

## Ngành Cảng biển

Báo cáo ngắn

22 tháng 10, 2019

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **38.650**

Giá thị trường (22/10/2019) 25.350

Lợi nhuận kỳ vọng +53%

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	25.350-38.620
Vốn hóa	1.428 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	55.122.798 CP
KLGD bình quân 10 ngày	112.038 CP
% sở hữu nước ngoài	39,49%
Room nước ngoài	49,00%
Beta	0,55

Chuyên viên phân tích

**Hoàng Bảo Ngọc**

(84 4) 3928 8080 ext 213

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

## Backup bởi dividend yield hấp dẫn dù ngành cảng biển còn chưa hết khó khăn

*Trong kịch bản dự cung tại khu vực Hải Phòng tiếp tục kéo dài tới 2023 khiến cho lợi nhuận của doanh nghiệp suy giảm nhưng dù ở mặt bằng lợi nhuận này, chúng tôi vẫn ước tính giá trị hợp lý đối với cổ phiếu VSC vào khoảng **38.650 đồng/CP**, cao hơn 52,5% so với mức giá thị trường hiện tại và đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VSC. Cũng bởi ngành cảng biển còn chưa hết khó khăn nên VSC sẽ phù hợp với chiến lược đầu tư hưởng cổ tức và nắm giữ lâu dài.*

*Dưới đây là những điểm tóm tắt chính quan điểm đầu tư về VSC:*

**Tình trạng dư cung dự báo còn tiếp diễn cho tới 2023.** Với việc có thêm Lạch Huyện (công suất 1,1 triệu TEU) và Nam Đình Vũ giai đoạn 2 nâng công suất lên 2 triệu TEU/năm, tình trạng dư cung dự báo sẽ tiếp tục kéo dài 3-4 năm nữa. Theo ước tính của BVSC, tổng công suất thiết kế tới 2021 sau khi xong giai đoạn 2 của Nam Đình Vũ sẽ vào khoảng 8,35 triệu TEU, trong khi nhu cầu dự báo mới đạt khoảng 6,97 triệu TEU, như vậy dư thừa khoảng 1,38 triệu TEU/năm. Giá định duy trì tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua cảng Hải Phòng ở mức 11-13%/năm thì tới 2023 mới cân bằng được cung cầu.

**Dòng tiền các năm tới sẽ ở mức 300-400 tỷ/năm bởi nhu cầu tái đầu tư không lớn.** Do nhu cầu tái đầu tư không còn nhiều nên dòng tiền tự do Free Cash Flow của VSC trong các năm tới ước tính sẽ tương đối dồi dào, trong đó 2 cấu phần chính tạo nên cash flow là LNST hàng năm khoảng 200 tỷ đồng và chi phí khấu hao xấp xỉ mức gần 200 tỷ đồng mỗi năm.

**Backup bởi dividend yield hấp dẫn.** Hiện mức dividend yield của VSC là 7,3% trong 2018 và dự kiến 7,7% năm 2019, một tỷ lệ chi trả khá hấp dẫn so với lãi suất tiền gửi tiết kiệm và so với các doanh nghiệp khác trong ngành. Bình quân 5 năm trở lại đây 2014-2018, khu vực thượng nguồn chi trả cổ tức ~7,0%/năm, khu vực hạ nguồn chi trả ~4,5%/năm, bình quân của cả khu vực Hải Phòng là 5,4%. Mặc dù ngành cảng biển còn khó khăn nhưng chúng tôi đánh giá trong các năm tới VSC sẽ vẫn duy trì được KQKD đủ để chi trả mức cổ tức tối thiểu 20%/vốn điều lệ mỗi năm.

**Bức tranh lợi nhuận 2019-2020 dự phóng vẫn ở mặt bằng thấp.** Dù VIP Green hoạt động full thời gian trong 2019 và có thể đạt mức công suất đối đa 800 ngàn TEU/năm nhưng do áp lực cạnh tranh nên chúng tôi cho rằng mặt bằng lợi nhuận các năm tới khi VIP Green đạt 100% công suất sẽ dao động quanh khoảng 200 tỷ VND/năm. Cụ thể, LNST 2019 chúng tôi ước tính khoảng 185 tỷ đồng và 2020 đạt 220 tỷ đồng.

Chúng tôi có thực hiện báo cáo ngắn đánh giá về VSC. Ở vùng giá hiện tại, chúng tôi đưa ra 2 quan điểm chính về doanh nghiệp như sau:

- Thứ nhất, ngành cảng biển vẫn đang trong chu kỳ suy giảm trước tình trạng cung vượt quá cầu.
- Thứ hai, định giá VSC đang về vùng hấp dẫn trên cả góc độ dòng tiền lẫn cổ tức dù bối cảnh ngành còn nhiều khó khăn.

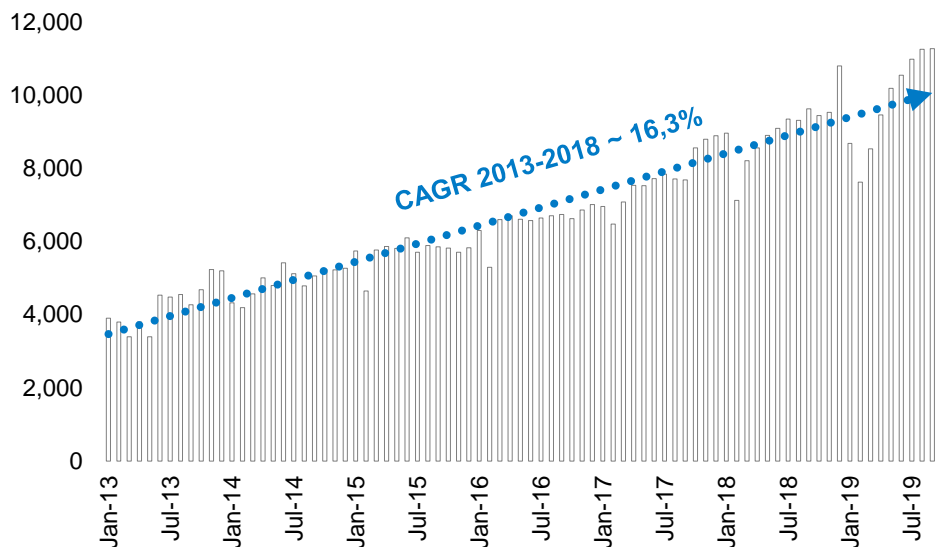
Mức giá hợp lý đối với VSC chúng tôi xác định dựa trên kịch bản tình trạng dư cung sẽ tiếp diễn cho tới 2023, doanh nghiệp có những lợi thế về vị trí địa lý cùng với nguồn hàng ổn định cho ra kết quả ~ 38.650 đồng/CP. Dưới đây là những điểm nhấn chính:

### Thứ nhất, tình trạng dư cung dự báo sẽ tiếp tục kéo dài tới 2023

Tăng trưởng hàng hóa khu vực Hải Phòng bình quân 5 năm trở lại đây (2013-2018) đạt mức tăng trưởng 16,3%/năm bất chấp tình trạng dư cung đang diễn ra nhiều năm tại khu vực này.

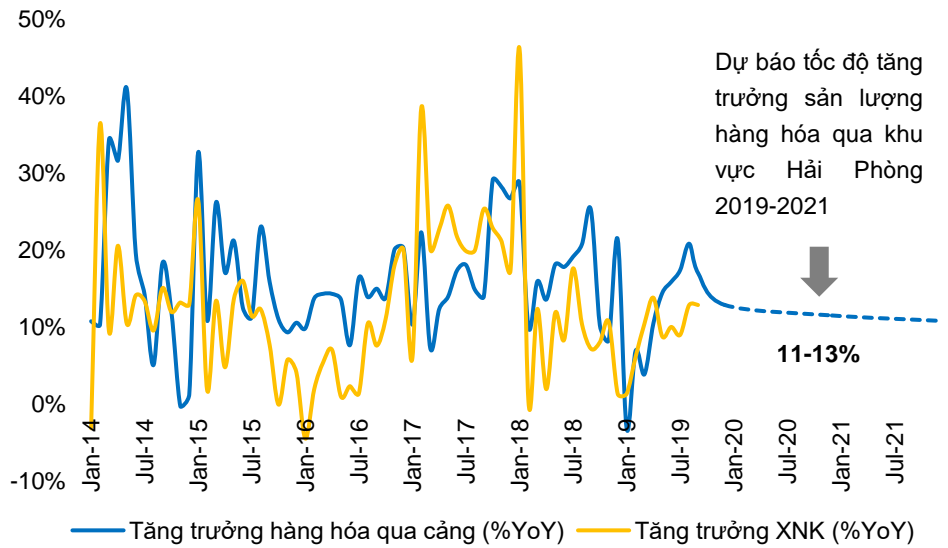
#### Sản lượng qua cảng Hải Phòng (1.000 TTQ)

Nguồn: Cổng thông tin điện tử Hải Phòng, Sở thống kê thành phố Hải Phòng



Dựa trên mối quan hệ giữa tăng trưởng kim ngạch XNK cả nước và tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua cảng Hải Phòng, chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng hóa tại khu vực Hải Phòng sẽ dao động trong khoảng 11-13% trong 2-3 năm tới. Tổng nhu cầu khu vực Hải Phòng tới năm 2021 ước tính đạt khoảng 6,97 triệu TEU, trong đó khu vực hạ nguồn + Lạch Huyện vào khoảng 5 triệu TEU.

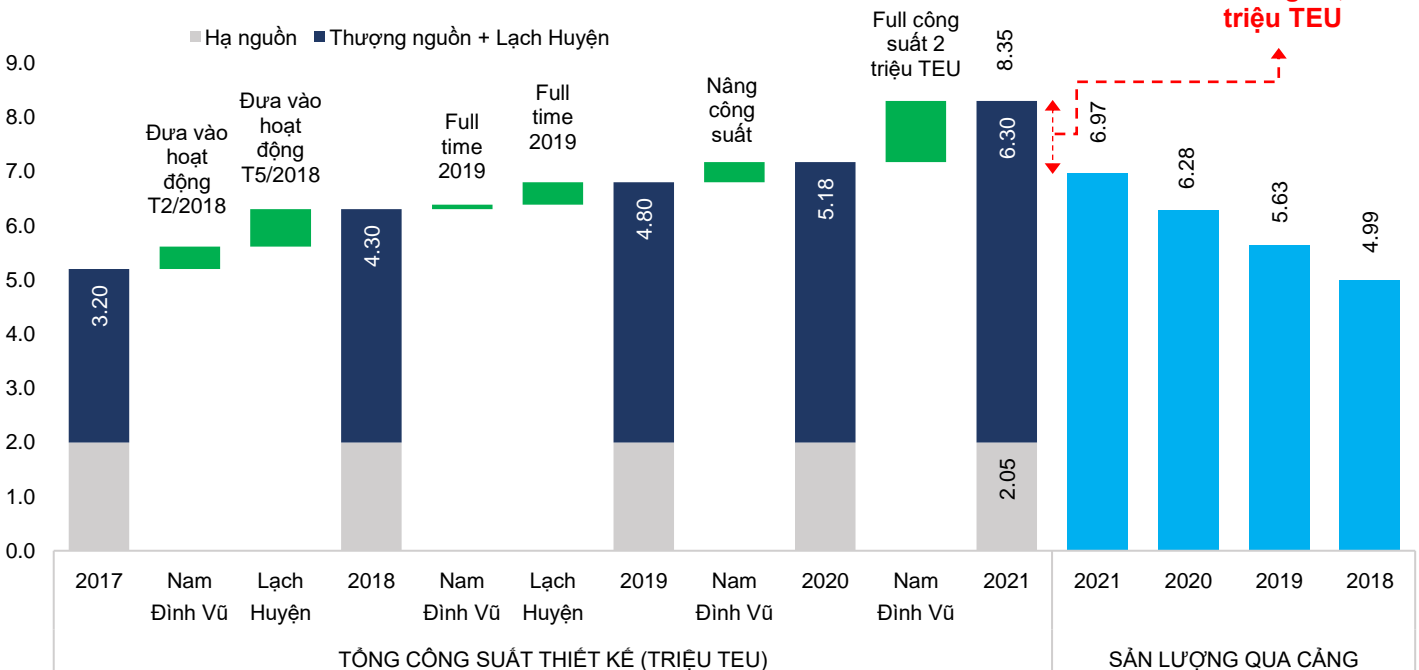
**Tăng trưởng kim ngạch XNK & tăng trưởng hàng hóa qua cảng Hải Phòng**



**Tình trạng dự cung dự báo còn tiếp diễn cho tới 2023**

Với việc có thêm Lạch Huyện (công suất 1,1 triệu TEU) và Nam Đình Vũ giai đoạn 2 nâng công suất lên 2 triệu TEU/năm, tình trạng dự cung dự báo sẽ tiếp tục kéo dài 3-4 năm nữa. Theo ước tính của BVSC, tổng công suất thiết kế tới 2021 sau khi xong giai đoạn 2 của Nam Đình Vũ sẽ vào khoảng 8,35 triệu TEU, trong khi nhu cầu dự báo mới đạt khoảng 6,97 triệu TEU, như vậy dự thừa khoảng 1,38 triệu TEU/năm. Giả định duy trì tốc độ tăng trưởng sản lượng như ước tính của chúng tôi ở trên và chưa có nguồn cung thêm mới từ Lạch Huyện 3&4 thì tới 2023 mới cân bằng được cung cầu.

**Dự báo cung cầu khu vực Hải Phòng chưa xét Lạch Huyện 3&4 (triệu TEU)**



**Quá trình di dời hoặc chuyển đổi công năng tại thượng nguồn sông Cẩm diễn ra chậm chạp và tốn chi phí**

Chi phí di dời cảng Hoàng Diệu và Chùa Vẽ dự kiến lần lượt là 500 tỷ đồng và 1.330 tỷ đồng. Do vậy, phương án Bộ GTVT đề xuất là giao cho CTCP cảng Hải Phòng đầu tư bến số 3&4 Lạch Huyện, mà điều này sẽ tiếp tục tạo áp lực lên nguồn cung khu vực hạ nguồn từ sau 2023.

**Cạnh tranh sẽ tập trung chủ yếu ở hạ nguồn trong khi thượng nguồn suy giảm nguồn hàng**

Chia theo khu vực thì áp lực cạnh tranh trong thời gian tới sẽ xảy ra đối với khu vực hạ nguồn là chủ yếu, Lạch Huyện dù không nằm trên sông Cẩm nhưng xét về vị trí lại là đối thủ cạnh tranh trực tiếp với khu vực hạ nguồn.

<b>Cung cầu theo khu vực dự kiến 2020 (triệu TEU)</b>		
<b>Khu vực</b>	<b>Nhu cầu dự kiến</b>	<b>Năng lực thông qua</b>
Khu bến trên sông Cẩm	2,05	2,00
Khu Đình Vũ	3,73	4,08
Khu Lạch Huyện	0,5	1,1
<b>Tổng cộng</b>	<b>6,28</b>	<b>7,79</b>

**Thứ hai, định giá VSC đang về vùng hấp dẫn trên cả góc độ dòng tiền lẫn cổ tức**

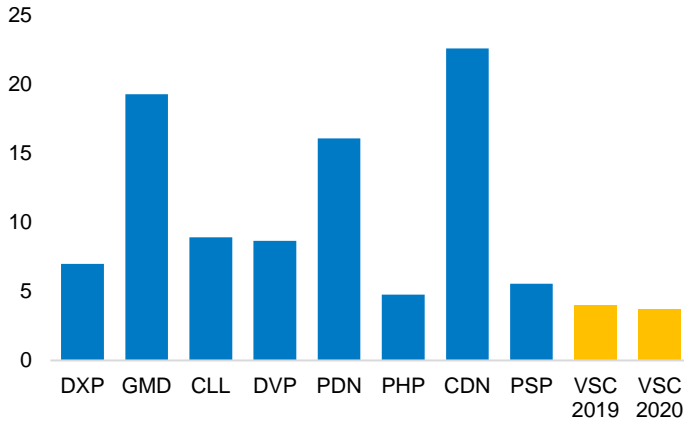
**Dòng tiền các năm tới sẽ ở mức 300-400 tỷ/năm bởi nhu cầu tái đầu tư không lớn**

Do nhu cầu tái đầu tư không còn nhiều nên dòng tiền tự do Free Cash Flow của VSC trong các năm tới ước tính sẽ tương đối dồi dào, trong đó 2 cấu phần chính tạo nên cash flow là LNST hàng năm khoảng 200 tỷ đồng và chi phí khấu hao xấp xỉ mức gần 200 tỷ đồng mỗi năm.

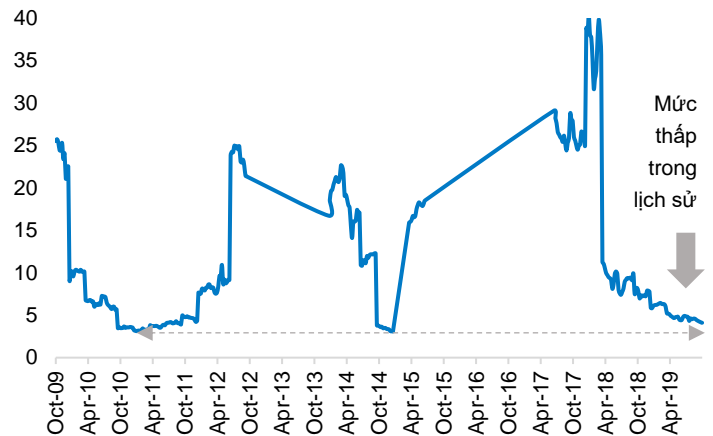
<b>Free Cash Flow của VSC (triệu VND)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Net Income	300.409	185.105	219.776	231.999
Depreciation & Amortization	226.988	194.677	197.190	199.753
Change in Working Capital	81.719	-5.941	8.859	9.145
Capital Expenditure	177.717	24.547	25.038	25.539
<b>Free Cash Flow</b>	<b>267.961</b>	<b>361.176</b>	<b>383.069</b>	<b>397.068</b>

Với mức vốn hóa hiện tại ~ 1.430 tỷ đồng, nếu tính chỉ số Price/FCF forward của VSC ở thời điểm 2020 khi mà công ty trả hết nợ đối với VIP Green ~ 3,73x, một mức gần như thấp nhất trong lịch sử cũng như so với các doanh nghiệp cảng biển khác. Tới 2020, VSC cũng sẽ trả hết nợ đối với VIP Green, khi đó dòng Free Cash Flow cũng xấp xỉ với FCFE và FCFD của doanh nghiệp.

**Price/FCF của VSC và các doanh nghiệp cảng biển**



**Price/FCF lịch sử của VSC (loại trừ thời điểm đầu tư VIP Green)**

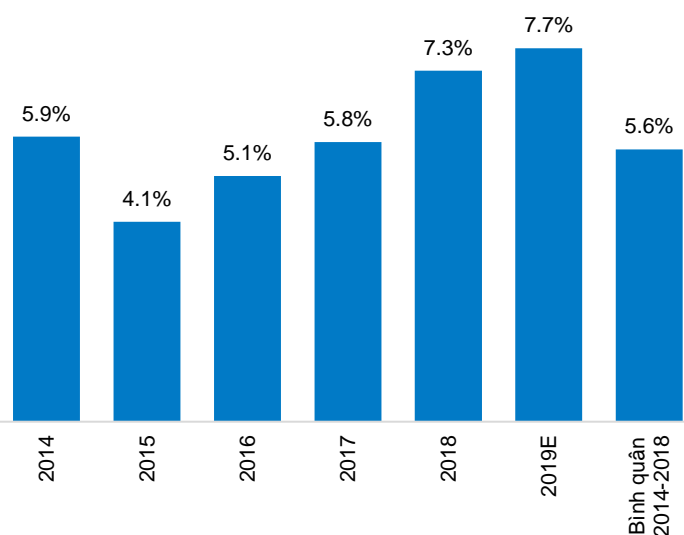


**Backup bởi dividend yield hấp dẫn**

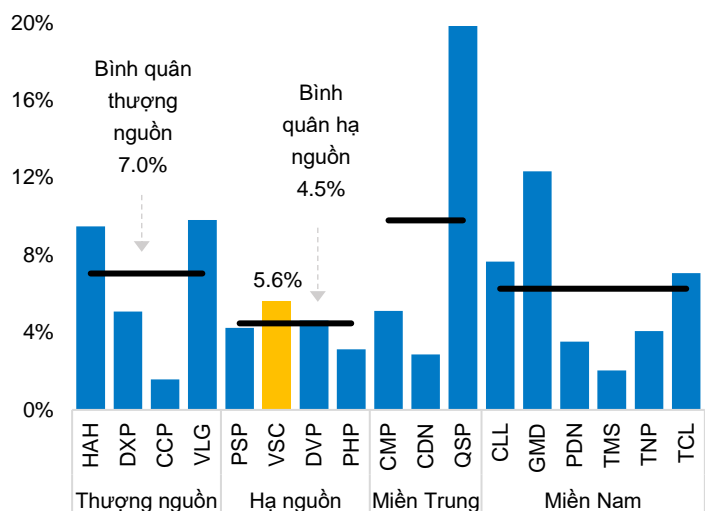
Hiện mức dividend yield của VSC là 7,3% trong 2018 và dự kiến 7,7% năm 2019, một tỷ lệ chi trả khá hấp dẫn so với lãi suất tiền gửi tiết kiệm và so với các doanh nghiệp khác trong ngành. Bình quân 5 năm trở lại đây 2014-2018, khu vực thượng nguồn chi trả cổ tức ~7,0%/năm, khu vực hạ nguồn chi trả ~4,5%/năm, bình quân của cả khu vực Hải Phòng là 5,4%.

Xu hướng tương lai, lợi nhuận các doanh nghiệp cảng biển khu vực thượng nguồn sẽ giảm dần do nguồn hàng suy giảm, do vậy khả năng chi trả cổ tức cũng sẽ bị ảnh hưởng và khó duy trì được mức bình quân 7,0%/năm như trong giai đoạn 2014-2018. Trái lại ở khu vực hạ nguồn, chúng tôi cho rằng xu hướng chi trả cổ tức của các doanh nghiệp trong một vài năm tới có thể cải thiện lên mức 7% như khu vực thượng nguồn hiện tại bởi không gặp tình trạng thu hẹp nguồn hàng dù cạnh tranh có gia tăng. Đồng thời, xu hướng lợi nhuận sẽ cải thiện dần do khấu hao và lãi vay giảm. Ngoài Lạch Huyện của PHP, nhu cầu tái đầu tư cũng không lớn.

**Dividend yield lịch sử của VSC**



**Tỷ lệ chi trả cổ tức bình quân 5 năm theo vùng địa lý**



## Bức tranh lợi nhuận 2020 dự báo vẫn ở mặt bằng thấp

Dự báo kết quả kinh doanh 2019-2020 (Đơn vị: tỷ VNĐ)				
Chỉ tiêu	2019	2020	% yoy	Cơ sở dự báo
Doanh thu	1.801	1.882	4,5%	<p>Sản lượng Greenport không thay đổi do đã đạt mức công suất tối đa khoảng 350,000 TEU. Sản lượng VIP Green tăng trưởng nhẹ, lên mức công suất tối đa 800.000 TEU từ 2019.</p> <p>Mức giá của hai cảng chúng tôi dự phóng không thay đổi đáng kể do nguồn khách hàng quen thuộc giúp Viconship không phải thực hiện các biện pháp giảm giá để cạnh tranh tại khu vực Hải Phòng.</p> <p>Các mảng hoạt động kinh doanh khác như bốc xếp tại depot, dịch vụ vận tải, kinh doanh kho bãi tăng trưởng tốt từ 5-15%/năm do các định hướng mở rộng mảng logistics của doanh nghiệp kể từ năm 2019.</p> <p>Theo kế hoạch của Viconship, khi doanh thu của cảng Greenport giảm 10-15%, doanh nghiệp sẽ chuyển đổi công năng của cảng sang trung tâm logistics. Việc chuyển đổi công năng dự kiến sẽ diễn ra từ năm 2021; do vậy, chúng tôi nhận định Greenport vẫn sẽ duy trì được sản lượng hàng hóa như năm 2018 do đã có một lượng khách hàng quen thuộc là các tàu nhỏ từ Hàn Quốc. Giai đoạn 2021-2023, sản lượng cảng Greenport giảm 8%/năm theo kế hoạch chuyển đổi công năng của doanh nghiệp.</p>
Giá vốn	1.391	1.459	4,9%	Từ năm 2019, sản lượng của VIP Green đạt mức công suất tối đa, tỷ trọng giá vốn sẽ ổn định kéo theo biên lợi nhuận không có nhiều biến động bắt đầu từ năm 2020.
DT tài chính	12	21	78,5%	
Chi phí tài chính	21	7	-68,3%	Các khoản nợ được trả hết vào năm 2020; chi phí lãi vay giảm dần và không đáng kể từ sau 2020.
Chi phí bán hàng	31	32	4,3%	
Chi phí QLDN	76	88	16,5%	
LNST	234	280	19,5%	
LNST thuộc về công ty mẹ	185	220	18,7%	

### Khuyến nghị đầu tư

Trong kịch bản dự cung tại khu vực Hải Phòng tiếp tục kéo dài tới 2023 khiến cho lợi nhuận của doanh nghiệp suy giảm nhưng dù ở mặt bằng lợi nhuận này, chúng tôi vẫn ước tính giá trị hợp lý đối với cổ phiếu VSC vào khoảng **38.650**

**đồng/CP**, cao hơn 52,5% so với mức giá thị trường hiện tại và đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VSC.

<b>Kết quả định giá</b>		
<b>Phương pháp</b>	<b>Tỷ trọng</b>	<b>Kết quả</b>
FCFE	50%	38.130
FCFF	50%	39.170
<b>Trung bình</b>		<b>38.650</b>

Ngoài hỗ trợ bởi yếu tố dòng tiền, cổ phiếu VSC còn hấp dẫn ở tỷ lệ chi trả cổ tức hấp dẫn với tỷ lệ chi trả khoảng 7,7%/năm.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>					
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Doanh thu	1.082	1.303	1.694	1.801	1.882
Giá vốn	686	895	1.198	1.391	1.459
Lợi nhuận gộp	396	408	496	410	424
Doanh thu tài chính	17,46	10,46	8,65	11,83	21,11
Chi phí tài chính	43,8	49,9	34,9	20,7	6,6
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>262</b>	<b>264</b>	<b>354</b>	<b>234</b>	<b>280</b>
<b>Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ</b>	<b>251</b>	<b>237</b>	<b>300</b>	<b>185</b>	<b>220</b>

<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	331	212	279	312	328
Các khoản phải thu ngắn hạn	130	155	201	219	229
Hàng tồn kho	9,26	13,37	20,52	18,76	19,61
Tài sản cố định hữu hình	1.226	1.277	1.197	1.019	848
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.397</b>	<b>2.479</b>	<b>2.489</b>	<b>2.459</b>	<b>2.350</b>
Nợ ngắn hạn	297	369	271	387	366
Nợ dài hạn	585	400	273	73	0
Vốn chủ sở hữu	1.515	1.710	1.945	2.000	1.984
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2.397</b>	<b>2.479</b>	<b>2.489</b>	<b>2.459</b>	<b>2.350</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>					
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu (%)	20,39%	30,05%	6,29%	4,53%	3,49%
Tăng trưởng LNST (%)	-5,57%	26,61%	-38,38%	18,73%	5,56%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận gộp biên (%)	36,6%	31,3%	29,3%	22,8%	22,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	28,7%	22,9%	22,8%	16,7%	17,2%
ROA (%)	10,5%	9,6%	12,1%	7,5%	9,4%
ROE (%)	16,6%	13,9%	15,4%	9,3%	11,1%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	36,8%	31,0%	21,9%	18,7%	15,6%
Tổng nợ/Tổng VCSH (%)	58,2%	45,0%	28,0%	23,0%	18,5%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	5.516	4.735	5.995	3.358	3.987
BVPS (đồng/cổ phần)	33.266	34.114	38.804	36.279	35.990



## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Hoàng Bảo Ngọc** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Bình Nguyễn**

Đầu khí, Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Hoàng Bảo Ngọc**

Công nghệ thông tin

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

**Trần Thị Thu Nga**

Bán lẻ

tranthithunga@baoviet.com.vn

**Đỗ Long Khánh**

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Ô tô &amp; Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Vật liệu xây dựng

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

**Ngô Trí Vinh**

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**

Dược, thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Phạm Tiến Dũng**

Phó Giám đốc khối

phamtiendung@baoviet.com.vn

**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

**Lê Hoàng Phương**

Chuyên viên chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Đức Hoàng**

Chuyên viên chiến lược thị trường

nguyenduchoang@baoviet.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 92080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888