



CTCP Tàu cao tốc Superdong [MUA, +41.7%] (SKG: HOSE)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

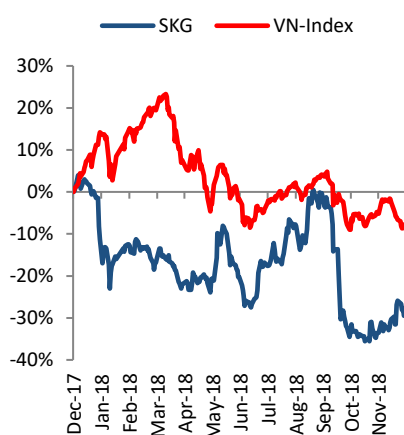
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	17,000
Giá mục tiêu (đồng/cp)	24,082
Tiềm năng tăng/giảm (%)	41.7
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	27,060
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	16,000
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	-29.2
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	-13.4
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	-29.4
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	978.8
KLGDQB (SLCP, 3 tháng)	226,903
SL CP lưu hành (triệu cp)	57.6
Nước ngoài đang sở hữu (%)	43.8
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	5.5
P/E dự phóng 12 tháng (x)	8.3

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2016A	2017A	2018E	2019F
Doanh thu (tỷ đồng)	355.7	401.5	454.6	522.8
Tăng trưởng (% y/y)	16.6	12.9	13.2	15.0
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	212.9	172.9	154.1	167.9
Tăng trưởng (% y/y)	21.7	-18.8	-10.9	9.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	59.9	43.1	33.9	32.1
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	666.1	804.7	886.8	956.9
Tổng tài sản (tỷ đồng)	714.8	825.7	903.3	973.4
ROA (%)	34.9	22.9	17.8	17.2
ROE (%)	34.3	22.4	18.2	17.5
EPS (đồng)	4,438	3,603	3,211	2,915.4
BVPS (đồng)	20,537	16,772	15,403	16,620.8
Cổ tức (đồng)	1,000	1,000	1,500	1,000.0
P/E (x)	2.9	5.0	5.5	8.3
EV/EBITDA (x)	2.6	3.9	5.5	N/A
P/B (x)	0.9	1.1	1.1	1.4

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Là doanh nghiệp dẫn đầu ở khu vực miền Trung và Tây Nam Bộ trong lĩnh vực vận tải hành khách du lịch, Ô tô, xe máy và hàng hóa với 15 tàu cao tốc và 2 phà hành khách cao tốc.
- Các địa bàn hoạt động của SKG là Sóc Trăng, Côn Đảo, Nam Du, Phú Quốc, Rạch Giá, Hà Tiên trong đó Phú Quốc sẽ được quy hoạch trở thành đặc khu kinh tế với 3 khu đô thị lớn và 15 khu du lịch sinh thái, 2 khu du lịch phức hợp và 5 sân Golf, tổ hợp sòng bài. Điều này tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của SKG trong dài hạn.
- Lượt khách quốc tế đến Việt Nam tăng trưởng vượt trội (trên 25%) trong 2 năm gần đây cũng như việc Chính phủ có quy hoạch rõ ràng trong phát triển du lịch hứa hẹn triển vọng kinh doanh trong dài hạn của SKG.
- Diễn biến giá dầu DO đang trên đà giảm và dự báo tiếp tục suy giảm trong giai đoạn 2019 – 2020 giúp SKG cải thiện biên lợi nhuận.

ĐIỂM HỖ TRỢ ĐẦU TƯ

- Doanh thu tăng trưởng khá tốt, trung bình ở mức 15% YoY.
- Tình hình tài chính công ty rất lành mạnh, không vay nợ. Chiếm phần lớn trong cơ cấu tài sản là tài sản dài hạn nhưng tỷ lệ tài sản ngắn hạn đang tăng dần với khoản tiền mặt tích lũy lớn và ứng trước để đóng tàu.
- SKG là doanh nghiệp duy nhất trên sàn hoạt động trong ngành vận tải hành khách bằng đường thủy. Mức cổ tức bằng tiền mặt đều đặn qua các năm và mặt bằng giá cổ phiếu đang khá rẻ so với thị trường.

ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh để định giá cổ phiếu SKG.
- Giá mục tiêu: SKG được xác định giá hợp lý ở mức 24,000 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu SKG.
- Rủi ro chính của SKG đó là biến động giá nhiên liệu đầu vào và cạnh tranh với các đối thủ mới.

Vân Duy Ngọc Tân – Chuyên viên Nghiên cứu

tanvdu@eves.com.vn

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Ngành nghề kinh doanh

CTCP Tàu cao tốc Superdong – Kiên Giang được thành lập 14/11/2007 với vốn điều lệ ban đầu là 9.6 tỷ đồng. Sau hơn 6 năm phát triển, đến cuối 3Q18 vốn điều lệ của Superdong đã đạt 575.6 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu đạt 859.1 tỷ đồng; tổng tài sản đạt 875.6 tỷ đồng. Hoạt động chính của công ty là vận chuyển hành khách, hàng hóa đến Phú Quốc, Côn Đảo, Phú Quý, Nam Du bằng 15 tàu cao tốc Superdong và 2 Phà cao tốc với các tuyến chính là Sóc Trăng ↔ Côn Đảo, Nam Du ↔ Rạch Giá ↔ Phú Quốc ↔ Hà Tiên. Ngoài ra mới đây công ty đã mở thêm tuyến Phan Thiết ↔ Phú Quý để khai thác tiềm năng du lịch của hòn đảo Phú Quý còn hoang sơ xinh đẹp.

Nguyên liệu chính là dầu DO

Dầu DO là nguyên liệu chính để vận hành các tàu cao tốc. Công ty ký các hợp đồng nguyên tắc với các nhà cung cấp là các công ty kinh doanh xăng dầu với quy mô lớn như DNTN Phi Hải, Xăng dầu Kiên Giang, Tây Nam Bộ, Sóc Trăng với mức giá bằng giá tại thời điểm cung cấp có trừ phần hoa hồng là 2% - 3%. Tiền xăng dầu thường được công ty ứng trước cho nhà cung cấp trước 10 ngày. Mỗi tàu sẽ cần đổ dầu DO nguyên liệu bình quân 3 lần/tuần. 9T18, giá dầu DO tăng mạnh từ 11,472 đồng/lít lên 15,146 đồng/lít, làm ảnh hưởng khá nhiều đến kết quả kinh doanh của công ty. Tính đến hiện tại, mức độ biến động của dầu DO đã thấp hơn nhiều. Giá dầu DO đã ổn định hơn và ở mức 16,000 đồng/ lít đã phần nào giảm tác động xấu lên tình hình kinh doanh của công ty.

Năng lực vận chuyển

Hiện nay Công ty có 15 tàu cao tốc (275-306 hành khách/tàu) và 02 phà chuyên chở hành khách, phương tiện vận tải, hàng hóa từ đất liền tới các đảo Phú Quốc. Ngoài ra còn có các dịch vụ đi kèm như xe trung chuyển, dịch vụ ăn uống nhanh trên các tuyến tàu cũng được triển khai để tối ưu hóa tiện ích cho khách hàng.

Bảng 1: Tỷ lệ lấp đầy các tuyến và thị phần của SKG

Tuyến	Tàu cao tốc	Số lượng tàu	Tổng công suất ghế ngồi	Tỷ lệ lấp đầy		Thị phần	
				2017	2016	2017	2016
Rạch Giá - Phú Quốc	III, IV, V, X, XII*	5	1,437	70-75%	80-85%	80%	97%
Hà Tiên - Phú Quốc							
<i>Tàu cao tốc</i>	VI, VII, VIII, IX	4	1,224	80-85%	80-85%	90%	90%
<i>Phà cao tốc</i>	PI, PII	2	458	N/A	-	N/A	-
Rạch Giá - Nam Du	I, II, XI	3	536	70-80%	70-80%	70%	70%
Phan Thiết - Phú Quý	I	1	306				
Sóc Trăng - Côn Đảo	Côn Đảo I, II	2	306	50-55%	-	100%	-

Nguồn: SKG

Khách hàng – Thị trường

Đối tượng khách hàng chính của công ty là các khách du lịch. Ngoài ra, các khách địa phương có nhu cầu đi lại giữa Rạch Giá, Hà Tiên, Nam Du và đảo Phú Quốc, Phú Quý cũng là đối tượng khách hàng thường xuyên của công ty.

Do mặt bằng giá vé máy bay hiện nay của các hãng hàng không giá rẻ như Vietjet Air và Jetstar Pacific ở mức khá thấp 500,000 – 1,000,000 đồng/lượt đến Phú Quốc nên các hành khách có thu nhập khá trở lên và các khách hàng doanh nhân ít có thời gian di chuyển giữa Tp. HCM và Phú Quốc lựa chọn máy bay là phương tiện chính. Đây cũng là đối thủ cạnh tranh chính trên các tuyến đến Phú Quốc của SKG.

Do chủ yếu phục vụ các đối tượng du lịch nên hoạt động kinh doanh của công ty tập trung vào các ngày cuối tuần, các dịp Lễ, Tết. Đặc tính mùa vụ kéo dài từ Tết Nguyên Đán đến tháng 07 hàng năm. Đây là mùa cao điểm với tỷ lệ lấp đầy bình quân mỗi chuyến khoảng 80-90% trở lên, giai đoạn từ đầu tháng 08 đến

tháng 12 thường lượng khách ít hơn với tỷ lệ lấp đầy bình quân mỗi chuyến chỉ khoảng 50% trở lên.

Bảng 2: Thống kê lượt khách du lịch đến Kiên Giang

Chỉ tiêu	2016	2017	2018E	CAGR
I. Tổng số lượt khách (lượt)	5,637,282	6,079,179	7,100,000	12.2%
<i>Khách quốc tế (lượt)</i>	309,793	368,207	430,000	17.8%
Trong đó: Phú Quốc (lượt)	2,651,318	2,963,395	3,400,000	13.2%
<i>Khách quốc tế (lượt)</i>	267,439	318,543	365,000	16.8%
1. Khách tham quan khu, điểm du lịch (lượt)	2,955,122	3,165,053	3,950,000	15.6%
2. Khách lưu trú du lịch (lượt)	2,517,644	2,716,612	2,915,000	7.6%
II. Thời gian lưu trú bình quân (ngày/khách)	1.6	1.7	1.7	1.7
<i>Khách quốc tế (ngày/khách)</i>	2.4	2.4	2.5	2.4

Nguồn: Sở Du Lịch Kiên Giang

Kế hoạch đầu tư phát triển

Đầu tư khách sạn 3 sao tại Côn Đảo: SKG bắt đầu kế hoạch đầu tư xây dựng khách sạn tại Côn Đảo vào 10/2017. Dự án này dự kiến được xây dựng tại đường Phạm Văn Đồng, khu dân cư số 5, huyện Côn Đảo với quy mô khách sạn tiêu chuẩn 3 sao, khoảng 150 phòng. Theo SKG, đây là dự án dài hạn nằm trong chuỗi giá trị vận chuyển hành khách tuyến Sóc Trăng – Côn Đảo của doanh nghiệp. Dự án khách sạn này dự kiến sẽ đi vào hoạt động năm 2022 với tổng mức đầu tư khoảng 100 tỷ đồng.

Bến tàu Trần Đề – Sóc Trăng: do SKG xây dựng dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2018. SKG hiện đang xây cảng đón khách riêng tại Sóc Trăng, với tổng chi phí là 90 tỷ đồng nhằm chủ động và linh hoạt hơn trong hoạt động. Thời điểm hiện tại, SKG đang tạm thời sử dụng cảng quân sự Trần Đề – Sóc Trăng để đón khách. UBND tỉnh Sóc Trăng đã có kiến nghị với Chính phủ và việc thay đổi quy hoạch theo đó Cảng Trần Đề sẽ là Cảng biển đặc biệt của quốc gia (hạng 1A), nguồn vốn đến từ xã hội hóa. Việc SKG đầu tư ngay từ ban đầu theo chúng tôi sẽ là lợi thế rất lớn cho việc khai thác các tuyến hàng hải nơi đây.

Tuyến Hồ Chí Minh – Côn Đảo: công ty đã nghiên cứu việc mở thêm tuyến Hồ Chí Minh – Côn Đảo. Tuy nhiên do nhận thấy quãng đường di chuyển dài dẫn đến tiêu hao nhiên liệu lớn, nhu cầu thị trường chưa đủ lớn và việc mở tuyến Sóc Trăng – Côn Đảo đã mở ra cửa ngõ kết nối cho các tỉnh đồng bằng Sông Cửu Long với huyện đảo Côn Đảo nên Ban lãnh đạo đã tạm thời ngưng thực hiện dự án này.

Khu hậu cần cảng tại Hà Tiên: nhằm phục vụ tuyến Hà Tiên – Phú Quốc. Chi phí đầu tư dự án này không đáng kể so với quy mô hoạt động của SKG.

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Các tuyến hoạt động

SKG hoạt động trong lĩnh vực chính là vận tải hành khách, ô tô, xe máy và hàng hóa bằng tàu cao tốc và phà cao tốc. Tại thời điểm cuối 2018, doanh nghiệp đang hoạt động trên các tuyến sau:

5 tàu cao tốc hoạt động trên tuyến Rạch Giá – Phú Quốc, phục vụ 210-230 khách/tàu. Doanh thu năm 2017 là 190.1 tỷ đồng. Thị phần tuyến này trong 2018 là 80%

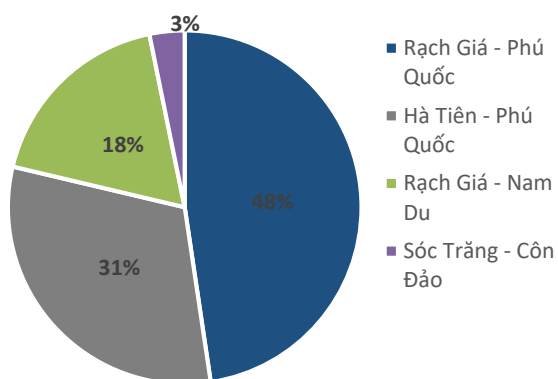
4 tàu cao tốc và 2 phà cao tốc trên tuyến Hà Tiên – Phú Quốc (chiếm 31% tổng doanh thu). Tàu cao tốc phục vụ khoảng 275 khách/tàu. Trong 2018, SKG đưa thêm 1 phà cao tốc vận hành tại tuyến này. Doanh thu năm 2017 là 121.2 tỷ đồng (trong đó 121.2 tỷ đến từ tàu cao tốc và 2.7 tỷ đồng đến từ phà cao tốc). Thị phần tuyến này trong 2018 là 80%.

3 tàu cao tốc hoạt động trên tuyến Rạch Giá – Nam Du (chiếm 18% tổng doanh thu), phục vụ khoảng 190-220 khách/tàu. Doanh thu năm 2017 đạt 72.2 tỷ đồng. Thị phần tuyến này trong 2018 là 75%.

2 tàu cao tốc hoạt động trên tuyến Sóc Trăng – Côn Đảo (chỉ mới hoạt động từ 14/07/2017 và chiếm 3% tổng doanh thu). Trong 2018, SKG cũng đã đưa thêm 1 tàu cao tốc mới chạy trên tuyến này. Hiện tại SKG không có đối thủ cạnh tranh tại tuyến này. Doanh thu năm 2017 đạt 12.8 tỷ đồng

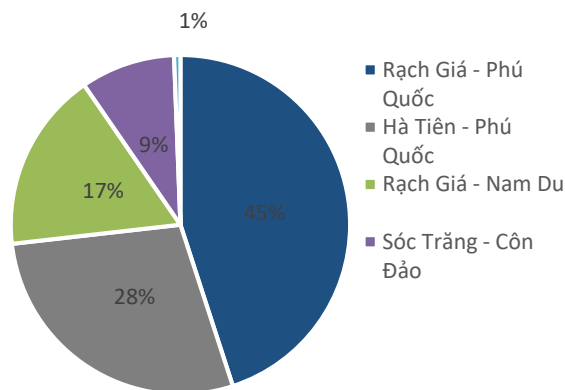
1 tàu hoạt động trên tuyến Phan Thiết – Phú Quý. Superdong khai trương tuyến này vào 21/06/2018. Dự kiến trong năm 2018, tuyến này đem lại doanh thu 2,7 tỷ đồng. Trong 1Q19 sẽ khai trương thêm tàu Phú Quý 2. Tổng vốn đầu tư cho 2 tàu là 4.4 triệu USD được lấy từ nguồn vốn tự có của công ty.

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu SKG 2017



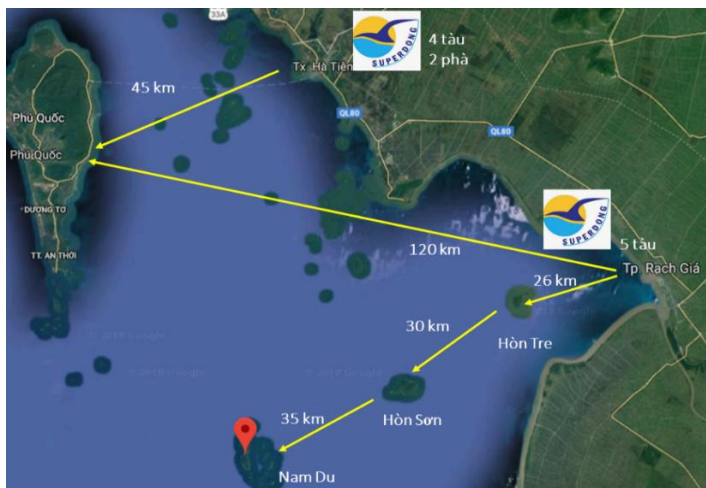
Nguồn: SKG

Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu SKG 2018F



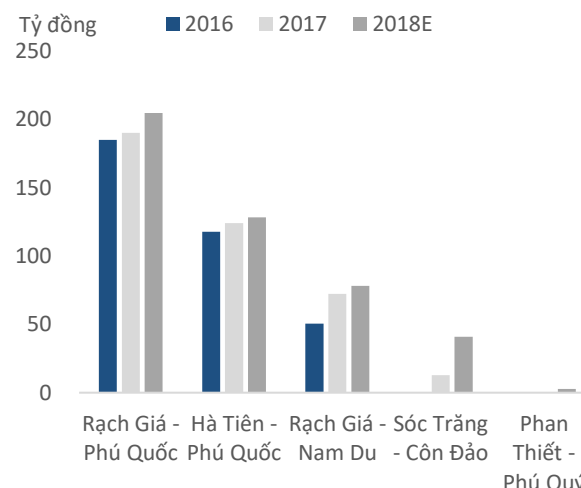
Nguồn: SKG

Hình 1: Các tuyến hoạt động của SKG



Nguồn: SKG

Biểu đồ 3: Doanh thu các tuyến của SKG 2018F



Nguồn: SKG

Tình hình cạnh tranh

• Tuyến Rạch Giá ↔ Phú Quốc

Được mở ra từ năm 2008, đây là một trong những tuyến vận tải chính và đem lại nguồn doanh thu lớn cho SKG. Thành phố Rạch Giá có lợi thế là đầu mối giao thông của tỉnh Kiên Giang với nhiều điểm du lịch, các tuyến xe khách có điểm đến ở nơi đây và hệ thống sân bay Kiên Giang do Vietnam Airlines khai thác đường bay.

Ban đầu tỷ trọng doanh thu của tuyến Rạch Giá – Phú Quốc chiếm 97% trong cơ cấu doanh thu năm 2011 của SKG nhưng ngày càng giảm do cạnh tranh từ những hãng máy bay giá rẻ của Vietjet Air, Jetstar Pacific, các hãng tàu như Ngọc Thành, Phú Quốc Express và tuyến Hà Tiên – Phú Quốc mở ra từ năm 2011. Hiện tại, Ngọc Thành đã hoàn toàn dừng hoạt động. Thị phần của SKG là 80% và đối thủ Phú Quốc Express là 20%.

Bảng 3: So sánh tàu Superdong và Phú Quốc Express trên tuyến Rạch Giá – Phú Quốc

	Superdong	Phú Quốc Express
Số tàu	5 tàu	2 tàu
Số chuyến trung bình mỗi ngày	5 chuyến	3 chuyến (2 tàu chạy 3 chuyến)
Thời gian đi (giờ)	2h30p	2h30p
Tải trọng (hành khách)	Tàu S3-4: 306 khách Tàu S5-10-12: 275 khách	295 khách
Thiết kế tàu	Tàu vỏ hợp kim nhôm, 1 thân	Tàu vỏ hợp kim nhôm, 2 thân Tiêu hao nhiên liệu cao hơn so với tàu của Superdong, tuy nhiên tàu chạy êm hơn
Công suất (mã lực tàu)	Tàu S3-4: 2,080 Tàu S5-10-12: 1,518	1,816
Giá vé (đồng)	330,000/người lớn	340,000/người lớn
Xe trung chuyển	Có	Không

Nguồn: SKG

Tình hình cạnh tranh

- **Tuyến Hà Tiên ↔ Phú Quốc**

Được mở ra từ năm 2008, đây là một trong những tuyến vận tải chính và đem lại nguồn doanh thu lớn cho SKG. Thành phố Rạch Giá có lợi thế là đầu mối giao thông của tỉnh Kiên Giang với nhiều điểm du lịch, các tuyến xe khách có điểm đến ở nơi đây và hệ thống sân bay Kiên Giang do Vietnam Airlines khai thác đường bay.

Ban đầu tỷ trọng doanh thu của tuyến Rạch Giá – Phú Quốc chiếm 97% trong cơ cấu doanh thu năm 2011 của SKG nhưng ngày càng giảm do cạnh tranh từ những hãng máy bay giá rẻ của Vietjet Air, Jetstar Pacific, các hãng tàu như Ngọc Thành, Phú Quốc Express và tuyến Hà Tiên – Phú Quốc mở ra từ năm 2011. Hiện tại, Ngọc Thành đã hoàn toàn dừng hoạt động. Thị phần của SKG là 80% và đối thủ Phú Quốc Express là 20%

Bảng 4: So sánh quãng đường từ Tp. HCM đến Phú Quốc qua Hà Tiên và Rạch Giá

	Tp. HCM – Hà Tiên – Phú Quốc	Tp. HCM – Rạch Giá - Phú Quốc
Khoảng cách	45 km (từ Hà Tiên đến Phú Quốc)	120 km (từ Rạch Giá đến Phú Quốc)
Thắng cảnh	Hà Tiên nhiều hơn Rạch Giá	Rạch Giá ít hơn Hà Tiên
Thời gian đi xe từ TP.HCM	Trung bình 7h30p	Trung bình 7h
Thời gian đi tàu	1h20p	2h30p
Tổng thời gian đi xe và tàu	8h50p	9h30p
Giá vé tàu cao tốc	215,000-230,000/người lớn	280,000-330,000/người lớn
Ưu điểm, nhược điểm	- Tổng thời gian đi tàu và xe ngắn hơn. - Thời gian đi tàu ngắn hơn nên các công ty du lịch và những hành khách dễ bị say sóng sẽ ưu tiên chọn hơn. - Giá vé rẻ hơn.	- Tổng thời gian đi tàu và đi xe dài hơn. - Thời gian đi tàu dài hơn và giá vé cao hơn so với tuyến Hà Tiên - Phú Quốc

Nguồn: SKG

Hiện nay tàu Ngọc Thành đã dừng hoạt động ở tuyến này do đó đối thủ duy nhất của SKG đó là Phú Quốc Express. Do số lượng tàu của SKG áp đảo (5 tàu) so với Phú Quốc Express (2 tàu) nên thị phần của SKG hiện tại là 80% còn Phú Quốc Express chỉ chiếm 20% thị phần.

Tuy nhiên, tình hình cạnh tranh tại tuyến Hà Tiên – Phú Quốc ngày càng căng thẳng do từ năm ngoái, Phà Thạnh Thới và Bình An đều đưa thêm các tuyến mới vào hoạt động dẫn đến nguồn cung tăng lên. Doanh thu SKG trên tuyến này dự kiến ngày càng tăng trưởng chậm lại. Năm 2016 doanh thu tăng trưởng 16% nhưng đến năm 2017 chỉ còn đạt mức tăng trưởng 5%.

Bảng 5: So sánh tàu Superdong và Phú Quốc Express trên tuyến Hà Tiên – Phú Quốc

	Superdong	Phú Quốc Express
Số tàu	4 tàu	1 tàu
Số chuyến trung bình mỗi ngày	4 chuyến	3 chuyến (1 tàu chạy 3 chuyến)
Thời gian đi (giờ)	1h15p	1h15p
Tải trọng (hành khách)	275 khách	259 khách
Thiết kế tàu	Tàu mới, vỏ hợp kim nhôm, 1 thân	Tàu mới, vỏ hợp kim nhôm, 2 thân Tiêu hao nhiên liệu cao hơn, so với tàu của Superdong, tuy nhiên tàu chạy êm hơn
Công suất (mã lực tàu)	1,518	1,816
Giá vé (đồng)	230,000/người lớn	250,000/người lớn
Xe trung chuyển	Có	Không

Nguồn: SKG

Tình hình cạnh tranh

- **Tuyến Rạch Giá ↔ Nam Du**

Được mở ra từ năm 2011, đây là 1 trong những điểm nóng du lịch có tốc độ tăng trưởng lượng khách đến hàng năm trên 30%. Mức tăng trưởng lượng khách của Superdong tuyến Rạch Giá – Nam Du trong năm 2017 là 50%. Đối thủ cạnh tranh duy nhất của SKG trên tuyến này là tàu Ngọc Thành. Bắt đầu từ năm 08/10/2018, Phú Quốc Express cũng đã triển khai 1 chuyến trên tuyến này. Hiện nay SKG nắm 70% thị phần và Ngọc Thành nắm 30%.

Bảng 6: So sánh tàu Superdong, Phú Quốc Express và Ngọc Thành trên tuyến Rạch Giá – Nam Du

	Superdong	Phú Quốc Express	Ngọc Thành
Số tàu	2-3 tàu	1 tàu	1 tàu
Số chuyến trung bình mỗi ngày	2-3 chuyến	1	1 chuyến
Thời gian đi (giờ)	1h15p	1h15'	1h15p
Tải trọng (hành khách)	261-275 khách	259 khác	160 khách
Thiết kế tàu	Tàu mới, vỏ hợp kim nhôm, 1 thân	Tàu mới, vỏ hợp kim nhôm, 2 thân Tiêu hao nhiên liệu cao hơn so với tàu của Superdong, tuy nhiên tàu chạy êm hơn	Tàu cũ, vỏ thép, 1 thân Tiêu hao nhiên liệu cao hơn so với tàu của Superdong và Phú Quốc
Công suất (mã lực tàu)	1.518	N/A	1.2
Giá vé (đồng)	210,000/người lớn	230,000/người lớn	205,000/người lớn

Nguồn: SKG

Tình hình cạnh tranh

- **Tuyến Sóc Trăng ↔ Côn Đảo**

Được đưa vào khai thác từ tháng 07/2017 với tàu Superdong Côn Đảo 1. Trong tháng 01/2018, SKG đã đưa thêm tàu Superdong Côn Đảo 2 vào II chạy trên tuyến này. Việc đưa vào khai thác tuyến Sóc Trăng – Côn Đảo đã mở ra cửa ngõ giao thông giữa Côn Đảo và các tỉnh thuộc Đồng Bằng Sông Cửu Long và đây là dự án rất được các cấp, ngành quan tâm. Tuy nhiên do mới đưa vào hoạt động nên tỷ lệ lấp đầy hiện chỉ ở mức 50 – 55%. Hiện nay đối thủ cạnh tranh của SKG đó là Tàu khách Côn Đảo 1 và 2 do Ban Quản lý Cảng Bến Đầm – Vũng Tàu quản lý và tuyến bay Hồ Chí Minh – Côn Đảo do VASCO khai thác. Tuy nhiên SKG có những lợi thế cạnh tranh áp đảo so với tuyến tàu của cảng Bến Đầm. Khi Cảng Sóc Trăng hoàn thành, SKG sẽ mở thêm các dịch vụ như nhà chờ, hàng lưu niệm, dịch vụ ăn uống...) để tạo thêm giá trị gia tăng và doanh thu cho công ty.

Giá vé máy bay VASCO (thuộc Vietnam Airlines) ở mức 1,980,000 đồng/chuyến và chỉ tổ chức bay trung bình 2 ngày/chuyến với công suất 50 người trên chuyến bằng máy bay ATR 72. Công suất vận chuyển thấp, không linh hoạt

cùng với giá vé cao tập trung vào nhóm đối tượng khách hàng trung lưu nên đây không phải là yếu tố cạnh tranh chính đối với SKG.

Bảng 7: So sánh tàu Superdong và Tàu khách Côn Đảo trên tuyến Rạch Giá – Nam Du

	Superdong	Tàu khách Côn Đảo
Số tàu	2 tàu	2
Số chuyến trung bình mỗi ngày	2-3 chuyến	1 chuyến
Thời gian đi (giờ)	2h30p	8h
Tải trọng (hành khách)	306 khách	Côn Đảo 09 - 238, Côn Đảo 10 - 148
	Tàu mới, vỏ hợp kim nhôm, 1 thân	Tàu cũ, 1 thân
Thiết kế tàu		Tiêu hao nhiên liệu cao hơn so với tàu của Superdong, tàu chạy dốc nhất là những khoang ghế ngồi
Công suất (mã lực tàu)	1,518	N/A
Giá vé (đồng)	210,000/người lớn	230,000/người lớn

Nguồn: SKG

Tình hình cạnh tranh

- **Tuyến Phan Thiết ↔ Phú Quý**

Tuyến Phan Thiết – Phú Quý được đưa vào khai thác trong năm nay (21/06/2018) nhằm mở rộng sự lựa chọn cho du khách cũng như thúc đẩy lượng du khách đến với Phú Quý. Phú Quý được kênh Travel CNN đánh giá là một trong những bãi biển đẹp nhất Biển Đông. Trên đảo có nhiều di tích văn hóa như chùa Linh Quang, đền thờ Công chúa Bàn Tranh... và các loại hải sản nổi tiếng như Cua Huỳnh đế, Cá Mú đỏ. Tuy nhiên du lịch nơi đây vẫn kém phát triển do giao thông không thuận lợi và Chính phủ hiện tại không có kế hoạch phát triển sân bay tại đây. Ngoại trừ tàu cao tốc do Superdong đầu tư khai thác thì tất cả các tàu do các hãng khác triển khai hiện tại đều là tàu chậm và 1 tàu trung tốc của hãng tàu Hưng Phát. Do đó SKG có lợi thế cạnh tranh tuyệt đối ở tuyến đường này.

Đầu năm 2019, Phú Quý Express (hãng GreenlinesDP) đã chính thức khai trương hoạt động. Tàu có sức chứa 289 hành khách với 215 giường nằm và 74 ghế ngồi. Thời gian di chuyển là 2h. Giá vé 350,000-400,000 đồng/người. Đây sẽ là đối thủ cạnh tranh trực tiếp với Superdong trong 2019.

Bảng 8: So sánh tàu Superdong và Tàu khách địa phương trên tuyến Phan Thiết – Phú Quý

	Bình Thuận 16 và 18	Quê Hương 2	Phú Quý 7	Hưng Phát	Superdong
Loại tàu	Tàu chậm	Tàu chậm	Tàu chậm	Tàu trung tốc	Tàu cao tốc
Số chuyến trung bình mỗi ngày	0-1 chuyến/ngày	0-1 chuyến/ngày	0-1 chuyến/ngày	1 chuyến/ngày	N/A
Thời gian đi (giờ)	6-7h	6-7h	6-7h	3.5-4h	2-2.5h
Giá vé (đồng /người)	150,000-250,000	150,000-250,000	150,000-250,000	250,000-350,000	330,000
Tải trọng	160 khách	160 khách	160 khách	256 khách	N/A

Nguồn: SKG

Tình hình cạnh tranh

- **Hoạt động phà cao tốc**

Ở tuyến Hà Tiên – Phú Quốc có 3 doanh nghiệp khai thác mảng phà cao tốc là Superdong (2 phà), Thạnh Thới (7 phà) và Bình An (2 phà) trong đó Phà Thạnh Thới hoạt động lâu nhất. Chính sách giá của cả 3 công ty tương đồng nên cạnh tranh chủ yếu ở chất lượng dịch vụ. Đồng thời trong 2 năm qua, SKG đã hỗ trợ chính quyền Hà Tiên hơn 9 tỷ đồng để xây dựng cảng do đó sẽ có những lợi thế cạnh tranh nhất định khi Cảng Hà Tiên đi vào hoạt động.

Ở tuyến Rạch Giá – Phú Quốc, SKG dự định đưa 1 phà vào hoạt động trong năm 2019. Hiện nay tuyến này chưa có doanh nghiệp nào khai thác phà cao

tốc nên SKG sẽ độc quyền hoạt động tại đây. Mức đầu tư ban đầu dự kiến là 2.65 triệu USD với sức chở 354 hành khách, xe máy, hàng hóa.

Bảng 9: So sánh phà cao tốc của một số hãng

	Superdong	Thạnh Thới	Bình An
Điểm xuất phát (Hà Tiên)	Cảng Hà Tiên	Cảng Hà Tiên	Cảng Hà Tiên
Điểm đến (Phú Quốc)	Bãi Vòng	Đá Chông/Bãi Vòng	Bãi Vòng
Số lượng phà	2	7	2
Thời gian di chuyển	2.5 h	2.5h (Bãi Vòng) 3h (Đá Chông)	2.5h
Công suất hành khách	229	396	250
Công suất vận tải	150 xe máy và 11 xe bus	200 xe máy và 2-5 xe bus	150 xe máy và 11 xe bus
Ghế ngồi	Ghế nệm	Ghế nệm	Ghế nhựa
Dịch vụ	Tương đương nhau, đều có phòng VIP, đồ ăn, nước uống, máy lạnh		
Giá vé hành khách	Bằng nhau với 185,000 đồng/khách		
Giá vé xe máy, xe bus	Bằng nhau, với 80,000 đồng/xe máy và 1.2 triệu đồng/xe ô tô 10-16 chỗ		

Nguồn: SKG

Chất lượng đội tàu

• Tuyến Nam Du ↔ Rạch Giá ↔ Phú Quốc ↔ Hà Tiên

Ở tuyến Nam Du ↔ Rạch Giá ↔ Phú Quốc ↔ Hà Tiên, SKG có 2 đối thủ cạnh tranh trực tiếp đó là Ngọc Thành và Phú Quốc Express trong đó Ngọc Thành chỉ còn hoạt động trên tuyến Nam Du – Rạch Giá và cũng là đơn vị có lợi thế cạnh tranh kém nhất về chất lượng tàu và công suất vận chuyển.

Bảng 10: So sánh chất lượng tàu của các hãng

Rạch Giá - Nam Du	Superdong	Phú Quốc Express	Ngọc Thành
Tuyến hoạt động	Nam Du - Rạch Giá - Phú Quốc - Hà Tiên	Nam Du - Rạch Giá - Phú Quốc - Hà Tiên	Nam Du - Rạch Giá
Số tàu	14	6	4
Tải trọng (hành khách)	261-275 khách	259 khách	160 khách
Thiết kế tàu	Tàu mới, vỏ hợp kim nhôm, 1 thân Ít tiêu hao nhiên liệu, tàu chạy khá êm nhưng vẫn còn chao đảo do thiết kế 1 thân	Tàu mới, vỏ hợp kim nhôm, 2 thân Tiêu hao nhiên liệu cao hơn so với tàu của Superdong, tuy nhiên tàu chạy êm hơn	Tàu cũ, vỏ thép, 1 thân Tiêu hao nhiên liệu cao hơn so với tàu của Superdong và Phú Quốc
Công suất (mã lực tàu)	1,518	N/A	1,200
Phân khúc	Giá trung bình	Giá cao	Giá rẻ

Nguồn: SKG

So với Ngọc Thành, SKG có lợi thế là có 2 tàu chạy trên tuyến Rạch Giá – Nam Du nên khả năng điều động linh hoạt, tàu chạy êm hơn và ít tốn nhiên liệu trong khi giá vé gần như ngang bằng với Ngọc Thành. Điều này có được là nhờ lợi thế về quy mô hoạt động lớn của SKG. Tuy nhiên Ngọc Thành vẫn hoạt động được lý do ở những mùa cao điểm du lịch, số lượng vé tuyến Nam Du cực kỳ khan hiếm và chủ yếu phân phối cho các công ty du lịch. Do đó vẫn còn dư địa thị trường cho tàu Ngọc Thành hoạt động.

Đối thủ lớn nhất hiện tại của SKG là Phú Quốc Express. Tuy nhiên chung tôi đánh giá, về dài hạn SKG vẫn có những lợi thế cạnh tranh hơn so với Phú Quốc Express ở những điểm sau:

- Số lượng tàu lớn, tiềm lực tài chính mạnh: Do số lượng tàu nhiều SKG có khả năng điều động linh hoạt hơn so với Phú Quốc Express (1 tàu chạy 3 chuyến/ngày). Công suất chỗ ngồi của SKG hiện là 2,000 so với 1,100 chỗ ngồi

của Phú Quốc Express. Phú Quốc Express sẽ tiếp tục nâng số lượng đội tàu trong giai đoạn 2019 – 2020 nhưng việc đóng tàu mất khá nhiều thời gian.

- Chiếu khấu nhiên liệu dầu DO: đặc thù ngành hoạt động vận tải biển có chi phí nhiên liệu chiếm 35-60% giá vốn. Chi phí mua nhiên liệu của SKG thấp hơn 2-3% so với các đối thủ trong ngành do được hưởng mức chiết khấu

- Giá vé cạnh tranh: SKG nhắm đến phân khúc giá trung bình trong khi Phú Quốc Express thuộc phân khúc giá cao

- Dịch vụ đa dạng: SKG có hoạt động vận tải bằng phà phù hợp cho hộ gia đình du lịch bằng Ô tô và giới trẻ phượt nhóm bằng xe máy

- Hệ thống bán vé trải rộng khắp cả nước: Công ty có rất nhiều kênh bán vé từ bán vé trực tiếp tại cảng đến bán vé thông qua các công ty du lịch, quán ăn, khách sạn, người dân. Trong năm 2018, SKG cũng đã hoàn thành xây dựng kênh bán vé online trên website của công ty.

Phú Quốc Express có lợi thế duy nhất là tàu được đầu tư với chi phí cao hơn và thiết kế 2 thân. Ưu điểm của loại tàu này là khả năng tán sóng ra hai thân tàu do đó chạy êm và ít lắc hơn so với tàu của SKG. Nhưng đổi lại tàu của SKG sẽ tiêu hao nhiên liệu ít hơn và chi phí vận hành của SKG sẽ thấp hơn.

Hình 2: Mô phỏng tàu Superdong



Nguồn: SKG

Chất lượng đội tàu

Hình 3: Mô phỏng tàu Phú Quốc Express



Nguồn: SKG

• Tuyến Phan Thiết ↔ Phú Quý

Hiện nay có rất nhiều hãng tàu địa phương khai thác tuyến này tuy nhiên tất cả đều là tàu chậm với thời gian di chuyển lên đến 7-8 tiếng, 1 tàu trung tốc của hàng Hưng phát với thời gian di chuyển 3.5-4 tiếng. Do đó tàu cao tốc Superdong có lợi thế cạnh tranh tuyệt đối trên tuyến này. Đầu năm 2019, Phú Quý Express khai trương tuyến.

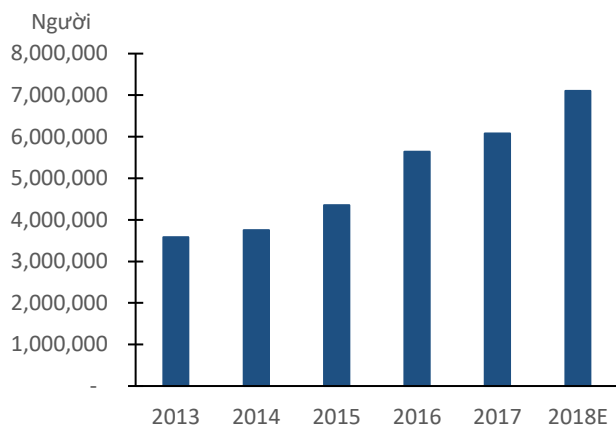
Tiềm năng khai thác du lịch

• Phú Quốc

Phú Quốc là tâm điểm mũi nhọn của ngành du lịch Kiên Giang với hệ thống vườn quốc gia, khu bảo tồn và 14 bãi biển đẹp trên hòn đảo như Bãi Sao, Bãi Dài, Bãi Thơm... phù hợp cho việc xây dựng khách sạn, resorts và phát triển du lịch, điểm lưu trú đẳng cấp quốc tế. Nơi đây được ví như viên ngọc quý của vùng Tây Nam Bộ do cảnh quan thiên nhiên và vị trí địa lý thuận lợi.

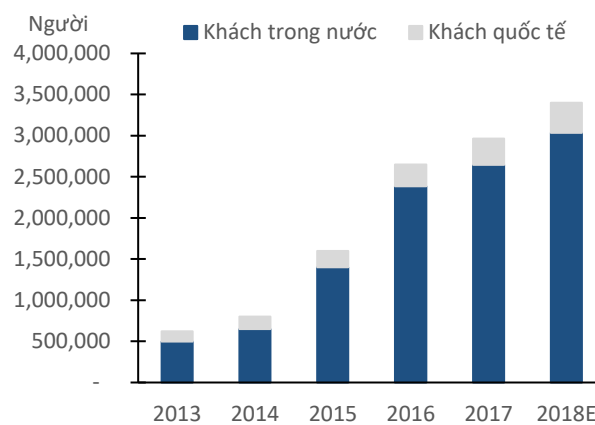
Casino Phú Quốc do Vingroup đầu tư đi vào hoạt động sẽ tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của SKG. Nơi đây có quy mô 400 bàn đánh bạc, 2,000 máy chơi bạc ngoài ra còn có trung tâm hội nghị quốc tế và khách sạn 5 sao với 3,000 phòng. Những quy định nới mở gần đây của Chính Phủ về việc cho người Việt Nam được đánh bạc tại casino này cũng là một tin tích cực cho hoạt động kinh doanh của SKG.

Biểu đồ 4: Lượt khách đến Kiên Giang



Nguồn: Sở Du lịch Kiên Giang

Biểu đồ 5: Lượt khách đến Phú Quốc



Nguồn: Sở Du lịch Kiên Giang

Tiềm năng khai thác du lịch

• **Phú Quý**

Nằm cách đất liền 56 hải lý theo hướng Đông-Đông Nam, huyện đảo Phú Quý (Bình Thuận) được biết đến là nơi có tiềm năng kinh tế biển rất lớn, đặc biệt là trong lĩnh vực du lịch. Trong 2-3 năm trở lại đây, nhờ những hoạt động xúc tiến du lịch của chính quyền, lượng khách du lịch đến nơi đây đã tăng vọt từ 1,000 khách năm 2010 lên đến 14,000 khách trong năm 2018. Tuy nhiên, nếu so sánh với Phú Quốc thì tiềm năng khai thác của Phú Quý thấp hơn nhiều. Do đó chúng tôi kỳ vọng tuyến Phan Thiết – Phú Quý sẽ đem lại nguồn doanh thu đều đặn cho SKG tuy nhiên sẽ không có mức tăng trưởng vượt bậc như các tuyến đến Phú Quốc.

Bảng 11: So sánh tiềm năng du lịch các đảo

	Phú Quý	Phú Quốc	Côn Đảo
Tỉnh	Bình Thuận	Kiên Giang	Bà Rịa – Vũng Tàu
Diện tích	17 km ²	589 km ²	576 km ²
Dân số	27,500	101,407	8,360
Số lượng đảo nhỏ	9 hòn đảo	22 hòn đảo	16 hòn đảo
Phương tiện di chuyển	Tàu thủy	Máy bay Tàu cao tốc	Máy bay Tàu cao tốc
Đầu tư	Không có	232 dự án trong nước 22 dự án nước ngoài	53 dự án trong nước 8 dự án nước ngoài
Cơ sở lưu trú	31 cơ sở 249 phòng (2018)	485 cơ sở 13,855 phòng (2018)	57 cơ sở 955 phòng (2018)
Lượt khách	14,000 lượt (2017) với 200 lượt khách quốc tế	2,963,395 lượt (2017) với 318,543 lượt khách quốc tế	234,952 lượt (2017) với 31,000 lượt khách quốc tế

Nguồn: SKG

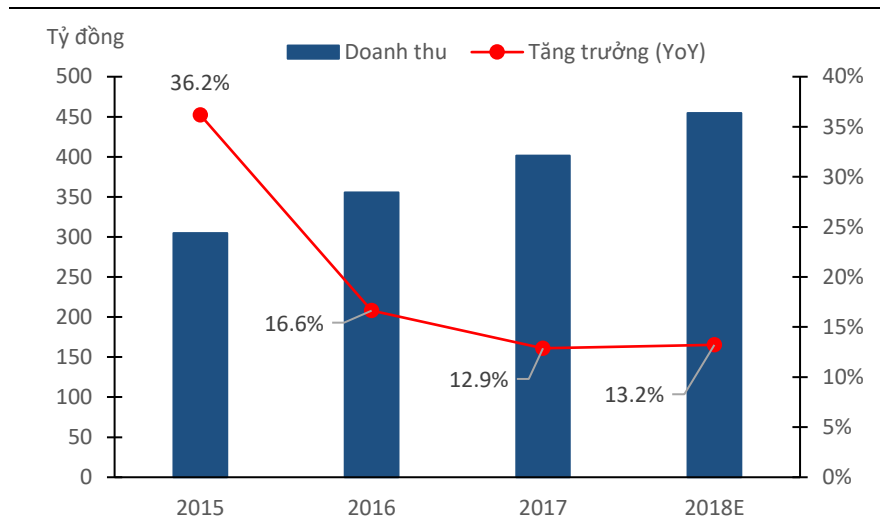
Tiềm năng khai thác du lịch

• **Côn Đảo**

Côn Đảo là hòn đảo xinh đẹp thuộc tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu được ví như báu vật thiên nhiên quốc gia bởi hội tụ các yếu tố rừng, biển, hệ sinh vật phong phú và đa dạng nhất Việt Nam. Vườn Quốc gia Côn Đảo được ban thư ký Ramsar công nhận là Ramsar thứ 6 trên thế giới. 5 năm trở lại đây, doanh thu ngành du lịch Côn Đảo tăng trưởng 35%/năm kéo theo dịch vụ thương mại tăng 14%/năm. Chúng tôi kỳ vọng tuyến Sóc Trăng – Côn Đảo sẽ chiếm tỷ trọng 9-10% trong cơ cấu doanh thu mỗi năm của SKG nhưng mức tăng trưởng sẽ bị ảnh hưởng do Chính phủ đang có kế hoạch mở rộng sân bay Côn Sơn để có khả năng đón các tàu bay thương mại A320/321 nhằm thúc đẩy tăng trưởng du lịch nơi đây.

Trước năm 2017, SKG có mức tăng trưởng doanh thu hàng năm trên 30% chủ yếu do lợi thế độc quyền khai thác trên tuyến Rạch Giá – Phú Quốc. Kể từ 06/2016, cạnh tranh xuất hiện gay gắt sự góp mặt của các hãng tàu Ngọc Thành, Phú Quốc Express. Việc SKG tăng cường đội tàu và mở rộng hoạt động sang các tuyến mới giúp duy trì tăng trưởng doanh thu tuy nhiên không đạt được mức tăng trưởng thần kỳ như trước 2016. Năm 2018, doanh thu SKG ước đạt 454.6 tỷ

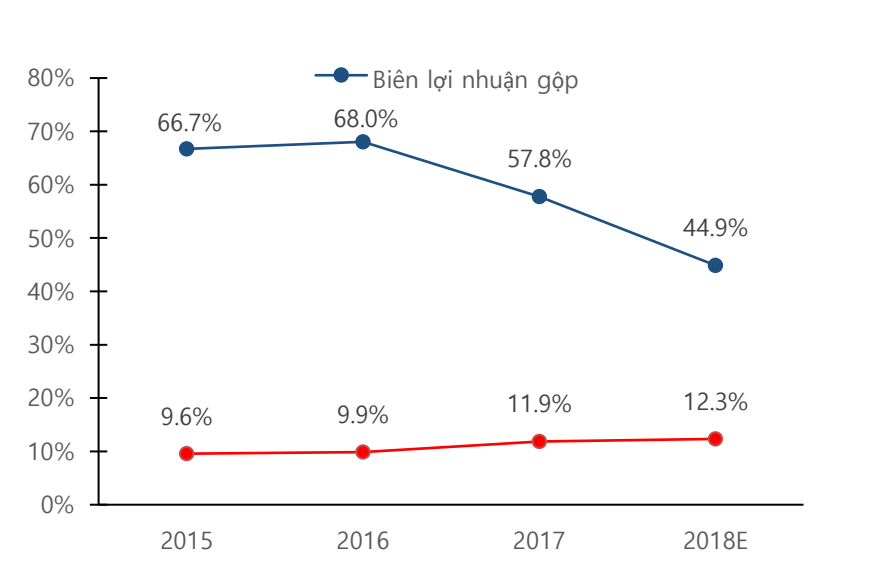
Biểu đồ 6: Doanh thu - tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2015-2018E



Nguồn: SKG

Biên lợi nhuận gộp giảm từ 68% (2017) xuống 44.9% (2018) do: (1) tỷ lệ lấp đầy tuyến Rạch Giá – Phú Quốc giảm, (2) chi phí nhiên liệu tăng 32% (YoY), (3) chi phí khấu hao và nhân công tăng do triển khai thêm tuyến Côn Đảo và Phà cao tốc Hà Tiên – Phú Quốc.

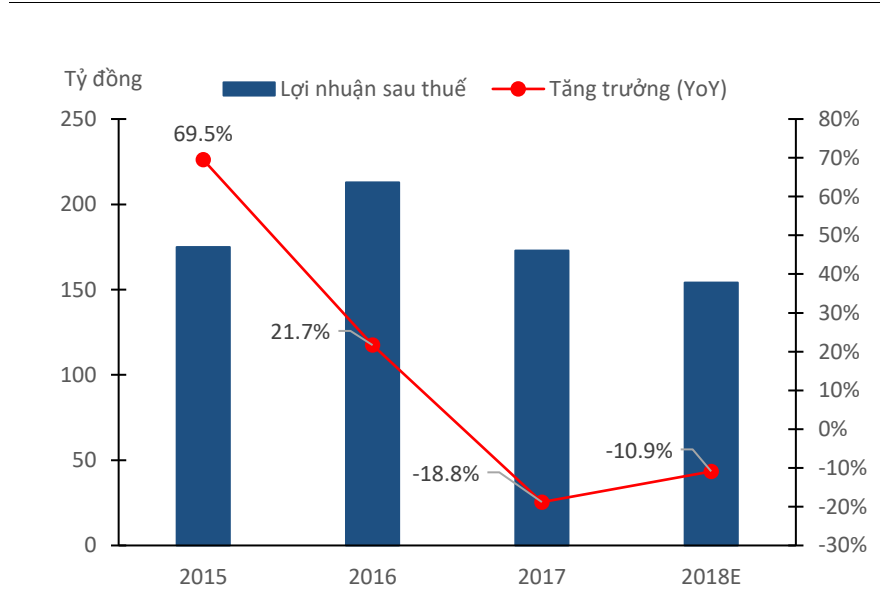
Biểu đồ 7: Biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ SG&A/doanh thu giai đoạn 2015-2018E



Nguồn: SKG

SG&A /doanh thu cũng tăng từ 9.9% (2016) lên 12.3% (2018) do SKG thúc đẩy các hoạt động khuyến mãi cho các tàu và phà mới. Chi phí hoa hồng đại lý tăng 30% (YoY) trong khi CPQLDN giữ ở mức 2.5%/doanh thu

Biểu đồ 8: Tăng trưởng Lợi nhuận ròng giai đoạn 2015-2018F



Nguồn: SKG

Biên lãi gộp suy giảm cùng với mức tăng trưởng doanh thu chậm lại do cạnh tranh gay gắt khiến cho lợi nhuận sau thuế của SKG không còn tăng trưởng khả quan như giai đoạn trước 06/2016. Năm 2017 trở đi, SKG không còn được hưởng ưu đãi thuế TNDN nên thuế suất thực phải nộp tăng từ 3.3% (2016) lên 10% (2018).

Trong năm 2017, lợi nhuận sau thuế giảm mạnh (-18.8% YoY) do khoản phạt kê khai thiếu thuế TNDN 20 tỷ. Ước tính trong năm 2018, SKG đạt mức LNST là 154.1 tỷ (-10.9% YoY).

III. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Hiệu quả kinh doanh cao, công suất khai thác các tuyến ở mức cao

SKG có mức tăng trưởng doanh thu 2 con số qua các năm cũng như các tuyến tàu do SKG khai thác đều có tỷ lệ lấp đầy từ 80 – 85%. Tuy không còn lợi thế kinh doanh độc quyền như những năm trước nhưng với năng lực đội tàu áp đảo, giá vé hợp lý và luôn tăng cường mở rộng các tuyến mới trong những năm tới, chúng tôi cho rằng SKG sẽ tiếp tục đạt được mức tăng trưởng doanh thu ổn định trong những năm tới

Tình hình tài chính lành mạnh

SKG không sử dụng nợ vay. Các khoản tiền mặt và đầu tư ngắn hạn lớn khoảng hơn 200 tỷ. Đồng thời toàn bộ nguồn vốn đầu tư cho các kế hoạch mở rộng hoạt động trong tương lai đều đến từ nguồn vốn tự có.

Tiềm năng tăng trưởng tuyến Sóc Trăng – Côn Đảo

Năm 2018, ước tính lượt khách đến Côn Đảo tăng 30.8% (Năm 2017 là 25.4%). Theo Sở Du lịch Bà Rịa – Vũng Tàu, mức tăng trưởng ấn tượng trên là nhờ SKG triển khai 2 tuyến tàu cao tốc Sóc Trăng – Côn Đảo từ tháng 6/2017 và đầu 2018. Năm 2017, doanh thu tuyến Sóc Trăng – Côn Đảo là 12.8 tỷ. Dự kiến năm 2018, doanh thu tuyến này là 40.9 tỷ (+219.6% YoY). Chi phí đi tàu cao tốc ra Côn Đảo chỉ bằng 1/7 so với máy bay và thời gian đi lại tương đương nên lượng khách sử dụng dịch vụ của SKG sẽ tiếp tục tăng cao.

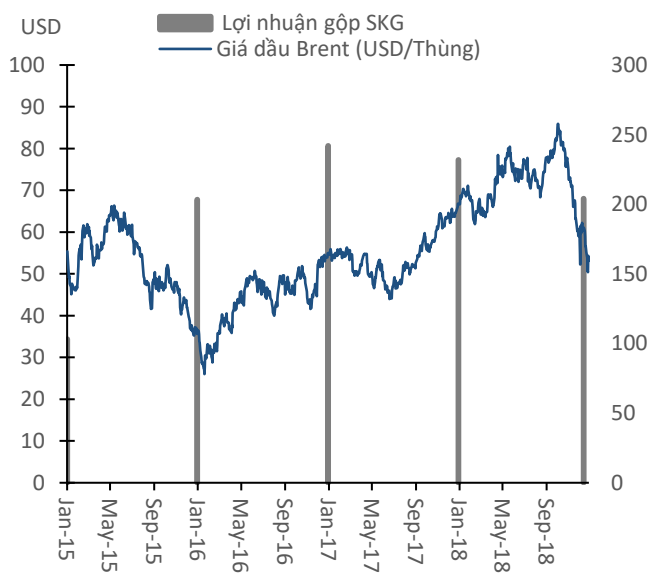
Tiềm năng tăng trưởng các tuyến đến Phú Quốc

Dự kiến đến năm 2020, Phú Quốc sẽ đón 3.5 triệu lượt khách du lịch. Theo thống kê, khoảng 2/3 lượt khách đến Phú Quốc bằng đường thủy, còn lại đi bằng máy bay. Thị phần của SKG trong các tuyến đi Phú Quốc là 80%. Casino Phú Quốc đi vào hoạt động 2018 sẽ thu hút lượng khách từ khu vực miền Tây và Campuchia.

Giá dầu bất đầu điều chỉnh giảm

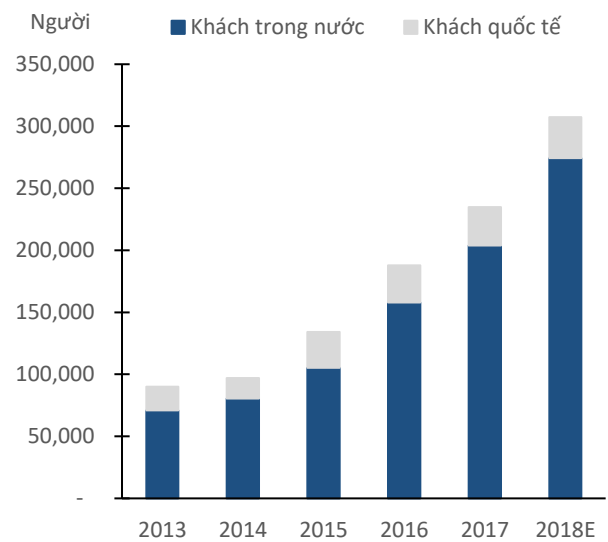
Sau khi tăng mạnh trong suốt năm 2017 và 1Q18, trong 2Q18 giá dầu có xu hướng ổn định và giảm nhẹ trở lại. Dự báo giá dầu sẽ tiếp tục giảm đến cuối năm và trong năm 2019. Đây là tin tốt cho SKG vì chi phí nhiên liệu chiếm 35 – 60% trong cơ cấu giá vốn của SKG.

Biểu đồ 9: Lợi nhuận gộp SKG và giá dầu Brent



Nguồn: SKG, Fiin Pro

Biểu đồ 10: Lượt khách đến Côn Đảo



Nguồn: Sở Du lịch Bà Rịa – Vũng Tàu

IV. RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro giá nhiên liệu đầu vào

Trong năm 2017, chi phí nhiên liệu là dầu diesel chiếm hơn 40% trong cơ cấu tổng chi phí của SKG. Giá dầu biến động sẽ ảnh hưởng rất lớn đến biên lợi nhuận gộp cũng như lợi nhuận sau thuế của SKG.

Rủi ro cạnh tranh do rào cản gia nhập ngành thấp

Ngành vận tải đường thủy có đặc thù rào cản gia nhập ngành thấp. Các doanh nghiệp có thể huy động vốn để mua sắm tàu và xin giấy phép hoạt động. Việc xuất hiện thêm đối thủ mới với giá dịch vụ tương đương sẽ dẫn đến cạnh tranh gay gắt trong nội bộ ngành. Các phương tiện vận tải thay thế như tàu địa phương với mức giá rẻ hơn, các hãng vé máy bay giá rẻ cũng sẽ là đối thủ cạnh tranh chính của SKG.

Rủi ro áp lực bán cổ phiếu từ Ban lãnh đạo

Giai đoạn 2017 – 2018, SKG chia cổ tức bằng cổ phiếu ở mức cao đồng thời các cổ đông nội bộ là Tổng Giám đốc, các TV HĐQT và Kế toán trưởng liên tục có động thái bán ra cổ phiếu. Điều này làm ảnh hưởng đến diễn biến giá cổ phiếu SKG trên thị trường và làm ảnh hưởng đến lợi ích của cổ đông thiểu số. Việc các cổ đông nội bộ bán ra cổ phiếu trước khi thực hiện công bố thông tin theo luật định làm dấy lên các lo ngại về quản trị doanh nghiệp.

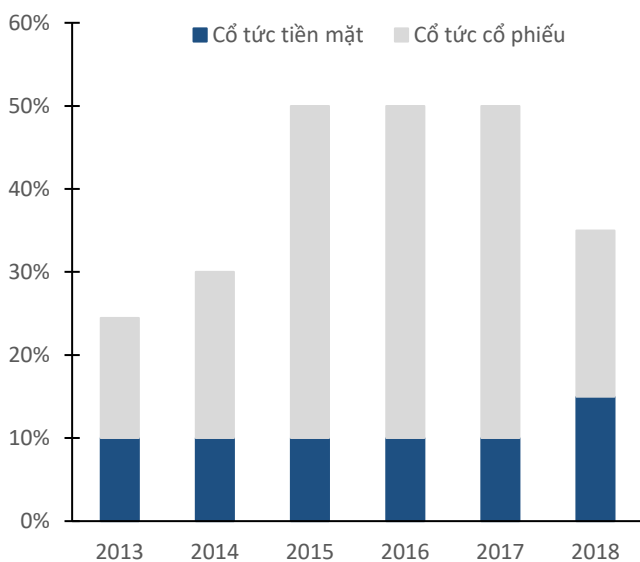
Rủi ro từ giao dịch nội bộ và bên liên quan

Hiện tại, các tàu cao tốc và phà cao tốc của SKG được đóng bởi công ty Kaibuok Shipyard. Chủ tịch của Kaibuok Shipyard là ông Puan Kwong Siing đồng thời là Thành viên HĐQT của SKG. Việc chỉ định đơn vị đóng tàu có liên quan đến ban lãnh đạo của công ty mà không thông qua đấu thầu có thể ảnh hưởng tới lợi ích của cổ đông SKG.

Vấn đề truy thu Thuế Thu nhập doanh nghiệp

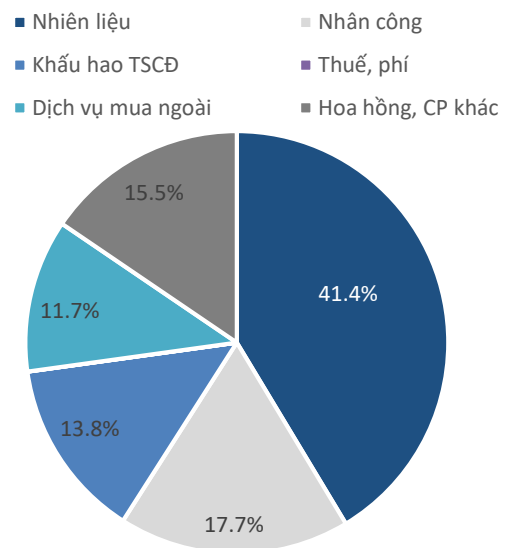
SKG đã nộp đủ số thuế bị truy thu và vẫn đang tiếp tục làm việc với cơ quan thuế. Nếu thành công, khoản lợi nhuận thu được từ việc hoàn trả thuế thu nhập có thể là nguồn thu lợi nhuận đột biến của doanh nghiệp.

Biểu đồ 11: Chính sách cổ tức của SKG qua các năm



Nguồn: SKG

Biểu đồ 12: Cơ cấu chi phí hoạt động SKG 2017



Nguồn: SKG

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Triển vọng kinh doanh 2019 với dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt 15% và 9% YoY.

Chúng tôi dự kiến doanh thu thuần và LNST của năm 2018 là 454.6 tỷ đồng (+13.2% YoY) và 154.1 tỷ đồng (-10.8% YoY). Lợi nhuận giảm do giá dầu nhiên liệu DO trung bình tăng 32.0 % YoY.

Trong năm 2019, bức tranh kinh doanh của SKG sẽ có nhiều biến động đến từ:

- Giá dầu diễn biến theo chiều hướng giảm giai đoạn 2019 – 2020
- Thời gian tàu Ngọc Thành hoạt động lại trên các tuyến đến Phú Quốc. Phú Quốc Express tăng số tàu hoạt động trên tuyến đến Phú Quốc và mở rộng hoạt động sang tuyến Phú Quý.
- SKG sẽ đưa thêm tàu và phà vào hoạt động tuyến Phú Quốc 2019 điều này sẽ làm thay đổi thị phần của SKG so với hiện tại.

Cho năm 2019, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần ở mức 522.8 tỷ đồng (+15.0% YoY) và lợi nhuận sau thuế ở mức 167.9 (+9.0% YoY).

Bảng 12: Kết quả kinh doanh của SKG qua các năm

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019F
Doanh số thuần	355.7	401.5	454.6	522.8
Giá vốn hàng bán	113.7	169.5	250.5	288.1
Lãi gộp	242.1	232.0	204.1	234.7
Thu nhập tài chính	12.8	20.0	16.4	7.4
Chi phí tài chính	0.1	0.1	0.2	0.2
Chi phí bán hàng	27.4	37.1	41.6	47.8
Chi phí quản lý doanh nghiệp	7.8	10.6	14.5	16.7
Lãi từ hoạt động kinh doanh	219.7	204.3	164.2	177.8
Thu nhập khác	0.6	20.4	0.9	0.8
Lợi nhuận kế toán trước thuế	220.3	183.9	163.9	178.6
Chi phí thuế TNDN	7.4	11.0	9.8	10.7
Lợi nhuận sau thuế	212.9	172.9	154.1	167.9
EPS (đồng)	4,438	3,603	3,211	2,915

Nguồn: SKG

Định giá và Khuyến nghị

Giá cổ phiếu SKG đã giảm 60% từ 06/2016 cho đến nay do những lo ngại về việc xuất hiện thêm đối thủ cạnh tranh tại tuyến Phú Quốc làm SKG mất đi thị phần gần như độc quyền cũng như việc truy thu thuế TNDN. Tuy nhiên với tiềm năng tăng trưởng doanh thu đến từ tăng trưởng lượt khách du lịch hàng năm, cùng với việc SKG là doanh nghiệp có cơ cấu tài chính lành mạnh, mức P/E 2018 của SKG theo dự báo của chúng tôi là 5.5x, tương đối hấp dẫn so với mặt bằng chung của các doanh nghiệp cùng ngành, ở mức 10.5x. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 1 năm là 24,000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá 41.7%. Lợi suất cổ tức bằng tiền mặt dự kiến là 5.7% với giả định doanh nghiệp chia cổ tức 10% mệnh giá.

Bảng 13: So sánh với một số doanh nghiệp cùng ngành

Tên Công ty	Vốn hóa (đồng)	P/E	P/B
CTCP Tàu cao tốc Superdong	1,007,561,730,000	5.5	1.1
Trung bình (Chưa bao gồm SKG)		10.5	1.6
Guangdong Huatie Tongda High-s	24,005,022,720,011	10.4	1.6
Blue Bird Tbk PT	11,558,153,105,484	15.2	1.4
Lijiang Yulong Tourism	10,476,979,533,615	11.8	1.3
Hainan Strait Shipping	29,158,359,535,169	25.7	2.4
China Railway Signal	143,615,988,259,340	9.4	1.7

Nguồn: SKG, Bloomberg

PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VNĐ)	2015	2016	2017	9T18
Doanh số thuần	305.0	355.7	401.5	359.7
Giá vốn hàng bán	-101.5	-113.7	-169.5	-193.5
Lãi gộp	203.5	242.1	232.0	166.2
Thu nhập tài chính	7.1	12.8	20.0	11.1
Chi phí tài chính	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
Chi phí bán hàng	-23.1	-27.4	-37.1	-32.7
Chi phí QLDN	-6.1	-7.8	-10.6	-11.0
Lợi nhuận hoạt động	181.3	219.7	204.3	133.5
Thu nhập khác, ròng	0.0	0.6	-20.4	0.9
Lợi nhuận trước thuế	181.3	220.3	183.9	134.4
Chi phí thuế TNN	-6.3	-7.4	-11.0	-8.1
Lợi nhuận sau thuế	175.0	212.9	172.9	126.3

Chỉ số hoạt động	2015	2016	2017	4Q18
Tỷ suất lợi nhuận gộp	66.7%	68.1%	57.8%	44.9%
Tỷ suất EBITDA	63.3%	64.9%	54.1%	41.4%
Tỷ suất EBIT	57.2%	58.2%	45.9%	32.4%
Tỷ suất LN trước thuế	59.5%	61.9%	45.8%	31.7%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	59.4%	61.8%	50.9%	36.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	57.4%	59.9%	43.1%	29.5%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2015	2016	2017	9T18
Lãi trước thuế	181.3	220.3	183.9	134.4
Khấu hao TSCĐ	18.7	23.8	32.7	31.2
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-6.9	-12.8	-20.0	-11.0
Lãi/(lỗ) trước thay đổi vốn lưu động	193.2	231.3	196.6	154.6
(Tăng)/giảm khoản phải thu	-1.9	-6.2	-5.8	-0.4
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-3.1	-2.1	-8.9	-2.5
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	0.4	-1.1	9.7	-4.6
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-0.1	-1.1	-7.8	-3.3
LCTT từ hoạt động kinh doanh	182.7	213.6	135.4	135.8
Mua TSCĐ và TS dài hạn khác	-54.0	-110.3	-234.8	-124.8
Tiền cho vay	-200.7	-377.1	-192.0	-74.0
Tiền thu từ cho vay	29.7	259.0	309.9	126.4
Cổ tức và tiền lãi nhận được	6.3	13.7	20.0	11.0
LCTT từ hoạt động đầu tư	-218.7	-214.7	-96.9	-61.4
Cổ tức đã trả	-20.0	-24.5	-34.3	-72.0
LCTT từ hoạt động tài chính	-3.8	-24.5	-34.3	-72.0
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-39.8	-25.6	4.2	2.5
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	74.0	34.2	8.7	12.9
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	34.2	8.7	12.9	15.3

Nguồn: SKG, Fiiipro

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)	2015	2016	2017	9T18
TÀI SẢN NGẮN HẠN	316.1	381.7	341.2	319.9
Tiền và tương đương tiền	34.2	8.7	12.9	15.3
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	210.0	328.1	210.2	157.8
Các khoản phải thu	62.0	27.4	95.0	119.7
Hàng tồn kho, ròng	8.3	10.4	19.2	21.8
TÀI SẢN DÀI HẠN	211.3	333.1	484.5	555.7
Phải thu dài hạn	1.7	2.9	10.5	9.3
Tài sản cố định	209.5	329.0	444.3	510.1
Tài sản dở dang dài hạn	0.0	0.6	23.1	27.8
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	527.3	714.8	825.7	875.6
NỢ PHẢI TRẢ	11.9	11.0	21.0	16.5
Nợ ngắn hạn	11.9	11.0	21.0	16.5
Phải trả người bán	0.5	1.4	4.4	5.1
Người mua trả tiền trước	0.7	1.7	4.0	3.0
VỐN CHỦ SỞ HỮU	515.4	703.8	804.7	859.1
Vốn góp	244.8	342.7	479.8	575.8
Thặng dư vốn cổ phần	11.5	11.5	11.5	11.5
Lãi chưa phân phối	246.7	337.2	301.0	259.4
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	527.3	714.8	825.7	875.6

Chỉ số chính	2015	2016	2017	4Q18
Chỉ số định giá				
P/E	2.5	2.9	5.0	7.8
P/E pha loãng	2.5	2.9	5.0	7.8
P/B	0.9	0.9	1.1	1.2
P/S	1.4	1.7	2.1	2.3
P/Tangible Book	0.9	0.9	1.1	1.2
P/Cash Flow	2.4	2.9	6.3	7.1
EV/EBITDA	2.1	2.6	3.9	5.5
EV/EBIT	2.3	2.9	4.6	7.0
Hiệu quả quản lý				
ROE%	40.7	34.9	22.9	15.8
ROA%	39.7	34.3	22.4	15.1
ROIC%	33.8	29.4	22.9	-2.6
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	2.9	0.8	0.6	0.9
Tỷ suất thanh toán nhanh	8.1	3.3	5.1	18.1
Tỷ suất thanh toán hiện thời	26.5	34.9	16.3	19.4
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu	382.3	535.1	289.9	150.4
Hệ số quay vòng HTK	15.1	12.2	11.5	10.6
Hệ số quay vòng phải trả	91.3	120.2	58.0	41.0

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +14%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-14%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -14%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty Cổ phần Chứng khoán EVEREST (EVS), EVS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của EVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. EVS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của EVS và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của EVS. Khi sử dụng các nội dung đã được EVS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

THÔNG TIN LIÊN LẠC

CTCP CHỨNG KHOÁN EVEREST (EVS)- www.eves.com.vn

Trụ sở chính:

Tầng 2, VNT Tower, 19 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3772 6699 - Fax: (84) 24 3772 6763

Chi nhánh Sài Gòn:

Tầng M, Central Park Tower, 117 Nguyễn Du, Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 6290 6296 - Fax: (84) 28 6290 6399

Chi nhánh Hàm Nghi:

Tầng 4, Ruby Tower, 81-85 Hàm Nghi, Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 3915 2616 - Fax: (84) 28 3915 2618

Chi nhánh Bà Triệu:

Tầng 1, Tòa nhà Minexport, 28 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 39366866 - Fax: (84) 24 3936 6586