

CẢNG BIỂN

**DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG DƯƠNG
TRONG MÔI TRƯỜNG BIẾN ĐỘNG**



Cao Ngọc Quân – quan.cn@vdsc.com.vn





Tiêu cực

Trung bình

Tích cực

Năm 2024 đã chứng kiến sự hồi phục mạnh mẽ của dòng chảy thương mại và sản lượng container thông quan trên cả nước. Điều này đến từ mức nền thấp của năm 2023 khi lạm phát leo thang làm xói mòn sức mua người tiêu dùng tại hai thị trường xuất khẩu lớn là Mỹ và Châu Âu. Đồng thời, sự kiện Mỹ áp thuế lên các nhóm hàng điện tử, y tế có xuất xứ từ Trung Quốc, đã đẩy mạnh nhu cầu tích trữ hàng hóa trong khoảng thời gian ngắn trước khi rào cản thuế quan có hiệu lực vào tháng 08/2024. Giá cước vận tải biển, giá cước thuê tàu và sản lượng container cũng đạt đỉnh trong giai đoạn từ tháng 06 – 08/2024.

Tổng quan

Bức tranh chung trong năm 2025 của chuỗi giá trị ngành cảng biển vẫn cho thấy sự tăng trưởng dương về dòng chảy thương mại và lưu lượng container trên toàn cầu. Khối cảng nước sâu sẽ hưởng lợi trực tiếp nhờ xu hướng mở rộng đội tàu có kích thước lớn nhưng mức độ hưởng lợi sẽ phụ thuộc vào đối tác chiến lược là hãng tàu. Trong khi đó, việc có thêm các cảng nước sâu được đưa vào khai thác sẽ tác động trái chiều lên của khối cảng sông hai khu vực chính là Hải Phòng và Hồ Chí Minh. Tuy nhiên, ẩn bên trong đó là hai cuộc chiến lớn của những gã khổng lồ, sẽ làm thay đổi cục diện về thị phần của các cảng tại Việt Nam. Đó là (1) Cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, (2) các hãng tàu lớn thay đổi liên minh và chạy đua mở rộng cung tải.

Đóng vai trò là cửa ngõ của nền kinh tế Việt Nam, chuỗi giá trị ngành cảng biển được dự báo duy trì tăng trưởng dương hai chữ số SVCK trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng đang hồi phục. Thêm vào đó, Việt Nam đang là điểm đến ưa thích của các hãng tàu nhờ (1) thu hút được của các nhà sản xuất trên thế giới nhờ chi phí sản xuất thấp, (2) vị trí địa lý đặc thù và chính trị ổn định.

Các công ty niêm yết sở hữu cảng nước sâu như GMD (Gemalink), SGP (CMIT-SSIT) và PHP (Lạch Huyện bến 3&4) sẽ được hưởng lợi nhờ có ưu thế về môn nước, khi các liên minh mới đang “chạy đua” mở rộng đội tàu có kích thước rất lớn và tăng tần suất hoạt động trên các tuyến hàng hải trọng yếu.

Điểm nhấn

- Thị phần của các cảng trên toàn sẽ biến động đáng kể khi lợi ích giữa các hãng tàu thay đổi. Trong tháng 02/2025, Maersk sẽ hợp tác cùng Hapag-Lloyd để tạo nên Gemini. The Alliance được đổi tên thành Premier Alliance. MSC gần như hoạt động độc lập và chỉ hợp tác cùng Premier Alliance trên tuyến Á – Âu.
- Sự cạnh tranh trên các tuyến hàng hải trọng yếu sẽ gây áp lực lên giá cước vận tải biển. Tuy nhiên, điều này sẽ mở ra cơ hội cho các tàu Feeder trong cả lĩnh vực vận tải và thuê định hạn, sử dụng để khai thác hàng hóa trên các tuyến nội khu.

Cảng sông tại hai khu vực lớn là Hải Phòng và Hồ Chí Minh chịu tác động trái chiều khi có thêm ba cảng nước sâu đưa vào hoạt động trong năm 2025.

- **Khu vực Hải Phòng:** tình hình cạnh tranh gay gắt hơn khi hai cảng nước sâu Lạch Huyện bến 3&4 và bến 5&6 đưa vào khai thác từ Q1-FY25. Hai công ty niêm yết là GMD và VSC sẽ bị mất thị phần do hai hãng tàu MSC và Maersk chuyển sang khai thác tại Lạch Huyện.
- **Khu vực Hồ Chí Minh:** bị giảm về thị phần nhưng vẫn duy trì tăng trưởng dương nhờ hưởng lợi từ cảng nước sâu. Do khu vực HCM là điểm kết nối giữa các KCN phía Nam với Cái Mép – Thị Vải. Cụm cảng Bình Dương, Phước Long PIP của GMD được hưởng lợi từ xu hướng này.



Tiêu cực

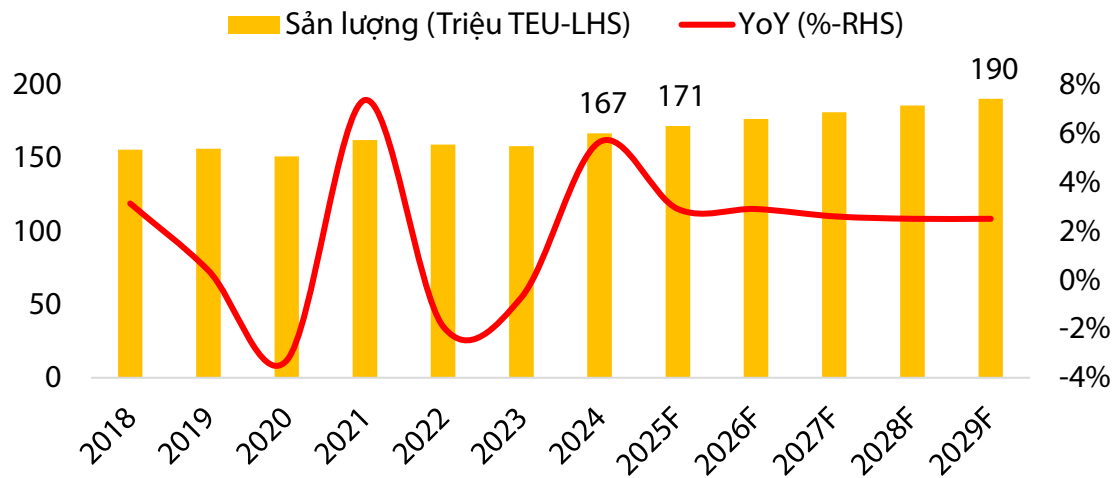
Trung bình

Tích cực

**Rủi ro đối với
khuyến nghị**

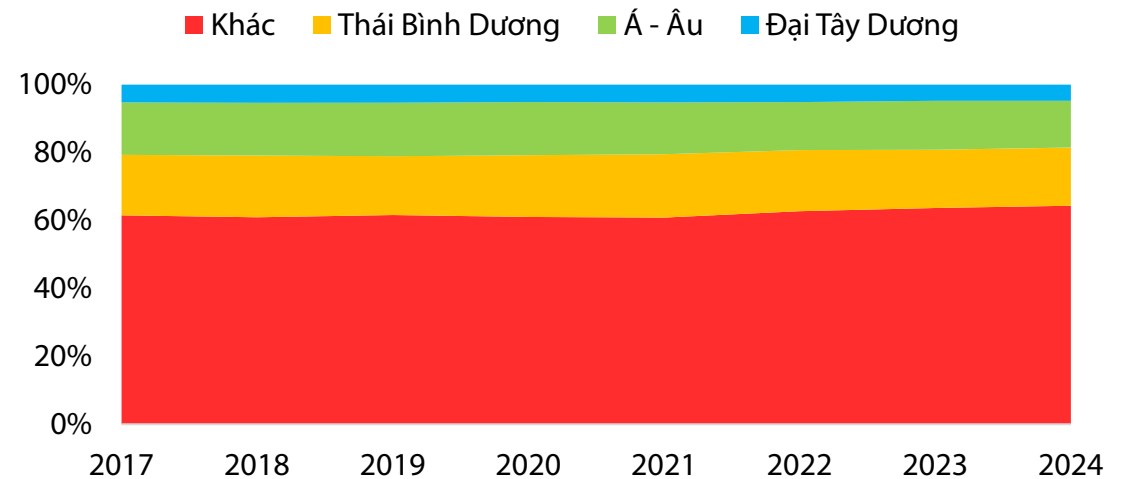
- **Rủi ro tăng giá:** Chính sách thuế quan của Mỹ lên Trung Quốc có thể tăng sản lượng bất thường trong ngắn hạn.
- **Rủi ro giảm giá:** Cung tải tàu dư thừa và kết thúc căng thẳng tại Trung Đông làm giá cước vận tải biển giảm mạnh hơn dự kiến.

Hình 1: Lưu lượng container được vận chuyển trên toàn cầu



Nguồn: UNCTAD, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Thị phần sản lượng container theo tuyến vận tải

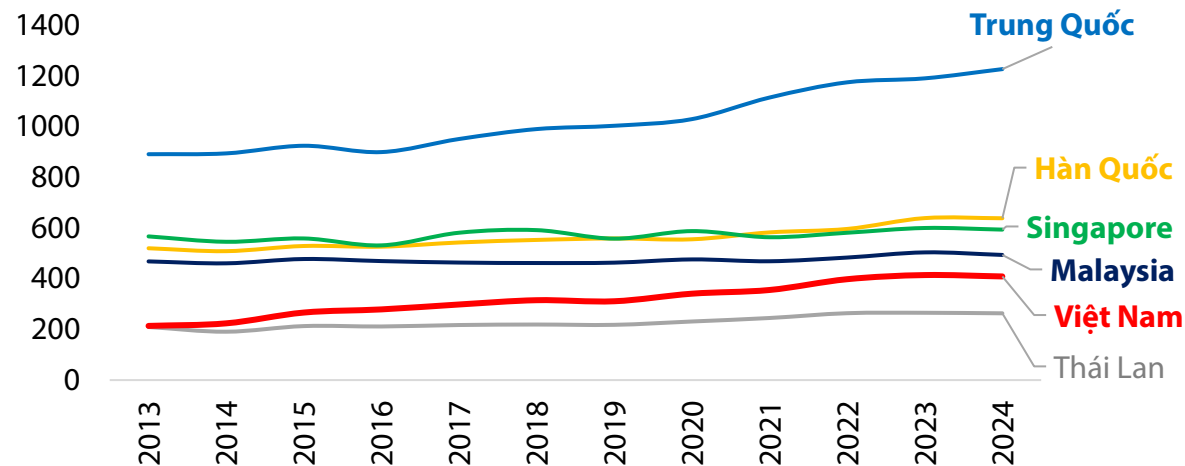


Nguồn: UNCTAD, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi dự phóng sản lượng container thông quan trên toàn cầu đạt 963 triệu TEU (+4% YoY) vào năm 2025:

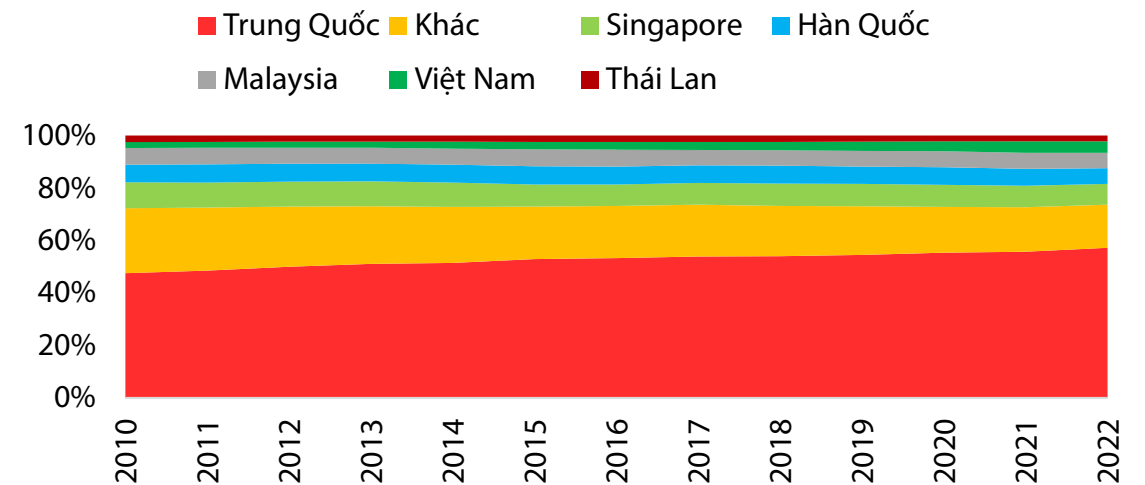
- Theo UNCTAD, lưu lượng hàng hóa container bằng đường biển toàn cầu được dự phóng tăng trưởng kép 3% trong giai đoạn 2025 – 2029, đạt 171 triệu TEU vào năm 2025 và 190 triệu TEU vào năm 2029. Dự phóng về sản lượng container dựa trên dự báo tốc độ tăng trưởng kinh tế toàn cầu (GDP) khoảng 3,1% - 3,4% và tăng trưởng của dòng chảy thương mại khoảng 2,7% - 3,0%. Điều này được thúc đẩy bởi hoạt động xuất khẩu mạnh mẽ ở các nền kinh tế lớn ở châu Á, đặc biệt là trong lĩnh vực công nghệ, năng lượng xanh, trí tuệ nhân tạo...
- Sản lượng xếp dỡ tại các cảng trên toàn cầu ước tính nhiều hơn gấp 5,5 lần so với lưu lượng hàng hóa, điều này xuất phát từ việc container có thể di chuyển qua nhiều cảng (quá cảnh, trung chuyển) trước khi tới cảng đích. Tỷ lệ này có xu hướng tăng trưởng trung bình 1,6% mỗi năm do sự phát triển nhanh của hệ thống cảng nước sâu trên thế giới. Hàm ý rằng, chuỗi cung ứng toàn cầu ngày càng phát triển, tính kết nối giữa các khu vực tăng lên khi có nhiều cảng hơn tham gia vào quá trình luân chuyển hàng trên thế giới.

Hình 3: Chỉ số Kết nối vận tải (LSCI) được đo lường bởi 6 yếu tố, thể hiện nội lực cảng biển Việt Nam đang cải thiện...



Nguồn: UNCTAD, CTCK Rông Việt

Hình 4: Thị phần sản lượng thông qua cảng tại khu vực Đông Á và Đông Nam Á



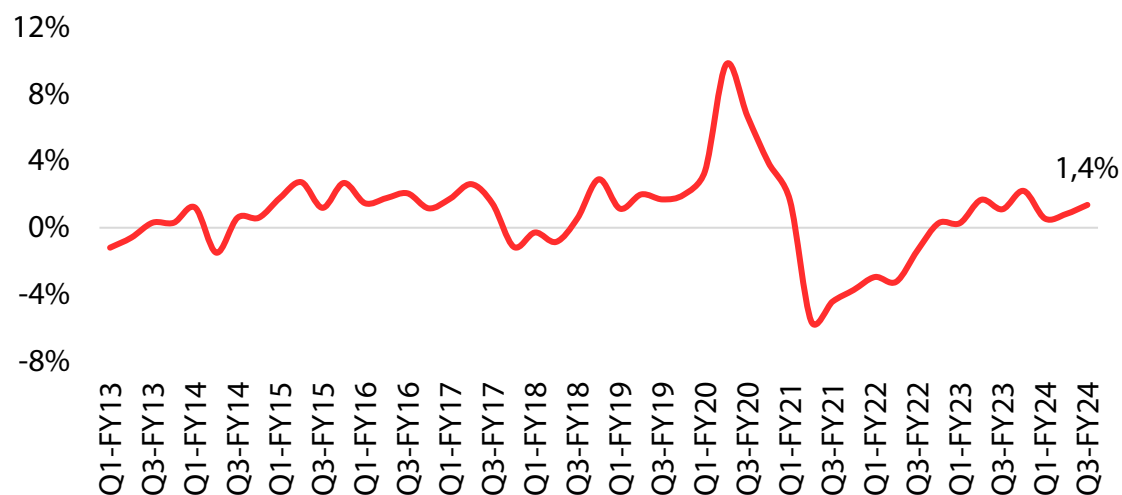
Nguồn: UNCTAD, CTCK Rông Việt

Dự phóng sản lượng thông quan của Việt Nam đạt 23 triệu TEU (+13% YoY) vào năm 2025. Chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ tiếp tục mở rộng được thị phần bởi Thị phần sản lượng container thông qua Việt Nam đã tăng mạnh từ 2,24% lên 4,36% tại khu vực Đông Á và Đông Nam Á trong giai đoạn năm 2010 – 2022, nhờ phát triển nhanh chóng hệ thống cảng nước sâu. Chúng tôi cho rằng, Việt Nam sẽ tiếp tục gia tăng thị phần tại khu vực này bởi Việt Nam đang trở thành điểm đến yêu thích của các hãng tàu.

Chỉ số Kết nối vận tải (LSCI) (*) của Việt Nam đã có bước tiến đáng kể trong 10 năm trở lại đây, từ mức 214 điểm vào năm 2013 lên 410 điểm vào năm 2024. Qua đó, rút ngắn khoảng cách với các quốc gia khác trong khu vực. Điều này hàm ý, Việt Nam đang có sức hút đối với các hãng vận tải trên thế giới.

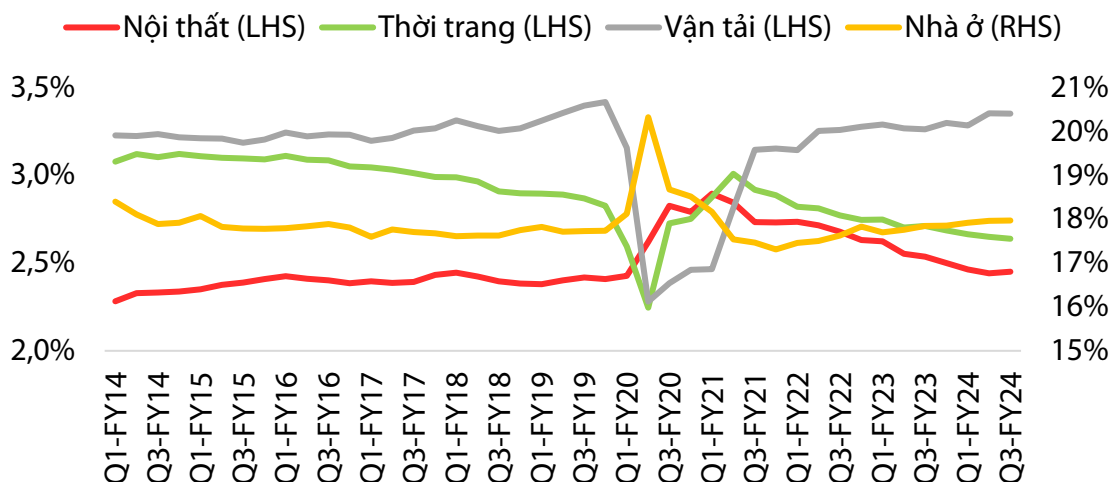
(*) Chỉ số LSCI được sử dụng trong ngành hàng hải để đo lường mức độ kết nối giữa các quốc gia với mạng lưới vận chuyển container toàn cầu. Quốc gia có điểm số cao giúp rút ngắn thời gian xếp dỡ hàng, thời gian chờ tại cảng, giảm chi phí và tăng độ tin cậy cho các hãng tàu. Chỉ số này dựa trên sáu nhân tố: (1) số lượt tàu cập cảng mỗi tuần, (2) Công suất khai thác, (3) Số lượng tuyến dịch vụ, (4) Số lượng hãng tàu, (5) Kích thước tàu lớn nhất theo từng tuyến và (6) Số lượng cảng quốc gia (hoặc cảng) được kết nối trực tiếp.

Hình 5: Thu nhập thực tế của người dân tại Mỹ tăng 1,4% YoY



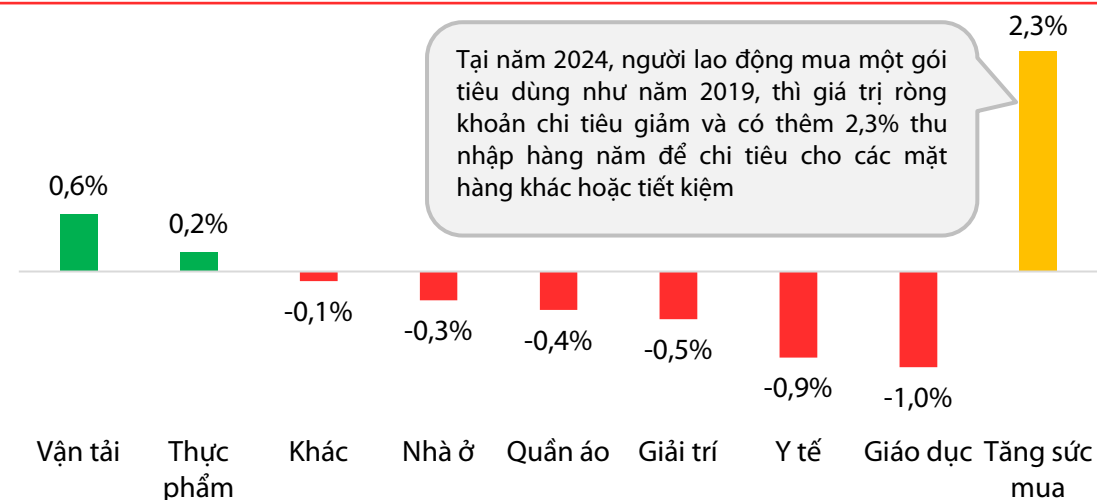
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Hình 7: Xu hướng giảm chi tiêu cho hàng hóa không thiết yếu



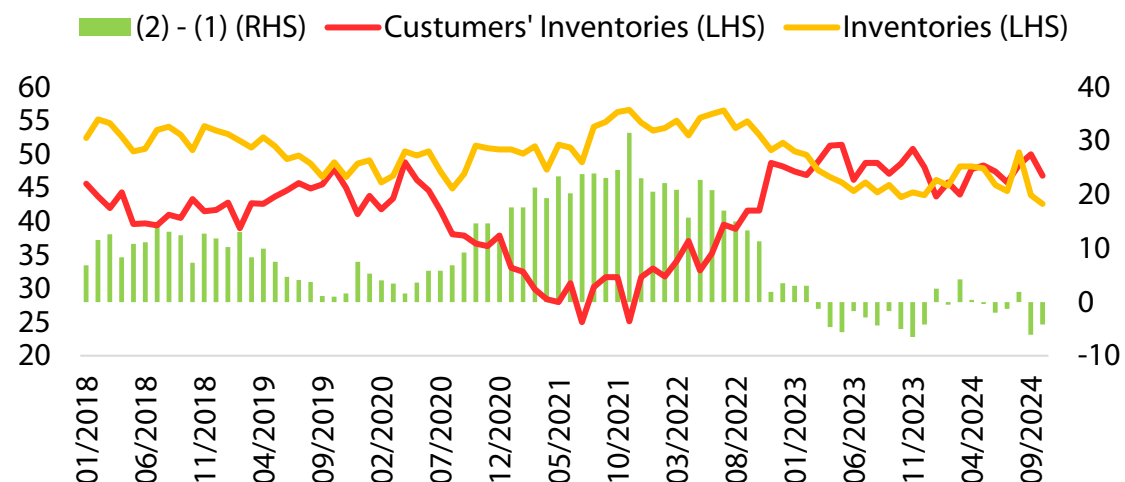
Nguồn: BEA, CTCK Rông Việt, Tỷ trọng chi tiêu theo nhóm hàng của người tiêu dùng Mỹ

Hình 6: Tăng/giảm sức mua của người dân Mỹ theo nhóm sản phẩm



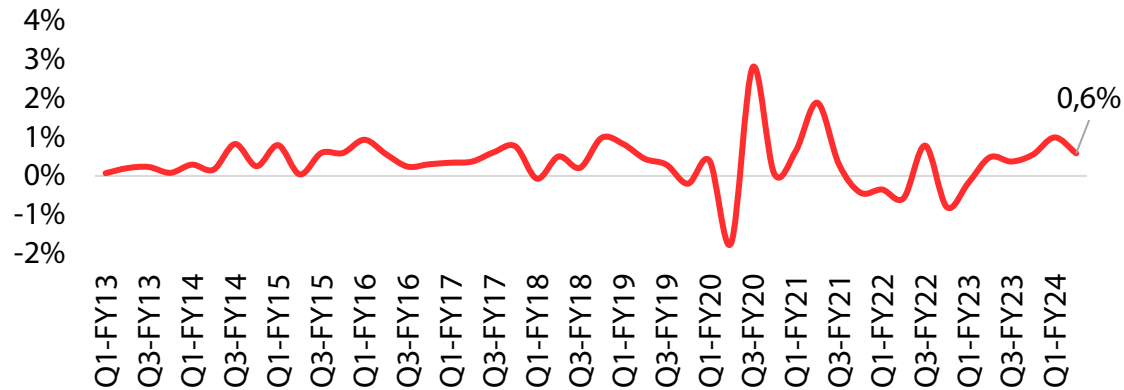
Nguồn: US Treasury, CTCK Rông Việt

Hình 8: Hàng tồn kho tại Mỹ vẫn duy trì ở mức cao



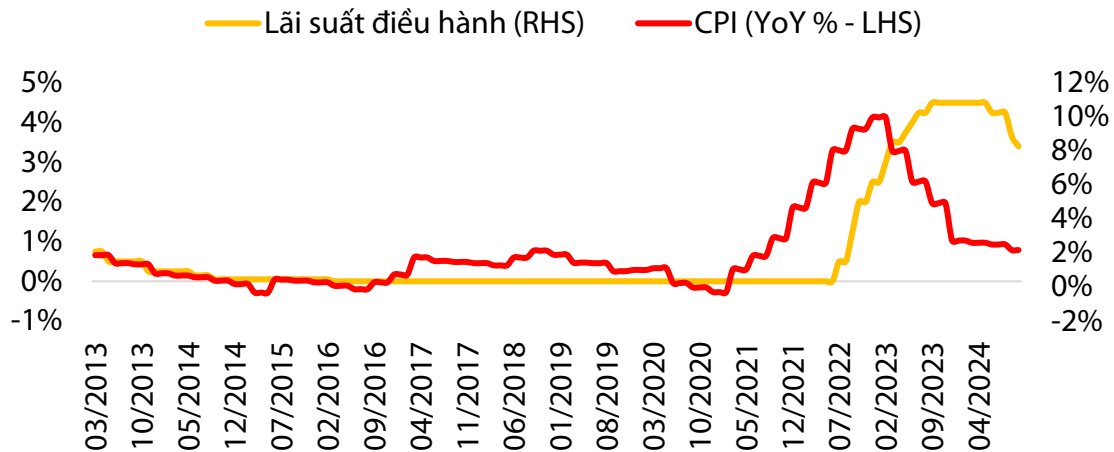
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Hình 9: Thu nhập thực tế hộ gia đình tại EU có xu hướng cải thiện (QoQ) kể từ đầu năm 2023



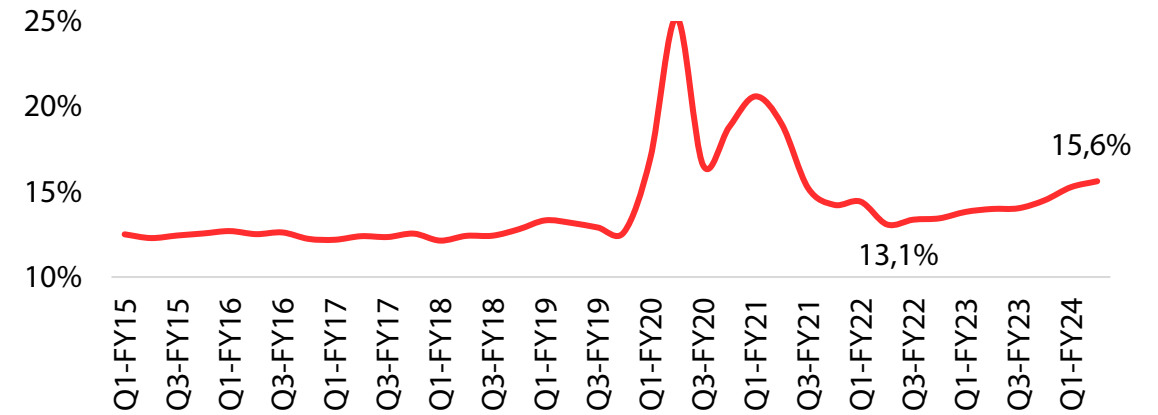
Nguồn: EuroStat, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Kỳ vọng hộ gia đình tăng tiêu dùng khi lãi suất giảm



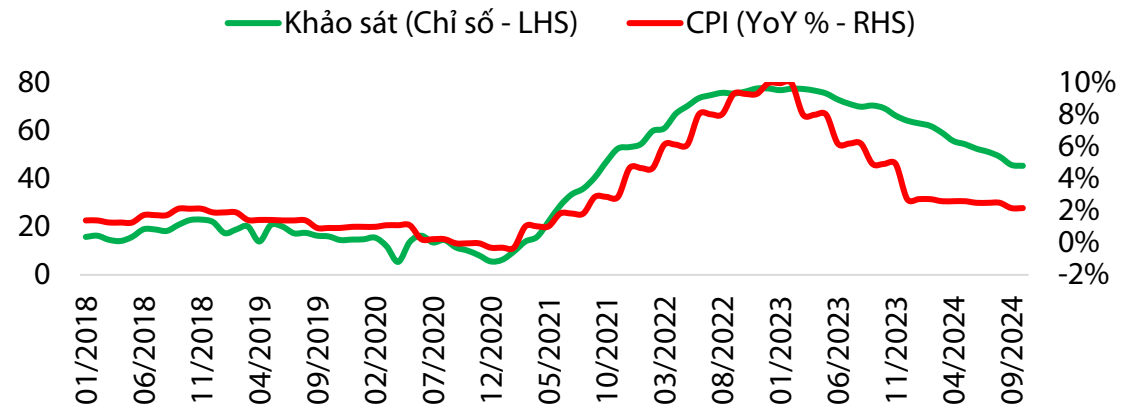
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Kể từ khi ECB tăng lãi suất, người dân Châu Âu đã gia tăng tỷ lệ tiết kiệm để hưởng lợi nhiều hơn



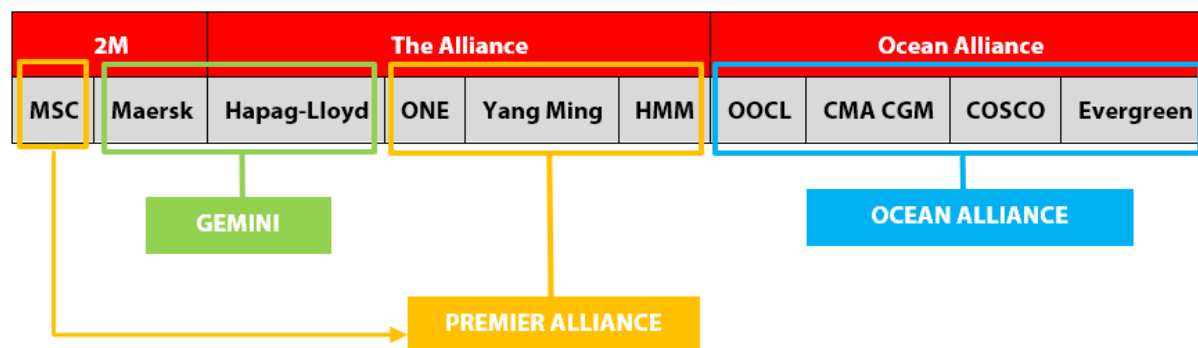
Nguồn: EuroStat, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Người dân Châu Âu nhận thức rõ hơn về lạm phát đang giảm, là chỉ báo sớm về tăng tiêu dùng trong thời gian tới



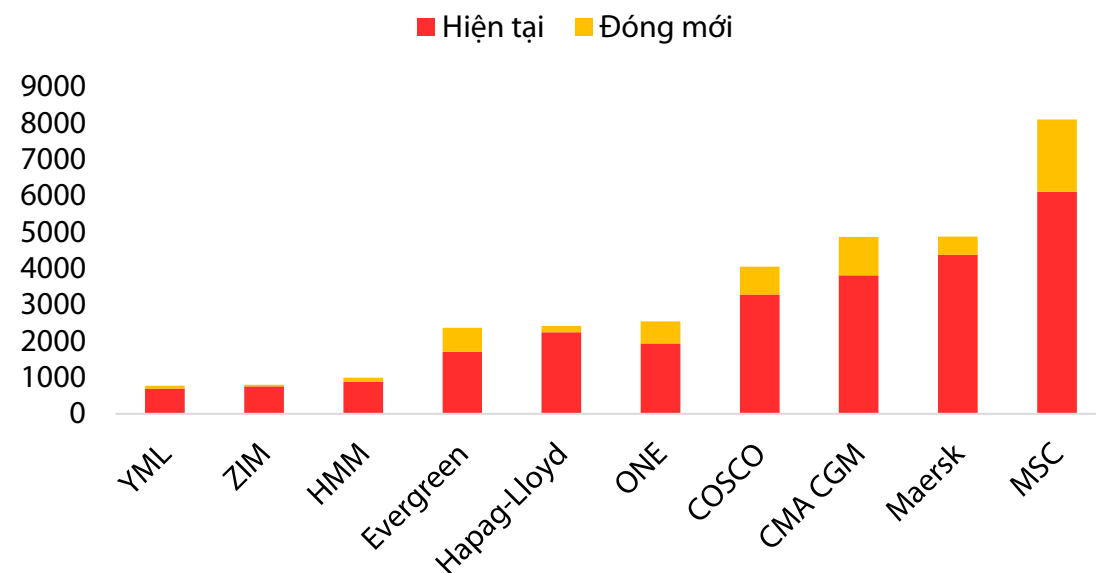
Nguồn: Euro Commission, CTCK Rồng Việt, Khảo sát người tiêu dùng về xu hướng giá trong 12 tháng qua

Hình 13: Thị trường hàng hải chào đón liên minh hãng tàu mới



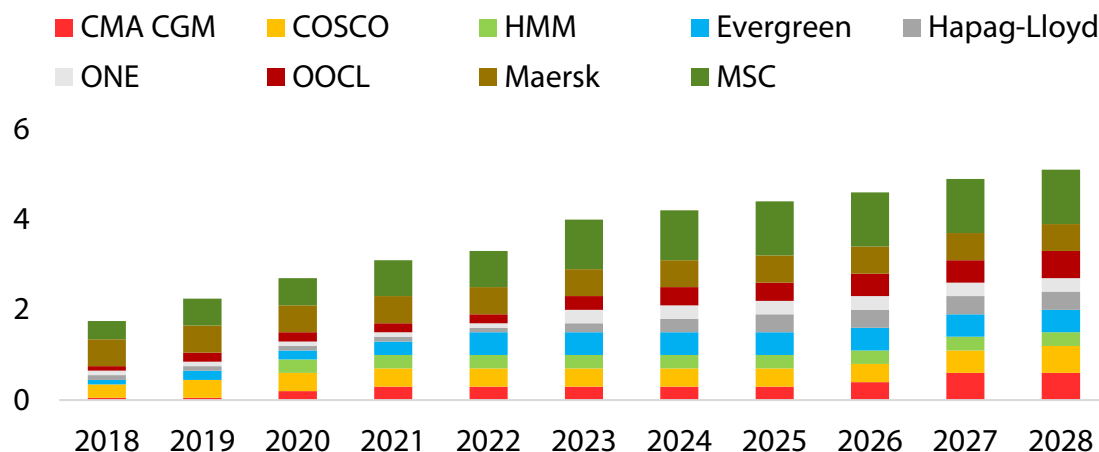
Nguồn: Website các hãng tàu, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Cách hãng tàu chạy đua trong việc mở rộng công suất



Nguồn: Alphaliner, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Cung tải đóng mới của tàu Megamax (trên 20.000 TEU) được dự báo tăng trưởng kép 5% trong giai đoạn 2024 – 2028



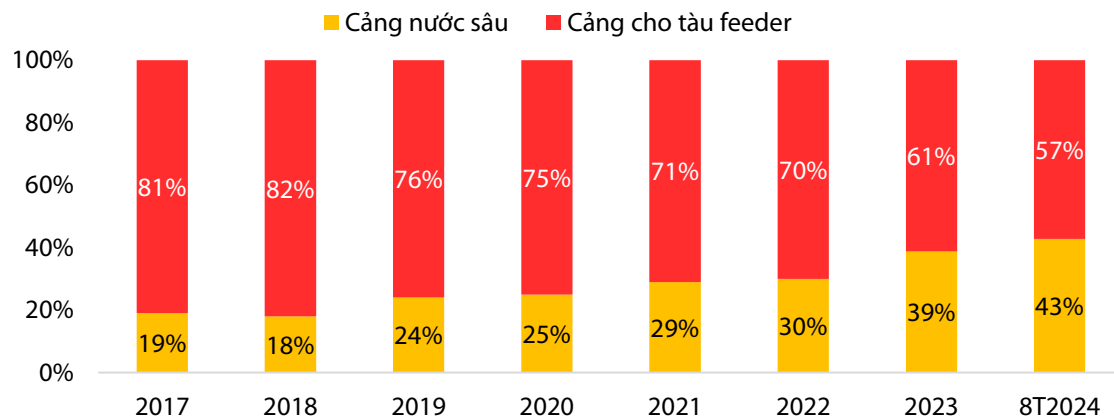
Nguồn: WTO, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Sản lượng thông quan phụ thuộc vào lợi ích của hãng tàu

Cảng nước sâu	Đối tác chiến lược	Liên minh đang khai thác
Lạch Huyện bến 1&2	Wanhai, ONE, Itochu	The Alliance, 2M
Lạch Huyện bến 3&4	MSC	N/A
Lạch Huyện bến 5&6	Maersk	N/A
Gemalink	CMA CGM	The Alliance, Ocean Alliance
TCIT	Wanhai, Hanjin	The Alliance
TCTT	N/A	N/A
SSIT	SSA Marine	N/A
CMIT	Maersk	2M

Nguồn: Website các công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Thị phần của cảng nước sâu đang tăng lên qua từng năm



Nguồn: VPA, Vinamarine, CTCK Rồng Việt, Thị phần theo sản lượng container xuất – nhập khẩu

Bảng 2: Các dự án cảng nước sâu sắp triển khai/đi vào hoạt động

Cảng nước sâu	Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng)	Thời gian dự kiến hoàn thành	Công suất thiết kế (Triệu TEU)
Liên Chiểu - Đà Nẵng	3.420	Q4-FY25	2,5
Lạch Huyện bến 3&4	6.946	Q1 - FY25	1,1
Lạch Huyện bến 5&6	8.950	Q1 - FY25	N/A
Gemalink GĐ 2A	3.700	Q2-FY26	0,6

Nguồn: Website các công ty, CTCK Rồng Việt

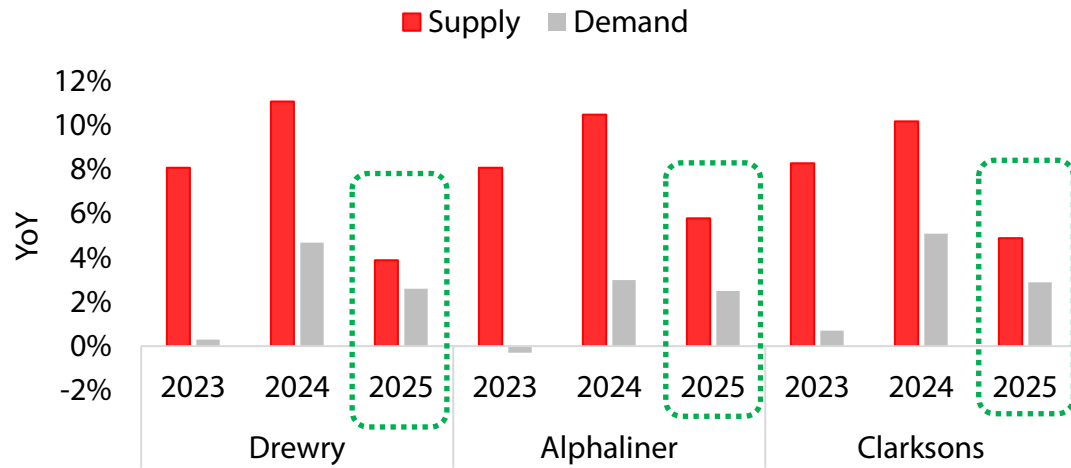
Các công ty niêm yết sở hữu cảng nước sâu như GMD (Gemalink), PHP (Lạch huyện bến 3&4), SGP (SSIT & CMIT) sẽ được hưởng lợi trong dài hạn, tuy nhiên mức độ hưởng lợi sẽ phụ thuộc vào thị phần của hãng tàu là đối tác chiến lược:

- Cảng nước sâu sẽ tiếp tục mở rộng thị phần bởi môn nước cao vượt trội so với cảng sông (16,5 m so với 8,5 m) giúp đón được tàu có trọng tải lên tới 250.000 DWT, phù hợp với xu hướng mở rộng đội tàu có kích thước lớn của các hãng vận tải.
- Các hãng tàu sẽ mở thêm tuyến dịch vụ mới nhằm (1) gia tăng sự hiện diện của mình trên các tuyến hàng hóa trọng yếu và (2) tối ưu công suất sau khi nhận về số lượng lớn tàu đóng mới.

Diễn biến phân hóa đối với các cảng Feeder tại hai khu vực chính:

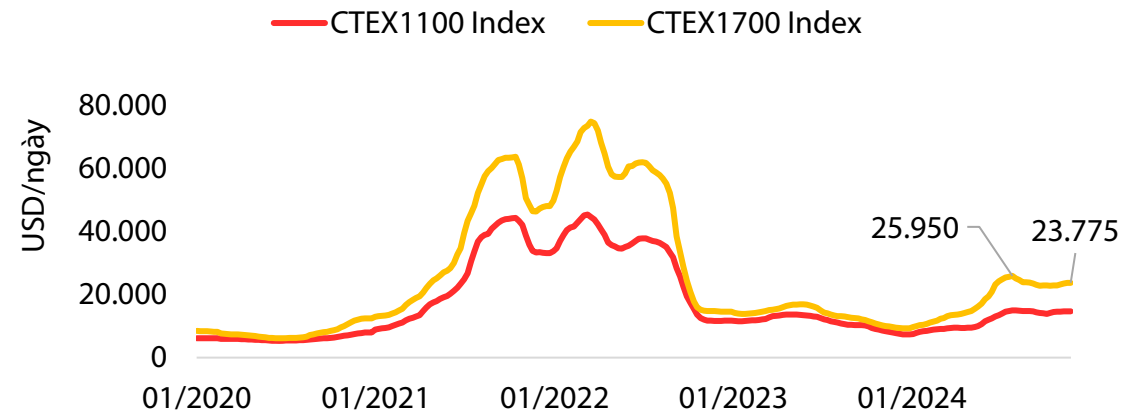
- Khu vực Hải Phòng:** tình hình cạnh tranh sẽ gay gắt hơn khi hai cảng nước sâu Lạch Huyện (LH) bến 3&4 và bến 5&6 đi vào hoạt động từ Q1-FY25. Nhu cầu gom hàng từ các cảng sông sang cảng trung chuyển tại Singapore, HongKong sẽ giảm đi do sẽ có thêm các tuyến mới đi thẳng từ LH sang thị trường Mỹ và EU.
- Khu vực Hồ Chí Minh:** bị giảm về thị phần nhưng vẫn duy trì tăng trưởng dương nhờ hưởng lợi từ cảng nước sâu. Do khu vực HCM là điểm kết nối giữa các KCN phía Nam với Cái Mép – Thị Vải.

Hình 17: Giá cước vận tải container gặp áp lực khi cung vượt cầu



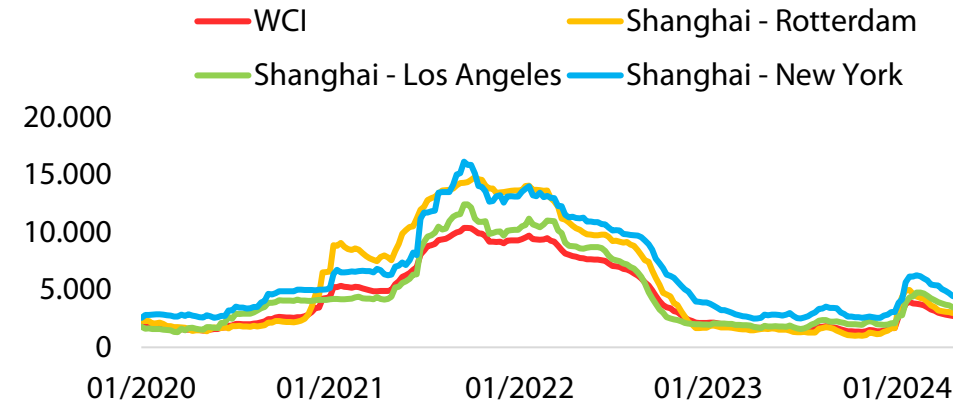
Nguồn: Drewry, Alphaliner, Clarksons, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Trong khi đó, giá cước thuê tàu đã sớm hồi phục, mức giảm chỉ có 8% từ mức đỉnh tháng 07/2024



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Sau khi tạo đỉnh vào tháng 07/2024, giá cước vận tải biển quốc tế đã giảm 44% (USD/40ft)

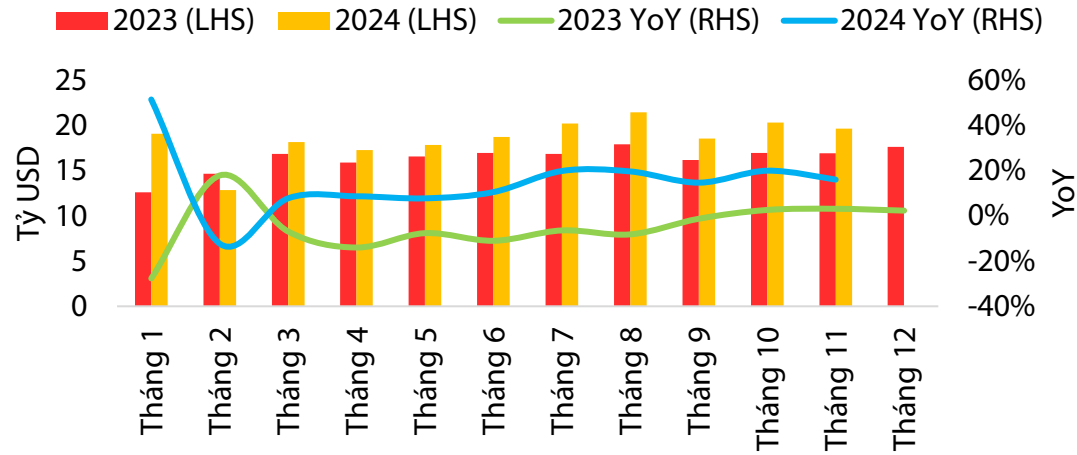


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Mặc dù, một phần cung tải dư thừa được hấp thụ bởi lịch di chuyển dài hơn khi đi qua Mũi Hảo Vọng, nhưng chúng tôi cho rằng giá cước vận tải sẽ giảm trong năm 2025 bởi cạnh tranh về giá giữa liên minh hãng tàu trên các tuyến dịch vụ chính.

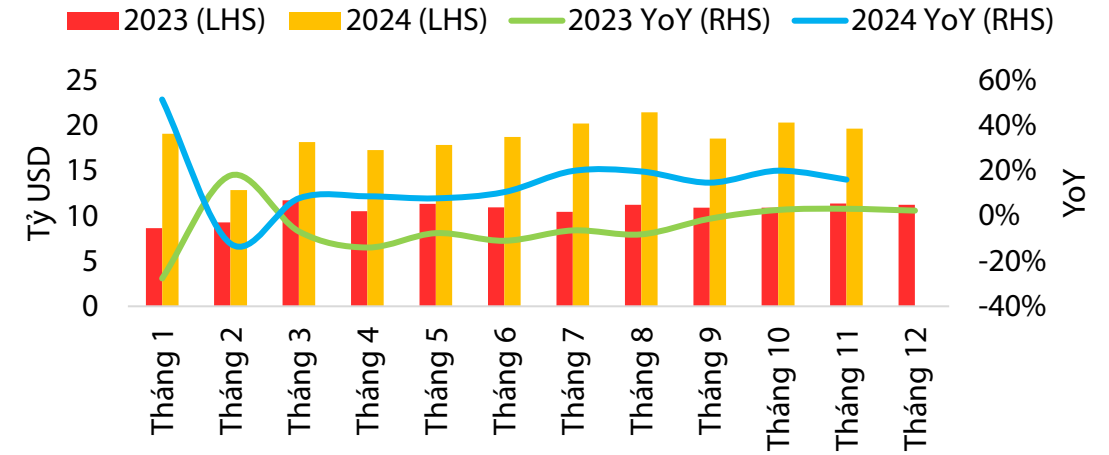
Quan điểm của chúng tôi, **thị trường thuê tàu sẽ diễn biến tích cực hơn vận tải** bởi nhu cầu thuê tàu cao (1) tăng thuê tàu Feeder hoạt động trên tuyến nội khu hoặc gom hàng (theo mô hình Hub & Spoke) sau khi hãng tàu tập trung vào đội tàu có kích thước rất lớn khai thác tuyến đường dài, (2) giá trị thuê thấp hơn nhiều so với việc đầu tư tàu mới và (3) tính linh hoạt phù hợp theo mùa vụ trong điều kiện thị trường biến động mạnh.

Hình 20: Ước tính giá trị XK hàng hóa container đường biển



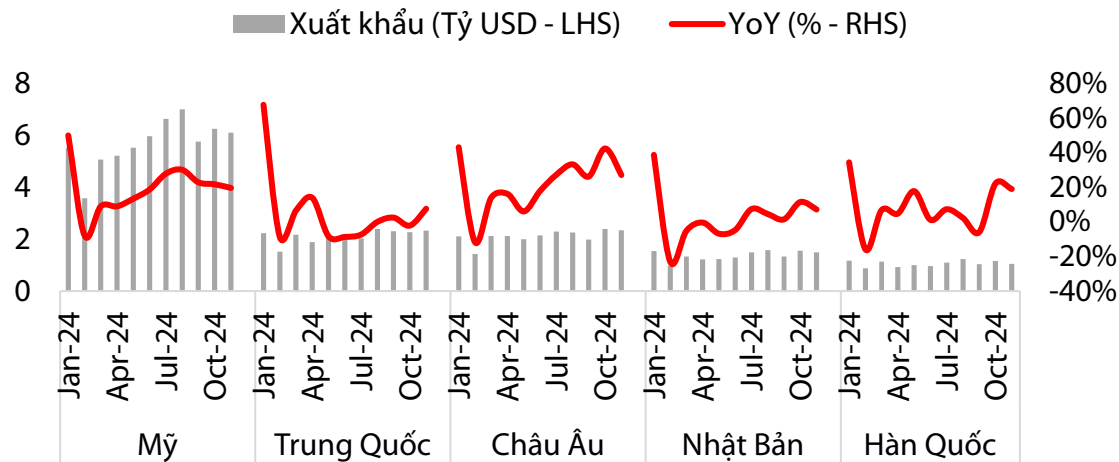
Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Ước tính giá trị NK hàng hóa container đường biển



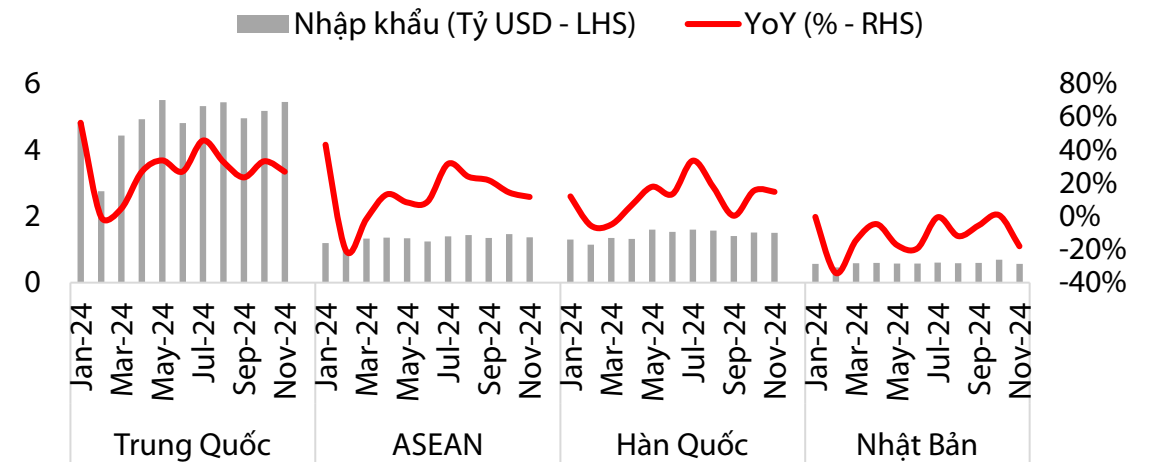
Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 22: Giá trị XN qua đường biển đến các thị trường chính



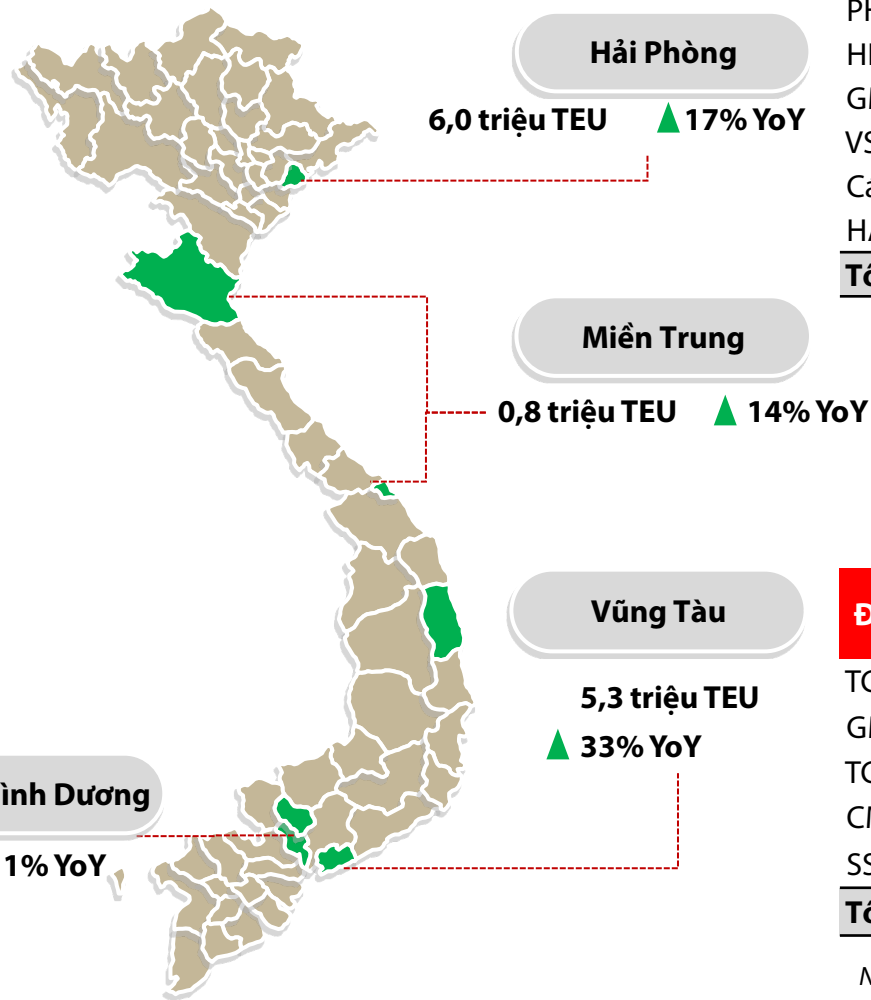
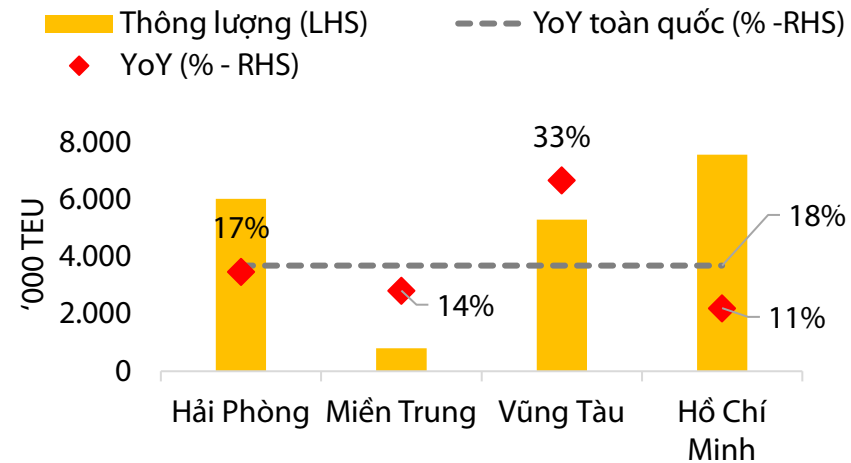
Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 23: Giá trị NK qua đường biển từ các thị trường chính



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 24: Thông lượng trong các cụm cảng chính trong 10T2024



Đơn vị: '000 TEUs	10T2024	+/- YoY	TP
Cát Lái	4.819	10%	64%
Bình Dương	672	53%	9%
Đồng Nai	554	23%	7%
ITC	485	3%	6%
VITC	389	-10%	5%
Bến Nghé	286	-5%	4%
Sài Gòn	211	11%	3%
Khác	139	2%	2%
Tổng	7.554	11%	100%

Đơn vị: '000 TEUs	10T2024	+/- YoY	TP
PHP	1.457	2%	24%
HICT	1.364	36%	23%
GMD	1.057	19%	18%
VSC	949	17%	16%
Các cảng khác	750	18%	12%
HAH	439	25%	7%
Tổng	6.017	17%	100%

Đơn vị: '000 TEUs	10T2024	YoY %	TP
TCIT	1.612	2%	31%
GML	1.434	88%	27%
TCTT	895	35%	17%
CMIT	802	53%	15%
SSIT	554	28%	10%
Tổng	5.297	33%	100%

Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

Cổ phiếu	VHTT (tỷ đồng)	GTKL BQ 3T (tr. đ)	P/E hiện tại (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 4Q (%)	Giá mục tiêu	Thị giá tại ngày 10/01/25	Mức sinh lời kỳ vọng	2023A		2024E		2025F		Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng LNST	
									EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	2024E	2025F	2024E	2025F
Nhóm cảng biển																		
GMD	25.667	65.925	24,27	2,49	14,7%	73.100	62.000	17,9%	6.138	23.890	3.752	30.485	2.823	31.553	22,1%	-1,6%	-24,0%	-24,8%
VSC	4.488	48.058	18,50	1,06	5,9%	17.800	15.650	26,5%	531	13.591	725	16.129	808	16.937	24,6%	7,3%	64,9%	11,5%
PHP	13.765	9.077	29,88	2,76	11,8%	N.R	42.100	n.a	1.735	15.253	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
SGP	5.689	2.692	19,40	2,11	11,3%	N.R	26.300	n.a	1.367	12.449	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
DVP	3.352	775	10,92	2,35	23,3%	N.R	83.800	n.a	8.267	34.400	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
Nhóm vận tải biển																		
HAH	6.006	112.026	15,24	2,00	14,2%	58.000	49.500	17,2%	2.883	21.929	3.635	26.030	5.067	30.204	43,9%	11,1%	41,3%	37,7%
PVT	9.203	49.491	10,59	1,22	15,2%	34.600	25.850	33,8%	2.572	19.130	3.297	22.154	3.641	25.295	25,6%	12,6%	25,8%	10,4%
VNL	243	219	6,21	0,85	14,3%	N.R	17.200	n.a	2.586	19.072	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R

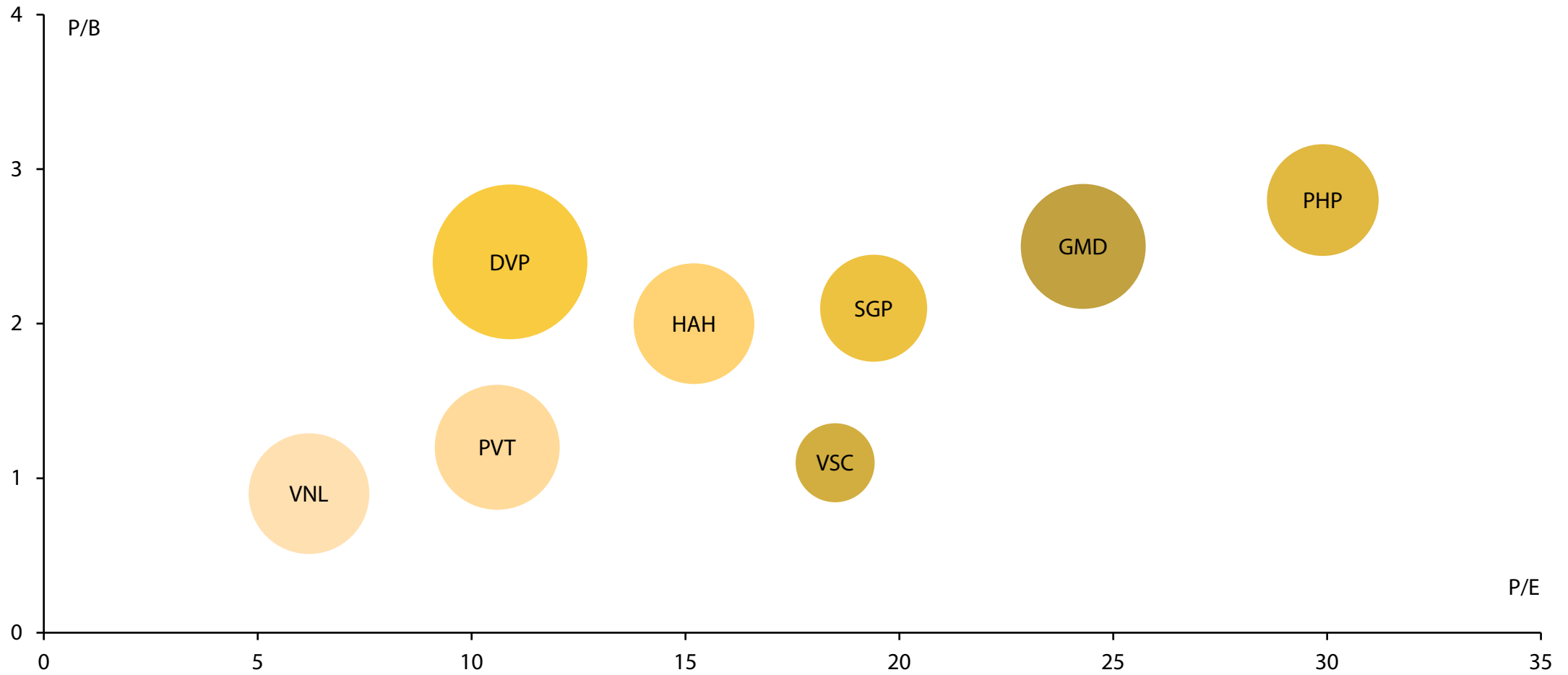
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 10/01/2025.

N.R: Không đánh giá

N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu

EPS: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ trên mỗi cổ phiếu

GTSS/CP: Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/01/2025

TÍCH LŨY: 17%

GTT: 49.500

GMT: 58.000

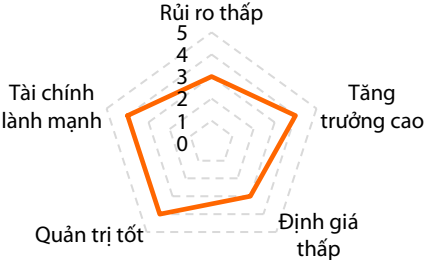
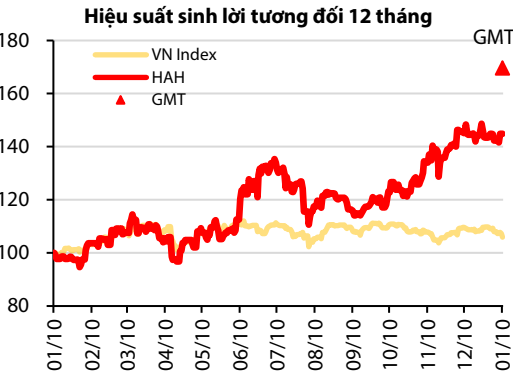
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A

2024F

2025F



Ngành	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
Vốn hóa (triệu \$)	6.006
SLCPĐLH (triệu CP)	121
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	2.437
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	113
SH NHĐTNN còn lại (%)	16,5
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	32 - 51.3

Doanh thu (tỷ đồng)	2.613	3.759	4.176
LNST (tỷ đồng)	385	544	748
ROA (%)	7,2	7,9	10,7
ROE (%)	14,5	17,2	20,4
EPS (đồng)	3.648	3.635	5.069
GTSS (đồng)	25.218	26.030	30.206
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	2.500
P/E (x)	13,6	13,2	9,5
P/B (x)	1,9	1,8	1,6

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hoạt động đội tàu khởi sắc tạo nên bước nhảy vọt về doanh thu trong năm 2025

- Hoạt động vận chuyển và phụ trợ vận tải container “dễ hợt hơi” khi cung tàu mới tiếp tục gia nhập thị trường...**
 - Sản lượng đi ngang so với mức nền cao của năm 2024, bởi Trung Quốc gia tăng đẩy hàng sang Mỹ trong giai đoạn 06/2024 – 08/2024.
 - Giá cước vận tải dự báo giảm 7% YoY do lượng cung tàu mới gia nhập thị trường tạo áp lực lên các tuyến Nội Á và Nội địa. Cung tải tàu trên toàn cầu tăng khoảng 5% YoY, các hãng vận tải lớn hoạt động tích cực trên tuyến Nội Á. Trong khi đó, nội địa cũng đón thêm 4 tàu mới của GMD gia nhập thị trường.
- ...Nhưng hoạt động cho thuê định hạn khởi sắc sẽ dẫn dắt tăng trưởng trong năm 2025**
 - Hai tàu HAIAN OPUS, HAIAN GAMA được cho thuê với giá cước cao tạo nên nguồn doanh thu mới khi được đầu tư trong nửa cuối năm 2024.
 - Ba tàu HAIAN VIEW, WEST, EAST được tái ký tàu với giá cước cao hơn 30% so với hợp đồng cũ.

Đội tàu nhà đảm bảo sản lượng hàng cho cảng Hải An, mang đến dòng tiền ổn định cho HAH. Với 50% số lượng tàu phục vụ vận chuyển và khách hàng lâu năm SM Line nên cảng Hải An luôn đón trung bình 6 – 7 chuyến tàu mỗi tuần, đảm bảo sản lượng ổn định cho cảng.

Biên lợi nhuận mở rộng nhờ gia tăng tỷ trọng doanh thu cho thuê. Biên gộp mảng cho thuê trung bình 60 – 70%, cao hơn mức trung bình của vận tải khoảng 15% - 20%.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giá cước vận tải biến động mạnh do những tác động từ chính trị.
- Độ biến động cao trong cơ cấu đội tàu giữa cho thuê và vận hành làm cho KQKD bị lệch so với dự báo.

Bảng 1: Danh sách đội tàu của HAH

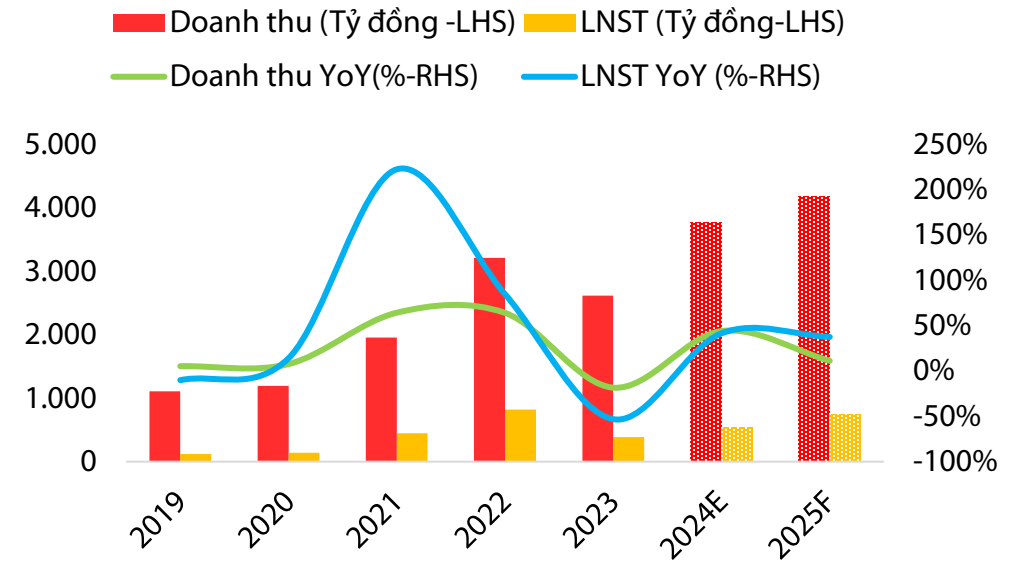
STT	Tên tàu	Cung tải	Tỷ lệ BCC	Hình thức hoạt động	Giá thuê định hạn (USD/ngày)	Lịch cho thuê định hạn
1	HAIAN PARK	787	100%	Tự vận hành		
2	HAIAN TIME	1.032	100%	Tự vận hành		
3	HAIAN BELL	1.200	81%	Tự vận hành		
4	HAIAN LINK	1.060	100%	Tự vận hành		
5	HAIAN MIND	1.794	67%	Cho thuê định hạn	24.000	10/2024 – 09/2025
6	HAIAN VIEW	1.577	70%	Cho thuê định hạn	13.400	05/2024 – 04/2025
7	HAIAN WEST	1.740	90%	Cho thuê định hạn	18.000	01/2024 – 01/2025
8	HAIAN EAST	1.702	90%	Cho thuê định hạn	18.000	01/2024 – 01/2025
9	HAIAN CITY	1.577	65%	Tự vận hành		
10	HAIAN ROSE	1.708	84%	Tự vận hành		
11	ANBIEN BAY	1.700	44%	Cho thuê định hạn	40.000	07/2022 – 11/2024
12	HAIAN ALFA	1.700	97%	Tự vận hành		
13	HAIAN BETA	1.700	100%	Tự vận hành		
14	HAIAN OPUS	1.700	81%	Cho thuê định hạn	24.000	08/2024 – 08/2026
15	ANBIEN SKY	1.700	0%	Cho thuê định hạn	15.950	05/2024 – 01/2025
16	HAIAN GAMA	3.500	100%	Cho thuê định hạn	30.000	11/2024 – 06/2025

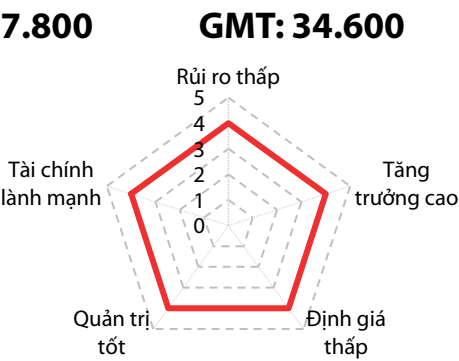
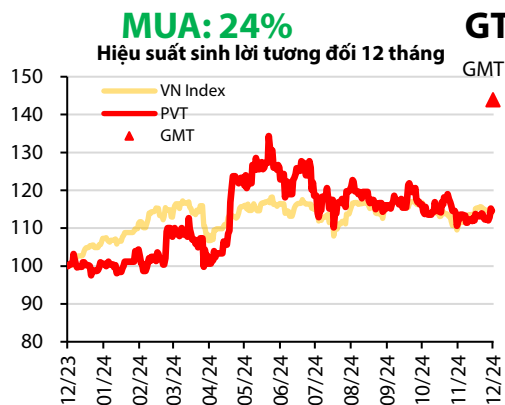
Bảng 2: Mức định giá của công ty cùng ngành hàng hải

Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình ngành
Tỷ trọng	15%	15%	15%	15%	20%	20%	
EV/EBITDA							
Trung bình	15,1x	14,0x	8,0x	8,2x	4,6x	4,7x	8,7x
Trung vị	11,8x	10,2x	7,9x	3,0x	0,8x	4,2x	5,9x
P/E							
Trung bình	66,4x	150,1x	24,5x	3,4x	1,4x	5,8x	38,1x
Trung vị	40,8x	37,1x	9,7x	3,1x	1,4x	6,7x	15,2x
P/B							
Trung bình	0,9x	1,0x	1,5x	1,6x	0,8x	0,7x	1,0x
Trung vị	0,8x	1,0x	1,5x	1,5x	0,8x	0,6x	1,0x

Nguồn: HAH, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Doanh thu và LNST dự phóng của HAH





THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Dầu khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	9.897
SLCPĐLH (triệu CP)	356
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	1.839
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	51
SH NHĐTNN còn lại (%)	37
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	23,36 - 32,7

TÀI CHÍNH

	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	9.556	12.001	13.511
LNST - CDM (tỷ đồng)	972	1.223	1.350
ROA (%)	5,6	6,0	6,3
ROE (%)	14,3	15,5	15,0
EPS (đồng)	2.829	3.297	3.641
GTSS (đồng)	21.044	22.154	25.295
Cổ tức tiền mặt (đồng)	800	300	500
P/E (x)	8,5	8,4	7,6
P/B (x)	1,1	1,3	1,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng cường và trẻ hoá đội tàu giúp mở rộng thị trường hoạt động

- Năm 2024, PVT đã đầu tư thêm 8 tàu, gồm các loại tàu chở dầu sản phẩm, hóa chất, LPG và hàng rời, nâng đội tàu lên 58 chiếc (49 tàu sở hữu trực tiếp và 9 tàu thuê theo hình thức bareboat), tương ứng tỷ trọng đội tàu tăng 23% YoY lên 1,6 triệu DWT.
- Với chiến lược mở rộng hoạt động và lợi thế về chi phí quản lý vận hành thấp hơn 10-15% so với các công ty nước ngoài, PVT đã có thể mở rộng ra các thị trường yêu cầu cao như châu Âu và Bắc Mỹ, thay vì chỉ tập trung vào khu vực châu Á và Trung Đông. Hiện tại, hơn 85% đội tàu của PVT đang hoạt động trên các tuyến vận tải quốc tế.

Thanh lý tàu cao tuổi mang lại dòng tiền bổ sung tái đầu tư tàu mới

- Theo quan sát của chúng tôi, PVT chủ yếu đầu tư các tàu vận tải đã qua sử dụng có độ tuổi bình quân từ 8 -15 tuổi và thanh lý tàu đã hoạt động lâu có độ tuổi từ 20-35 tuổi.
- Hiện nay, PVT đang có 2 tàu vận tải khí LPG trên 30 tuổi, và 1 tàu vận tải hóa chất trên 20 tuổi. Nhóm tàu này sẽ khó tham gia vận tải trong khu vực nội địa lẫn quốc tế nên chúng tôi cho rằng nhiều khả năng Công ty sẽ sớm thanh lý để tái đầu tư đội tàu trẻ hơn trong các năm tới.

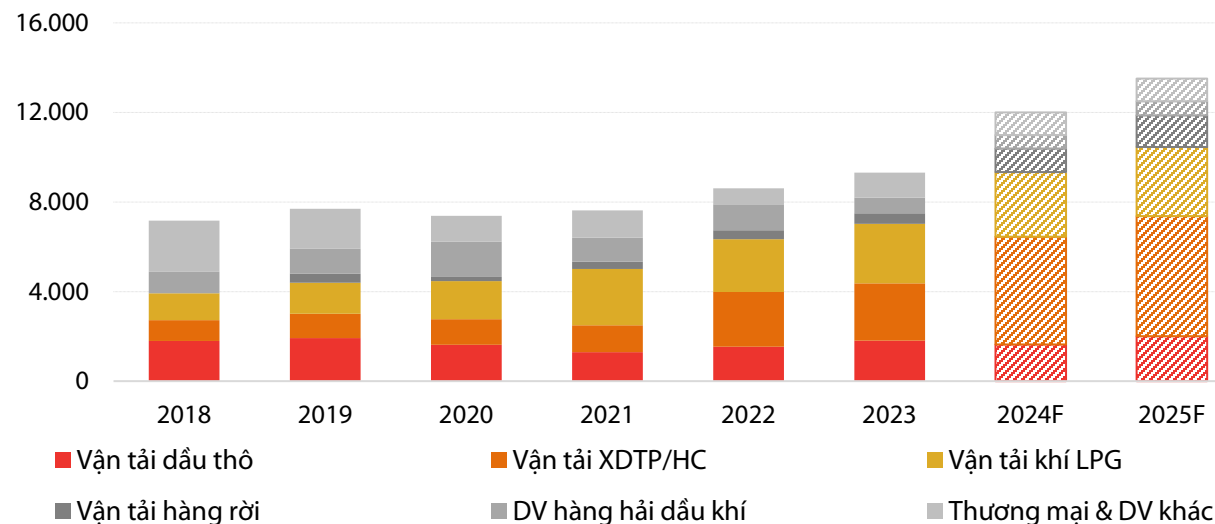
Đóng góp từ các tàu mới dẫn dắt tăng trưởng năm 2025

- Trong năm 2025, chúng tôi dự báo giá cước vận tải dầu khí sẽ duy trì ở mức cao đối với dầu thô và giảm nhẹ đối với dầu sản phẩm.
- Doanh thu mảng vận tải dầu khí của PVT kỳ vọng tăng trưởng khả quan nhờ vào (1) Khối lượng vận chuyển dầu thô & XDTP của BSR ước tính gia tăng hơn 20% sau bảo dưỡng, (2) Đóng góp doanh thu của các tàu mới bù đắp mức sụt giảm từ giá cước vận tải dầu sản phẩm không thuận lợi.
- Ước tính doanh thu các mảng kinh doanh sẽ tăng trưởng: vận tải dầu sản phẩm/hóa chất (+11,5% YoY), vận tải khí LPG (+6,9% YoY), hàng rời (+34,6% YoY) và vận tải dầu thô (+22,4% YoY).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

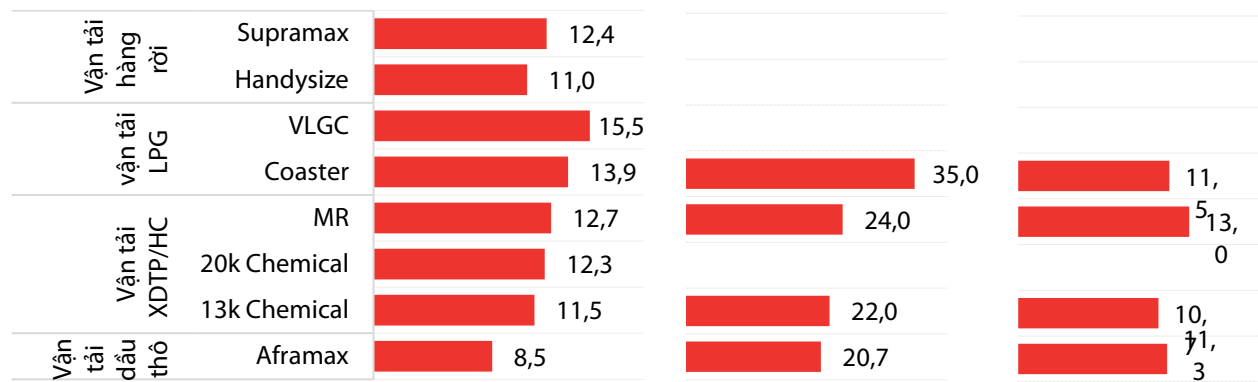
- Giá cước vận tải biển có thể hạ nhiệt nhanh hơn dự báo do nguồn cung tàu gia tăng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận
- Căng thẳng địa chính trị thuyền giảm có thể làm quãng đường vận tải dầu khí ngắn lại.

Doanh thu các phân khúc của PVT giai đoạn 2018-2025 (Tỷ đồng)



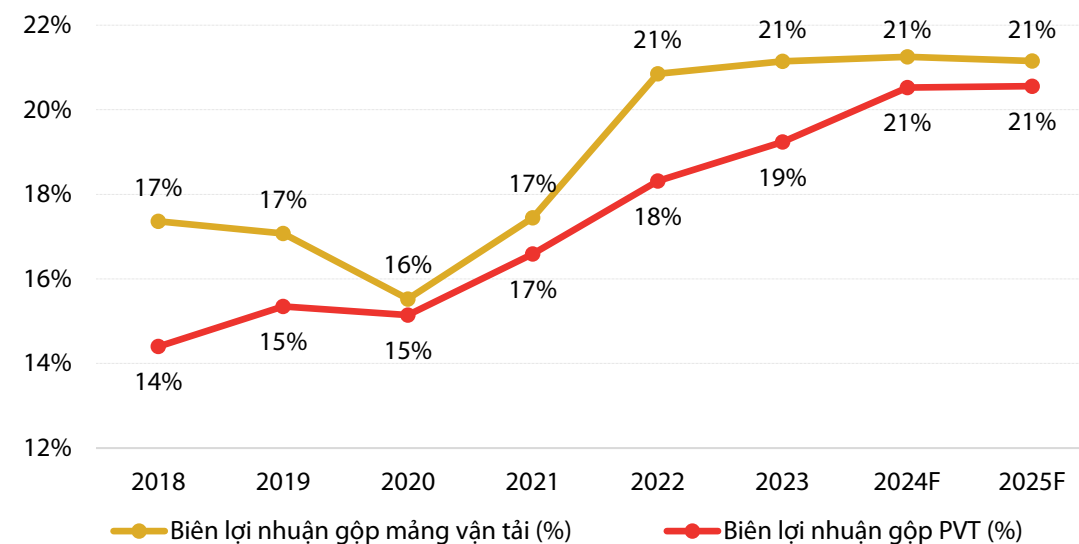
Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Tuổi bình quân của đội tàu PVT (tuổi)



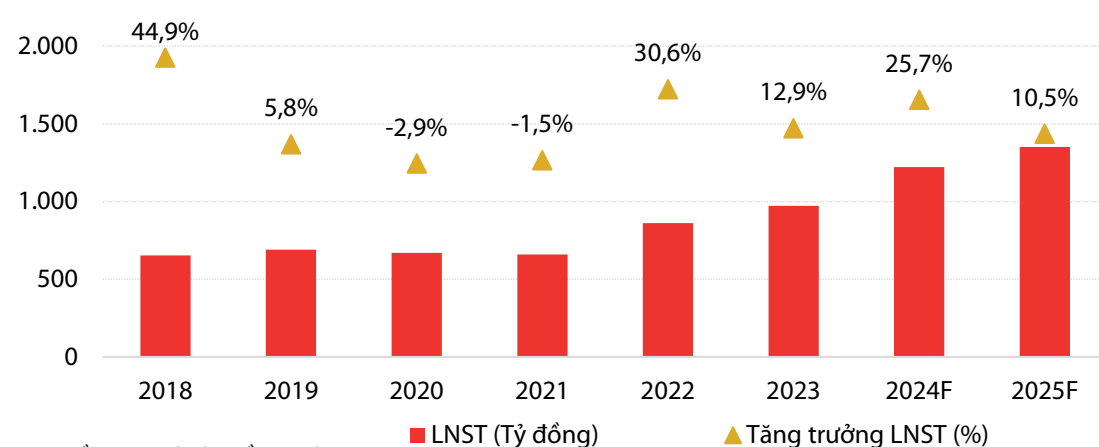
Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Biên lợi nhuận của PVT giai đoạn 2018-2025 (%)



Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận của PVT giai đoạn 2018-2025 (Tỷ đồng)



Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 18%

GTT: 62.000

GMT: 73.100

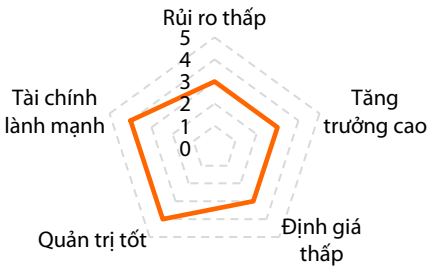
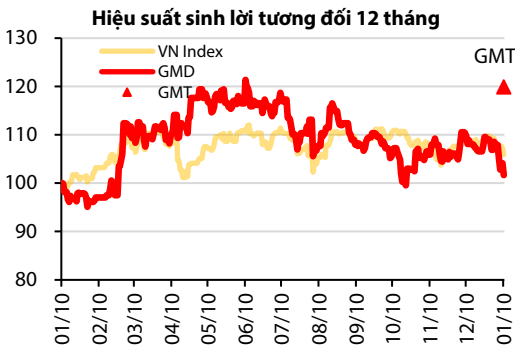
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A

2024F

2025F



Ngành	Hàng & Dịch vụ
Vốn hóa (triệu \$)	Công nghiệp
SLCPĐLH (triệu CP)	25.667
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	414
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	1.017
SH NHĐTNN còn lại (%)	66
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	0,3
	57.32 - 74.78

Doanh thu (tỷ đồng)	3.846	4.694	4.621
LNST (tỷ đồng)	2.222	1.688	1.270
ROA (%)	16,4	9,8	6,9
ROE (%)	26,0	13,4	9,7
EPS (đồng)	7.119	3.752	2.823
GTSS (đồng)	27.975	30.485	31.553
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.200	2.000	2.000
P/E (x)	9,1	17,2	22,9
P/B (x)	2,3	2,1	2,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khu vực phía Bắc gặp thử thách khi cảng Lạch Huyện bến 3&4 đi vào hoạt động nhưng cụm phía Nam tích cực sẽ làm chậm đà giảm doanh thu trong năm 2025

- Cảng Nam Đình Vũ:** Sản lượng xếp dỡ được dự báo giảm 8% YoY trong năm 2025 khi mất hai tuyến dịch vụ của MSC. Do hãng tàu này sẽ chuyển sang khai thác tại cảng Lạch Huyện bến 3&4 khi đã ký kết hợp tác chiến lược với cảng Hải Phòng.
- Cảng PIP và Bình Dương:** Là điểm nối tiếp giữa KCN phía Nam và Vũng Tàu. Nhu cầu xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Châu Âu được dự báo dần cải thiện trong nửa cuối năm 2025 sẽ hỗ trợ tăng trưởng cho cảng PIP và Bình Dương.

Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết là trụ cột vững chắc, đóng góp tới 60% vào LNST-CĐM cho GMD

- Gemalink:** Dự phóng sản lượng tăng trưởng 4% YoY trong năm 2025, thấp hơn so với mức tăng trưởng toàn ngành, bởi mức này đã vượt công suất thiết kế 25%. Đồng thời, thay đổi liên minh hãng tàu không tác động đáng kể đến thị phần Gemalink do kỳ vọng MSC sẽ thay thế được vị trí của Hapag-Lloyd trong tuyến Á – Âu.
- SCS:** hoạt động hiệu quả trong mảng dịch vụ hàng hóa hàng không, duy trì biên lợi nhuận ròng rất cao, trên 60%. SCS được dự phóng sẽ đóng góp 20% về LNST-CĐM cho GMD trong năm 2025.

Biên lợi nhuận gộp bị thu hẹp do chi phí khấu hao tăng lên từ việc đưa cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 vào khai thác và đầu tư mở rộng đội tàu

- Tổng chi phí khấu hao tăng thêm 200 tỷ đồng trong năm 2025 do GMD đầu tư ba tàu mới có cung tải 1.800 TEU với tổng giá trị 2.200 tỷ đồng và cảng Nam Đình Vũ có tổng mức đầu tư 2.800 tỷ dự kiến đưa vào khai thác trong Q3-FY25.
- Biên lợi nhuận gộp giảm 6 pps YoY do chưa thể đạt điểm hòa vốn ngay khi hoạt động trong bối cảnh bị mất thị phần tại khu vực Hải Phòng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Thay đổi liên minh hãng tàu và cảng Lạch Huyện 3 – 6 có thể làm giảm sản lượng thông quan nhiều hơn dự báo.
- Dự án GML giai đoạn 2A tiếp tục bị lùi lại.

Bảng 1: Dự phóng KQKD năm 2024 - 2025

Đơn vị: Tỷ đồng	2024	+/- YoY	2025	+/- YoY
Sản lượng ('000 TEU)	4.406	44%	4.433	1%
Nam Đình Vũ	1.305	18%	1.195	-8%
Bình Dương và PIP	1.317	41%	1.383	5%
Gemalink	1.785	76%	1.856	4%
Doanh thu thuần	4.694	22%	4.621	-2%
Xếp dỡ	4.016	36%	3.943	-2%
Logistics	678	-25%	678	0%
Giá vốn	2.613	26%	2.870	10%
Lợi nhuận gộp	2.080	17%	1.751	-16%
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	712	162%	739	4%
Chi phí bán hàng và quản lý	813	23%	801	-1%
Doanh thu tài chính	395	-80%	52	-87%
Chi phí tài chính	123	-27%	109	-11%
LNTT	2.251	-28%	1.631	-28%
LNST cổ đông công ty mẹ	1.688	-24%	1.270	-25%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Chi phí đầu tư rất lớn của GMD trong năm 2025

Tên dự án	Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng)	Thời gian dự kiến bắt đầu	Thời gian dự kiến hoàn thành	Công suất thiết kế (TEU/năm)
Ba tàu cung tải 1.800 TEU	2.200	Q1-FY25	Q1-FY25	N/A
NĐV GĐ 3	2.800	10/2024	Q3-FY25	600.000
GML 2A	3.825	Q2-FY25	Q2-FY26	600.000
Tổng	8.825			1.200.000

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Tổng hợp định giá

Thành phần	Phương pháp	Giá trị VCSH	Tỷ lệ sở hữu	Đóng góp cho GMD
Cảng và Logistics	FCFF (WACC: 12%, Exit EV/EBITDA: 10x)	11.089		11.089
Logistics & Shipping JVs		31.618		18.064
SCSC	P/E (@15x)	8.377	36.6%	3.066
CJ GMD Logistics	P/E (@10x)	564	49.1%	277
CJ GMD Shipping	Giá trị sổ sách	339	51.0%	173
Gemalink	FCFF (WACC: 10%, Exit EV/EBITDA: 15x)	22.338	65.1%	14.549
Tài sản khác		1.789		1.118
Các khoản đầu tư khác	Giá trị sổ sách	447	100%	447
Cao su (*)	Giá trị sổ sách	1,342	100%	671
Tổng				30.271
Số lượng CPLH				414
Giá mục tiêu				73.100

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt, (*) chiết khấu 50% giá trị do đầu tư không hiệu quả

TÍCH LŨY: 14%

GTT: 15.650

GMT: 17.800

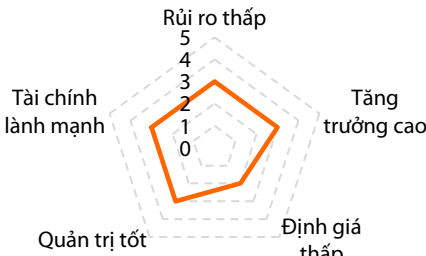
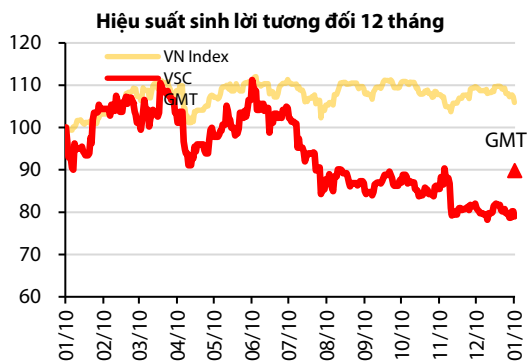
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A

2024F

2025F



Ngành
Vốn hóa (triệu \$)
SLCPĐLH (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

Hàng & Dịch vụ
Công nghiệp
4.488
287
2.885
48
46,7
15.35 - 22.56

Doanh thu (tỷ đồng)	2.181	2.718	2.917
LNST (tỷ đồng)	126	208	232
ROA (%)	2,4	2,8	3,2
ROE (%)	4,4	4,5	4,8
EPS (đồng)	946	725	808
GTSS (đồng)	21.619	16.129	16.937
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
P/E (x)	41,6	25,0	22,4
P/B (x)	0,7	1,0	1,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu tăng trưởng hai chữ số khi hợp nhất cảng Nam Hải Đình Vũ (NHĐV) kể từ Q3/2024...

- Cảng NHĐV được hợp nhất sau khi VSC chi 3.300 tỷ đồng để chi phối toàn bộ cổ phần. Mua cảng NHĐV giúp VSC mở ra dư địa tăng trưởng dồi dào, linh hoạt trong sắp xếp lịch tàu tại cảng và tiếp kiệm được chi phí vận hành khi có thể tận dụng nguồn lực tại cảng VIP Green ở liền kề.
- Nguồn doanh thu đóng góp từ NHĐV sẽ giúp VSC tăng trưởng 18% YoY trong năm 2025.

...Tuy nhiên, lợi ích từ thương vụ M&A này chưa tương xứng với kỳ vọng do công suất khai thác ở mức thấp

- VSC sở hữu 100% cổ phần tại NHĐV mà không có đối tác chiến lược là hãng tàu. Dẫn đến sản lượng của NHĐV chủ yếu đến từ việc điều chuyển lịch tàu từ hai cảng VIP và Green.
- Lũy kế 10T2024, sản lượng của cảng NHĐV chỉ đạt 42% công suất thiết kế, tỷ lệ lấp đầy tương đối thấp sau hơn một năm được VSC quản lý.

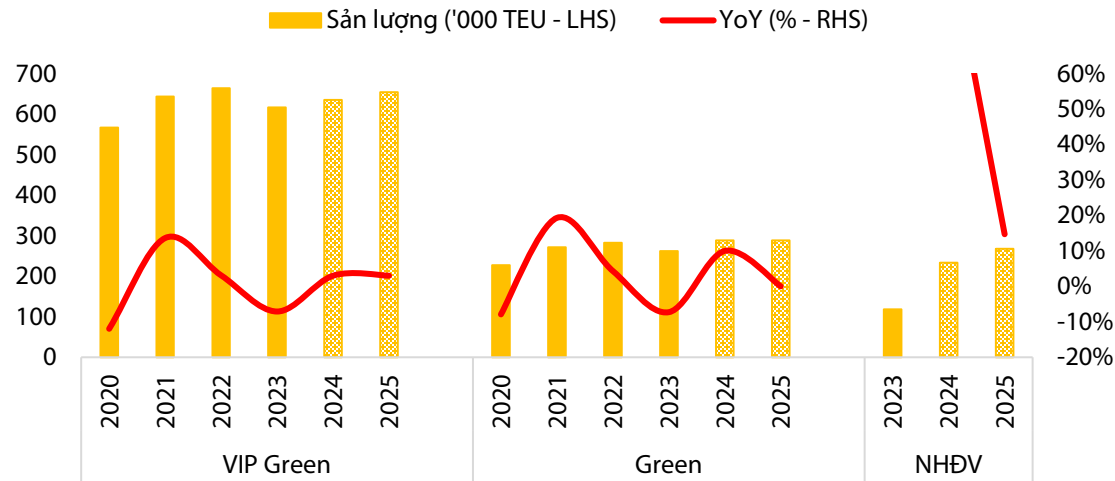
Tỷ trọng nợ vay/VCSH chưa đáng báo động nhưng chi phí lãi vay vẫn tiếp tục bào mòn lợi nhuận trong năm 2025.

- Tổng nợ vay của VSC tiếp tục tăng mạnh trong Q3-FY24 phục vụ cho mục đích mua toàn bộ cổ phần của tại NHĐV và đầu tư chứng khoán.
- Dù cho đã thu hồi được khoản đầu tư khách sạn Hyatt Place nhưng VSC tiếp tục đầu tư ngoài lĩnh vực cốt lõi. Điều này có thể làm giảm hiệu quả hoạt động của VSC trong dài hạn.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

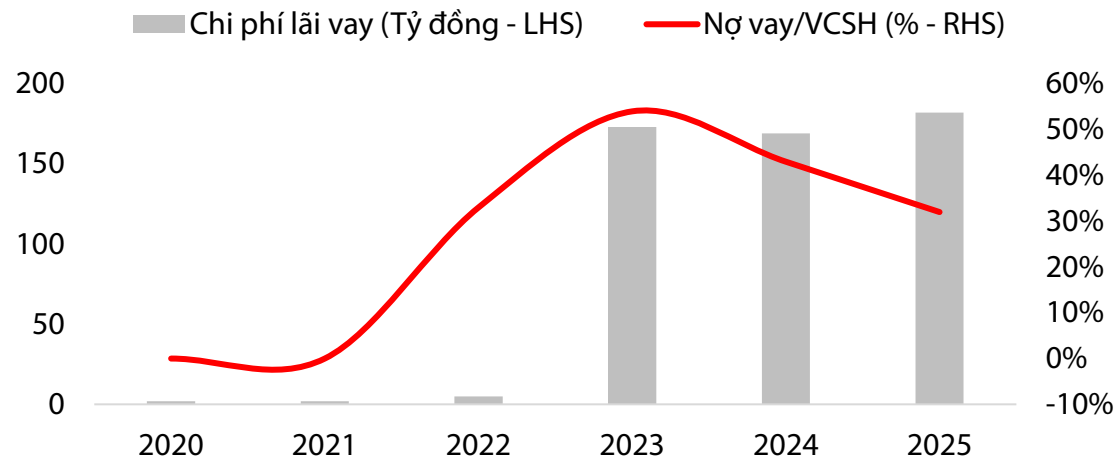
- Sản lượng thuộc phần lớn phụ thuộc vào hãng tàu Evergreen nên tỷ lệ lấp đầy của cụm cảng có thể thấp hơn dự kiến nếu hãng tàu hoạt động không hiệu quả.
- VSC có thể tiếp tục tăng tỷ lệ đòn bẩy, dẫn đến giảm lợi nhuận.
- Giá trị tài sản bằng cổ phiếu tương đối lớn, có thể xem là rủi ro tăng/giảm giá của VSC do tính biến động cao của thị trường chứng khoán.

Hình 1: Dự phóng sản lượng thông qua cụm cảng của VSC



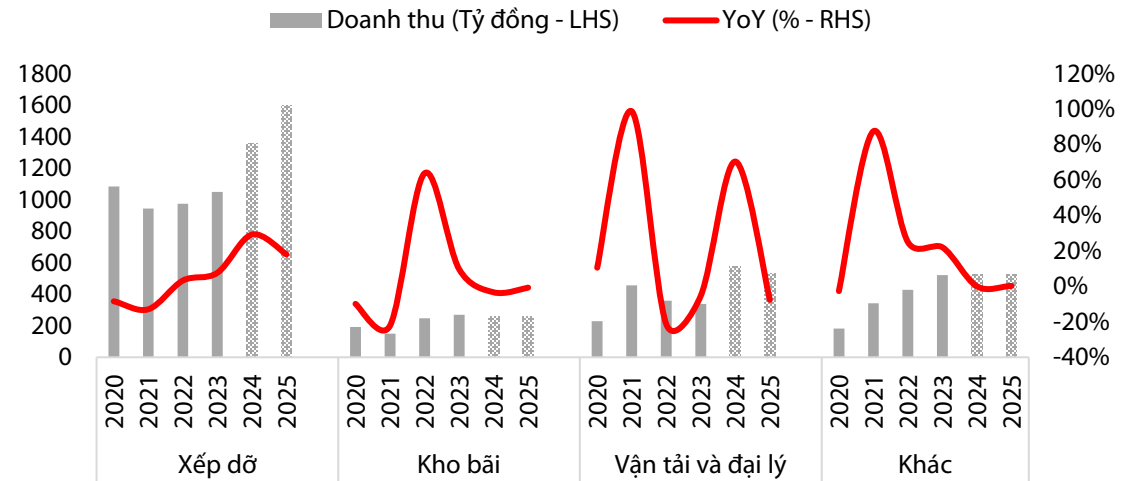
Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Dự phóng chi phí lãi vay và tỷ lệ nợ vay của VSC



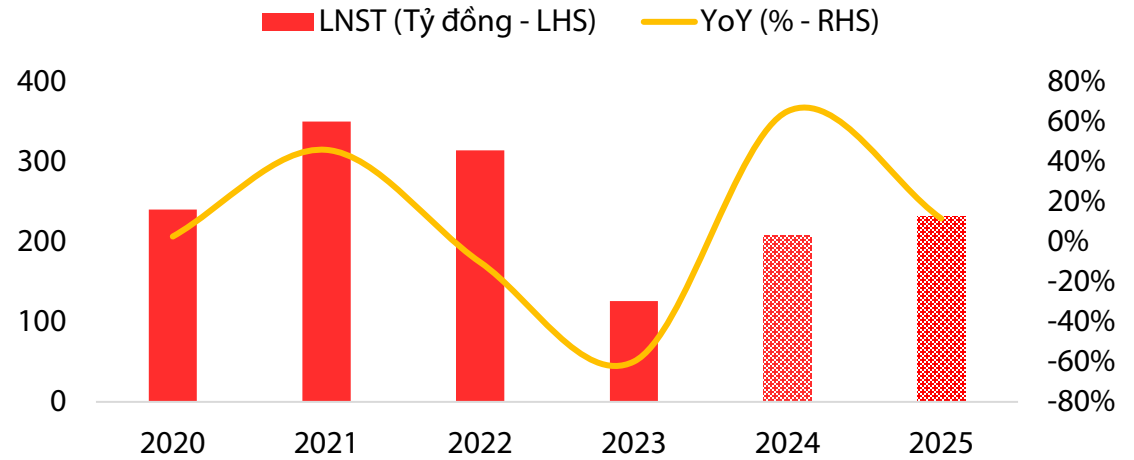
Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Dự phóng doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng LNST của VSC



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

