



CTCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN CẢNG ĐÌNH VŨ

Mã chứng khoán: DVP [HOSE]

ĐINH THỊ HƯƠNG LÝ

Chuyên viên phân tích

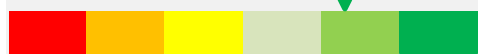
lydth@tvs.com.vn

NGÀNH: CẢNG BIỂN

06/09/2019

Khuyến nghị

Outperform



Giá hiện tại (vnd) **46.000**

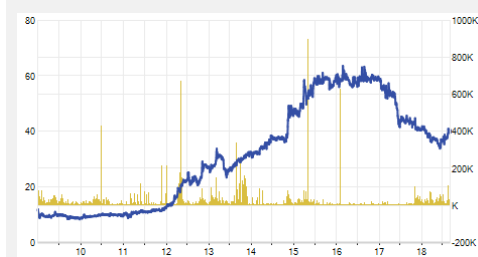
Giá mục tiêu (vnd) **50.900**

Tỉ suất lợi nhuận (%) **10,65%**

Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (tỷ đồng)	1840
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	40
Giá cao nhất trong 52 tuần ('000 VND)	52.000
Giá thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	34.000
KLGD trung bình 3 tháng	32.900
Biến động giá 3 tháng (%)	24,7%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	14,93%
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	56%

Biến động giá cổ phiếu



Thông tin cơ bản về công ty

Cảng Đình Vũ còn gọi là Tân cảng Đình Vũ, nằm ở cửa sông Bạch Đằng, trên bán đảo Đình Vũ, thuộc quận Hải An, thành phố Hải Phòng. Luồng vào cảng rộng trên 100 m, độ sâu trước bên luôn khoảng -8,7 m. Hiện tại Đình Vũ có 2 cầu cảng với tổng chiều dài cầu cảng là 425m. Công suất khai thác cảng đạt 600.000 TEUs/năm, chiếm gần 20% tổng lượng containers qua hệ thống cảng Hải Phòng



Chỉ tiêu tài chính	2017A	2018A	2019F	2020F
DTT (tỷ đồng)	627	639	649	659
yoy (%)	-4%	2%	2%	2%
LNST (tỷ đồng)	287	288	288	301
yoy (%)	25%	0%	0%	4%
VCSH (tỷ đồng)	978	1066	1128	1195
Nợ/TTS (%)	0.11	0.09	0.07	0.05
Tỉ suất LN gộp (%)	0.49	0.50	0.48	0.48
Vòng quay TTS	0.57	0.55	0.54	0.53
ROA	0.26	0.25	0.24	0.24
ROE	0.29	0.27	0.26	0.25
EPS	7186	7194	7207	7528

Điểm nhấn đầu tư:

- ❖ **Ngành cảng biển có tiềm năng phát triển lớn:** Trong bối cảnh nền kinh tế ngày càng phát triển, nhu cầu trao đổi hàng hóa qua đường biển ngày càng tăng. Trung bình tốc độ tăng trưởng của ngành cảng biển đạt 13,5% GD 2012-2018. Dự báo trong 5 năm tới tốc độ tăng trưởng của ngành vẫn đạt mức trên 10%/năm.
- ❖ **Chiến lược của kinh doanh hướng tới hoạt động bền vững, phát triển theo chiều sâu:** Công ty luôn đảm bảo công suất khai thác ở mức tối đa (600.000 teus/năm). Nhưng thay vì mở rộng dịch vụ cảng, công ty khai thác dịch vụ sau cảng nhằm tối ưu hóa lợi nhuận và tránh áp lực cạnh tranh từ mảng kinh doanh chính.
- ❖ **Biên lợi nhuận gộp (BLNG) cao và luôn ổn định trong 10 năm:** DVP là một trong những công ty có BLNG cao và ổn định nhất trên sàn chứng khoán. Từ năm 2010 đến nay BLNG của công ty luôn đạt trên 40%
- ❖ **Cơ cấu tài chính lành mạnh, không sử dụng nợ vay:** Từ đầu năm 2019 các khoản nợ vay của công ty được xóa bỏ hoàn toàn. Do dòng tiền từ HĐKD lớn nên lượng tiền để gửi ngân hàng và đầu tư tăng qua từng năm. Bên cạnh đó, hằng năm công ty giành TB 65% LNST cho việc chi trả cổ tức.
- ❖ **Sử dụng phương pháp DDM, chúng tôi định giá DVP tại mức 50.900 VND/CP, cao hơn 10,65% so với giá tham chiếu tại ngày 06/09/2019**
- ❖ **Khuyến nghị: OUTPERFORM**

MỤC LỤC

I. TRIỂN VỌNG NGÀNH CẢNG BIỂN.....	3
1. Tiềm năng ngành cảng biển.....	3
2. Cảng biển Hải Phòng.....	5
II. THÔNG TIN DOANH NGHIỆP - DVP	7
1. Thông tin chung	7
2. Cơ cấu cổ đông	7
3. Công ty liên kết.....	8
4. Năng lực cạnh tranh	8
Vị trí thuận lợi.....	8
Trang thiết bị hiện đại.....	9
III. ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CẢNG ĐÌNH VŨ - DVP.....	10
1. Kết quả kinh doanh 2014 – 2018 và 6T 2019.....	10
2. Cơ cấu tài sản	12
IV. CHIẾN LƯỢC KINH DOANH VÀ RỦI RO ĐẦU TƯ.....	13
Rủi ro đầu tư	14
V. ĐỊNH GIÁ VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ	15
1. Định giá	15
2. Quan điểm đầu tư.....	16
PHỤ LỤC I: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM.....	17
1. THANG ĐO KHUYẾN NGHỊ.....	18
2. KHUYẾN CÁO.....	18

I. TRIỂN VỌNG NGÀNH CẢNG BIỂN

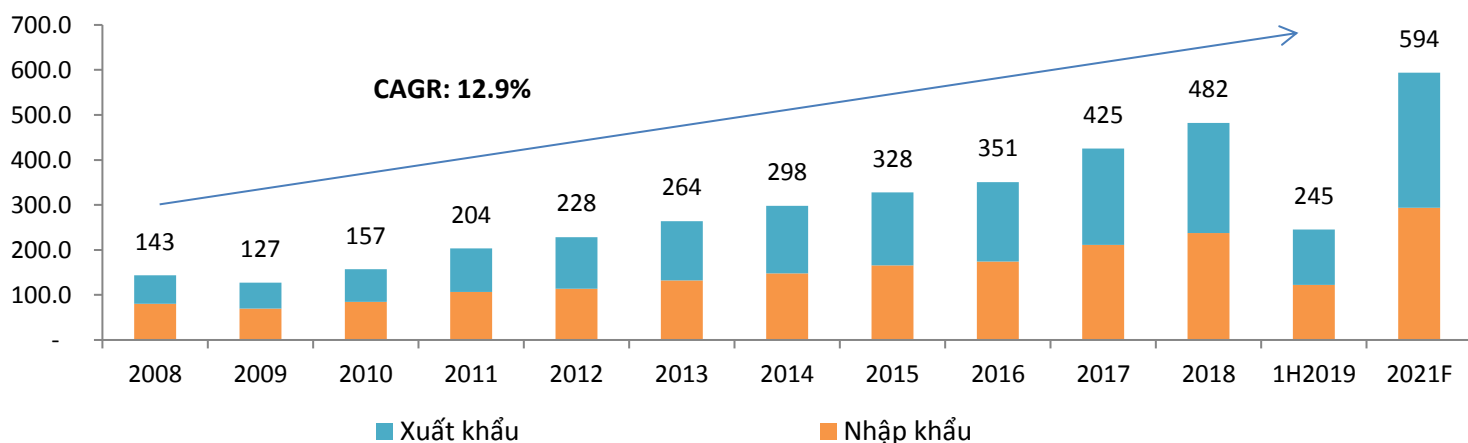
1. Tiềm năng ngành cảng biển

Việt Nam có 3260 km bờ biển với nhiều vũng vịnh nước sâu là điều kiện thuận lợi cho ngành cảng biển phát triển. Đặc biệt trong bối cảnh nền kinh tế không ngừng phát triển và có định hướng xuất khẩu, ngành cảng biển sẽ càng thể hiện rõ vai trò là ngành “xương sống” của nền kinh tế.

Các hoạt động khai thác cảng trở nên sôi động nhờ giá trị xuất nhập khẩu liên tục tăng trưởng.

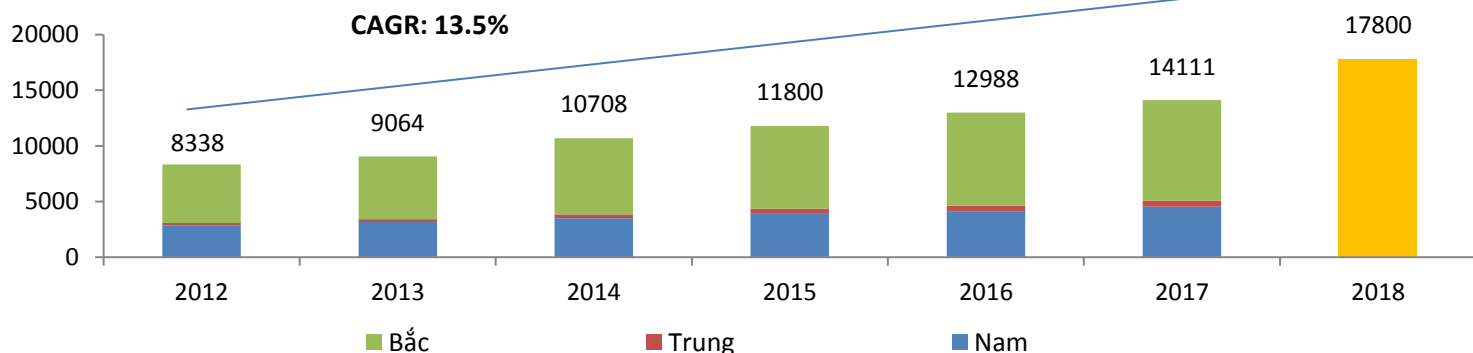
Sau hơn 10 năm ra nhập WTO, lượng hàng hóa xuất nhập khẩu của Việt Nam tăng gấp 3,4 lần, đạt 482 tỷ USD vào năm 2018. Con số này tiếp tục tăng trưởng trong năm 2019. Theo Tổng cục thống kê, 6 tháng đầu năm 2019 tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa đạt 245,48 tỷ USD tăng 15,3% so với cùng kỳ năm 2018. Với tốc độ tăng trưởng hiện tại, chúng tôi ước tính tổng kim ngạch xuất khẩu sẽ tăng lên 594 tỷ USD vào năm 2021, tương đương với mức tăng trưởng bình quân 12,9%/năm.

Biểu đồ 1: Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu - Đv: tỷ USD



Do lượng giao dịch hàng hóa ngày càng lớn nên lượng hàng hóa lưu chuyển thông qua đường biển cũng ngày một gia tăng. Theo cục Hàng hải Việt Nam cho biết, trong năm 2018, khối lượng lưu vận của toàn bộ hệ thống cảng Việt Nam đạt 524,7 triệu tấn, khối lượng hàng container đạt 17,8 triệu Teus, lần lượt tăng 19% và 23% so với năm 2017. Và sau sáu tháng đầu năm 2019, khối lượng hàng hóa thông qua cảng biển đạt gần 309 triệu tấn, tăng 13% so với cùng kỳ năm 2018; trong đó, lượng hàng hóa container đạt hơn 9,1 triệu Teus, tăng 3% so với cùng kỳ năm 2018.

Biểu đồ 2: Lưu vận hàng hóa Việt Nam – Đv: ‘000 TEU



Trong thời gian tới, chúng tôi dự báo lưu lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng dựa trên các yếu tố: **(1)** Sự hợp tác và ký kết các hiệp định thương mại tự do như CPTPP và EVFTA sẽ ngày càng thúc đẩy sự giao lưu vận chuyển hàng hóa giữa Việt Nam và nhiều nước trên thế giới; **(2)** Nguồn vốn FDI vào Việt Nam sẽ tăng do các hoạt động sản xuất công nghiệp của Trung Quốc dần được chuyển sang các quốc gia có chi phí lao động thấp như Việt Nam do ảnh hưởng từ cuộc chiến tranh thương mại với Mỹ.

Tuy vậy, cũng do tác động của chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, các nền kinh tế trên thế giới bị ảnh hưởng, tốc độ tăng trưởng kinh tế chậm lại và xuất hiện nhiều dấu hiệu dự báo cho một cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Nếu khủng hoảng xảy ra các hoạt động đầu tư sẽ chậm lại và việc giao lưu hàng hóa giữa các nước sẽ bị hạn chế.

Do đó chúng tôi đưa ra mức dự báo cho tốc độ tăng trưởng lưu vận hàng hóa là 11%/năm trong 5 năm tới, thấp hơn 2,5% so với giai đoạn trước (2012-2018).

Từ vai trò là các cảng vệ tinh (Feeder port) phấn đấu phát triển các cảng trung chuyển quốc tế (Hub port) đầu tiên.

Do các cảng biển Việt Nam có quy mô nhỏ và trọng tải tàu thấp (<80.000 DWT) nên chỉ có thể đóng vai trò là các cảng vệ tinh là nơi trung chuyển hàng hóa đến các cảng tập trung trong khu vực như Cao Hùng, Hong Kong và Singapore sau đó mới xuất đi các nước khác ở Châu Âu, Châu Mỹ, Nhật Bản và Hàn Quốc. Việc này làm gia tăng chi phí và thời gian vận chuyển hàng hóa quốc tế.

Để giải quyết vấn đề trên, hiện tại hai cảng nước sâu Lạch Huyện và Cái Mép đang được đầu tư phát triển để có thể đáp ứng yêu cầu trở thành một trong các cảng trung chuyển trong khu vực và trở thành trung tâm lưu chuyển hàng quốc tế ở phía Bắc và phía Nam Việt Nam.



Tháng 1/2019, cảng quốc tế Cái Mép (CMIT) tổ chức đón thành công tàu CMA CGM Marco PoLo có trọng tải 187.000 tấn (gần 17,000 TEU) kết nối trực tiếp hàng hoá xuất nhập khẩu của Việt Nam với thị trường Bắc Âu. Và sau 1 năm đi vào hoạt động, giữa tháng 4/2019, cảng container quốc tế Hải Phòng (HITC) cũng đã tiếp nhận thử nghiệm thành công tàu mẹ Northern Jaguar có trọng tải lên tới gần 108.700 DWT, sức chở hơn 8.800 Teus. Đây là những thành công bước đầu, giúp ngành cảng biển Việt Nam vươn tầm thế giới.

Giá sàn dịch vụ các cảng biển phía Bắc tăng 10%

Theo thông tư 54/2018/TT-BGTVT được Bộ Giao thông vận tải ban hành và có hiệu lực vào ngày 01/01/2019, khung giá các dịch vụ tại cảng biển được điều chỉnh cao hơn 10% so với giá sàn hiện tại cho các cảng biển phía Bắc (không bao gồm HICT ở Lạch Huyện). Ở miền Nam, khung giá được giữ nguyên trừ cảng Cái Mép – Thị Vải được điều chỉnh tăng 13% mỗi TEU.

Việc quy định lại giá sàn sẽ giúp giữ giá dịch vụ cảng biển không bị hạ xuống quá thấp trong điều kiện cạnh tranh khốc liệt do nguồn cung dịch vụ đang có xu hướng vượt trội hơn so với cầu. Theo Cục Hàng hải Việt Nam, tính đến đầu năm 2019, trên toàn Việt Nam có tất cả 45 cảng biển (272 bến cảng), khoảng 92,2 km chiều dài cầu cảng với tổng công suất trên 550 triệu tấn/năm. Hiện tại, mức công suất trên đã vượt 5% so với lượng cầu thực tế năm 2018. Cùng với tốc độ đầu tư và mở rộng công suất nhanh chóng như hiện nay, tình trạng dư cung dịch vụ cảng trong 1-2 năm tới là điều khó tránh khỏi đặc biệt tại khu vực phía Bắc, cụm cảng Quảng Ninh Hải Phòng.

2. Cảng biển Hải Phòng

Hệ thống cảng Hải Phòng nằm dọc theo cửa biển sông Cấm, tập trung các cảng lớn như: Đình Vũ, Tân Vũ, Nam Hải – Đình Vũ, Green Port, Hải An, Đoàn Xá, Hoàng Diệu, Chùa Vẽ, Lạch Huyện,...với 44 bến có tổng chiều dài cầu cảng là 11 012 mét.

Hệ thống cảng biển Hải Phòng



Nguồn: TVSI tổng hợp

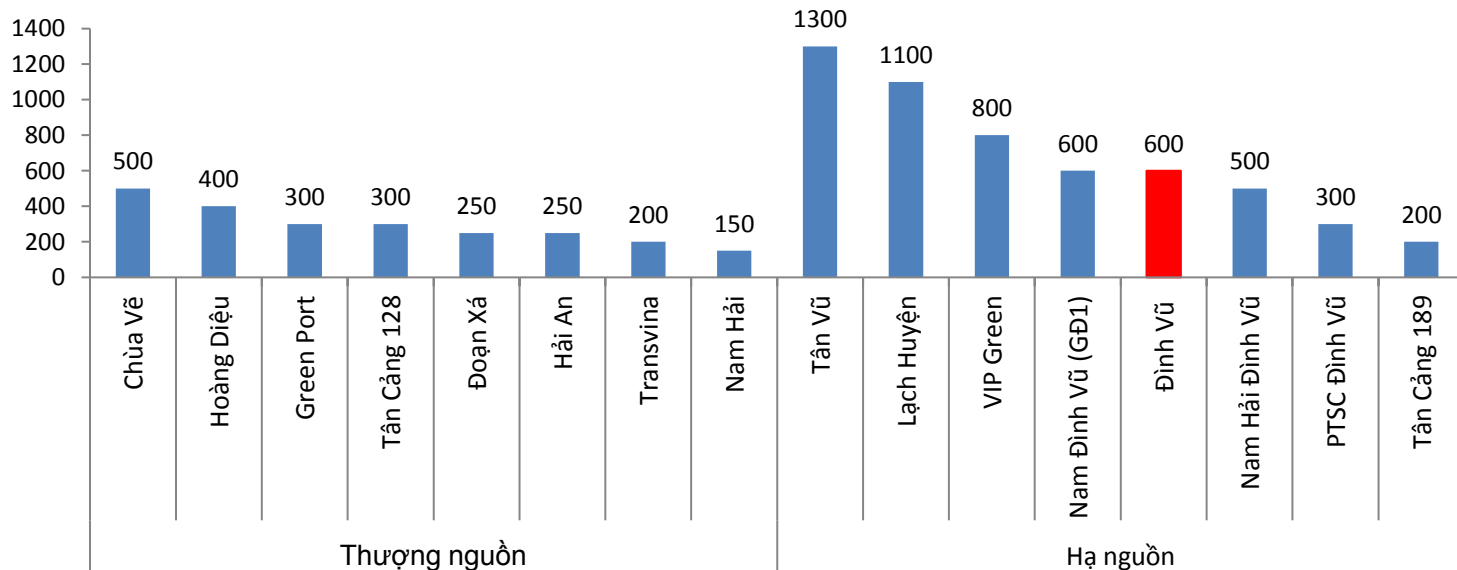
Cầu Bạch Đằng chia hệ thống cảng Hải Phòng thành 2 khu vực Thượng nguồn và Hạ nguồn

Việc khởi công xây dựng cầu Bạch Đằng bắc qua sông Cấm vào năm 2016 đã chia hệ thống cảng Hải Phòng thành 2 khu vực: Thượng nguồn và Hạ nguồn. Thượng nguồn bao gồm các cảng Hải An, Vinaline, Đông Hải, Chùa Vẽ, Green Port, Đoạn Xá, Nam Hải và Transvina,... nằm phía sau cầu Bạch Đằng. Do phải lượn qua cầu để di chuyển đến các cảng trên nên kích cỡ tàu di chuyển vào cảng bị giới hạn hơn trước, chỉ các tàu nhỏ khoảng 20.000 DWT trở xuống mới có thể di chuyển qua cầu và đi lên các cảng Thượng nguồn. Do đó lượng tàu qua các cảng thượng nguồn từ năm 2016 bắt đầu giảm mạnh. Thay vào đó, tại các cảng Hạ nguồn như Đình Vũ, Tân Vũ, Nam Hải-Hải Phòng,... lại có số lượt tàu đến tăng lên do nằm ở vị trí thuận lợi hơn.

Cạnh tranh cao do nguồn cung dịch vụ vượt cầu

Để đáp ứng lượng nhu cầu tăng lên, một số cảng mới ở khu vực hạ nguồn được đầu tư và đưa vào khai thác như cảng Nam Đình Vũ, Lạch Huyện. Các cảng cũ như Tân Vũ và VIP Green cũng được đầu tư mở rộng, tăng số lượng cầu cảng. Năm 2018, tổng công suất khai thác của cụm cảng Hải Phòng tăng 35% so với năm 2017, đạt mức 7,8 triệu TEU/năm.

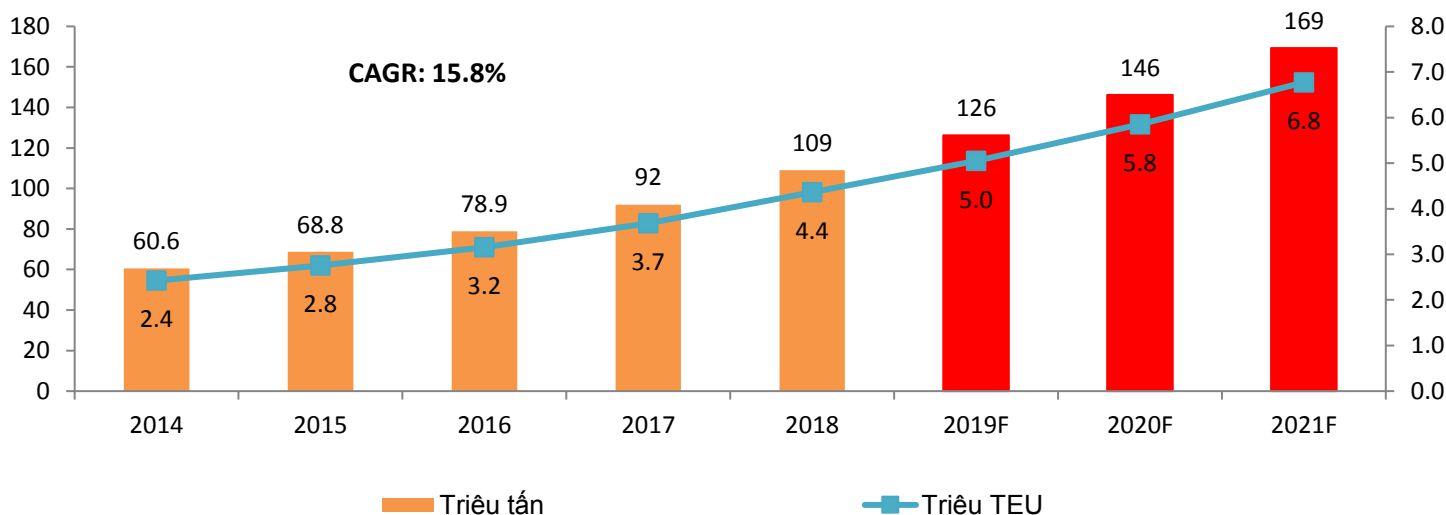
Công suất khai thác 2018 ('000 TEU)



Theo quy hoạch, tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng hóa thông qua khu vực cảng Hải Phòng sẽ cao hơn trung bình cả nước do đây là khu vực trọng điểm và được đầu tư nhiều cho cơ sở hạ tầng. Theo chúng tôi ước tính đến năm 2021 số lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng Hải Phòng đạt khoảng 169 triệu tấn/năm, sản lượng container dự kiến khoảng 6,8 triệu TEU/năm, tương đương mức tăng trưởng kép là 15,8%/năm.

Theo tính toán như trên mức công suất đạt được năm 2018 đã tương đương với 115% tổng sản lượng hàng hóa thông qua khu vực Hải Phòng dự kiến vào năm 2021, chưa kể đến một số dự án sẽ được triển khai trong vài năm tới như: cảng Lạch Huyện giai đoạn 2, cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2, cảng MIPEC,... Do đó áp lực cạnh tranh tại các cảng Hải Phòng trong vài năm tới là rất lớn.

Biểu đồ 3: Số lượng hàng hóa thông qua các cảng Hải Phòng



Nguồn: Cục thống kê thành phố Hải Phòng, TVSI tổng hợp

II. THÔNG TIN DOANH NGHIỆP - DVP

1. Thông tin chung

Địa chỉ: Cảng Đình Vũ, phường Đông Hải 2, quận Hải An, thành phố Hải Phòng

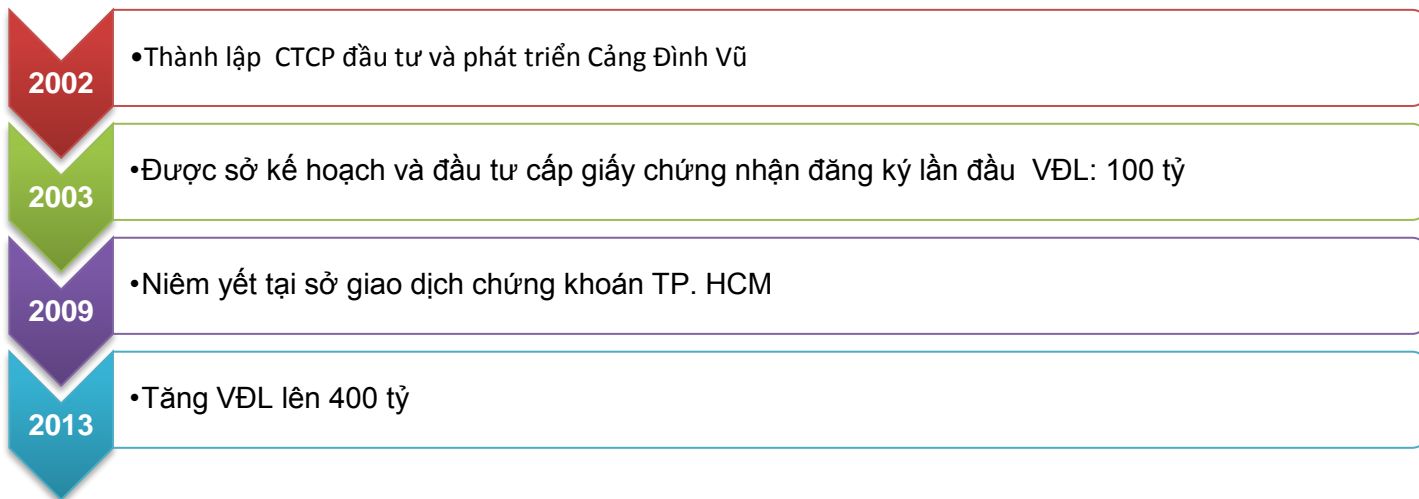
Điện thoại: +84 225 3769992

Fax: +84 225 3769992

Website: www.dinhvuport.com.vn

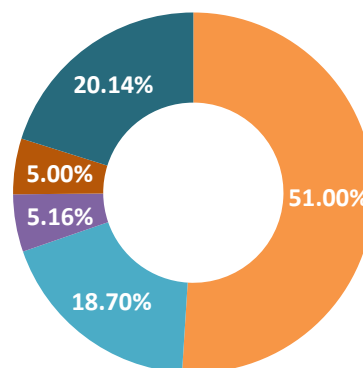
Email: cangdinhvu@dinhvuport.com.vn

Lịch sử hình thành



2. Cơ cấu cổ đông

- CTCP Cảng Hải phòng
- CTCP Vật tư Nông Sản
- Samarang UCITS
- Tổng công ty vật tư nông nghiệp
- Khác



Tổng số cổ phần đang lưu hành: **40.000.000 cổ phần**

Sở hữu nhà nước: 56%

Sở hữu nước ngoài: 14,93%

Hiện tại cổ đông lớn nhất và chiếm hơn nửa số cổ phần của công ty là CTCP cảng Hải Phòng (PHP). Công ty này có 92,56% cổ phần thuộc sở hữu của nhà nước.

3. Công ty liên kết

CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ hiện có 2 công ty liên kết hoạt động trong lĩnh vực kho bãi tiếp vận. Hai công ty trên đóng vai trò là hậu phương cung cấp các dịch vụ vệ sinh, sửa chữa, đóng rút hàng hóa,... giúp nâng cao chất lượng dịch vụ tại cảng và tận dụng những nguồn lực từ hoạt động khai thác cảng nhằm tối đa hóa lợi nhuận.

Bảng 1: Công ty liên kết DVP

Tên công ty	Vốn góp (tỷ)	Tỉ lệ sở hữu
Công ty TNHH tiếp vận SITC – Đình Vũ	128,67	51%
Công ty Cổ phần tiếp vận Đình Vũ	13,68	45,6%

4. Năng lực cạnh tranh

Vị trí thuận lợi

Cảng Đình Vũ là một trong các cảng thuộc khu công nghiệp Đình Vũ – một trong những trọng điểm kinh tế của cả nước nên việc vận chuyển hàng hóa có thể đáp ứng nhu cầu trực tiếp tại khu công nghiệp. Bên cạnh đó, Đình Vũ có vị trí giao thông thuận lợi, là cửa ngõ kết nối trực tiếp với cao tốc Hải Phòng - Hà Nội (QL 5), cao tốc Vân Đồn - Hạ Long - Hải Phòng nên rất thuận tiện cho việc lưu chuyển hàng hóa qua các tỉnh thành phố khác. Sau khi cầu Bạch Đằng được khởi công xây dựng vào năm 2016, Đình Vũ là một trong những cảng được hưởng lợi thế do nằm ở hạ nguồn ngay phía sau cầu Bạch Đằng nên các tàu di chuyển vào bến không bị cản trở. So với các cảng thượng nguồn thì đây là một vị trí có lợi thế hơn hẳn, tuy vậy nếu so với các cảng cùng nằm phía hạ nguồn như Nam Đình Vũ, Vip Green và Tân Vũ thì không phải lợi thế vượt trội



Nguồn: TVSI tổng hợp

Trang thiết bị hiện đại

Xét về ứng dụng công nghệ, trang thiết bị và trọng tải tàu, Đỉnh Vũ thể hiện vị thế vượt trội hơn so với các cảng cùng thuộc khu vực hạ nguồn. Do đó Đỉnh Vũ luôn là lựa chọn ưu tiên của nhiều hãng tàu.

Cảng Đỉnh Vũ **được trang bị công nghệ và thiết bị hiện đại** hỗ trợ trong quá trình bốc xếp và vận chuyển hàng hóa, bao gồm:

Thiết bị tuyến tiền phương:

- 02 Cầu trục giàn STS (Ship-to-shore): sức nâng 50 tấn, tầm với phía sông: 35m.
- 01 Cầu trục bánh lốp Gottwald MHK 280E: sức nâng 100 tấn.
- 04 Cầu trục chân đế sức nâng từ 40 đến 45 tấn, tầm với 32m.

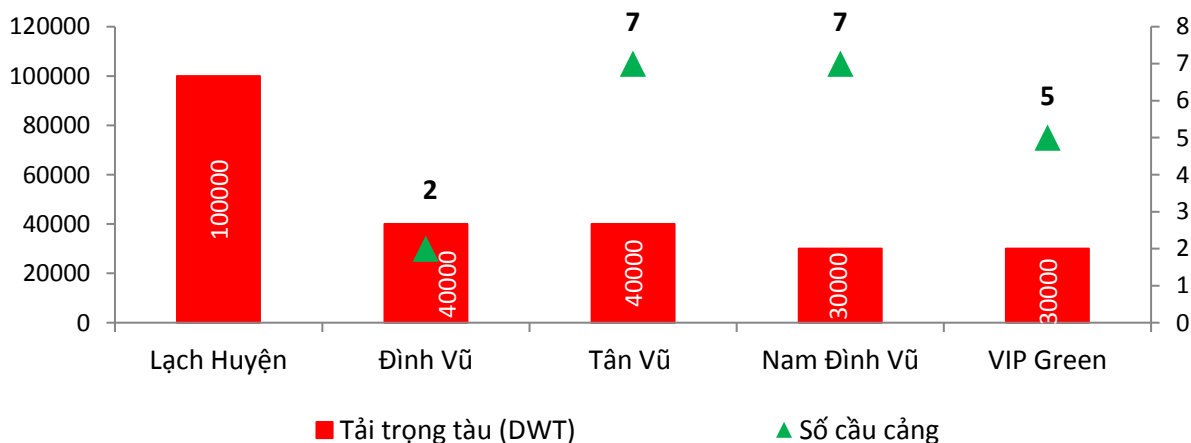
Thiết bị tuyến tiền hậu phương

- 08 Cầu trục giàn RTG (Rubber-Tired-Gantry): sức nâng 40 tấn.
- 08 Xe nâng Reachstacker sức nâng 45 tấn.
- 02 Xe nâng vỏ sức nâng 13 tấn.
- 05 Xe nâng Forklift sức nâng từ 3 – 10 tấn.
- 20 xe đầu kéo chuyên dùng vận chuyển Container trong cảng.
- 02 Cân điện tử 100 tấn.

Tính trung bình trên số cầu cảng, **Đỉnh Vũ là một trong những cảng có trang thiết bị hỗ trợ tốt nhất**. Hiện tại cảng Đỉnh Vũ có 8RTG và 8 Reachstackers trên 2 cầu cảng, cảng Tân Vũ có 30RTG và 11 Reach Stackers trên 7 cầu cảng và cảng Nam Đỉnh Vũ giai đoạn 1 được đầu tư 6RTG và 4QC và hoàn thành 2 cầu cảng.

Việc đầu tư nâng cấp trang thiết bị, giúp DVP đẩy nhanh quá trình xử lý, nâng cao năng suất phục vụ tại cảng.

Biểu đồ 4: So sánh năng lực các cảng hạ nguồn



Nguồn: TVSI tổng hợp

Tuy vậy, cảng Đình Vũ có **số lượng cầu cảng ít** sẽ hạn chế số lượt tàu ra vào bến cảng. Các năm gần đây cảng luôn hoạt động vượt mức công suất thiết kế nhưng hiện tại Đình Vũ chưa có kế hoạch mở rộng hay tăng số cầu cảng. Trong khi đó các cảng truyền thống khác như Tân Vũ và VIP Green đều có xu hướng mở rộng nhằm nâng cao năng suất.

Về tải trọng tàu, Đình Vũ và Tân Vũ có tải trọng tàu tương đương là 40.000 DWT. Cỡ tàu lớn nhất có thể đón khoảng 50.000 DWT giảm tải, hiện chỉ sau cảng container quốc tế Hải Phòng Lạch Huyện (HITC).

III. ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CẢNG ĐÌNH VŨ - DVP

1. Kết quả kinh doanh 2014 – 2018 và 6T 2019

Bảng 2: Kết quả kinh doanh 2014 – 2018 và 6T 2019

	Đơn vị	2014	2015	2016	2017	2018	6T2019
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	542	652	652	627	639	289
% tăng trưởng yoy		8.19%	20.38%	0.01%	-3.90%	1.92%	-7%
Lãi gộp	Tỷ đồng	236	308	320	310	317	159
% Lãi gộp/DTT	%	43.63%	47.19%	49.11%	49.43%	49.65%	55.07%
Doanh thu tài chính	Tỷ đồng	36	48	50	63	68	39
Chi phí hoạt động	Tỷ đồng	-31	-46	-54	-57	-69	-30
% Chi phí HĐ/DTT	%	-5.81%	-7.04%	-8.25%	-9.11%	-10.81%	-10.35%
LNST công ty mẹ	Tỷ đồng	228	281	287	287	288	141
% tăng trưởng yoy	%	16%	23%	2%	0%	0%	5.4%
% LNST/DTT	%	42.09%	43.11%	43.98%	45.87%	45.05%	48.74%
EPS	Đồng	5,699	7,027	7,170	7,186	7,194	3,520
ROE	%	28%	30%	31%	29%	27%	
ROA	%	23%	25%	27%	26%	25%	

KQKD 6T 2019 doanh thu giảm nhưng lợi nhuận tăng do doanh thu tài chính tăng

Trong 6 tháng đầu năm 2019, DVP đạt 289 tỷ đồng doanh thu thuần giảm 7% so với cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế của công ty đạt 141 tỷ tăng 5,4% so với mức lãi sau thuế nửa đầu năm 2018.

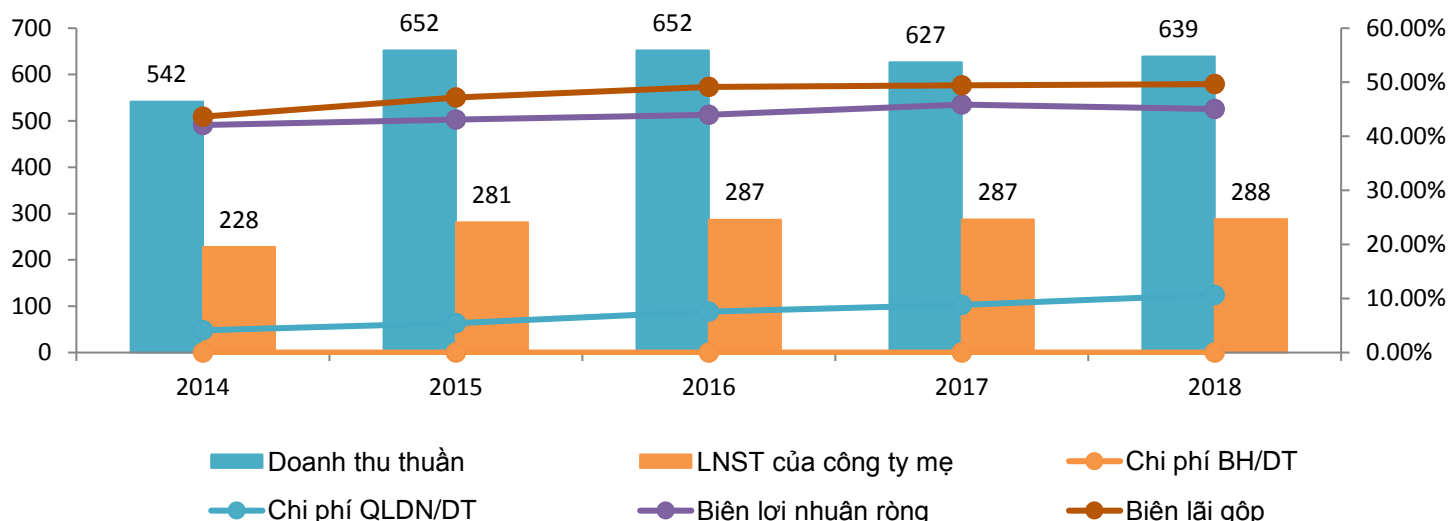
Mặc dù doanh thu giảm hơn so với cùng kỳ nhưng LNST tăng nhẹ do biên lợi nhuận được cải thiện và doanh thu tài chính tăng do ghi nhận 30,8 tỷ cổ tức, lợi nhuận được chia từ các công ty con.

Với mục tiêu đạt doanh thu 650 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế 286 tỷ đồng năm 2019, công ty đã hoàn thành 45,5% kế hoạch doanh thu và 59% kế hoạch LNST.

Biên lợi nhuận cao và ổn định

Hoạt động kinh doanh ổn định, biên lợi nhuận gộp cao, trung bình đạt 47,8% giai đoạn 2014-2018

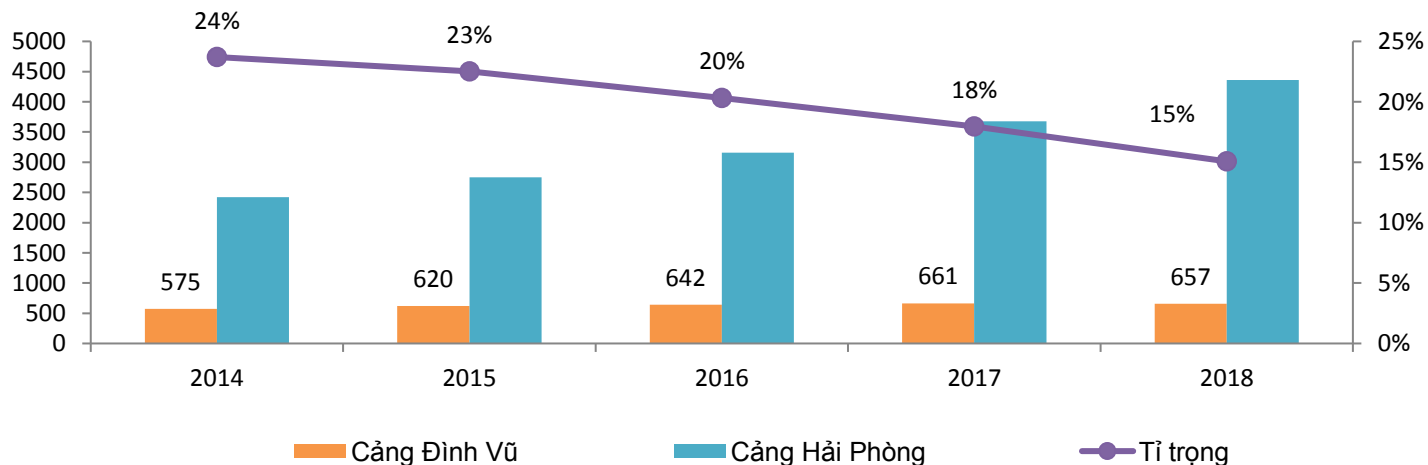
Biểu đồ 5: Doanh thu, chi phí và BLN giai đoạn 2014-2018 (Đv: tỷ VNĐ)



Nguồn: TVSI

- ❖ Biên lợi nhuận của cảng Đình Vũ luôn ổn định và duy trì ở mức cao do đặc thù của ngành vốn có biên lợi nhuận cao và công ty chỉ tập trung khai thác 2 cầu cảng không đầu tư mở rộng thêm do đó doanh thu khai thác dịch vụ luôn vượt mức thiết kế. Công suất thiết kế của cảng Đình Vũ là 600.000 TEU/năm, tuy vậy từ năm 2015, số lượng containers thông qua cảng Đình Vũ luôn vượt mức 600.000 TEU/năm.

Biểu đồ 6: Số container thông qua hệ thống cảng Hải Phòng và cảng Đình Vũ (Đv: '000 TEU)

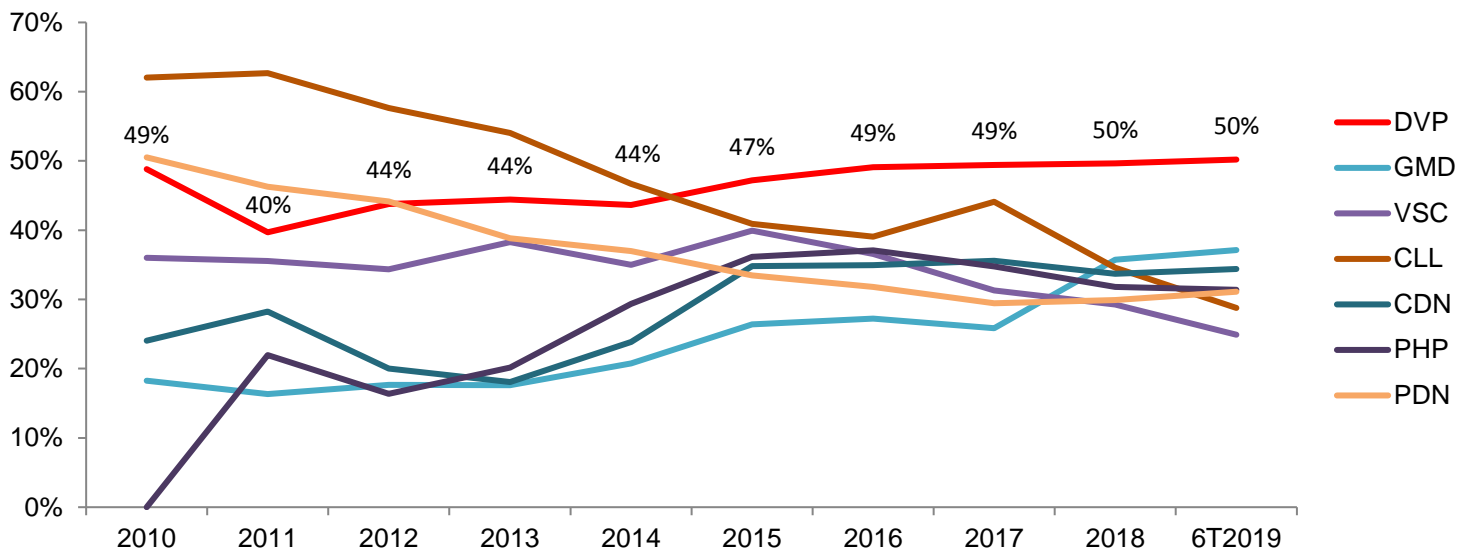


Nguồn: TVSI

- ❖ Số lượng container qua cảng Đình Vũ giao động không nhiều. Trong khi đó lượng containers qua hệ thống cảng Hải Phòng liên tục tăng qua các năm. Do đó tỷ trọng lượt tàu ra vào cảng Đình Vũ trong hệ thống cảng Hải Phòng cũng giảm dần, từ 24% tổng số containers năm 2014 xuống còn 15% năm 2018. Do mức công suất tối đa của công ty ngày càng chiếm thị phần nhỏ hơn trong hệ thống nên với mục tiêu duy trì mức công suất trung bình 600.000 TEU/năm công ty sẽ ít phải chịu áp lực cạnh tranh hơn so với các doanh nghiệp khác như GMD và VSC.
- ❖ Chúng tôi đánh giá, ngành cảng biển là một trong những ngành có biên lợi nhuận cao. Trung bình biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp trong ngành giao động từ 30-40%. Nhìn biểu đồ 7 có thể thấy biên lợi nhuận của các doanh nghiệp dần hội tụ tại

khoảng trung bình do sự tham gia của nhiều cảng mới làm gia tăng sự cạnh tranh trong ngành. Tuy vậy, đường biên lợi nhuận gộp của cảng Đình Vũ, luôn giữ ổn định và có chiều hướng đi lên. **Sau 10 năm, hiện tại DVP đang là doanh nghiệp có mức biên lợi nhuận gộp cao và ổn định nhất trong ngành.** Năm 2018 và đầu năm 2019, biên lợi nhuận gộp của công ty đạt 50%.

Biểu đồ 7: Biểu đồ so sánh biên lợi nhuận gộp

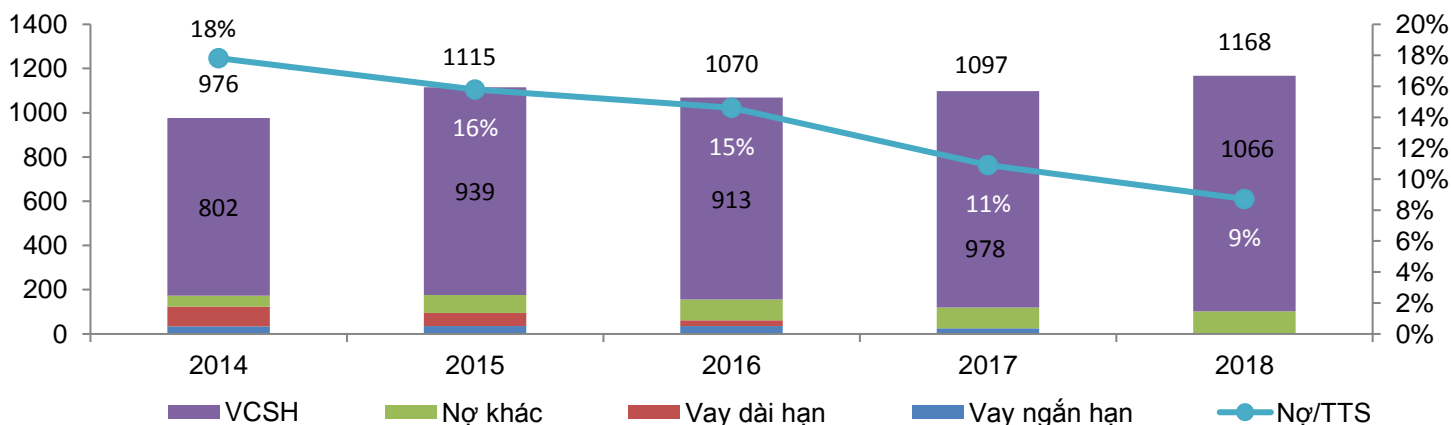


Nguồn: TVSI

2. Cơ cấu tài sản

Tài sản tăng do dòng tiền từ HĐKD lớn, đến cuối năm 2018 công ty xóa bỏ hoàn toàn các khoản nợ vay

Biểu đồ 8: Cơ cấu tài sản giai đoạn 2014 - 2018 (Đơn vị: tỷ VNĐ)



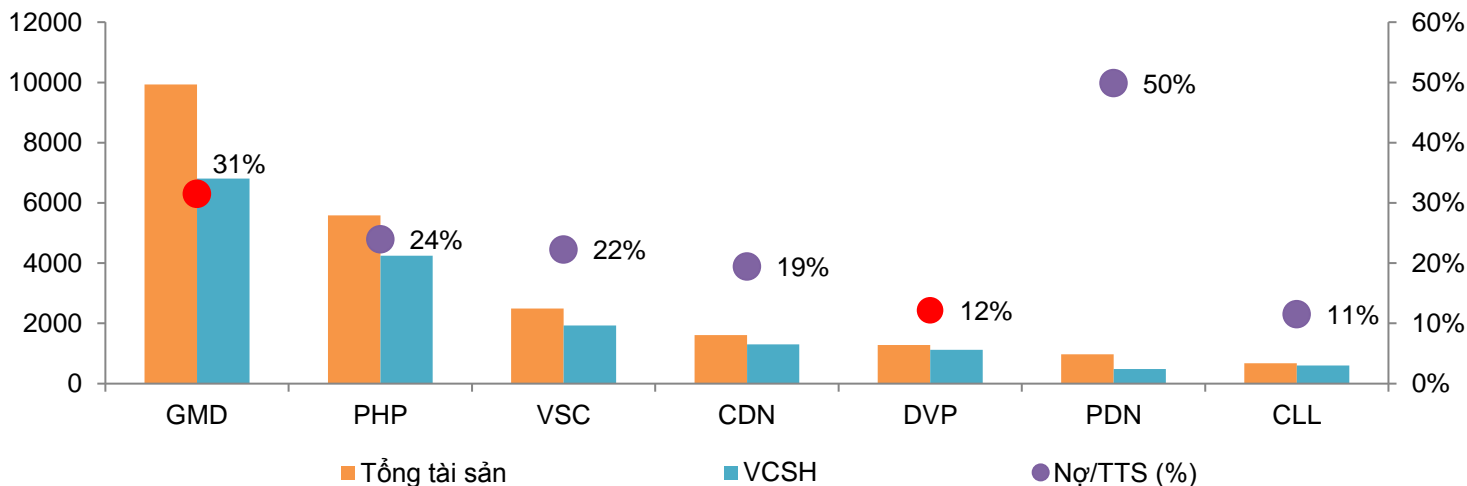
Nguồn: TVSI

Có thể thấy trong 5 năm từ 2014-2018, **cơ cấu tài sản của công ty ngày càng vững chắc** nhờ hoạt động kinh doanh của công ty luôn ổn định, dòng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh lớn (trung bình 306 tỷ/năm) và các hoạt động đầu tư mới hạn chế chủ yếu là nâng cấp kho bãi và mua sắm thiết bị. Do dòng tiền của công ty đổ vào Quỹ đầu tư và phát triển và phần lãi chưa phân phối nên vốn chủ sở hữu liên tục tăng qua các năm.

Công ty cũng tiến dần đến việc cắt giảm các khoản nợ vay. Cụ thể cuối năm 2017, công ty chỉ còn 25 tỷ đồng tiền nợ vay ngắn hạn, và đến cuối năm 2018 các khoản nợ vay của công ty đã được xóa bỏ hoàn toàn do đó chi phí lãi vay trong 2 quý đầu năm 2019 bằng 0.

Chỉ số Nợ/Tổng tài sản

Biểu đồ 9: Tổng tài sản, VCSH và chỉ số Nợ/TTS T6/2019 (Đơn vị: tỷ VNĐ)



Nguồn: TVSI

- ❖ Quy mô hoạt động của DVP là nhỏ so với các doanh nghiệp trong ngành. Các công ty khác như GMD, PHP và VSC có quy mô vốn lớn hơn, do sở hữu nhiều cảng khác nhau và tiếp tục mở rộng khai thác nhiều cảng biển. Trong khi đó, cảng Đình Vũ lại định hướng phát triển theo chiều sâu (vertical diversification), thành lập các công ty hoạt động dịch vụ sau cảng để tận dụng những nguồn lực từ hoạt động khai thác cảng nhằm tối đa hóa lợi nhuận.
- ❖ Chỉ số Nợ/TTS của DVP gần như thấp nhất so với các doanh nghiệp trong ngành. DVP là công ty duy nhất không sử dụng nợ vay.

IV. CHIẾN LƯỢC KINH DOANH VÀ RỦI RO ĐẦU TƯ

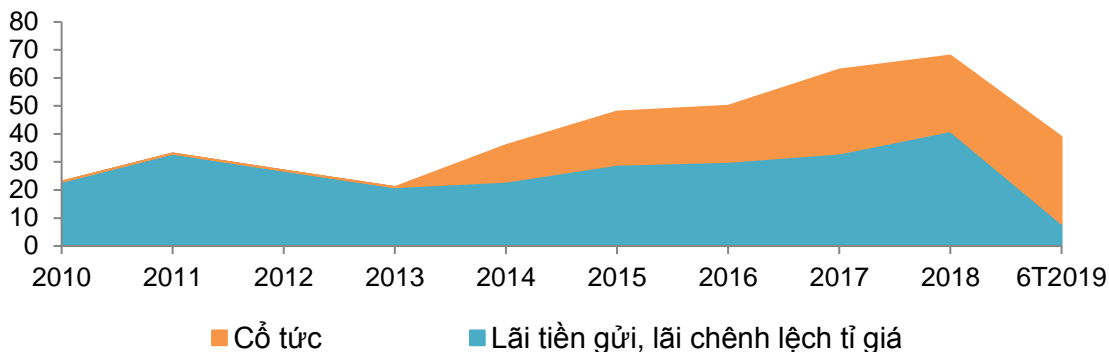
Chiến lược kinh doanh

Để duy trì hoạt động kinh doanh luôn ổn định, lượng khách hàng luôn đảm bảo trong điều kiện thị trường ngày càng cạnh tranh và duy trì được biên lợi nhuận cao và ổn định trong một thời gian dài công ty đã đề ra những chiến lược kinh doanh cụ thể.

- 1. Đầu tư phát triển công nghệ:** Như đã nêu trên, Đình Vũ là một trong những cảng có trang thiết bị đầy đủ và hiện đại nhất tại cụm cảng Hải Phòng do BLĐ công ty đầu tư tập trung nâng cao chất lượng dịch vụ cảng, khai thác tốt các cầu cảng đang có thay vì đầu tư dàn trải mở rộng quy mô.
Năm 2018, Cảng Đình Vũ đã chính thức đưa vào sử dụng thêm 4 cần trục giàn RTG thế hệ mới nhất, nâng tổng số giàn cần trục RTG phục vụ xếp dỡ container bãi hậu phương hiện nay lên 8 RTG. Về công nghệ, công ty ứng dụng phần mềm khai thác quản lý theo thời gian thực giúp nâng cao năng lực xếp dỡ và chuyên nghiệp hóa các dịch vụ tại cảng.
- 2. Định hướng phát triển chiều sâu (vertical diversification):** Để tránh cạnh tranh trực tiếp thay vì mở rộng hoạt động khai thác cảng như các công ty khác, cảng Đình Vũ đã chọn phát triển theo hướng khác tập trung phát triển các dịch vụ sau cảng.

Từ năm 2012 công ty đã trích một phần vốn ra để thành lập các công ty liên doanh SITC Đình Vũ và công ty cổ phần tiếp vận Đình Vũ đóng vai trò là hậu phương cung cấp các dịch vụ vệ sinh, sửa chữa, đóng rút hàng hóa,... giúp nâng cao chất lượng dịch vụ tại cảng và tận dụng những nguồn lực từ hoạt động khai thác cảng nhằm tối đa hóa lợi nhuận. Đến nay tiền cổ tức thu về từ các công ty này ngày một lớn.

Biểu đồ 10: Doanh thu từ HĐTC



Nguồn: TVSI

- Hợp tác với HITC:** Với thực tế thị trường cạnh tranh khắc liệt như hiện nay, công ty đã nhanh chóng đẩy mạnh hợp tác với HITC để đảm bảo lượng khách hàng của công ty không bị giảm do xu hướng hiện tại nhiều hãng tàu sẽ sử dụng tàu lớn để khai thác cảng container quốc tế HITC. Hiện tại HITC đóng góp khoảng 40% doanh thu của công ty.
- Đa dạng hóa dịch vụ:** Để tăng doanh thu, công ty cũng đa dạng hóa dịch vụ bằng việc phát triển thêm dịch vụ khai thác tàu ô tô với năng lực khai thác lên tới 1.000 ô tô/chuyến tàu. Trong năm 2019, công ty đã tiếp nhận và khai thác 09 tàu Ro-Ro với tổng số 2.629 xe các loại nhằm đáp ứng nhu cầu nhập khẩu ô tô nguyên chiếc và chuẩn bị cho nhu cầu sắp tới khi nhà máy sản xuất ô tô đầu tiên tại Việt Nam Vinfast được đặt tại khu kinh tế Đình Vũ

Với những chiến lược công ty đã thực hiện và sẽ triển khai trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng trong thời gian tới để duy trì mức lợi nhuận của giai đoạn trước là không khó nhưng để có sự tăng trưởng hơn nữa thì công ty cần có những định hướng mang tính đột phá hơn do các cầu cảng đã hoạt động vượt công suất, doanh thu khó có sự tăng trưởng trong tương lai.

Tuy vậy trong điều kiện thị trường cạnh tranh, việc hạn chế mở rộng sẽ giảm thiểu được rủi ro cạnh tranh và tạo điều kiện để tập trung khai thác trong vùng năng lực hiện tại nhằm giữ vững lợi nhuận

Rủi ro đầu tư

Thị trường cạnh tranh cao: Tại Hải Phòng các cảng mới được đưa vào khai thác khiến cho nguồn cung dịch vụ vượt cầu. Hiện tại các cảng ở Hải Phòng đang phải chịu áp lực cạnh tranh lớn.

Sự sáp nhập của các hãng tàu: Số lượng tàu cập bến 6 tháng đầu năm 2019 tại cảng Đình Vũ đạt 257 lượt tàu, giảm 16% so với cùng kỳ năm 2018 do mất đi đối tác lớn là hãng tàu Mitsui OSK Line sau khi hãng này cùng với 2 hãng khác là K Line và NYK hợp nhất thành một hãng tàu duy nhất với tên ONE (Ocean Network Express).

Khách hàng chuyển hướng sử dụng cỡ tàu lớn hơn để khai thác cảng mới HITC Lạch Huyện: Nhiều hãng tàu nâng cỡ tàu lớn hơn để khai thác tại Cảng Lạch Huyện để tiết kiệm chi phí vận hành và thời gian đi lại. Do đó sự chuyển dịch lượng hàng từ các cảng thượng nguồn và hạ nguồn sang các cảng nước sâu như cảng Lạch Huyện là xu hướng tất yếu.

Luồng hải quan sa bồi nhanh: Luồng hàng hải vào các cảng khu vực Đình Vũ sa bồi

nhanh do vậy nếu không được nạo vét thường xuyên sẽ gây khó khăn cho hoạt động khai thác của các hãng tàu và sản lượng hàng hóa thông qua cảng khu vực Đình Vũ.

V. ĐỊNH GIÁ VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Định giá

Phương pháp Chiết khấu dòng cổ tức (DDM)

Cảng Đình Vũ (DVP) là doanh nghiệp có lịch sử trả cổ tức tiền mặt duy trì ổn định nhiều năm, việc dự phóng dòng cổ tức trong tương lai là có cơ sở, do đó chúng tôi lựa chọn phương pháp định giá DDM để xác định giá trị của cổ phiếu.

Năm	2014	2015	2016	2017	2018
Cổ tức chi trả (tỷ VNĐ)	138	140	299	179	179
LNST (tỷ VNĐ)	228	281	287	287	288
DPR (%)	61	50	104	62	62
DPS (VNĐ)	3.500	3.500	7.500	4.500	4.500
SLCP (cp)	40.000.000				

Các giả định của phương pháp:

- ❖ Ke (Chi phí vốn cổ phần): **10,46%**
Được tính theo phương pháp CAPM
Hệ số Beta: 0.41
Phần bù rủi ro: 13%
Lãi suất phi rủi ro (R_f): 5.13% (lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm)
- ❖ G (Tốc độ tăng trưởng dài hạn): **0%**
- ❖ Dự phóng dòng tiền cổ tức từ 2019 – 2023:

Năm	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Cổ tức chi trả (tỷ VNĐ)	180	200	200	220	220
LNST (tỷ VNĐ)	288	301	318	323	328
DPR (%)	62	66	63	68	67
DPS (VNĐ)	4.500	5.000	5.000	5.500	5.500
SLCP (cp)	40.000.000				

Giá trị hiện tại của dòng cổ tức:

Năm	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	T- value
Giá trị hiện tại dòng cổ tức (VNĐ)	4.074	4.098	3.710	3.694	3.345	31.975
Giá trị cổ phiếu (VNĐ)	50.900					

Kết quả định giá

Ở mức giá 46.000 đồng/cp tại ngày 06/09/2019, cổ phiếu DVP đang được giao dịch tại mức giá thấp hơn giá trị cổ phiếu định giá theo phương pháp chiết khấu dòng cổ tức là 10,65%.

2. Quan điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ là một doanh nghiệp tốt. DVP là một trong những mã cổ phiếu có biên lợi nhuận hấp dẫn nhất trên sàn chứng khoán. Tuy áp lực cạnh tranh tại các cảng Hải Phòng trong thời gian tới là rất lớn, nhưng chúng tôi tự tin rằng với những thuận lợi mà Đình Vũ đang có và chiến lược đúng đắn của ban lãnh đạo, công ty sẽ tiếp tục duy trì doanh thu và lợi nhuận ổn định. DVP là doanh nghiệp luôn duy trì mức cổ tức tiền mặt cao.

Tỷ suất cổ tức năm 2018 là 8,7%.

Theo phương pháp DDM chúng tôi định giá DVP ở mức giá 50.900 vnd/cp

PHỤ LỤC I: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ VND	2017A	2018A	2019F	2020F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản TĐ tiền	23	92	107	122
+ Đầu tư ngắn hạn	590	495	488	506
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	78	97	86	87
+ Hàng tồn kho	9	10	10	10
+ Tài sản ngắn hạn khác	4	13	15	7
Tổng tài sản ngắn hạn	704	706	705	731
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	208	289	347	360
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Đầu tư dài hạn	142	142	142	142
+ Lợi thế thương mại	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	30	29	0	0
Tổng tài sản dài hạn	394	461	505	524
Tổng tài sản	1097	1168	1211	1255
+ Nợ ngắn hạn	120	102	65	48
Trong đó: vay ngắn hạn	25	0	0	0
+ Nợ dài hạn	0	0	17	12
Trong đó: vay dài hạn	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả	120	102	82	60
+ Vốn góp	400	400	400	400
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	227	238	267	295
+ Quỹ khác	208	286	319	357
Vốn chủ sở hữu	978	1066	1128	1195
Tổng nợ phải trả và VCSH	1097	1168	1211	1255

Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	271	278		
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-60	-5		
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-215	-205		
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-4	69		
Tiền đầu kỳ	27	23		
Tiền cuối kỳ	23	92		

Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	5.88	6.94	10.81	15.26
Hệ số thanh toán nhanh	5.80	6.84	10.66	15.06
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.20	0.90	1.63	2.54
Khả năng thanh toán lãi vay	169	606	n/a	n/a
Ngày phải thu	34	38		
Ngày phải trả	25	20		
Ngày tồn kho	10	10		

Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0.89	0.91	0.93	0.95
Nợ /Tổng tài sản	0.11	0.09	0.07	0.05
Nợ /Vốn chủ sở hữu	0.12	0.10	0.07	0.05
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0.12	0.10	0.06	0.04

Tỷ VND	2017A	2018A	2019F	2020F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	627	639	649	659
Giá vốn hàng bán	-317	-322	-339	-344
Lợi nhuận gộp	310	317	310	315
Doanh thu hoạt động tài chính	63	68	87	111
Chi phí tài chính	-2	-1	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-55	-68	-81	-96
Lợi nhuận từ HĐKD	316	316	317	331
Thu nhập khác	1	1	1	1
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	316	317	318	332
Lợi nhuận ròng	287	288	288	301
Lợi nhuận chia cho cổ đông				
Lợi ích của cổ đông thiểu số				
EPS cơ bản (VND)	7186	7194	7207	7528
Giá trị sổ sách (VND)	24444	26650	28211	29863
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	4500	4500	4500	5000
EBIT	214	272	271	255
EBITDA	319	348	351	337

Tăng trưởng				
Doanh thu	-4%	2%	2%	2%
EBITDA	20%	9%	1%	-4%
EBIT	27%	27%	0%	-6%
Lợi nhuận ròng	25%	0%	0%	4%
Vốn chủ sở hữu	978	1066	1128	1195
Tổng tài sản	1097	1168	1211	1255

Định giá				
PE	7.7	5.6	7	7
PB	2.25	1.51	1.8	1.8

Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	0.49	0.50	0.48	0.48
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	0.50	0.50	0.49	0.50
Tỷ suất lợi nhuận ròng	0.46	0.45	0.44	0.46
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0.00	0.00	0.00	0.00
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	-0.09	-0.11	-0.12	-0.14
ROE	0.29	0.27	0.26	0.25
ROA	0.26	0.25	0.24	0.24

1. THANG ĐO KHUYẾN NGHỊ

	Khuyến nghị	Diễn giải
	MUA MẠNH	Nếu giá thị trường thấp hơn giá mục tiêu ít nhất 30%
	MUA	Nếu giá thị trường thấp hơn giá mục tiêu từ 20-30%
	KHẢ QUAN	Nếu giá thị trường thấp hơn giá mục tiêu từ 10-20%
	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá thị trường thấp hơn hoặc cao hơn giá mục tiêu không quá 5-10%
	HẠ TỶ TRỌNG	Nếu giá thị trường cao hơn giá mục tiêu 10-20%
	BÁN	Nếu giá thị trường cao hơn giá mục tiêu ít nhất 20%
	KHÔNG ĐÁNH GIÁ	TVSI không đưa ra khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu căn cứ theo chính sách của TVSI khi TVSI đóng vai trò CTCK tư vấn hoặc trong một giao dịch chiến lược hoặc cũng có thể trong trường hợp TVSI không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu,

2. KHUYẾN CÁO

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI

- ❖ Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán, Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo
- ❖ TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này, Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích

HỆ THỐNG CHI NHÁNH CỦA TVSI



TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 6, số 79 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3728 0921 | Fax: (024) 3728 0920

Hoàn Kiếm

Tầng 7, Tòa nhà Grand Building, 30-32 Hòa Mã, Q. Hai Bà Trưng, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3933 2233 | Fax: (024) 3933 5120

Mỹ Đình

Tầng 2, 58 Trần Thái Tông, Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3792 5183 | Fax: (024) 3792 5180

Mễ Trì

Tầng 3, Khối B tòa nhà Sông Đà, Phạm Hùng, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3227 2901 | Fax: (024) 3227 2905

Ngọc Khánh

Tòa nhà Ngọc Khánh Plaza, Số 1 Phạm Huy Thông, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3237 3090 | Fax: (024) 3237 3092

Tây Hồ

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3728 6411 | Fax: (024) 3728 6407

Hải Phòng

Tầng 3, 10 Lê Hồng Phong, Ngô Quyền, Hải Phòng
Điện thoại: (022) 5375 7559 | Fax: (022) 5375 7560

Láng Hạ

P303A, 105 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3514 9033 | Fax: (024) 3514 9107

TP. Hồ Chí Minh

193-203 Trần Hưng Đạo, Cô Giang, Q.1, HCM
Điện thoại: (028) 3838 6868 | Fax: (028) 3920 7542

An Đông

Tầng 7, số 76 - 78 - 80 Hải Thượng Lãn Ông, Q.5, TP. HCM
Điện thoại: (028) 3855 5438 | Fax: (028) 3830 6547

Quy Nhơn

Số 1 Nguyễn Tất Thành, Quy Nhơn, Bình Định
Điện thoại: (025) 6381 8840 | Fax: (025) 6381 8820

Vĩnh Long

21C Phạm Thái Bường, Vĩnh Long, Vĩnh Long
Điện thoại: (027) 0385 3533 | Fax: (027) 0385 3535

Đà Nẵng

115 Lê Lợi, Hải Châu, Đà Nẵng
Điện thoại: (023) 6375 2282 | Fax: (023) 6375 2283

