

Ngành **CẢNG BIỂN** Tiềm năng hấp dẫn nhưng phân hóa mạnh

Đánh giá **TĂNG TỶ TRỌNG**

Nội dung

1. Tổng quan
2. Yếu tố tác động
3. Kết quả tài chính
4. Kết luận & cổ phiếu khuyến nghị

Cổ phiếu khuyến nghị

VSC: HOSE (MUA - 50,000 VND)

	2018F	2019F	2020F
PER (x)	7.1	6.2	5.3
PBR (x)	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	2.8	1.8	0.9
DY (%)	5.0%	5.8%	6.8%
EPS (VND)	5,566	6,442	7,519
BPS (VND)	32,874	37,016	41,835

- Xu hướng tăng trưởng theo chu kỳ ngành với sự gia tăng mạnh mẽ về sản lượng hàng hoá qua cảng Hải Phòng.
- VIP Green có vị trí thuận lợi tại Hải Phòng và được hỗ trợ từ trung tâm logistics Evergreen GIC để duy trì tăng trưởng mạnh trong vòng 3-5 năm tới.

Võ Hoàng Bảo

(+84-28) 3914 8585 - Ext: 1460

bao.vh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- Vận tải biển thế giới nói chung đang không chỉ có sự phục hồi mà còn có sự chuyển dịch mạnh mẽ sang các tàu container cỡ lớn.
- Các tuyến hàng hải Đông Nam Á có thể là các lựa chọn thay thế đầy hứa hẹn trong Chiến tranh Thương mại Mỹ - Trung.
- Cảng biển là một nút quan trọng của hệ thống logistic Việt Nam với khả năng sinh lợi hấp dẫn và dòng tiền mạnh.
- Thị trường trong nước có rào cản gia nhập cao từ các quy định và chính sách (giới hạn sở hữu nước ngoài ở mức 51%, hạn chế về quỹ đất và cấp phép).
- Quy định về phí dịch vụ cảng (khung giá trần và sàn) được thắt chặt để tránh tình trạng cạnh tranh về giá giữa các cảng. Dự thảo mới về thuế quan quy định ưu tiên cho (1) cảng quốc tế (I và IA) và (2) cảng nước sâu.
- Sản lượng hàng qua cảng của Việt Nam dự kiến tăng 12-15% hàng năm trong 3-5 năm tới với sự hỗ trợ từ các hoạt động thương mại từ các Hiệp định Thương mại tự do hiện tại và mới ký kết như VN-EAEUV, Việt Nam-Hàn Quốc (VNKFTA), Việt Nam-EU (EVFTA) dự kiến sẽ có hiệu lực vào năm 2019), RCEP - ASEAN+6 - đang đàm phán, .v.v..., đặc biệt là CPTPP (dự kiến có hiệu lực vào tháng 12/2018) và từ khu vực FDI.
- Phía Bắc (Hải Phòng) và phía Nam (TP.HCM và CMTV-Vũng Tàu) sẽ là những trung tâm chính của ngành cảng biển Việt Nam.
- Sự gia tăng triển khai các tàu container cỡ lớn là cơ hội cho các cảng container có độ sâu tự nhiên và trang thiết bị phù hợp.

Rủi ro:

- Triển vọng của ngành vận tải biển Việt Nam vẫn chưa thực sự khởi sắc.
- Thiếu liên kết với cơ sở hạ tầng đường bộ đang hạn chế tiềm năng phát triển của ngành cảng và logistics Việt Nam nói chung.
- Kết quả kinh doanh của các cảng mới hoạt động sẽ chịu tác động tiêu cực trong 1-2 năm đầu với mức đầu tư ban đầu rất lớn (thường có đòn bẩy tài chính cao).
- Không phải tất cả các cảng biển đều có cơ hội như nhau:
 - o Các cảng nhỏ, ở các địa điểm không thuận lợi có hạn chế về tiềm năng phát triển và cả khả năng sinh lợi trong tương lai.
 - o Hải Phòng sẽ có sức cạnh tranh cao hơn trong dài hạn với lượng cung công suất cảng gia tăng đáng kể.
 - o CMTV (Vũng Tàu) cần cải thiện cơ sở hạ tầng logistics đường bộ sau cảng nhằm thúc đẩy tiềm năng của khu vực này.

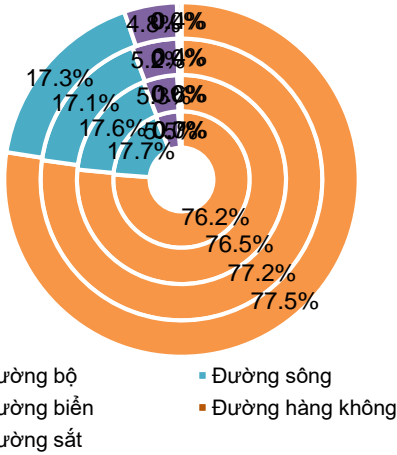
Kết luận:

- Ngành hàng hải Việt Nam dự kiến sẽ đạt tốc độ tăng trưởng vững chắc từ 12-15% trong 3-5 năm tới. Rào cản gia nhập cao và thắt chặt quản lý có thể được coi là ưu thế cho các chủ sở hữu/nhà khai thác cảng hiện tại.
- Cổ phiếu khuyến nghị: **VSC**

1. Tổng quan về ngành cảng biển tại Việt Nam

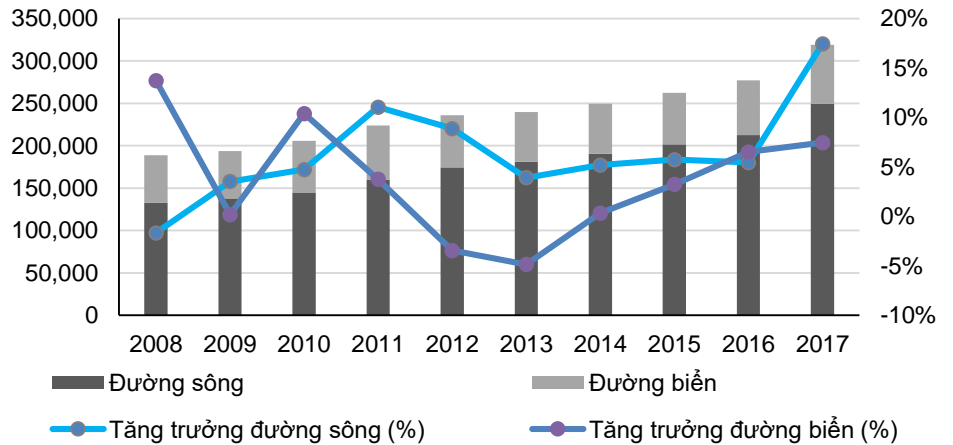
Cảng biển là một nút quan trọng trong chuỗi logistics, nơi hàng hóa được chuyển từ vận tải đường bộ sang đường biển. Tại Việt Nam, vận tải đường biển và đường thủy nội địa chiếm khoảng 22.5% tổng khối lượng hàng hóa vận tải. Vì vậy, ngành cảng biển đóng một vai trò quan trọng trong hoạt động logistics và thương mại.

% Sản lượng hàng hoá vận chuyển tại VN 2014-2017



Nguồn: GSO, KISVN

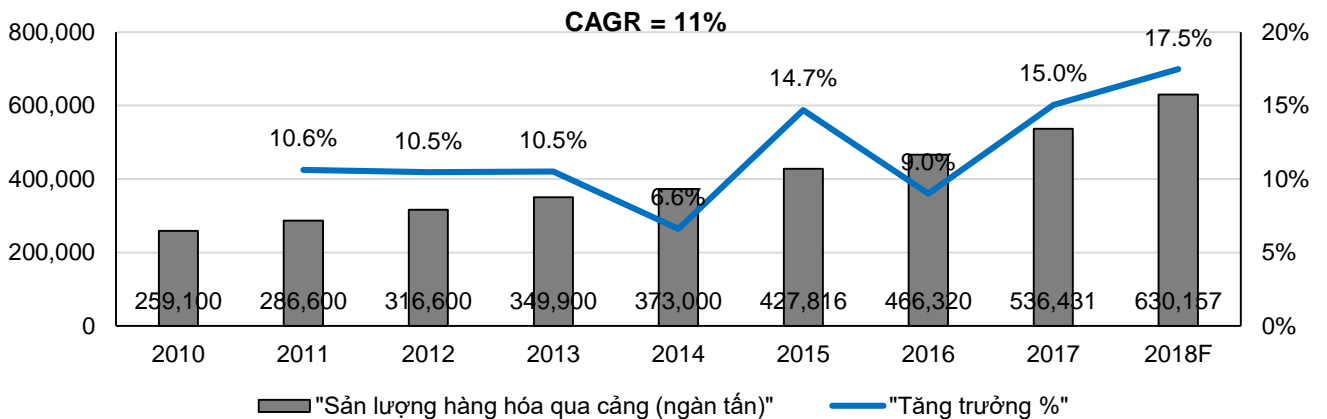
Vận tải đường thủy nội địa và hàng hải Việt Nam (ngàn tấn)



Nguồn: GSO, KISVN

Theo Cục Hàng hải Việt Nam, sản lượng hàng qua cảng của Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng kép - CAGR 11% trong giai đoạn 2010-2017. Trong đó, từ năm 2015, ngành đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ về sản lượng container, chủ yếu nhờ sự gia tăng ấn tượng của hoạt động xuất nhập khẩu.

Sản lượng hàng qua cảng biển Việt Nam



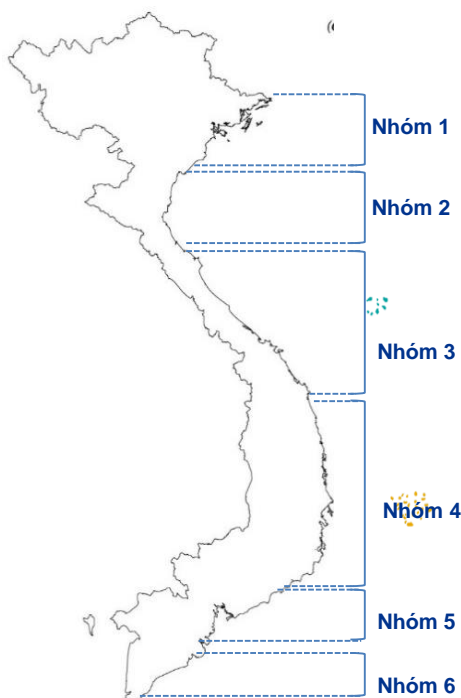
Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam, Vinalines, SNP, KISVN

1.1. Các phân khúc thị trường

Để có cái nhìn rõ ràng hơn về tăng trưởng và cạnh tranh giữa các công ty, có thể phân ngành cảng biển Việt Nam thành các phân khúc sau:

1.1.1 Theo vùng

Với hình dạng hẹp dài trải rộng từ Bắc vào Nam và bị chia cắt các yếu tố địa lý, các cảng ở mỗi vùng của Việt Nam đều có thị trường riêng. Do đó, sự cạnh tranh giữa các khu vực thường không đáng kể. Theo Quy hoạch tổng thể Ngành Cảng biển Việt Nam của Bộ Giao thông vận tải (MoT), hệ thống cảng được phân thành 6 nhóm khu vực.

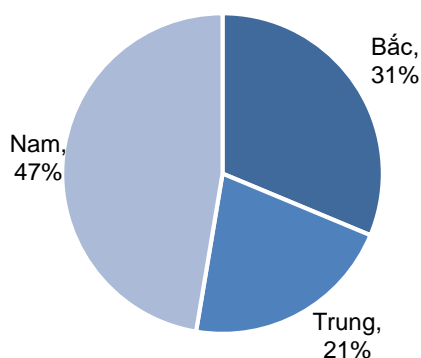


Nhóm	Khu vực
1	Khu vực miền Bắc: Quảng Ninh, Thái Bình, Nam Định, Ninh Bình và Hải Phòng
2	Vùng Bắc Trung Bộ: Thanh Hóa, Nghệ An
3	Khu vực miền Trung: Quảng Bình, Quảng Trị, Thừa Thiên Huế, Đà Nẵng, Quảng Nam và Quảng Ngãi
4	Vùng Nam Trung Bộ: Bình Định, Phú Yên, Khánh Hòa, Ninh Thuận và Bình Thuận.
5	Vùng Đông Nam Bộ: TP.HCM, Đồng Nai, Bà Rịa - Vũng Tàu, Bình Dương và các cảng tại sông Soài Rạp - Long An.
6	Vùng đồng bằng sông Cửu Long: 13 tỉnh, thành của Đồng bằng sông Cửu Long, Phú Quốc và các đảo ở khu vực Tây Nam vùng biển Việt Nam.

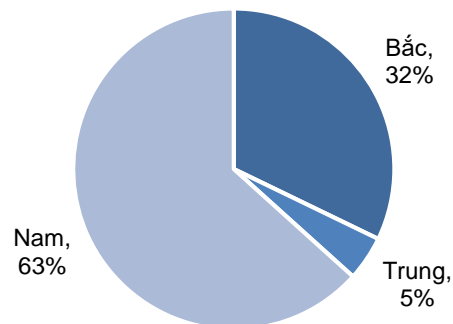
Nguồn: Bộ Giao thông vận tải, KIS VN

Trong báo cáo này, chúng tôi nhóm lại các nhóm ở trên thành 3 khu vực chính: Khu vực miền Bắc (nhóm 1 và 2); khu vực miền Trung (nhóm 3 và 4) và khu vực miền Nam (nhóm 5 và 6).

Tỷ lệ hàng hóa qua cảng năm 2016



Tỷ lệ container qua cảng năm 2016

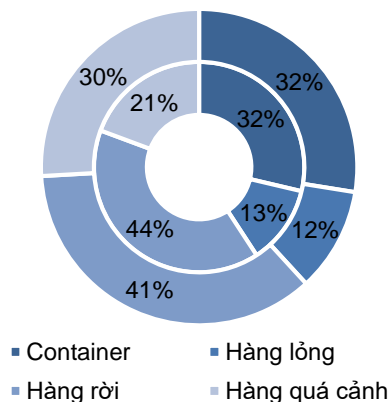


Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam, KISVN

1.1.2 Theo loại hàng

Ngoài vị trí, cơ sở vật chất và trang thiết bị của cảng cũng phục vụ những thị trường nhất định vì mỗi loại hàng hóa thường yêu cầu từng loại thiết bị cụ thể. Mọi thay đổi về loại hàng hóa gần như đều cần lắp đặt cơ sở vật chất mới. Vì vậy, hầu như không có cạnh tranh giữa các cảng được trang bị phục vụ cho các loại hàng hóa khác nhau.

Sản lượng hàng qua cảng Việt Nam 2016 - 2017 theo loại hàng hoá



Nguồn: Cục Hàng Hải Việt Nam

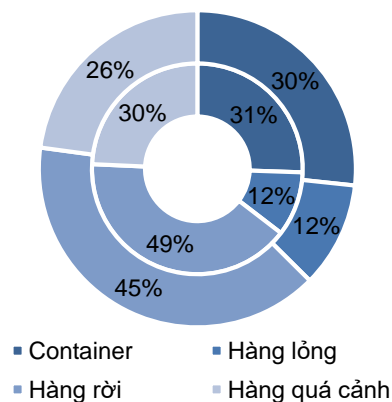
Việc thay đổi loại hàng hóa sẽ yêu cầu đầu tư cơ sở vật chất đáng kể và có thể kéo dài trong nhiều năm.

Từ đó, các cảng biển cũng có thể được phân chia dựa trên loại hàng hóa phục vụ:

- **Cảng hàng rời (hàng rời khô):** chuyên bốc xếp hàng hóa được vận chuyển rời với số lượng lớn. Ví dụ: ngũ cốc, than, sỏi, đồng, dăm gỗ, v.v...
- **Cảng container:** chuyên về xếp dỡ hàng hóa được chứa trong các container vận chuyển tiêu chuẩn (chủ yếu có kích thước tiêu chuẩn 20/40ft).
- **Cảng hàng lỏng:** chuyên phục vụ các mặt hàng hàng lỏng (dầu thô, LNG, xăng, nhiên liệu máy bay phản lực, v.v...) được vận chuyển bằng các tàu vận tải lỏng đặc biệt.
- **Cảng cho hàng ô tô:** thường được gọi là RORO - Roll-on/Roll-off. Đây là loại cảng chuyên dùng cho các tàu ro-ro chở hàng hóa có bánh xe như xe hơi, xe tải v.v... Các phương tiện này sẽ di chuyển trực tiếp lên tàu hoặc thông qua thiết bị đặc biệt.
- **Cảng hành khách:** chuyên phục vụ các tàu du lịch, cung cấp dịch vụ hỗ trợ vận tải cho du lịch.

Theo báo cáo của Cục Hàng hải Việt Nam, trong 9T.2018, hàng rời chiếm tỷ trọng lớn nhất về sản lượng hàng qua cảng biển Việt Nam (45% theo tấn tải trọng). Con số này lần lượt là 44% và 41% trong năm 2016 và 2017. Loại hàng hóa thứ hai là container chiếm 30% tổng sản lượng hàng qua cảng Việt Nam (quy đổi theo tấn) và đạt 13.33 triệu TEU (+27%/n/n). Trong khi đó, sản lượng hàng lỏng chỉ khoảng 12-13% tổng sản lượng trong những năm gần đây và là 12% trong 9T.2018.

Sản lượng hàng qua cảng Việt Nam 9T2017 & 9T2018



Nguồn: Cục Hàng Hải Việt Nam

Trong báo cáo này, chúng tôi chủ yếu tập trung vào hàng rời, container và hàng lỏng do đây là mảng đóng góp phần lớn doanh thu hàng năm cho các cảng biển Việt Nam. Hầu hết khách du lịch tại Việt Nam di chuyển bằng đường bộ hoặc đường hàng không, nên doanh thu mang về từ mảng này không đáng kể và không thường xuyên. Do vậy, chúng tôi loại trừ loại thị trường này trong báo cáo.

1.1.3 Theo loại hình/quy mô cảng

Ngoài ra, theo Quy hoạch tổng thể của Bộ Giao thông vận tải Việt Nam, các cảng biển Việt Nam cũng có 3 cấp phân loại dựa trên quy mô, mục đích, vị trí và đặc tính của các cảng như sau:

Loại 1: Các cảng quốc gia đặc biệt quan trọng đối với sự phát triển kinh tế - xã hội trong nước và quốc tế.

Loại 1A: Các cảng quốc gia đóng vai trò như cửa ngõ hoặc trung chuyển quốc tế.

Loại 2: Các cảng địa phương/khu vực quan trọng đối với sự phát triển kinh tế - xã hội của khu vực, địa phương (trong Việt Nam).

Loại 3: Các cảng chuyên dùng chủ yếu cho hoạt động của các công ty địa phương.

* Quyết định số 70/2013 / QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ Việt Nam tháng 11 năm 2013.

1.2. Các doanh nghiệp

Trong báo cáo này, chúng tôi chỉ xem xét các công ty niêm yết trực tiếp vận hành khai thác ít nhất một cảng biển và cung cấp các dịch vụ tương tự như dịch vụ kho bãi, kho CFS hoặc depot, ... cho hàng rời, container (và hàng lỏng).

Mã CK	Tên công ty	Cảng	Khu vực	Loại hàng hoá	Phân loại cảng	Chiều dài cầu cảng (m)	Kích thước tàu tối đa (DWT)	Ghi chú
CAG	Cảng An Giang	Cảng An Giang	Nam	Hàng rời	II	106	5,000	
CCT	Cảng Cần Thơ	Cảng Cái Cui	Nam	Hàng rời	II	665	20,000	
CCT	Cảng Cần Thơ	Cảng Hoàng Diệu	Nam	Hàng rời	II	304	15,000	
CCR	Cảng Cam Ranh	Cảng Cam Ranh	Trung	Hàng rời	IA	604	50,000	
CMP	Cảng Chân Mây	Cảng Chân Mây	Trung	Đa chức năng	II	300	30,000	
CNH	Cảng Nha Trang	Cảng Nha Trang	Trung	Hàng rời + Hành khách	IA	452	20,000	
CPI	Cảng Cái Lân	Cảng quốc tế CICT Cái Lân	Bắc	Hàng rời + Container	I	1348	75,000	
SGP	Cảng Sài Gòn	Cảng Sài Gòn	Nam	Hàng rời	I	5223	30,000	
SGP	Cảng Sài Gòn	Cảng Sài Gòn - Hiệp Phước	Nam	Hàng rời	I	200	50,000	Đang xây dựng
SGP	Cảng Sài Gòn	SSIT	Nam	Hàng rời + Container	IA	600	100,000	
SGP	Cảng Sài Gòn	SP-PSA	Nam	Hàng rời + Container	IA	600	110,000	Tạm ngừng hoạt động
SGP	Cảng Sài Gòn	Cảng tổng hợp Thị Vải (ODA)	Nam	Hàng rời	IA			Vẫn đang xây dựng
SGP	Cảng Sài Gòn	CMIT	Nam	Container	IA	600	200,000	
SGP	Cảng Sài Gòn	Korean Express - Cảng Sài Gòn	Nam	Container	IA	500	50,000	
CDN	Cảng Đà Nẵng	Cảng Đà Nẵng	Trung	Đa chức năng	I	595	50,000	
DVP	Đầu tư cảng Đình Vũ	Cảng Đình Vũ	Bắc	Hàng rời	IA	985	40,000	
DXP	Cảng Đoàn Xá	Cảng Đoàn Xá	Bắc	Hàng rời + Container	IA	210	10,000	
GMD	Gemadep	Cảng Nam Hải	Bắc	Container	IA	144	10,000	
GMD	Gemadep	Cảng Nam Hải Đình Vũ	Bắc	Container	IA	455	20,000	
GMD	Gemadep	Cảng Nam Đình Vũ	Bắc	Container	IA	440	20,000	
GMD	Gemadep	Cảng Quốc tế Gemadep Dung Quất	Trung	Hàng rời	I	790	50,000	
GMD	Gemadep	Gemalink	Nam	Container	IA		100,000	Dự kiến tái khởi động trong 4Q2018
HAH	Vận tải Hải An	Cảng Hải An	Bắc	Hàng rời	IA	150	20,000	
CCP	Cảng Cửa Cấm	Cảng Cửa Cấm	Bắc	Hàng rời	IA	272	5,000	
NAP	Cảng Nghệ Tĩnh	Cảng Cửa Lò	Bắc	Hàng rời	I	656	15,000	
NAP	Cảng Nghệ Tĩnh	Cảng Bến Thủy	Bắc	Hàng rời	I	120	2,500	
PDN	Cảng Đồng Nai	Cảng Đồng Nai	Nam	Hàng rời + Container	I	244	5,000	

PHP	Cảng Hải Phòng	Cảng Hoàng Diệu	Bắc	Hàng rời + Container	IA	1720	40,000	
PHP	Cảng Hải Phòng	Cảng Đình Vũ	Bắc	Hàng rời	IA	985	40,000	
PHP	Cảng Hải Phòng	Cảng Hải Phòng	Bắc	Container	IA	425	20,000	
PSN	PTSC Thanh Hóa	PTSC Thanh Hóa (Cảng Nghi Sơn)	Bắc	Hàng lỏng	I	390	70,000	Chuyên cho Nghi Sơn
QSP	Tân Cảng Quy Nhơn	Cảng mới Quy Nhơn	Trung	Hàng rời + Container	I		50,000	
CQN	Cảng Quảng Ninh	Cảng quốc tế CICT Cái Lân	Bắc	Hàng rời + Container	I	1348	75,000	
SWC	Tổng CTCP đường sông miền Nam	Cảng VICT	Nam	Hàng rời + Container	I	678	25,000	
TNP	Cảng Thị Nại	Cảng Thị Nại	Trung	Hàng rời	I	290	10,000	
VGR	Cảng Xanh VIP	Cảng Vip Green	Bắc	Container	IA	377	20,000	
VSC	Vận chuyển Container Việt Nam	Cảng Green	Bắc	Container	IA	303.5	20,000	
VSC	Vận chuyển Container Việt Nam	Cảng Vip Green	Bắc	Container	IA	377	20,000	
	Cảng Phú Hữu	Cảng Tân Cảng Phú Hữu	Nam	Hàng rời + Container	I	320	36,000	
QNP	Cảng Quy Nhơn	Cảng Quy Nhơn	Trung	Hàng rời + Container	I	1068	50,000	

Nguồn: Bộ Giao thông vận tải, Cục Hàng hải Việt Nam, KISVN

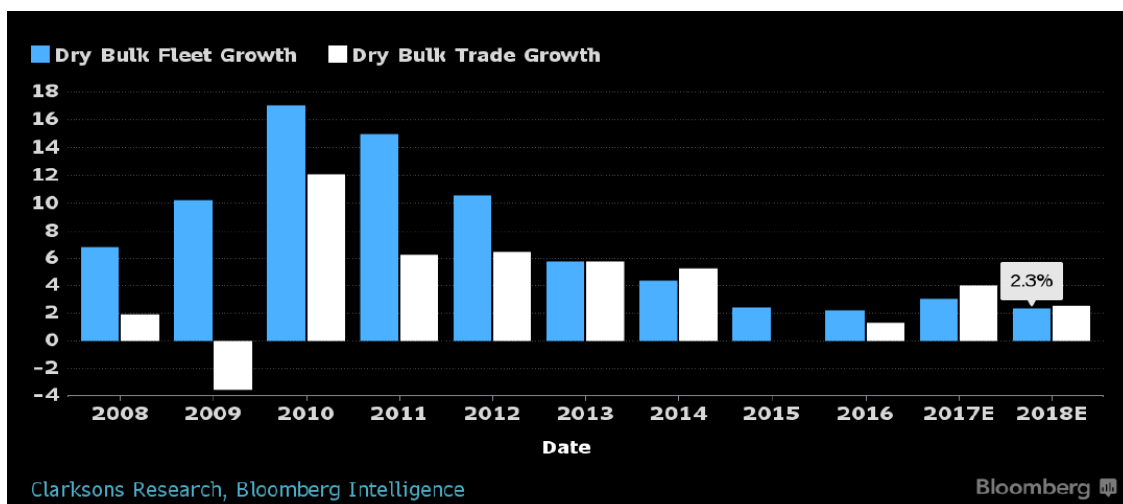
2. Các yếu tố tác động

2.1. Yếu tố toàn cầu và khu vực

2.1.1 Sự phục hồi của vận tải biển đi kèm với sự gia tăng kích thước tàu

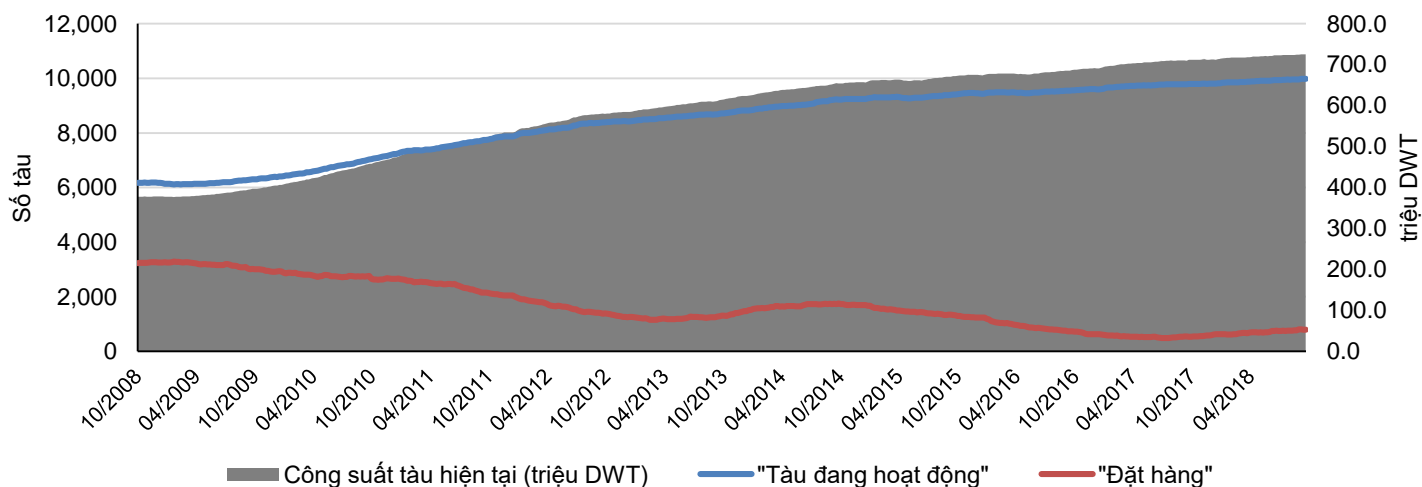
Do vận tải biển đóng góp cả sản lượng hàng hóa đầu vào và đầu ra cho các cảng, ngành cảng biển nói chung và Việt Nam nói riêng có mối tương quan chặt chẽ với tình hình vận tải biển toàn cầu cả về cả khối lượng và giá cước vận chuyển. Do đó, sự phục hồi trong nhu cầu và lợi nhuận của vận tải biển quốc tế có thể xem là triển vọng lạc quan đối với các cảng biển.

Trong phân khúc hàng rời: theo Bloomberg Intelligence và Clarksons, tăng trưởng thương mại của hàng rời (khô) trong năm 2018 dự kiến sẽ vượt qua mức tăng trưởng của công suất tàu. Nhu cầu vận tải được thúc đẩy bởi giao dịch thương mại quặng sắt, than cốc và đậu tương. Ngoài ra, danh sách đặt hàng tàu mới hiện tại đang ở mức thấp nhất trong lịch sử. Do đó, hiện tượng dư thừa công suất trong quá khứ dự kiến sẽ có xu hướng thu hẹp.



Nguồn: Bloomberg Intelligence, nghiên cứu của Clarksons

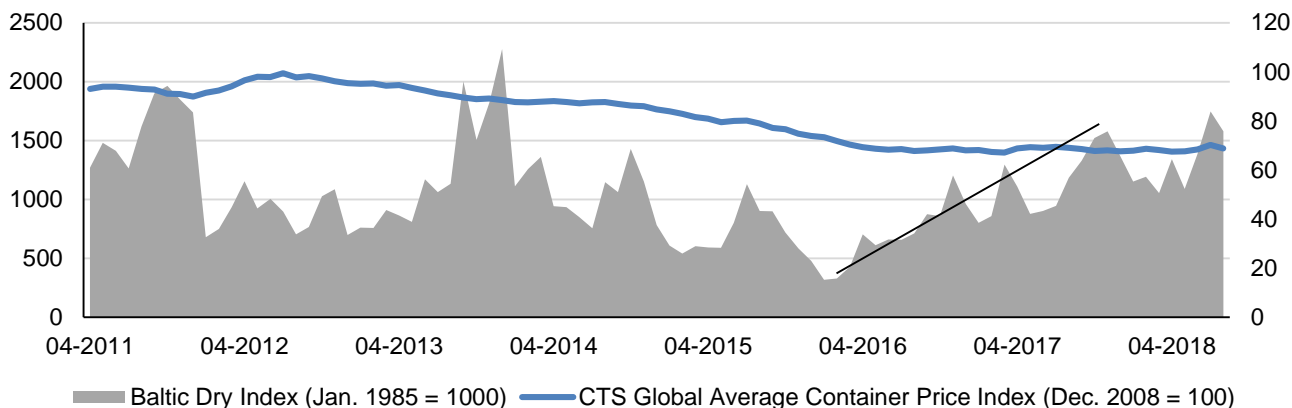
Tàu hàng rời



Nguồn: Bloomberg, KISVN

Bên cạnh khối lượng vận chuyển, giá cước vận tải hàng rời cũng có sự cải thiện đáng kể; do đó, Bloomberg Intelligence kỳ vọng rằng giá cước sẽ tăng từ 15-20% vào năm 2018 - 2019 sau lần đột biến tăng mạnh 50% năm 2017.

Chỉ số giá hàng rời (BDI) và container



Nguồn: Bloomberg, KISVN

Trong mảng vận chuyển container: Tương tự phân khúc hàng rời, tình hình cung-cầu trong vận tải biển container cũng đang trải qua sự phục hồi kể từ năm 2016, dẫn đến việc gia tăng hệ số công suất sử dụng. Tuy nhiên, không giống như hàng rời khô, triển vọng gia tăng mức phí dịch vụ của hãng tàu container vẫn không mấy tươi sáng bởi sự cạnh tranh gay gắt và mức gia tăng tăng hàng năm về công suất tàu. Các nhà vận tải biển lớn vẫn đang tiếp tục duy trì chiến lược cắt giảm chi phí thông qua việc triển khai các tàu container kích cỡ lớn và siêu lớn mới (ULCV) mỗi năm. Các ULCV hiện tại (ví dụ như 2017 OOCL Hồng Kông với công suất 21.000 TEU - công suất lớn nhất thế giới) có thể giảm chi phí vận chuyển tới 30%. Do đó, mặc dù biên lợi nhuận của các hãng tàu có thể được cải thiện, áp lực đối với giá cước container quốc tế sẽ vẫn ở mức cao trong giai đoạn 2018-2020.

Do đó, Bloomberg Intelligence ước tính rằng ngành vận tải container có thể có những bước tiến chậm rãi hơn vào năm 2018 và 2019 từ sự phục hồi nhu cầu theo chu kỳ; việc cải thiện biên lợi nhuận của các hãng vận tải biển có thể là tín hiệu tích cực cho các cảng biển về phí dịch vụ. Tuy nhiên, cơ hội đang có xu hướng dịch chuyển sang các cảng có đủ cơ sở hạ tầng có thể các tàu cỡ lớn và siêu lớn.

Chỉ số giá cước vận tải container WCI Composite (USD/FEU)

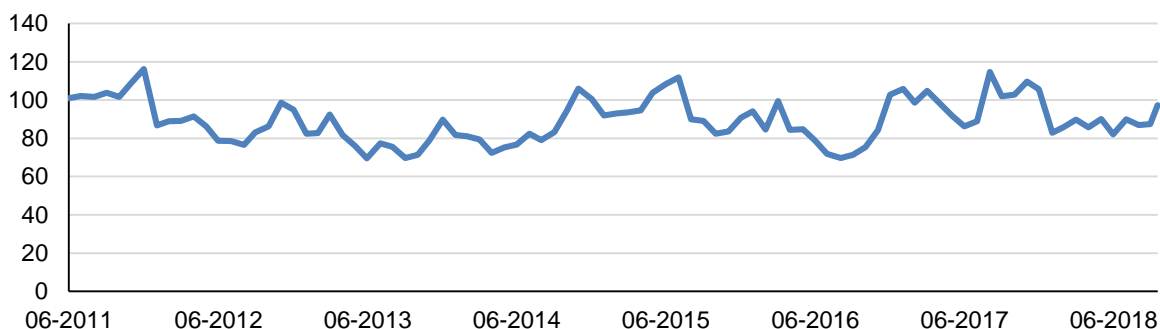


Nguồn: Bloomberg, KISVN

Đối với vận chuyển hàng lỏng: vận chuyển dầu thô và LNG đóng vai trò chủ đạo trong phân khúc này. Vận tải dầu thô liên quan chặt chẽ đến những thay đổi trong chính sách sản xuất và xuất khẩu của OPEC-Mỹ. Trong khi việc OPEC giảm sản lượng dầu thô được kỳ vọng sẽ tiếp diễn trong năm 2019, theo Bloomberg Intelligence và Clarksons, tăng trưởng xuất khẩu dầu của Mỹ sẽ còn tiếp tục khi nhu cầu về dầu vẫn không có quá nhiều động.

Trong một sự kiện đặc biệt, việc trừng phạt Iran của Mỹ một mặt làm tăng mối lo ngại về việc tăng giá nhiên liệu, nhưng mặt khác lại hàm chứa động lực gia tăng về nhu cầu vận tải dầu. Theo Bloomberg, vì Trung Quốc, Ấn Độ và Hàn Quốc là những bên mua dầu thô lớn nhất của Iran hiện tại, việc trừng phạt Iran có thể dẫn đến việc tìm kiếm các nguồn thay thế như Mỹ và Tây Phi, do đó thúc đẩy nhu cầu vận chuyển. Có thể thấy, nhu cầu vận tải lỏng sẽ được hỗ trợ bởi việc linh hoạt thay đổi tuyến vận tải của các hãng tàu.

Giá cước vận tải lỏng trung bình
(USD/DWT)



Nguồn: Bloomberg, KISVN

Nhìn chung, nhu cầu vận chuyển hàng hóa của ngành vận tải biển dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi, đảm bảo tăng trưởng trong tương lai về sản lượng hàng hóa thông qua cảng trong giai đoạn 2018-2020. Tuy nhiên, mức tăng trưởng có thể khác nhau giữa các cảng, đặc biệt là các cảng container, khi ngày càng có nhiều tàu kích cỡ lớn được triển khai hàng năm. Mặt khác, sự biến động giá nhiên liệu có thể là một rủi ro cho việc thu hồi lợi nhuận của các hãng tàu, nhưng sẽ không ảnh hưởng trực tiếp đến các cảng biển do chi phí nhiên liệu chỉ chiếm một phần không đáng kể trong chi phí hoạt động của các cảng.

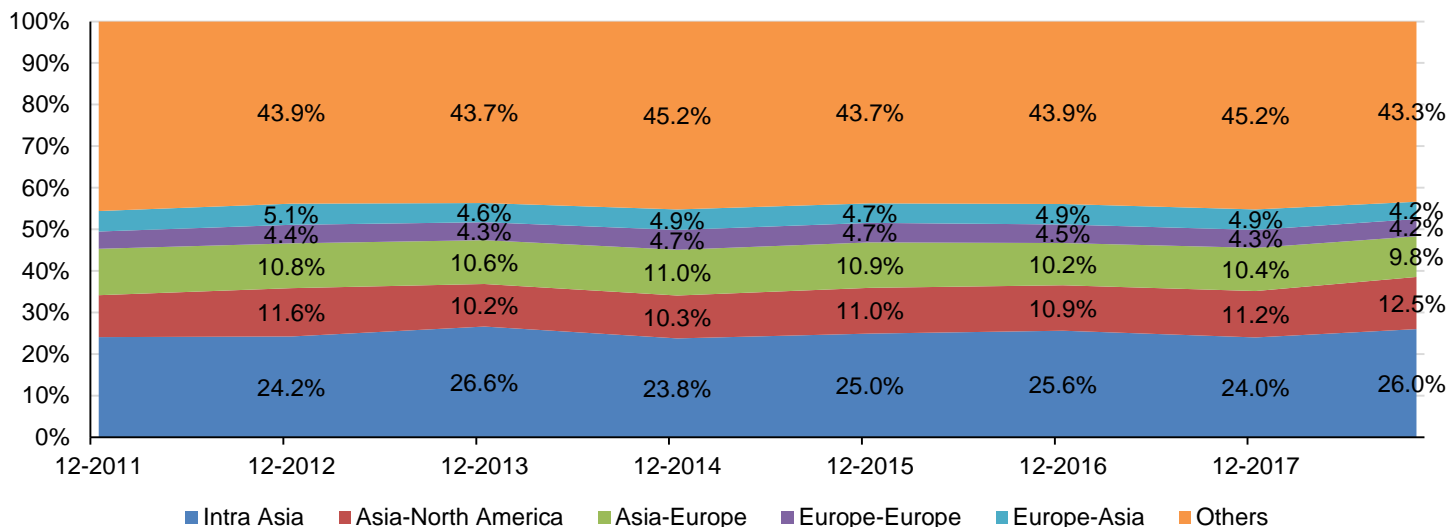
2.1.2 Tiềm năng khu vực giữa chiến tranh thương mại

Các tuyến vận tải của châu Á chiếm phần lớn sản lượng vận tải container toàn cầu. Theo số liệu từ Bloomberg và Container Trades Statistics Ltd., tính đến tháng 10 năm 2018, trong số 10 tuyến đường vận chuyển lớn nhất thế giới (tính bằng TEU), các tuyến nội Á, châu Á – Bắc Mỹ và tuyến Á – Âu là các tuyến lớn nhất.

Ngoài ra, cán cân cung-cầu trong nhu cầu vận chuyển trong các tuyến ở châu Á chủ yếu nghiêng về các giao dịch đến và đi từ Trung Quốc. Cuộc chiến thương mại giữa Trung Quốc và Mỹ hiện vẫn chưa có dấu hiệu kết thúc sớm, điều này tạo ra nhiều quan ngại về những ảnh hưởng tiêu cực lên nền kinh tế (ví dụ: hoạt động thương

mai, vận tải hàng hóa, v.v...), trong đó Mỹ và Trung Quốc sẽ chịu ảnh hưởng đầu tiên. Tuy nhiên, cảng biển ở các nước Đông Nam Á vẫn có thể có cơ hội trong tình hình này.

% Sản lượng container vận tải theo tuyến



Nguồn: Bloomberg, Thống kê giao dịch container - CTS, KISVN

Với các mức thuế nhập khẩu mới, hàng hóa từ Trung Quốc đến Mỹ (và ngược lại) có thể sẽ tìm những điểm đến thay thế tốt hơn. Hơn nữa, các nhà sản xuất lớn có nhà máy đặt tại Trung Quốc cũng đang cân nhắc việc lập nhà máy mới tại các nước Đông Nam Á gần đó (như Việt Nam). Chiến lược này thậm chí có thể được chính các nhà sản xuất Trung Quốc sử dụng để thay đổi nguồn gốc sản phẩm xuất khẩu sang Mỹ nhằm tránh các loại thuế quan đánh lên hàng hóa Trung Quốc.

Do đó, các tuyến vận tải trực tiếp từ Mỹ đến Trung Quốc có thể gặp khó khăn, nhưng nhu cầu vận tải sẽ không giảm mà sẽ chuyển dịch sang các tuyến khác. Nói cách khác, các nhà cung cấp logistic Đông Nam Á nói chung và các cảng biển trong khu vực này nói riêng có thể hưởng lợi từ sự kiện này.

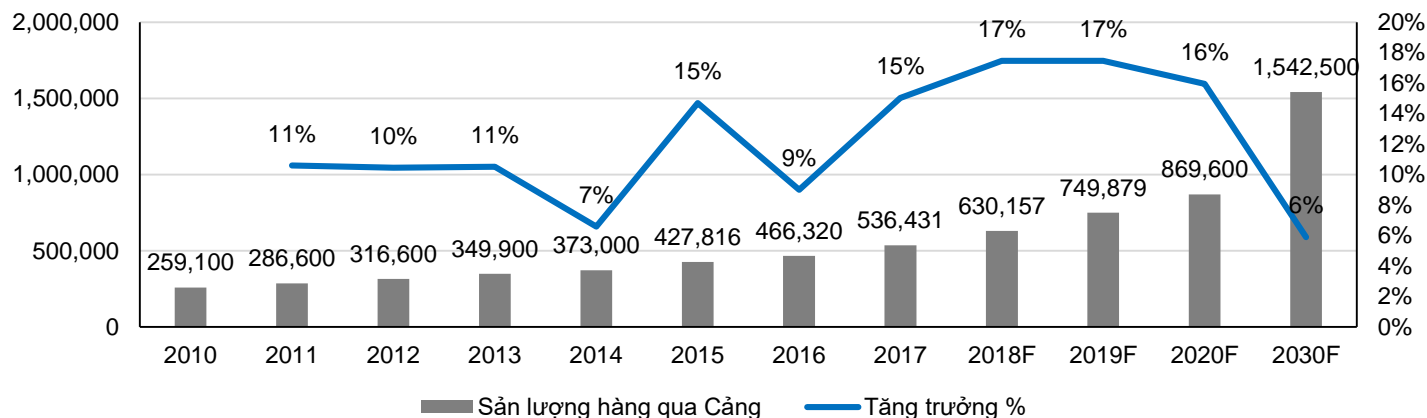
2.2. Yếu tố khu vực

2.2.1 Tiềm năng mạnh mẽ từ hoạt động thương mại

Tháng 2/2017, Thủ tướng Chính phủ đã ký Quyết định số 200/QĐ-TTg, nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh và phát triển của ngành Logistic Việt Nam đến năm 2025. Nói cách khác, Chính phủ Việt Nam đang coi phát triển logistic là một trong những nhiệm vụ quan trọng và tập trung vào những năm tiếp theo. Và cảng biển - một nút quan trọng trong chuỗi logistic – sẽ không là ngoại lệ.

Theo quy hoạch tổng thể ngành cảng biển (nguyên bản năm 2014 và sửa đổi năm 2017) của Bộ Giao thông vận tải Việt Nam, tổng sản lượng hàng hóa của các cảng biển Việt Nam dự kiến đạt 869.6 triệu tấn vào năm 2020 (tương đương mức CAGR là 15-17% từ 2017 đến 2020) và đạt 1,542.5 triệu tấn vào năm 2030 (CARG đạt 8,5% từ năm 2017 đến 2030).

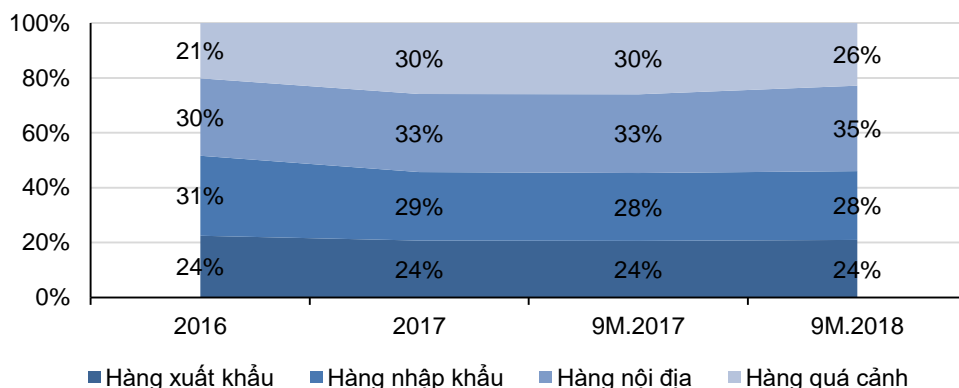
Dự phóng sản lượng hàng hoá qua các cảng biển Việt Nam



Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam, Vinalines, KISVN

Có thể thấy trong bảng dưới đây, xuất nhập khẩu chiếm hơn 50% tổng sản lượng hàng hóa qua hệ thống cảng biển Việt Nam. Hơn nữa, Việt Nam là một trong những nền kinh tế mở nhất thế giới với tổng kim ngạch thương mại xấp xỉ 200% GDP. Do đó, các hoạt động xuất nhập khẩu sẽ là động lực quan trọng cho sự phát triển tương lai của các cảng biển Việt Nam.

% Sản lượng hàng qua cảng Việt Nam



Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam, KISVN

Trong 3-5 năm tới, theo ước tính của chúng tôi, triển vọng hoạt động thương mại của Việt Nam sẽ vẫn khả quan. Các hiệp định thương mại tự do (FTA) đã và đang triển khai như VN-EAEUV, Việt Nam-Hàn Quốc (VNKFTA), Việt Nam-EU (EVFTA đã kết thúc đàm phán vào tháng 12/2015 và dự kiến sẽ có hiệu lực vào năm 2019), Quan hệ Đối tác Kinh tế Toàn diện khu vực (RCEP - ASEAN+6 - đang đàm phán), v.v..., đặc biệt là CPTPP (TPP không có Mỹ, được chính thức ký vào tháng 3/2018 và dự kiến có hiệu lực từ tháng 12/2018) có thể thúc đẩy đáng kể hoạt động thương mại quốc tế giữa Việt Nam với các quốc gia khác.

Nói cách khác, các FTA này có khả năng thúc đẩy tăng trưởng 12-15% hàng năm về sản lượng hàng hóa qua cảng của Việt Nam trong các năm tiếp theo. Mặc dù tiềm

năng mỗi cảng sẽ phụ thuộc vào một vài yếu tố như đã đề cập ở trên, sự tăng trưởng chung của ngành có thể tiếp tục mạnh mẽ ít nhất cho đến năm 2020.

2.2.2 Siết chặt quy định – Gia tăng rào cản gia nhập ngành

Tháng 4/2017, Chính phủ Việt Nam đã chính thức ban hành Nghị định số 37/2017/NĐ-CP sửa đổi quy định về ngành cảng biển. Theo đó, Nhà nước quy định vốn góp của nhà đầu tư nước ngoài không được vượt quá 51%.

Hơn nữa, theo quy hoạch tổng thể ngành, kể từ năm 2011, Bộ Giao thông vận tải Việt Nam đã điều chỉnh các kế hoạch cụ thể cho 6 nhóm theo khu vực trong hệ thống cảng biển Việt Nam. Việc thành lập hoặc mở rộng cảng biển được thắt chặt để tránh sự mất cân bằng cung-cầu, điều đã xảy ra trong giai đoạn trước.

Một mặt, bên cạnh các yếu tố chiến lược và tài chính khác như: yêu cầu vốn đầu tư ban đầu lớn để hoàn thiện cơ sở vật chất và trang thiết bị, liên kết tốt với các hãng tàu, v.v..., quy hoạch cũng tăng rào cản gia nhập ngành này bằng việc hạn chế quỹ đất sẵn có và giấy phép thành lập cảng mới. Như vậy, các công ty hiện có quỹ đất cho các dự án cảng biển hoặc đang có cảng biển nhìn chung đang sở hữu một loại tài sản chiến lược và cực kỳ quan trọng trong ngành logistics Việt Nam.

Mặt khác, quy định hiện hành cũng kiểm soát chặt chẽ quy mô và loại hình cảng biển ở từng khu vực. Do đó, công suất, khả năng mở rộng và công năng của mỗi cảng cũng được quy định tương ứng, ảnh hưởng đáng kể đến triển vọng và tiềm năng phát triển về lâu dài của các cảng. Cụ thể, các cảng IA hoặc I sẽ có sự phát triển lâu dài hơn các cảng khác.

Ví dụ, theo quy hoạch, cảng ở Hải Phòng được xếp vào loại IA - cảng quốc gia và cũng là bến cảng cho các giao dịch quốc tế - dự kiến sẽ đáp ứng 178.5-210 triệu tấn hàng hóa (hàng rời, container) vào năm 2030. Trong khi đó, các cảng ở Quảng Trị được quy hoạch là các cảng địa phương và chỉ đáp ứng 2 triệu tấn hàng hóa (chỉ có hàng rời) vào năm 2030; do đó, các cảng ở Quảng Trị sẽ khó có khả năng mở rộng hơn nhiều so với các cảng Hải Phòng.

2.2.3 Cạnh tranh phân hóa

Khu vực phía Bắc:

Đóng góp 14% lượng hàng qua cảng Việt Nam vào năm 2017 (con số này trong 9T.2018 là 20%) và có tốc độ tăng trưởng 27%/n/n trong cùng kỳ về sản lượng hàng hóa (25%/n/n trong 9T.2018), Hải Phòng cũng đang chứng kiến sự cạnh tranh khốc liệt giữa các cảng biển tại địa phương. Tình hình các cảng ở đây đã thay đổi đáng kể bởi:

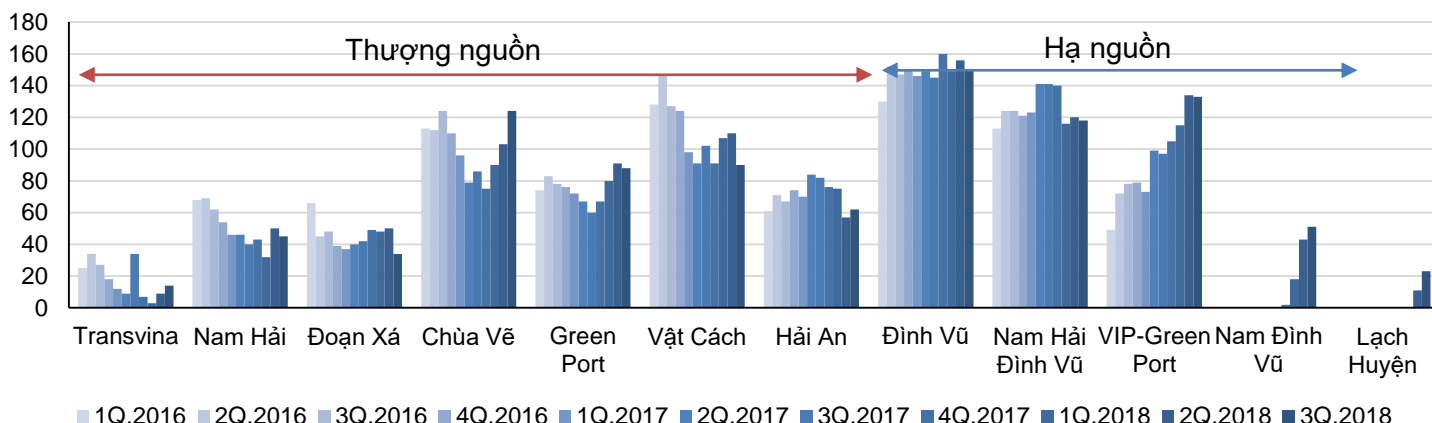
(1) Việc xây dựng cầu Bạch Đằng (từ 02/2015 đến 04/2018): một mặt, cây cầu sẽ là một nút trên đường cao tốc Hải Phòng - Hạ Long - Vân Đồn, nối 3 trung tâm kinh tế lớn của miền Bắc Việt Nam (Hà Nội - Hải Phòng - Quảng Ninh). Mặt khác, nó cũng chia tách tiềm năng của các cảng ở sông Cấm thành hai hướng: các tàu lớn (>10,000DWT) không thể tiếp cận các cảng thượng nguồn và phải di chuyển đến các cảng hạ nguồn. Điều này đã dẫn đến một cuộc cạnh tranh giá khốc liệt trong ngắn



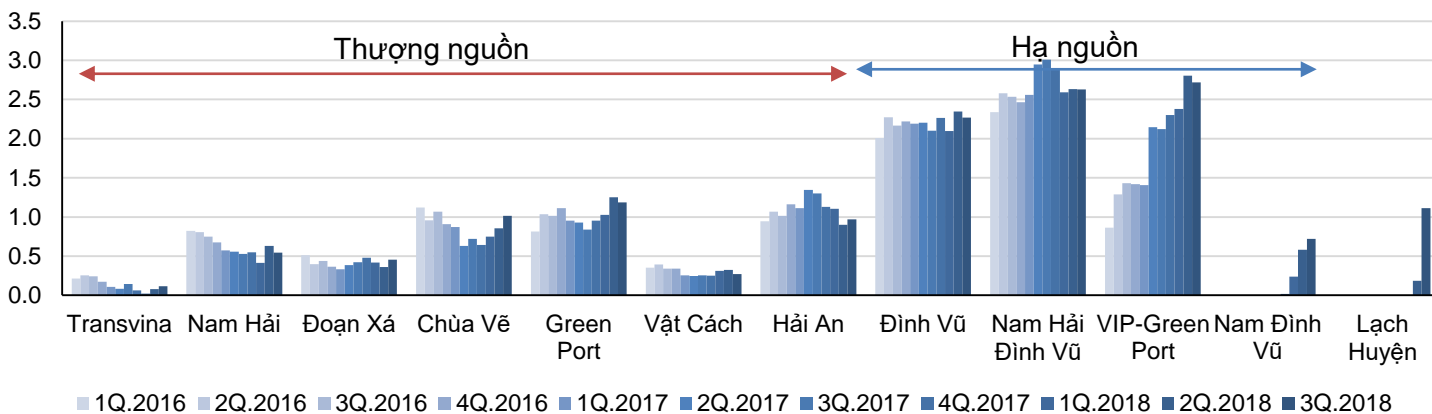
hạn khi các cảng thượng nguồn liên tục hạ giá phí để giữ chân khách hàng trong năm 2016 và 2017. Tuy nhiên, sự cạnh tranh này đã giảm đáng kể từ đầu năm 2018 khi việc xây dựng cầu Bạch Đằng đi vào giai đoạn cuối và các quy định mới * về phí dịch vụ cảng cũng đã được áp dụng tại Hải Phòng.

(* Văn bản số 14714/BGTVT-VT và Quyết định số 3863/QĐ-BGTVT)

Lượt tàu



Sản lượng hàng qua cảng (triệu tấn)*



Nguồn: Cục Quản lý hàng hải Hải Phòng, KISVN dự phóng*

(2) Cảng Quốc tế Lạch Huyện (HITC): HITC ngày càng thu hút sự chú ý khi giai đoạn 1 bắt đầu hoạt động vào tháng 05/2018. Một trong những lo ngại là việc gia tăng cạnh tranh giữa các cảng hạ nguồn. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính rằng rủi ro từ cung vượt cầu vẫn không đáng kể ít nhất cho đến năm 2020 do:

Phân khúc thị trường khác nhau: HITC hướng tới các tàu mẹ (>50,000 DWT) trong khi thị trường các cảng hạ nguồn là các tàu cỡ trung <40,000 DWT hoạt động các tuyến nội địa hoặc tuyến ngắn nội Á. Ngoài ra, phân khúc của HITC cũng có mức giá trần và sàn quy định cao hơn so với các cảng hạ nguồn (cao hơn khoảng 10-13%) và phí cầu đường (khoảng 20 USD/TEU) qua cầu Tân Vũ-Lạch Huyện sẽ làm gia tăng

chi phí vận tải cho các hãng tàu. Do đó, việc chuyển từ các cảng hạ nguồn đến HITC của hầu hết các tàu cỡ vừa hoặc tàu nhỏ sẽ không có lợi.

Cơ sở hạ tầng đường bộ hạn chế: Ngoài vị trí xa nguồn hàng (các khu công nghiệp trong khu vực), cơ sở hạ tầng đường bộ nối Hải Phòng với HITC cũng bị hạn chế khi chỉ có một cầu Tân Vũ-Lạch Huyện, dẫn tới vấn đề tắc nghẽn. Do đó, HITC là lựa chọn thích hợp với các tàu mẹ có kích cỡ lớn. Các tàu này yêu cầu môn nước sâu mà các cảng hạ lưu không thể đáp ứng được và cũng có lợi thế tiết kiệm chi phí tốt hơn nhờ vào công suất tàu lớn.



Nguồn: Google Map, KISVN

Đơn vị: ngàn TEU	Đơn vị vận hành	Hệ số sử dụng 2017	Công suất 2017	Công suất 2018	Công suất 2019	Công suất 2020
VIP-Green	VSC	95%	500	800	800	800
Nam Hải Đình Vũ	GMD	131%	500	500	500	500
Nam Đình Vũ	GMD		0	500	500	1,000
Tân Vũ	PHP	96%	1,000	1,000	1,000	1,000
Đình Vũ	DVP/PHP	110%	600	600	600	600
Lạch Huyện (Giai đoạn 1)	Tân Cảng		0	150	800	1,100
Tổng công suất hạ nguồn * (ngàn TEU)			2,600	3,550	4,200	5,000
Tổng công suất hạ nguồn * (triệu tấn)			36.4	49.7	58.8	70.0
Tổng thông lượng hàng ở Hải Phòng (triệu tấn)			92.0	105.8	121.7	139.9
<i>Công suất hạ nguồn*/ Lượng hàng qua cảng ở Hải Phòng (%)</i>			40%	47%	48%	50%

Nguồn: DVP, PHP, GMD, VSC và KISVN ước tính

* Bao gồm Cảng Quốc tế Lạch Huyện

Nhìn chung, theo ước tính của chúng tôi, mặc dù đã bổ sung các cảng lớn như HITC, các cảng hạ lưu chỉ mới đáp ứng 50% tổng sản lượng hàng hóa tại Hải Phòng đến

năm 2020 nhờ tăng trưởng hữu cơ và dòng vận tải hàng hóa từ các cảng thượng nguồn. Các cảng ở khu vực hạ nguồn dự kiến sẽ tiếp tục có triển vọng phát triển mạnh mẽ ít nhất cho đến năm 2020.

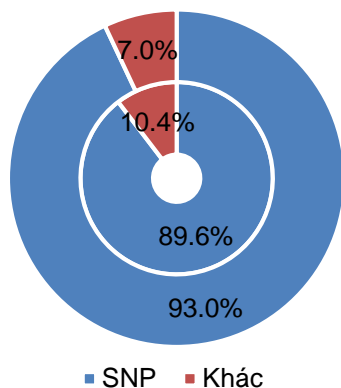
Khu vực phía Nam:

Cát Lái (Thành phố Hồ Chí Minh) và Cái Mép Thị Vải (CMTV, Vũng Tàu) - hai trung tâm cảng chính của khu vực phía Nam, có tình hình cạnh tranh tương đối khác biệt.

Tại thành phố Hồ Chí Minh, doanh nghiệp lớn nhất trong ngành là Tân Cảng Sài Gòn (Saigon New Port-SNP) - đơn vị vận hành và khai thác Cảng Cát Lái, chiếm lần lượt 89.6% và 32% số lượng hàng qua cảng của thành phố Hồ Chí Minh và Việt Nam trong năm 2016 (chưa tính đến sản lượng vận chuyển bằng sà lan). Thị phần của SNP tại TP HCM là 92.5% và 91% trong năm 2017 và 6T.2018.

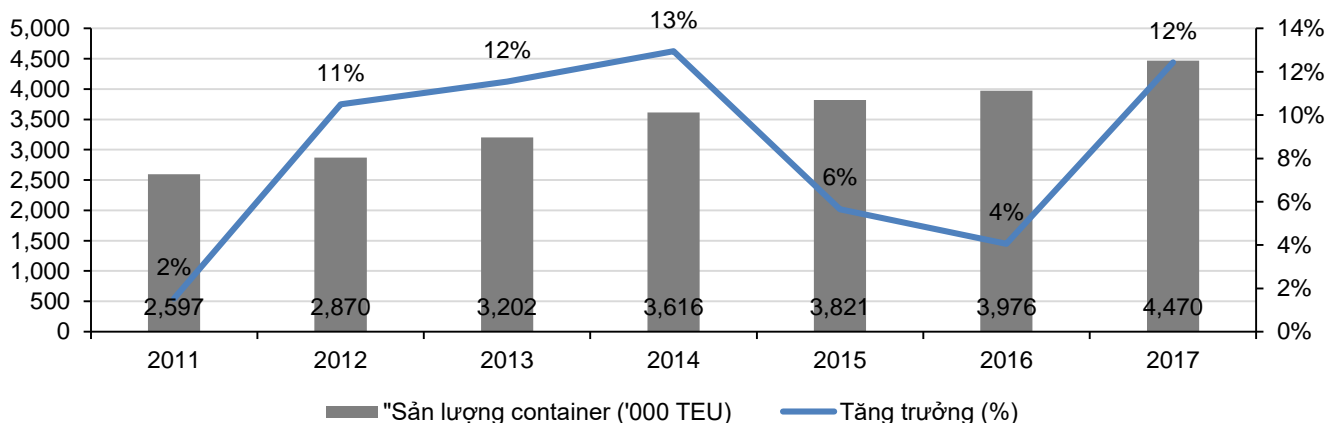
Ngoài ra, tại khu vực Hiệp Phước – nơi đã được quy hoạch trở thành trung tâm hàng hải tiếp theo của TP.HCM, SNP đã thành lập bến Tân Cảng - Hiệp Phước có diện tích 16.5ha để tiếp nhận tàu 50,000 DWT với công suất thiết kế 650,000 TEU/năm vào năm 2015 như phần kéo dài của cảng Cát Lái. Do đó, với vị trí độc nhất ở Tp.HCM, SNP gần như không bị cạnh tranh trực tiếp với các nhà khai thác cảng khác. Các bên này lựa chọn tập trung vào các dịch vụ thay thế như vận tải sà lan, ICD, kho bãi hoặc dịch vụ cảng hàng rời cho các khu công nghiệp thông qua đường thủy nội địa.

Thị phần cảng container tại TP HCM 2016 và 2017



Nguồn: Báo cáo 9T2018 của SNP

Sản lượng hàng qua cảng Cát Lái (chưa bao gồm sà lan)

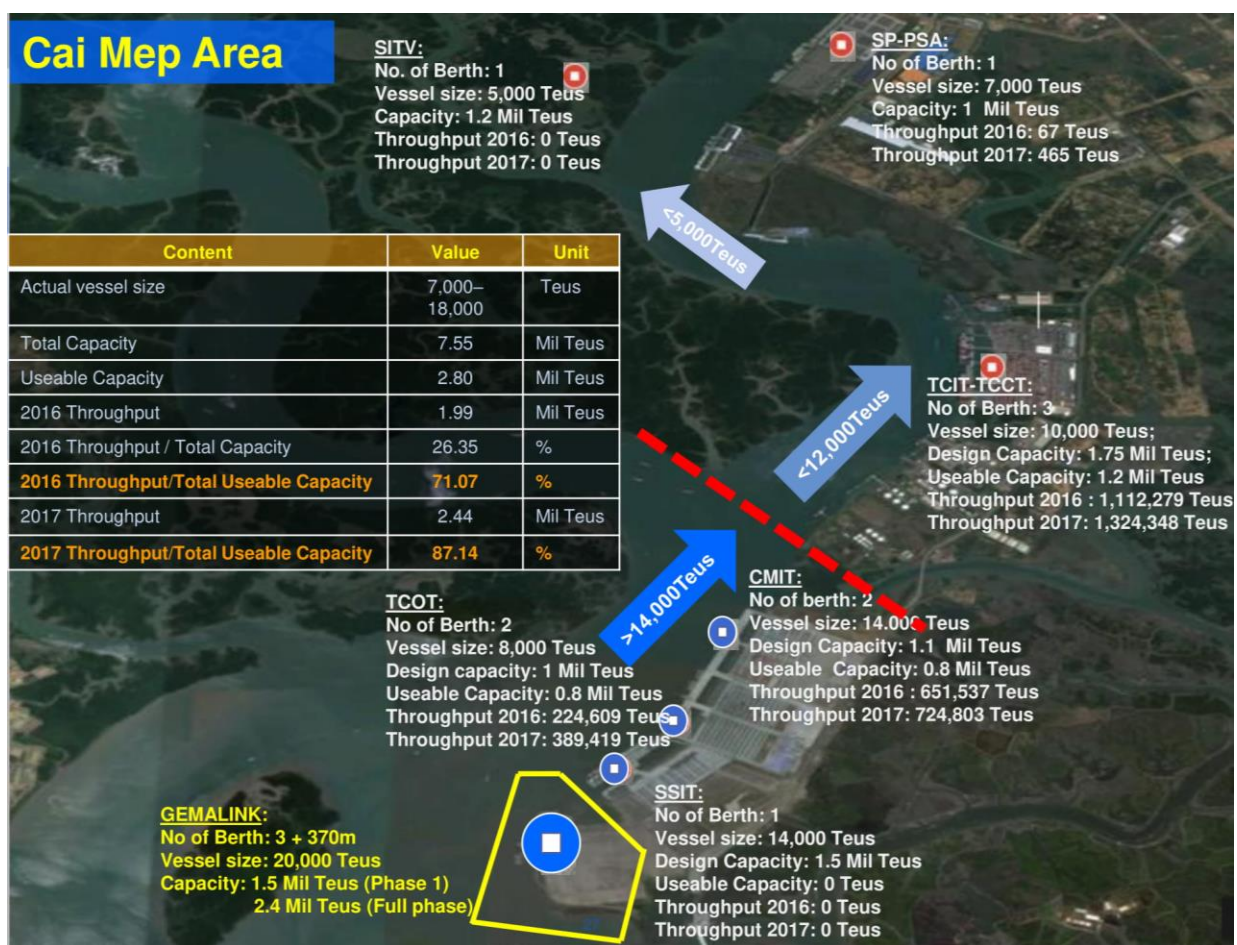


Nguồn: SNP, KISVN

Tại CMTV, Vũng Tàu - cách Cát Lái khoảng 40km, khu vực này với một số lợi thế bao gồm độ sâu môn nước tự nhiên phù hợp và có thể gia tăng thông qua nạo vét để phục vụ các tàu lớn cùng với lượng các quỹ đất sẵn có, v.v... đã quy hoạch trở thành một cụm cảng container lớn của miền Nam Việt Nam cũng như một cửa ngõ hàng hải quốc tế từ năm 2009. Tuy nhiên, tình hình của các cảng tại đây lại phân hóa khá nặng. Theo Cục Hàng hải Việt Nam, chỉ có 3 trong số 20 cảng biển tại cụm CMTV (TCTT, CMIT và TCIT) cung cấp dịch vụ cảng cho container và đang hoạt động ở mức 80-90% công suất thiết kế trong khi các cảng khác hoặc ở trong trạng thái “đóng băng” hoặc hoạt động ở mức 10-20% công suất thậm chí thấp hơn và phục vụ hàng rời thay vì container như thiết kế (ví dụ như SP-PSA thuộc sở hữu của Vinalines và

Công ty cổ phần Cảng Sài Gòn). Về vấn đề này, có một vài nguyên nhân chính như sau:

1. Một trong những lý do đáng chú ý là thiếu cơ sở hạ tầng đường bộ cho khâu logistics sau cảng. Điều này làm cho chi phí logistics từ CMTV đến các khu công nghiệp lân cận (nguồn hàng của khu vực) cao hơn so với đi từ cảng Cát Lái. Do đó, phần lớn các tàu vẫn muốn sử dụng cảng Cát Lái hơn các cảng tại CMTV, đặc biệt là các tàu handysize hoặc tàu feeder nhỏ (<40,000 DWT). Hiện chỉ có tàu có kích thước lớn hơn và không thể sử dụng các luồng đến cảng Cát Lái sẽ phải sử dụng các dịch vụ cảng tại CMTV.
2. Các hãng tàu container vận hành các tàu lớn sẽ chọn các cảng có đủ cơ sở thiết bị để phục vụ tàu của họ (một lần nữa phụ thuộc vào độ sâu và chiều dài của bến, thiết bị, v.v...). Do đó, các cảng cũ, đặc biệt là cảng ở thượng nguồn không đủ khả năng đáp ứng những tiêu chí trên chắc chắn sẽ nằm ngoài cuộc cạnh tranh.



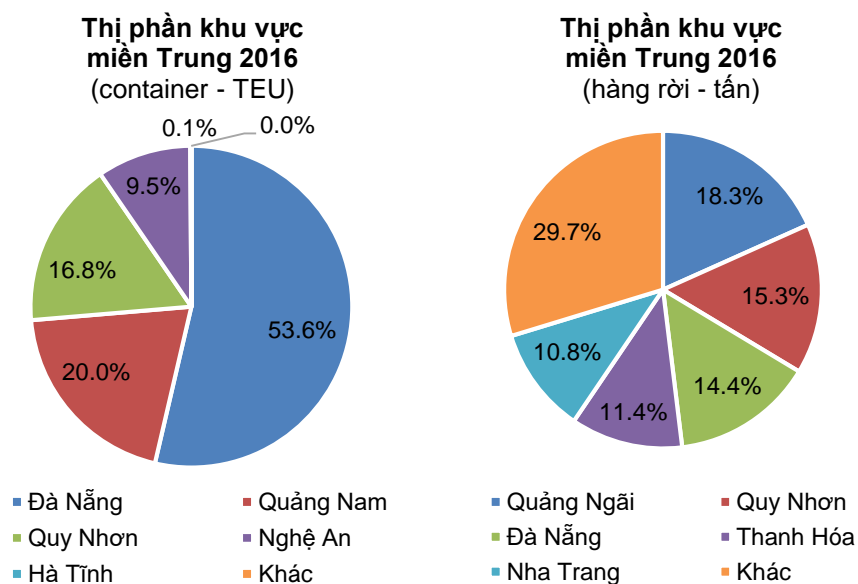
Nguồn: GMD, KISVN

Sau khi loại bỏ phần “công suất không khả dụng” của các cảng “đang ngủ đông”, chúng ta có thể thấy rằng tỷ lệ sử dụng trung bình của khu vực này trong năm 2017 là khoảng 87.14%. Khi cảng Cát Lái vẫn đang quá tải sẽ có nhiều cơ hội cho các cảng trong CMTV nhưng chỉ những cảng có thể đáp ứng các tiêu chí nêu trên mới có thể nắm bắt được cơ hội này. Mặt khác, Bộ GTVT Việt Nam từ đầu năm 2018 đã và đang

tích cực tìm kiếm các giải pháp để thúc đẩy tình trạng của CMTV nhằm phù hợp với tiềm năng của khu vực này.

Khu vực miền Trung:

So với hai khu vực trên, thị trường miền Trung tương đối nhỏ (21% hàng rời khô và chỉ có 5% sản lượng container của Việt Nam) và chỉ tập trung ở một vài cảng. Hơn nữa, hầu hết các cảng đang cung cấp dịch vụ vận chuyển hàng hóa cho một số khu công nghiệp hoặc công ty lân cận. Ví dụ, các cảng ở Dung Quất (Quảng Ngãi), cảng hàng rời lớn ở địa phương (chiếm 18% sản lượng hàng của khu vực miền Trung trong năm 2016), chủ yếu vận chuyển hàng rời cho khu công nghiệp Dung Quất gần đó và nhà máy lọc dầu Dung Quất. Đối với hàng container, 90% sản lượng container của khu vực này trong năm 2016 là qua các cảng Đà Nẵng, Quảng Nam và Quy Nhơn. Như vậy, mỗi cảng hầu như có thị trường riêng và mức cạnh tranh tương đối thấp so với các khu vực khác.



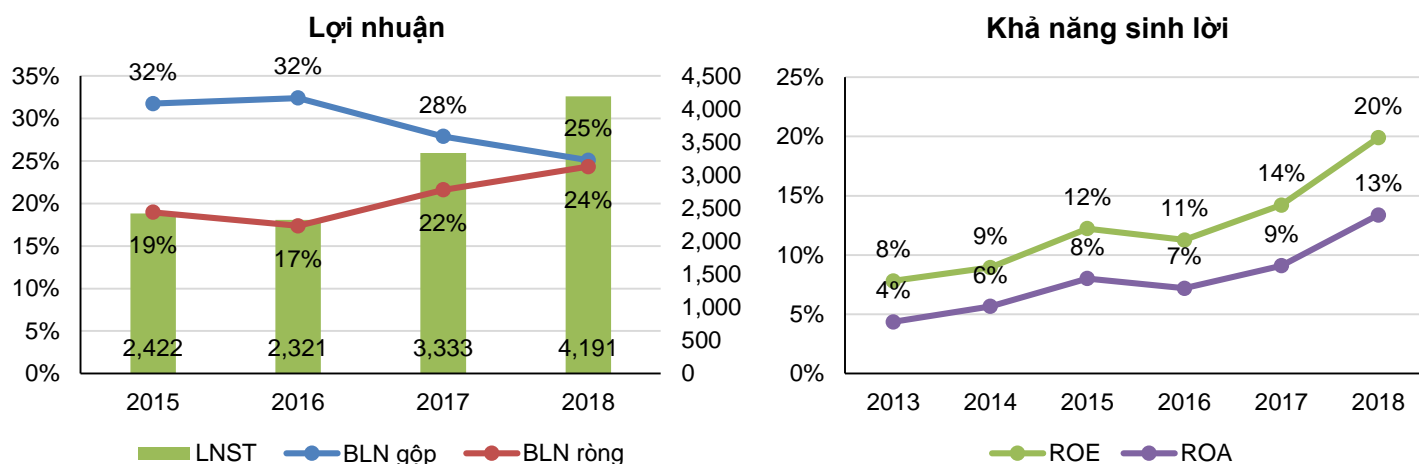
Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam, KISVN

3. Tình hình tài chính

3.1. Khả năng sinh lời

Trong báo cáo này, chúng tôi chỉ xem xét các công ty niêm yết trực tiếp vận hành khai thác ít nhất một cảng biển và cung cấp một loạt các dịch vụ tương tự như xử lý, lưu trữ, CFS hoặc kho chứa cho hàng rời, container (và hàng lỏng).

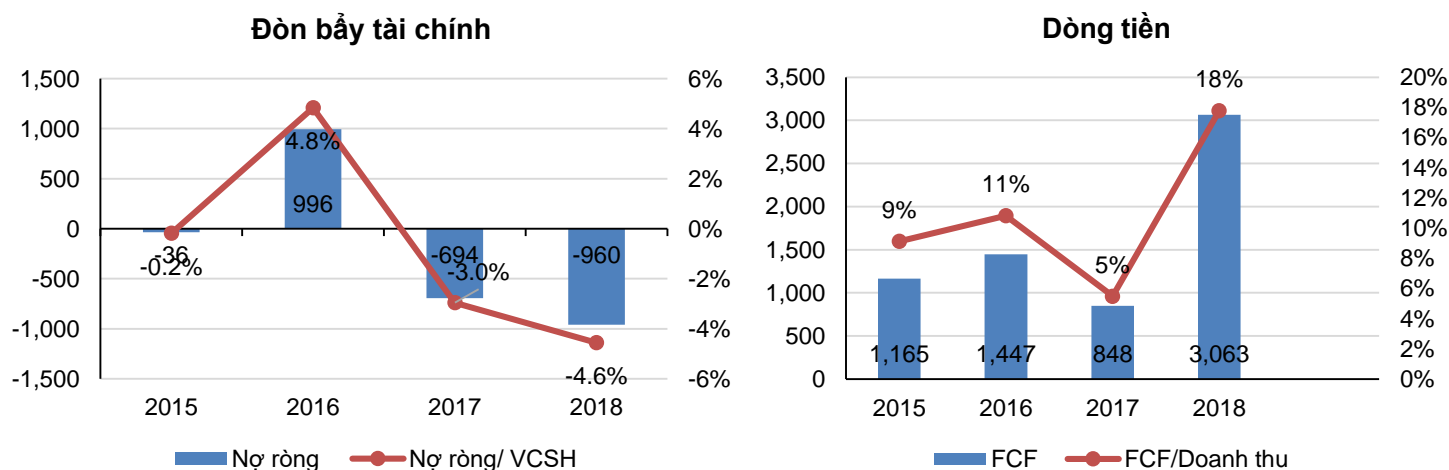
Như có thể thấy từ đồ thị dưới đây, cả biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của ngành cảng biển đều cao hơn đáng kể so với các mảng khác của chuỗi logistics. Với chi phí vốn yêu cầu ban đầu rất lớn (thường sử dụng đòn bẩy tài chính) và ít nhất 1-2 năm đầu để tối đa hoá công suất, lợi nhuận của các cảng thường ở mức thấp trong những năm đầu hoạt động, sau đó sẽ dần được nâng lên khi tỷ lệ sử dụng vượt qua mức hòa vốn (trung bình khoảng 60% công suất thiết kế).



Trong một số trường hợp, các cảng hoạt động ổn định trong nhiều năm với tỷ lệ sử dụng cao có thể đạt được biên lợi nhuận gộp và ròng ấn tượng (lên tới gần 50% biên lợi nhuận gộp và 45% biên lợi nhuận ròng).

3.2. Đòn bẩy tài chính và dòng tiền

Một trong những lợi thế riêng biệt của ngành logistics nói chung và ngành cảng biển nói riêng là khả năng tạo dòng tiền. Khi công suất hoạt động vượt qua mức hòa vốn, không chỉ có lợi nhuận mà cả dòng tiền của các cảng cũng được tăng cường đáng kể. Trong năm 2017, chúng ta có thể thấy sự sụt giảm 1 năm trong FCF của ngành này sau một xu hướng tăng từ năm 2013 đến năm 2016 vì (1) công suất sử dụng một số cảng mới (bắt đầu hoạt động trong năm 2016) không đủ cao để tăng dòng tiền và (2) một số công ty cũng bắt đầu đầu tư vào các cảng mới của họ.



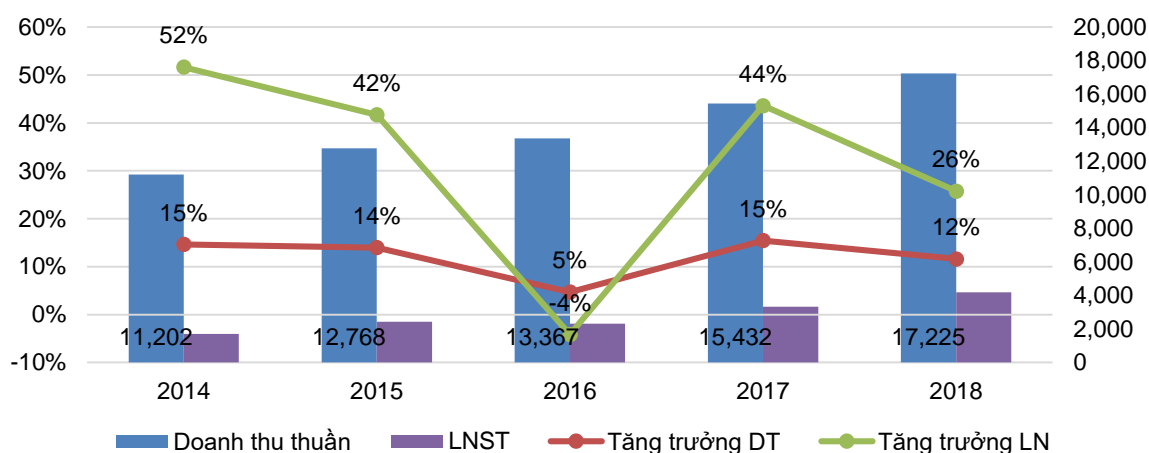
Với một lượng đáng kể dòng tiền ròng hàng năm, các cảng biển có thể giảm tỷ lệ đòn bẩy tài chính, thường đặc biệt cao vào lúc bắt đầu hoạt động. Như có thể thấy trong biểu đồ, đòn bẩy tài chính của các nhà khai thác cảng đã giảm mạnh kể từ năm 2015.

Vì một số cảng của các công ty được xem xét đã nhanh chóng lấp đầy công suất trong năm 2016 và 2017, năm 2018 có thể được xem là cột mốc chu kỳ của các cảng này với tốc độ tăng trưởng nhanh và dòng tiền mạnh.

3.3. Tăng trưởng

Tăng trưởng không phải là một điểm nổi bật của các cảng biển. Nếu có thể nhanh chóng lấp đầy công suất thiết kế, các cảng này sẽ có tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm đầu, nhưng sau đó tốc độ sẽ chậm lại đáng kể sau khi đạt tới đa công suất thiết kế. Hơn nữa, nếu các cảng đó không thể mở rộng để gia tăng công suất (đòi hỏi một lượng vốn cùng một quỹ đất sẵn đáng kể), tốc độ tăng trưởng hầu như sẽ đi ngang. Sau đó, tăng trưởng sẽ đến từ việc tăng phí dịch vụ, nhưng điều này cũng phụ thuộc vào tình hình cạnh tranh trong khu vực.

Khả năng tăng trưởng



4. Kết luận

Nhìn chung, chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng về sản lượng hàng hóa của ngành hàng hải Việt Nam có thể đạt mức 12-15% trong 3-5 năm tới với động lực chính tiếp tục từ hoạt động xuất nhập khẩu, đặc biệt là từ khu vực FDI.

Mặc dù sự tăng trưởng không phải là một điểm đầu tư nổi bật của ngành, rào cản gia nhập cao và các quy định thắt chặt (cả về thành lập cảng mới và mức phí dịch vụ) đang làm cho các cảng trở thành tài sản chiến lược hấp dẫn của ngành logistics Việt Nam nói chung. Do đó, giá trị 'thực' của các tài sản này cao hơn nhiều so với giá trị sổ sách của chúng; nói cách khác, có thể có một giá trị nội tại tiềm ẩn trong các cảng biển. Thứ hai, lợi nhuận cao, dòng tiền ổn định và tài chính mạnh là những yếu tố quan trọng khiến cho các cổ phiếu cảng biển trở thành các khoản đầu tư thụ động hấp dẫn trong dài hạn. Cuối cùng, với tình hình hiện tại của hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam, sản lượng hàng hóa, v.v..., chúng tôi tin rằng ngành cảng biển của Việt Nam hiện đang trong chu kỳ tăng trưởng của ngành và xu hướng này sẽ tiếp tục trong 3-5 năm tới. Do đó, phương diện tài chính của các công ty này có thể được nâng cao hơn nữa.

Tuy nhiên, tiềm năng mỗi cảng biển không giống nhau và bị phân hóa mạnh mẽ bởi:

- (1) *Vị trí:* Khu vực phía Bắc (Hải Phòng) và khu vực phía Nam (TP.HCM và CMTV - Vũng Tàu) sẽ giữ vai trò là trung tâm của hệ thống cảng biển Việt Nam. Các cảng ở các khu vực này có thể đạt mức tăng trưởng ổn định và cao hơn so với các khu vực khác nhờ các nguồn hàng gần đó (các khu công nghiệp, nhà máy FDI, v.v...).
- (2) *Loại hàng hóa:* Trong xu hướng tăng của sản lượng qua cảng Việt Nam, hàng lỏng đã có một thị trường riêng biệt với nhu cầu nội địa ổn định và ít cạnh tranh. Hàng container dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định khoảng 15% hàng năm trong 3 năm tới với biên lợi nhuận cao hơn khi cung-cầu mặt hàng này có triển vọng hơn so với hàng rời.
- (3) *Cơ sở vật chất:* khi triển khai các tàu container ngày càng lớn, các nhà vận tải lớn toàn cầu đang tìm kiếm các cảng có độ sâu mớn nước (độ sâu của cửa luồng và bến) và thiết bị phù hợp để có thể phục vụ các tàu lớn (trọng tải 40,000-50,000 DWT hoặc lớn hơn). Do đó, các cảng container lớn sẽ có sự khác biệt đáng kể so với các đối thủ cạnh tranh gần đó.

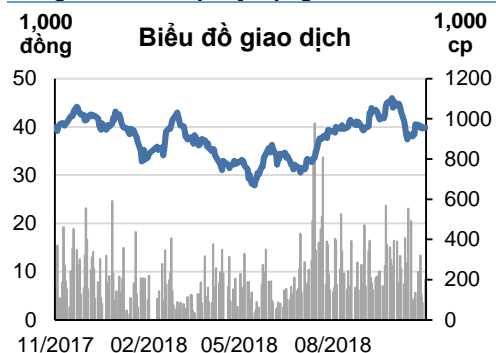
Cổ phiếu

VSC

Công ty Cổ phần Tập đoàn Container Việt Nam
- Thời kỳ tăng tốc

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

Giá thị trường (VND)	40,950
Giá mục tiêu (VND)	50,000
Tăng giá bình quân dự kiến	25.9%
Lợi suất cổ tức dự kiến	5.8%
Tổng suất sinh lợi kỳ vọng	32%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-2%	-12%	2%	0%
Tương đối	4%	-6%	7%	-7%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thống kê

22/11/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	27.9k-46.0k
SL lưu hành (triệu cp)	50
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,999
Vốn hóa (triệu USD)	86
% khối ngoại sở hữu	37%
SL cp tự do (triệu cp)	44
KLGD TB 3 tháng (cp)	210,749
VND/USD	23,282
Index: VNIndex / HNX	914/103

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu

22/11/2018

Franklin Resources funds	12.55%
KWE Beteiligungen AG	10.01%
PXP funds	5.01%
Vietnam Holding Limited	4.87%

Nguồn: Bloomberg, Stoxplus, KISVN

Quan điểm đầu tư:

- Ngành vận tải biển đang trong xu hướng phục hồi với sự gia tăng sử dụng các tàu tải trọng lớn, đây là cơ hội cho các cảng hạ nguồn và cảng container như VIP Green.
- Sản lượng hàng hóa qua cảng Việt Nam dự kiến sẽ tăng 10-13%/năm với sự hỗ trợ từ hoạt động xuất nhập khẩu từ các khu vực FTA và FDI.
- Hải Phòng đang là một cửa ngõ cảng biển quan trọng của Việt Nam, đóng góp 20% tổng sản lượng hàng hóa qua cảng Việt Nam trong 9T.2018.
- Tổng sản lượng hàng hóa qua 2 cảng của VSC đạt 778 ngàn TEU (+34%/n) trong 9T.2018, trong đó sản lượng cảng VIP Green tăng 39%/n lên mức 473.3 ngàn TEU.
- Kho bãi container và trung tâm Logistics tại Khu công nghiệp Đình Vũ (GIC) hoạt động giúp nâng công suất của VIP Green (VGR-UpCOM) lên 800 ngàn TEUs/năm, hỗ trợ khả năng tăng trưởng trong những năm tiếp theo.
- Cảng VIP Green với vị trí thuận lợi tại hạ nguồn sông Cấm (Hải Phòng) cũng đang được hỗ trợ bởi hãng tàu Evergreen, hiện nắm giữ 21.7% cổ phần của cảng này và đã được chấp thuận tăng lên 26.7% trong 2018.
- Áp lực giảm giá phí dịch vụ cảng từ các cảng thượng nguồn không còn đáng kể từ 2018.
- Khía cạnh tài chính đã được cải thiện đáng kể nhờ vào sự tăng trưởng mạnh mẽ của VIP Green. Doanh thu thuần 9T2018 và LNST của VSC đạt 1,244 tỷ đồng (+30%/n) và 261 tỷ đồng (+37%/n).
- Mức định giá hấp dẫn. P/E forward 2018: 7.13x

Rủi ro:

- Sản lượng hàng hóa của cảng Green dự kiến tiếp tục suy giảm trong tương lai như các cảng thượng nguồn.
- Hải Phòng đã bắt đầu thu phí hạ tầng cảng biển từ 2018.

Khuyến nghị:

Kỳ vọng của chúng tôi về triển vọng của VSC từ năm 2018 trở đi vẫn khả quan. Chúng tôi định giá cổ phiếu VSC ở mức **50,000 đồng/cp** vào cuối năm 2019. Tổng mức sinh lời kỳ vọng là **32%** (bao gồm cổ tức bằng tiền mặt 2,000 đồng vào năm 2019),

Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu VSC.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 1,999 tỷ VND			
	Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018F
Doanh thu thuần	1,082	1,303	1,695	1,826
<i>Tăng trưởng (%)</i>	17%	20%	30%	8%
<i>Dịch vụ cảng</i>	707	847	1,084	1,139
<i>Logistics</i>	375	456	611	687
GVHB	686	895	1,186	1,257
<i>Biên LN gộp (%)</i>	37%	31%	30%	31%
Chi phí BH & QLDN	65	76	99	106
EBITDA	509	529	614	671
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	47%	41%	36%	37%
Khấu hao	177	197	203	209
Lợi nhuận từ HĐKD	331	332	411	462
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	31%	25%	24%	25%
Chi phí lãi vay ròng	30	40	28	13
<i>% so với nợ ròng</i>	21%	15%	-154%	-2%
Khả năng trả lãi vay (x)	10.9	8.3	14.8	35.1
Lãi/lỗ khác	10	7	9	8
Thuế	49	35	46	53
<i>Thuế suất hiệu dụng (%)</i>	16%	12%	12%	12%
Lợi nhuận ròng	262	264	346	404
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	24%	20%	20%	22%
Lợi ích CĐ thiếu số	11	27	33	41
LN cho công ty mẹ	251	237	313	363
Số lượng CP (triệu)	45.6	50.1	50.1	50.1
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,463	4,214	5,566	6,442
<i>Tăng EPS (%)</i>	-10%	-6%	32%	16%
Cổ tức (VND)	2,000	2,000	2,000	2,300
<i>Tỷ lệ trả cổ tức (%)</i>	41%	47%	36%	36%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
Thay đổi vốn lưu động	-113	59	-179	-60
Capex	456	372	75	81
Dòng tiền khác	273	-34	0	0
Dòng tiền tự do	-176	64	653	591
Phát hành cp	0	49	0	0
Cổ tức	89	92	100	115
Thay đổi nợ ròng	266	-21	-553	-476
Nợ ròng cuối năm	279	258	-294	-770
Giá trị doanh nghiệp (EV)	2,450	2,503	1,695	1,219
Tổng VCSH	1,515	1,710	1,921	2,170
Lợi ích cổ đông thiểu số	167	241	274	315
VCSH	1,349	1,469	1,647	1,855
Giá trị sổ sách/cp (VND)	29,602	29,307	32,874	37,016
<i>Nợ ròng / VCSH (%)</i>	18%	15%	-15%	-36%
<i>Nợ ròng / EBITDA (x)</i>	1.3	1.0	0.5	0.4
Tổng tài sản	2,397	2,479	2,520	2,746

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018F	2019F
<i>ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)</i>	19%	17%	20%	21%
<i>ROA (%)</i>	11%	11%	14%	15%
<i>ROIC (%)</i>	18%	16%	21%	27%
<i>WACC (%)</i>	15%	15%	15%	15%
<i>PER (x)</i>	9.2	9.7	7.1	6.2
<i>PBR (x)</i>	1.4	1.4	1.2	1.1
<i>PSR (x)</i>	1.9	1.6	1.2	1.1
<i>EV/EBITDA (x)</i>	4.9	4.8	2.8	1.8
<i>EV/sales (x)</i>	2.3	2.0	1.0	0.7
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	4.4%	4.9%	5.0%	5.8%

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3974 4448
Fax: (+84 24) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.