

NGÀNH LOGISTIC

**KHÓ KHĂN NGẮN HẠN,
HƯỞNG LỢI DÀI HẠN**

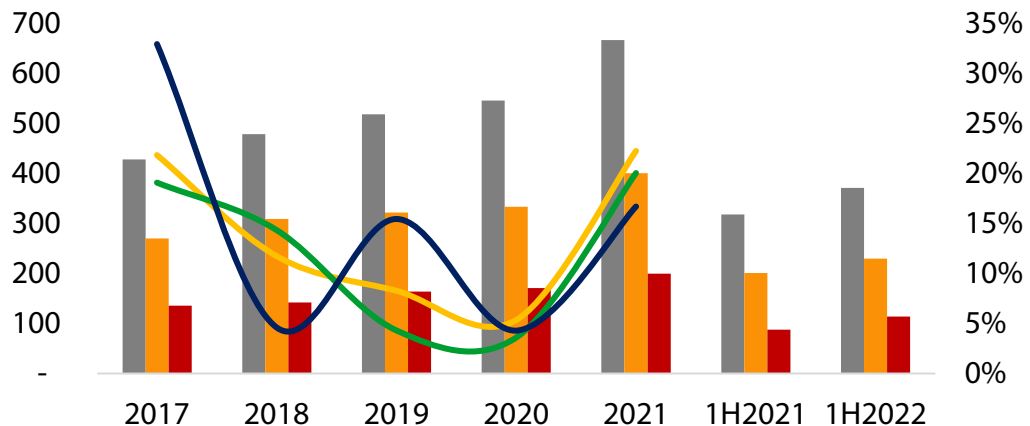


Nguyễn Ngọc Thảo – thao.nn@vdsc.com.vn



Hình 1: Giá trị xuất – nhập khẩu theo phương thức vận tải

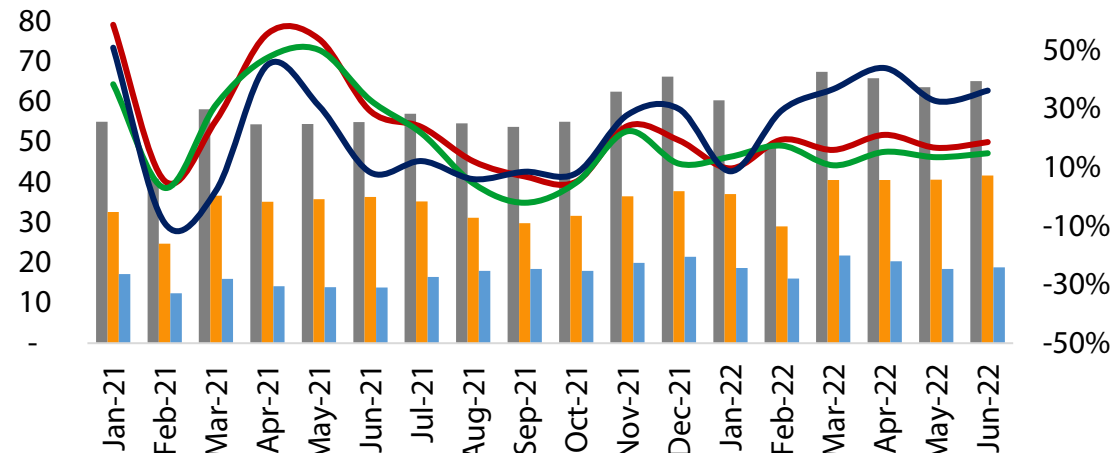
■ Tổng giá trị XNK (tỷ đô) ■ XNK đường biển (tỷ đô)
■ XNK đường hàng không (tỷ đô) ■ % tổng giá trị XNK
— % XNK đường biển — % XNK đường hàng không



Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá trị xuất – nhập khẩu hàng tháng (Tỷ USD)

■ Tổng giá trị XNK (tỷ đô) ■ XNK đường biển (tỷ đô)
■ XNK đường hàng không (tỷ đô) — % tổng giá trị XNK
— % XNK đường biển — % XNK đường hàng không

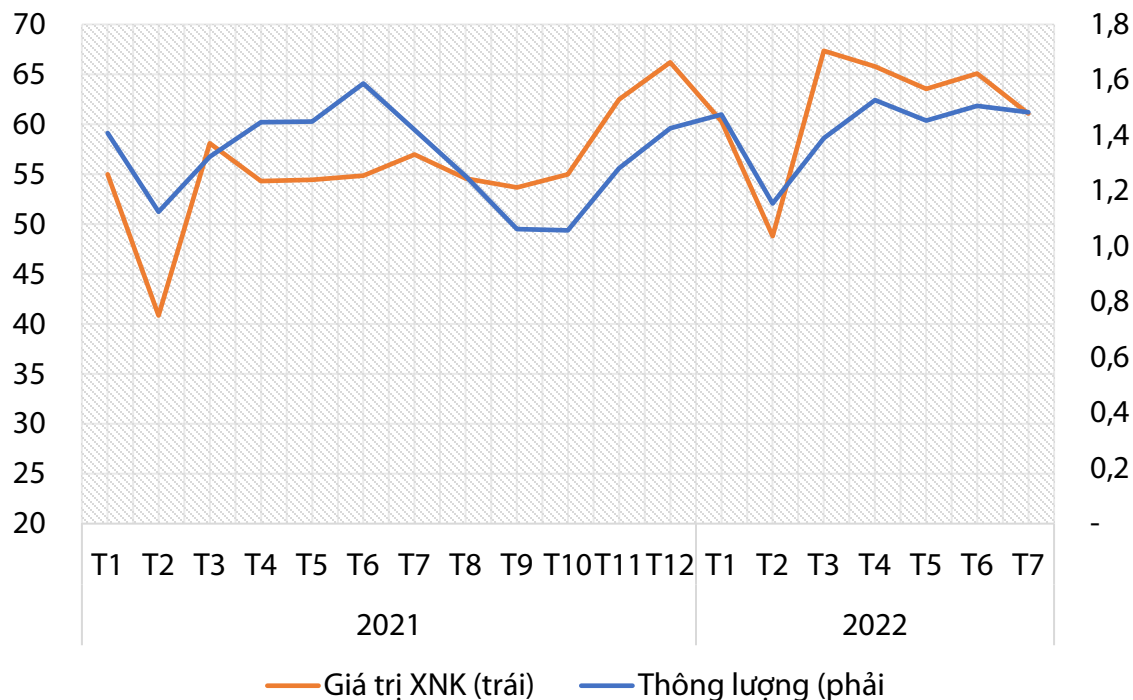


Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Tổng giá trị xuất – nhập khẩu tăng 17% 1H2022 và hoạt động giao thương đường hàng không đóng vai trò dẫn dắt.

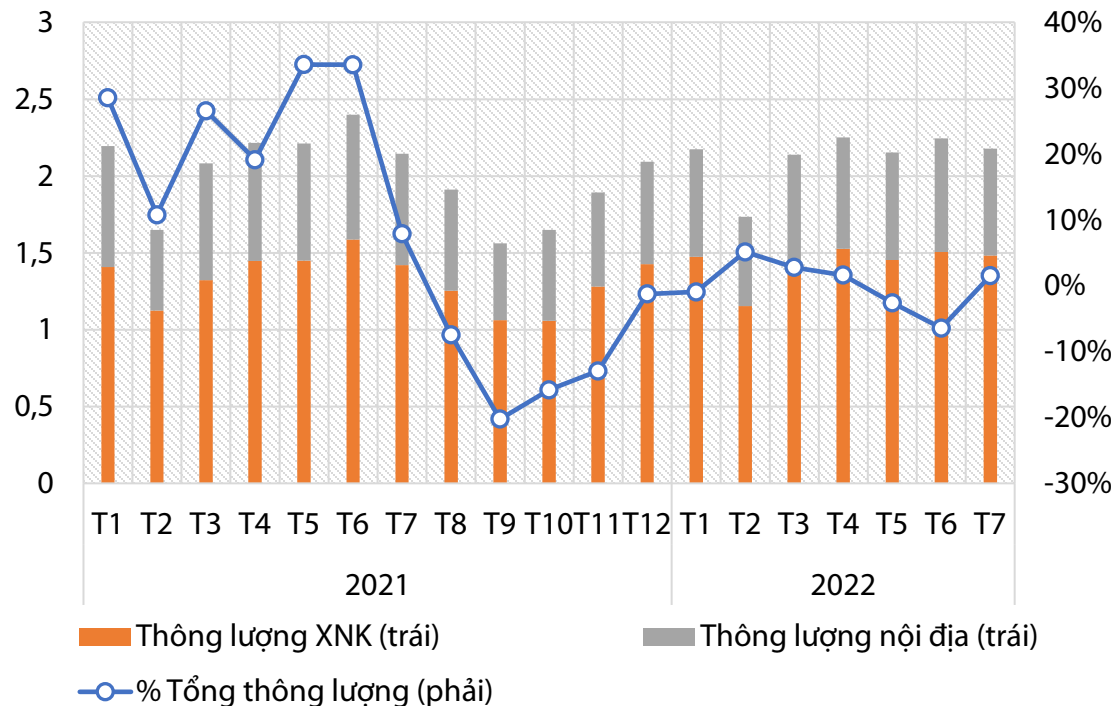
- Năm 2021, tổng giá trị xuất nhập khẩu tăng 22% bất kể việc giãn cách xã hội trong quý 3/2021. Tổng giá trị xuất nhập khẩu tăng trưởng qua các tháng kể từ đáy đại dịch (Tháng 11/2021).
- Tổng giá trị giao thương đường hàng không tăng mạnh hơn so với nhóm đường biển. Tổng khối lượng giao dịch trong 1H2022 đạt 371 tỷ USD, trong đó giá trị vận tải đường biển chiếm 62% (229 tỷ USD) tổng giá trị và còn lại là vận tải hàng không (142 tỷ USD).
- Tổng giá trị xuất nhập khẩu qua các tháng tăng đều với tốc độ tăng từ 10% đến 20%. Kể từ khi lạm phát toàn cầu lần đầu tiên xuất hiện vào tháng 5/2022, tổng giá trị XNK phần nào đã giảm 3% MoM, chủ yếu là do giá trị qua đường hàng không giảm 10%.

Hình 3: Giá trị XNK (tỷ USD) và thông lượng (triệu TEU)



Nguồn: Vinamarines, Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Thông lượng hàng tháng của các cảng biển (triệu TEU)

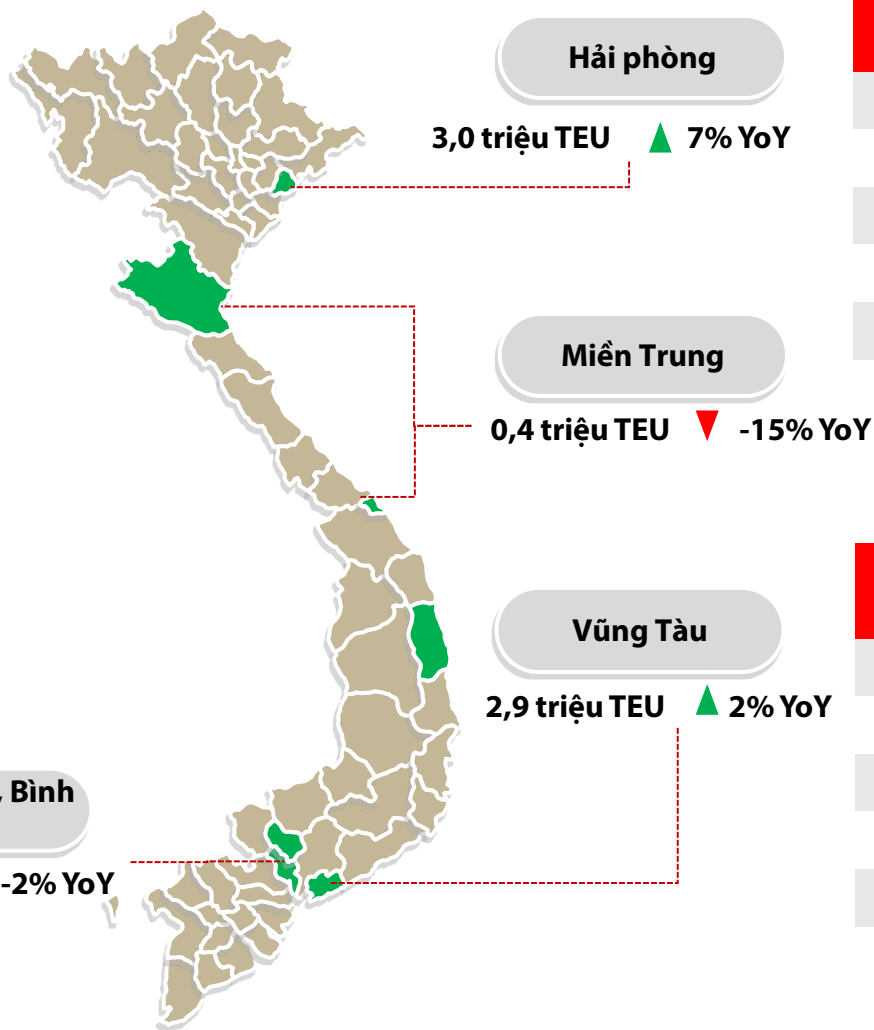


Nguồn: Vinamarines, Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

Mặc dù giá trị XNK tăng 17% YoY, nhưng sản lượng hàng hóa đường biển của quốc gia vẫn không thay đổi trong 6T2022 so với cùng kỳ, cho thấy sự gia tăng về giá. Cụ thể, cụm cảng Hải Phòng và Vũng Tàu duy trì mức tăng trưởng phần nào (7% và 2% YoY) so với mức giảm của khu vực trung tâm và TP HCM (-15% và 2% YoY).

Hình 5: Thông lượng trong các cụm cảng chính trong 1H2022

- Trong 1H2022, khu vực Hải Phòng đứng đầu Việt Nam (7%) về tốc độ tăng trưởng. Tiếp theo là khu vực Vũng Tàu (2%).
- Trong lịch sử, khu vực Vũng Tàu luôn sở hữu tốc độ tăng trưởng cao nhất. Trong quý 1/2022, sản lượng hàng hóa thông qua đường biển tăng 11% YoY trong khi giảm 5% trong quý 2/2022.
- Vũng Tàu là cảng chính trên các tuyến đường dài xuyên Thái Bình Dương từ Đông sang Tây. Do đó, lạm phát tăng cao ở Hoa Kỳ và EU, dẫn đến lượng hàng hóa thông qua giảm ở các khu vực như vậy kể từ tháng 5, -2% và -12% MoM trong tháng 5 và tháng 6.



Cảng	Sản lượng ('000 TEU)	YoY %	TP
Cát Lái	2.824	-2%	65%
ITC – Phú Hữu	284	-15%	7%
VICT	264	-5%	6%
Đồng Nai	261	6%	6%
Bình Dương	226	16%	5%

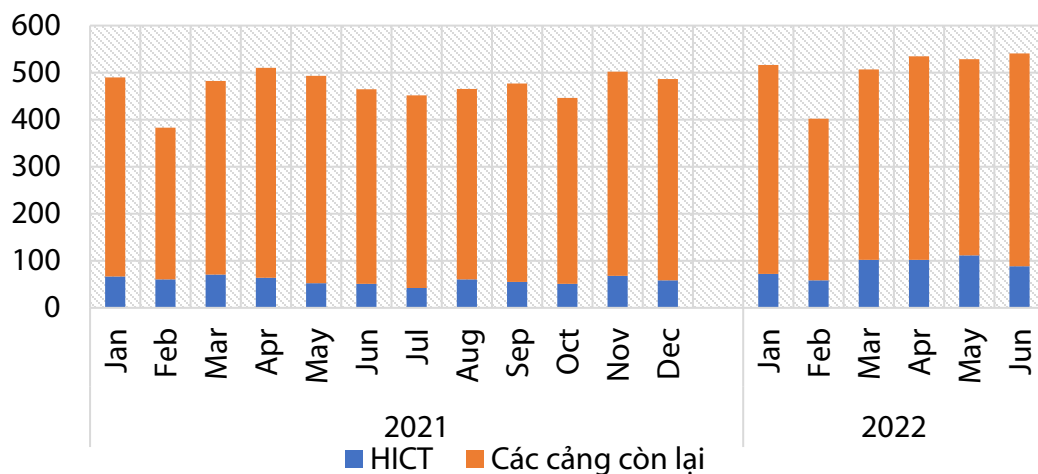
HCM, Đồng Nai, Bình Dương
4,3 triệu TEU ▼ -2% YoY

Cảng	Sản lượng ('000 TEU)	YoY %	TP
HICT	533	47%	18%
Tân Vũ	532	-1%	18%
Vip green	333	12%	11%
Đình Vũ	306	1%	10%
NHDV	268	-1%	9%

Cảng	Sản lượng ('000 TEU)	YoY %	TP
TCIT	1,086	1%	37%
Gemalink	650	151%	25%
CMIT	470	-3%	16%
SSIT	382	-17%	13%
TCTT	255	-25%	9%

Nguồn: VPA, Vinamarine, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Khối lượng tại khu vực Hải Phòng ('000 TEU)



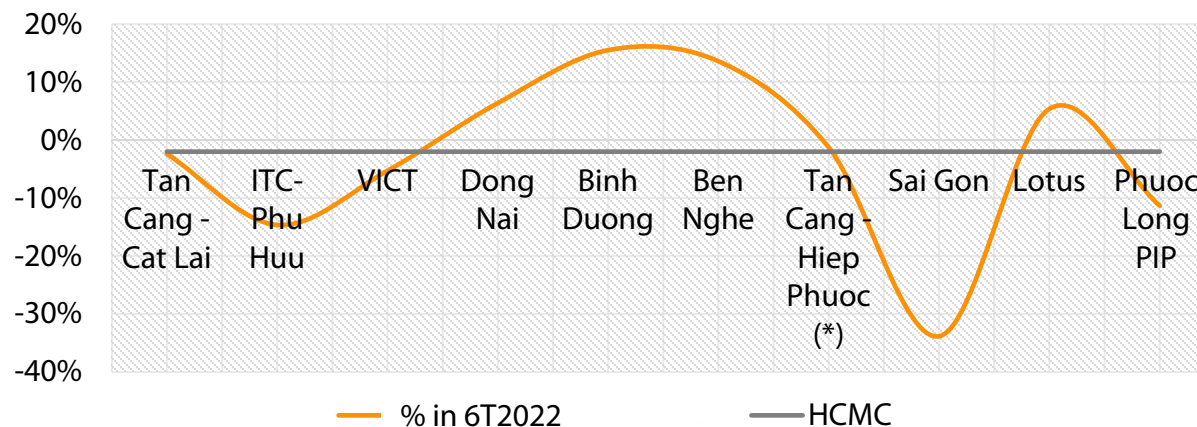
Nguồn: Vinamarines, CTCK Rồng Việt

Về khu vực Hải Phòng, HICT đã phục hồi mạnh mẽ nhờ (1) Hoàn thành nạo vét (2) Gia tăng thêm hai tuyến dịch vụ mới trong năm 2022. Trong 1H2022, HICT tăng 47% YoY, chiếm thị phần từ cảng Tân Vũ, Đình Vũ, NHDV và NDV.

Về khu vực Vũng Tàu, Gemalink nổi bật so với các công ty khác. Không tính số lượng sà lan, sản lượng hàng hóa đã tăng 150% YoY trong khi các dịch vụ khác có xu hướng đảo chiều.

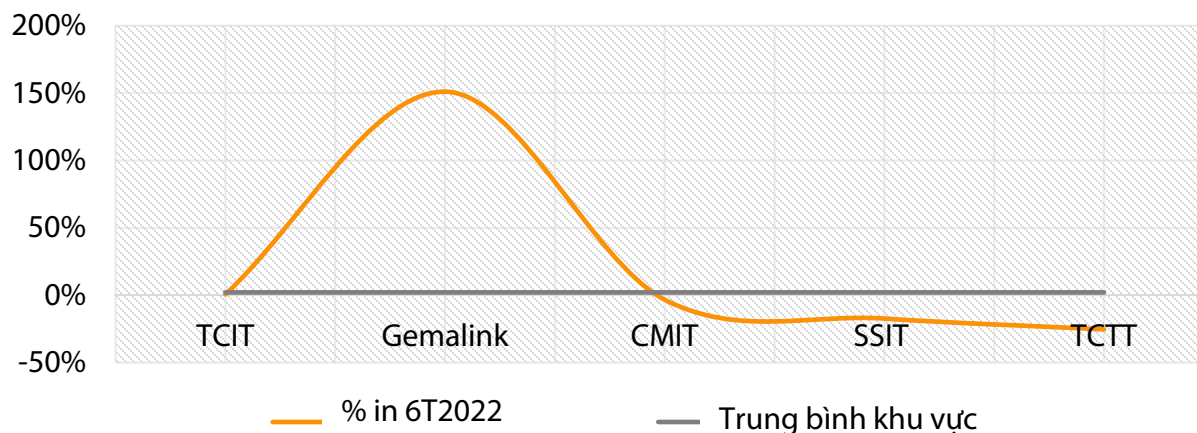
Sản lượng hàng hóa của Bình Dương và Đồng Nai tăng trưởng thuận lợi nhờ hệ sinh thái khu vực Cái Mép Thị vải trong khi các tỉnh khác ở TP.HCM giảm.

Hình 7: Thay đổi trong 1H2022 tại khu vực TP.HCM



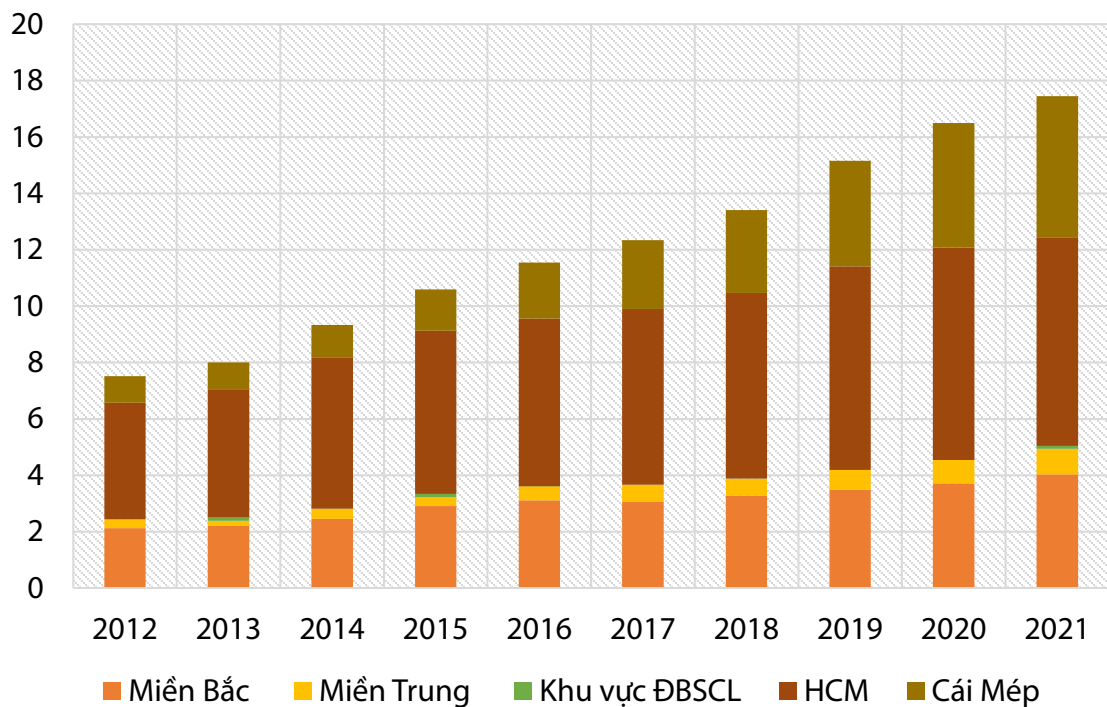
Nguồn: Vinamarines, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Diễn biến trong 1H2022 tại khu vực Vũng Tàu



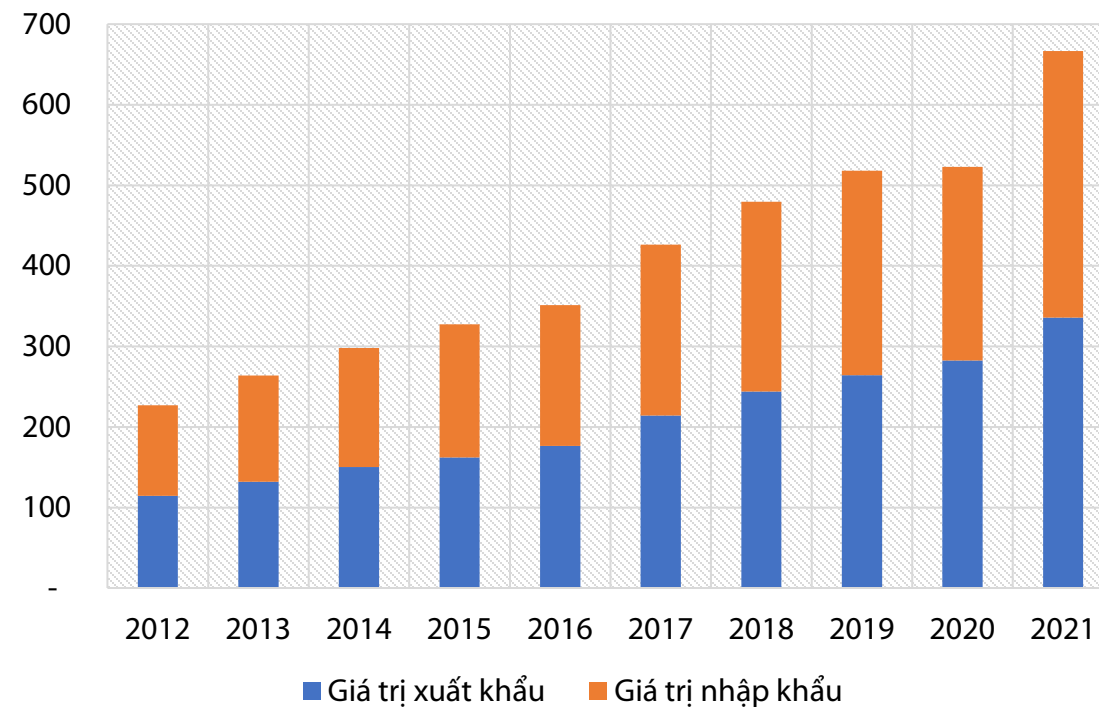
Nguồn: Vinamarines, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Thông lượng theo khu vực (triệu TEU)



Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt, xin lưu ý rằng con số này chỉ thể hiện VPA

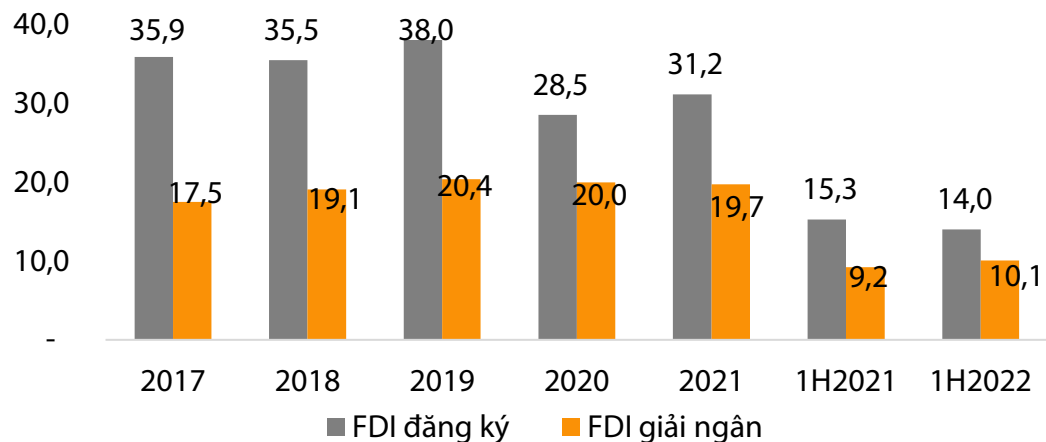
Hình 10: Giá trị giao dịch hàng hóa đường biển (tỷ USD)



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

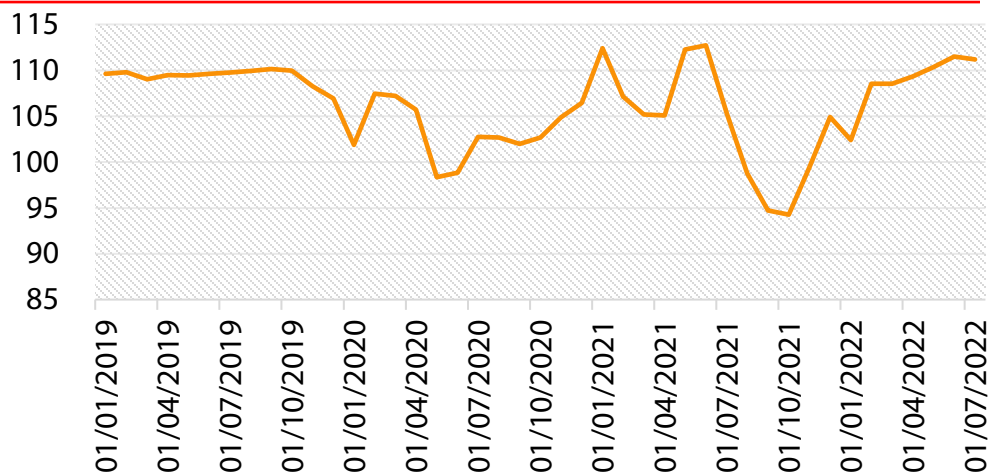
- Mặc dù chính sách phong tỏa nghiêm ngặt vào năm 2021, giá trị giao dịch hàng hóa và sản lượng container đường biển vẫn có xu hướng tăng trưởng tương ứng khoảng 27% và 5% YoY.
- Vì Việt Nam là một nền kinh tế mở, trong ngắn hạn có thể tạm thời bị ảnh hưởng bởi mức lạm phát cao ở Hoa Kỳ và EU (các đối tác thương mại lớn của Việt Nam). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vấn đề này là trở thành rủi ro ngắn hạn trừ khi suy thoái kéo dài hơn một năm.
- Về dài hạn, ngành cảng biển vẫn có triển vọng tươi sáng nhờ (1) Dòng vốn FDI mạnh; (2) Kinh tế Việt Nam mở cửa trở lại; (3) Xu hướng chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam.

Hình 11: Vốn FDI đăng ký và giải ngân tại Việt Nam (tỷ USD)



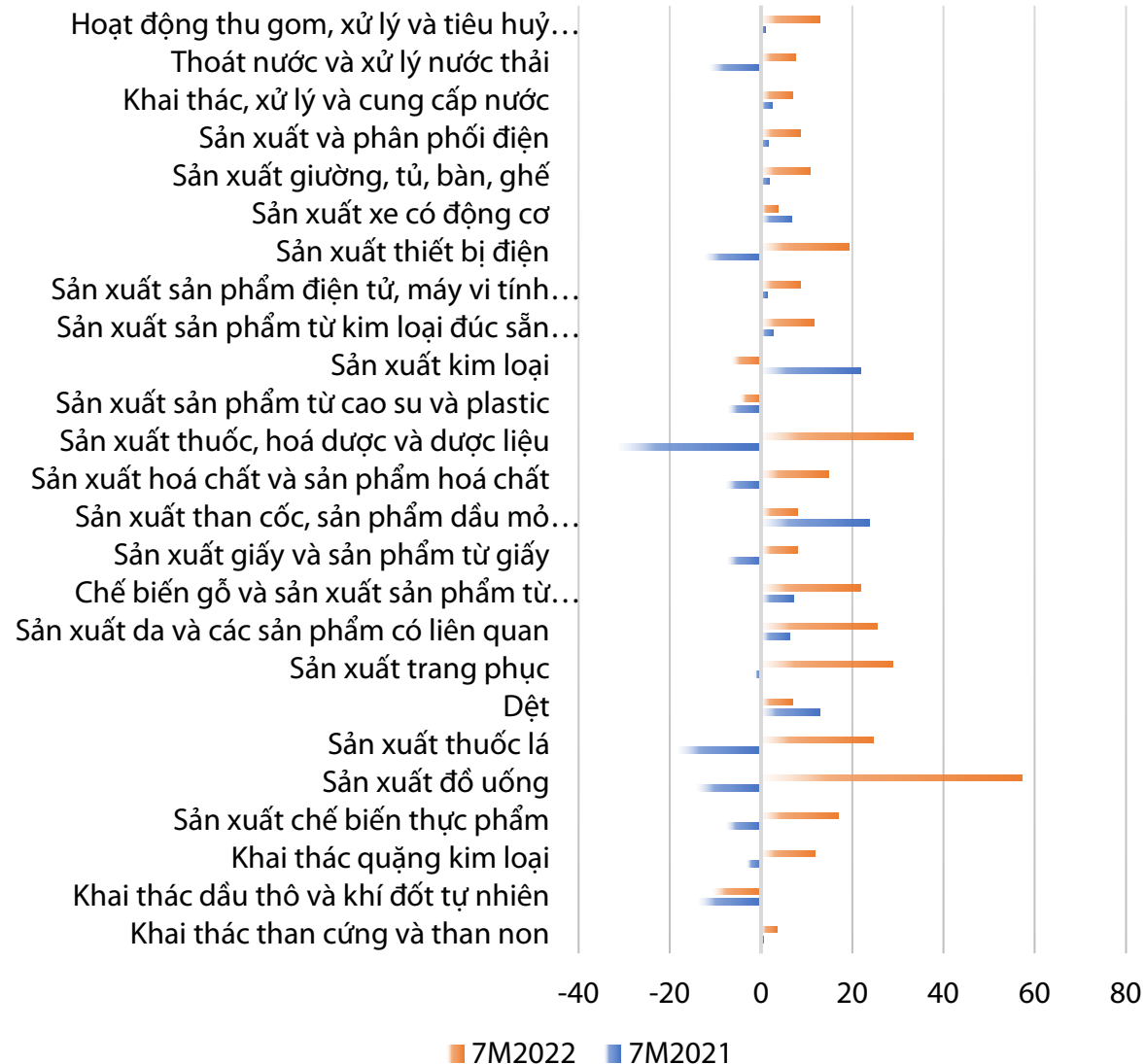
Nguồn: Fiiipro, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Chỉ số sản xuất công nghiệp của Việt Nam YoY



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

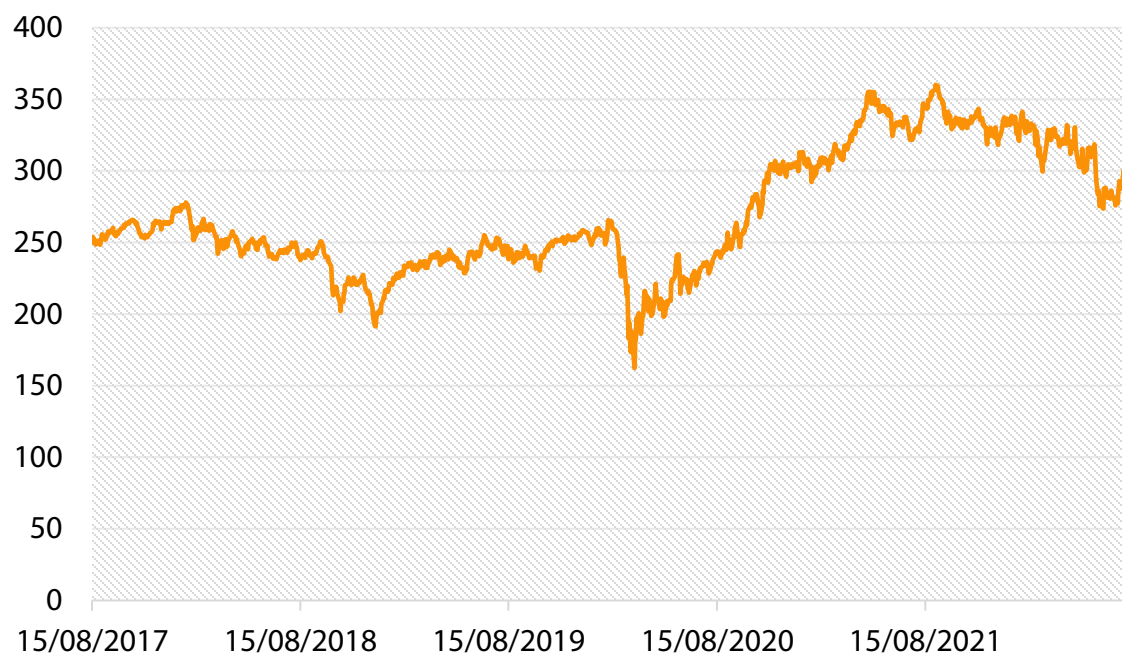
Hình 13: Cơ cấu tăng trưởng IIP từng ngành (% YoY)



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

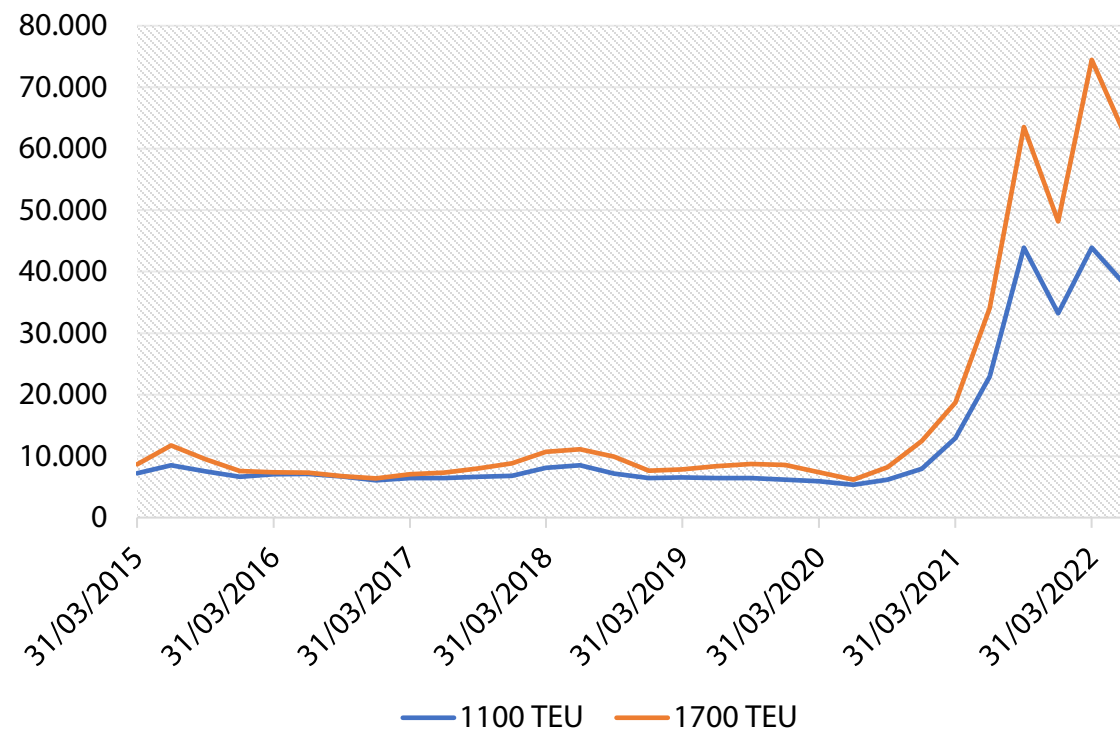
- Giá cước vận tải biển có phục hồi nhẹ trong những tháng đầu năm 2022, được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng vượt bậc của thương mại toàn cầu. Tuy nhiên, về lâu dài, các mức giá tàu biển này có thể sẽ điều chỉnh về mức hợp lý nhờ (1) Điểm nghẽn toàn cầu đã dần được tháo gỡ, (2) Giao dịch toàn cầu hạ nhiệt và (3) Nguồn cung tàu biển sẽ giảm bớt áp lực cầu.
- Trước xu hướng giảm giá cước, giá thuê tàu được dự báo sẽ giảm trong dài hạn sau khi phục hồi vào những tháng đầu năm 2022.

Hình 14: Chỉ số cước vận tải đường biển tổng hợp



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Cước thuê tàu theo loại tàu (USD)

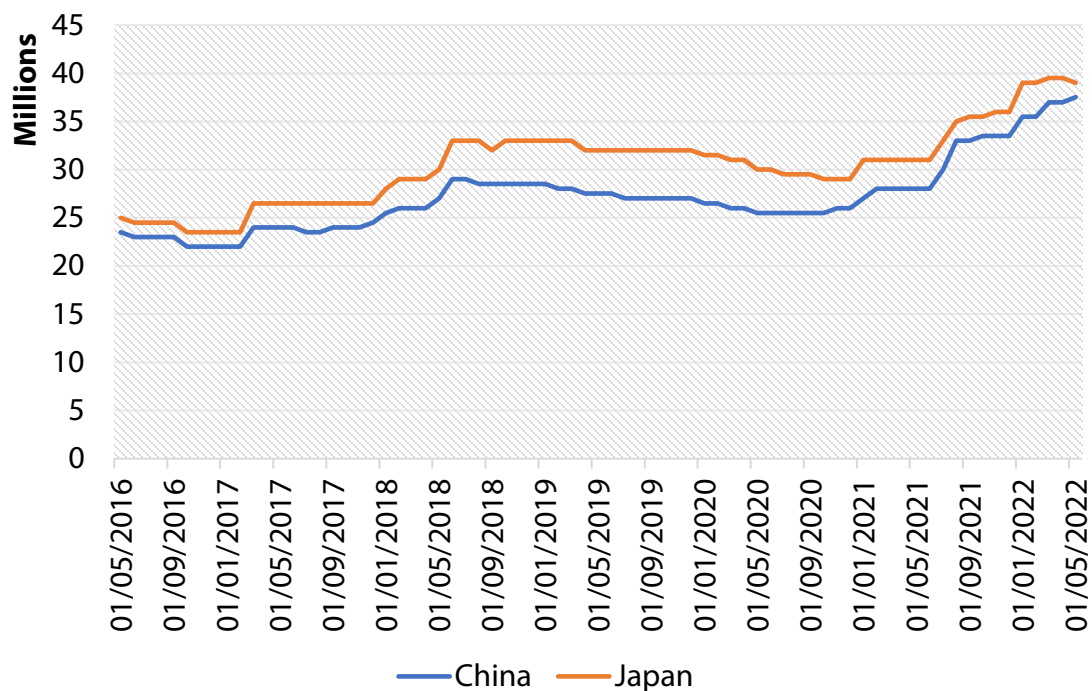


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Giá cước vận tải toàn cầu đã giảm từ mức đỉnh và có thể sẽ điều chỉnh trong thời gian dài. Tuy nhiên, nó vẫn sẽ ở mức cao so với trong lịch sử với lý do sau:

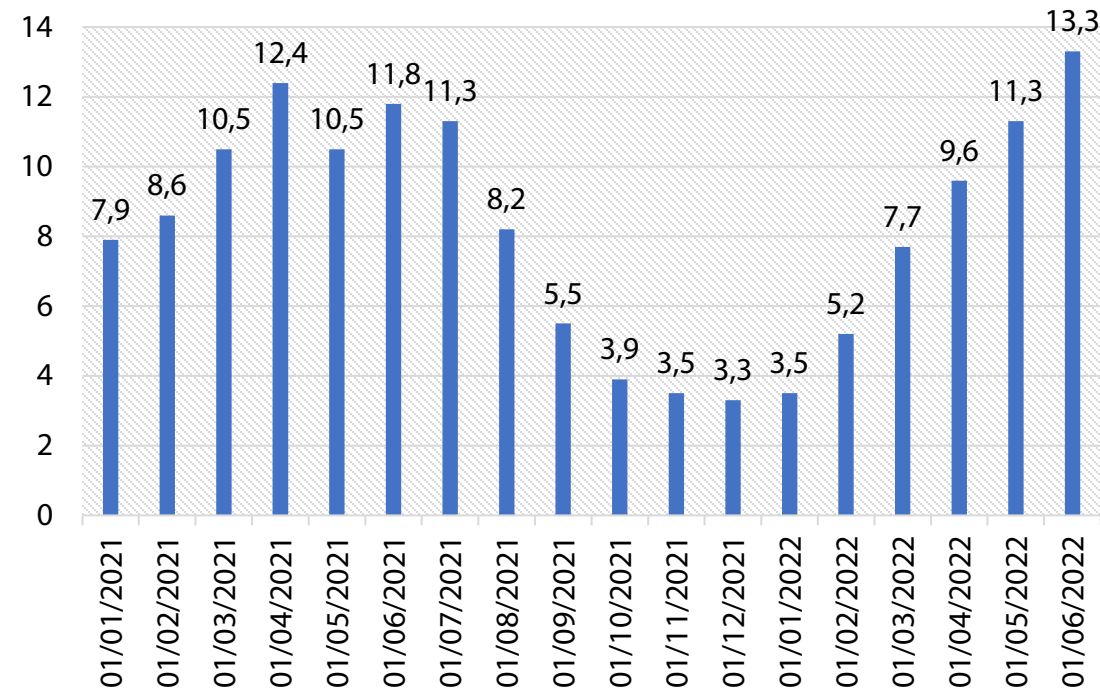
- (1) Thượng Hải dần trở lại bình thường, sản lượng của nhà máy ngày càng tăng và thông lượng sẽ tăng lên bắt đầu từ tháng 7
- (2) Tình trạng tắc nghẽn ở Bồ Tây Mỹ tiếp tục lập kỷ lục tăng cao.
- (3) Giá đầu tư tàu đã tăng dần hàng năm đồng nghĩa với việc giá cước vận tải sẽ duy trì ở mức cao.

Hình 16: Mức đầu tư tàu (USD)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

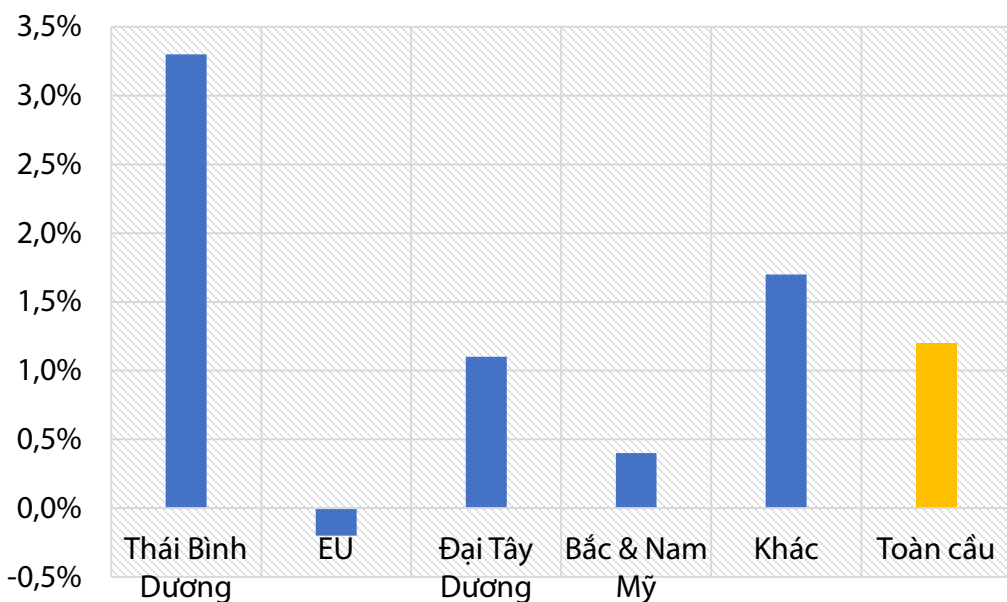
Hình 17: Thời gian neo tàu các cảng bờ Tây Mỹ



Nguồn: PMSA, CTCK Rồng Việt

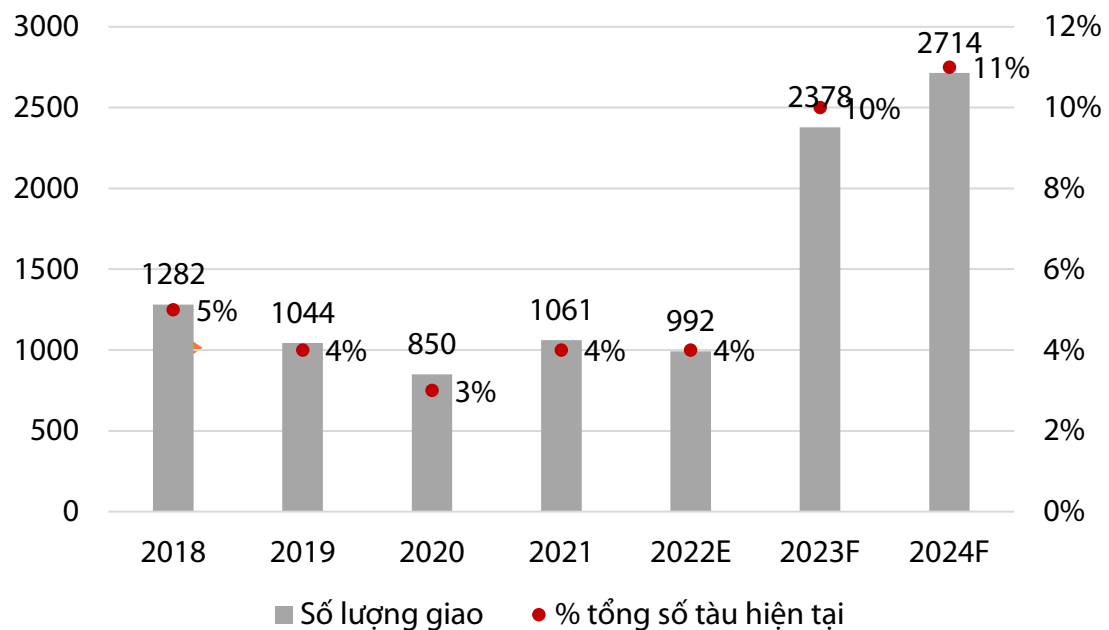
- Hiện tại, tình trạng tắc nghẽn tàu ở các cảng lớn và tình trạng thiếu hụt năng lượng ở Trung Quốc/Châu Âu đang đẩy giá vận chuyển hàng hóa lên cao (tàu vận chuyển dầu).
- Nhưng cung tàu sẽ nhanh chóng được giao vào 2023 và 2024 sẽ giúp cho cước vận tải biển hạ nhiệt nhờ vào cung cầu cân bằng.

Hình 18: Tăng trưởng sản lượng tàu container đầu năm so với năm 2018 (CAGR)



Nguồn: CTS, Thị trường DNB, CTCK Rồng Việt

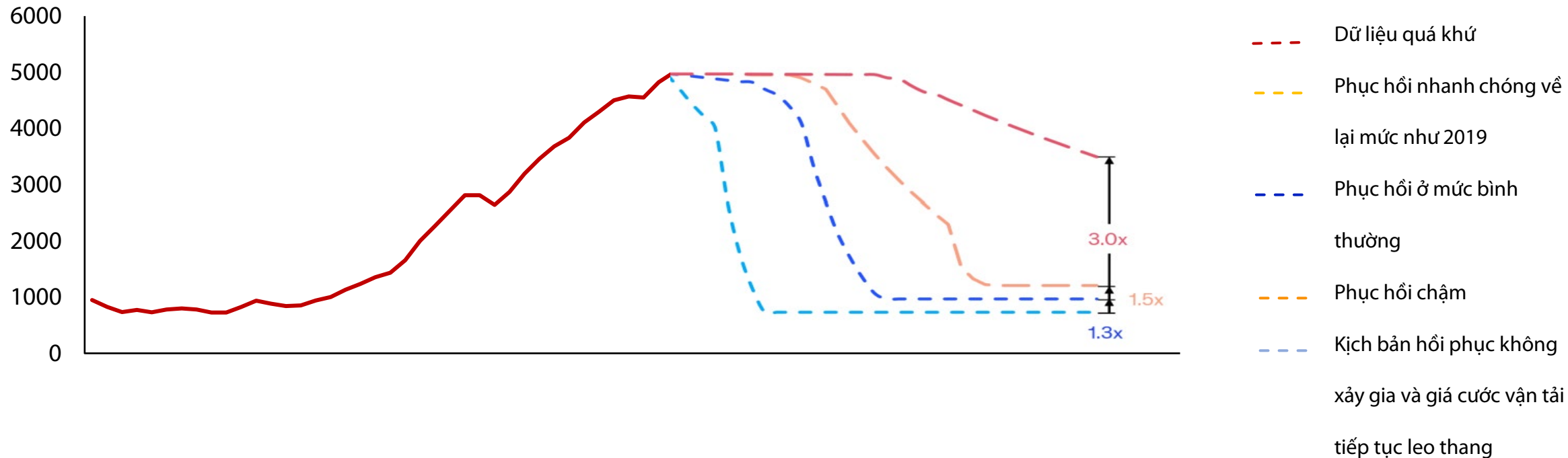
Hình 19: Số lượng giao theo tổng đơn đặt hàng mới toàn cầu ('000 TEU)



Nguồn: Clarksons, Thị trường DNB, CTCK Rồng Việt

- Theo dự báo của Clarkson và Mc Kinsey, giá vận chuyển container vẫn ở mức cao kỷ lục so với lịch sử trong suốt cả năm 2022. Xu hướng về nhu cầu container và công suất hậu cần đưa ra bốn kịch bản.
- Trong một kịch bản phục hồi nhanh chóng của thị trường, có thể làm giá cước vận tải biển điều chỉnh về mức 2019/2022.
- Tuy nhiên, trong trường hợp xấu nhất, tình huống hỗn loạn, tắc nghẽn và giá cước vận tải cao sẽ tiếp tục diễn ra trong Quý 3/2023.

Hình 20: Bốn kịch bản dự đoán diễn biến giá vận tải container đường biển



Nguồn: SIN Clarksons, Mc Kinsey

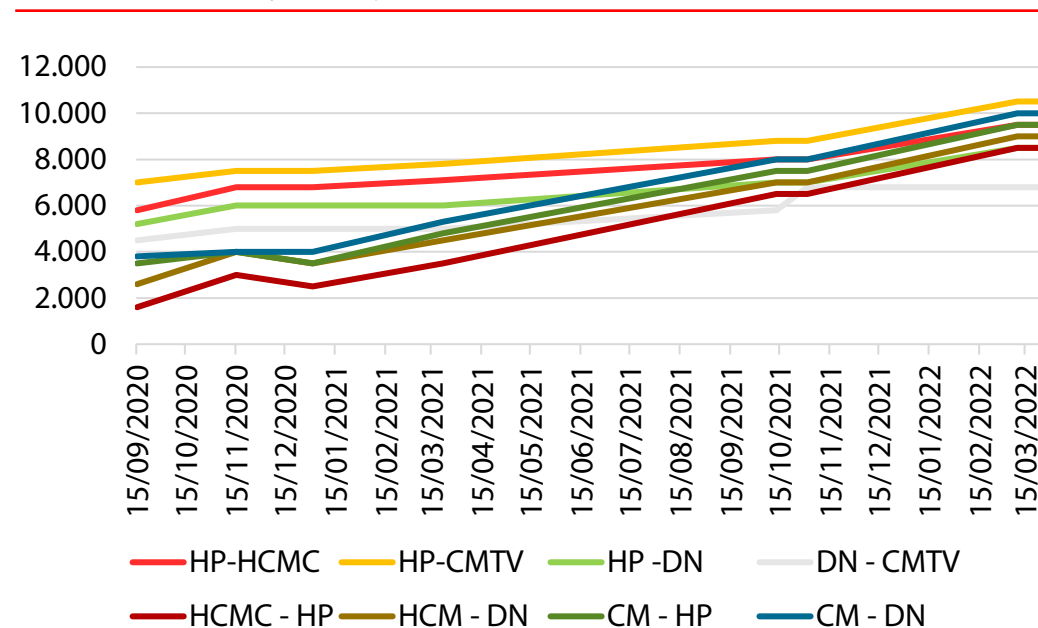
- Để hưởng lợi trong xu hướng giá thuê chuyển tăng vọt vào năm 2021, hầu hết các công ty vận tải biển đã chuyển hướng sang cho thuê tàu, dẫn đến mất cân đối cung - cầu và giá cước vận tải nội địa tăng bền vững từ trước đến nay.
- Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán rằng sẽ có ít hợp đồng thuê tàu toàn cầu được ký kết vì trong giai đoạn cước biển giảm, các doanh nghiệp đi thuê tàu sẽ thận trọng hơn khi thuê giá cố định, thay vì dung giá trên thị trường. Thông thường, các hợp đồng thuê tàu kéo dài một hoặc hai năm, do đó, chúng tôi thấy rằng sẽ có nhiều tàu kết thúc hợp đồng và quay trở lại các tuyến nội địa vào cuối quý 3/2022.
- Do đó, nguồn cung tàu của thị trường nội địa sẽ bớt căng thẳng hơn do một số tàu Việt Nam hiện đang cho thuê tại thị trường nước ngoài sẽ về đến VN vào năm 2022, khiến giá cước nội địa có xu hướng giảm.

Hình 21: Thời gian kết thúc hợp đồng cho thuê của tàu container Việt Nam



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt, Lưu ý: 1/4 * nghĩa là cứ 4 tàu thì có 1 tàu container cập cảng Việt Nam

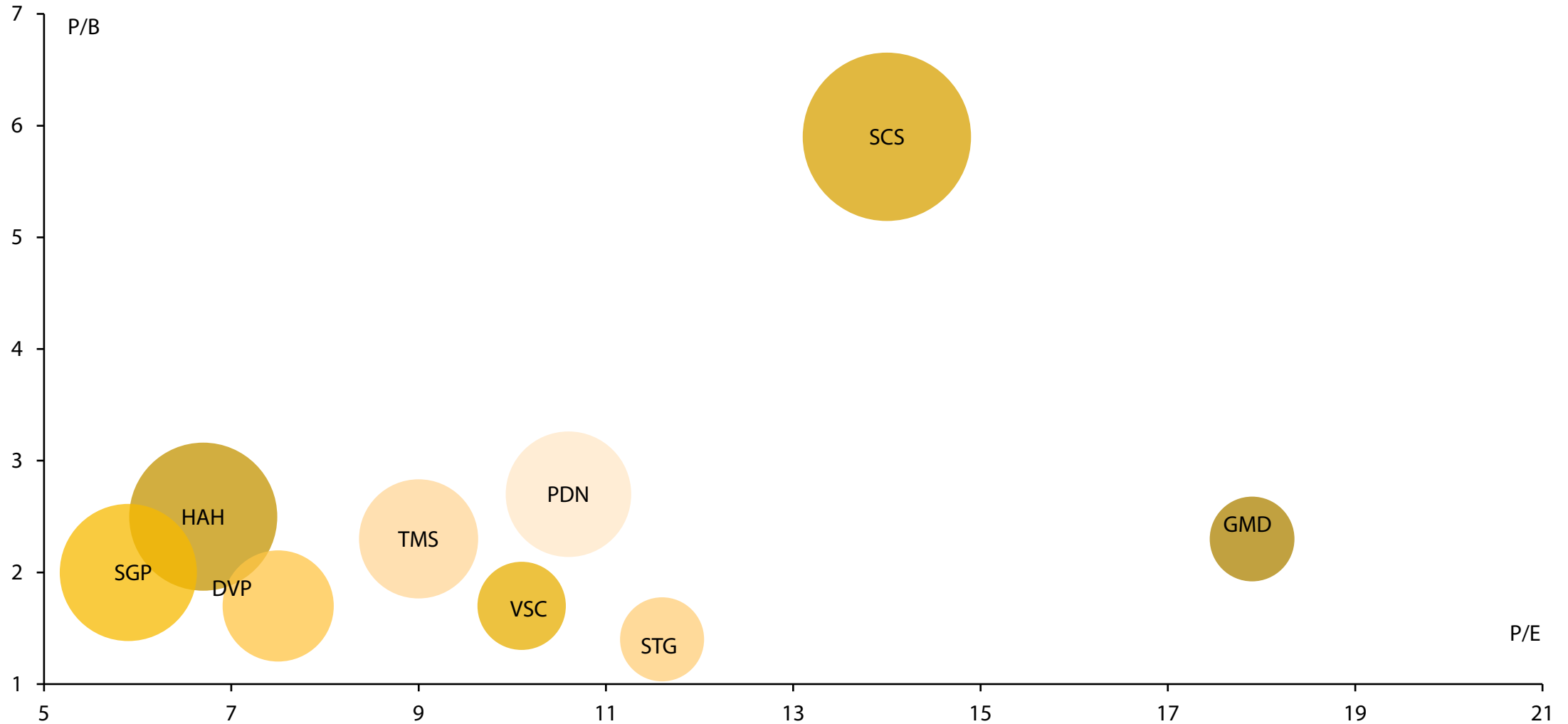
Hình 22: Phí vận chuyển của HAH ('000 đồng)



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
GMD	15.671,7	61.100	27,8%	31,6%	34,8%	24,4%	100,1%	24,4%	15.671,7	61.100	27,8%	31,6%	34,8%
SCS	8.092,4	91.100	15,5%	13,8%	0,0%	0,0%	17,4%	69,7%	8.092,4	91.100	15,5%	13,8%	0,0%
TMS	7.939,5	-	35,2%	N/A	7,2%	5,5%	97,8%	12,4%	7.939,5	-	35,2%	N/A	7,2%
SGP	4.823,4	-	47,3%	29,6%	13,0%	8,2%	8,4%	1,9%	4.823,4	-	47,3%	29,6%	13,0%
HAH	4.712,4	59.300	87,1%	218,2%	50,3%	42,3%	231,8%	27,0%	4.712,4	59.300	87,1%	218,2%	50,3%
VSC	4.626,4	36.000	9,0%	26,5%	37,7%	27,2%	39,3%	19,6%	4.626,4	36.000	9,0%	26,5%	37,7%
STG	2.687,2	-	16,4%	1,4%	12,2%	8,4%	-4,9%	7,9%	2.687,2	-	16,4%	1,4%	12,2%
DVP	2.100,0	-	5,1%	7,5%	51,2%	42,7%	21,2%	46,0%	2.100,0	-	5,1%	7,5%	51,2%
PDN	2.054,1	-	3,4%	9,1%	31,5%	25,5%	6,3%	20,4%	2.054,1	-	3,4%	9,1%	31,5%

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: +21%

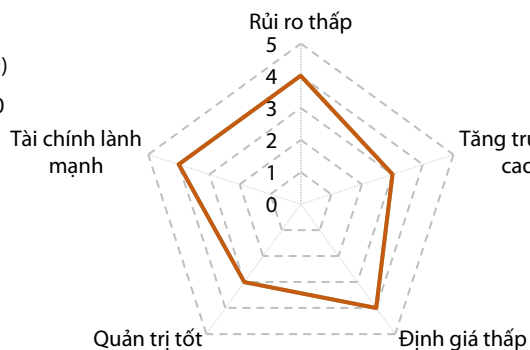
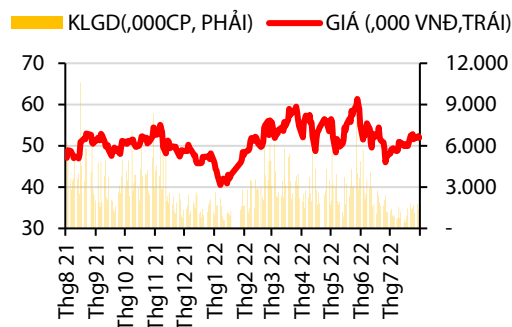
GTT: 51.000

GMT: 61.100

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành	Cảng biển
Vốn hóa (tỷ đồng)	15672
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	301
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	2127
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	114
SH NĐTNN còn lại (%)	2.8
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	62.2 - 39.95

Doanh thu (tỷ đồng)	3.206	3.843	4.097
LNST (tỷ đồng)	605	1.082	1.162
ROA (%)	5,6%	10,2%	10,0%
ROE (%)	9,6%	15,5%	15,1%
EPS (đồng)	2.007	3.589	3.856
GTSS (đồng)	20.942	23.423	25.875
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.200	1.200	1.500
P/E (x)	24,7	14,3	13,4
P/B (x)	2,1	2,2	2,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nâng cao hiệu suất hoạt động từ cảng Nam Đình Vũ và Gemalink sẽ tăng cường lợi nhuận của công ty năm 2022. Nam Đình Vũ và Gemalink sẽ đạt tỷ lệ huy động 85% và 91% trong năm 2022, điều này sẽ củng cố lợi nhuận của công ty. Doanh thu và LNST dự phóng năm 2022 lần lượt là 3.843 tỷ đồng (+20% YoY) và 1.408 tỷ đồng (+75% YoY). EPS đạt 3.589 đồng.

Xây dựng bộ phồng bền vững cho giai đoạn 2023-2025 đến giai đoạn hai dự án Nam Đình Vũ và Gemalink

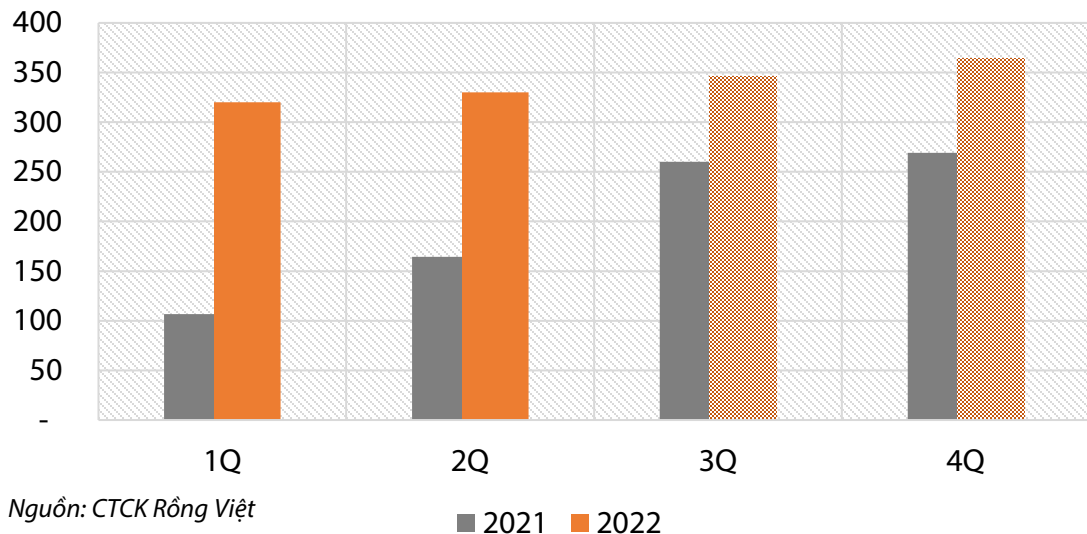
- Dựa trên tốc độ tiềm năng tăng trưởng tại khu vực Cái Mép-Thị Vải, GMD đặt mục tiêu tăng gấp đôi công suất lên 3 triệu TEU và đưa vào hoạt động từ năm 2024. Với tiềm năng lớn trong khu vực này và được hỗ trợ mạnh mẽ từ CGM-CMA và liên minh, Gemalink đã, đang và sẽ là "con gà đẻ trứng vàng" cho công ty trong những năm tới.
- Ở khu vực Hải Phòng, GMD có kế hoạch đưa giai đoạn 2A và 2B vào hoạt động lần lượt từ năm 2023 và năm 2025, tăng 125% so với công suất hiện tại. Mặc dù có ít lợi thế cạnh tranh hơn trong khu vực cạnh tranh đầy khốc liệt ở khu vực này, chúng tôi tin rằng GMD có thể kiếm được lợi nhuận nhờ tăng trưởng thuần ở khu vực phía Bắc.

Thoái vốn thành công các lĩnh vực kinh doanh ngoài ngành (trang trại cao su và bất động sản) sẽ là chất xúc tác tiềm năng trong ngắn hạn và dài hạn. Ngoài lợi nhuận cốt lõi, lợi nhuận bất thường có thể đến từ mảng cao su và bất động sản.

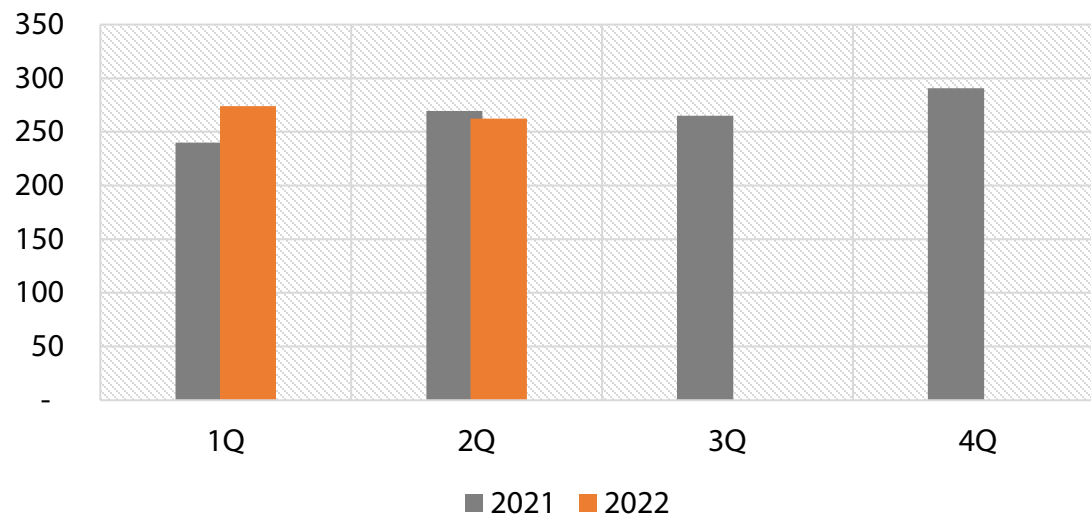
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá: Quản lý chi phí tốt hơn để mở rộng biên lợi nhuận, dẫn đến LNST cao hơn dự kiến.
- Rủi ro giảm giá: Hoạt động thương mại kém hơn dự kiến sẽ ảnh hưởng đến sản lượng và lợi nhuận.

Hình 1: Sản lượng thông quan tại cảng Gemalink (TEUs)



Hình 2: Sản lượng thông quan tại cụm Hải Phòng (TEUs)

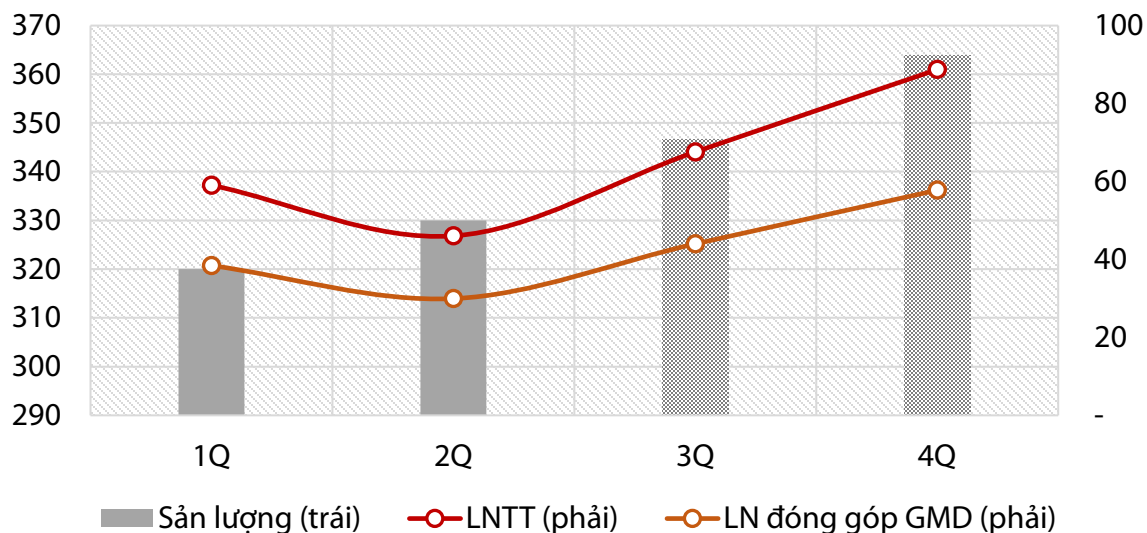


Hiệu suất vượt trội so với các khu vực Cái Mép-Thị Vải. Thông lượng của Gemalink tăng gấp đôi trong nửa đầu năm 2022 đạt 650.000 TEUs trong khi thông lượng tại Cái Mép-Thị Vải tăng nhẹ 2% YoY do (1) Vị trí địa lý thuận lợi và (2) Đối tác chiến lược - CGM-CMA. Sản lượng tăng dần QoQ trong khi biên lợi nhuận ròng trong Q2/2022 giảm so với Q1/2022 do chi phí tài chính (VND mất giá và lãi vay tăng).

Sản lượng tại cụm cảng Hải Phòng tăng nhẹ trong bối cảnh thị trường cạnh tranh. Các cảng biển ở khu vực Hải Phòng mất lợi thế cạnh tranh kể từ khi HITC hoàn thành việc nạo vét. Sản lượng cụm cảng GMD ở Hải Phòng tăng 14% YoY trong Q1/2022 trong khi giảm 3% YoY trong Q2/2022, dẫn đến mức tăng nhẹ 5% YoY trong 6T 2022.

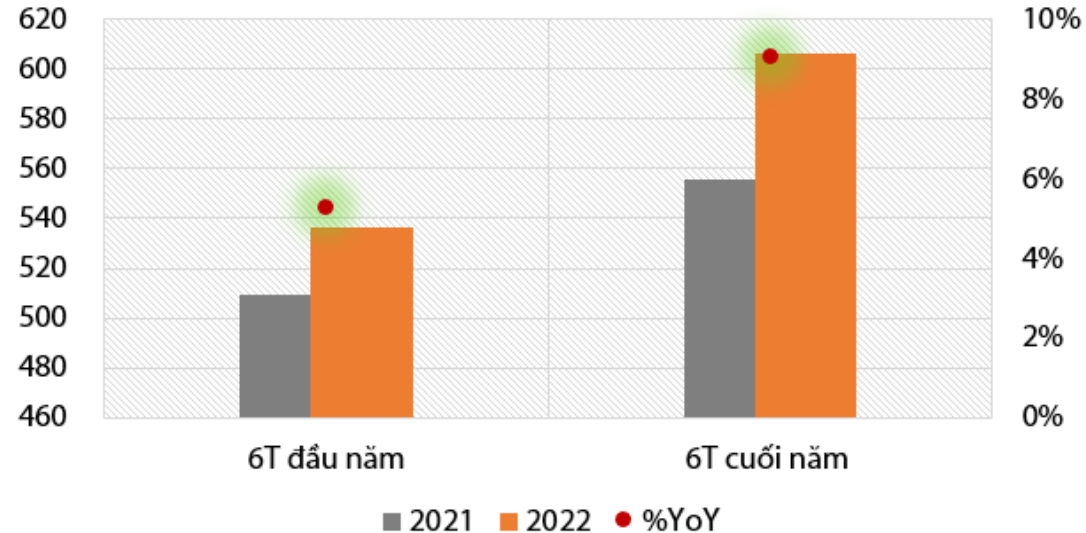
Mặc dù sản lượng giảm 2% QoQ/-20% YoY trong Q2/2022 (không gồm Gemalink), biên lợi nhuận gộp vẫn tăng 456 điểm phần trăm QoQ/211 điểm phần trăm YoY lên 45% nhờ quản lý chi phí tốt hơn. Do đó, biên lợi nhuận gộp tăng 200 bps trong 6T2022. Ngoài ra, khoản lợi nhuận gấp 2,5 lần từ các công ty con lên 226 tỷ đồng, LNST tăng gần gấp đôi lên 562 tỷ đồng trong 6T2022.

Hình 3: Sản lượng ước tính Gemalink ('000 TEUs) và KQKD (tỷ VND)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Sản lượng ước tính (cột trái, '000 TEUs) và tăng trưởng tại Hải Phòng (cột phải)

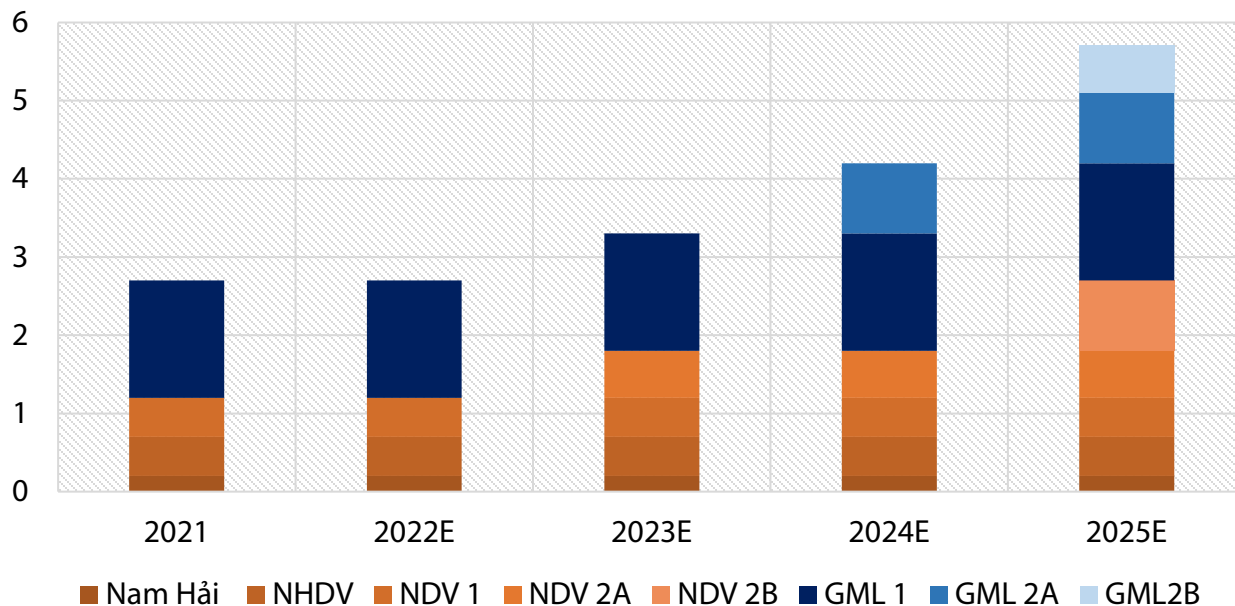


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Cụm cảng khu vực Hải Phòng tiếp tục phát triển trong nửa cuối năm 2022 nhờ vào mùa cao điểm. Năm 2021, cảng Nam Đình Vũ đã huy động 77% công suất. Công ty có kế hoạch huy động hết công suất của cảng này vào năm 2022, tuy nhiên, chúng tôi dự đoán mục tiêu này là tương đối thử thách. Theo ước tính của chúng tôi, cảng Nam Đình Vũ sẽ đạt công suất sử dụng 85% vào năm 2022, tương đương với mức tăng 9% YoY về sản lượng. Nhìn chung, chúng tôi dự báo sản lượng hàng hóa tại khu vực Hải Phòng tăng 9% YoY lên 606 nghìn TEU trong nửa cuối năm 2022.

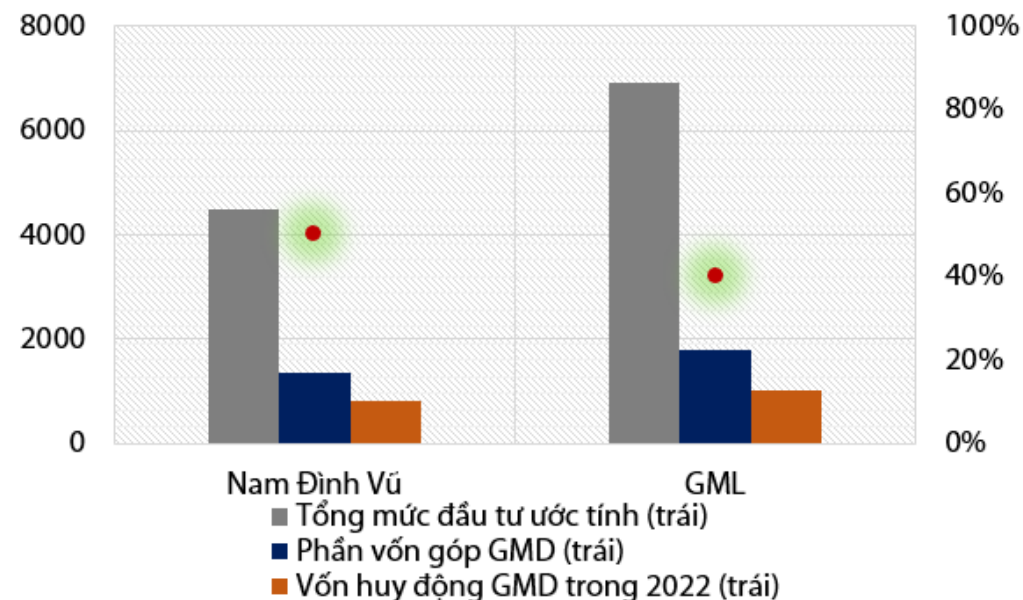
Nhìn chung, năm 2022 doanh thu dự phóng đạt 3.843 tỷ đồng, +20% YoY trong khi LNTT tăng 75% YoY lên 1.408 tỷ đồng.

Hình 5: Công suất trong các năm tới (triệu TEUs)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 6: Tổng mức đầu tư ước tính (tỷ đồng)

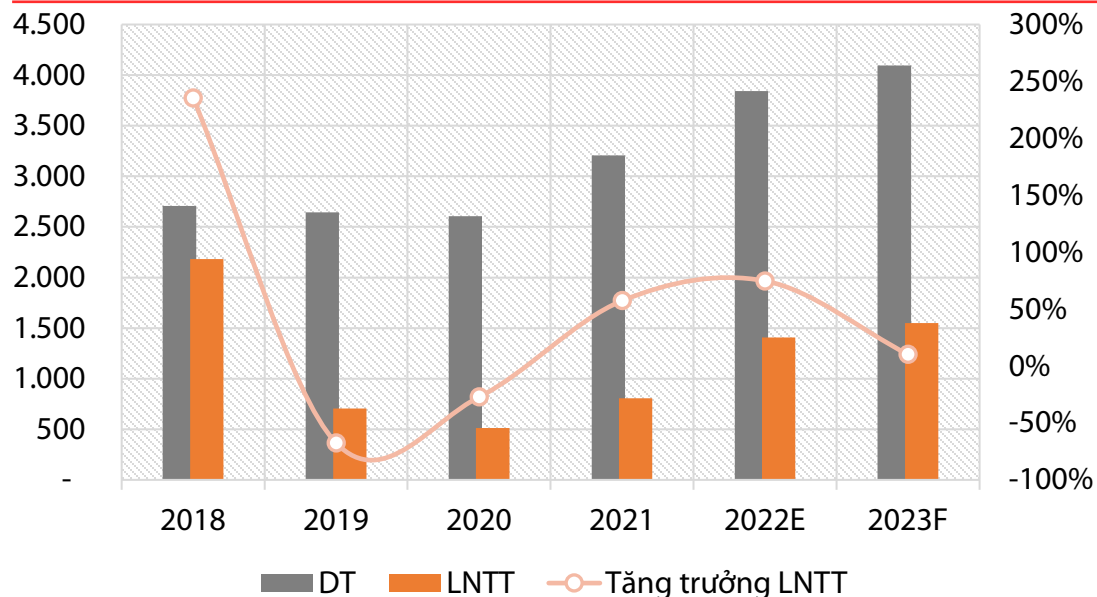


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Nằm trong khu vực CM-TV có nhiều tiềm năng phát triển thành cửa ngõ giao thương quốc tế chính, GML sở hữu nhiều tiềm năng phát triển. Dựa trên những tiềm năng tăng trưởng này, GMD đặt mục tiêu nâng công suất lên gấp đôi lên 3 triệu TEUs và đưa vào hoạt động từ năm 2024. Với vai trò là đối tác chiến lược, chúng tôi tin rằng cụm cảng Gemalink sẽ trở thành “con bò hái ra tiền” cho GMD trong những năm tới.

Về cụm cảng Hải Phòng, cảng Nam Đình Vũ có ít lợi thế cạnh tranh hơn trong bối cảnh thị trường khu vực này cạnh tranh gay gắt. Tuy nhiên, nhằm hưởng lợi sự tăng trưởng thuận tại Hải Phòng, GMD có kế hoạch đưa giai đoạn 2A và 2B vào hoạt động lần lượt từ năm 2023 và 2025, +125% so với công suất hiện tại.

Hình 7: Dự phóng (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Trong năm 2022F/23F, chúng tôi kỳ vọng doanh thu lần lượt đạt 3.843 tỷ đồng (+20% YoY)/4.097 tỷ đồng (+7% YoY). Theo đó, LNTT cho năm 2022/23F dự kiến đạt 1.408 tỷ đồng (+75% YoY)/1.550 tỷ VND (+10% YoY), được đóng góp mạnh mẽ bởi lợi nhuận từ GML.

Bảng 1: Tóm tắt định giá SoTP

Thành phần	Phương pháp	Giá trị vốn cổ phần	Tỷ lệ sở hữu của GMD	Chiết khấu	Giá trị hợp lý của GMD
Cảng và logistics	FCFF (WACC: 11,4, g: 2,1)	8.029		0	11.236
Logistics & Shipping JVs	P/E, FCFE	16.909			5.961
SCSC	P/E & FCFE	7.719	34.5	0.0	3.329
CJ GMD Logistics	P/E (@10x 2021F EPS)	1.117	49.1	0.0	765
CJ GMD Shipping	BV	173	51.0	0.0	154
Gemalink	FCFF (WACC: 9.5, g: 1)	7.901	65.1	0.0	1.713
Giá trị các khoản khác	BV	1.976			1.222
Cổ phần ở các công ty khác	BV	438		0	453
Công ty con cao su	BV	1.537	100	50	769
Tổng (tỷ đồng)					18.419
Số lượng CP (triệu CP)					301,4
Giá mục tiêu					61.100

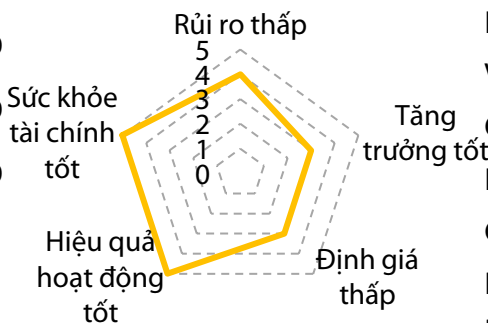
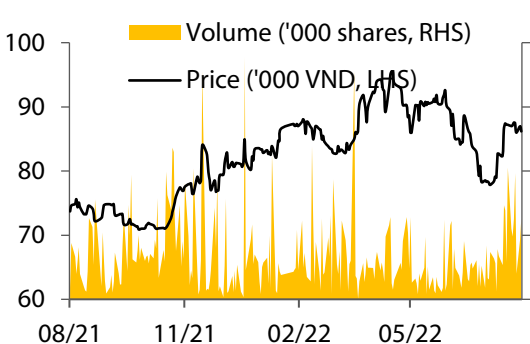
TÍCH LŨY: 12%

GTT: 85.000

GMT: 91.900

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH



Ngành	Vận tải hàng không
Vốn hóa thị trường (\$ mn)	342,5
Cổ phiếu hiện tại O/S (mn cp)	7.979,8
KLGDDBQ 3 tháng (K)	30
GTGDDBQ 3 tháng (\$ mn)	0,0
Room NN còn lại (%)	3,3
Biến động giá 52 tuần ('000 VND)	70,9-95,6

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (VND bn)	839	926	1.035
NPATMI (VND bn)	564	634	720
ROA (%)	39,8%	29,6%	29,3%
ROE (%)	45,1%	30,4%	30,0%
EPS (VND)	11.106	6.023	6.914
Giá trị sổ sách (VND)	24.619	22.235	25.571
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.000	3.600	3.600
P/E (x)	13,5	14,1	12,3
P/B (x)	6,1	3,8	3,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

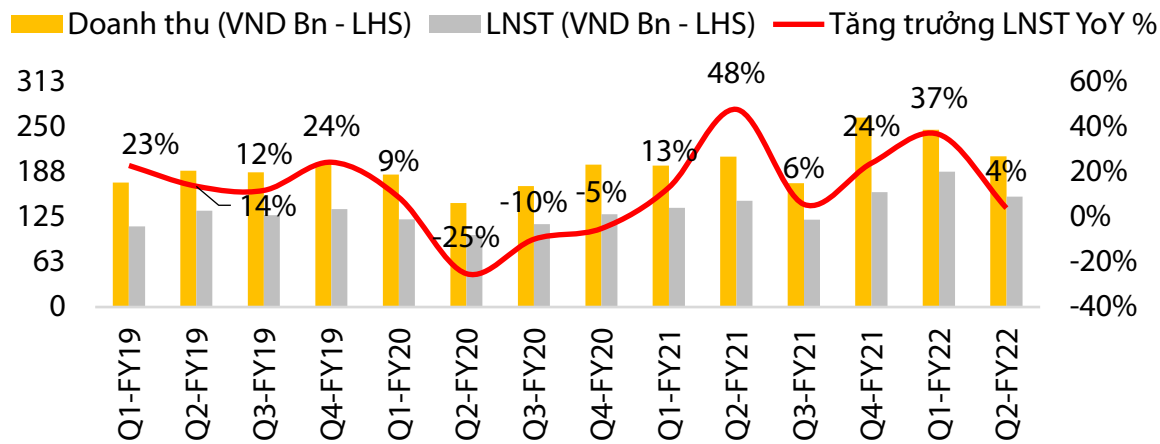
Chúng tôi kỳ vọng thông lượng hàng hóa XNK sẽ giảm tốc trong nửa cuối năm 2022 do tác động của lạm phát cao tới nền kinh tế của các đối tác thương mại lớn. Sản lượng hàng hóa quốc tế đã giảm trở lại mức bình thường trong Q2-2022 do (1) gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu do chính sách “zero covid” của Trung Quốc và (2) tình hình lạm phát cao tại Mỹ và EU tác động đến nhu cầu tiêu dùng và các hoạt động thương mại. Trong khi Trung Quốc đang dần nới lỏng các hạn chế, chúng tôi lo ngại tình hình lạm phát cao vẫn sẽ tiếp tục trong các quý tới, và điều này sẽ ảnh hưởng đến triển vọng thương mại tại Việt Nam. Bên cạnh đó, giá cước vận tải biển vào tháng 8/2022 đã giảm gần 1/3 so với cùng kỳ, điều này cũng làm giảm tính cạnh tranh của phương thức vận tải hàng hóa hàng không.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng triển vọng dài hạn vẫn được duy trì do kỳ vọng tình hình lạm phát sẽ được kiểm soát vào năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng CAGR 3 năm của sản lượng hàng hóa quốc tế sẽ giữ ở mức 10% trong giai đoạn 2022F-25F, đưa CAGR 3 năm của LNST cùng kỳ lên 11%. Tuy nhiên, chỉ số P/E năm 2022F là 14.1x cho thấy SCS cũng chưa thực sự thấp.

RỦI RO

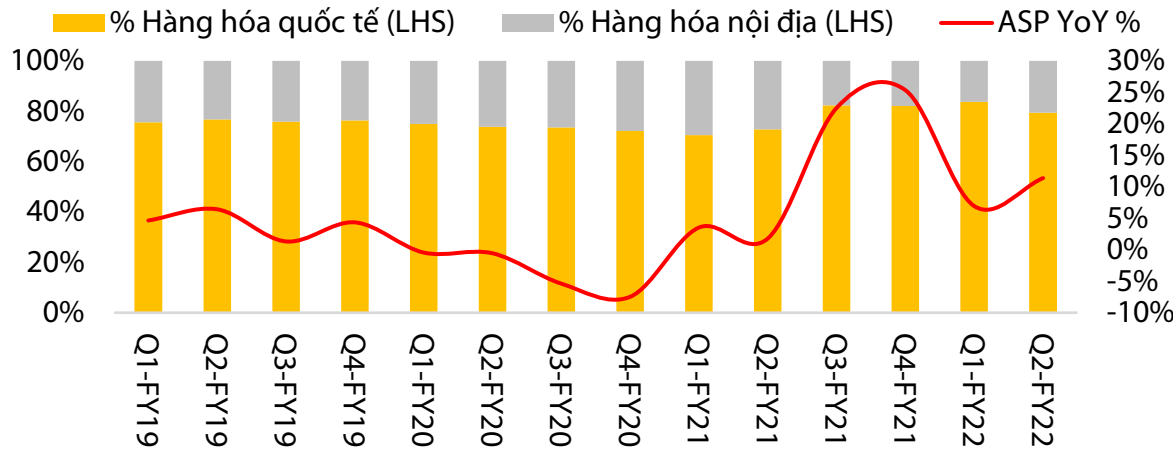
- Lạm phát cao kéo dài hơn kỳ vọng dẫn đến giảm nhu cầu tiêu dùng toàn cầu, làm suy yếu hoạt động thương mại của Việt Nam.
- Tiềm năng tăng giá nhờ dự án Nhà ga hàng hóa Sân bay Quốc tế Long Thành.

Hình 1: Doanh thu và lợi nhuận đi ngang trong Q2-2022



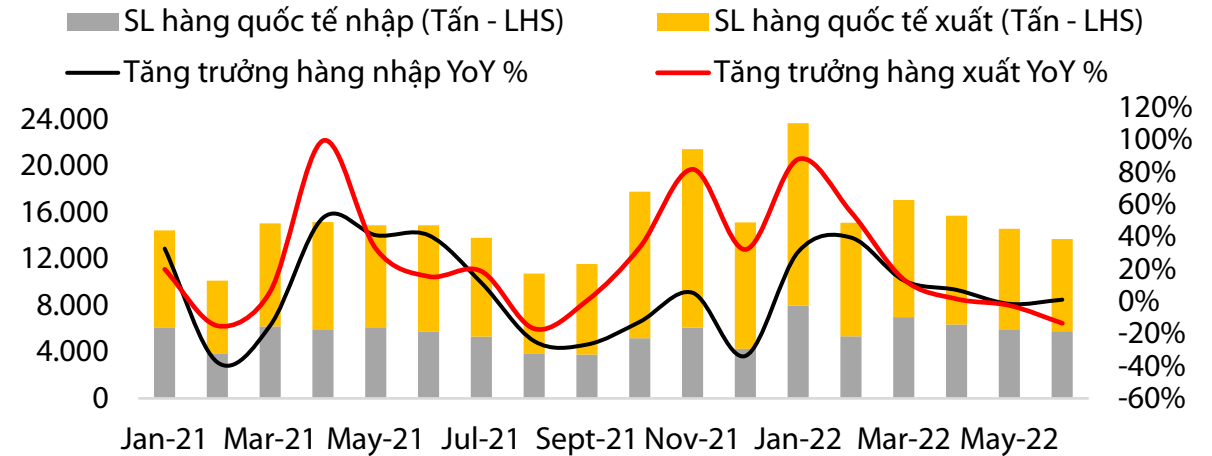
Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 3: ASP tiếp tục được cải thiện trong Q2-2022



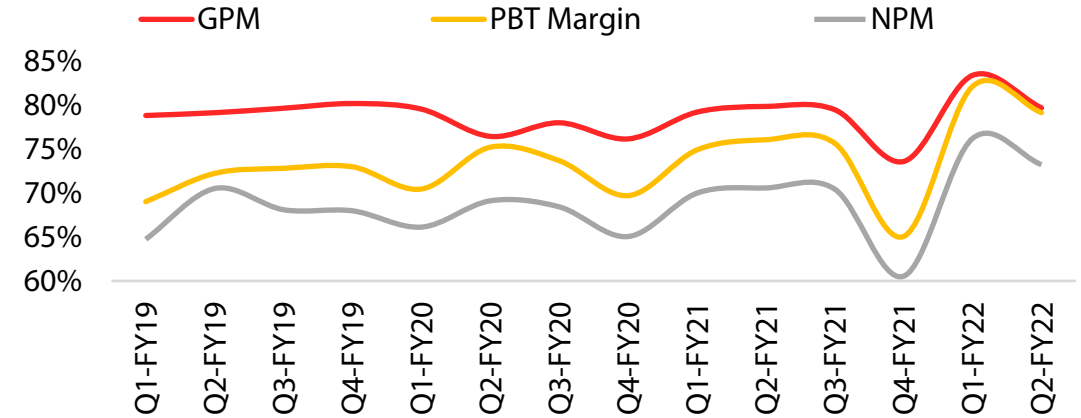
Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng hàng hóa quốc tế trở đã bình thường hóa trở lại



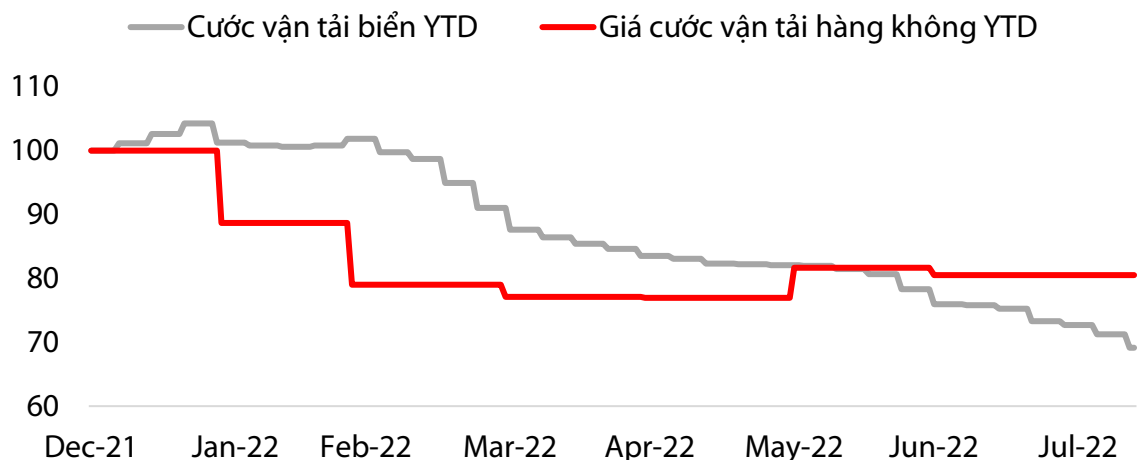
Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Biên lợi nhuận



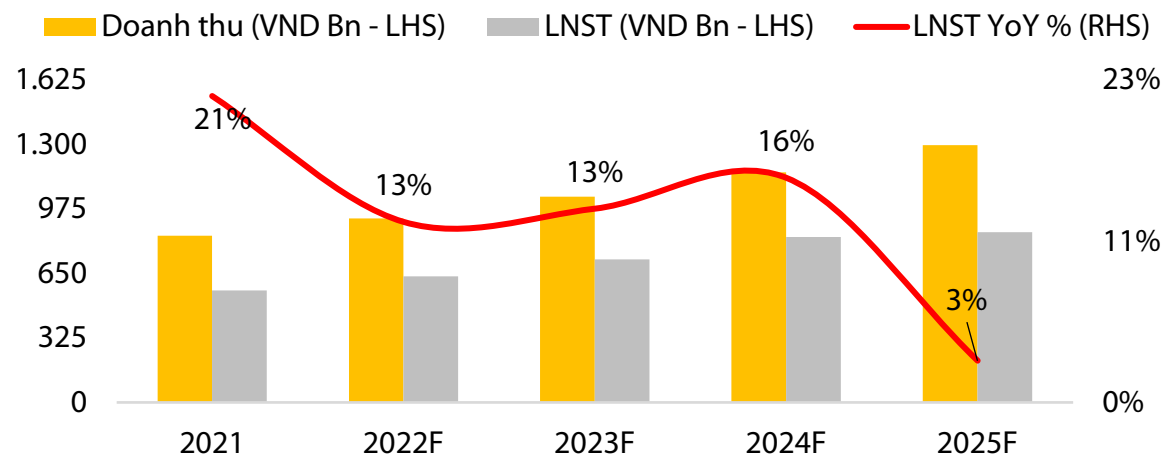
Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Cước vận tải biển so với cước vận tải hàng không



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dự phóng KQKD 2022F-25F



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa quốc tế, nguồn thu lợi nhuận chính của SCS, sẽ tăng trưởng với CAGR 10% trong giai đoạn 2022F-25F nhờ sự phục hồi dòng chảy thương mại do Việt Nam đang tăng cường hội nhập vào chuỗi cung ứng toàn cầu, bất chấp những tác động tạm thời từ tình hình lạm phát cao.

Do đó, chúng tôi dự báo LNST sẽ tăng trưởng bền vững với CAGR 11% trong giai đoạn 2022F-25F. Lưu ý rằng đến năm 2025, SCS sẽ áp dụng mức thuế suất thuế TNDN theo quy định là 20% thay vì mức 10% hiện tại, điều này sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng LNST trong năm 2025F.

TRUNG LẬP: -4%

GHT: 37.850

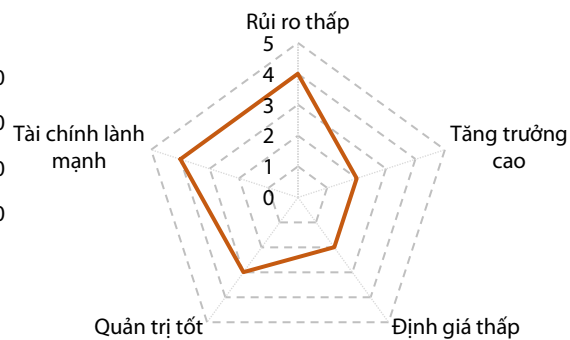
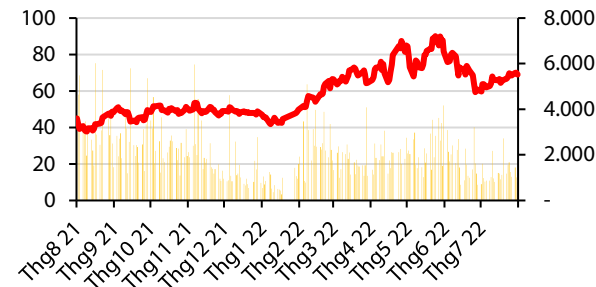
GMT: 36.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

KLGD(,000CP, PHẢI) GIÁ (,000 VNĐ,TRÁI)



Ngành	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
Vốn hóa (triệu USD)	4.626
SLCPĐLH (triệu cp)	121
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	642
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)	27
SH NĐTNN còn lại (%)	43,6
ĐB giá 52 tuần	50 – 30,16

Doanh thu	1.381	2.116	2.170
LNST	277	311	378
ROA (%)	2,06	3,1	4,0
ROE (%)	8,4	9,4	11,4
EPS (đồng)	834	979	1.190
GTSS (đồng)	10.066	10.110	10.221
Cổ tức tiền mặt (đồng)	400	400	400
P/E (x)	27,5	12,7	11,9
P/B (x)	1,6	1,5	1,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Biên lợi nhuận gộp mở rộng dần theo quý so với quý trước nhờ vào việc tái cấu trúc ban quản lý kể từ quý 2/2021

- Công ty hoạt động hiệu quả hơn sau khi tái cơ cấu kể từ quý 2/2021, dẫn dắt kết quả kinh doanh tốt hơn. Với việc giảm quy mô gia công xếp dỡ container qua cảng liên kết là PTSC Đình Vũ, sản lượng thuê ngoài giảm trong khi lượng container trực tiếp thông qua cảng VIP Green và Green Port lại có xu hướng tăng. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng dần kể từ quý 2/2021. Trong 6T2022, tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 488 bps lên 35% trong khi đó trong 6T2021 là 30%.
- Gia tăng tỷ lệ hoạt động của cảng VIP Green sẽ đóng vai trò là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận của công ty trong những năm tới. Bên cạnh đó, sự tăng trưởng thuần ở khu vực Hải Phòng sẽ thúc đẩy sản lượng của cảng VIP Green. Năm 2022, doanh thu/LNST của công ty mẹ được dự báo là 1.968 / 404 tỷ đồng, +4%/+ 15% YoY nhờ (1) Thay đổi ban lãnh đạo hiệu quả từ năm 2021 và (2) Tăng trưởng sản lượng của VIP Green và Green port.

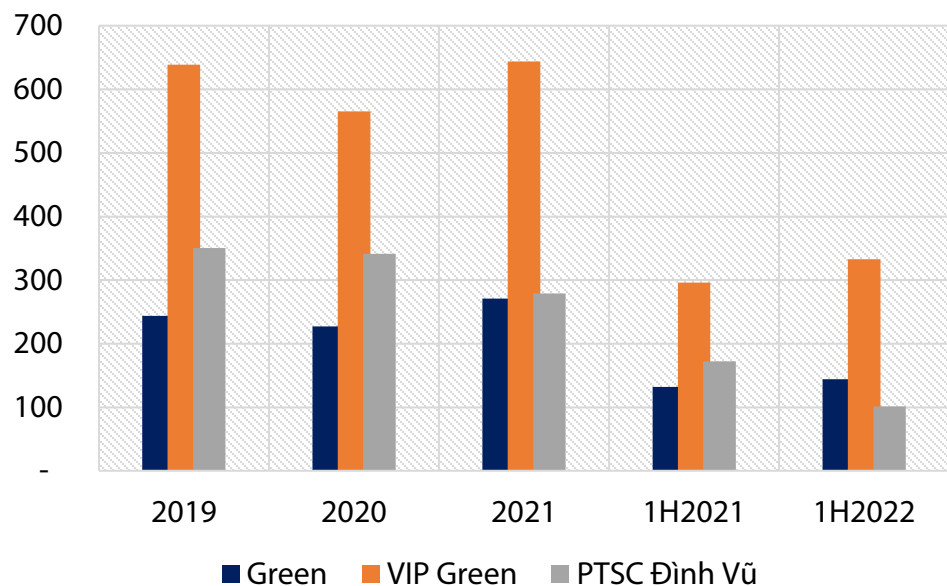
Ban lãnh đạo mới đang quyết liệt sáp nhập các công ty liên kết trong ngành logistic để tạo điều kiện cho hoạt động của công ty và dự kiến sẽ gặt hái được thành công trong những năm tới. Do không vay nợ dài hạn, VSC sở hữu dòng tiền ổn định qua từng năm từ hoạt động kinh doanh chính, dao động khoảng 500 tỷ đồng mỗi năm. Tận dụng các dòng tiền đó, VSC đang nỗ lực mua thêm các công ty con trong ngành logistic và kỳ vọng sẽ sinh lời trong các năm tới trong khi hiện tại, các khoản đầu tư này đang lỗ thông qua cảng VIMC Đình Vũ và ICD Quảng Bình.

Triển vọng mở rộng đáng kể kế hoạch mở rộng đầy tham vọng thông qua cảng nước sâu. Nắm giữ dòng tiền vững chắc và có kinh nghiệm trong lĩnh vực cảng biển, VSC vẫn sẽ mất thời gian để có thể tham gia vào lĩnh vực cảng biển nước sâu tại Đà Nẵng và Hải Phòng. Do đó, triển vọng dài hạn là không rõ ràng và đặt cược nhiều hơn vào khả năng của đội ngũ quản lý mới.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

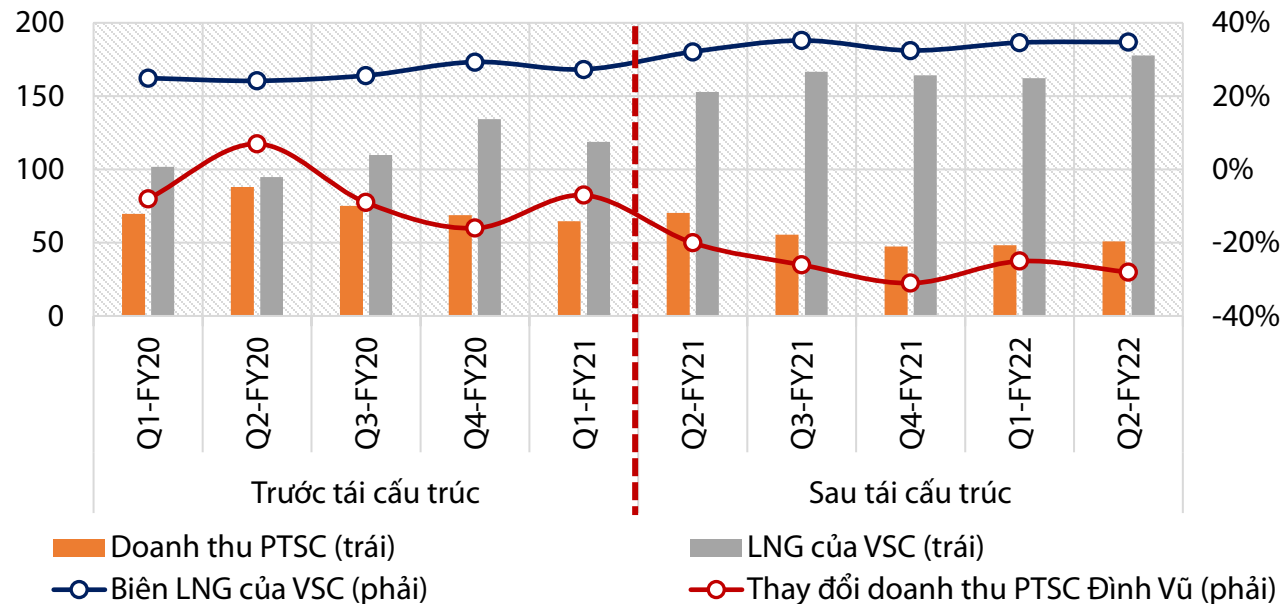
- Rủi ro tăng: Những khoản đầu tư đó có thể kiếm được lợi nhuận sớm hơn ước tính của chúng tôi sẽ thúc đẩy LNST của công ty.
- Rủi ro giảm: Sản lượng kém hơn dự kiến tại các khu vực Hải Phòng khiến tốc độ tăng trưởng của công ty bị sụt giảm.

Hình 1: Sản lượng theo cảng ('000 TEU)



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tương quan cảng VSC và PTSC (tỷ đồng)

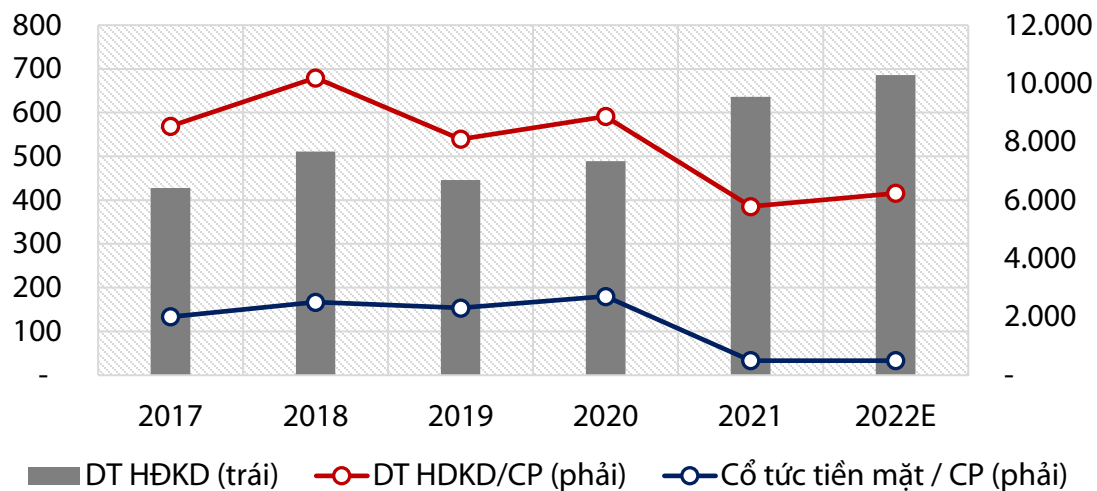


Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Biên lợi nhuận gộp được nới rộng theo quý nhờ vào việc tái cấu trúc ban quản lý kể từ quý 2/2021

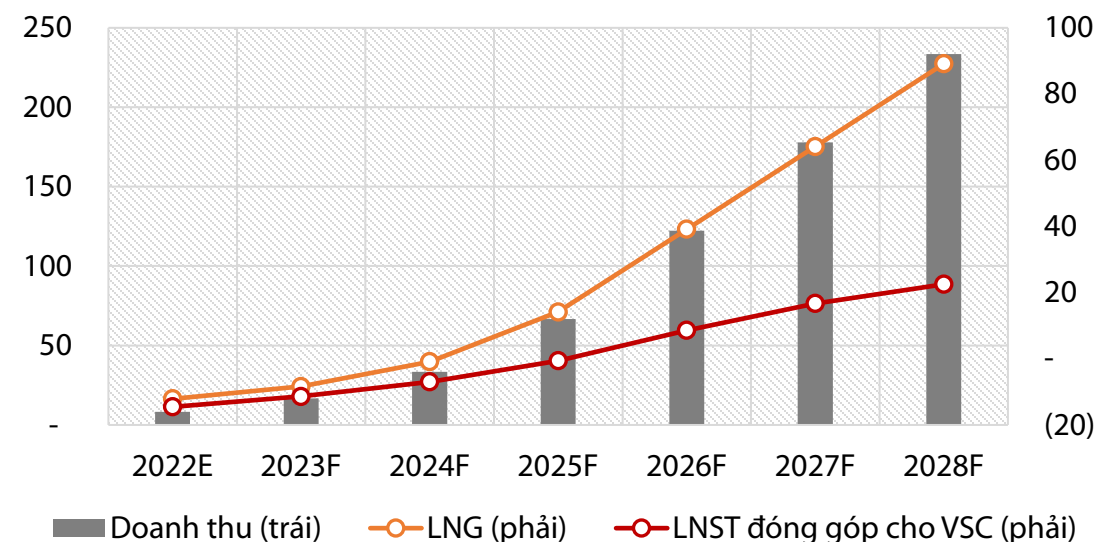
- Với việc giảm quy mô gia công xếp dỡ container qua cảng liên kết là PTSC Đình Vũ, sản lượng thuê ngoài giảm trong khi lượng container trực tiếp thông qua cảng VIP Green và Green Port lại có xu hướng đảo chiều. Cụ thể, sản lượng thông qua cảng VIP Green/Green tăng 12%/9% YoY lên khoảng 333/144 ('000 TEU) trong khi PTSC Đình Vũ giảm 41% YoY trong nửa đầu năm 2022.
- Khoản lỗ 9 tỷ đồng (tương đương 0,39 triệu USD) từ công ty liên kết trong quý 2/2022 chủ yếu từ cảng VIMC Đình Vũ. Ở giai đoạn đầu của dự án, công ty có thể mất nhiều thời gian để thu được lợi nhuận từ khoản đầu tư này.
- Trong 6T2022, doanh thu tăng 8% YoY lên 981 tỷ đồng nhưng LNST của cổ đông công ty mẹ tăng 23% YoY lên 184 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận ròng tăng 240 bps nhờ (1) Giảm dòng chảy tài nguyên của công ty (2) Tăng trưởng thuần ở Hải Phòng.

Hình 3: Dòng tiền HĐKD (tỷ đồng) và dòng tiền HĐKD/cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phiếu (đồng)



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Kết quả ước tính của VIMC (tỷ đồng)



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Ban lãnh đạo mới đang quyết liệt sáp nhập các công ty liên kết trong ngành logistic để tạo điều kiện cho hoạt động của công ty và dự kiến sẽ có kết quả trong những năm tới. (1) VSC đã mua 36% cổ phần của VIMC Đình Vũ – bến tàu 240m vào Quý 3/2021 và đưa vào hoạt động từ Quý 2/2022. Theo quan điểm của chúng tôi, do có một bến cỡ, VIMC không hấp dẫn đối với tàu quốc tế tuy nhiên vẫn thu hút được những chuyến hàng nội địa trong giai đoạn đầu. Do đó, doanh thu khó có khả năng trang trải chi phí lãi vay cao và khấu hao, dẫn đến khoản lỗ trong Quý 2/2022.

(2) VSC cũng tích lũy ICD Quảng Bình trong quý 2/2022. Tuy nhiên, chúng ta cần xem VSC chuyển đổi một doanh nghiệp lỗ lũy kế như thế nào trong những năm tới.

Năm 2022, doanh thu/LNST của công ty mẹ được dự báo là 1.968 / 404 tỷ đồng, +4%/+15% YoY nhờ (1) Tái cơ cấu ban điều hành một cách hiệu quả từ năm 2021 và (2) Tăng trưởng sản lượng của cảng VIP Green và Green port.

Triển vọng mơ hồ bất chấp kế hoạch mở rộng đầy tham vọng thông qua cảng nước sâu. Công ty tham vọng muốn đầu tư vào cảng biển nước sâu tại Đà Nẵng và Hải Phòng - “miếng bánh ngọt” mà các nhà đầu tư đều mong muốn đạt được. Do đó, chúng ta cần chờ xem liệu công ty có thể tham gia khoản đầu tư này trong thời gian tới hay không. Cho đến nay, các dự án này đang chờ phê duyệt đầu tư.

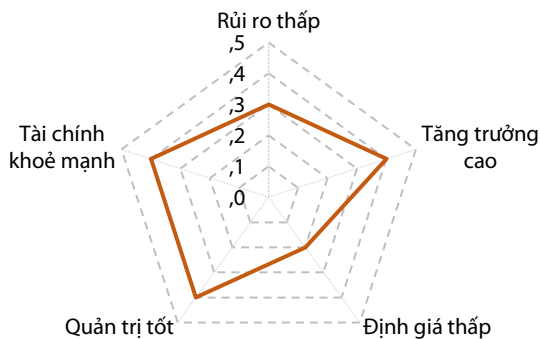
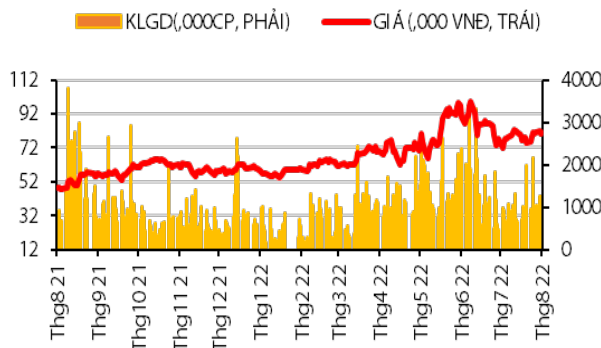
GIẢM: -11%

GHT: 67.500

GMT: 59.300

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH



Ngành	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
Vốn hóa (triệu USD)	4712
SLCPĐLH (triệu cp)	68
KL BQ 3 tháng (nghìn cp)	1704
GTGBQ 3 tháng (triệu USD)	127
SH NĐTNN còn lại (%)	27.2
BĐ giá 52 tuần	92.9 - 36.93

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu LNST	1.381	2.116	2.170
ROA (%)	2,06	3,1	4,0
ROE (%)	8,4	9,4	11,4
EPS (đồng)	834	979	1.190
GTSS (đồng)	10.066	10.110	10.221
Cổ tức tiền mặt (đồng)	400	400	400
P/E	7,4	5,8	6,9
P/B	1,7	2,1	1,6

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Thu nhập từ mảng thuê tàu dự phóng sẽ tăng gấp đôi vào năm 2022F. HAH là người hưởng lợi trong bối cảnh giá cước vận tải toàn cầu tăng vọt vào năm 2021. Công ty đã đạt được một số hợp đồng thuê tàu cao từ giữa quý 3/2021, điều này đảm bảo lợi nhuận của công ty đến năm 2023 trong mảng này. Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng thuê tàu sẽ tăng hơn gấp đôi vào năm 2022, đạt khoảng 600 tỷ đồng.

Hưởng lợi từ thị trường vận tải nội địa cả về khối lượng và giá cước vận chuyển nhưng công ty có thể sẽ mất những điều kiện thuận lợi này vào cuối năm 2022. Do làn sóng các công ty vận tải địa phương chuyển sang cho thuê tàu, nhu cầu các tuyến nội địa đã vượt cung. Do đó, khối lượng vận tải nội địa và giá cước đã tăng mạnh. Chúng tôi thấy rằng HAH vẫn được hưởng những điều kiện thuận lợi đó trong 6T2022 và bắt đầu mất dần vào cuối năm nay theo thời gian, giảm dần theo cước tàu toàn cầu.

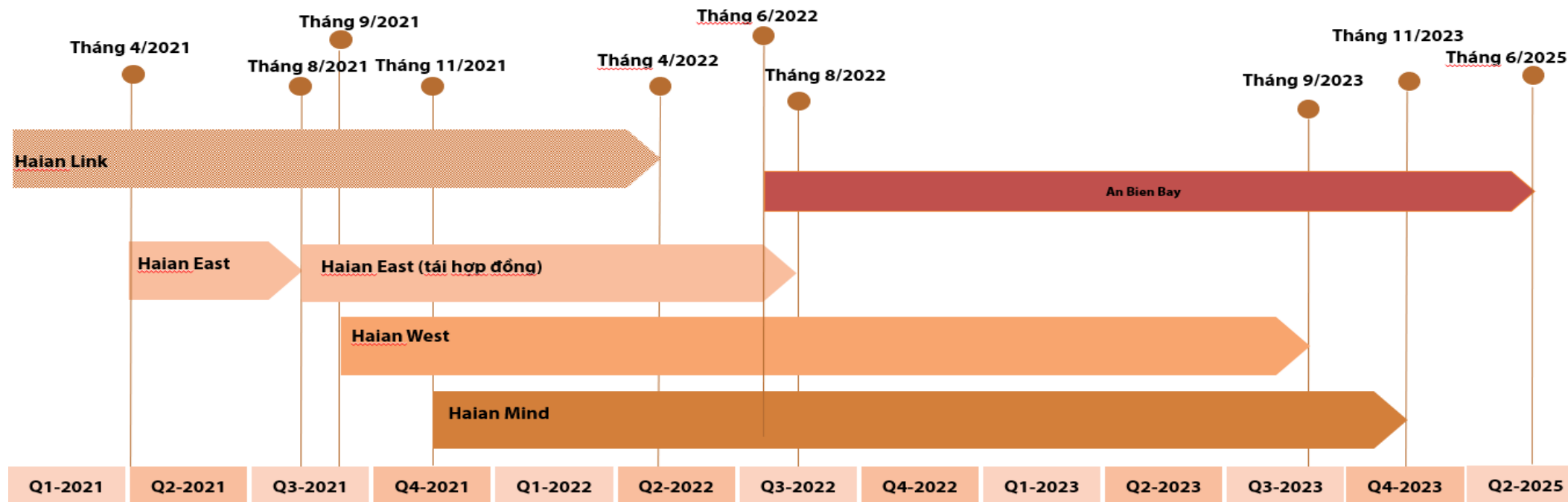
Với kế hoạch mở rộng đầy tham vọng, công ty tiếp tục bổ sung thêm nhiều tàu vào danh mục đầu tư của mình từ năm 2023 đến năm 2025. HAH có kế hoạch mua 4 tàu trong những năm tới để (1) Bước ra khỏi thị trường nội địa, phát triển nhiều hơn các tuyến Nội - Á thông qua hợp tác với ZIM; (2) Bổ sung thêm các tuyến nội địa để thúc đẩy nhu cầu vận tải biển tăng trưởng trong những năm tới.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng: Tình trạng thiếu hụt nguồn cung tàu liên tục kéo dài có thể làm tăng giá thuê tàu lên mức cao mới, dẫn đến giá thuê tàu cao hơn thúc đẩy lợi nhuận của công ty.
- Rủi ro giảm: Giá cước vận tải nội địa và giá thuê tàu thấp hơn dự kiến vào cuối năm nay, dẫn đến thắt chặt biên lợi nhuận và LNST giảm mạnh.

(* Tỷ suất sinh lời đã bao gồm cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tiếp theo)

Hình 1: Lịch trình cho thuê



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Các hợp đồng cho thuê cố định giá đảm bảo mức thu nhập cao trong 6T2022

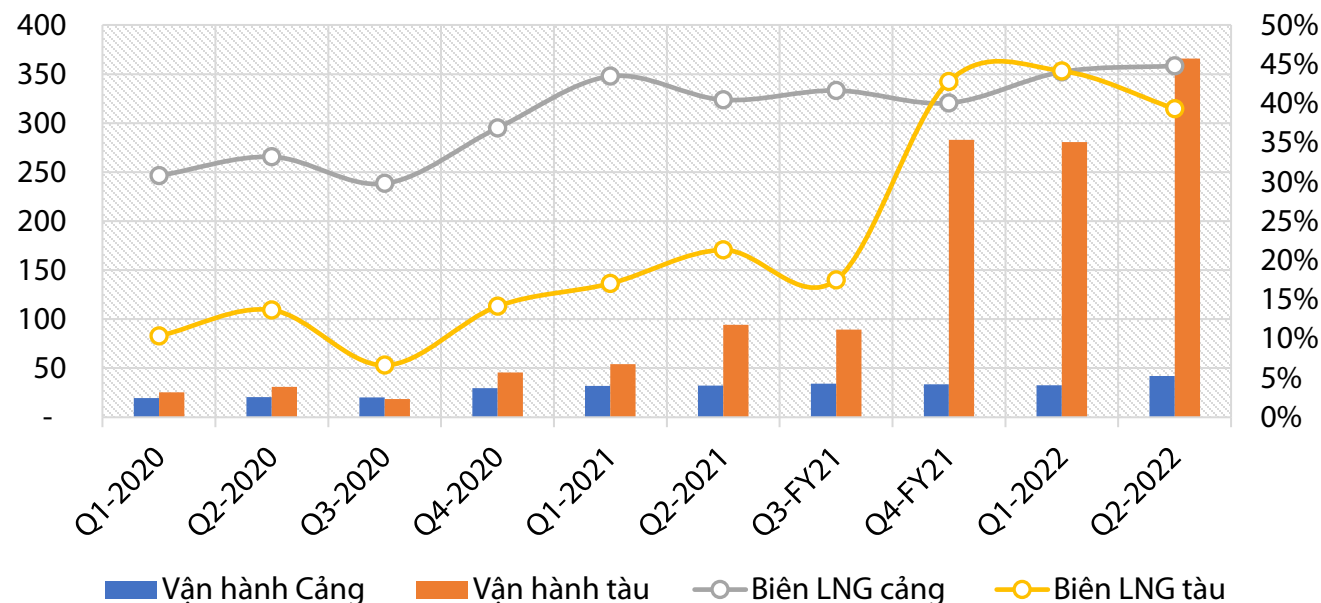
- Để chạy đua với nhu cầu tăng giá cước vận tải trên toàn thế giới, HAH đã nhanh chóng mua hai tàu vào tháng 4/2021 và bắt đầu đạt được hợp đồng thuê tàu vào giữa quý 3/2021. Công ty hái trái ngọt từ quý 4/2021. Do thời hạn hợp đồng kéo dài thêm một hoặc hai năm, nên công ty có được mức giá thuê tàu cao vào năm 2022 và 6T2023 bất kể xu hướng giảm giá tàu biển thế giới.
- Hiện tại, ba trong số bốn tàu đang cho thuê với mức cao khoảng 31.000 USD/ngày trong khi ANBIEN Bay đạt mức cao hơn 40.000 USD/ngày (HAH sở hữu 24%) từ tháng 6/2022.

Hình 2: Danh sách tàu

Tên	Công suất (TEU)	Trạng thái
HAIAN PARK	787	Hoạt động
HAIAN TIME	1032	Hoạt động
HAIAN LINK	1060	Hoạt động
HAIAN BELL	1200	Hoạt động
HAIAN VIEW	1577	Hoạt động
HAIAN CITY	1577	Hoạt động
HAIAN EAST	1702	Trong thời gian cho thuê
ANBIEN Bay	1708	Trong thời gian cho thuê
HAIAN WEST	1740	Trong thời gian cho thuê
HAIAN MIND	1794	Trong thời gian cho thuê

Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Cơ cấu lợi nhuận gộp (tỷ đồng) và tỷ suất lợi nhuận gộp

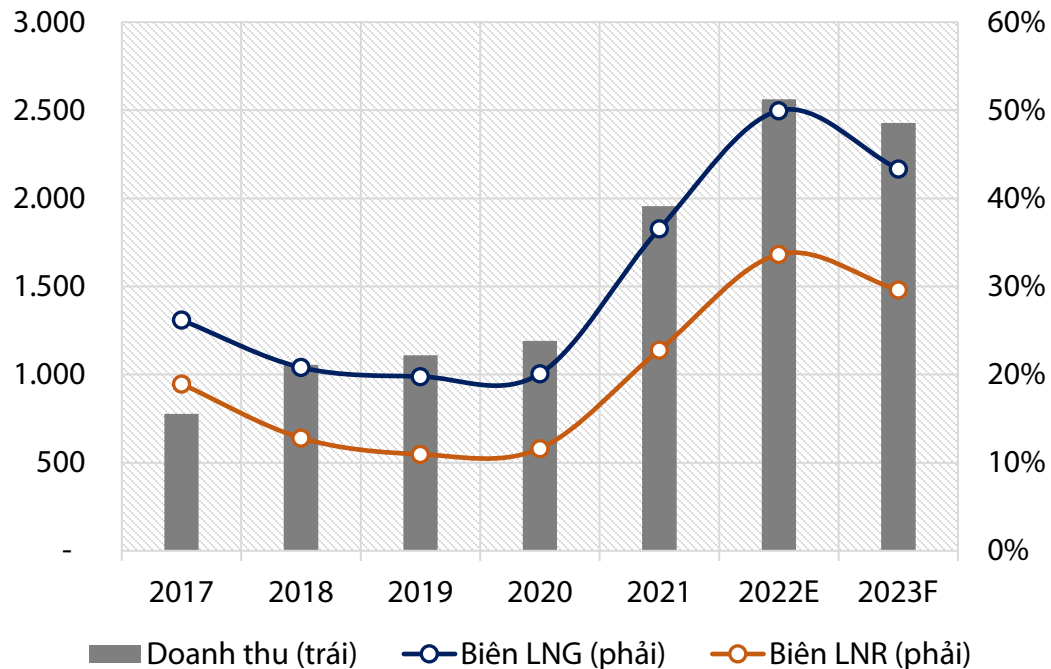


Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

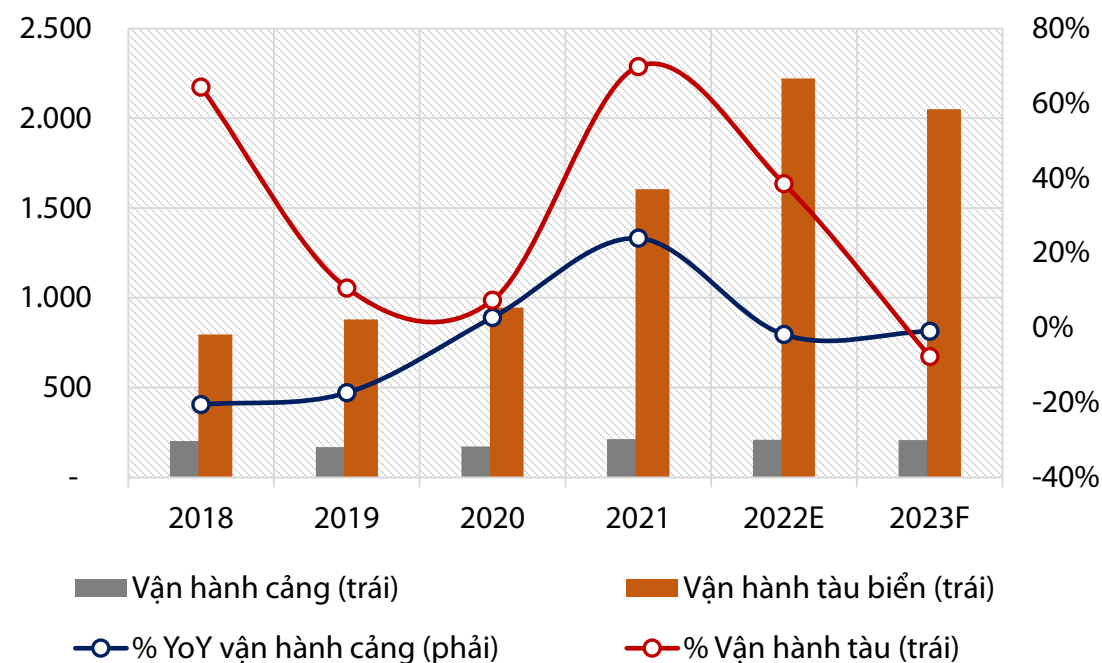
Mảng vận tải nội địa có đạt công suất lấp đầy cao và giá cước vận chuyển cao

- Do năng suất vận chuyển nội địa của ngành đã thấp hơn những tháng trước trong giai đoạn tàu được mang đi cho thuê, nên không chỉ giá vận chuyển nội địa còn cả tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao.
- Nhìn chung, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng vận tải đường biển của HAH đã tăng khoảng 1948 bps lên 49% trong 6T2022 trong khi trong lịch sử là 17% trên cơ sở trung bình 5 năm.
- Doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ trong 6T2022 lần lượt là 1.582 tỷ đồng và 440 tỷ đồng, tăng 96% và 195% YoY. Chúng tôi thấy rằng lợi nhuận cao như vậy sẽ được duy trì trong quý 3/2022, tuy nhiên chúng tôi dự phóng thu nhập sẽ chậm lại trong quý 4/2022 do công suất vận chuyển nội địa tăng vào cuối năm nay và hoạt động thương mại giảm dần.

Hình 4: Kết quả kinh doanh ước tính (tỷ đồng)



Hình 5: Chỉ số P/E và P/E bình quân 5 năm



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

HAH hưởng tỷ suất lợi nhuận gộp vượt trội nhờ các yếu tố thuận lợi từ bên ngoài và phụ thuộc vào nguồn cung và cầu tàu toàn cầu. Do đó, việc duy trì tỷ suất lợi nhuận cao như vậy là một thách thức

- LNST của cổ đông công ty mẹ trong 2H2022 được dự báo sẽ thấp hơn so với 1H2022 do (1) Khó để duy trì hợp đồng thuê tàu ở mức cao như hiện tại; (2) Giá cước vận tải nội địa có khả năng điều chỉnh do cung nhiều tàu hơn và nhu cầu vận chuyển dần hạ nhiệt trong 2H2022. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu/LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 2.562/862 tỷ đồng, +31% YoY/+93% YoY.
- Giá container trên thế giới bắt đầu điều chỉnh từ mức cao nhất vì mọi thứ trở lại bình thường, chúng tôi dự đoán tỷ giá này có thể sẽ điều chỉnh nhưng vẫn duy trì ở mức cao hơn so với trước đây. Do đó, chúng tôi dự báo LNST của cổ đông công ty mẹ trong năm 2023F sẽ giảm nhẹ 17% YoY xuống còn 719 tỷ đồng.

KHOİ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ

Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm

Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An

Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Trần Kỳ Anh

Senior Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

Nguyễn Hồng Loan

Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thành

Analyst

thanh.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

Nguyễn Ngọc Thảo

Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Cảng biển
- Logistics

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Tự Quốc Hưng

Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Bernard Lapointe

Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Công nghệ thông tin
- Dược

Trần Ngọc Thảo Trang

Assistant

trang.tnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1-2-3-4 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

