

CÔNG TY CỔ PHẦN CẢNG ĐỒNG NAI (HSX: PDN)

Giá mục tiêu: 35.500 VNĐ

DUY TRÌ ỔN ĐỊNH TỪ CẢNG TỔNG HỢP VÀ TIỀM NĂNG TỪ CẢNG CONTAINER

Khuyến nghị: **MUA**

Đánh giá	MUA
Giá niêm yết (26/10/2011)	29.000
Giá mục tiêu (VNĐ) (*)	35.500
Chênh lệch (%)	22%
Giá trị vốn hóa (tỷ VNĐ)	238,7
Giá trị doanh nghiệp (tỷ VNĐ)	212,1
Số lượng CP niêm yết (triệu CP)	8,2
Cổ phiếu lưu hành tự do (%)	

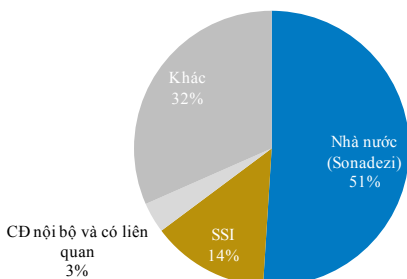
* Giá mục tiêu cho 6 – 12 tháng

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Lê Ngọc Khoa

Điện thoại
(+084 8) 3914 6888 – 154

Email
nguyenlengockhoa@baoviet.com.vn

Cơ cấu cổ đông



Khuyến cáo: Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt tìm kiếm và thực hiện việc kinh doanh với các doanh nghiệp xuất hiện trong báo cáo này. Do đó, nhà đầu tư nên nhận thức rằng, doanh nghiệp có thể có mâu thuẫn lợi ích có thể ảnh hưởng đến mục tiêu của báo cáo này. Các nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một yếu tố đơn lẻ trong việc ra quyết định đầu tư. Để xem xác nhận của chuyên viên phân tích, vui lòng xem ở trang cuối.

TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho báo cáo lần đầu này với mức giá mục tiêu là 35.500 đồng.** Công ty cổ phần cảng Đồng Nai (PDN), đơn vị vận hành cảng lớn nhất của tỉnh Đồng Nai, sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận bình quân 19% và 15% cho giai đoạn 2011 - 2015. Ước tính lợi nhuận sau thuế cho các năm 2011 và 2012 lần lượt là 35 tỷ (tăng 8% so với 2010) và 44 tỷ (tăng 25% so với 2011). Tại mức giá chào sàn 29.000 đồng, PDN sẽ giao dịch tại mức P/E kỳ vọng 2011 là 6,9x. Đây là một mức giá không rẻ, nếu so với các doanh nghiệp cùng ngành với mức P/E khoảng 4,0x. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức định giá này phù hợp với một doanh nghiệp đang mở rộng như PDN.
- **Lợi thế vị trí của PDN do gần các khu công nghiệp (KCN) lớn** được công ty mẹ (Sonadezi) góp vốn đầu tư phát triển bao gồm Biên Hòa 1, Biên Hòa 2, Amata và Gò Dầu. Với hàng trăm doanh nghiệp đang hoạt động tại các KCN, tạo ra một cơ sở khách hàng tiềm năng cho việc khai thác cảng tổng hợp, cảng container và các dịch vụ cảng liên quan.
- **Công ty đang trong giai đoạn mở rộng.** Trong Q4/2011, PDN sẽ đưa vào hoạt động cảng container được chuyển đổi từ cảng hàng tổng hợp, với công suất tối đa đạt 200.000 TEU/năm. Công ty cũng đang tích cực mở rộng diện tích bến bãi tại cảng Long Bình Tân và Gò Dầu. Đặc biệt, dự án boxit ở Tân Rai (Lâm Đồng) sẽ sử dụng cảng Gò Dầu để phục vụ cho việc xuất khẩu alumin hứa hẹn sẽ mang lại nguồn hàng rời ổn định cho PDN trong 3 – 5 năm tiếp theo.
- **Biên lợi nhuận cao và ưu đãi thuế khá lớn.** Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng 2010 lần lượt là 51% và 37%. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ duy trì được biên lợi nhuận gộp ở mức 48% trong tương lai. Tuy nhiên, biên lợi nhuận ròng của công ty sẽ giảm do chi phí quản lý sẽ tăng khá mạnh để phát triển mảng kinh doanh cảng container.
- **Rủi ro hoạt động và rủi ro đầu tư.** (1) Bài toán vận chuyển boxit liên quan đến tải trọng xe vận chuyển và khả năng chịu lực trên các tuyến đường mà đoàn xe đi qua đang là vấn đề gây tranh cãi giữa Vinacomin và các tỉnh Đồng Nai, Lâm Đồng. Do đó, việc sử dụng các cảng Gò Dầu để xuất khẩu boxit nhôm có thể bị chậm trễ. (2) Cơ cấu cổ đông cũng là một điểm đáng lưu ý khi các cổ đông lớn, cổ đông nội bộ và cán bộ nhân viên nắm giữ một lượng cổ phần khá lớn. Chúng tôi ước tính lượng cổ phần có thể giao dịch tự do chỉ dưới 10%, nên PDN có thể gặp vấn đề về tính thanh khoản. Ngoài ra, việc KCN Biên Hòa 1 đã được chính phủ phê duyệt chuyển đổi thành khu đô thị cũng có thể ảnh hưởng đến nguồn khách hàng trong tương lai. Tuy nhiên, rủi ro này không quá đáng ngại trong ngắn và trung hạn.

Số liệu tài chính và định giá

Năm	2010A	2011E	2012F	2013F	2014F
Doanh thu (tỷ đồng)	92	124	154	174	196
EBITDA (tỷ đồng)	51	55	75	85	93
EBIT (tỷ đồng)	35	39	55	62	71
LNST (tỷ đồng)	32	35	44	45	54
EPS (VNĐ)	3.919	4.226	3.636	3.729	4.520
Tăng trưởng EPS (%)	-14%	-22%	-14%	3%	21%
P/E (x)	5,3	6,9	8,0	7,8	6,4
Cổ tức/giá niêm yết (%)	7%	7%	7%	7%	7%
EV/EBITDA (x)	4,1	3,8	4,6	3,5	2,5
P/B (x)	1,1	1,0	1,3	1,2	1,1
ROE (%)	15%	15%	17%	16%	18%
Vay nợ/VCSH (%)	13%	12%	35%	29%	22%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, BVSC ước tính

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ đồng	2009A	2010A	2011E	2012F	2013F	2014F
KẾT QUẢ KINH DOANH						
Doanh thu thuần	79	92	124	154	174	197
Giá vốn hàng bán	37	46	60	74	84	95
Lợi nhuận gộp	42	46	64	79	90	102
Doanh thu tài chính	5	2	3	5	5	6
Chi phí tài chính	3	2	3	9	15	13
Lợi nhuận trước thuế	33	34	37	46	47	57
Lợi nhuận sau thuế	32	32	35	44	45	54
CÂN ĐỐI KẾ TOÁN						
Tài sản ngắn hạn	36	75	85	126	167	219
Tiền & tương đương tiền	10	54	60	96	133	182
Đầu tư tài chính ngắn hạn	8	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	11	17	22	27	32	36
Hàng tồn kho	0	0	0	0	0	0
Tài sản ngắn hạn khác	6	4	2	2	2	2
Tài sản dài hạn	185	205	221	274	251	229
Tài sản cố định	94	153	152	188	221	198
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	73	36	38	55	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	16	16	30	30	30	30
Tài sản dài hạn khác	1	0	0	0	0	0
Tổng tài sản	221	280	306	399	418	448
Nợ phải trả	53	60	67	141	139	140
Nợ ngắn hạn	21	32	38	49	59	70
Nợ dài hạn	32	28	29	92	80	69
Nguồn vốn chủ sở hữu	168	220	239	258	279	308
Vốn điều lệ	51	82	82	120	120	120
Tổng nguồn vốn	221	280	306	399	418	448
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ						
Thu nhập thuần	32	32	35	44	45	54
Dòng tiền từ hoạt động SXKD	23	53	52	70	73	84
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-6	-26	-32	-72	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-37	17	-15	38	-36	-35
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	10	54	60	96	133	182

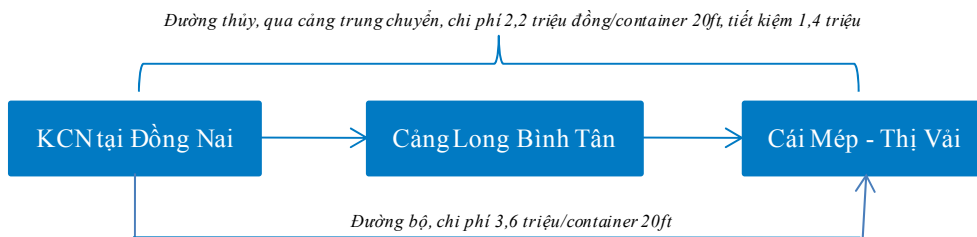
Nguồn: Doanh nghiệp, BVSC ước tính

TIỀM NĂNG TỪ VỊ TRÍ CẢNG LONG BÌNH TÂN

Nguồn hàng dồi dào từ các KCN lân cận. Cảng Đồng Nai nằm trong khu vực tứ giác kinh tế năng động bậc nhất cả nước – bao gồm các địa phương TP. HCM, Bình Dương, Bà Rịa – Vũng Tàu và Đồng Nai – tập trung số lượng lớn các KCN của cả nước. Riêng đối với PDN, các cảng của công ty nằm gần các KCN lớn (Biên Hòa 1 & 2, Amata, Gò Dầu) với 380 doanh nghiệp đang hoạt động. Đây là nguồn khách hàng tiềm năng cho PDN khai thác.

Vị trí chiến lược của cảng Long Bình Tân. PDN đang vận hành 3 cảng biển, trong đó chúng tôi đánh giá cảng Long Bình Tân có một vị trí chiến lược quan trọng trong việc kết nối tuyến vận tải hàng hóa từ các KCN trên địa bàn các tỉnh nói trên với các cảng biển nước sâu tại TP.HCM (Cát Lái) và Bà Rịa – Vũng Tàu (cụm cảng Cái Mép – Thị Vải). Trước đây, hàng hóa ra vào các KCN ở phía Bắc TP.HCM, Bình Dương và Đồng Nai thường sử dụng tuyến vận tải đường bộ bằng xe container đến các cảng nước sâu, thì nay có thể sử dụng cảng Long Bình Tân như một địa điểm trung chuyển hàng hóa với chi phí thấp hơn đáng kể. Tham khảo từ phía PDN và một số đại diện trong ngành được biết, chi phí mà cảng Long Bình Tân có thể tiết kiệm được cho khách hàng lên đến 1.400.000 đồng/container 20ft so với vận tải đường bộ cho khoảng cách từ KCN Biên Hòa 1 đến cảng Cái Mép.

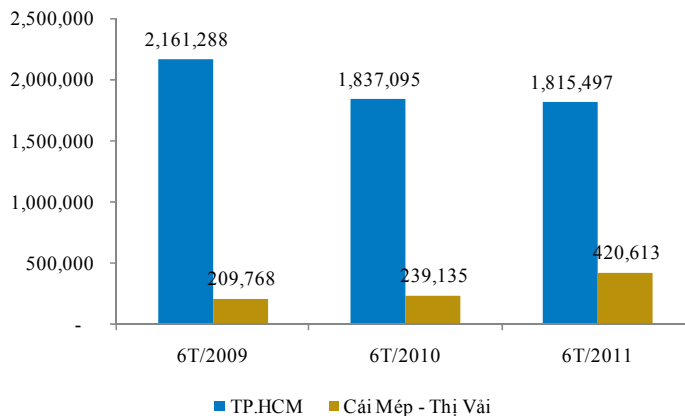
Sử dụng cảng container trung chuyển giúp tiết kiệm chi phí đáng kể



Nguồn: PDN, BVSC tổng hợp

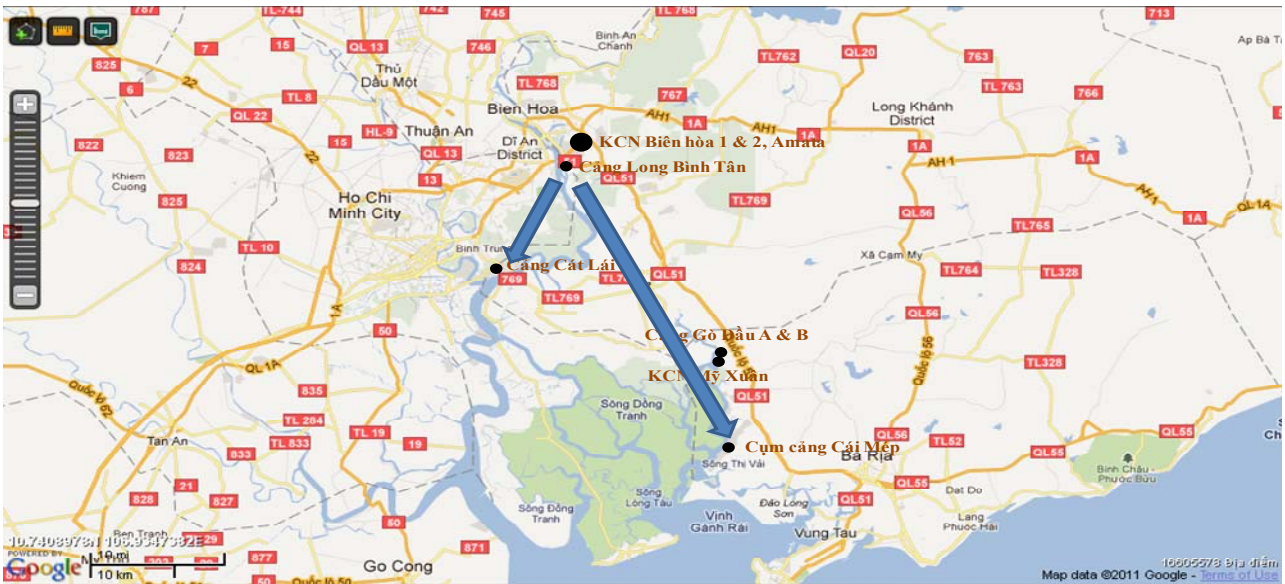
Sự dịch chuyển một phần hàng hóa xuất nhập khẩu từ cảng TP.HCM sang Cái Mép – Thị Vải (CM-TV) sẽ tạo cơ hội cho PDN. Theo thống kê từ Hiệp hội cảng biển Việt Nam, lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng CM-TV trong 6T/2011 đã tăng đến 76% so với cùng kỳ 2010, trong khi cảng biển TP.HCM lại có xu hướng giảm nhẹ. Nguyên nhân đến từ lợi thế luồng lạch sâu tại khu vực CM-TV có thể đón được các tàu lớn, nhờ đó hàng hóa được chở thẳng từ nơi mua đến nơi bán, nên tiết kiệm chi phí cho chủ hàng. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tạo cơ hội cho PDN, bởi các chủ hàng sẽ hướng đến tuyến vận tải thủy thông qua cảng trung chuyển để tiết kiệm chi phí và thời gian vận chuyển.

Hàng container có xu hướng giảm tại TP.HCM và tăng ở cụm cảng Cái Mép (dvt: TEU)



Nguồn: PDN, BVSC tổng hợp

Vị trí cảng thuận lợi cho vận chuyển hàng container



Nguồn: Wikimapia

TIỀM NĂNG KHAI THÁC HÀNG CONTAINER TẠI CẢNG LONG BÌNH TÂN

Xu hướng phát triển hàng container trong vận chuyển hàng hóa. Hàng container đang phát triển rất nhanh chóng nhờ mang lại hiệu quả cao cho các doanh nghiệp xuất nhập khẩu hàng hóa từ kho đến kho. Nếu như tổng lượng hàng hóa thông qua các cảng giai đoạn 2006 – 2011E chỉ tăng trưởng bình quân (CAGR) 13%/năm, thì hàng container là 16,9% và hàng khô chỉ là 9%. Hàng container liên tục có mức tăng trưởng trong giai đoạn này, trong khi đó hàng khô đã có sự suy giảm đáng kể sau khi đạt đỉnh vào năm 2009 với 126 triệu tấn. Trong 6 tháng đầu năm 2011, sản lượng hàng container đã đạt 3,5 triệu TEU và dự kiến cả năm nay sẽ vào khoảng 8,5 triệu TEU, đạt mức tăng trưởng đến 30%.

Sản lượng hàng hóa qua cảng biển Việt Nam

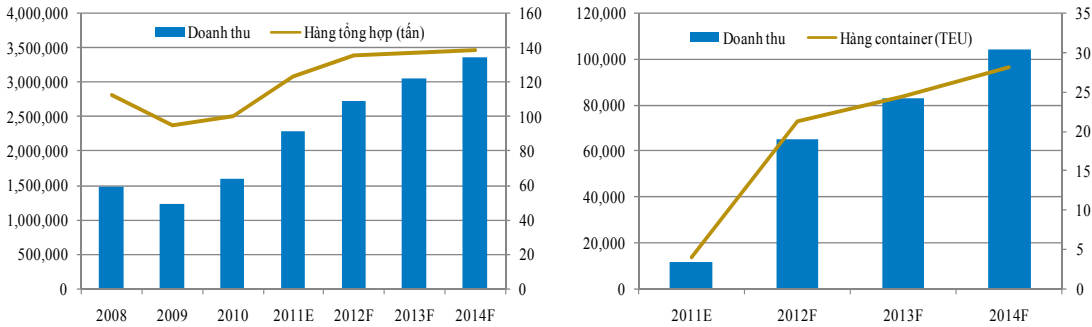
Đơn vị: tỷ đồng	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
Lượng tàu ra vào (nghìn tàu)	62.291	88.619	98.593	108.016	120.000	132.000
Lượng hàng hóa (triệu tấn)	154	181	197	251	259	285
Dung tích (triệu GT)	266.103	320.176	343.620	321.364	350.608	413.718
Hàng container (triệu TEU)	3,4	4,5	5,0	5,5	6,5	8,5
Tăng trưởng (%)		31,3%	11,9%	10,3%	17,7%	15,0%
Hàng khô (triệu tấn)	67,8	79,4	88,0	126,0	86,8	105,0
Tăng trưởng (%)		17,2%	10,8%	43,2%	-31,1%	21,0%

Nguồn: Hiệp hội cảng biển Việt Nam, BVSC ước tính

Trước triển vọng của hàng container, PDN đã chuyển đổi cảng tổng hợp Long Bình Tân thành cảng container. Những năm gần đây, cảng hoạt động kém hiệu quả nhất trong số 3 cảng của PDN. Doanh thu chỉ chiếm khoảng 17% - 20% và tỷ suất lợi nhuận thấp hơn hẳn so với các cảng Gò Dầu A & B. Nguyên nhân một phần do sự suy giảm chung của sản lượng hàng hóa, nhưng chủ yếu do từ năm 2010, cảng đã được chuyển đổi thành cảng container. Tuy nhiên, vào thời điểm đó đường dẫn vào cảng chưa có, nên cảng chưa đi vào hoạt động. Trong khi các chi phí quản lý vẫn không đổi,

thậm chí còn tăng hơn để chuẩn bị cho thời điểm căng đi vào hoạt động. Đầu tháng 10/2011 vừa qua, PDN đã khánh thành đường dẫn nối cảng với cầu Đồng Nai và chính thức đưa cảng vào hoạt động. Hiện nay cảng container Long Bình Tân đã có một số khách hàng như Tân Hiệp Phát, Donafod, gỗ Salim, Aprocemex. Hiện tại công ty đã có một nguồn hàng ổn định khoảng 1.400 TEU/tuần. Chúng tôi ước tính sản lượng 2011 vào khoảng 14.000 TEU và 73.000 TEU cho năm 2012.

Sản lượng xếp dỡ hàng hóa của PDN dự kiến đến 2014

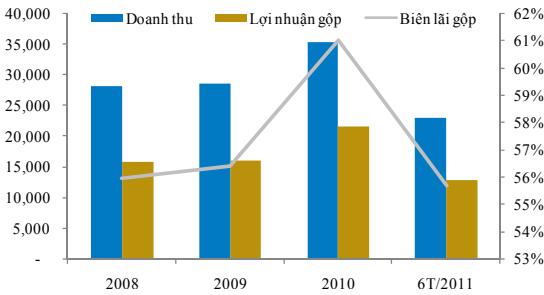


Nguồn: Báo cáo bạch niên yết, BVSC ước tính

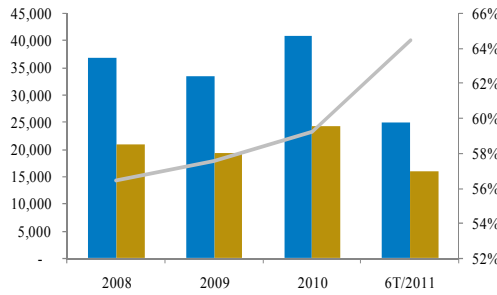
SẢN LƯỢNG HÀNG RỜI ỔN ĐỊNH TẠI CẢNG GÒ DẦU

Hoạt động ổn định tại cảng Gò Dầu. Cuộc khủng hoảng tài chính những năm gần đây đã làm sụt giảm đáng kể lượng hàng rời về cảng đặc biệt trong năm 2009, đặc biệt là các mặt hàng hóa chất, nhựa đường, khoáng sản. Tuy nhiên, năm 2010 đã chứng kiến sự tăng trưởng trở lại về sản lượng cũng như giá xếp dỡ bình quân của hai cảng Gò Dầu A & B. Do đó, các cảng này vẫn duy trì được tỷ trọng lớn trong doanh thu của PDN và mức biên lãi gộp khá cao 50% - 60%.

Kết quả kinh doanh của cảng Gò Dầu A



Kết quả kinh doanh của cảng Gò Dầu B



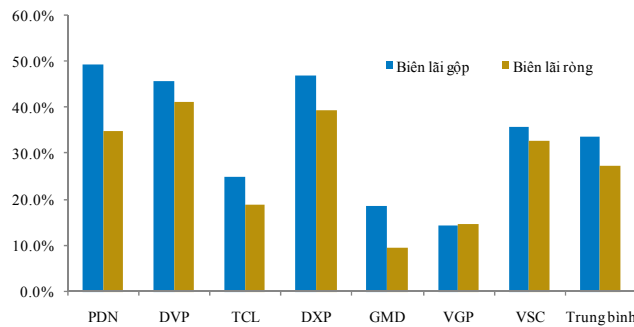
Nguồn: Báo cáo bạch niên yết, BVSC ước tính

Duy trì sản lượng hàng tổng hợp, bất chấp việc chuyển đổi của cảng Long Bình Tân nhờ hợp đồng vận chuyển boxit nhôm với Vinacomin trong thời gian tới. Từ năm 2010, các dự án xuất khẩu boxit nhôm từ Tân Rai (Lâm Đồng) đã chọn cảng Gò Dầu làm điểm cuối trước khi xuất khẩu, điều này mang đến cơ hội khá lớn cho PDN. Sản lượng boxit xuất khẩu dự kiến 1 triệu tấn năm 2012 và lên đến 2 triệu tấn 2013. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng tổng hợp sẽ đạt hơn 3 triệu trong năm 2011 và duy trì ở quanh mức 3,4 triệu tấn/năm. Mặc dù việc trung chuyển hàng boxit qua cảng chỉ là giải pháp tạm thời trước khi cảng chuyên dụng Kê Gà – giai đoạn 1 – được hoàn thiện vào năm 2014. Tuy nhiên, tiến độ giải phóng mặt bằng khá chậm tại địa điểm xây cảng khiến chúng tôi tin rằng, thời gian trung chuyển qua cảng Gò Dầu sẽ còn kéo dài thêm vài năm nữa.

BIÊN LỢI NHUẬN CAO, ƯU ĐÃI THUẾ LỚN

PDN là doanh nghiệp có biên lợi nhuận khá cao so với các công ty cùng ngành đang niêm yết. Biên lãi gộp và biên lãi ròng năm 2010 lần lượt là 49,5% và 35,0%. Những năm gần đây, biên lợi nhuận của PDN tuy có giảm nhẹ, nhưng so với trung bình ngành vẫn thì vẫn vượt trội. Tuy nhiên, trong những năm tới, chúng tôi cho rằng biên lãi ròng sẽ giảm, vì chi phí quản lý sẽ tăng đáng kể. Một phần do lĩnh vực kinh doanh mới sẽ làm gia tăng chi phí, trong khi doanh thu sẽ chưa thể tăng theo kịp trong giai đoạn đầu. Ngoài ra, chi phí ứng trước để đẩy nhanh tiến độ giải phóng mặt bằng (khoảng 47 tỷ) sẽ được phân bổ dần từ năm sau vào chi phí quản lý.

Biên lợi nhuận cao nhất trong số các doanh nghiệp ngành cảng đang niêm yết



Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty

Ưu đãi thuế TNDN. PDN đang được ưu đãi thuế khá nhiều và thời gian nhận ưu đãi kéo dài đến 2020. Thuế suất thuế TNDN đối với các hoạt động kinh doanh chính chỉ là 10% và hiện còn đang được miễn 50% số thuế phải nộp cho đến 2017. Mức thuế bình quân theo chúng tôi ước tính hiện này chỉ khoảng trên 5%.

KHUYẾN NGHỊ

Định giá

Chúng tôi tiến hành việc định giá lần đầu cho PDN với mức giá mục tiêu là 35.500 đồng/cổ phần, dựa trên việc kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền và bội số.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng mô hình FCFE dựa trên dự phóng tình hình tài chính của PDN trong tương lai. Các giả định đầu vào được sử dụng bao gồm Chi phí vốn chủ sở hữu 20,4%, tốc độ tăng trưởng bền vững ở mức 3%. Các giả định khác như được trình bày ở bảng dưới đây:

Các chỉ tiêu đầu vào	
Lãi suất phi rủi ro	11,3%
Mức bù rủi ro thị trường	12,0%
Beta	0,76
Chi phí vốn chủ sở hữu	20,4%
Tỷ lệ tăng trưởng bền vững	3,0%

Nguồn: BVSC ước tính, Bloomberg

Kết quả định giá FCFE (đơn vị: VND)	
Giá trị tới hạn	495.584.650.314
Hiện giá của giá trị tới hạn	195.563.305.850
Hiện giá dòng tiền	174.390.941.858
Tiền mặt	54.310.051.382
Giá trị vốn cổ phần	424.264.299.090
Lượng cổ phiếu đang lưu hành	8.231.998
Giá cổ phần	51.538

Độ nhạy	Tỷ lệ chiết khấu WACC				
	18%	19%	20%	21%	22%
Tăng trưởng bền vững					
1,5%	51.884	50.540	49.338	48.257	47.279
2,0%	52.739	51.308	50.032	48.887	47.855
2,5%	53.648	52.121	50.764	49.551	48.459
3,0%	54.616	52.984	51.538	50.250	49.094
3,5%	55.649	53.900	52.358	50.988	49.763
4,0%	56.753	54.876	53.228	51.769	50.468
4,5%	57.937	55.918	54.153	52.596	51.213

Nguồn: Báo cáo tài chính doanh nghiệp, BVSC ước tính

Phương pháp bội số

Chúng tôi sử dụng dữ liệu của các công ty thuộc lĩnh vực khai thác cảng để tính các chỉ số P/E và P/B trung bình ngành. Dựa trên EPS và BPS dự phóng cho năm 2012 lần lượt là 3.636 đồng/CP và 21.522 đồng/CP, chúng tôi xác định được mức giá theo P/E và P/B lần lượt là 14.326 đồng/CP và 24.291 đồng/CP.

Doanh nghiệp	Mã	Giá (17/10)	Vốn hóa	P/E 2012E	P/B 2012E
CTCP đầu tư và phát triển cảng Đình Vũ	DVP	36.200	724	4,6	1,9
CTCP Đại lý giao nhận vận tải xếp dỡ Tân Cảng	TCL	17.300	362	4,2	1,0
CTCP cảng Đoạn Xá	DXP	29.800	235	3,5	1,4
CTCP Gemadept	GMD	23.400	2.340	-	0,6
CTCP cảng rau quả	VGP	13.000	105	3,7	0,7
CTCP tập đoàn container Việt Nam	VSC	30.000	712	3,7	1,2
Trung bình				3,9	1,1

Kết quả định giá tổng hợp

Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
- FCFE	51.538	50,0%	25.800
- P/E	14.326	25,0%	3.600
- P/B	24.291	25,0%	6.100
Giá mục tiêu		100,0%	35.500

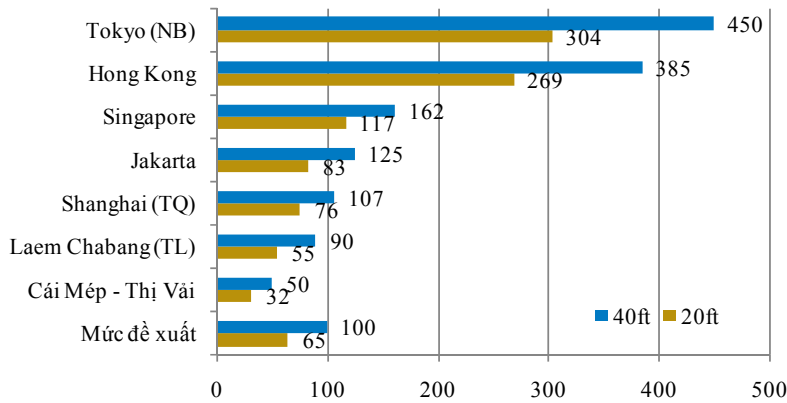
Mức giá theo phương pháp bội số khá thấp so với phương pháp chiết khấu dòng tiền. Đặc trưng của ngành cảng hiện nay đều được giao dịch ở mức P/E và P/B ổn định quanh 4,0x và 1,0x, dù các chỉ số tài chính của các doanh nghiệp trong ngành khá tốt. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư khá e dè về khả năng mở rộng hoạt động của các doanh nghiệp cảng trong tương lai. Tuy nhiên, đối với một doanh nghiệp đang mở rộng như PDN, chúng tôi tin rằng mức giá hợp lý 35.500 sẽ phản ánh được tiềm năng của doanh nghiệp. So sánh với mức giá chào sàn 29.000 đồng/CP, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu PDN cho kỳ hạn đầu tư 12 tháng, tương đương mức chênh lệch 22%.

Các rủi ro chính

Rủi ro kinh doanh. Dù đã ký hợp đồng với Vinacomin về việc sử dụng cảng Gò Dầu cho xuất khẩu boxit, nhưng những tranh luận về tuyến đường mà đoàn xe đi qua có thể làm chậm trễ việc xuất khẩu này và ảnh hưởng đến sản lượng hàng tổng hợp của PDN. Các tuyến đường dự kiến đoàn xe đi qua đều bị xuống cấp và không chịu được tải trọng lên đến 40 tấn/xe. Các giải pháp đưa ra bao gồm giảm tải trọng xe hàng hoặc nâng cấp đường xá đều khiến cho hiệu quả của dự án boxit giảm sút đi đáng kể. Do đó, đây là bài toán khó cần được các bên liên quan (Vinacomin, UBND tỉnh Lâm Đồng và Đồng Nai) cùng nhau giải quyết.

Mặt bằng giá cước thấp cũng ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của công ty. Hiện nay, một số cảng nước sâu tại khu vực Cái Mép – Thị Vải đã hạ giá dịch vụ xuống chỉ còn 32USD/TEU chuẩn 20 ft và chỉ 50\$ cho container 40 ft. So với chi phí tối thiểu 65USD/TEU thì các cảng này đang lỗ. Nếu không có sự điều chỉnh kịp thời, có thể ảnh hưởng tiêu cực đến các đơn vị cảng trung chuyển như PDN. Hiệp hội cảng biển Việt Nam đang có đề xuất áp mức giá sàn làm hàng container tại khu vực này ở mức 65\$/TEU loại 20ft và 100\$/TEU loại 40ft.

Mức cước làm hàng container tại một số cảng ở Cái Mép quá thấp



Nguồn: Hiệp hội cảng biển Việt Nam

Tính thanh khoản của cổ phiếu khi niêm yết. Đối với PDN, khoảng 80% cổ phần thuộc sở hữu nhà đầu tư tổ chức. Khoảng 20% còn lại được nắm giữ chủ yếu bởi cổ đông nội bộ, nhưng người có liên quan và cán bộ công nhân viên. Lượng cổ phiếu có thể tự do giao dịch ước tính dưới 10% lượng cổ phiếu niêm yết, khá ít đối với một công ty đại chúng.

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

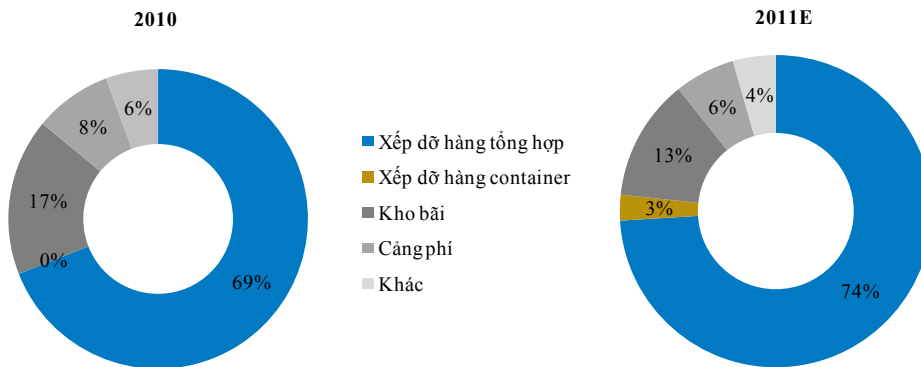
Công ty Cổ phần Cảng Đồng Nai (PDN) tiền thân là doanh nghiệp nhà nước và được cổ phần hóa vào năm 2006 với vốn điều lệ ban đầu là 49 tỷ đồng. Qua 2 lần tăng vốn, hiện tại vốn điều lệ của PDN là 82 tỷ. Công ty dự kiến tiếp tục tăng vốn điều lệ lên 120 tỷ trong năm 2012 từ nguồn vốn thặng dư phát hành. Mục đích là đáp ứng yêu cầu vốn điều lệ của HSX.

PDN hiện có 2 công ty liên kết là Công ty cổ phần Cảng Long Thành và Công ty cổ phần dịch vụ hàng hải Đồng Nai. Đây là những đơn vị có thể chia sẻ nguồn hàng với PDN trong trường hợp hàng hóa qua các cảng bị quá tải.

Cơ cấu cổ đông bao gồm 13 tổ chức, trong đó Tổng công ty phát triển KCN – Sonadezi (51%) và SSI (14%) là những cổ đông lớn nhất.

Hoạt động kinh doanh chính là khai thác cảng, bao gồm dịch vụ xếp dỡ, kho bãi, cảng phí và các dịch vụ khác, trong đó doanh thu từ hoạt động xếp dỡ hàng tổng hợp là chủ đạo. Trong Q4/2011, công ty đã đưa vào hoạt động cảng container được chuyển đổi từ cảng tổng hợp trước đây. Hiện tại, công ty đã có một hợp đồng dài hạn với sản lượng 1.400 TEU/tuần đã được ký kết.

Cơ cấu doanh thu của PDN 2010 và dự kiến 2011 theo mặt hàng kinh doanh

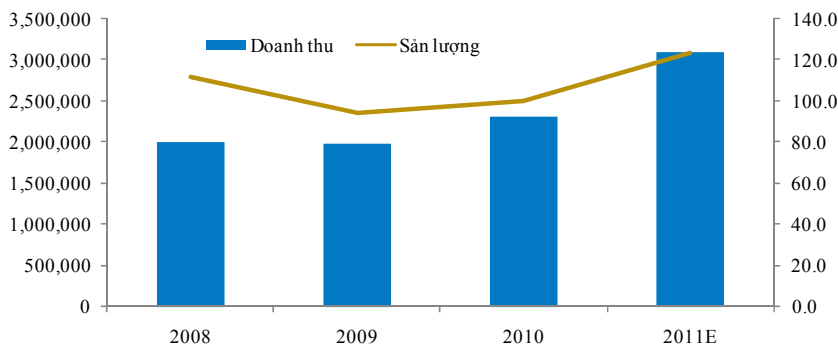


Nguồn: Báo cáo bạch niên yết

Trong 6 tháng đầu năm 2011, tổng sản lượng xếp dỡ toàn công ty đạt trên 1,4 triệu tấn, bằng 57% so với 2010. Sản lượng xếp dỡ dự kiến năm 2011 có thể đạt trên 3 triệu tấn hàng hóa, trong đó có gần 120 nghìn tấn là hàng container.

Doanh thu và lợi nhuận ròng 8 tháng đầu năm đạt 79 tỷ và 23 tỷ, tăng lần lượt 41% và 15% so với cùng kỳ năm 2010. Kết quả này tương đương với khoảng 67% so với ước tính lợi nhuận cả năm của chúng tôi.

Doanh thu và sản lượng hàng hóa qua các năm



Nguồn: Báo cáo bạch niên yết, BVSC ước tính

Hệ thống cảng. Công ty đang sở hữu 03 cảng, với 9 cầu cảng và 1 bến xà lan. Các cảng đều nằm khá sâu trong nội địa thuộc lưu vực sông Đồng Nai và Thị Vải, nhưng lại ở trong khu vực tứ giác kinh tế năng động Đồng Nai – Bình Dương – Vũng Tàu – Tp.HCM, nên có nhiều thuận lợi về nguồn hàng. Từ chỗ chỉ đáp ứng được 3.000 DWT năm 1995, đến nay các cảng của PDN có thể tiếp nhận cỡ tàu lên đến 15.000 DWT và dự kiến sẽ tăng lên 30.000 DWT sau khi hoàn tất mở rộng cảng Gò Dầu B.

Cảng Gò Dầu A & B đóng góp doanh thu chủ đạo cho PDN, với tỷ trọng khoảng 80%, cảng Long Bình Tân chỉ chiếm khoảng 20% doanh thu. Từ năm 2010, Cảng Long Bình Tân đã được đầu tư chuyển đổi một phần thành cảng container. Đây là cảng trung chuyển, có khả năng đưa hàng từ nội địa đến các cảng nước ven biển với chi phí tiết kiệm hơn đường bộ. Hiện cảng này có 4 cầu cảng với tổng chiều dài 260 mét (50% cho cảng container). Bãi chứa container có rộng 5,6ha, có sức chứa 2.000 TEU container hàng và 3.000 TEU container rỗng. Công suất xếp dỡ tối đa lên đến 200.000 TEU/năm. Đầu tháng 10 vừa qua, công ty đã khánh thành đường dẫn từ cầu Đồng Nai vào cảng và chính thức đưa cảng container vào hoạt động, mở ra một lĩnh vực kinh doanh mới cho công ty.

Thông tin các cảng của PDN

Cảng	Long Bình Tân	Gò Dầu A	Gò Dầu B
Vị trí	Sông Đồng Nai	Sông Thị Vải	Sông Thị Vải
Luồng vào cảng	dài 100 km, độ sâu luồng 4 m, chế độ thủy triều: bán nhật triều không đều, chênh lệch bình quân 3,0 m, mớn nước cao nhất cho tàu vào 6,2 m.	dài 35km, độ sâu luồng 7,2 m, chế độ thủy triều: bán nhật triều không đều, chênh lệch bình quân 4,6 m, mớn nước cao nhất cho tàu vào 11,1m.	dài: 35km, độ sâu luồng: 7,2 m, chế độ thủy triều: bán nhật triều không đều, chênh lệch bình quân: 4,6 m, mớn nước cao nhất cho tàu vào 13,5 m.
Số lượng cầu cảng	3 cầu cảng	3 cầu cảng	3 cầu cảng
Cỡ tàu tiếp nhận	5.000 DWT	10.000 DWT	15.000 DWT
Thông tin đầu tư	Đầu tư chuyển đổi một phần thành cảng container. Tiếp tục đầu tư mở rộng bãi chứa container hàng và container rỗng		Công ty đang tiến hành đền bù 15,7 ha ở cảng Gò Dầu B, từng bước đầu tư hoàn chỉnh cảng Gò Dầu B cho tàu 30.000 DWT phục vụ hàng thiết bị nặng và than, bột aluminum.

Nguồn: Bản cáo bạch niêm yết

Đối thủ cạnh tranh. Hiện nay, trên địa bàn tỉnh Đồng Nai và Bình Dương có khoảng 16 cảng lớn nhỏ, trong đó, Cảng Bình Dương, Cảng Long Bình và Cảng Phú Mỹ là 3 đối thủ cạnh tranh trực tiếp của Cảng Đồng Nai.



XÁC NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Nguyễn Lê Ngọc Khoa**, xác nhận rằng tất cả các quan điểm thể hiện trong báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân về doanh nghiệp mục tiêu hoặc các doanh nghiệp và chứng khoán của các doanh nghiệp đó. Tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của tôi đã, đang và sẽ liên quan đến một cách trực tiếp hoặc gián tiếp các khuyến nghị hoặc quan điểm được thể hiện trong báo cáo này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này không được thực hiện theo yêu cầu của bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận trong báo cáo này như một nguồn tham khảo trước khi thực hiện quyết định đầu tư của mình. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến 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.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) 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 và phân tích trong báo cáo có thể được thay đổi mà không cần thông báo.

Báo cáo này là tài sản của BVSC và được bảo vệ bản quyền. Bất kỳ hành vi sao chép, thay đổi, in ấn mà không có sự cho phép của BVSC đều là bất hợp pháp. BVSC giữ bản quyền của báo cáo này.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Trụ sở chính:

Số 8, Lê Thái Tổ,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (844) 3 928 8080
Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh TP.HCM

Tòa nhà Bảo Việt, Lầu 8, 233 Đồng Khởi,
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Điện thoại: (848) 3 914 6888
Fax: (848) 3 914 7999