

## CÔNG TY CỔ PHẦN CẢNG HẢI PHÒNG (UPCOM: PHP)

## Nguyễn Gia Bách

Chuyên viên phân tích

Email: [bachng@fpts.com.vn](mailto:bachng@fpts.com.vn)

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4306

Người phê duyệt báo cáo:

## Bùi Đức Duy

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Giá hiện tại: 23.500

Giá mục tiêu: 23.100

Tăng/(giảm): -1,7%

Khuyến nghị

**THEO DÕI****KỶ VỌNG BỨT PHÁ KẾT QUẢ KINH DOANH TỪ DỰ ÁN LẠCH HUYỆN**

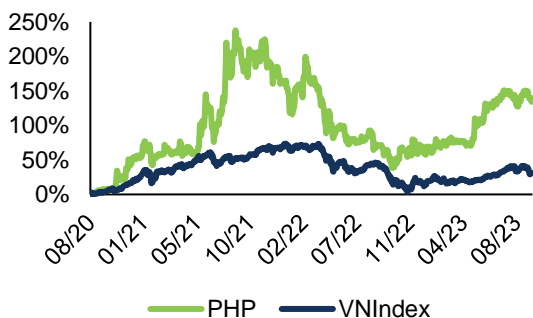
Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu Công ty cổ phần Cảng Hải Phòng (UPCOM: PHP). Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với mức giá mục tiêu của cổ phiếu PHP là **23.100 VND/cp**, thấp hơn 1,7% so với giá đóng cửa ngày 02/10/2023. Quý nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu PHP ở giá 19.250 VND/cp, tương đương mức sinh lời kỳ vọng 20%.

**Luận điểm đầu tư:**

- Hoạt động khai thác cảng biển giảm năm 2023 và kỳ vọng phục hồi năm 2024:** Sản lượng khai thác hàng container và hàng rời 1H2023 của PHP giảm lần lượt 14,7% và 21,2% YoY do nhu cầu tiêu dùng thấp tại các nước đối tác thương mại của Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khai thác cảng biển phục hồi trong năm 2024 khi số đơn hàng dần tăng trở lại cùng triển vọng dài hạn từ hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam tăng trưởng bình quân 9,4%/năm (theo Fitch Solutions).
- Động lực tăng trưởng kết quả kinh doanh từ dự án cảng nước sâu Lạch Huyện:** Cảng nước sâu Lạch Huyện kỳ vọng giúp doanh thu của PHP tăng trưởng khoảng 11,1%/năm giai đoạn 2023F – 2028F, trong khi dư địa tăng trưởng tại các cảng còn lại của doanh nghiệp thấp (+4,2%/năm). Cảng dự kiến đi vào hoạt động vào Q4/2024, nâng tổng công suất khai thác hàng container của PHP lên 3,2 triệu TEU/năm (+52,4%).

**Rủi ro đầu tư:**

- Kế hoạch di dời cảng Hoàng Diệu:** Việc cảng Chùa Vẽ phải đáp ứng nhu cầu làm hàng rời thay cho cảng Hoàng Diệu bị di dời không chỉ làm giảm sản lượng khai thác container, mà còn khiến các chủ hàng rời tìm tới các cảng khác cạnh tranh hơn.
- Biến động lãi suất:** Doanh nghiệp có kế hoạch vay 3.820 tỷ VND (~55% tổng tài sản) cho dự án cảng nước sâu Lạch Huyện. Lãi vay nếu tăng 1% sẽ làm giảm 6% lợi nhuận ước tính năm 2025.
- Thanh khoản cổ phiếu thấp:** Khối lượng giao dịch bình quân 30 ngày của PHP là 17.664 cp/ngày, tương đương 0,07% cổ phiếu tự do lưu hành. Tỷ lệ free-float chỉ đạt 7,44%.

**Biến động giá VNINDEX & PHP**

Thông tin giao dịch	02/10/2023
Giá hiện tại (VND/cp)	23.500
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	24.600
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	13.600
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	326,96
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	326,96
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	17.664
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0,52%
Vốn hóa (tỷ VND)	7.684
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	1.809
P/E Trailing 12 tháng	13,0x

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Cảng Hải Phòng
Địa chỉ	Số 8A Trần Phú, Phường Máy Tơ, Quận Ngô Quyền, Tp. Hải Phòng
Hoạt động kinh doanh chính	Khai thác hàng container và hàng rời tại cảng biển Hải Phòng
Chi phí chính	Chi phí lao động và khấu hao tài sản cố định
Rủi ro chính	Kế hoạch di dời cảng Hoàng Diệu, biến động lãi suất

## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### 1. Lịch sử hình thành



### PORT OF HAI PHONG

**1876:** Bến Sấu Kho được xây dựng bởi thực dân Pháp (nay là Cảng Hoàng Diệu).

**1955:** Cảng được chuyển giao lại cho chính quyền cách mạng sau khi Hải Phòng được giải phóng, trở thành xí nghiệp do Ngành Vận tải thủy phụ trách.

**1995:** Cảng Hải Phòng trực thuộc Tổng công ty Hàng hải Việt Nam (VIMC).

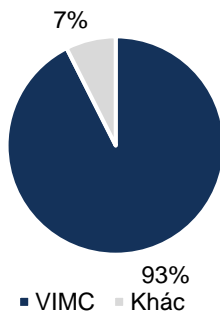
**2007:** Cảng chuyển sang mô hình hoạt động Công ty TNHH một thành viên.

**2014:** Cảng được cổ phần hóa và niêm yết lên sàn HNX với mã PHP.

**2022:** Cảng Hải Phòng chuyển niêm yết sang sàn UPCoM. Vốn điều lệ đạt gần 3.270 tỷ VND.

### 2. Cơ cấu cổ đông

**Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông của PHP (02/10/2023)**

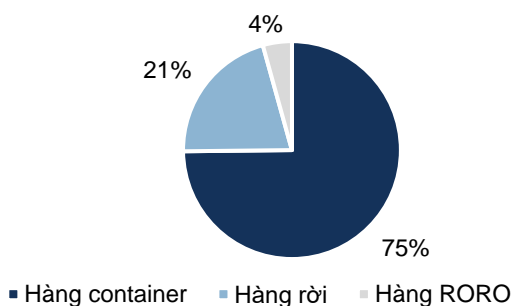


Nguồn: FPTs Research

Tính đến ngày 02/10/2023, PHP có cơ cấu cổ đông cô đặc với chỉ 01 cổ đông lớn là Tổng công ty Hàng hải Việt Nam (VIMC), nắm giữ đến 92,56% cổ phần doanh nghiệp. PHP được hỗ trợ hợp tác kinh doanh từ các doanh nghiệp thành viên cùng thuộc Tổng công ty như Vosco, Vosa,... và các hãng tàu lớn. Đồng thời, VIMC đóng vai trò quan trọng hỗ trợ PHP về việc xin chấp thuận chủ trương đầu tư các dự án mới từ Bộ GTVT và Thủ tướng Chính phủ, trong đó có bến số 3, 4 Cảng nước sâu Lạch Huyện.

### 3. Cơ cấu doanh nghiệp và hoạt động kinh doanh

**Biểu đồ 2: Tỷ trọng doanh thu của PHP theo mặt hàng (2022)**



Nguồn: PHP, FPTs Research

PHP hiện có 05 công ty con và 07 công ty liên kết, cùng hoạt động trong lĩnh vực logistics tại Hải Phòng. Doanh nghiệp có 3 chi nhánh cảng là Cảng Hoàng Diệu, Cảng Chùa Vẽ và Cảng Tân Vũ. PHP cũng sở hữu 51% cổ phần tại Cảng Đình Vũ (HSX: DVP). [\(Chi tiết Công ty con và công ty liên kết\).](#)

Doanh thu thuần của PHP đến từ kinh doanh dịch vụ cảng biển, bao gồm các hoạt động bốc xếp, lưu kho bãi, cầu bến,... Doanh nghiệp đang khai thác 3 mặt hàng là hàng container, hàng rời và hàng RORO<sup>1</sup> với tỷ trọng doanh thu năm 2022 lần lượt là 75%, 21% và 4%.

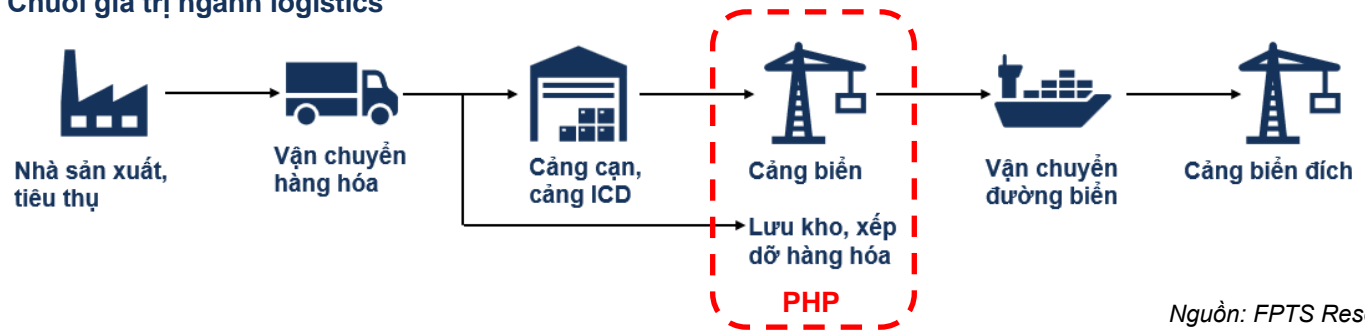
<sup>1</sup> **Hàng container:** hàng hóa vận chuyển được đóng trong container. Đơn vị đo sản lượng làm hàng là TEU (Twenty-foot equivalent unit = 1 container tiêu chuẩn dài 20ft).

**Hàng rời:** Hàng hóa không được đóng thùng, chuyên chở dưới dạng rời như sắt phế liệu, quặng, phân bón, ngũ cốc, xi măng,...

**Hàng RORO (Roll-on Roll-off):** hàng hóa là phương tiện vận chuyển có bánh xe (như xe tải, xe hơi,...) có thể tự lái lên tàu.

## II. TỔNG QUAN NGÀNH CẢNG BIỂN KHU VỰC HẢI PHÒNG

### Chuỗi giá trị ngành logistics



Cảng biển là mắt xích kết nối hình thức vận tải đường bộ, đường sắt với đường thủy trong chuỗi cung ứng, có thiết bị hạ tầng phù hợp cho công việc bốc xếp hàng hóa lên xuống tàu thuyền để vận chuyển tới các cảng biển khác. Dịch vụ khai thác cảng biển bao gồm, nhưng không giới hạn bởi các hoạt động như xếp dỡ, đóng rút hàng hóa, lưu kho, kiểm dịch, kiểm hóa,....

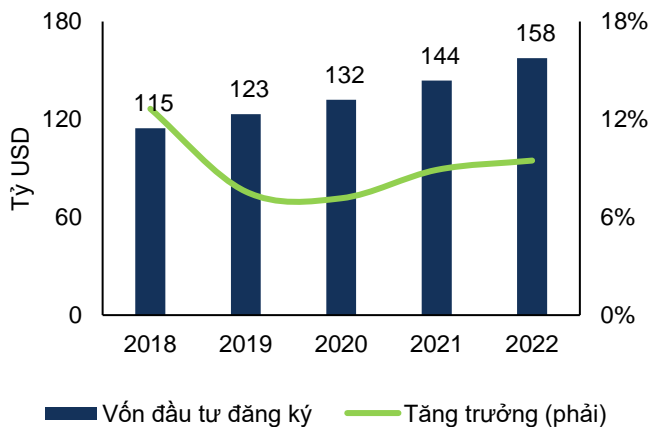
Do PHP chỉ kinh doanh dịch vụ cảng biển tại Hải Phòng, trong khuôn khổ báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung phân tích hoạt động khai thác cảng đối với hàng container và hàng rời (đóng góp 96% doanh thu thuần của doanh nghiệp) tại khu vực này.

### 1. Nhu cầu và nguồn cung khai thác hàng container tại Hải Phòng gia tăng nhờ tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu

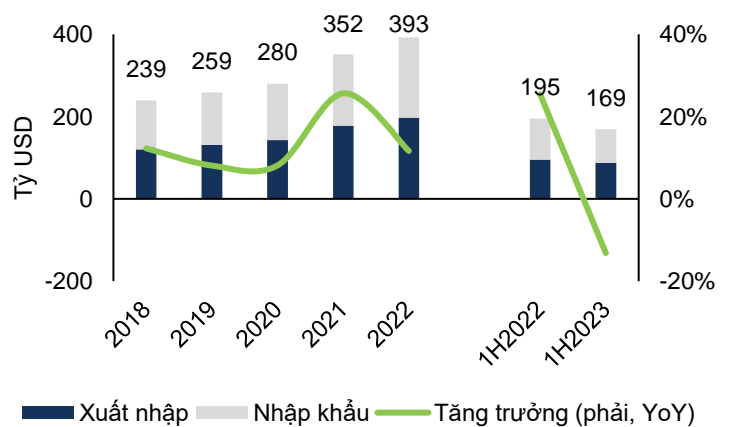
#### 1.1. Hoạt động khai thác hàng container tăng cao giai đoạn 2018 – 2022 và sụt giảm trong 1H2023 do phụ thuộc vào kim ngạch xuất nhập khẩu

Các Hiệp định thương mại tự do (FTA) thúc đẩy kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam tăng cao. Tổng giá trị vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào miền Bắc tính đến năm 2022 đạt 157,7 tỷ USD (tăng trưởng kép CAGR giai đoạn 2018 – 2022 đạt +8,3%/năm). Nhờ vậy, hoạt động xuất nhập khẩu khu vực Bắc Bộ được thúc đẩy và tăng trưởng kép CAGR +13%/năm cho cùng giai đoạn về kim ngạch. Thông qua việc ký kết 16 hiệp định FTA, hàng hóa xuất nhập khẩu của Việt Nam được ưu đãi cắt giảm thuế suất với các đối tác lớn như Liên minh Châu Âu, Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản,.... Lợi thế về chi phí thuế quan và lao động không chỉ hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước đẩy mạnh hoạt động thương mại quốc tế, mà còn thu hút các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư vào Việt Nam.

**Biểu đồ 3: Lợi thế về chi phí thuế quan và lao động thu hút vốn đầu tư FDI vào miền Bắc**



**Biểu đồ 4: Kim ngạch xuất nhập khẩu các tỉnh/thành phố miền Bắc thúc đẩy bởi vốn đầu tư FDI và các hiệp định FTA**

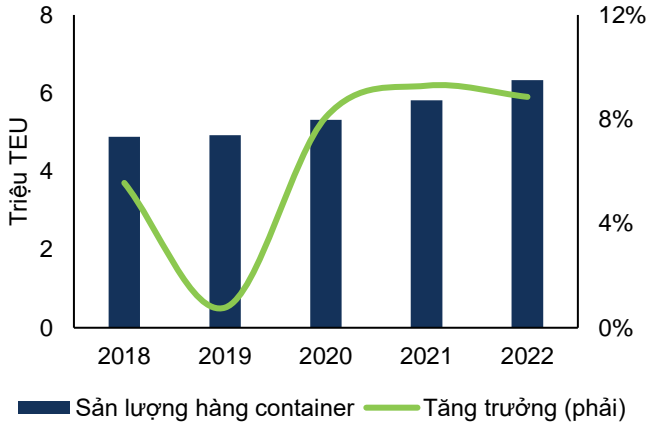


Nguồn: Bộ Công thương, Tổng cục Hải quan

Đến năm 2023, tăng trưởng kinh tế toàn cầu giảm tốc nhanh trong bối cảnh thắt chặt chính sách tiền tệ khiến sức mua của các đối tác thương mại Việt Nam suy yếu. Hoạt động xuất nhập khẩu do đó chịu ảnh hưởng tiêu cực.

Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu khu vực miền Bắc 6 tháng đầu năm 2023 đạt 169,1 tỷ USD (-13,2% YoY). Trong đó, các sản phẩm xuất nhập khẩu lớn như hàng dệt may, giày dép, điện thoại, vi tính và linh kiện,... đều có mức giảm 15 – 25% YoY.

**Biểu đồ 5: Sản lượng hàng container khu vực Hải Phòng**



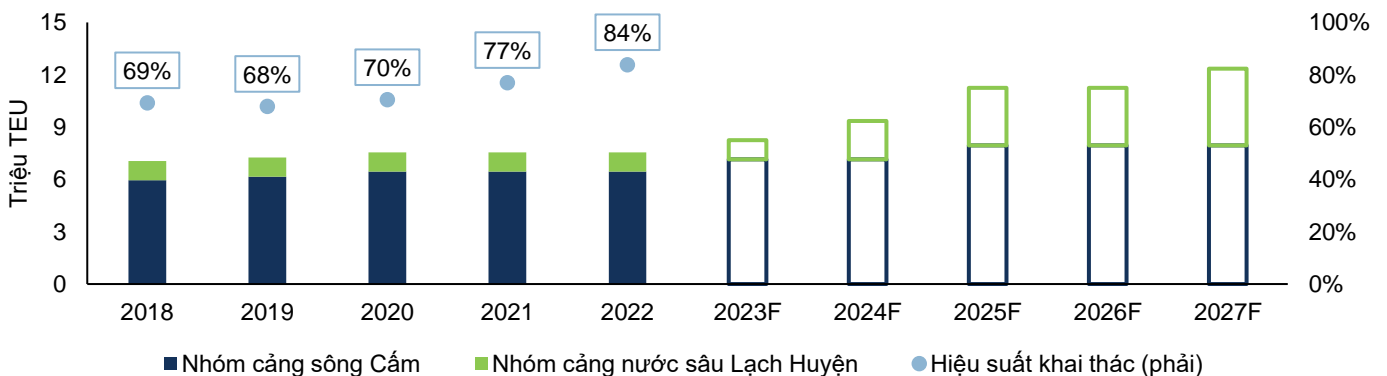
Nguồn: FPT S Research

**Sản lượng hàng container tại Hải Phòng tăng 6,7%/năm giai đoạn 2018 – 2022 và sụt giảm 1H2023 do ảnh hưởng từ kim ngạch xuất nhập khẩu.** Cảng biển khu vực Hải Phòng được quy hoạch làm cảng cửa ngõ quốc tế, hàng hóa container xuất nhập khẩu của vùng kinh tế trọng điểm Bắc Bộ đều được tập trung làm hàng tại đây. Theo Cục Hàng hải Việt Nam, hàng hóa xuất nhập khẩu chiếm 67% sản lượng container thông qua cảng biển. Do đó, hoạt động thương mại quốc tế phát triển trong các năm qua giúp thúc đẩy nhu cầu khai thác cảng biển. Sản lượng hàng container qua khu vực Hải Phòng đạt tốc độ tăng trưởng kép +6,7%/năm trong giai đoạn 2018 – 2022. Tuy nhiên, do hoạt động xuất nhập khẩu kém khả quan trong 1H2023, sản lượng hàng container 1H2023 của Hải Phòng ước giảm 3% YoY.

## 1.2. Hoạt động đầu tư xây mới bến cảng container mới tại Hải Phòng tăng mạnh trong trung và dài hạn

Tính đến tháng 06/2023, tổng công suất cảng biển container khu vực Hải Phòng đạt 8,25 triệu TEU/năm. Hệ thống cảng biển khu vực này được chia làm 2 nhóm: nhóm cảng sông Cấm và nhóm cảng nước sâu Lạch Huyện, chiếm lần lượt 86,7% và 13,3% tổng công suất khai thác.

**Biểu đồ 6: Công suất cảng biển container khu vực Hải Phòng được mở rộng khi hiệu suất tăng cao**



Nguồn: FPT S Research

Nhóm cảng sông Cấm là nhóm cảng trên sông với độ sâu trước bến đạt dưới -9m. Do vậy, nhóm cảng này chỉ có thể đón tàu container cỡ 1.800 TEU hoạt động trên tuyến nội Á và nội địa. Còn lại, nhóm cảng nước sâu Lạch Huyện (đi vào hoạt động từ năm 2018) nằm tại cửa ngõ tuyến hàng hải Hải Phòng. Với độ sâu trước bến đạt -16m, cảng có thể đón được tàu mẹ cỡ 13.000 TEU (tương đương 145 nghìn tấn tải trọng toàn phần) mà không phải thực hiện trung chuyển tới các cảng nước sâu khác trong khu vực nội Á khi vận chuyển các tuyến xa đi châu Âu hay châu Mỹ, qua đó cắt giảm được chi phí trung chuyển.

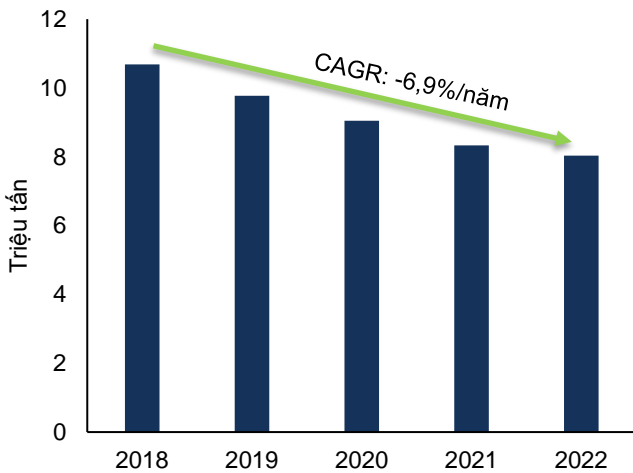
**Nhu cầu khai thác hàng container liên tục tăng trưởng thúc đẩy các doanh nghiệp đầu tư mở rộng công suất.** Hiệu suất khai thác hàng container tại Hải Phòng năm 2022 đạt 84%. Nhiều cảng với vị trí thuận lợi đã hoạt động tối đa công suất khiến các doanh nghiệp xây dựng thêm bến cảng mới nhằm đáp ứng nhu cầu làm hàng tăng cao. Gemadept (HSX: GMD) tiếp tục mở rộng cảng Nam Đình Vũ tại sông Cấm, còn các doanh nghiệp Tân Cảng, PHP và Hateco Group đang đầu tư xây dựng bến cảng mới tại Lạch Huyện. **Ước tính, tổng công suất**

khai thác hàng container toàn Hải Phòng sẽ đạt 12,35 triệu TEU/năm vào năm 2027 (+63,6% so với năm 2022). Trong đó, công suất khai thác khu vực Lạch Huyện ước tính sẽ chiếm 35,6%.

## 2. Hoạt động khai thác hàng rời tại Hải Phòng suy giảm do thu phí dịch vụ hạ tầng và dư cung

### 2.1. Sản lượng hàng rời sụt giảm do giá dịch vụ xếp dỡ hàng rời tăng mạnh tại Hải Phòng

**Biểu đồ 7: Sản lượng hàng rời khu vực Hải Phòng liên tục sụt giảm**



Nguồn: PHP, FPTs Research

**Chủ hàng rời chuyển sang Quảng Ninh nhằm cắt giảm chi phí khiến sản lượng hàng rời tại Hải Phòng giảm 6,9%/năm.** Kể từ 2017, Tp. Hải Phòng thực hiện thu phí dịch vụ hạ tầng cảng đối với hàng hóa xuất nhập khẩu, chuyển khẩu và tạm nhập tái xuất thông qua cảng biển. Việc áp dụng thu phí khiến giá cước xếp dỡ tại Hải Phòng tăng thêm 50% - 70% đối với hàng container và hàng rời xuất nhập khẩu. Vì vậy, nhiều chủ hàng rời đã lựa chọn chuyển về cảng biển Quảng Ninh nhằm hạn chế chi phí do (1) Quảng Ninh không thu phí hạ tầng cảng biển, (2) cơ sở hạ tầng bến cảng tại Quảng Ninh chuyên dụng khai thác hàng rời và (3) khoảng cách tới các khu vực tiêu thụ như nhà máy nhiệt điện và nhà máy xi măng gần hơn Hải Phòng khiến sản lượng liên tục sụt giảm. Năm 2022, sản lượng hàng rời thông qua cảng khu vực Hải Phòng và khu vực Cái Lân (Quảng Ninh) đạt lần lượt 8,03 triệu tấn (-3,6% YoY) và 12,8 triệu tấn (+7,3% YoY).

### 2.2. Dư thừa công suất làm hàng rời tại Hải Phòng do xu hướng chuyển đổi công năng của nhóm cảng container sông Cấm

Trong khi các cảng khác có lợi thế về vị trí địa lý liên tục mở rộng, các cảng tại thượng lưu sông Cấm gặp khó trong việc thu hút nguồn hàng. Nhiều doanh nghiệp (như Nam Hải, Đoàn Xá hay Chùa Vẽ) đã chuyển từ làm hàng container sang hàng rời và khiến áp lực cạnh tranh dịch vụ làm hàng rời tăng cao trong khi sản lượng hàng rời tại khu vực đang giảm qua các năm.

### III. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA PHP

**Công ty cổ phần Cảng Hải Phòng (UPCoM: PHP)** hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng biển tại Hải Phòng, bao gồm các dịch vụ bốc xếp hàng hóa, kho bãi và lưu giữ, kiểm định hàng hóa, lai dắt tàu biển và các dịch vụ logistics liên quan khác. Cụ thể, doanh nghiệp đang khai thác 4 cảng biển bao gồm cảng Hoàng Diệu và cảng Chùa Vẽ tại thượng nguồn sông Cấm, cảng Tân Vũ và cảng Đình Vũ tại hạ nguồn sông Cấm. Thị phần hàng container và hàng rời của PHP năm 2022 lần lượt là 30,4% và 89%.

**Biểu đồ 8: Các cảng biển của PHP (màu đỏ) nằm sâu trong sông Cấm hơn các cảng cạnh tranh tại cả thượng nguồn và hạ nguồn**



*Nguồn: Google Maps*

Tổng công suất cảng container của PHP đạt 2,1 triệu TEU/năm (chiếm 25,5% công suất khai thác toàn Hải Phòng) và công suất khai thác hàng rời đạt 10 triệu tấn/năm. Do giới hạn mực nước của sông Cấm, các cảng của PHP chỉ có thể tiếp nhận tàu biển với trọng tải toàn phần 22.000 tấn (tương đương tàu container 1.800 TEU) hoạt động trên tuyến nội địa và nội Á. Thêm nữa, PHP đang đầu tư xây dựng bến container số 3, 4 tại cảng nước sâu Lạch Huyện (công suất thiết kế 1,1 triệu TEU/năm) phục vụ làm hàng cho tàu mẹ 160 nghìn tấn (tương đương 14.000 TEU) đi các tuyến xa như châu Âu hay châu Mỹ. Dự kiến, tổng công suất khai thác hàng container của PHP sẽ đạt 3,2 triệu TEU/năm (+52,4% khi cảng này đi vào hoạt động cuối năm 2024).

**Bảng 1: Hệ thống cảng biển của PHP**

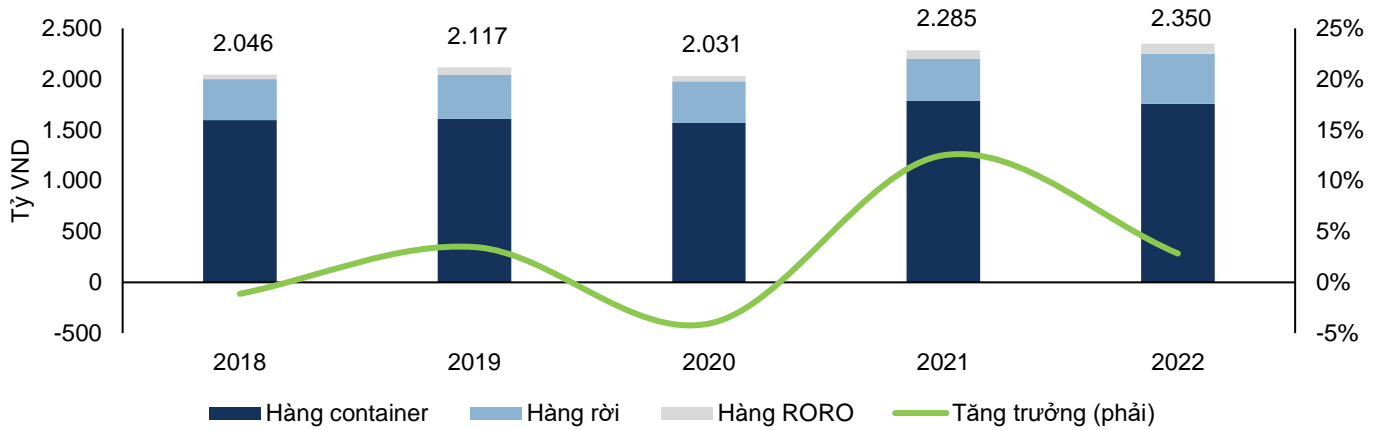
Tên cảng	Chiều dài cầu bến	Cỡ tàu tiếp nhận	Mặt hàng khai thác	Công suất thiết kế
Hoàng Diệu	1.385m	22 nghìn tấn	Hàng rời	10 triệu tấn/năm
Chùa Vẽ	848m	10 nghìn tấn	Container, hàng rời	0,5 triệu TEU/năm
Đình Vũ <sup>2</sup>	425m	22 nghìn tấn	Container	0,6 triệu TEU/năm
Tân Vũ	980m	22 nghìn tấn	Container, RORO	1 triệu TEU/năm
Bến 3, 4 Lạch Huyện	750m	160 nghìn tấn	Container	1,1 triệu TEU/năm

*Nguồn: PHP*

<sup>2</sup> PHP nắm giữ trực tiếp 51% cổ phần cảng Đình Vũ (HSX: DVP)

Doanh thu thuần năm 2022 của PHP đạt 2.350 tỷ VND (CAGR +3,5%/năm giai đoạn 2018 - 2022), trong đó, ước tính 75% đến từ mặt hàng container. Tuy vậy, hai cảng container chính (chiếm 87% sản lượng hàng container) là Tân Vũ và Đình Vũ đã đạt tối đa công suất. Doanh thu mặt hàng này của PHP tăng trưởng bình quân 2,4%/năm.

**Biểu đồ 9: Hàng container chiếm tỷ trọng chính yếu trong cơ cấu doanh thu thuần của PHP**



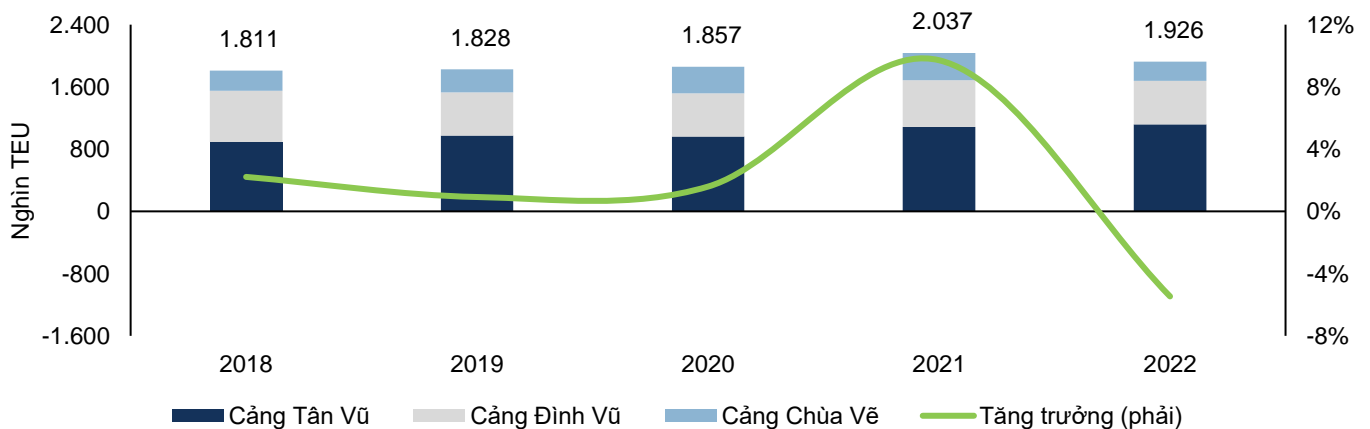
Nguồn: PHP, FPTs Research

Hoạt động khai thác hàng rời tại cảng Hoàng Diệu và Chùa Vẽ ước tính đóng góp 21% doanh thu thuần của PHP. Thị trường khai thác hàng rời tại Hải Phòng hiện dư cung khi (1) các chủ hàng chuyển về Quảng Ninh nhằm cắt giảm chi phí làm hàng và (2) nhiều cảng container không có lợi thế cạnh tranh đã phải chuyển sang làm hàng rời thay thế. Tuy nhiên, PHP vẫn giữ được tỷ trọng nhóm hàng này trong doanh thu thuần ổn định từ năm 2018 nhờ lợi thế về cơ sở hạ tầng và nguồn khách hàng lâu năm.

## 1. Mạng hàng container: Dư địa tăng trưởng sản lượng thấp tại nhóm cảng sông Cấm

PHP làm hàng container tại 3 cảng trên sông Cấm là Tân Vũ, Đình Vũ và Chùa Vẽ với tổng công suất đạt 2,1 triệu TEU/năm, chiếm lần lượt 58%, 29% và 13% sản lượng khai thác. Năm 2022, sản lượng container thông qua nhóm cảng sông Cấm của PHP đạt 1,9 triệu TEU (~92% công suất thiết kế), giảm 5,5% YoY do nhu cầu vận tải suy yếu khi hoạt động xuất nhập khẩu kém khả quan trong những tháng cuối năm.

**Biểu đồ 10: Cảng Tân Vũ và Đình Vũ chiếm 87% sản lượng khai thác hàng container của PHP**



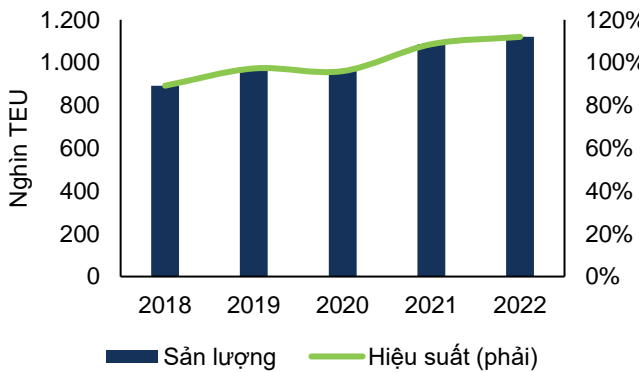
Nguồn: PHP, DVP, FPTs Research

Trong giai đoạn 2018 – 2022, hoạt động xuất nhập khẩu khu vực miền Bắc tăng trưởng bình quân 13%/năm thúc đẩy nhu cầu làm hàng container tại Hải Phòng. Nguồn hàng xuất nhập khẩu, ước chiếm 87% sản lượng hàng container của PHP, đảm bảo hoạt động khai thác ổn định cho cảng Tân Vũ và Đình Vũ. Nhờ có lợi thế cạnh tranh khi nằm tại hạ nguồn sông Cấm, hai cảng này có thể đón tàu làm hàng trước, giúp cho các hãng tàu cắt giảm chi phí và thời gian vận chuyển so với các cảng thượng nguồn. Còn lại, hàng nội địa chủ yếu được xếp dỡ tại cảng Chùa Vẽ.

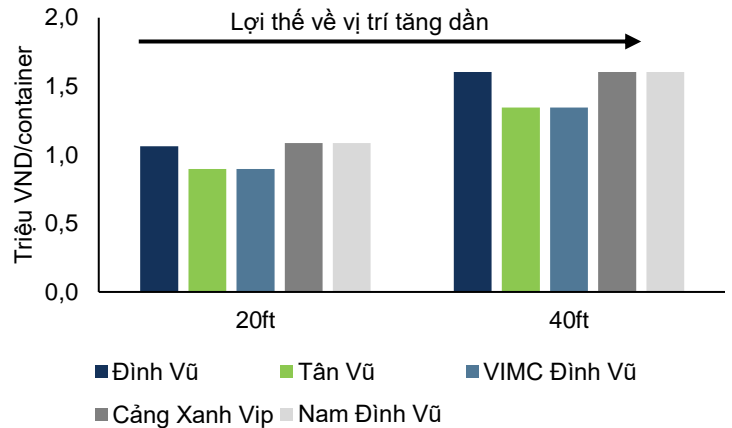
### 1.1. Cảng Tân Vũ và Đình Vũ tại hạ nguồn sông Cẩm đang hoạt động tối đa công suất

Nhu cầu khai thác hàng container khu vực Hải Phòng tăng cao đã khiến các doanh nghiệp liên tục đầu tư mở rộng công suất tại hạ nguồn do có vị trí thuận lợi (như cảng VIMC Đình Vũ, cảng Mipec và cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2). PHP không còn dư địa tăng trưởng về sản lượng container tại đây khi hiệu suất 2 cảng Tân Vũ và Đình Vũ ước tính đã đạt lần lượt 112% và 93%. Do các khu đất trống lân cận đều đã được đối thủ cạnh tranh sở hữu và có kế hoạch triển khai, doanh nghiệp không thể xây thêm cảng mới tại đây để mở rộng công suất. Chúng tôi cho rằng cảng Tân Vũ sẽ vẫn giữ được hiệu suất khai thác cao khi bị cạnh tranh bởi các cảng mới nhờ (1) tệp khách hàng quen thuộc đã làm hàng tại cảng nhiều năm và (2) cạnh tranh bằng mức giá khai thác thấp khoảng 17% so với các cảng trong khu vực và không có sự thay đổi từ năm 2018.

**Biểu đồ 11: Sản lượng và hiệu suất cảng Tân Vũ**

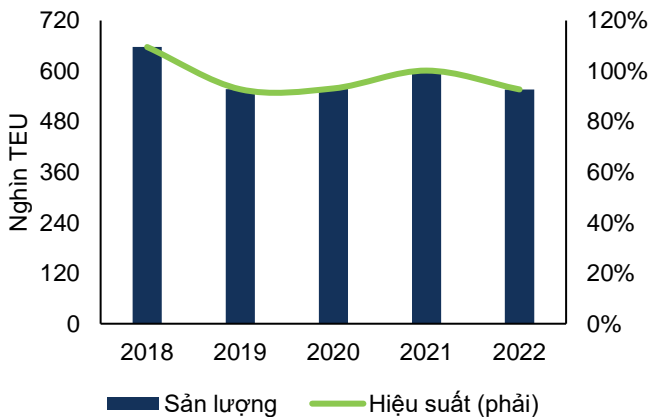


**Biểu đồ 12: Cảng Tân Vũ cạnh tranh bằng giá cước xếp dỡ container thấp hơn các cảng hạ nguồn sông Cẩm (2023)**



Nguồn: PHP, FPT S Research

**Biểu đồ 13: Sản lượng và hiệu suất cảng Đình Vũ**



Nguồn: DVP

**Hợp tác cùng hãng tàu SITC giúp cảng Đình Vũ duy trì sản lượng khai thác ổn định và giá cao.** Hãng tàu SITC là hãng tàu lớn thứ 13 thế giới, hoạt động vận tải container trong khu vực nội Á với sản lượng vận chuyển đạt gần 3,3 triệu TEU. Cảng Đình Vũ liên doanh cùng hãng tàu thông qua Công ty TNHH Tiếp vận SITC – Đình Vũ, đón và khai thác hàng container về cảng depot tại Hải Phòng. Sản lượng hàng hóa thông qua cảng Đình Vũ duy trì ổn định ở mức 90% - 110% công suất khai thác kể từ năm 2015.

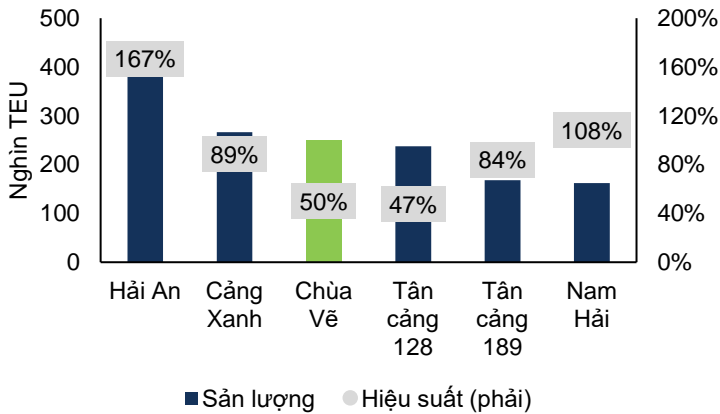
Cảng Đình Vũ không phải chịu áp lực cạnh tranh nhờ hãng tàu hợp tác và có thể áp mức giá dịch vụ làm hàng cao. Mức giá xếp dỡ container của cảng cao hơn khoảng 18% so với cảng Tân Vũ dù 2 cảng nằm liền kề và cao nhất khu vực.

Tháng 08/2022, một cầu trục của cảng Đình Vũ bị tàu container Tiger Maanshan đâm va gây hư hỏng, làm giảm hiệu suất khai thác của cảng. Sản lượng hàng container năm 2022 tại cảng Đình Vũ chỉ đạt 556 nghìn TEU (-7,5% YoY). Cảng Đình Vũ đã ghi nhận 62 tỷ VND lợi nhuận liên quan đến việc đền bù và sửa chữa cầu trục vào đầu năm 2023. Thiết bị của cảng đã được sửa chữa và đưa vào hoạt động trở lại bình thường.



## 1.2. Cảng Chùa Vẽ tại thượng nguồn sông Cẩm làm thêm hàng do không có lợi thế cạnh tranh về vị trí địa lý trong thu hút nguồn hàng container

**Biểu đồ 14: Sản lượng và hiệu suất khai thác container các cảng thượng nguồn sông Cẩm (2022)**



Nguồn: FPT S Research

**Cảng Chùa Vẽ chỉ làm hàng container nội địa với mức giá thấp do không có lợi thế về vị trí địa lý để đón hàng tàu quốc tế.** Các hãng tàu thường chọn các cảng tại hạ nguồn nhằm giảm chi phí và thời gian vận chuyển. Vì vậy, cảng Chùa Vẽ chỉ có thể làm hàng container nội địa cho các hãng tàu trong nước như Vosco (HSX: VOS), Vinafco (Upcom: VFC) và GLS. Hiệu suất hoạt động cảng Chùa Vẽ thấp (đạt ~50%) do (1) công suất khai thác container tại thượng nguồn vượt quá nhu cầu và (2) các hãng tàu nội địa thuộc Tân Cảng, GMD và Hải An (HSX: HAH) đều đưa tàu về các cảng liên kết kinh doanh của mình làm hàng, khiến áp lực cạnh tranh hàng container tại thượng nguồn sông Cẩm diễn ra gay gắt.

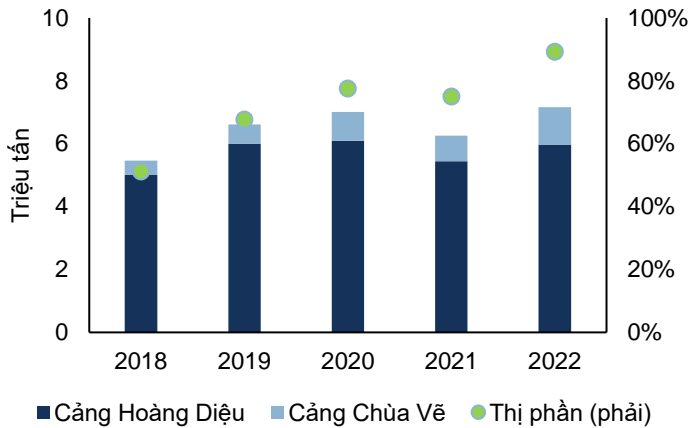
Nhằm tăng tính cạnh tranh, cảng giữ giá xếp dỡ hàng nội địa thấp hơn khoảng 8% so với các cảng trong khu vực. Thêm nữa, việc giá khai thác hàng nội địa thấp (chỉ bằng khoảng 35% so với hàng xuất nhập khẩu) khiến doanh thu hàng container tại cảng này chỉ đóng góp ước tính 4% doanh thu thuần cho PHP.

**Cảng Chùa Vẽ khai thác thêm hàng rời nhằm tăng doanh thu.** Nhờ tiếp nhận chuyển giao nguồn khách hàng từ cảng Hoàng Diệu, sản lượng hàng rời của cảng Chùa Vẽ tăng gần gấp 3 lần trong giai đoạn 2018 – 2022. Doanh thu cảng Chùa Vẽ có mức tăng trưởng bình quân ước đạt 7%/năm. Việc chuyển hướng kinh doanh sang làm hàng rời là kế hoạch kinh doanh dài hạn của PHP nhằm đáp ứng nhu cầu làm hàng rời thay cho cảng Hoàng Diệu khi cảng này sẽ phải di dời theo chủ trương của UBND thành phố Hải Phòng. Dự kiến, việc chuyển cảng Chùa Vẽ sang 100% làm hàng rời sẽ khiến công suất khai thác container tại sông Cẩm của PHP giảm về mức 1,6 triệu TEU/năm (giảm 24%). ([Chi tiết Đề án di dời cảng Hoàng Diệu](#))

## 2. Mảng hàng rời: Tăng trưởng bình quân 4,9%/năm nhờ lợi thế về cơ sở hạ tầng trong bối cảnh thị trường hàng rời tại Hải Phòng suy giảm

Doanh thu từ hoạt động hàng rời năm 2022 của PHP ước đạt 490 tỷ VND (CAGR +4,9%/năm giai đoạn 2018 – 2022). Sản lượng khai thác hàng rời năm 2022 của PHP đạt 7,16 triệu tấn (tăng 14,5% YoY) do lượng hàng sắt thép, phế liệu tăng cao. Trong đó, tỷ trọng sản lượng hàng rời tại 2 cảng Hoàng Diệu và Chùa Vẽ ước tính lần lượt là 81% và 19%.

**Biểu đồ 15: Sản lượng và thị phần khai thác hàng rời của PHP tăng trưởng nhờ lợi thế về cơ sở hạ tầng và kinh nghiệm**



Nguồn: PHP, FPTS Research

**PHP có lợi thế về hàng rời nhờ cơ sở hạ tầng và nguồn hàng lâu năm.** Dù sản lượng hàng rời khu vực Hải Phòng giảm 6,9%/năm giai đoạn 2018 – 2022, thị phần khai thác hàng rời của PHP tại Hải Phòng vẫn có sự tăng trưởng (từ 51% lên 89%). Cảng có diện tích kho bãi hàng rời lớn nhất khu vực cùng cầu bến dài giúp đáp ứng đa dạng nhiều loại hàng như sắt phế liệu, gỗ, clinker, thức ăn chăn nuôi,... Trong khi đó, các cảng hàng rời khác chủ yếu là cảng container chuyển đổi công năng nên không có cơ sở hạ tầng phù hợp và thường xuyên trùng lịch tàu cập cảng. Ngoài ra, việc chuyển sang hàng rời cũng khiến các doanh nghiệp mất nhiều thời gian và chi phí tìm nguồn khách hàng mới. PHP có tệp khách hàng lớn quen thuộc cùng kinh nghiệm làm hàng rời tại cảng Hoàng Diệu giúp giữ thị phần cao nhất khu vực.

**Bảng 2: So sánh cơ sở hạ tầng một số cảng khai thác hàng rời tại Hải Phòng**

Tên cảng	Chiều dài cầu bến	Cỡ tàu tiếp nhận	Diện tích kho bãi
Vật Cách	604m	5 nghìn tấn	160 nghìn m <sup>2</sup>
<b>Hoàng Diệu (PHP)</b>	<b>1.385m</b>	<b>22 nghìn tấn</b>	<b>245 nghìn m<sup>2</sup></b>
Nam Hải	144m	10 nghìn tấn	65 nghìn m <sup>2</sup>
Đoạn Xá	210m	22 nghìn tấn	81 nghìn m <sup>2</sup>
<b>Chùa Vẽ (PHP)</b>	<b>848m</b>	<b>10 nghìn tấn</b>	<b>200 nghìn m<sup>2</sup></b>
Cảng 128	422m	15 nghìn tấn	160 nghìn m <sup>2</sup>

Nguồn: FPTS Research

**Tình trạng dư cung khiến giá dịch vụ khai thác hàng rời giảm.** Nhiều cảng container khai thác thêm hàng rời do không có lợi thế cạnh tranh đã gây dư cung và kéo giảm giá dịch vụ xếp dỡ đối với mặt hàng này. Tỷ trọng hàng sắt thép (mặt hàng có mức giá xếp dỡ thấp) liên tục tăng trong giai đoạn vừa qua cũng góp phần khiến doanh thu bình quân mảng hàng rời của PHP giảm (ước tính giảm 8% so với năm 2018) bất chấp sản lượng tăng.

**Đề án di dời cảng Hoàng Diệu.** ([Quay lại Hoạt động khai thác container tại cảng Chùa Vẽ](#)) Theo Quy hoạch phát triển hệ thống cảng biển Việt Nam, Bộ Giao thông Vận tải định hướng từng bước di dời cảng Hoàng Diệu giai đoạn 2021 – 2025. PHP có kế hoạch sẽ đưa tài sản về cảng Chùa Vẽ để tiếp tục đáp ứng nhu cầu khai thác hàng rời. Sau khi chuyển đổi công năng, công suất khai thác hàng container và hàng rời của PHP ước tính đạt lần lượt 1,6 triệu TEU/năm (giảm 24%) và 7,25 triệu tấn/năm (giảm 27,5%). Chúng tôi cho rằng việc di dời sẽ ảnh hưởng đến sản lượng hàng container nội địa của PHP khi 2 cảng Tân Vũ và Đình Vũ đều đã hoạt động tối đa công suất. Đối với việc khai thác hàng rời, công suất của cảng Chùa Vẽ đủ khả năng tiếp nhận hàng hóa hiện có khi sản lượng hàng rời của PHP năm 2022 đạt 7,16 triệu tấn (tương đương hiệu suất 99% nếu toàn bộ hàng hóa từ cảng Hoàng Diệu được chuyển về cảng Chùa Vẽ). Tuy nhiên, các chủ hàng rời có thể sẽ chuyển sang các cảng hàng rời khác để làm hàng do mức giá cạnh tranh và khả năng tiếp nhận tàu tương đương cảng Chùa Vẽ khiến thị phần của PHP sụt giảm.

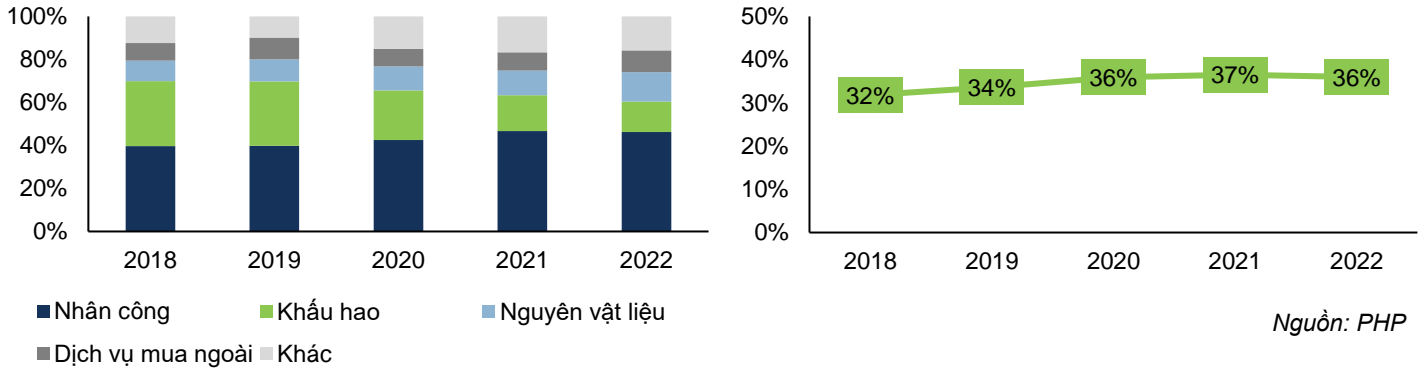
**Đến nay, Đề án di dời cảng Hoàng Diệu vẫn chưa được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt.** Doanh nghiệp cũng chưa công bố thông tin về phương án và lộ trình di dời bến cảng này. Vì vậy, chúng tôi không đưa việc di dời cảng Hoàng Diệu vào mô hình dự phóng do chưa đủ thông tin.

## IV. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### 1. Biên lợi nhuận gộp dần cải thiện khi không còn đầu tư xây dựng tài sản cố định lớn

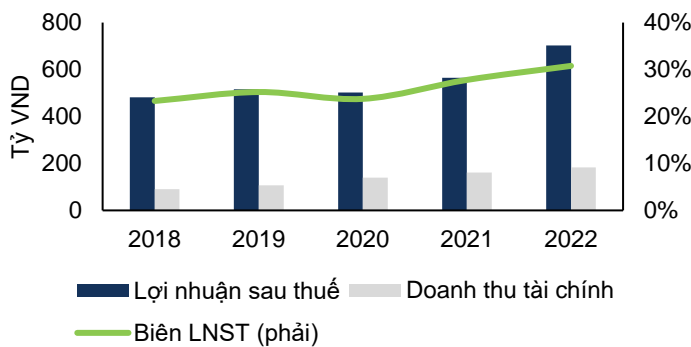
Do đã hoạt động lâu năm cùng việc không có hoạt động đầu tư xây dựng đáng kể giai đoạn 2018 – 2022, chi phí khấu hao của doanh nghiệp giảm dần. Tỷ trọng chi phí khấu hao trong giá vốn hàng bán của PHP giảm từ 30% (2018) xuống còn 13% (2022). Nhờ vậy, biên lợi nhuận gộp của PHP tăng từ 32% lên 36%.

**Biểu đồ 16: Tỷ trọng chi phí khấu hao trong giá vốn giảm dần (trái) giúp biên lợi nhuận gộp (phải) liên tục cải thiện**



### 2. Đẩy mạnh đầu tư tài chính giúp PHP gia tăng lợi nhuận

**Biểu đồ 17: Hoạt động kinh doanh ổn định giúp PHP đẩy mạnh đầu tư tài chính và cải thiện biên lợi nhuận sau thuế**



Nguồn: PHP

Hoạt động kinh doanh ổn định giúp PHP đẩy mạnh gửi tiền nhằm gia tăng doanh thu tài chính. Tiền gửi có kỳ hạn của doanh nghiệp tăng từ 1.524 tỷ VND lên đến 2.481 tỷ VND (+62,8%). Tỷ trọng khoản mục này trong tổng tài sản tăng từ 27,9% lên 37,5%. Doanh thu tài chính của PHP vì vậy tăng mạnh góp phần giúp biên lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp cải thiện từ 23% lên 31%.

Lưu ý, PHP đã dừng ghi nhận chi phí lãi vay đối với khoản vay liên quan tới cầu cảng số 4, 5 bến cảng Chùa Vẽ do chưa thống nhất được phương án quản lý tài sản này kể từ năm 2020. ([Chi tiết Ghi nhận cầu cảng số 4, 5 bến cảng Chùa Vẽ](#))

### 3. Phương án huy động vốn tại bến số 3, 4 cảng Lạch Huyện ([Chi tiết dự án cảng nước sâu Lạch Huyện](#))

Để đầu tư dự án cảng nước sâu Lạch Huyện trị giá gần 7.000 tỷ VND (tương đương bằng tổng tài sản của PHP tại báo cáo tài chính 1H2023), doanh nghiệp dự kiến huy động nguồn vốn thông qua 2 nguồn:

- (1) 55% vốn vay (tương đương 3.820 tỷ VND):** PHP lựa chọn hình thức vay vốn ngân hàng với thời gian 15 năm. Lãi suất cho vay sẽ là lãi suất tiết kiệm dân cư 12 tháng thả nổi với biên độ 1,2% – 2,2%/năm. Với khoản vay mới này, tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu của PHP ước tính sẽ đạt 60%. Chúng tôi ước tính tỷ lệ khả năng thanh toán lãi vay EBIT/Chi phí lãi vay của PHP sẽ đạt thấp nhất là 2,3x sau khi thực hiện vay nợ cho dự án và dần cải thiện khi cảng nước sâu của doanh nghiệp nâng cao hiệu suất.
- (2) 45% vốn chủ sở hữu (tương đương 3.126 tỷ VND):** trong đó, doanh nghiệp sẽ phát hành riêng lẻ 20% cho cổ đông chiến lược. Dự kiến sau khi phát hành, vốn điều lệ của PHP sẽ đạt 3.923 tỷ VND. Hiện tại, doanh nghiệp chưa công bố thông tin về thời gian và giá phát hành<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Chúng tôi giả định giá phát hành là 30.000 VND/cp trong mô hình định giá doanh nghiệp.

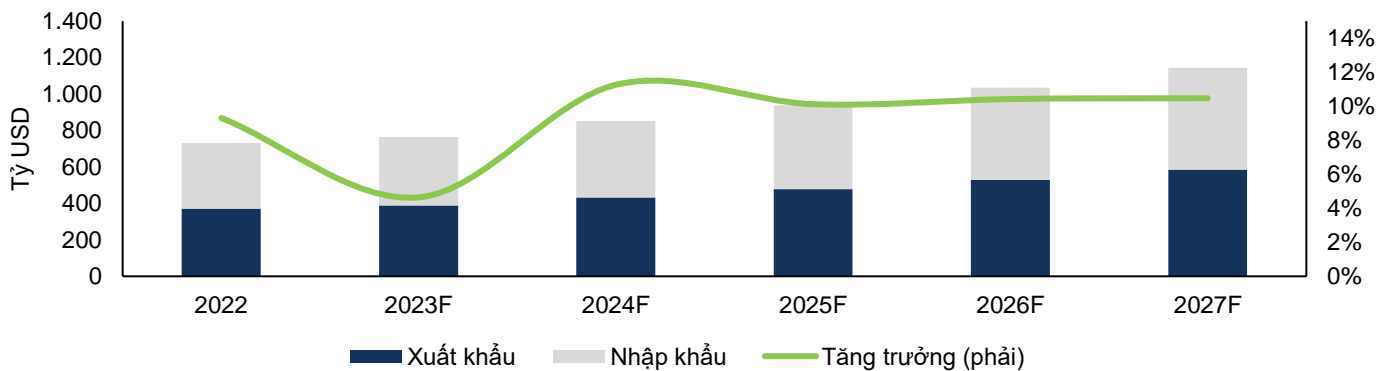
## V. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

### 1. Kỳ vọng kết quả kinh doanh phục hồi trong năm 2024 và tăng trưởng dài hạn từ dự án cảng nước sâu Lạch Huyện

#### 1.1. Mảng hàng container tại sông Cấm của PHP kỳ vọng phục hồi năm 2024 và tăng trưởng thấp khi đã hoạt động tối đa công suất

**Hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam suy giảm trong ngắn hạn và kỳ vọng tăng trưởng trở lại trong dài hạn.** Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam 1H2023 đã giảm 15,2% YoY. Sản lượng hàng container thông qua cảng biển Việt Nam 1H2023 giảm 8% YoY, trong đó, khu vực Hải Phòng giảm 3%. Tính đến tháng 8/2023, chỉ số PMI ngành sản xuất của Việt Nam ở mức 50,5 điểm, cho thấy hoạt động sản xuất trong nước đã có cải thiện sau 5 tháng giảm liên tiếp. Theo S&P Global, số lượng đơn đặt hàng mới tăng trở lại cho thấy dấu hiệu nhu cầu cải thiện tại các thị trường quốc tế. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng container qua cảng sẽ hồi phục trong năm 2024 và tăng trưởng bình quân 8,14%/năm (theo dự báo của Cục hàng hải Việt Nam) nhờ nguồn vốn FDI và các hiệp định FTA tiếp tục kích thích hoạt động thương mại quốc tế của Việt Nam.

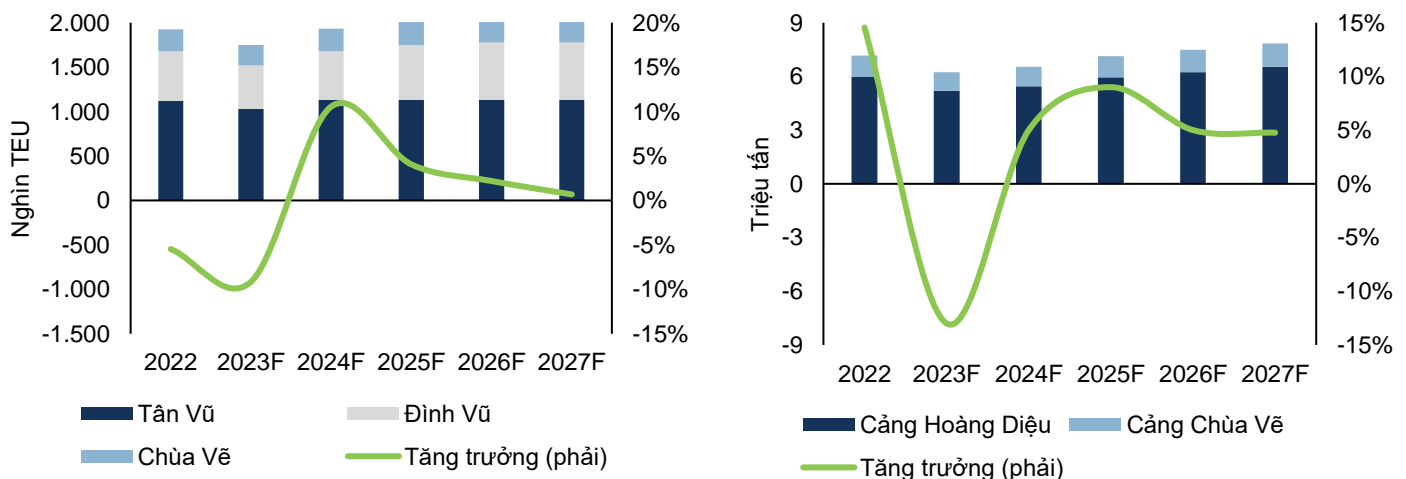
**Biểu đồ 18: Dự phóng kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, Fitch Solutions

Chúng tôi cho rằng sản lượng container tại sông Cấm năm 2023 của PHP sẽ sụt giảm 9,2% YoY và sẽ phục hồi trong năm 2024. Dù kỳ vọng sản lượng container qua cảng khu vực Hải Phòng tăng trưởng trở lại, chúng tôi cho rằng sản lượng hàng container tại sông Cấm của PHP sẽ có dư địa tăng trưởng thấp khi 2 cảng Tân Vũ và Đình Vũ đạt tối đa công suất, còn cảng Chùa Vẽ tiếp tục gặp áp lực cạnh tranh cao tại thượng nguồn sông Cấm.

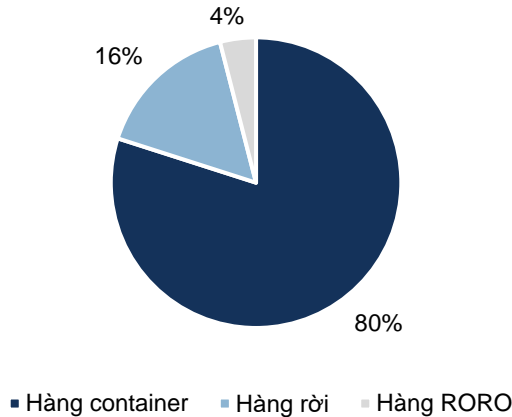
**Biểu đồ 19: Dự phóng sản lượng hàng container qua sông Cấm (trái) và hàng rời (phải) của PHP**



Nguồn: DVP, PHP, FPT Research

## 1.2. Mảng hàng rời dự kiến tăng trưởng thấp do thị trường khai thác tại Hải Phòng kém khả quan

**Biểu đồ 20: Dự phóng tỷ trọng doanh thu theo mặt hàng của PHP năm 2028**



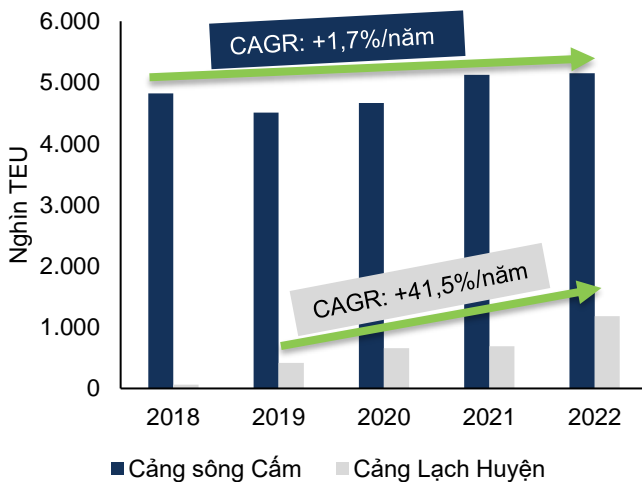
Nguồn: FPT S Research

Chúng tôi cho rằng sản lượng hàng rời năm 2023 của PHP sẽ sụt giảm 13% YoY và phục hồi trở lại vào năm 2025.

Trong dài hạn, sản lượng khai thác hàng rời tại miền Bắc kỳ vọng tăng trưởng 5,2%/năm bởi nhu cầu nguyên vật liệu từ các nhà máy nhiệt điện và gang thép. Trong đó, sản lượng khu vực Hải Phòng có mức tăng thấp hơn, bình quân 3%/năm. Cục Hàng hải Việt Nam dự báo sản lượng hàng rời qua nhóm cảng Hải Phòng sẽ đạt 8 triệu tấn năm 2025 và tăng lên 10 triệu tấn năm 2030. Chúng tôi ước tính với sản lượng này, thị phần hàng rời của PHP sẽ không đổi (đạt 89%) nhờ lợi thế về cơ sở hạ tầng và kinh nghiệm. Tỷ trọng doanh thu từ hàng rời của PHP ước giảm dần từ 21% xuống 16% giai đoạn 2022 – 2028 khi nguồn hàng container từ cảng Lạch Huyện sẽ là động lực tăng trưởng chính của doanh nghiệp.

## 1.3. Bến số 3, 4 cảng nước sâu Lạch Huyện kỳ vọng thúc đẩy tăng trưởng doanh thu cho PHP

**Biểu đồ 21: Nhu cầu làm hàng tàu mẹ cao thúc đẩy sản lượng container qua khu vực Lạch Huyện tăng mạnh**



Nguồn: FPT S Research

**Hoạt động giao thương quốc tế của Việt Nam với các đối tác tại Mỹ và châu Âu tăng trưởng thúc đẩy nhu cầu hàng hóa thông qua cảng nước sâu.** Giá trị hàng hóa xuất nhập khẩu với Mỹ và Liên minh châu Âu, 2 trong những đối tác lớn nhất với Việt Nam, tăng trưởng bình quân gần 14%/năm giai đoạn 2018 – 2022. Tuy nhiên, các cảng sông Cấm không thể đón được tàu mẹ vận chuyển tới các đối tác này do giới hạn về độ sâu trước bến. Kể từ khi cảng nước sâu Lạch Huyện đi vào hoạt động năm 2018, các hãng tàu quốc tế đã mở thêm nhiều tuyến tàu mẹ về làm hàng tại cảng này nhằm đáp ứng nhu cầu vận chuyển hàng hóa đi xa và cắt giảm chi phí trung chuyển. Nhờ vậy, sản lượng container thông qua cảng khu vực Lạch Huyện tăng trưởng bình quân 41,5%/năm giai đoạn 2019 – 2022. Hiệu suất khai thác năm 2022 đạt 107%.

**PHP được Chính phủ chấp thuận đầu tư bến cảng số 3 và 4 tại cảng Lạch Huyện nhằm bù đắp sụt giảm về doanh thu khi phải di dời cảng Hoàng Diệu.** Hiện tại, Lạch Huyện chỉ có 2 bến cảng được khai thác bởi HICT (thuộc Tổng công ty Tân Cảng Sài Gòn) với công suất 1,1 triệu TEU/năm. PHP và CTCP Tập đoàn Hateco đang xây dựng thêm 4 bến cảng, nâng công suất tại Lạch Huyện lên 3,3 triệu TEU/năm (+200%). Dự kiến, các bến mới sẽ được đưa vào khai thác cuối năm 2024 và hoàn thành toàn bộ trong năm 2025.

Dự án bến container số 3, 4 của PHP nằm tại khu bến cảng nước sâu Lạch Huyện thuộc Khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải, Tp. Hải Phòng. Cảng sẽ có chiều dài cầu bến đạt 750m và công suất thiết kế là 1,1 triệu TEU/năm (tổng công suất của PHP sẽ tăng thêm 52,4% khi cảng đi vào hoạt động). Tổng mức đầu tư của PHP vào dự án là 6.946 tỷ VND (tương đương bằng tổng tài sản của PHP tại báo cáo tài chính Q2/2023). Trong đó, 55% vốn đầu

tư của dự án được vay vốn ngân hàng và 45% thực hiện từ vốn chủ sở hữu. [\(Quay lại Phương án huy động vốn tại bên 3, 4 cảng nước sâu Lạch Huyện\)](#)

**Phát hành riêng lẻ 20% vốn điều lệ cho cổ đông chiến lược để đầu tư dự án Lạch Huyện.** Tại ĐHCĐ 2023, PHP có kế hoạch sẽ thực hiện phát hành thêm 20% (tương đương 654 tỷ VND vốn điều lệ) cổ phiếu riêng lẻ cho cổ đông chiến lược nhằm góp vốn cho dự án cảng nước sâu Lạch Huyện. Doanh nghiệp chia sẻ dự kiến đơn vị mua lại sẽ là một hãng tàu quốc tế. Chúng tôi đánh giá việc lựa chọn hãng tàu làm cổ đông chiến lược giúp PHP có được lợi thế ưu tiên khi đối tác đưa tàu về cảng của doanh nghiệp làm hàng và giảm áp lực cạnh tranh. Dự kiến sau khi phát hành, tỷ lệ sở hữu của VIMC tại PHP sẽ giảm từ 92,56% xuống còn 77,13% và tỷ lệ sở hữu của đối tác chiến lược sẽ là 16,67%.

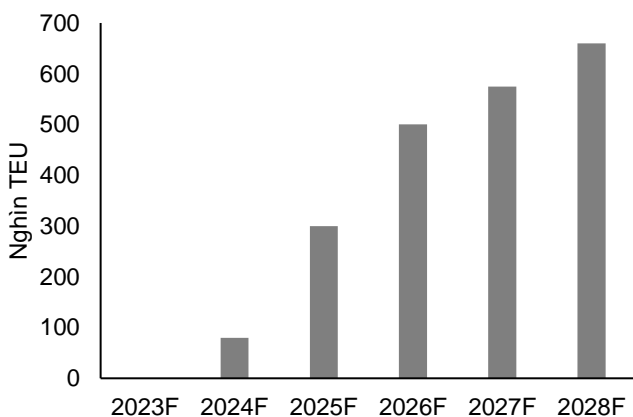
Ngoài PHP, các doanh nghiệp sở hữu bến cảng tại Lạch Huyện cũng có chiến lược tương tự khi có hãng tàu quốc tế cùng góp vốn. Hãng tàu Wan Hai và MOL (thuộc liên minh hãng tàu THE Alliance) đang tham gia vào bến số 1, 2 và hãng tàu Maersk (thuộc liên minh 2M Alliance) tham gia vào bến số 5, 6. Theo Alphaliner, thị phần vận tải thế giới năm 2022 của 2 liên minh này đạt lần lượt 20,4% và 33,8%. Nếu không có đối tác chiến lược tại Lạch Huyện, PHP sẽ khó có lợi thế thu hút nguồn hàng so với các đối thủ cạnh tranh. Chúng tôi cho rằng hãng tàu góp vốn vào PHP nhiều khả năng sẽ thuộc liên minh hãng tàu Ocean Alliance (thị phần 33,1%) do đây là liên minh còn lại chưa tham gia khai thác khu bến cảng Lạch Huyện.

**Bảng 3: Các nhà đầu tư nước ngoài tham gia khai thác khu bến cảng Lạch Huyện đều thuộc hãng tàu lớn**

Bến cảng Lạch Huyện	Vốn đầu tư	Nhà đầu tư	
		Trong nước	Nước ngoài
Số 1, 2	6.200 tỷ VND	Tổng công ty Tân cảng Sài Gòn	Hãng tàu MOL, Wan Hai, Tập đoàn Itochu Nhật Bản
<b>Số 3, 4</b>	<b>6.946 tỷ VND</b>	<b>CTCP Cảng Hải Phòng</b>	<b>Hãng tàu quốc tế</b>
Số 5, 6	8.951 tỷ VND	CTCP Tập đoàn Hateco	APM Terminals (nhà khai thác cảng, cùng tập đoàn với hãng tàu Maersk)
Số 7, 8	12.793 tỷ VND	Tổng công ty Tân cảng Sài Gòn	

Nguồn: FPTS Research

**Biểu đồ 22: Dự phóng sản lượng bến số 3, 4 cảng Lạch Huyện**



Nguồn: FPTS Research

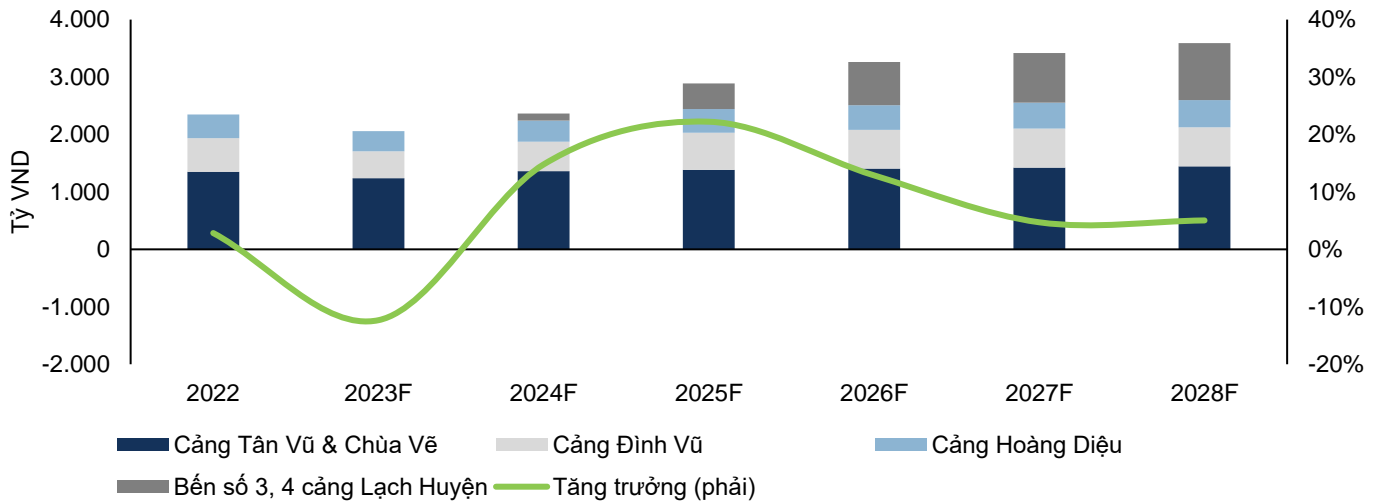
Cảng HICT của Tân Cảng tại Lạch Huyện hiện đang tiếp nhận 15 tuyến dịch vụ, trong đó, có 4 tuyến thuộc liên minh Ocean Alliance. Với giả định một hãng tàu thuộc liên minh này sẽ trở thành cổ đông chiến lược của PHP, chúng tôi cho rằng liên minh Ocean Alliance sẽ dịch chuyển các tuyến dịch vụ về bến số 3, 4 cảng Lạch Huyện. [\(Chi tiết các tuyến dịch vụ tại cảng Lạch Huyện\)](#)

Chúng tôi ước tính sản lượng khai thác của bến số 3, 4 cảng Lạch Huyện năm 2024 sẽ đạt 80 nghìn TEU khi bắt đầu khai thác vào Q4/2024 với một bến. Dự kiến đến năm 2028, sản lượng tại cảng này ước đạt 660 nghìn TEU (hiệu suất khai thác đạt 60%) nhờ triển vọng tích cực đối với nhu cầu vận tải hàng hóa xuất nhập khẩu tới các đối tác thương mại tại Mỹ và châu Âu.

Chúng tôi giả định mức giá dịch vụ xếp dỡ tại bến số 3, 4 cảng Lạch Huyện của PHP sẽ tương đương với mức giá tại cảng HICT hiện đang khai thác khi cảng đã có nguồn hàng từ hãng tàu giúp hạn chế áp lực cạnh tranh. Doanh thu năm 2028 của cảng Lạch Huyện ước đạt 992 tỷ VND (chiếm 34% doanh thu thuần của PHP).

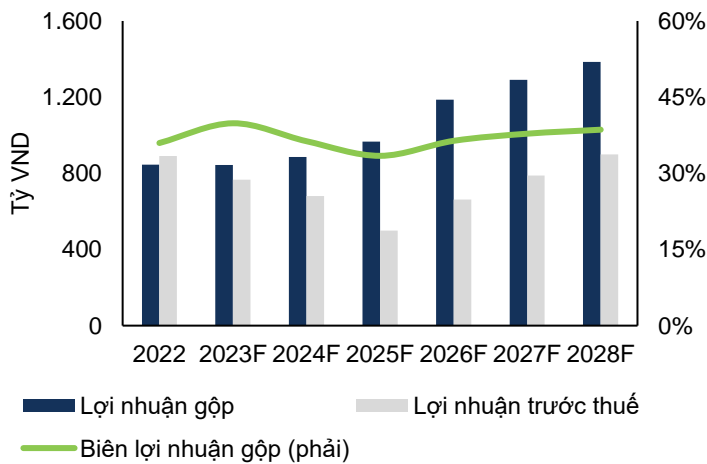
## 2. Dự phóng kết quả kinh doanh

**Biểu đồ 23: Dự phóng doanh thu thuần của PHP**



Nguồn: DVP, PHP, FPTS Research

**Biểu đồ 24: Dự phóng lợi nhuận gộp và lợi nhuận trước thuế của PHP**



Nguồn: PHP, FPTS Research

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận gộp năm 2023 của PHP lần lượt đạt 2.116 tỷ VND (-9,9% YoY) và 843,5 tỷ VND (-0,2% YoY). Biên lợi nhuận gộp năm 2023 ước đạt 39,9% (+3,9 đpt YoY) nhờ việc thu hẹp hoạt động kinh doanh khi nhu cầu ở mức thấp. Trong đó, việc ghi nhận thêm khoản lợi nhuận bất thường 62 tỷ VND từ đền bù cầu cảng tại Đình Vũ giúp lợi nhuận trước thuế năm 2023 của PHP ước đạt 939 tỷ VND (+5,4% YoY & 105,5% KH2023).

Biên lợi nhuận gộp của PHP dự kiến sẽ giảm xuống 33,4% do bến 3, 4 cảng Lạch Huyện chịu lỗ khi mới đi vào hoạt động. Chúng tôi kỳ vọng bến cảng này sẽ bắt đầu có lợi nhuận từ năm 2028, giúp mức biên này cải thiện và đạt 38,6%.

Chỉ tiêu	Giả định
Doanh thu thuần	<p><b>Doanh thu thuần năm 2023:</b> dự kiến đạt 2.116 tỷ VND (-9,9% YoY) do các yếu tố:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh thu mảng hàng container giảm 9% khi sản lượng ước giảm 9,2% YoY.</li> <li>Doanh thu mảng hàng rời giảm 13% khi sản lượng ước giảm 13% YoY.</li> </ul> <p><b>Doanh thu thuần năm 2028:</b> dự kiến đạt 3.588 tỷ VND (CAGR +11,1%/năm) nhờ nhu cầu phục hồi cùng việc bến số 3, 4 cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động với hiệu suất đạt 60% (đóng góp 28% doanh thu thuần).</p> <p>Chúng tôi không đưa giả định di dời bến cảng Hoàng Diệu vào dự phóng do chưa có thông tin về phương án thực hiện.</p>
Biên lợi nhuận gộp	<p><b>Biên lợi nhuận gộp năm 2023:</b> đạt 39,9% (+3,9 đpt YoY) nhờ việc thu hẹp hoạt động kinh doanh khi nhu cầu ở mức thấp. Lợi nhuận gộp năm 2023 ước đạt 843,5 tỷ VND (-</p>

Chỉ tiêu	Giá định
	0,2% YoY). <b>Biên lợi nhuận gộp từ 2023 – 2028:</b> ước tính giao động trong khoảng 33,4% – 38,6% do bến 3, 4 cảng Lạch Huyện chịu lỗ khi mới đi vào hoạt động. Chúng tôi kỳ vọng bến cảng này sẽ bắt đầu có lợi nhuận từ năm 2028.
Lợi nhuận trước thuế	<b>Lợi nhuận trước thuế năm 2023:</b> ước đạt 939 tỷ VND (+5,4% YoY & 105,5% KH2023). Trong đó, lãi từ công ty liên doanh/liên kết đạt 72 tỷ VND và lợi nhuận bất thường đạt 62 tỷ VND từ khoản đền bù cầu trục tại cảng Đình Vũ.
Lợi nhuận sau thuế	<b>Lợi nhuận sau thuế năm 2023:</b> ước đạt 766 tỷ VND (+5,7% YoY).

## VI. RỦI RO ĐẦU TƯ

### 1. Rủi ro di dời cảng Hoàng Diệu

Việc di dời cảng Hoàng Diệu không chỉ làm giảm công suất chung của PHP, đặc biệt là cảng Chùa Vẽ. Di chuyển hoạt động khai thác hàng rời sang Chùa Vẽ ước tính sẽ làm giảm 4% doanh thu thuần của doanh nghiệp khi giảm khai thác hàng container nội địa. Đồng thời, thị phần hàng rời của PHP dự kiến cũng sẽ giảm do chủ hàng tìm tới các cảng khác cạnh tranh hơn (như cảng Vật Cách, cảng cảng Nam Hải, Tân cảng 128,...) khi bến cảng Chùa Vẽ chỉ có thể tiếp nhận tàu có tải trọng 10 nghìn tấn, trong khi bến cảng Hoàng Diệu đáp ứng được cho tàu 22 nghìn tấn. UBND thành phố Hải Phòng cũng có kế hoạch xây dựng cầu Nguyễn Trãi đi qua cảng Hoàng Diệu giai đoạn 2021 – 2025, khiến rủi ro việc di dời cảng Hoàng Diệu nhiều khả năng sẽ sớm được thực hiện.

### 2. Rủi ro biến động lãi suất

Do khoản vay cho dự án cảng nước sâu Lạch Huyện của PHP được thực hiện bằng lãi suất thả nổi, doanh nghiệp sẽ chịu thêm chi phí lãi vay khi lãi suất có sự biến động tăng. Ước tính, nếu lãi vay tăng 1%, lợi nhuận sau thuế của PHP sẽ giảm 6%.

### 3. Rủi ro thanh khoản cổ phiếu

Khối lượng giao dịch bình quân 30 ngày gần nhất (tính đến hết ngày 02/10/2023) của cổ phiếu PHP là 17.664 cổ phiếu/ngày, tương ứng với khoản 0,07% cổ phiếu tự do lưu hành. Tỷ lệ free float cũng chỉ đạt 7,44%.



**VII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ (Quay lại phần Luân điểm đầu tư chính)**

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu PHP là **23.100 VND/cp** (-1,7% so với giá đóng cửa ngày 02/10/2023) và khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu PHP.

**1. Kết quả định giá**

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Hệ số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	22.592	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	23.609	50%
<b>Giá trị bình quân</b>		<b>23.100</b>	

**2. Giả định mô hình định giá chiết khấu dòng tiền**

Giả định mô hình	T10/2023	Giả định mô hình	T10/2023
Chi phí sử dụng VCSH	10,28%	Phần bù rủi ro thị trường	10,98%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	8,30%	Tăng trưởng dài hạn	1,50%
Lãi suất phi rủi ro 10 năm	2,55%	Thời gian dự phóng	10 năm
Hệ số beta	0,70		

**3. Kết quả định giá chiết khấu dòng tiền**

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu	8.122.206
(+) Tiền và đầu tư tài chính	4.966
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	(740.413)
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.386.759</b>
Số lượng cổ phiếu PHP (triệu cp)	326,96
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>	<b>22.592</b>

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	9.751.984
(+) Tiền và đầu tư tài chính	4.966
(-) Vay nợ	( 1.297.471)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	(740.413)
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.719.066</b>
Số lượng cổ phiếu PHP (triệu cp)	326,96
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>	<b>23.609</b>

**VIII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

HĐKD	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	2,350	2.116	2.437	2.890
- Giá vốn hàng bán	1,504	1.273	1.552	1.924
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>845</b>	<b>844</b>	<b>885</b>	<b>967</b>
- Chi phí bán hàng	0	0	0	0
- Chi phí quản lý DN	215	250	247	292
- Lợi nhuận khác	17	62	0	0
<b>Lợi nhuận HĐKD</b>	<b>630</b>	<b>594</b>	<b>638</b>	<b>675</b>
- (Lỗ)/lãi HĐTC	175	211	129	-117
<b>LN trước thuế, lãi vay</b>	<b>822</b>	<b>867</b>	<b>767</b>	<b>558</b>
- Chi phí lãi vay	7	6	66	303
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>891</b>	<b>867</b>	<b>767</b>	<b>558</b>
- Thuế TNDN	172	173	162	138
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>724</b>	<b>766</b>	<b>681</b>	<b>499</b>
EPS (đ)	1,525	1.833	1.587	978

Khả năng sinh lợi	2022A	2023F	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	36,0%	39,9%	36,3%	33,4%
Tỷ suất LNST	30,8%	36,2%	27,9%	17,3%
ROE DuPont	11,1%	11,4%	7,8%	4,1%
ROA DuPont	9,0%	8,9%	5,4%	2,6%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	35,0%	41,0%	31,5%	19,3%
LNST/LNTT	64,7%	74,4%	72,7%	61,6%
LNTT / EBIT	108,4%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	36,5%	29,1%	23,7%	22,2%
Đòn bẩy tài chính	124,0%	128,0%	144,1%	155,4%

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022A	2023F	2024F	2025F
Thanh toán hiện hành	6.03	5,10	4,82	4,13
Thanh toán nhanh	5.89	4,99	4,71	4,03
Thanh toán tiền mặt	4.66	3,94	3,74	3,21
Nợ / Tài sản	0.09	0,16	0,29	0,31
Nợ / VCSH	0.12	0,25	0,50	0,57
Nợ ngắn hạn / VCSH	0.01	0,02	0,03	0,06
Nợ dài hạn / VCSH	0.12	0,23	0,47	0,52

CĐKT	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	3,164	3.045	3.451	3.735
+ Các khoản phải thu	804	784	867	921
+ Hàng tồn kho	93	87	106	111
+ Tài sản ngắn hạn khác	32	31	32	34
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4,093</b>	<b>3.946</b>	<b>4.456</b>	<b>4.802</b>
+ Nguyên giá TSCĐHH	7,203	7.359	12.821	14.261
+ Khấu hao lũy kế	-5,237	-5.443	-5.711	-6.187
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	1,967	1.917	7.110	8.074
+ Đầu tư tài chính dài hạn	326	326	326	326
+ Tài sản dài hạn khác	95	95	95	95
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>2,522</b>	<b>3.974</b>	<b>8.205</b>	<b>8.628</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6,615</b>	<b>7.920</b>	<b>12.661</b>	<b>13.429</b>
<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
+ Phải trả người bán	122	110	126	150
+ Vay và nợ ngắn hạn	28	127	233	423
+ Nợ ngắn hạn khác	529	536	565	591
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>679</b>	<b>773</b>	<b>924</b>	<b>1.164</b>
+ Vay và nợ dài hạn	550	1.170	3.419	3.785
+ Nợ dài hạn khác	4	4	4	4
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>554</b>	<b>1.175</b>	<b>3.423</b>	<b>3.789</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>1,233</b>	<b>1.948</b>	<b>4.347</b>	<b>4.953</b>
+ Thặng dư	0	70	1.378	1.378
+ Vốn điều lệ	3,270	3.270	3.924	3.924
+ LN chưa phân phối	835	1.013	1.020	871
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	740	862	984	1.140
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4,642</b>	<b>5.111</b>	<b>7.330</b>	<b>7.336</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>6,615</b>	<b>7.920</b>	<b>12.661</b>	<b>13.429</b>

Hiệu quả vận hành	2022A	2023F	2024F	2025F
Số ngày phải thu	46	53	53	45
Số ngày tồn kho	22	25	25	21
Số ngày phải trả	19	19	19	19
Thời gian luân chuyển tiền	49	59	59	47
COGS / Hàng tồn kho	16	15	15	17

## IX. PHỤ LỤC

### 1. Danh sách công ty con và công ty liên kết [\(Quay lại Cơ cấu doanh nghiệp\)](#)

#### 1.1. Công ty con

Tên công ty	Vốn điều lệ (tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh
CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	400	51%	Khai thác cảng biển
CTCP Lai dắt và Vận tải Cảng Hải Phòng	27	60%	Hoạt động tàu lai và chuyển tải hàng hóa
Cty TNHH MTV Cảng Hoàng Diệu	430	100%	Khai thác cảng biển
Cty TNHH MTV Trung tâm Y tế Cảng Hải Phòng	15	100%	Khám chữa bệnh, dịch vụ y tế
Cty TNHH MTV Đào tạo kỹ thuật Nghiệp vụ Cảng Hải Phòng	01	100%	Giáo dục nghề nghiệp

Nguồn: PHP

#### 1.2. Công ty liên kết

Tên công ty	Vốn điều lệ (tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh
CTCP Đầu tư Phát triển Dịch vụ Cảng Hải Phòng	103	30,52%	Kinh doanh bất động sản
CTCP Đầu tư và Thương mại Hàng hải Hải Phòng	85	27,61%	Xây dựng công trình và vận tải đường bộ
Cty TNHH KM Cargo Services Hải Phòng	35,4	36%	Logistics và vận tải
CTCP HPH Logistics	30	38,81%	Kho bãi và lưu giữ
CTCP Logistics Cảng Sài Gòn	15	20%	Kho bãi và lưu giữ
Cty TNHH Tiếp vận SITC – Đình Vũ *	252,3	49%	Lai dắt và kho bãi

Nguồn: PHP

(\* Công ty nắm giữ gián tiếp thông qua công ty con CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ

### 2. Các tuyến dịch vụ làm hàng tại cảng HICT Lạch Huyện [\(Quay lại Triển vọng Bền số 3, 4\)](#)

Tên tuyến dịch vụ	Đơn vị khai thác	Tuyến vận chuyển
<b>CBX</b>	<b>CMA – CGM</b>	<b>Châu Á – Bắc Mỹ</b>
PS3	THEA	Châu Á – Bắc Mỹ
TPX	Maersk	Châu Á – Bắc Mỹ
AA3	Wan Hai Lines	Châu Á – Bắc Mỹ
<b>AAC</b>	<b>COSCO</b>	<b>Châu Á – Bắc Mỹ</b>
SANTANA	MSC	Châu Á – Bắc Mỹ
SENTOSA	MSC	Châu Á – Bắc Mỹ
ZXB	ZIM	Châu Á – Bắc Mỹ
PN2	THEA	Nội Á

Tên tuyến dịch vụ	Đơn vị khai thác	Tuyến vận chuyển
<b>CYH</b>	<b>COSCO</b>	<b>Nội Á</b>
ORCHID	MSC	Nội Á
<b>BBX3</b>	<b>CMA – CGM</b>	<b>Nội Á</b>
CI7	Wan Hai Lines	Nội Á
CBX2	SITC Lines	Nội Á
RWA1	RCL	Nội Á

*Nguồn: HICT, FPT S Research*

### 3. Cầu cảng số 4, số 5, bãi container cảng Chùa Vẽ [\(Quay lại Phân tích tài chính\)](#)

Cầu cảng số 4, số 5 bến cảng Chùa Vẽ là hạng mục thuộc Dự án cải tạo, nâng cấp cảng Hải Phòng giai đoạn 2 do Thủ tướng Chính phủ phê duyệt. Chủ đầu tư của dự án là Bộ Giao thông vận tải và nguồn vốn từ vay ODA Nhật Bản và vốn đối ứng của Chính Phủ.

PHP được chỉ định thuê quản lý khai thác tài sản này. Qua đó, doanh nghiệp hạch toán tăng tài sản và vay nợ đối với cầu cảng số 4, số 5 cảng Chùa Vẽ. Tính đến cuối năm 2022, nguyên giá và giá trị còn lại của tài sản có giá trị lần lượt là 279,7 tỷ VND và 148,9 tỷ VND. Giá trị nợ vay ghi nhận là 383,3 tỷ VND.

Theo Nghị định số 43/2018/NĐ-CP, cầu cảng số 4, số 5 được thực hiện đấu giá cho thuê khai thác kể từ năm 2020 thay vì chỉ định như trước. Do vậy, PHP đã dừng trích khấu hao và dừng ghi nhận chi phí lãi vay đối với tài sản này để chờ được phê duyệt phương án quản lý chính thức. Tuy vậy, đến nay các bên vẫn chưa có giải pháp cụ thể. Việc này đã khiến kiểm toán đưa ra ý kiến ngoại trừ đối với doanh nghiệp trong 3 năm liên tục. Cổ phiếu của PHP cũng vì vậy bị hủy niêm yết trên sàn HNX và chuyển sang sàn UPCOM kể từ tháng 9/2022.

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu PHP, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Trụ sở chính**

Số 52 Lạc Long Quân, Phường  
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt  
Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3 Tòa nhà 136-138 Lê Thị  
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái  
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,  
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.28) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,  
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.23) 6355 3888