vinhnd@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 146

## Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418