

## CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN CONTAINER VIỆT NAM (HSX: VSC)

**Giá thị trường**  
71.000 VND

**Giá mục tiêu**  
80.000 VND

**Tỷ suất cổ tức**  
3%

**Khuyến nghị**  
Tăng tỷ trọng

**Ngành**  
Logistics

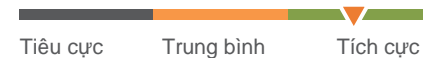
### Triển vọng ngắn hạn



### Triển vọng dài hạn



### Định giá



Ngày: 14/03/2016

Nguyễn Hồng Quang, CFA

quang.nguyenhong@vndirect.com.vn

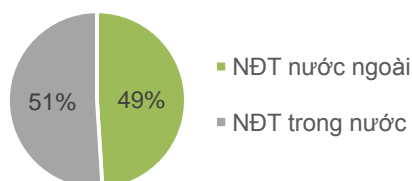
### Diễn biến giá cổ phiếu



### Thông tin cổ phiếu

|                         |            |
|-------------------------|------------|
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 80.000     |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 39.900     |
| KLGDDBQ 10 phiên (CP)   | 167.279    |
| Thị giá vốn (tỷ VND)    | 2.941      |
| SL CP đang niêm yết     | 41.416.042 |
| SL CP đang lưu hành     | 41.416.042 |
| Beta                    | 0,84       |

### Cơ cấu sở hữu



**Cảng mới sẽ giúp VSC tăng gấp 2,7 lần công suất bốc xếp và cải thiện tiềm năng tăng trưởng. Tuy nhiên chi phí khấu hao tăng làm cho lợi nhuận sau thuế chỉ tăng 3% trong năm 2016.**

VSC là một trong những công ty có dịch vụ tốt nhất trong lĩnh vực khai thác cảng và logistics với khoảng 9% thị phần cảng miền Bắc, tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế trung bình 10% trong 5 năm qua. Việc hoàn thành cảng VIP Greenport trong năm 2015 sẽ là động lực tăng trưởng mới cho VSC khi mà cảng cũ đã quá tải trong nhiều năm.

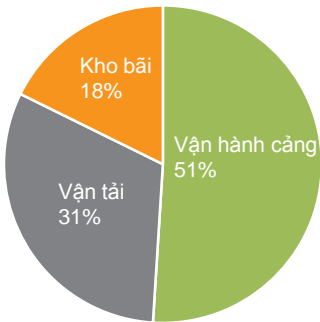
Năm 2015, VSC đạt mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế là 12,6%, cao hơn năm 2014 là 3% do sản lượng đột biến của lượng container lạnh quá cảnh.

**Triển vọng 2016:** Cảng VIP Greenport có khả năng đạt 26% công suất, giúp VSC đạt 1.100 tỷ doanh thu và 280 tỷ lợi nhuận trước thuế. EPS tăng 2% so với năm 2015. Dự kiến, cảng VIP Greenport sẽ được lấp đầy trong 3 năm, giúp VSC duy trì tăng trưởng 2 con số.

**Định giá:** Mức giá mục tiêu của VSC theo mô hình FCFE là 80.000 VND/cổ phiếu. Hiện tại VSC đang được định giá thấp hơn các công ty cùng ngành do có P/E tương đương với P/E trung vị nhưng lại có hiệu quả ROE cao hơn.

Chúng tôi đã khá thận trọng khi đưa ra mức định giá cho do triển vọng của cảng mới trong thời gian đầu hoạt động có thể chưa được thể hiện chắc chắn. Điều này cũng có thể tạo nên điểm trũng cho giá cổ phiếu, và là cơ hội tốt để mua cổ phiếu bởi chúng tôi vẫn có quan điểm tích cực về tiềm năng tăng trưởng dài hạn của VSC.

| Đơn vị: Tỷ đồng          | 2014A   | 2015A   | 2016E   | 2017F   |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần          | 891     | 928     | 1.127   | 1.488   |
| <i>Tăng trưởng (yoy)</i> | 12,5%   | 4,1%    | 30,5%   | 32,6%   |
| Công suất bốc xếp (TEU)  | 360.000 | 350.000 | 491.250 | 693.458 |
| Biên lợi nhuận gộp       | 35,0%   | 39,9%   | 32,9%   | 37,0%   |
| Lợi nhuận sau thuế       | 248     | 279     | 288     | 479     |
| <i>Tăng trưởng yoy</i>   | 3,2%    | 12,6%   | 2,1%    | 43,4%   |
| Biên lợi nhuận sau thuế  | 27,8%   | 30,1%   | 25,6%   | 32,2%   |
| ROE                      | 20,4%   | 23,9%   | 17,2%   | 23,4%   |
| EPS                      | 7.182   | 6.743   | 6.886   | 9.878   |



Hình 1: Cơ cấu doanh thu VSC

Nguồn: VSC, VNDIRECT

### Thông tin cảng Greenport

- Năm đi vào khai thác: 2004
- Công suất thiết kế 300.000 TEU/năm
- Độ dài bến: 400m
- Độ sâu luồng: -6m
- Khả năng đón tàu: 10.000 DWT

Nguồn: VSC

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Công ty Cổ phần Tập đoàn Container Việt Nam (HSX: VSC) thành lập năm 1985, ban đầu là một công trực thuộc Tổng Công ty Hàng Hải Việt Nam (Vinalines). Trong khoảng 15 năm đầu, Công ty hoạt động trong lĩnh vực vận tải, giao nhận container. Năm 2004, VSC mới bước vào ngành kinh doanh cảng bằng việc khánh thành cảng Greenport. Quá trình phát triển của Công ty hầu như là từ tăng trưởng nội tại thay vì thực hiện M&A.

Chúng tôi đánh giá cao ban lãnh đạo của VSC do nhiều thành viên của Hội đồng quản trị và Ban Tổng Giám đốc có xuất phát điểm từ trong ngành, thậm chí từ ngay trong chính nội bộ công ty. Điều này giúp người lãnh đạo hiểu rõ phương thức hoạt động của ngành từ chi tiết nhỏ nhất và có tầm nhìn tổng quan về điều hành cảng.

VSC cung cấp các dịch vụ chính bao gồm vận hành cảng, vận tải đường bộ, và kinh doanh kho bãi.

### Vận hành và khai thác cảng

Mảng vận hành cảng và các dịch vụ liên quan đóng góp hơn 50% tổng doanh thu của Công ty. Về sinh lời, mảng vận hành cảng có biên lợi nhuận trước thuế cao, vào khoảng 51%. Mảng này đóng góp khoảng 67% tổng lợi nhuận trước thuế của công ty.

Tài sản sinh lời chính của mảng vận hành cảng là cảng Greenport. Cảng này nằm ở gần về phía thượng lưu sông Cẩm. Cảng Greenport không còn đóng vai trò là nguồn tăng trưởng cho VSC mặc dù cảng có biên lợi nhuận rất tốt.

Doanh thu từ khai thác cảng đến từ 3 loại cước phí chính:

- Phí nâng hạ container tại cảng: Bốc container từ trên tàu xuống kho, hoặc xuống xe của người nhận. Phí này do chủ tàu trả. Phí này chiếm phần lớn tỉ trọng của doanh thu khai thác cảng, ước tính khoảng hơn 60%.
- Phí nâng hạ container tại bãi: Nâng container lên hoặc xuống xe của chủ hàng tại bãi. Phí do chủ hàng trả.
- Phí xếp-dỡ hàng: Phát sinh do việc xếp hàng lên xe/container hoặc dỡ hàng từ xe/container. Phí này do người gửi hoặc người nhận trả.

Nhu cầu tiêu dùng của thế giới đóng vai trò chính trong việc tăng trưởng doanh thu. Hàng hóa qua cảng chủ yếu phục vụ nhu cầu xuất khẩu và nhập khẩu.

Giá bốc xếp container cũng có ảnh hưởng lớn đến doanh thu. Trong những năm vừa qua, việc một số cảng mới tham gia vào thị trường và việc các hãng tàu gặp khó khăn cũng làm giá cước bốc xếp giảm khoảng 5-10%.

### Vận tải

Mảng kinh doanh vận tải đóng góp khoảng 31% doanh thu với lợi nhuận không đáng kể. Trung bình, mảng vận tải (trucking) có biên lợi nhuận gộp khoảng 7-8%. Tuy nhiên, mảng kinh doanh này đóng vai trò quan trọng trong việc kết nối người gửi/nhận hàng với hệ thống kho bãi và với cảng của VSC. Tỷ lệ khai thác xe luôn ở mức trên 85%, đảm bảo việc khai thác xe đạt hiệu quả tốt nhất.

Sản lượng container qua cảng là yếu tố ảnh hưởng chính đến doanh thu vận tải. Lợi nhuận tuy không cao nhưng lại khá nhạy cảm với yếu tố giá nhiên liệu đầu vào. Giá xăng giảm trong thời gian vừa qua giúp cải thiện biên lợi nhuận của mảng này.

### Kho bãi

Mảng kinh doanh kho bãi đóng góp khoảng 18% tổng doanh thu và có biên lợi nhuận trước thuế khá tốt, khoảng 30%.

Mảng kinh doanh kho bãi đã có từ lâu nhưng trước đây doanh thu và lợi nhuận rất ít. Mảng này được mở rộng khi VSC mở thêm hai đơn vị là Green Depot (GD, 2012) và Green Logistics Center (GLC, 2013). Hai công ty này có biên lợi nhuận cao hơn do tập trung vào các dịch vụ giá trị gia tăng trong quản lý lưu kho và khai thác trung tâm logistics (DC).

Hiện tại GLC đã hoạt động hết công suất. Do vậy, trong tương lai, tăng trưởng doanh thu từ mảng kho bãi hầu như không có trừ khi VSC tiếp tục đầu tư xây dựng những DC tương tự.

### GIỚI HẠN TĂNG TRƯỞNG

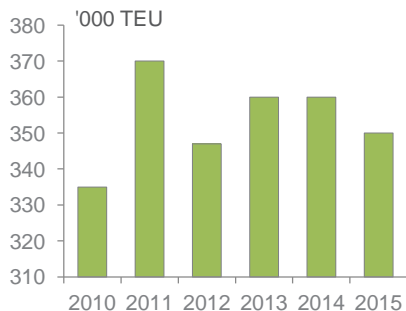
Cảng Greenport, tài sản sinh lời chính của VSC, đi vào hoạt động từ năm 2004. Cảng này có công suất thiết kế là 300.000 TEU/năm và hiện đang vận hành quá tải ở mức 350.000 TEU/năm. Do vị trí địa lý không thuận lợi, các giải pháp kỹ thuật nhằm tăng công suất của cảng là không khả thi. Cảng Greenport nằm ở gần thượng lưu sông Cấm nơi có độ sâu luồng chỉ khoảng -5,5m đến -6m. Do vậy, cảng chỉ có thể đón tàu 10.000 DWT đầy tải hoặc tàu 20.000 DWT giảm tải vào làm hàng. Tàu phải chờ 24h cho đến đợt thủy triều tiếp theo để khởi hành nên việc tăng tốc độ bốc xếp là không có ý nghĩa.

Mặc dù vậy, kể từ năm 2011, doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trung bình cộng gộp khoảng 10% mỗi năm. Nguồn tăng trưởng này là từ:

- Mảng lưu kho: từ việc mở thêm Green Depot và Green Logistics Center.
- Đợt biến container lạnh quá cảnh sang Trung Quốc: một lượng hàng container lạnh nhập khẩu vào Trung Quốc tăng thời gian quá cảnh qua khu vực Hải Phòng.

| Kho bãi         | Diện tích (ha) | Công suất (TEU) |
|-----------------|----------------|-----------------|
| <b>Miền Bắc</b> |                |                 |
| Chùa Vẽ         | 6              | 2.000           |
| Green Depot     | 9              | 6.372           |
| GLC             | 8,6            | 6.248           |
| <b>Đà Nẵng</b>  | 1,5            | 750             |
| <b>Tp HCM</b>   | 2,7            | 950             |

Nguồn: VSC



Hình 2: Sản lượng qua các năm của VSC

Nguồn: VSC

**Cảng VIP Greenport**

- Chi phí đầu tư 1.373 tỷ đồng, trong đó vốn chủ sở hữu là 450 tỷ đồng, còn lại là vốn vay
- Công suất thiết kế 500.000 TEU/năm
- Chiều dài bến 440m, đón được 2 tàu 30.000 DWT đầy tải
- 4 cầu bờ hiện đại với khả năng nâng 45 tấn và với tốc độ 35 – 40 MPH (Moves per Hour, tổng nâng + hạ/giờ)
- 8 xe nâng hoạt động trong bãi container
- Diện tích bãi container 14 ha

Nguồn: VSC

**VIP GREENPORT: THÁO GỠ NÚT THẮT TĂNG TRƯỞNG**

Năm 2014, VSC đã tìm được giải pháp cho vấn đề tăng trưởng. VSC đã tiến hành hợp tác cùng với Công ty CP Vận tải Xăng dầu VIPCO (HSX: VIP) thành lập cảng VIP Greenport (VGP). Việc xây dựng bắt đầu vào cuối năm 2014 và giai đoạn 1 đã hoàn thành vào tháng 11/2015. VGP đã bắt đầu hoạt động từ tháng 01/2015. Hiện tại, VSC nắm giữ 65% cổ phần tại VGP, VIP nắm giữ 30% và phần còn lại thuộc sở hữu của cán bộ công nhân viên của VIP. Giai đoạn 2 của cảng dự kiến sẽ được hoàn thành trong năm 2016.

Nguồn khách hàng để lấp đầy cảng mới không phải là khó khăn đối với VSC. Nhiều khách hàng của VSC đã sẵn sàng chuyển từ dùng cảng Greenport sang cảng VGP để tăng kích thước tàu. Trong năm 2014, tổng nhu cầu bốc xếp tại cảng Greenport là 460,000 TEU nhưng VSC đã phải chuyển 100,000 TEU sang cảng PTSC Đình Vũ (Upcom: PSP, VSC chiếm 22% cổ phần). Tình trạng này đã xảy ra trong nhiều năm, chứng tỏ VSC giữ mối quan hệ với các hãng tàu khá tốt. Chúng tôi cho rằng cảng VGP có thể dễ dàng đạt được công suất hơn 100.000 TEU trong năm đầu hoạt động và có thể đạt công suất tối đa sau 3 năm khai thác.

Sau khi hoàn thành, VSC trở thành nhà vận hành cảng lớn thứ 2 khu vực Hải Phòng với tổng công suất thiết kế đạt 800,000 TEU/năm.

**TRIỂN VỌNG**

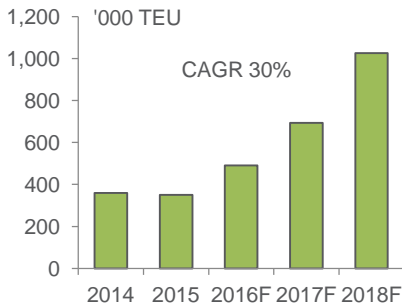
**Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận từ cảng mới**

Chúng tôi kỳ vọng cảng VGP sẽ được lấp đầy công suất trong khoảng 3 năm, tương đương với tốc độ tăng trưởng cộng gộp của sản lượng vào khoảng 40% mỗi năm (tính từ 2015). Dự phóng 2016, cảng VGP sẽ đạt công suất khoảng 130.000 TEU, giúp cho doanh thu của VSC đạt khoảng 1.100 tỷ đồng và EPS đạt 6.886 đồng, tăng 2% so với năm 2015. Về cổ tức, dự kiến công ty sẽ trả 2.000 đồng cho mỗi cổ phiếu.

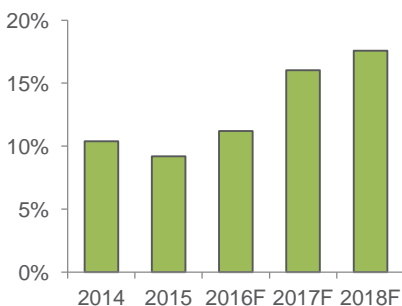
Mảng kinh doanh DC dự kiến không tạo thêm nhiều doanh thu do đã gần đạt công suất tối đa.

**Ảnh hưởng tích cực từ các hiệp định tự do thương mại**

Các hiệp định tự do thương mại (FTA) có ảnh hưởng sâu rộng nhất đến các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam là Hiệp định Đối tác Thương mại Xuyên Thái Bình Dương (TPP) và Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – EU (EVFTA). TPP và EVFTA, dự kiến sẽ có hiệu lực kể từ năm 2018, sẽ hạ thuế nhập khẩu đối với nhiều mặt hàng về mức 0%.



Hình 3: Sản lượng dự phóng của VSC  
Nguồn: VNDIRECT

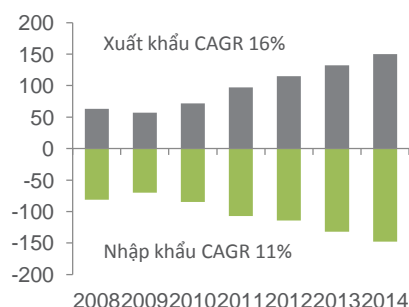


Hình 4: Thị phần dự phóng của VSC  
Nguồn: VNDIRECT

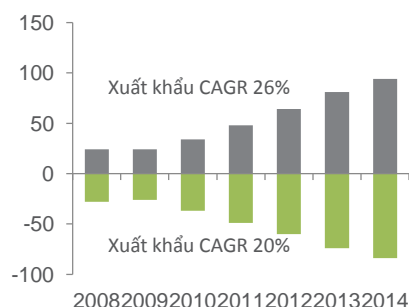
### Ảnh hưởng tích cực từ các doanh nghiệp FDI

Do nền kinh tế thế giới đang dần dần hồi phục, nhu cầu tiêu dùng của các nước phát triển cũng tăng. Điều này kéo theo sự gia tăng nhu cầu đối với các sản phẩm từ các quốc gia làm công đoạn gia công như Việt Nam.

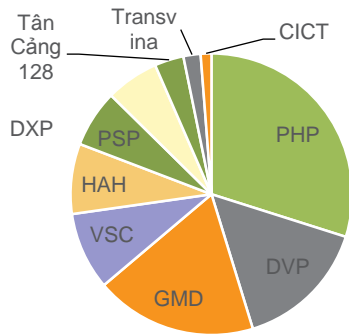
Các doanh nghiệp FDI chiếm tỉ trọng ngày càng lớn trong cơ cấu giá trị xuất nhập khẩu của Việt Nam. Điều này sẽ kéo theo nhu cầu sử dụng các dịch vụ cảng và logistics. Năm 2014, các doanh nghiệp FDI chiếm tới 63% giá trị xuất khẩu và 57% giá trị nhập khẩu. Trong vài năm qua, nhiều doanh nghiệp sản xuất quốc tế đã lựa chọn Việt Nam thay cho Trung Quốc để đặt công xưởng của họ. Những công ty lớn như Samsung, Canon, Microsoft, LG, v.v đều có dây chuyền sản xuất lớn đặt tại miền Bắc.



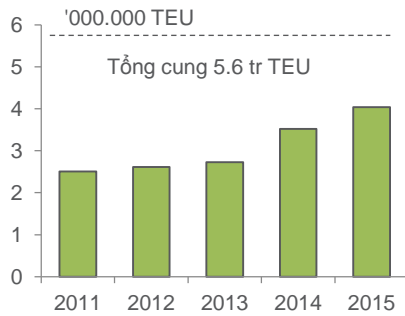
**Hình 5: Giá trị xuất nhập khẩu của Việt Nam (tỷ USD)** (Nguồn: Customs Handbook 2014)



**Hình 6: Giá trị xuất nhập của các doanh nghiệp FDI (tỷ USD)** (Nguồn: Customs Handbook 2014)



Hình 7: Thị phần cảng khu vực miền Bắc (Nguồn: VPA)



Hình 8: Sản lượng container miền Bắc (Nguồn: VPA, VNDIRECT)

## TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG CẢNG BIỂN MIỀN BẮC

### Tình hình cạnh tranh

Thị trường cảng khu vực Hải Phòng bao gồm khoảng 36 cảng lớn nhỏ nằm dọc sông Cấm. Tuy nhiên, hầu hết thị phần nằm trong tay một số cảng lớn. Các cảng này đều có mặt trên thị trường kể từ khoảng 2002 và hầu hết đang hoặc gần đạt công suất tối đa.

Chiến lược cạnh tranh giữa các cảng chủ yếu là cạnh tranh về giá nhưng có cả về chất lượng phục vụ. Trong vài năm gần đây, giá cước bốc xếp trung bình của khu vực giảm khoảng 5-10%. Nguyên nhân của xu hướng giảm giá cước bốc xếp vừa là do cạnh tranh nguồn hàng mới giữa các cảng, vừa là do nhu cầu giữ quan hệ với các hãng tàu vốn đang làm ăn không có lãi.

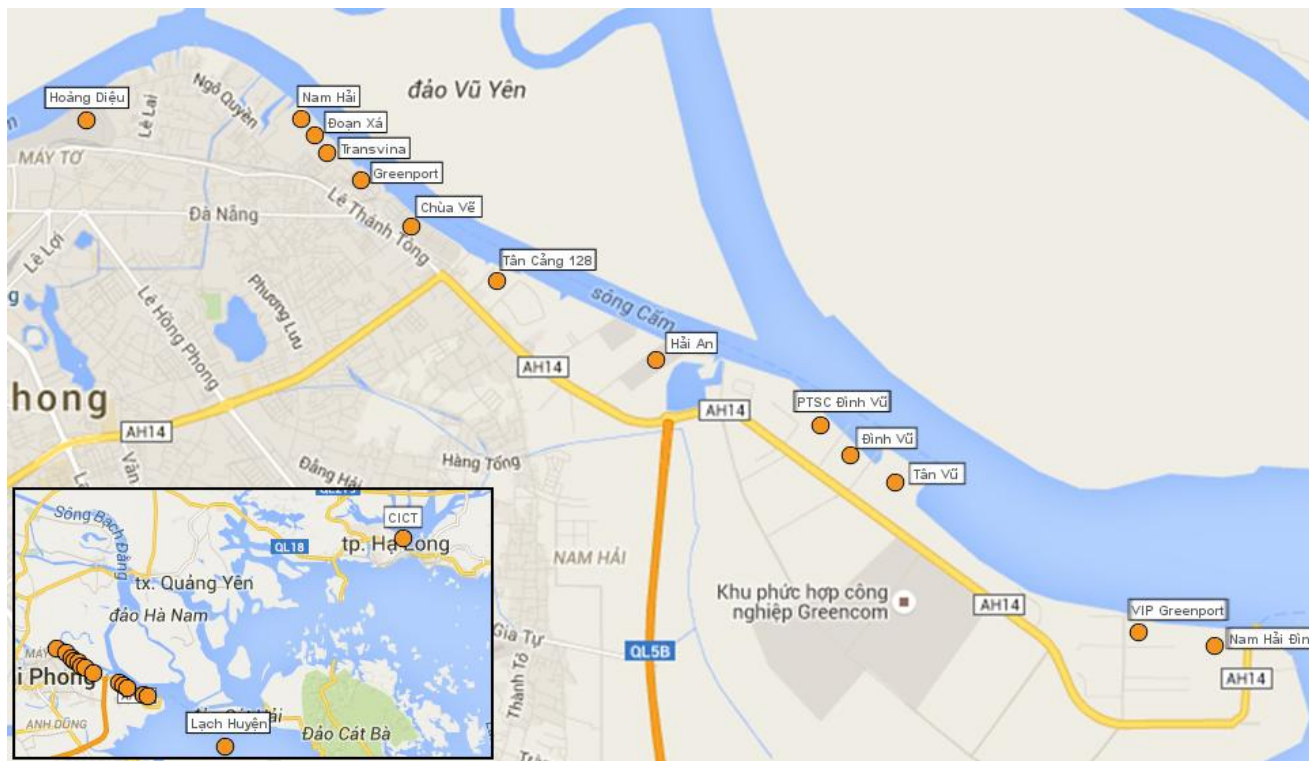
Có hai yếu tố chính ảnh hưởng đến việc giá cước bốc xếp đối với từng cảng giảm ít hay nhiều: chất lượng dịch vụ và vị trí của cảng.

- Chất lượng dịch vụ cảng tốt, áp lực giảm giá cước cảng thấp. Chất lượng dịch vụ tốt đồng nghĩa với việc giảm chi phí các thủ tục hành chính và giảm lo lắng cho các hãng tàu nước ngoài. Yếu tố này bị ảnh hưởng bởi trình độ nhân lực, đội ngũ lãnh đạo.
- Vị trí cảng gần cửa sông, áp lực giảm giá cước cảng thấp. Các cảng nằm gần cửa sông có khả năng đón tàu lớn hơn. Chi phí hoạt động của tàu trên một container thấp hơn do tận dụng được lợi thế về kích thước lớn.

Theo đánh giá của chúng tôi, yếu tố chất lượng dịch vụ có ảnh hưởng lớn hơn, nhưng không hoàn toàn áp đảo, yếu tố vị trí của cảng.

### Thừa cung, nhưng tăng trưởng lại không chia đều cho tất cả

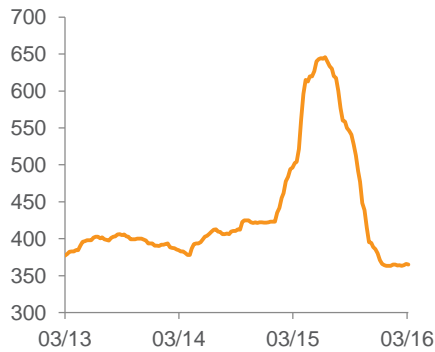
Cảng khu vực miền Bắc ở trong tình trạng cung lớn hơn cầu nhiều năm nay. Điều này cũng góp phần tạo nên áp lực giảm giá cước bốc xếp. Mặc dù vậy, lượng container tăng trưởng hàng năm thường thuộc về các cảng có khả năng cạnh tranh cao và còn thừa công suất. VSC là một trong những nhà điều hành cảng có dịch vụ tốt nhất trong khu vực Hải Phòng. Tuy nhiên, do giới hạn về công suất bốc xếp của cảng Greenport, Công ty đã để miếng bánh tăng trưởng rơi vào tay một số cảng trong khu vực.



Hình 10: Vị trí các cảng chính tại miền Bắc (Nguồn: VNDIRECT)

| Cảng            | Sản lượng 2015 | Công suất (TEU) | % Công suất | Tàu tối đa (DWT) |
|-----------------|----------------|-----------------|-------------|------------------|
| Greenport       | 350.000        | 300.000         | 117%        | 10.000           |
| VIP Greenport   | 0              | 500.000         | 0%          | 30.000           |
| PHP (excl. DVP) | 1.206.405      | 3.010.000       | 40%         | 20.000           |
| Đình Vũ         | 620.000        | 500.000         | 124%        | 20.000           |
| Nam Hải         | 250.000        | 150.000         | 167%        | 10.000           |
| Nam Hải Đình Vũ | 500.000        | 500.000         | 100%        | 30.000           |
| Hải An          | 325.000        | 150.000         | 217%        | 20.000           |
| Đọan Xá         | 245.221        | 150.000         | 163%        | 10.000           |
| PTSC Đình Vũ    | 265.357        | 150.000         | 177%        | 20.000           |
| Tân Cảng 128    | 135.000        | 300.000         | 45%         | 10.000           |
| Transvina       | 79.544         | 100.000         | 80%         | 10.000           |
| CICT            | 49.774         | 1.200.000       | 4%          | 50.000           |

(Nguồn: VNDIRECT)



Hình 11: Chỉ số Harpex, 3 năm

(Nguồn: Harper Peterson & Co)

### Cảng Lạch Huyện:

- Capex dự kiến 25,1 nghìn tỷ đồng
- Khả năng đón tàu 100.000 DWT
- Công suất 1,8 triệu TEU
- Đối tác Việt Nam: TCT Tân Cảng Sài Gòn
- Đối tác Nhật Bản: Itochu Corporation, MOL Liner, và NYK Line (đã rút)

(Nguồn: VNDIRECT tổng hợp)

## RỦI RO

### Giá cước bốc xếp tiếp tục thấp, có khả năng giảm

Mặc dù giá dầu thế giới đã giảm 60% trong 2 năm qua, phần lớn các hãng tàu vẫn hoạt động ở mức lỗ. Điều này được thể hiện qua chỉ số Harpex ở mức 363/1000, thấp nhất kể từ 2008. Chỉ số Harpex theo dõi mức độ sinh lời các tàu container trên thế giới. Mức 1.000 thể hiện điểm hòa vốn của các tàu. Mặc dù giá cước trung bình của loại tàu 700 TEU (hơn 10.000 DWT) có tăng trong 3 năm vừa qua, kỳ vọng tăng giá cước bốc xếp là rất thấp.

Thêm vào đó, áp lực giảm giá cước bốc xếp vẫn luôn tồn tại do tình hình thừa cung. Chúng tôi cho rằng VSC vẫn luôn đối diện với nguy cơ giảm giá. Mặc dù vậy, đối với VSC, rủi ro giảm giá thấp hơn các cảng xung quanh cho 1) Chất lượng dịch vụ luôn được duy trì ở mức tốt, 2) Cảng VGP có vị trí tốt hơn rất nhiều so với các cảng trong khu vực.

### Cảng Lạch Huyện: mối đe dọa trong dài hạn

Trong ngắn hạn và trung hạn, dự án cảng Lạch Huyện không phải là mối đe dọa với VSC và các cảng trong khu vực.

Dự án cảng nước sâu Lạch Huyện được cấp kinh phí bởi hai đối tác Việt Nam và Nhật Bản. Siêu dự án này được kỳ vọng là sẽ giải quyết nút thắt về nguồn cung cảng trong dài hạn.

Một số lý do để dự án này không phải là mối đe dọa lớn:

- Chi phí đầu tư quá lớn: 1 TEU công suất yêu cầu 14,2 triệu đồng, trong khi các cảng như VGP, Nam Hải Đình Vũ chỉ cần đầu tư 2,4 triệu đồng cho 1 TEU. Chi phí đầu tư lớn dẫn đến chi phí cố định lớn. Giá cước dịch vụ tại cảng phải tăng theo để bù cho chi phí cố định. Vì lý do này, cảng Lạch Huyện nhắm đến phục vụ đối tượng tàu mẹ với trọng tải từ 50.000 DWT trở lên. Tàu mẹ có kích thước lớn nên có thể tận dụng lợi thế về quy mô để giảm chi phí hoạt động tính trên mỗi container. Các tàu feeder nhỏ vẫn sẽ sử dụng các cảng nhỏ hơn do không thể chịu được chi phí dịch vụ của cảng lớn.
- Thêm vào đó, các tàu mẹ yêu cầu nguồn hàng xuất khẩu và nhập khẩu luôn nhiều và ổn định. Các tàu vào trả hàng nhập khẩu sẽ đồng thời lấy hàng xuất khẩu. Một tàu mẹ thường phải được lấp đầy khoảng 70%, đối với cả hàng xuất khẩu và nhập khẩu, mới đạt điểm hòa vốn. Đối với khu vực miền Bắc, lượng hàng xuất khẩu chưa đủ dồi dào để liên tục lấp đầy tàu mẹ. Do đó, các chi phí trong lúc tàu chờ hàng sẽ cao hơn nhiều, chưa kể việc trễ hàng gây thiệt hại lớn tới kết quả kinh doanh và uy tín của các hãng tàu.



### ĐỊNH GIÁ

Sử dụng mô hình định giá FCFF, giá mục tiêu của VSC là 80.000 VND/cp, cao hơn khoảng 12% so với giá ngày 11/03/2016.

So sánh tương quan, cổ phiếu VSC đang giao dịch ở mức 10,2 lần EPS, tương đương với mức trung vị của các công ty trong khu vực. Tuy nhiên, chỉ số ROE của VSC vào khoảng 23,9%, cao hơn mức trung vị của ngành là 17,5%.

|                   | Vốn hóa (nghìn tỷ VND) | P/E TTM     | ROE (%)     |
|-------------------|------------------------|-------------|-------------|
| <b>Trung bình</b> | <b>24,7</b>            | <b>13,0</b> | <b>18,9</b> |
| <b>Trung vị</b>   | <b>7,6</b>             | <b>10,6</b> | <b>17,5</b> |
| VSC               | 2,9                    | 10,2        | 23,9        |
| DVP               | 3,0                    | 10,6        | 32,3        |
| DXP               | 0,6                    | 8,4         | 27,4        |
| GMD               | 4,8                    | 11,7        | 8,1         |
| PHP               | 7,6                    | 19,8        | 10,3        |
| TCL               | 0,6                    | 6,1         | 22,1        |
| Westports Holding | 75,2                   | 27,5        | 27,6        |
| Dalian port       | 63,0                   | 21,3        | 3,8         |
| Qinhuandao Port   | 49,1                   | 7,5         | 17,5        |
| Qingdao Port      | 40,2                   | 6,9         | 15,7        |

Nguồn: Bloomberg

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Nguyễn Trung Hiếu – Giám đốc Phân tích**

Email: [hieu.nguyen@vndirect.com.vn](mailto:hieu.nguyen@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Mai Phương, CFA – Giám đốc Chuyên môn**

Email: [phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn](mailto:phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Hồng Quang, CFA – Chuyên viên Phân tích**

Email: [quang.nguyenhong@vndirect.com.vn](mailto:quang.nguyenhong@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 – Nguyễn Thượng Hiền – Hà Nội

Điện thoại: +84 439724568 (Ext 16701)

Email: [Research@vndirect.com.vn](mailto:Research@vndirect.com.vn)

Website: <http://vndirect.com.vn>