

Ngành Cảng biển

Báo cáo lần đầu

15 tháng 12, năm 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **17.600**

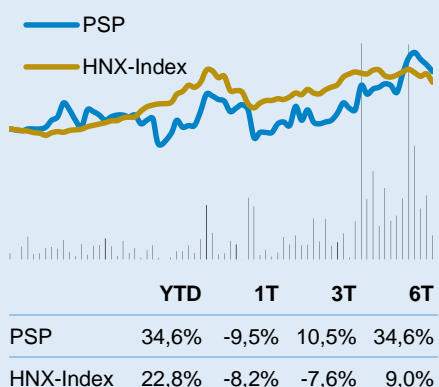
Giá thị trường (15/12/2014) 10.600

Lợi nhuận kỳ vọng 66%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	6.600 - 12.000
Vốn hóa	238 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	22.500.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	11.350 CP
% sở hữu nước ngoài	0%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	0
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	0%
Beta	0,82

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Đinh Thị Thu Thảo

(84 4) 3928 8080 ext 606

dingthithuthao@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Cảng Dịch vụ Dầu khí Đình Vũ

Mã giao dịch: PSP

Reuters: PSP.HM

Bloomberg: PSP VN

Lợi thế nhờ vị trí và quy mô cảng

Vị trí cảng biển thuận lợi.

Hệ thống cảng của PSP nằm tại Khu cảng Đình Vũ (khu cảng nước sâu có thể tiếp nhận trọng tải tàu lên đến 20.000 DWT và tàu lớn hơn giảm tải). So với các khu vực cảng khác tại Hải Phòng, khu cảng Đình Vũ có vị trí thuận lợi hơn khi tiếp nhận các tàu có trọng tải lớn với chi phí thấp do gần cửa sông. Thêm vào đó, khi đường 5 mới được kết nối giữa Hà Nội và Hải Phòng, một cây cầu sẽ được xây dựng bắc ngang từ bán đảo Đình Vũ qua Sông Cấm, tiếp giáp khu vực cảng Hải An. Các tàu có trọng tải lớn khó thể xâm nhập sâu vào trong nội địa.

Hiện tại, có 3 khu vực cảng chính tại Hải Phòng bao gồm khu vực cảng Đình Vũ, Hải An và Sông Cấm. Hầu hết các cảng đều tập trung tại quận Hải An (Cảng GreenPort của VSC, DXP, Cảng Hải An, Cảng Transvina,...) sẽ bị ảnh hưởng khi đường 5 mới kết nối. Khu vực Đình Vũ chỉ có một số cảng như Cảng Đình Vũ (DVP), Cảng Nam Hải Đình Vũ (thuộc sở hữu của GMD), PTSC Đình Vũ. Như vậy trong trung hạn, Đình Vũ sẽ trở thành trung tâm cảng lớn ở Hải Phòng nhờ kết nối với đường 5 và nằm tại cửa sông. PSP cũng được hưởng lợi nhờ vị trí thuận lợi này.

Cơ sở hạ tầng lớn nhưng chưa được khai thác hết tiềm năng.

Khu cảng của PSP có diện tích mặt bằng rộng 134.000 m², trong đó diện tích kho CFS là 3.240 m² cùng 1 cầu tàu dài 150m với độ mớn nước -8.6m, mới chỉ tiếp nhận được tàu trọng tải dưới 10.000 DWT (nếu hoàn thành giai đoạn 2 sẽ có khả năng tiếp nhận tàu 20.000 DWT). Công suất thiết kế của PTSC Đình Vũ là 300.000 TEU/năm. Xét về quy mô và công suất, cảng PSP ở mức trung bình so với các cảng thuộc khu vực Hải Phòng. Tuy nhiên, trong nhiều năm hoạt động, PSP chưa khai thác hết các thế mạnh của mình:

- ☐ **Không tiếp nhận được nhưng tàu có trọng tải lớn.** Cầu tàu hiện tại của PSP mới chỉ đáp ứng được các tàu trọng tải 10.000 DWT là một điểm khá bất lợi khi các tàu lớn khó cập cảng, làm hạn chế đối tượng khách hàng của PSP.
- ☐ **Chiều dài cầu tàu hiện tại không thể đáp ứng việc bốc xếp hàng hóa cho 2 tàu cùng một lúc** cũng làm ảnh hưởng đến sự tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua cảng của PSP.

Để khắc phục tình trạng trên, công ty đã có dự án nâng cấp, mở rộng cầu cảng giai đoạn 2: xây thêm một cầu tàu có chiều dài 105m nhằm đáp ứng nhu cầu vào bến của các tàu có trọng tải 20.000 DWT. Tuy nhiên, dự án này đang được triển khai với tiến độ khá chậm và cũng chưa được quyết định thời gian đi vào hoạt động do các tranh chấp pháp lý của PSP và các bên liên quan về vấn đề quyền sử dụng đất.

- Hệ thống kho bãi chưa được khai thác hết.** Đối với một doanh nghiệp cung cấp dịch vụ cảng biển, sở hữu một mặt bằng đất đai rộng với hệ thống kho bãi tốt có thể hỗ trợ hoạt động kinh doanh chính cũng như gia tăng lợi nhuận từ các mảng kinh doanh khác cho doanh nghiệp. Diện tích mặt bằng của PSP trong KCN Đình Vũ khá lớn với 134.000 m², kho CFS khá rộng so với các cảng khác trong khu vực với diện tích 3.240 m² nhưng PSP chưa có bãi container như VSC, DXP, DVP. Do đó, 90% doanh thu của PSP đến từ hoạt động cung cấp dịch vụ bốc xếp cảng biển. PSP không phát sinh doanh thu từ hoạt động kinh doanh kho bãi.

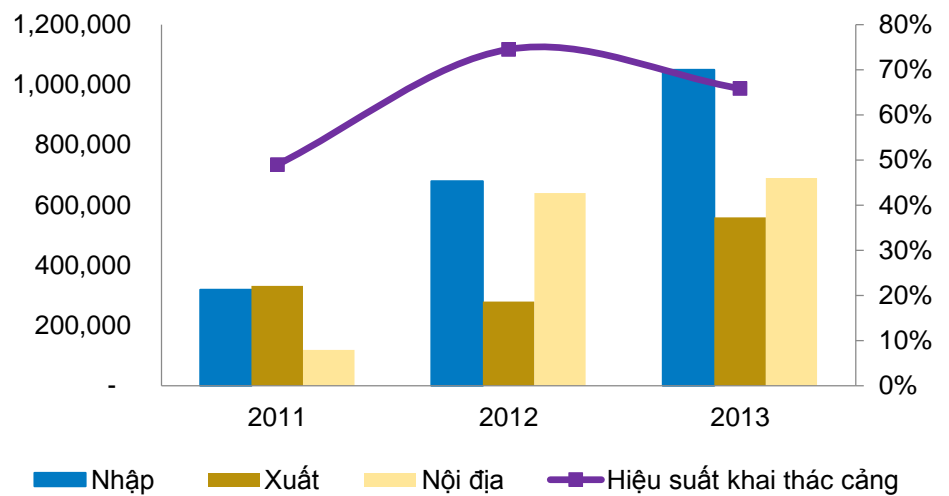
So sánh quy mô một số cảng tại Hải Phòng								
Thông số	DXP	DVP	VSC	TRANSVINA	Hải An	Vật Cách	Cửa Cấm	PTSC Đình Vũ
Vốn điều lệ (tỷ VND)	79	400	344	-	232	37	-	225
Tỷ lệ trả cổ tức (%/năm)	35%	20%	40%	-	25%	7%	-	0%
Công suất (TEU/năm)	200.000	500.000	500.000	200.000	250.000	-	-	300.000
Bãi container (m2)	65.000	200.000	100.000	50.000	150.000	12.000	28.000	0
Kho CFS (m2)	1.200	3.600	4.650	1.200	4.000	21.000	0	3.240
Số lượng cầu tàu	1	2	2	1	2	6	3	1
Chiều dài cầu tàu	210	425	480	120	150	96	270	150
Độ mớn nước (m)	8,4	8,0	8,1	8,6	8,0	4,5	4,5	8,6
Trọng tải tàu tối đa (DWT)	10.000	40.000	20.000	13.000	20.000	3.000	5.000	10.000

Nguồn: Hiệp hội cảng biển Việt Nam VPA

Lợi nhuận đang trên đà cải thiện sau nhiều năm thua lỗ

Hiệu suất sử dụng cảng tốt dần. Công suất thiết kế cảng PTSC Đình Vũ là 300.000 TEU/năm, cảng được đầu tư xây dựng từ năm 2008 và đến tháng 7/2009 chính thức đi vào hoạt động. Hiệu suất sử dụng cảng của PSP hàng năm ở mức thấp nhưng đang được cải thiện dần. Năm 2011, sau hơn 3 năm đi vào hoạt động, hiệu suất khai thác cảng chỉ đạt 49%; năm 2012 tăng nhẹ lên 57%. Đến năm 2013, hiệu suất khai thác cảng mới đạt đến 80%, sản lượng khai thác cảng tăng 41% từ mức 171.400 TEU năm 2012 lên đến 241.491 TEU năm 2013.

Sản lượng thông qua cảng của PSP (tấn)

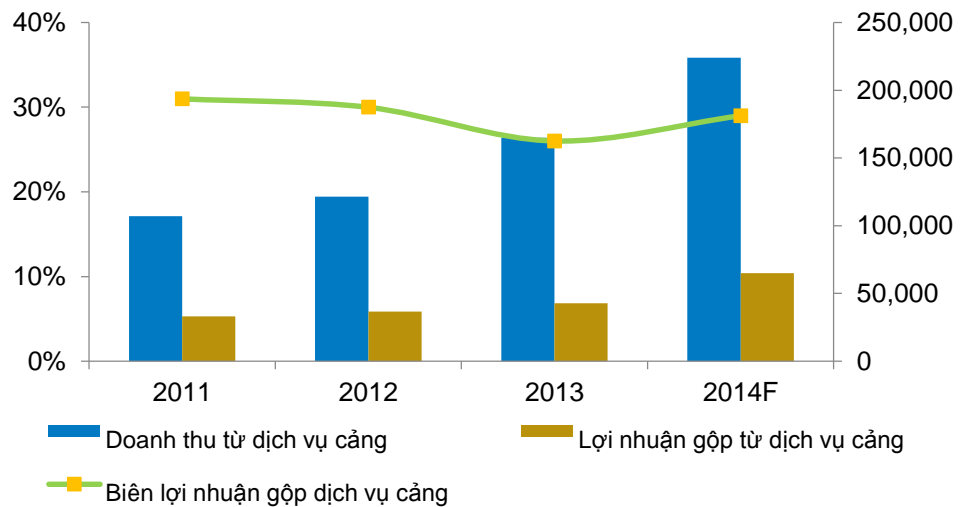


Nguồn: BVSC tổng hợp

Sự tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua cảng ấn tượng trong năm 2012-2013 của PSP có vai trò tương đối lớn từ đối tác chiến lược. Trong đợt tăng vốn năm 2011, PSP đã lựa chọn được cổ đông chiến lược là Công ty Cổ phần Container Việt Nam (VSC) - một trong những doanh nghiệp nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực khai thác cảng. Do cảng GreenPort của VSC hoạt động tối đa công suất nên một phần khách hàng của GreenPort đã được chuyển sang PTSC Đình Vũ. Thêm vào đó, kể từ năm 2012 nhu cầu vận chuyển hàng hóa xuất nhập khẩu tăng cao do hoạt động giao thương quốc tế của Việt Nam phát triển cũng là một yếu tố hỗ trợ sự tăng trưởng chung của ngành cảng biển cũng như của PSP.

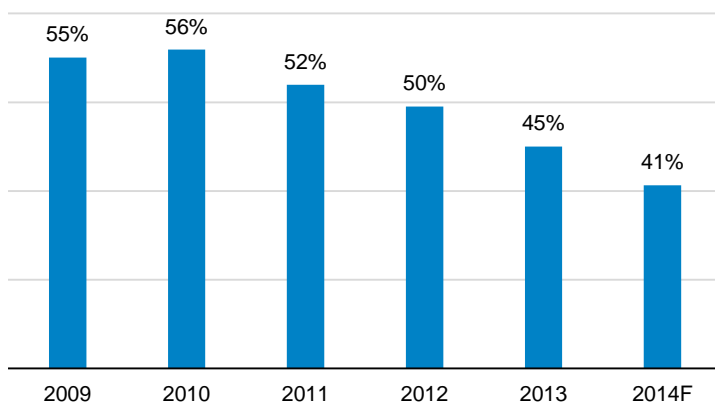
Nhờ sự tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua cảng đều đặn, doanh thu hàng năm từ hoạt động kinh doanh cảng của PSP cũng tăng trưởng khá nhanh trong giai đoạn 2011 - 2013 với mức tăng bình quân 32,44%/năm. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp chỉ ở mức 30%, thấp tương đối so với các doanh nghiệp cảng khác như VSC, DVP (khoảng 40-50%). Nguyên nhân là do xuất phát điểm của PSP thấp hơn các cảng khác trong cùng khu vực, nhân sự của PSP chủ yếu từ Tổng Công ty Cổ phần Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PTSC) không có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực cảng biển.

Kết quả kinh doanh hoạt động cảng của PSP giai đoạn 2011 – 2014f

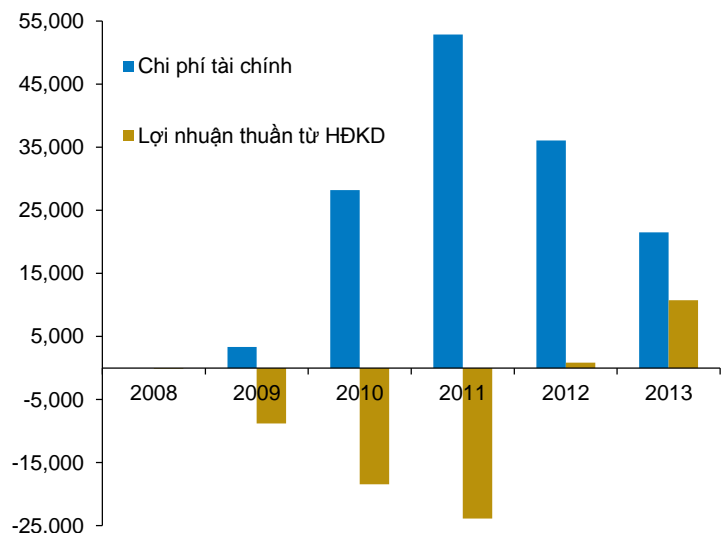


Chi phí tài chính giảm cũng là nguyên nhân giúp lợi nhuận của PSP cải thiện. Trong cơ cấu tài chính của PSP, nợ phải trả hiện chiếm khoảng trên 40% tổng tài sản. Khoản nợ chính của PSP là nợ vay dài hạn từ PVcomBank Hải Phòng với tổng giá trị khoản vay lên đến 267 tỷ đồng nhằm tài trợ cho dự án đầu tư xây dựng cảng. Số dư nợ vay tại thời điểm 31/12/2009 còn 219 tỷ. Năm 2011, mặt bằng chi phí lãi vay lên tới 20%/năm khiến cho PSP bị thua lỗ lớn. Kể từ năm 2012, lãi suất tín dụng đã giảm và ổn định hơn cũng góp phần cải thiện kết quả kinh doanh của PSP. Ngoài ra, PSP cũng đã hoàn trả một phần nợ gốc (mỗi năm trả 29 tỷ/năm trong hai năm 2013 & 2014) khiến áp lực trả nợ cũng được giảm bớt. Trong năm 2015, xu hướng lãi suất dự báo sẽ duy trì ổn định sẽ là một trong những nhân tố có ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

Tỷ trọng Nợ/Tổng Tài sản của PSP qua các năm



Ảnh hưởng của chi phí lãi vay tới lợi nhuận của PSP



Kết quả kinh doanh năm 2014 dự báo tích cực. Kết thúc 9 tháng đầu năm 2014, doanh thu của PSP đạt 232 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 21 tỷ, lần lượt tăng 88,1% và 253,5% so với cùng kỳ năm 2013 và vượt xa kế hoạch đề ra cho năm 2014.

Dự báo cả năm 2014 sẽ là một năm tiếp nối thành công trong tăng trưởng doanh thu dịch vụ cảng của PSP do công ty vẫn nhận được hỗ trợ nguồn hàng từ VSC. Chúng tôi ước tính với sản lượng qua cảng đạt 280.000 TEU trong năm 2014 cùng với chi phí tài chính được duy trì ổn định, PSP sẽ đạt 303 tỷ doanh thu và 27 tỷ lợi nhuận sau thuế.

Rủi ro đầu tư

Sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của PSP trong giai đoạn vừa qua không xuất phát từ bản thân doanh nghiệp, khi mà doanh thu hàng năm tăng trưởng khá tốt nhưng chủ yếu do nhân tố khách quan mang lại, trong khi tỷ lệ biên lợi nhuận gộp cũng thấp hơn các cảng đang hoạt động khác. Nhân tố cốt lõi đóng góp cho sự tăng trưởng doanh thu của PSP là từ cổ đông chiến lược VSC. Hiện tại, Cảng Green Port của VSC đã hoạt động tối đa công suất và một phần nguồn hàng do vậy được dịch chuyển từ Green Port sang PTSC Đình Vũ. VSC cũng đã tìm kiếm các cơ hội đầu tư mới để mở rộng quy mô cảng, mới đây nhất bằng việc thành lập công ty cảng (VSC nắm giữ 65%, VIP nắm giữ 30%). Cảng mới của VSC cũng nằm trong khu vực cảng Đình Vũ – cùng khu vực với PTSC Đình Vũ, đã được khởi công xây dựng trong tháng 11/2014, dự kiến đi vào hoạt động từ nửa cuối năm 2016. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là rủi ro của PSP phải đối mặt khi VSC tập trung hoàn thiện cảng mới. Như vậy, kể từ nửa cuối năm 2016, kỳ vọng cho sự phát triển của PSP chủ yếu đến từ việc PSP xây dựng thêm cầu cảng và sự nỗ lực của ban lãnh đạo trong việc cải thiện biên lợi nhuận cho hoạt động kinh doanh của công ty.

Định giá

Dựa vào giả định kết quả hoạt động kinh doanh chính của PSP có chuyển biến tích cực nhờ những lợi thế sẵn có và chi phí tài chính được dự báo giảm, chúng tôi định giá cổ phiếu PSP ở mức 17.600 đồng/cổ phần. Kết quả định giá của chúng tôi chưa tính đến những thay đổi khi giai đoạn 2 của dự án cầu tàu đi vào hoạt động.

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
- FCFE	18.641	50%	9.300
- FCFF	16.565	50%	8.300
Giá bình quân			17.600

Khuyến nghị đầu tư

Nhờ những lợi thế sẵn có so với các doanh nghiệp khai thác cảng biển khác tại Hải Phòng, cùng với chi phí tài chính được duy trì ổn định, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của PSP sẽ duy trì kết quả tích cực trong năm 2014 – 2015. PSP đang được giao dịch tại mức giá khoảng 10.600 đồng. Mức giá hiện tại thấp hơn mức giá kỳ vọng là **17.600 đồng/cp**. Do đó chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PSP.

Rủi ro đối với cổ phiếu PSP có thể xảy ra từ năm 2016 khi có thể sẽ nhận được ít hơn sự hỗ trợ từ VSC, nhân tố thúc đẩy kết quả kinh doanh của PSP trong những năm vừa qua. sẽ được kỳ vọng từ giai đoạn 2 của dự án xây dựng cầu cảng.

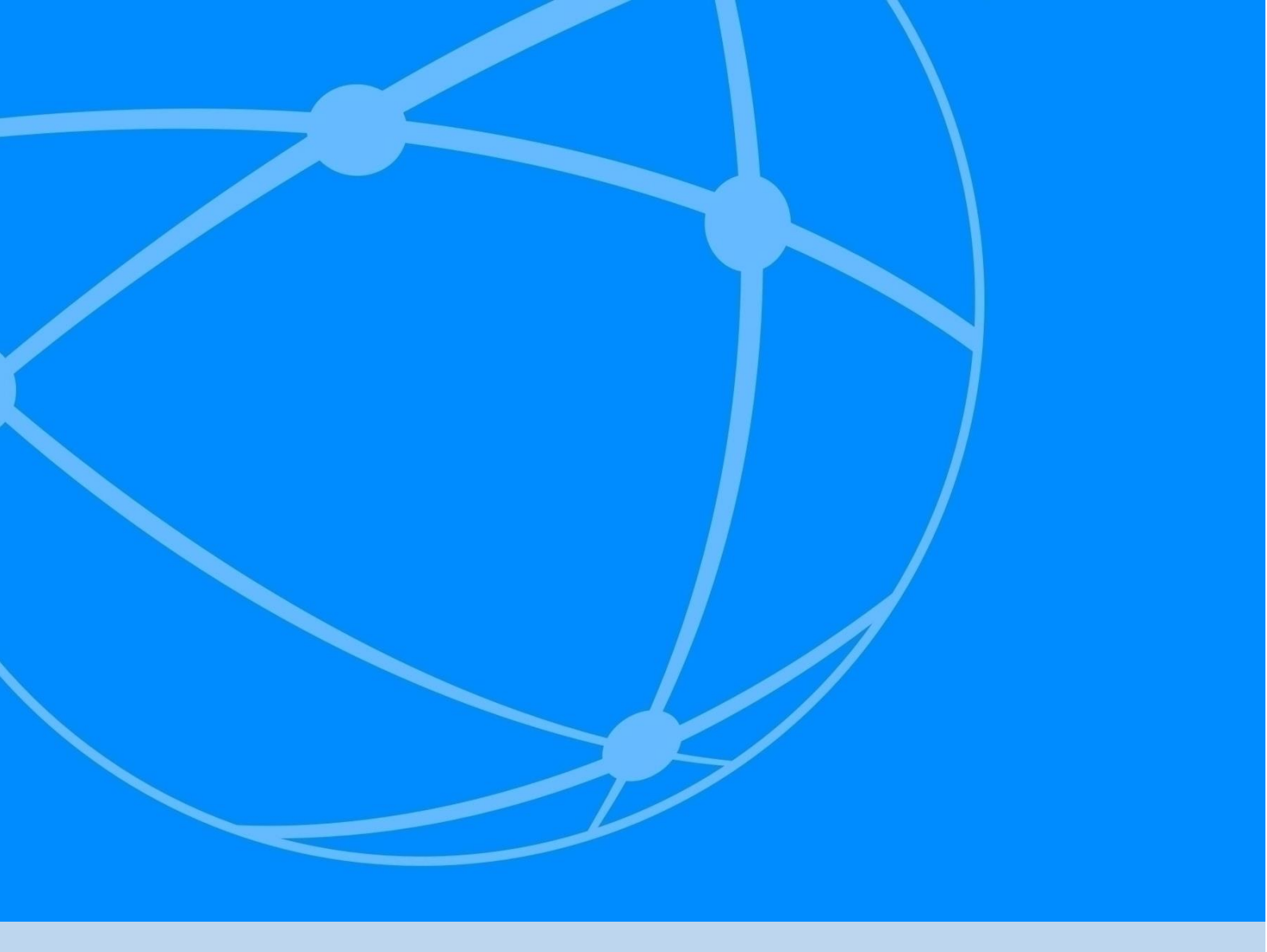
THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999