

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN CẢNG ĐÌNH VŨ (DVP-HSX)

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU: MUA

Giá thị trường (VND)	45.000
Vùng giá mục tiêu trong dài hạn	52.000-68.500
EPS 2018 sau khi loại trừ khen thưởng phúc lợi: (VND)	6.762
BV 2018 (VND)	28.110
Cổ tức trung bình 2010-2018	
Tiền mặt	40%
Cổ phiếu	11,11%

GIỚI THIỆU CÔNG TY

Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ gọi tắt là Cảng Đình Vũ được thành lập vào ngày 11 tháng 11 năm 2002. Ngày 14/01/2003 Cảng Đình Vũ chính thức đi vào hoạt động. Vốn điều lệ khi thành lập công ty là 100 tỷ, do các Cổ đông sáng lập gồm Cảng Hải Phòng chiếm 51% cùng một số pháp nhân khác và cán bộ công nhân viên Cảng Hải phòng. Trải qua quá trình phát triển đến nay vốn điều lệ của công ty đã lên đến 400 tỷ đồng, tổng tài sản đạt trên 1.279 tỷ đồng. Công ty tiến tới mục tiêu trở thành cảng container chuyên nghiệp, hiện đại, có vị thế dẫn đầu khu vực miền Bắc.

Ngành nghề kinh doanh chính của công ty bao gồm:

- Dịch vụ xếp dỡ, giao nhận, lưu giữ bảo quản hàng hóa, kinh doanh kho bãi
- Dịch vụ đại lý vận tải; dịch vụ xuất nhập khẩu, vận chuyển hàng hoá đa phương thức
- Cung cấp dịch vụ hàng hải, dịch vụ lai dắt, hỗ trợ tàu biển.

TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- 1. Ngành cảng biển là ngành Việt Nam có thể mạnh nhờ vị trí địa lý thuận lợi.** Sản lượng container qua cảng Hải Phòng được dự báo tăng đều 10% CAGR trong giai đoạn 2020-2030. Riêng trong năm 2018 lượng hàng hóa thông qua cảng biển tăng mạnh 20% so với giai đoạn 2014-2017 là 10%. Điều này phần nào cho thấy dòng chuyên dịch chuỗi cung ứng từ Trung Quốc đang có tác động tích cực đến Việt Nam.
- 2. Cảng Đình Vũ, là cảng nước sâu có thể tiếp đón được những tàu có trọng tải lớn, vị trí địa lý đẹp gần những tuyến cao tốc lớn giúp tăng khả năng cạnh tranh với các hệ thống cảng khác trong khu vực.**
- 3. Kết quả kinh doanh ổn định ở mức cao trong giai đoạn 2015-2018 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế khá ổn định.** Doanh thu trung bình 642 tỷ/năm với lợi nhuận sau thuế trung bình đạt 285,7 tỷ/năm, EPS trung bình 4 năm sau khi loại trừ chi phí trích lập khen thưởng đạt 6.790 đồng/CP
- 4. Tình hình tài chính lành mạnh,** với lượng tiền mặt dồi dào chiếm tỷ trọng lớn 57% tổng tài sản, khoản phải thu khá thấp chỉ chiếm 5,6% tổng tài sản cho thấy chất lượng doanh thu lợi nhuận khá cao. Điều này cho thấy khả năng tạo tiền tốt của doanh nghiệp cũng không hề thua kém với những doanh nghiệp niêm yết hàng đầu trên sàn. Nợ phải trả khá thấp chỉ chiếm 12,12% tổng nguồn vốn trong đó doanh nghiệp không có nợ vay không chịu rủi ro khi môi trường lãi suất tăng.
- 5. Ban lãnh đạo có dày dặn kinh nghiệm.** Chủ tịch hội đồng quản trị ông Vũ Tuấn Dương, tổng giám đốc ông Cao Văn Tĩnh đều có kinh nghiệm trên 20 năm trong ngành. Doanh nghiệp chi trả cổ tức đều đặn bằng tiền mặt cho cổ đông trong giai đoạn 2010-2018 với tỷ lệ chi trả/thị giá ở mức hấp dẫn nếu so với thị trường chung và lãi suất tiền gửi tiết kiệm. Tỷ lệ trích lập khen thưởng trên lợi nhuận sau thuế ở mức khá thấp 6,52% lợi nhuận sau thuế.

6. Định giá vẫn tương đối hấp dẫn

Định giá so sánh theo dòng tiền Với Vốn hóa/(Dòng tiền hoạt động kinh doanh trung bình 4 năm) mới đạt 5,7 lần thấp hơn nhiều so với những doanh nghiệp hàng đầu như VNM (24 lần), HPG(10,33 lần), FPT(12,82 lần)

Định giá theo thu nhập. EPS trung bình 4 năm sau khi điều chỉnh chi phí khen thưởng phúc lợi 6% lợi nhuận sau thuế đạt 6.720 đồng/cổ phiếu. Với thị giá 45.000 đồng/CP, P/EPS tương ứng đạt mức 6,7 lần, tương ứng E/P đạt 15% cao hơn nhiều lãi suất tiết kiệm hiện nay mức tối đa đạt 9%. Điều này cho thấy định giá của DVP khá hấp dẫn.

7. Rủi ro. Rủi ro trong hoạt động kinh doanh của DVP đến từ việc cạnh tranh gay gắt từ các cảng mới như Vinalines Đình Vũ, MIPEC, Lạch Huyện nên thị phần có thể bị chia sẻ mạnh trong thời gian tới.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(15/08/2019)

Ngành:	Cảng biển
Số lượng CP niêm yết	40.000.000
KLGD bq 10 phiên	80.683
Tăng/giảm giá 7 phiên	+5,08%
Tăng/giảm giá 1 tháng	+18,8%
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.748

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

CTCP Cảng Hải Phòng	51%
CTCP vật tư nông sản	18,7%
Samarang Ucits - Samarang Asian Prosperity	5,16%

Diễn giải

1. Triển vọng ngành cảng biển Việt Nam khả quan giúp DVP có thể duy trì doanh thu và lợi nhuận ổn định.

a. Theo quy hoạch cảng biển giai đoạn 2020 - 2030, sản lượng container qua cảng tại Hải Phòng dự báo tăng khoảng 10% mỗi năm. Tổng sản lượng hàng hóa qua thành phố này năm 2020 dự báo sẽ đạt 109 - 114 triệu tấn/năm, trong đó hàng container khoảng 5,84 - 6,2 triệu TEUs/năm, tương ứng với tốc độ tăng trưởng trung bình CAGR khoảng 9% - 10,3%.

Theo số liệu từ Cục Hàng hải Việt Nam, lượng hàng hóa thông qua cảng biển riêng trong năm 2018 đạt 529,3 triệu tấn, tăng 20% năm trước, lượng hàng hóa container tăng đột biến 22,6%. So với mức tăng trưởng bình quân kép (CAGR) 10% giai đoạn 2014-2017, số liệu cho thấy dòng chuyển dịch chuỗi cung ứng từ Trung Quốc có tác động tích cực đến ngành cảng biển Việt Nam. Nguyên nhân do cuộc chiến thương mại Mỹ Trung sẽ khiến các nhà sản xuất di dời những nhà máy của họ ra ngoài Trung Quốc và Việt Nam là điểm đến lý tưởng với nguồn lao động rẻ mạt và vị trí địa lý thuận lợi.

Các hãng tàu lớn đã liên tục tăng kích thước tàu trung chuyển của họ để cắt giảm chi phí trên mỗi container, điều đó có nghĩa là mớn nước (phần thuyền chìm trong nước) và chiều dài tổng thể của tàu cũng được tăng lên. Do đó, các cảng ở hạ nguồn như DVP, VSC, GMD có luồng sâu hơn và vững quay tàu lớn hơn sẽ là những doanh nghiệp được hưởng lợi chính.

b. Theo Thông tư 54/2018/TT-BGTVT, khung giá một loạt các dịch vụ tại cảng biển Việt Nam, trong đó có dịch vụ bốc dỡ container được điều chỉnh theo hướng tăng. Theo đó, giá sàn theo quy định mới sẽ cao hơn 10% so với giá sàn hiện tại (bằng với giá thị trường do cung vượt cầu) cho các cảng biển phía Bắc (không bao gồm HICT ở Lạch Huyện). Thông tư sẽ chính thức có hiệu lực vào năm 2019. Điều này sẽ giúp tăng thu nhập của các cảng hạ lưu ở Hải Phòng bằng cách phá vỡ xu hướng giảm giá dịch vụ do cạnh tranh khốc liệt ở khu vực này.

2. Cảng Đình Vũ là cảng nước sâu có thể tiếp nhận những tàu có trọng tải lớn, đồng thời với vị trí địa lý thuận lợi gần những tuyến cao tốc lớn có lợi thế lớn trong việc cạnh tranh với các hệ thống cảng khác trong khu vực. Ngoài ra Cảng Đình Vũ còn được hưởng lợi từ việc xây dựng cầu Bạch Đằng giúp các đơn hàng dịch chuyển từ những cảng phía trong ra như Cảng Hải Phòng, Cảng Vật Cách, Cảng Hải An.

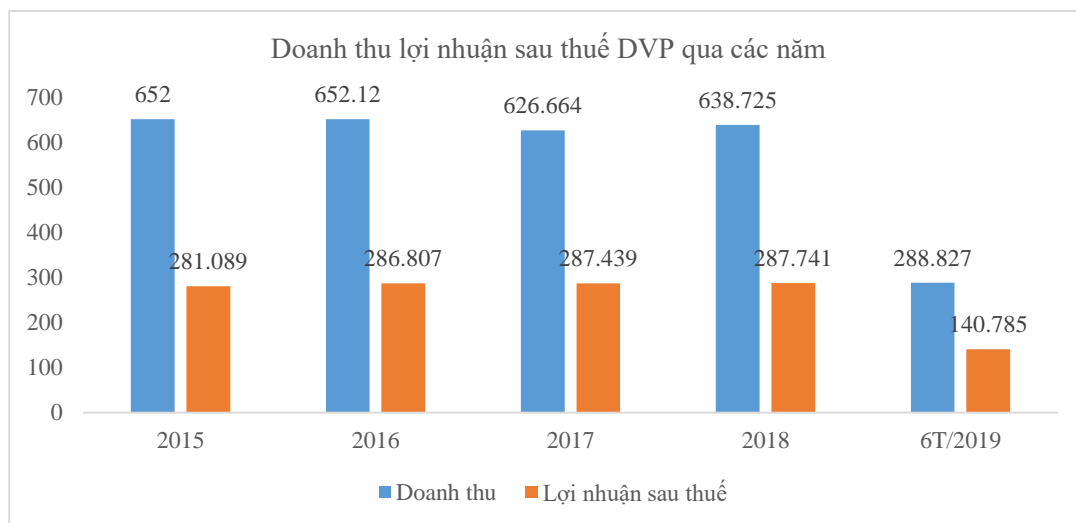
Cảng Đình Vũ có vị trí giao thông thuận lợi, là cửa ngõ kết nối trực tiếp với cao tốc Hải Phòng - Hà Nội (QL5B), cầu Bạch Đằng, cao tốc Vân Đồn - Hạ Long - Hải Phòng.



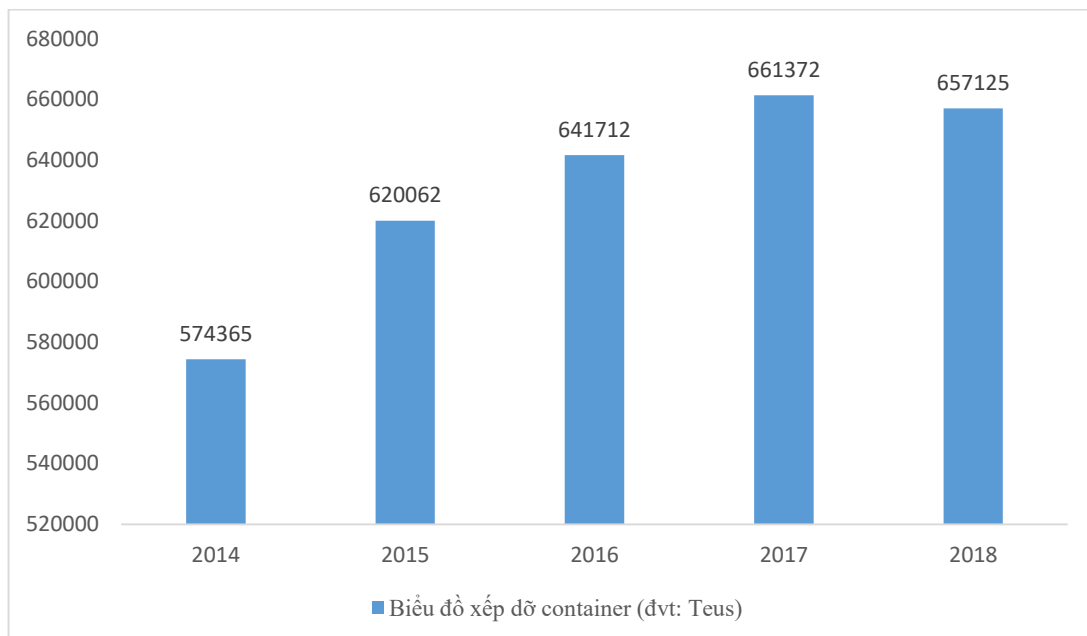
Cầu Bạch Đằng được xây dựng vào đầu năm 2016 và được đưa vào sử dụng từ giữa năm 2017. Cầu được xây dựng tại ngã ba giữa Sông Gấm và sông Bạch Đằng. Việc xây dựng của cầu ở điểm cuối của cao tốc Hà Nội-Hải Phòng (quốc lộ 5B) và nối liền với cao tốc Hải Phòng-Quảng Ninh giúp cho việc giao thương giữa Hà Nội- Hải Phòng- Quảng Ninh dễ dàng hơn. Tuy nhiên với việc giới hạn chiều cao tối đa gần 100m (trụ giữa cầu) sẽ khiến những tàu có trọng tải lớn 20.000 DWT không thể vào những cảng nước sâu bên trong. Điều này giúp các đơn hàng dịch chuyển từ những cảng nước sâu phía trong ra bên ngoài cầu, giúp Cảng Đình Vũ có thêm khách hàng và luôn trong tình trạng tối đa công suất.

3. Kết quả kinh doanh 4 năm từ 2015-2018 của DVP khá ổn định và ở mức cao mặc dù chịu sức ép cạnh tranh gay gắt từ cảng Vip Green Port

Doanh thu trung bình 642 tỷ với lợi nhuận sau thuế trung bình đạt 285,7 tỷ, EPS trung bình 4 năm sau khi loại trừ chi phí trích lập khen thưởng đạt 6.790 đồng/CP, P/E trung bình 4 năm đạt 6,57 lần thấp hơn nhiều so với thị trường chung 16 lần với EPS trung bình 4 năm/thị giá đạt 15,22% hấp dẫn hơn lãi suất gửi tiết kiệm những ngân hàng lớn hiện nay từ 7,5-8,5%/năm.



Cảng Vip Gren Port của Vicoship (VSC) là cảng nước sâu có vị trí địa lý cách cảng Đình Vũ khoảng 3,6km hướng đông Nam được hoạt động từ năm 2016 dấy lên lo ngại cạnh tranh với cảng Đình Vũ. Tuy nhiên trong suốt 3 năm 2016, 2017, 2018 doanh số container xếp dỡ luôn giữ được ổn định cho thấy sức ép cạnh tranh từ các đối thủ ngoài chưa ảnh hưởng quá nhiều đến DVP.

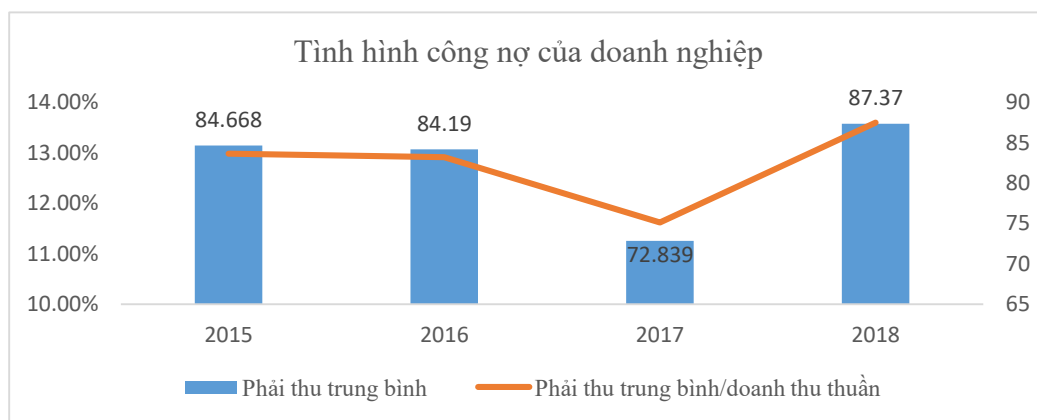


(Nguồn báo cáo thường niên DVP 2018)

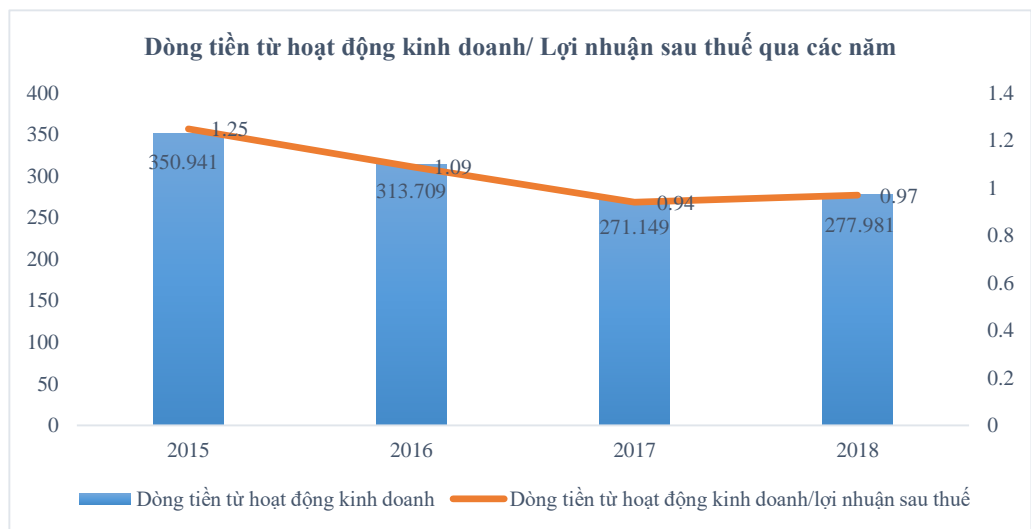
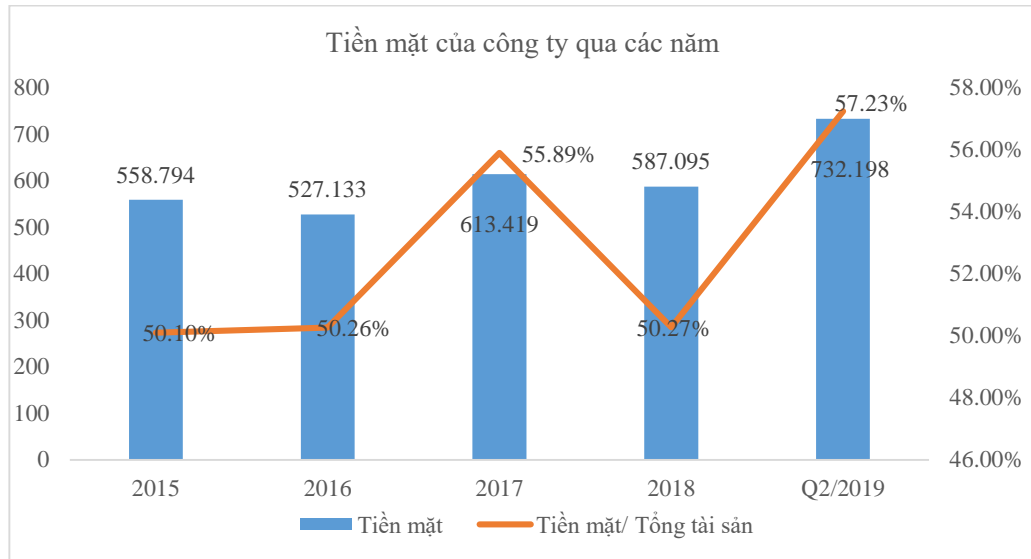
4. Tình hình tài chính lành mạnh.

Doanh nghiệp không có nợ vay, những khoản nợ phải trả đa số là những khoản chiếm hữu từ bên thứ 3 như người bán, thuế phải nộp nhà nước, người lao động.

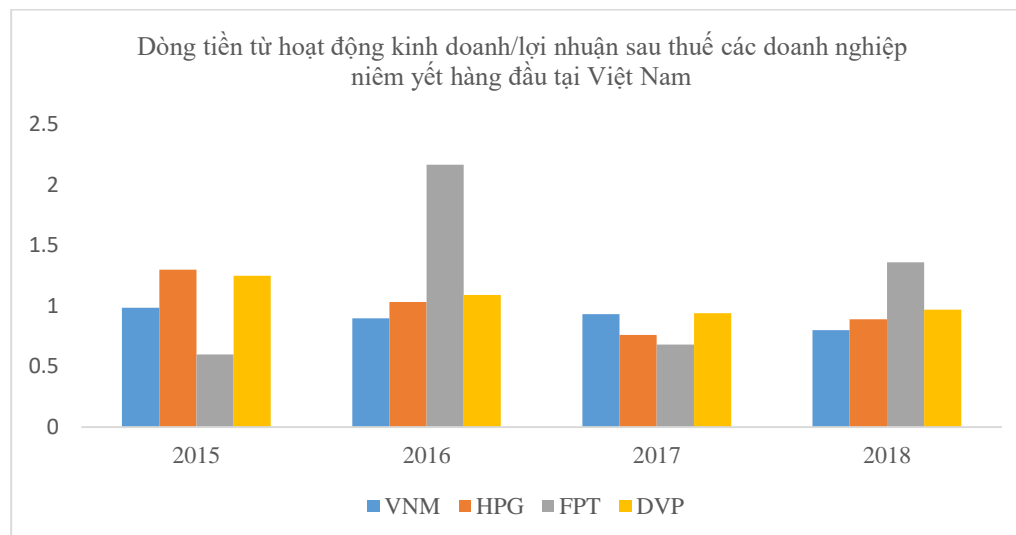
Khoản mục phải thu có trọng số khá nhỏ trong cơ cấu tổng tài sản chỉ chiếm khoảng 5,45% trong cơ cấu tổng tài sản. Khoản mục này liên tục chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu tổng tài sản qua các năm, phải thu trung bình năm 2018 đạt số tuyệt đối 66,86 tỷ chiếm 10,48% doanh thu cho thấy doanh nghiệp quản lý công nợ khá tốt



Doanh nghiệp là một cỗ máy tạo tiền tuyệt vời khi khoản mục tiền mặt là 732 tỷ (Q2/2019) chiếm trên 57% Tổng tài sản và liên tục tăng qua các năm (biểu đồ)



Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp liên tục ở mức cao qua các năm và luôn xấp xỉ bằng lợi nhuận sau thuế cho thấy doanh nghiệp thu hồi công nợ tương đối tốt. Nếu xét về khả năng tạo tiền, DVP là một trong những doanh nghiệp có khả năng tạo tiền tốt nhất trong các doanh nghiệp niêm yết.



Với chỉ số dòng tiền từ hoạt động kinh doanh/lợi nhuận sau thuế dao động quanh ngưỡng 1 cho thấy hầu như toàn bộ lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp đều được chuyển thành tiền mặt. Điều này cho thấy doanh nghiệp có sức ép lên các khách hàng của mình khiến việc thu hồi công nợ khá tốt. Nếu so sánh khả năng biến lợi nhuận sau thuế thành tiền mặt DVP không hề thua kém những doanh nghiệp hàng đầu tại Việt Nam.

- Ban lãnh đạo DVP giàu kinh nghiệm.** Chủ tịch Vũ Tuấn Dương đã có trên 28 năm kinh nghiệm làm việc trong lĩnh vực cảng biển. Tổng giám đốc Cao Văn Tĩnh cũng đã có trên 22 năm kinh nghiệm làm trong lĩnh vực kho vận. Ban lãnh đạo chủ chốt của công ty đều là những con người dày dặn kinh nghiệm.

Mức chi trả cổ tức rất đều đặn luôn chiếm từ 50% lợi nhuận sau thuế trở lên trong điều kiện công ty không mở rộng quá nhiều. Mức trích lập khen thưởng cho cán bộ công nhân viên cũng ở mức rất thấp so với các doanh nghiệp niêm yết khi chỉ ở mức 6,52% LNST.

Cơ cấu cổ đông khá cô đặc khi đến gần 75% cổ phần được sở hữu bởi nhóm cổ đông lớn bao gồm công ty cổ phần Hải Phòng 51%, Công ty CP Vật tư nông sản 18,7%, quỹ ngoại Samarang Ucits chiếm 5,16%.

- Định giá hấp dẫn so với thị trường chứng cũng như so với những kênh đầu tư khác như gửi tiết kiệm.** DVP là một cổ phiếu hấp dẫn cho những nhà đầu tư giá trị tại thời điểm hiện tại.

Định giá theo dòng tiền Với Vốn hóa/(Dòng tiền hoạt động kinh doanh trung bình 4 năm) mới đạt 5,7 lần thấp hơn nhiều so với những doanh nghiệp hàng đầu như VNM (24 lần), HPG(10,33 lần), FPT(12,82 lần)

Định giá theo thu nhập. EPS trung bình 4 năm sau khi điều chỉnh chi phí khen thưởng phúc lợi 6% lợi nhuận sau thuế đạt 6.720 đồng/cổ phiếu. Với thị giá 45.000 đồng/CP, P/EPS trung bình 4 năm đã hiệu chỉnh chi phí trích lập khen thưởng tương ứng đạt mức 6,7 lần khá thấp nếu so với các doanh nghiệp khác trong ngành như GMD (10x), VSC(6x), TCL(8,5x), TCW(10x), PHP(10x)

(Lưu ý tất cả EPS trong công thức P/E tính ở trên là EPS trung bình 4 năm đã hiệu chỉnh chi phí khen thưởng phúc lợi xã hội).

E/P tương ứng của DVP đạt 15% cao hơn nhiều lãi suất tiết kiệm hiện nay mức tối đa đạt 9%. Điều này cho thấy định giá của DVP khá hấp dẫn.

Bảng định giá với các giả định

Giả định	Lãi suất tiết kiệm không tăng	LSTK tăng 10% CAGR trong giai đoạn 5 năm tới từ mức 9% ở hiện tại	LSTK tăng 20% CAGR trong 5 năm tới từ mức 9% ở hiện tại.
Lãi suất tiết kiệm trung bình giai đoạn 5 năm	9%	11%	13,94%
Thời gian hoàn vốn của lãi suất tiết kiệm tương đương	11	9	7,17
Thời gian hoàn vốn đầu tư nếu mua với mức giá hiện tại trong trường hợp EPS (sau khi loại trừ chi phí khen thưởng) giữ nguyên và ổn định	6,45	6,45	6,45
Giá hợp lý (nghìn đồng)	73,78	60,55	48,24
Thời gian hoàn vốn đầu tư nếu mua với mức giá hiện tại trong trường hợp EPS (sau khi loại trừ chi phí khen thưởng) tăng 5%/năm	5,7	5,7	5,7
Giá hợp lý (nghìn đồng)	83,7	68,5	54,59
Thời gian hoàn vốn đầu tư nếu mua với mức giá hiện tại trong trường hợp EPS (sau khi loại trừ chi phí khen thưởng) tăng 10%/năm	5,2	5,2	5,2
Giá hợp lý (Nghìn đồng)	91,8	75,12	59,8
Thời gian hoàn vốn trong Trường hợp xấu khi EPS sụt giảm đều 5%/năm	7,52	7,52	7,52
Giá hợp lý (Nghìn đồng)	63,4	52	41,3

Như vậy ngay cả trong trường hợp xấu nhất khi lãi suất tiết kiệm tăng 20%/năm CAGR và lợi nhuận sau thuế sụt giảm 5% mức định giá hợp lý của DVP vẫn là mức 41.300 đồng/CP

Tuy nhiên theo chúng tôi việc DVP bị sụt giảm lợi nhuận trong dài hạn khó xảy ra vì theo quy hoạch cảng biển giai đoạn 2020 - 2030, sản lượng container qua cảng tại Hải Phòng dự báo tăng khoảng 10% mỗi năm. Mặc dù có sự cạnh tranh gay gắt với một loạt hệ thống cảng tuy nhiên theo Thông tư 54/2018/TT-BGTVT, khung giá một loạt các dịch vụ tại cảng biển Việt Nam, trong đó có dịch vụ

bốc dỡ container được điều chỉnh. Theo đó, giá sàn theo quy định mới sẽ cao hơn 10% so với giá sàn hiện tại. **Điều này sẽ giúp tăng thu nhập của các cảng hạ lưu ở Hải Phòng bằng cách phá vỡ xu hướng giảm giá dịch vụ do cạnh tranh khốc liệt ở khu vực này.**

Tuy vậy để thận trọng chúng tôi vẫn muốn đưa giá định xấu nhất để nhà đầu tư nhận thấy ngay cả khi trường hợp xấu nhất, rủi ro theo chiều xuống nếu mua ở mức giá 45 như hiện tại là không quá cao. Trong khi trong điều kiện lý tưởng EPS tăng trưởng đều 10% theo đúng sản lượng tăng container dài hạn của cảng Hải Phòng theo số liệu đã thống kê. Đồng thời lãi suất những kênh khác như tiền gửi, lãi suất trái phiếu kho bạc giữ nguyên như hiện tại mức định giá có thể lên đến 91. Rõ ràng tỷ lệ Rủi ro/ lợi nhuận khá hợp lý. **Vùng giá hợp lý của DVP theo VFS là (52.000-68.500) tương ứng với kịch bản lãi suất tiết kiệm tăng 10% CAGR và lợi nhuận sau thuế trong 3 kịch bản giảm 5% giữ nguyên và tăng 5% CAGR. Đây là những kịch bản VFS nhận thấy có xác suất xảy ra cao nhất.**

Theo báo cáo thường niên năm 2018, ban lãnh đạo có đặt kế hoạch doanh thu giữ nguyên trong năm 2019 giữa áp lực cạnh tranh gay gắt cho thấy ban lãnh đạo đã có sự chuẩn bị kỹ lưỡng để đối mặt với áp lực cạnh tranh này. Dù lợi nhuận kế hoạch giảm 10% nhưng theo VFS vẫn đề đó không đáng ngại vì trong lịch sử suốt 10 năm qua lợi nhuận thực hiện luôn vượt kế hoạch từ 15-20% cá biệt có năm như năm 2012 còn vượt kế hoạch 43,6% cho thấy ban lãnh đạo DVP có uy tín trong việc thực hiện lời hứa của mình.

Kết luận với mô hình kinh doanh không quá phức tạp, dễ hiểu, ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm. Doanh nghiệp hoạt động trong một ngành Việt Nam có thể mạnh với định giá rất hợp lý DVP là một cơ hội hấp dẫn trong dài hạn giữa lúc những cơ hội đầu tư giá trị trên thị trường đang gặp khó khăn như hiện tại.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETFIRST

Hệ thống khuyến nghị của VFS được xây dựng dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu thị trường tại thời điểm đánh giá và giá mục tiêu 12 tháng.

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2017 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.