

NGÀNH CẢNG BIỂN

TỪNG BƯỚC PHỤC HỒI



Cao Ngọc Quân – quancn@vdsc.com.vn





Đánh giá chung

Tiêu cực

Trung bình

Tích cực

Tổng quan

Dù triển vọng về vĩ mô chưa cho thấy những tín hiệu khởi sắc rõ rệt nhưng dòng chảy thương mại được kỳ vọng sẽ dần cải thiện hơn khi bước vào nửa cuối năm nhờ tính chất chu kỳ của hàng hóa. Nhìn sang năm 2024, chúng tôi kỳ vọng thông lượng container cả nước sẽ cải thiện rõ rệt hơn khi lạm phát hạ nhiệt và nới lỏng tiền tệ sẽ kích thích nhu cầu tiêu dùng tại hai thị trường XK chính là Mỹ - EU.

Sức mua tiêu dùng giảm sút ảnh hưởng đến sản lượng container cả nước trong 6T2023.

- Dòng chảy thương mại suy yếu đã được dự báo từ trước đã ảnh hưởng đến thông lượng container cả nước. Nặng nề nhất là khu vực cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải bởi đây là nơi tập trung các hãng tàu khai thác thị trường Mỹ và EU, ước tính tăng trưởng âm tới 24% YoY. Mức độ bị ảnh hưởng tại cụm cảng phía Bắc có phần nhẹ nhàng hơn khu vực phía Nam do đây là khu vực tập trung các hãng tàu khai thác thị trường Nội Á, mà trong đó, Trung Quốc giai đoạn mở cửa trở lại là nhân tố hỗ trợ giao thương của cả khu vực. Thông lượng container cụm cảng phía Bắc đạt 2,9 triệu TEUs (-5% YoY).

Thông lượng container tạo đáy vào Q1-FY23 và kỳ vọng phục hồi trong nửa cuối năm 2023.

- Kỳ vọng xuất khẩu sang ba thị trường chính là Mỹ, EU và Trung Quốc sẽ dần được cải thiện nhờ vào tính chất chu kỳ của hàng hóa. Mùa khai giảng và lễ hội tại thị trường Mỹ và EU được kỳ vọng sẽ thúc đẩy giá trị xuất khẩu hàng dệt may, giày dép (chiếm tỷ trọng 25% giá trị xuất khẩu container của Việt Nam sang hai thị trường này). Trong khi đó, xuất khẩu sang Trung Quốc được hỗ trợ bởi nhóm hàng rau quả và giày dép nhờ xu hướng gia tăng chi tiêu cho các dịch vụ ăn uống khi mở cửa trở lại và tích trữ hàng hóa cho Tết Nguyên Đán 2024.
- Phần lớn nguyên liệu sản xuất của Việt Nam được nhập khẩu từ Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng thông lượng container NK tại phía Bắc sẽ cải thiện hơn, bởi vì nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu được kỳ vọng sẽ tăng lên trong nửa cuối năm 2023, phục vụ sản xuất đơn hàng mới tại hai thị trường Mỹ và EU.
- Sự hồi phục của dòng chảy thương mại sẽ hỗ trợ thông lượng container cả nước từng bước phục hồi trong nửa cuối năm.

Triển vọng lợi nhuận phân hóa do mở rộng đầu tư trong năm 2023.

Nửa cuối năm 2023, LNST của các doanh nghiệp cảng biển sẽ có sự phân hóa. Theo đó, LNST của HAH và VSC dự báo sẽ giảm sút so với 6T2023 do (1) HAH có ít hơn ba tàu cho thuê, những tuyến hải trình mới bị lỗ và chi phí khấu hao do nhận thêm tàu, (2) những dự án mới đầu tư VIMC Đình Vũ, ICD QBS, cảng Nam Hải Đình Vũ tiếp tục lỗ và lãi vay tăng cao.

Ngược lại, cùng với sự cải thiện của hoạt động kinh doanh chính, việc thanh lý tài sản và giảm nợ vay sẽ giúp LNST của GMD dần cải thiện trong nửa cuối năm 2023 và tăng trưởng trong năm 2024.

Điểm nhấn



Đánh giá chung

Tiêu cực

Trung bình

Tích cực

Định giá

Những khó khăn của năm 2023 dường như đã được phản ánh vào giá trong giai đoạn trước đó và những nhịp tăng giá nửa đầu năm đang dành cho kỳ vọng hồi phục trong năm 2024. Chúng tôi cho rằng, các cổ phiếu nhóm ngành cảng biển đang nằm ở vùng giá hợp lý đối với triển vọng cho nửa cuối năm. Qua năm 2024, nhìn chung thông lượng container dần phục hồi nhưng sự phân hóa sẽ tiếp tục diễn ra mạnh mẽ hơn, chúng tôi lựa chọn GMD là cổ phiếu phù hợp để tích lũy cho chiến lược đầu tư dài hạn.

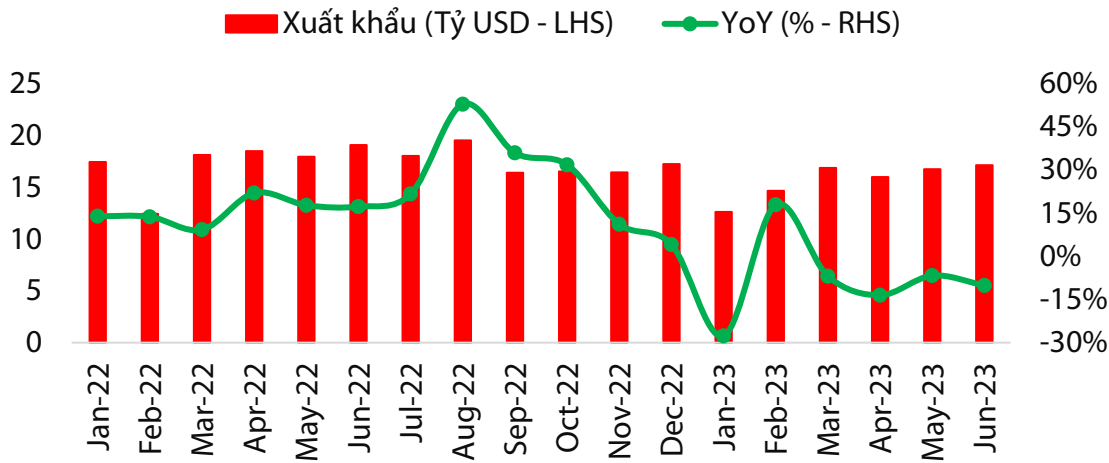
Cổ phiếu khuyến nghị

GMD (TÍCH LŨY - GMT: 63.400), **HAH** (GIẢM TỶ TRỌNG – GMT: 30.500), **VSC** (TRUNG LẬP – GMT: 29.700).

Rủi ro

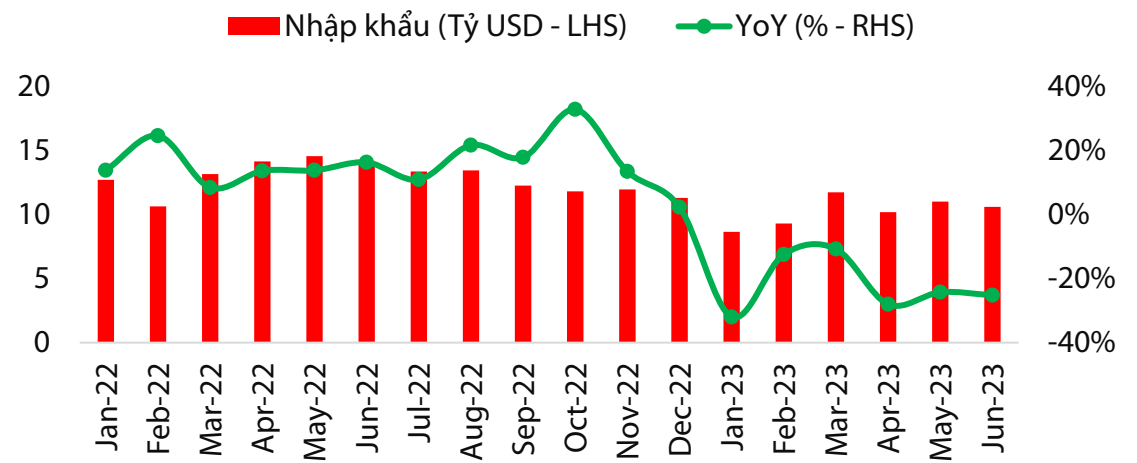
Nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ và EU không hồi phục như kỳ vọng do ảnh hưởng của lạm phát và thắt chặt tiền tệ kéo dài.

Hình 1: Ước tính giá trị XK hàng hóa container bằng đường biển



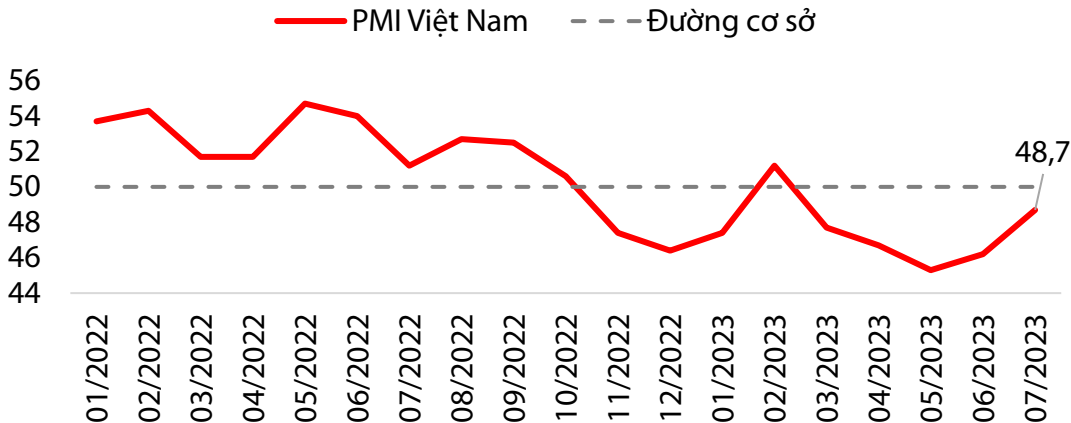
Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Ước tính giá trị NK hàng hóa container bằng đường biển



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

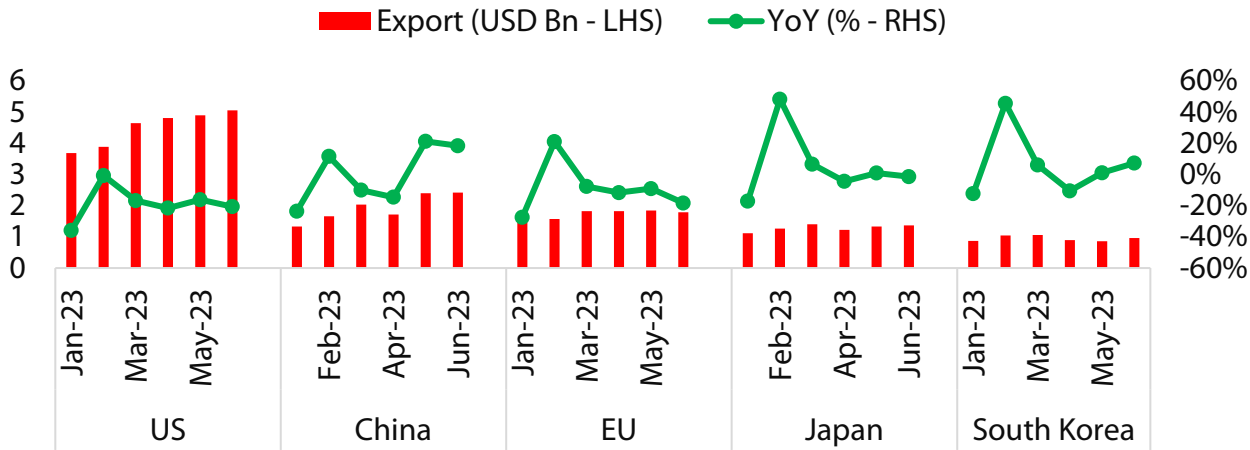
Hình 3: Ngành sản xuất còn yếu khi đơn hàng mới giảm tháng thứ tư liên tiếp



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

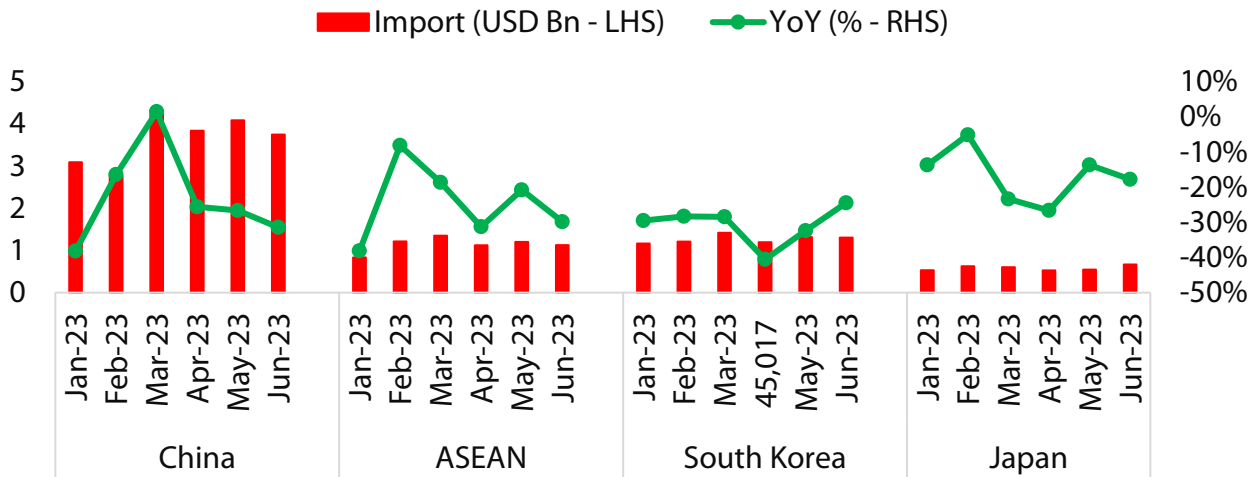
- Giá trị ước tính xuất – nhập khẩu hàng hóa container đường biển 6T2023 lần lượt đạt 94 tỷ USD (-9% YoY) và 61 tỷ USD (-23% YoY), dù cho tốc độ tăng trưởng âm nhưng đã giảm có tín hiệu chậm lại trong Q2-FY23 (hình 1 & 2).
- Sự thiếu hụt đơn hàng xuất khẩu mới liên tiếp trong những tháng đầu năm khi chỉ số PMI phần lớn ở dưới mức 50 điểm, các công ty sản xuất tại Việt Nam chưa sẵn sàng tích trữ hàng tồn kho thể hiện qua tốc độ nhập khẩu hàng hóa container đường biển giảm nhanh hơn so với xuất khẩu, cho thấy sức khỏe của ngành công nghiệp sản xuất đã trải qua giai đoạn suy yếu trong 6T2023.

Hình 4: Ước tính giá trị XK hàng hóa container đường biển theo quốc gia



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

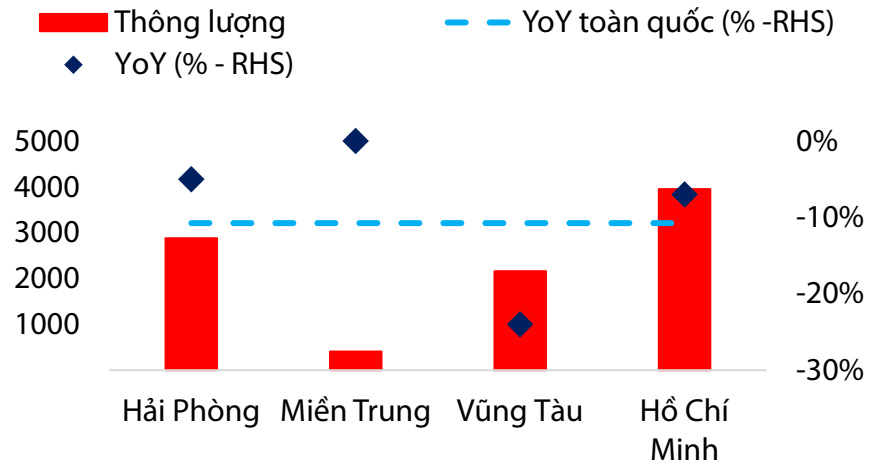
Hình 5: Ước tính giá trị NK hàng hóa container đường biển theo quốc gia



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

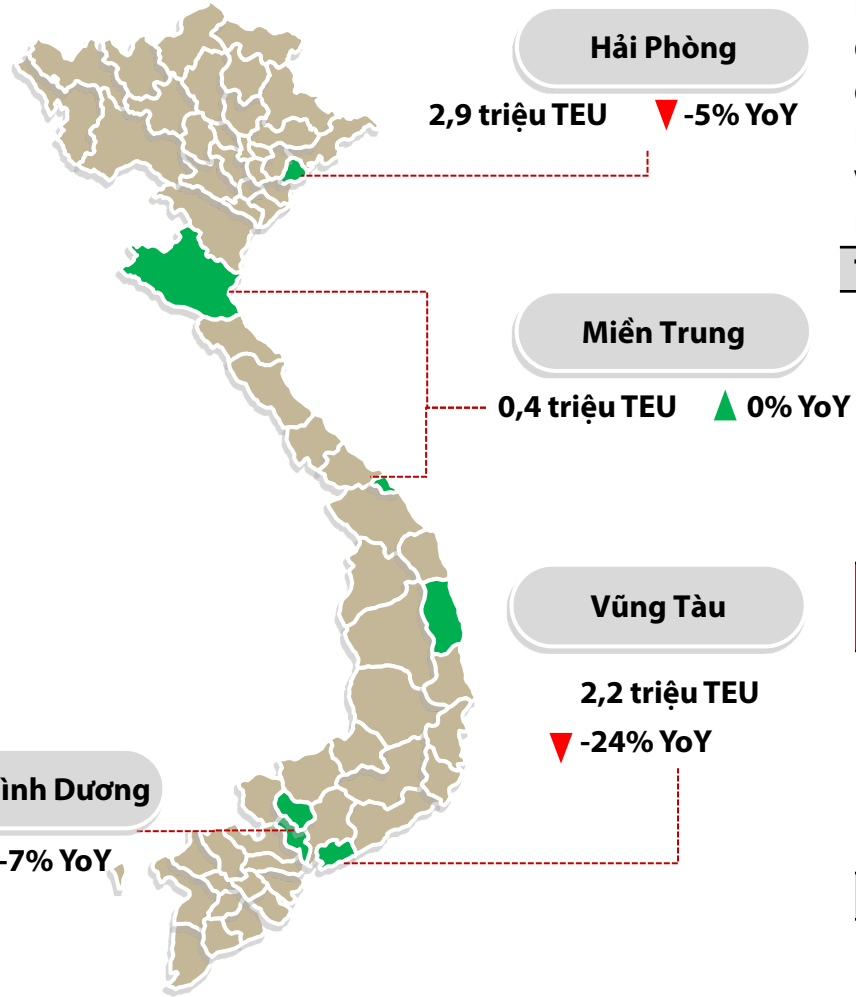
- **Giá trị xuất khẩu hàng container đường biển qua Châu Âu – Mỹ còn yếu** do sức mua người tiêu dùng bị ảnh hưởng bởi lạm phát cao. Nhu cầu mua sắm những mặt hàng không thiết yếu như dệt may, giày dép, đồ gỗ nội thất (các mặt hàng chiếm tổng tỷ trọng lên tới trên 40% giá trị hàng xuất khẩu tại hai thị trường này) bị ảnh hưởng nặng.
- **Tín hiệu có phần tích cực hơn tại thị trường nội Á** mà trong đó Trung Quốc thời kỳ mở cửa là nhân tố chính thúc đẩy toàn khu vực. Ước tính giá trị XK hàng container 6T2023 sang Trung Quốc đạt 27 tỷ USD (+0% YoY), đóng góp chính bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ ở nhóm hàng máy vi tính, sản phẩm linh kiện, điện tử (khoảng 45% giá trị được vận chuyển bằng đường biển). Ngoài ra, các mặt hàng rau quả, và giày dép có tỷ trọng tương ứng là 11% và 7% cũng có đóng góp đáng kể khi lần lượt tăng trưởng 150% và 16% svck.
- **Nhu cầu xuất khẩu yếu dẫn đến nhập khẩu giảm sút.** Trong nửa đầu năm, Trung Quốc vẫn là quốc gia chiếm thị phần nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam. Ước tính giá trị nhập khẩu hàng container đạt 22 tỷ USD (-24% YoY). Sự sụt giảm mạnh nằm ở nhóm hàng vải các loại chiếm tỷ trọng 16%, đạt 3,5 tỷ USD (-24% YoY) do hàng dệt may xuất khẩu yếu trong 6T2023.

Hình 6: Thông lượng trong các cụm cảng chính trong 6T2023 ('000 TEU)



Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

Đơn vị: ' 000 TEUs	6T2023	YoY%	Thị phần
Cát Lái	2.564	-9%	65%
ITC	298	5%	8%
VICT	252	12%	6%
Bình Dương	247	-5%	6%
Đồng Nai	246	-7%	6%
Bến Nghé	173	-11%	4%
Sài Gòn	104	102%	2%
Khác	65	-57%	1%
Tổng	3.950	-7%	100%

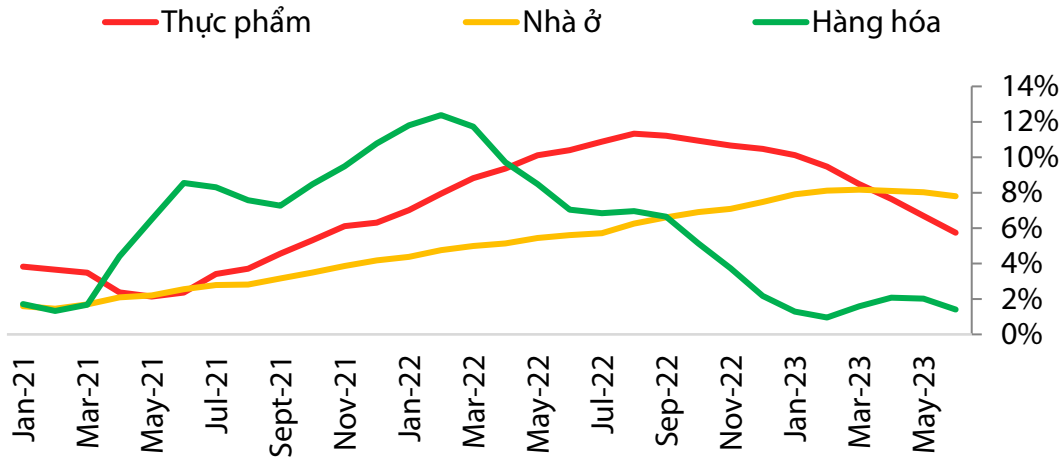


Đơn vị: '000 TEUs	6T2023	YoY %	Thị phần
PHP	599	-8%	21%
Các cảng khác	581	-8%	20%
GMD	521	-3%	18%
HICT	528	-1%	18%
VSC	460	-3%	16%
HAH	184	-10%	6%
Tổng	2.873	-5%	100%

Đơn vị: '000 TEUs	6T2023	YoY %	Thị phần
TCIT	843	-22%	38%
GML	408	-37%	19%
TCTT	400	57%	19%
CMIT	268	-43%	12%
SSIT	243	-35%	11%
Tổng	2.162	-24%	100%

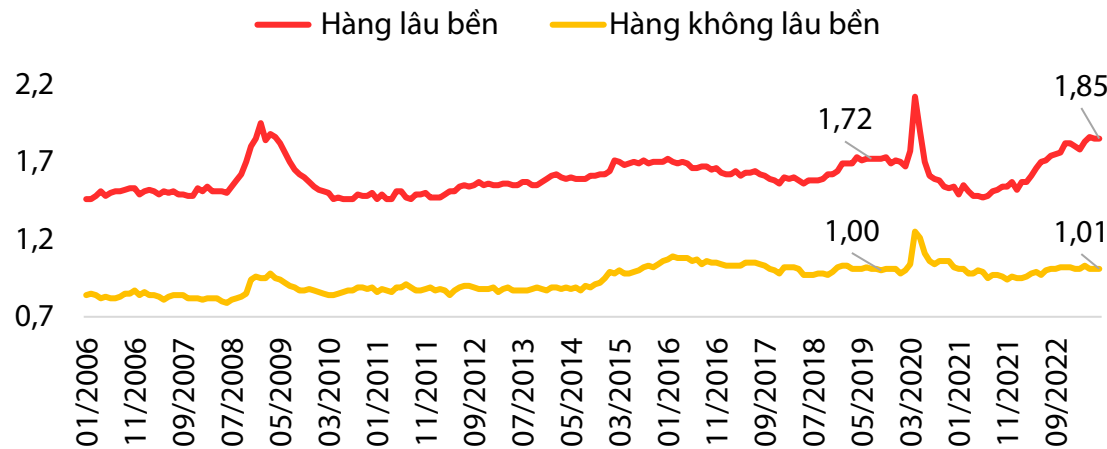
Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Chỉ số giá (% tỷ trọng CPI) của nhà ở (35%), hàng hóa (21%), thực phẩm (13%) tại Mỹ (% YoY)



Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Chỉ số hàng tồn kho/doanh thu của khối bán sỉ tại Mỹ (lần)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

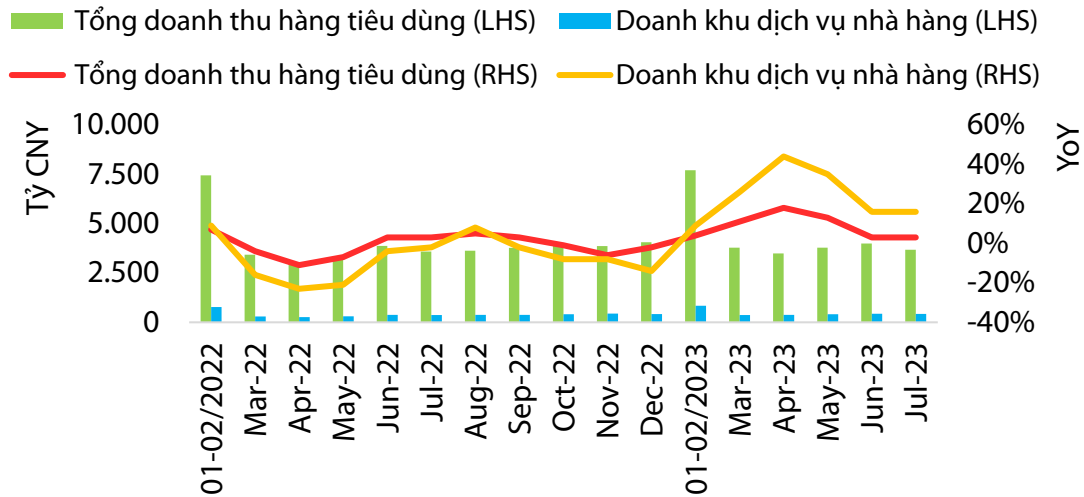
Người tiêu dùng tại hai thị trường chính là Mỹ và EU sẽ có sự ưu tiên cho các chi tiêu mang tính thiết yếu, so với chi tiêu cho những hàng hóa tiêu dùng lâu bền – những mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam sang Mỹ và Châu Âu.

- Chỉ số CPI của Mỹ và EU giảm mạnh (hình), chủ yếu do giá nhiên liệu thấp hơn, nhưng các chi phí khác như thuê nhà, thực phẩm vẫn tăng khá cao và chiếm phần lớn trong cơ cấu thu nhập của người tiêu dùng tại Mỹ và EU.
- Khối bán lẻ hàng dệt may tại Mỹ tái cơ cấu hàng tồn kho, có thiết kế mới, nhằm chuẩn bị cho mùa khai giảng và lễ hội tại Mỹ. Hàng dệt may được kỳ vọng sẽ sớm có sự cải thiện trong nửa cuối năm 2023.
- Chỉ số hàng tồn kho/doanh thu của khối bán sỉ nhóm hàng lâu bền (máy móc, thiết bị, phụ tùng, đồ gỗ nội thất) tại Mỹ cũng đang duy trì cao hơn giai đoạn trước dịch COVID-19, cho thấy sự luân chuyển những mặt hàng này đang chậm lại kể từ nửa cuối năm 2022.

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ và EU sẽ khởi sắc hơn nửa đầu năm với động lực đến từ nhóm hàng dệt may. Trong khi đó, lượng hàng tồn kho của nhóm hàng hóa lâu bền cần quay trở lại mức “bình thường”, sau đó nhóm hàng này mới có thể hồi phục.

Dòng chảy thương mại từng bước hồi phục sẽ hỗ trợ thông lượng container tại cụm cảng phía Nam cải thiện hơn so với nửa đầu năm.

Hình 9: Ngành hàng thực phẩm tại Trung Quốc đang hồi phục tốt và kỳ vọng duy trì tăng trưởng ở hai chữ số (% YoY)



Nguồn: Tổng cục thống kê Trung Quốc, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Ước tính kim ngạch XNK với Trung Quốc qua container đường biển (tỷ USD)

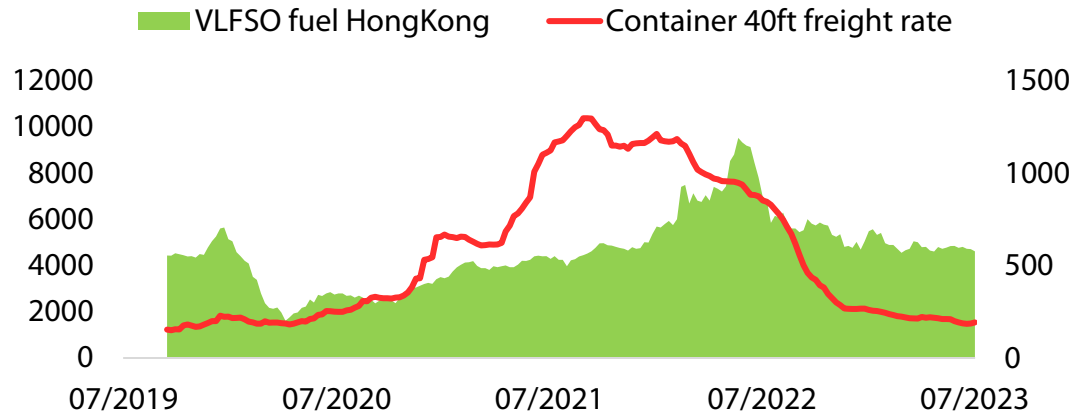
Hàng hóa	6T2023	+/- YoY	Tỷ trọng
Khác	17,1	-21%	51%
Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác	7,2	-17%	22%
Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện	4,4	-7%	13%
Xơ, sợi dệt các loại	1,6	-25%	5%
Hàng rau quả	1,3	36%	4%
Gỗ và sản phẩm gỗ	1,0	-32%	3%
Giày dép các loại	0,8	10%	3%
Tổng	33,3	-17%	100%

Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động XNK với Trung Quốc sẽ dần tích cực trở lại (quốc gia đóng vai trò quan trọng trong hoạt động giao thương khu vực Nội Á), giúp sản lượng container cụm cảng phía Bắc tiếp tục tăng trưởng tốt hơn so với tình hình cả nước trong nửa cuối năm 2023. Cụ thể:

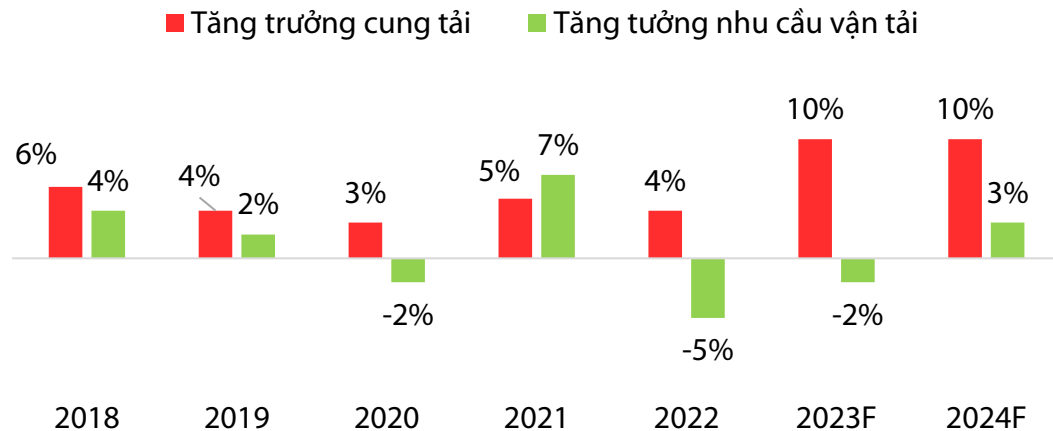
- Hoạt động xuất khẩu:** Dù cho hàng linh kiện điện tử có tỷ trọng lớn nhất về giá trị XK sang Trung Quốc nhưng đây là nhóm hàng hóa có giá trị cao nhưng trọng số không nhiều về mặt sản lượng container như hàng rau quả và giày dép. Động lực tăng trưởng sản lượng container XK tại cụm cảng phía Bắc dựa trên kỳ vọng xuất khẩu hai nhóm hàng rau quả và giày dép sang Trung Quốc (1) xu hướng gia tăng chi tiêu cho các dịch vụ ăn uống khi mở cửa trở lại và (2) chuẩn bị hàng hóa cho Tết Nguyên Đán 2024.
- Hoạt động nhập khẩu:** phần lớn nguyên liệu sản xuất của Việt Nam được nhập khẩu từ Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng **thông lượng container NK tại cụm cảng phía Bắc sẽ cải thiện hơn**, bởi vì nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu được kỳ vọng sẽ tăng lên trong nửa cuối năm 2023, phục vụ sản xuất những đơn hàng mới cho giai đoạn lễ hội tại hai thị trường Mỹ và EU.

Hình 10: Cước vận tải container giảm nhanh hơn so với giá nhiên liệu sẽ thu hẹp biên lợi nhuận của các công ty vận tải container



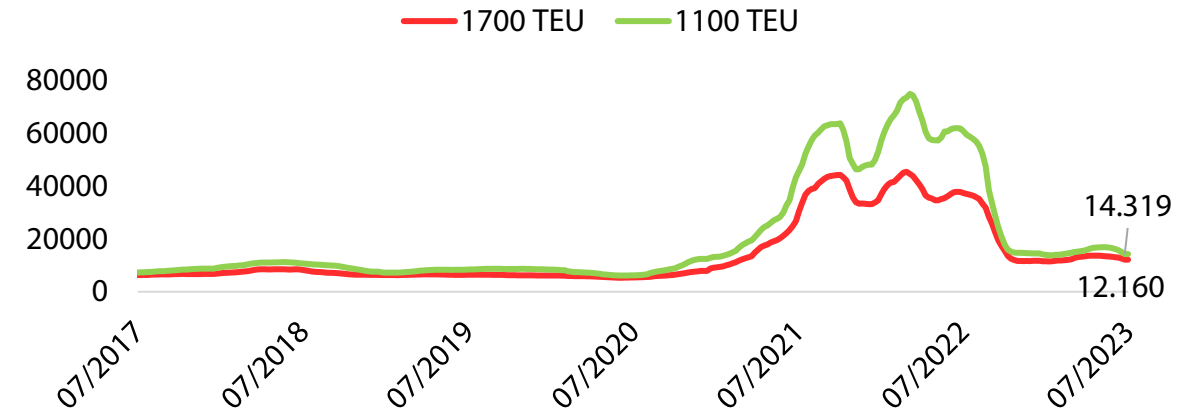
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Alphaliner dự báo cung tải container thế giới sẽ tiếp tục tăng trưởng vượt nhu cầu vận tải (% YoY)



Nguồn: Alphaliner, Clarkson, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Giá cước cho thuê tàu định hạn quay trở lại vùng đáy của Q1-FY23 (USD/ngày)

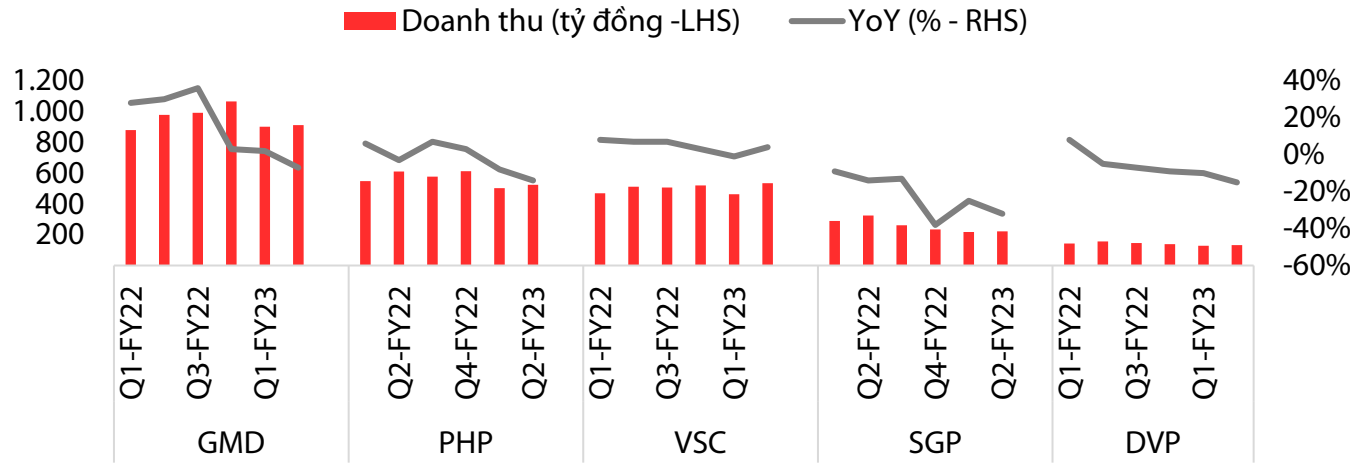


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

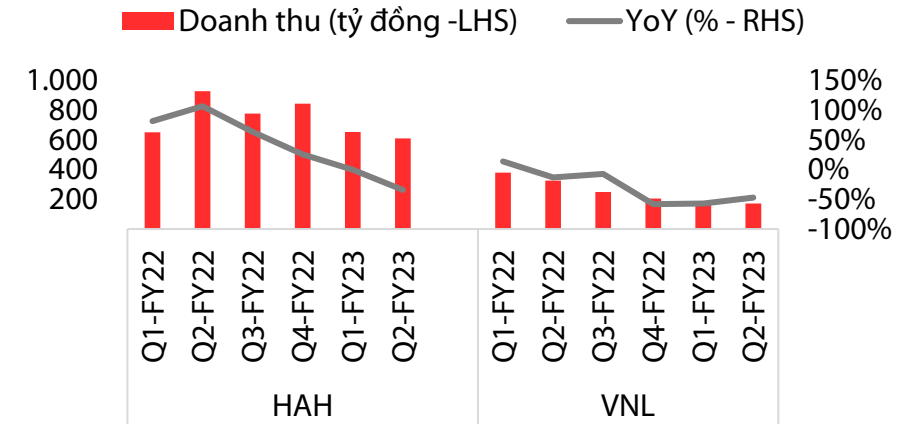
Chênh lệch cung – cầu tạo áp lực lên giá cước cho thuê tàu định hạn và giá cước vận tải quốc tế/nội địa

- Đơn hàng đóng tàu mới tăng cao, dự kiến nhận về trong năm 2023 và 2024, khiến cung tải container gia tăng nhanh với một lượng lớn tàu sẽ gia nhập thị trường.
- Triển vọng nền kinh tế toàn cầu suy yếu dự kiến sẽ hạn chế tăng trưởng nhu cầu đối với tàu container trong ngắn hạn và trung hạn.
- Giá cước vận tải container nội địa sẽ diễn biến cùng chiều với xu hướng quốc tế. Sức khỏe ngành công nghiệp sản xuất nội địa còn yếu, trong khi cung tải tăng lên do HAH dự kiến nhận về ba tàu mới cung tải 1.700 TEU trong năm 2023 – 2024.

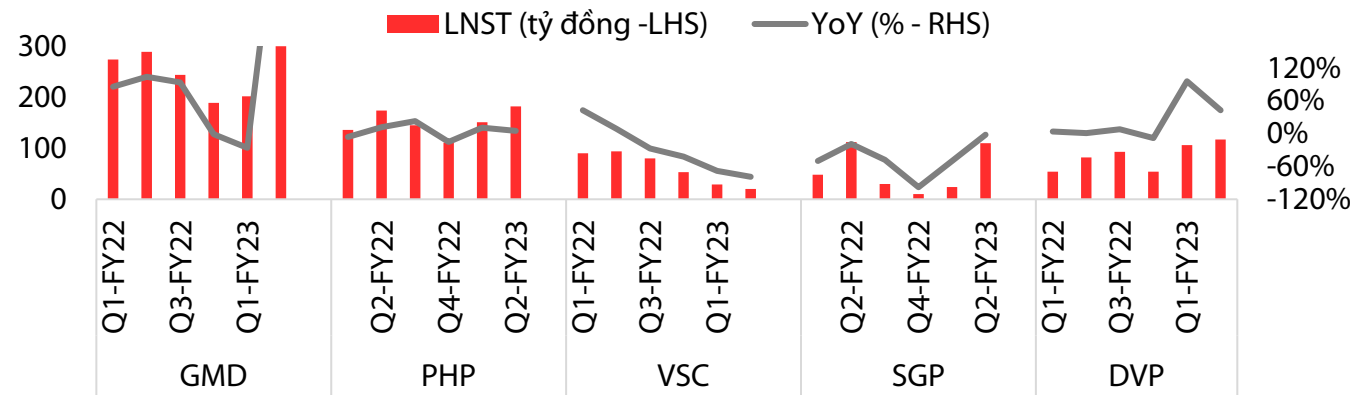
Hình 13: Doanh thu của hầu hết các công ty cảng biển đều tăng trưởng âm trong 6T2023 khi nhu cầu giao thương còn yếu...



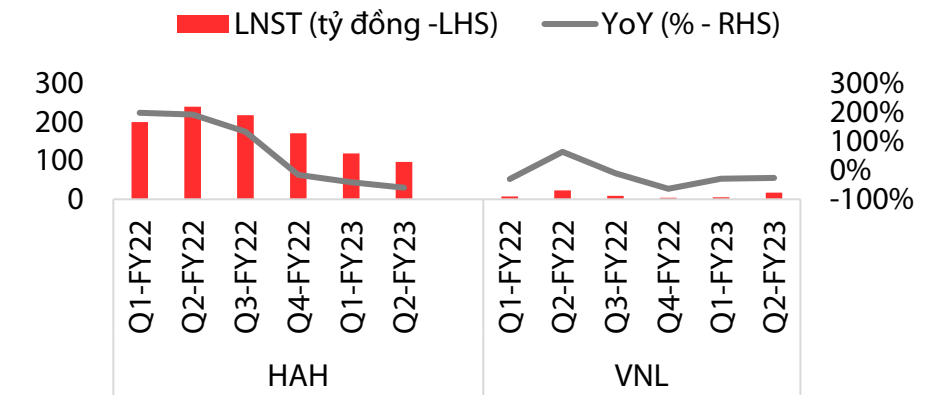
Hình 14:... đối với nhóm vận tải biển, sự sụt giảm còn xảy ra mạnh mẽ hơn bởi tác động của giá cước.



Hình 15: GMD hoàn thành thanh lý cảng NHĐV, DVP (công ty con của PHP) được hãng tàu đền bù thiệt hại khi làm hỏng cầu cảng, giúp LNST của các công ty tăng vọt trong nửa đầu năm.



Hình 16: Giá cước vận tải và thuê tàu giảm sâu so với năm trước, LNST của nhóm vận tải “lao dốc” từ đỉnh của Q2-FY22

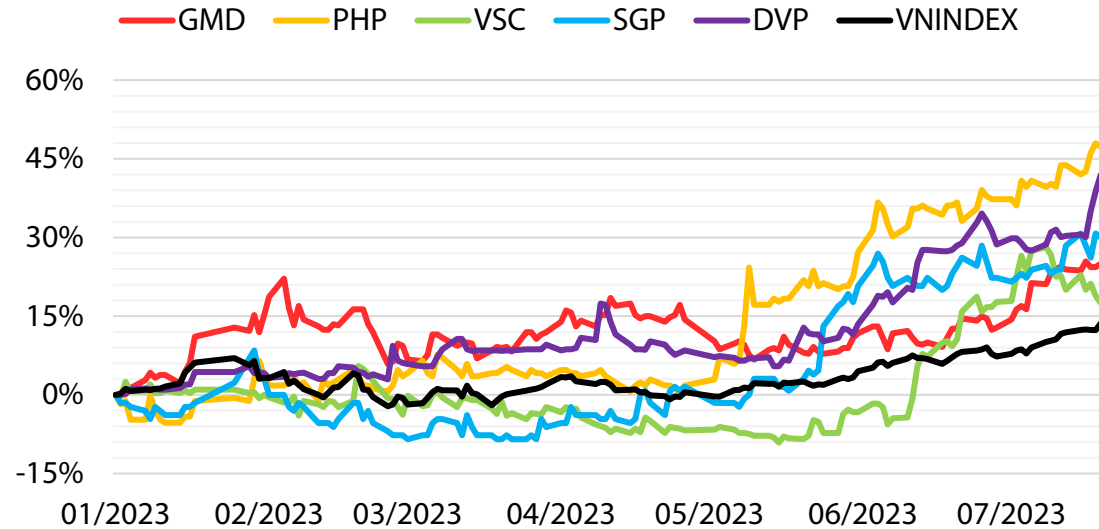


Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

Giá cước vận tải và thuê định hạn vẫn ở vùng giá thấp nhưng hiệu suất cổ phiếu nhóm vận tải biển ấn tượng do có chỉ số beta cao, tăng trưởng theo đà hồi phục của VNINDEX. Nhóm cảng biển được hỗ trợ bởi lợi nhuận các công ty trong ngành tích cực hơn những dự báo vào đầu năm và đã tạo đáy trong Q1-FY23.

Trên cơ sở về sự phục hồi nhu cầu tiêu dùng nhờ lạm phát hạ nhiệt và nới lỏng chính sách tiền tệ tại Mỹ và EU, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm nhà đầu tư nên đợi những nhịp điều chỉnh để tích lũy cổ phiếu, chờ đón sự hồi phục trong năm 2024.

Hình 17: Hiệu suất của nhóm cổ phiếu cảng biển (YTD %)



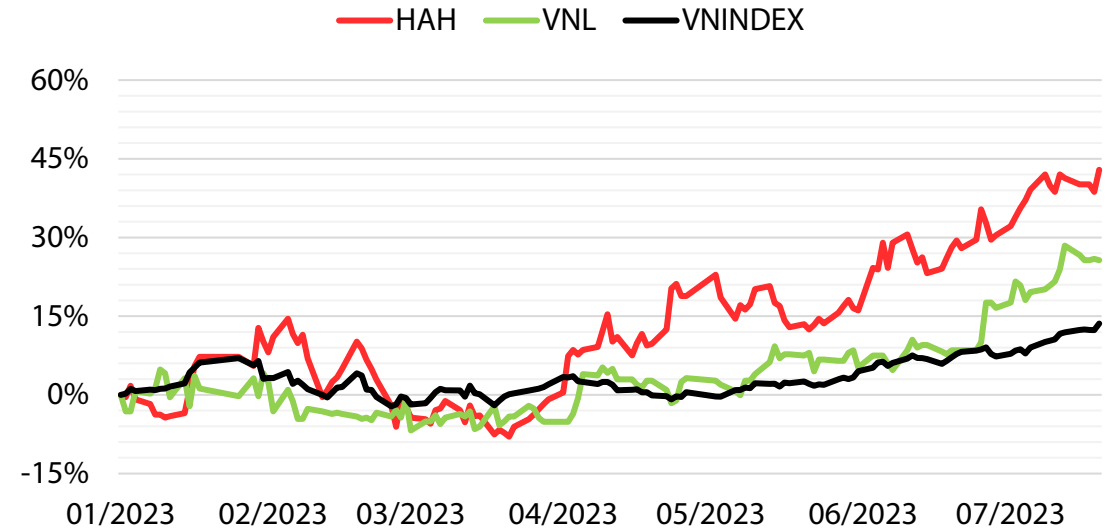
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Chỉ số định giá

Cổ phiếu	ROA 2023F (%)	ROE 2023F (%)	Trung bình 5Y		2023 Forward		2024 Forward	
			P/E (x)	P/B (x)	P/E (x) (*)	P/B (x)	P/E (x)	P/B (x)
GMD	6,3	11,6	21,5	2,3	23,0	2,0	18,1	1,9
VSC	3,0	11,3	12,6	1,6	62,6	1,5	91,5	1,5
HAH	9,0	19,0	5,5	1,7	9,4	1,3	44,4	1,3

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, (*) điều chỉnh cho các khoản thu nhập bất thường

Hình 18: Hiệu suất của nhóm cổ phiếu vận tải biển (YTD %)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Giá đóng cửa (31/07/2023)	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Sở hữu NN còn lại %	Tăng trưởng doanh thu %YoY			Tăng trưởng LNST-CĐCTM %YoY			Khả năng sinh lời 2023(%)		P/E		P/B	
						2022A	2023F	2024F	2022A	2023F	2024F	ROE (*)	ROA (*)	Hiện tại*	TB 5 năm	Hiện tại*	TB 5 năm
Nhóm cảng biển																	
GMD	17.691	63.400	58.700	2.000	1,4	21,6	-3,4	12,9	68,2	143,9	-59,9	27,7	18,3	7,3	17,5	2,0	1,7
VSC	4.184	29.700	31.300	1.000	45,6	6,1	2,7	-0,5	-11,5	-76,2	-31,6	2,7	1,6	30,5	11,2	1,5	1,5
PHP	8.011	N.R	24.500	N.A	48,5	2,8	n.a	n.a	1,3	n.a	n.a	13,2	9,3	14,1	11,2	1,8	1,3
SGP	3.893	N.R	18.000	N.A	49,0	-24,7	n.a	n.a	-78,8	n.a	n.a	7,9	3,6	19,5	10,5	1,5	1,4
DVP	2.428	N.R	60.700	N.A	35,7	-3,9	n.a	n.a	1,6	n.a	n.a	28,0	23,6	6,6	7,0	1,8	1,5
Nhóm vận tải biển																	
HAH	3.493	30.500	33.100	0	44,3	63,9	-16,4	0	92,3	-51,3	-78,9	15,2	6,9	8,5	5,3	1,3	1,0
VNL	233	N.R	16.450	N.A	39,0	-20,4	n.a	n.a	17,9	n.a	n.a	17,7	11,7	5,6	6,2	0,9	0,8

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 31/07/2023.

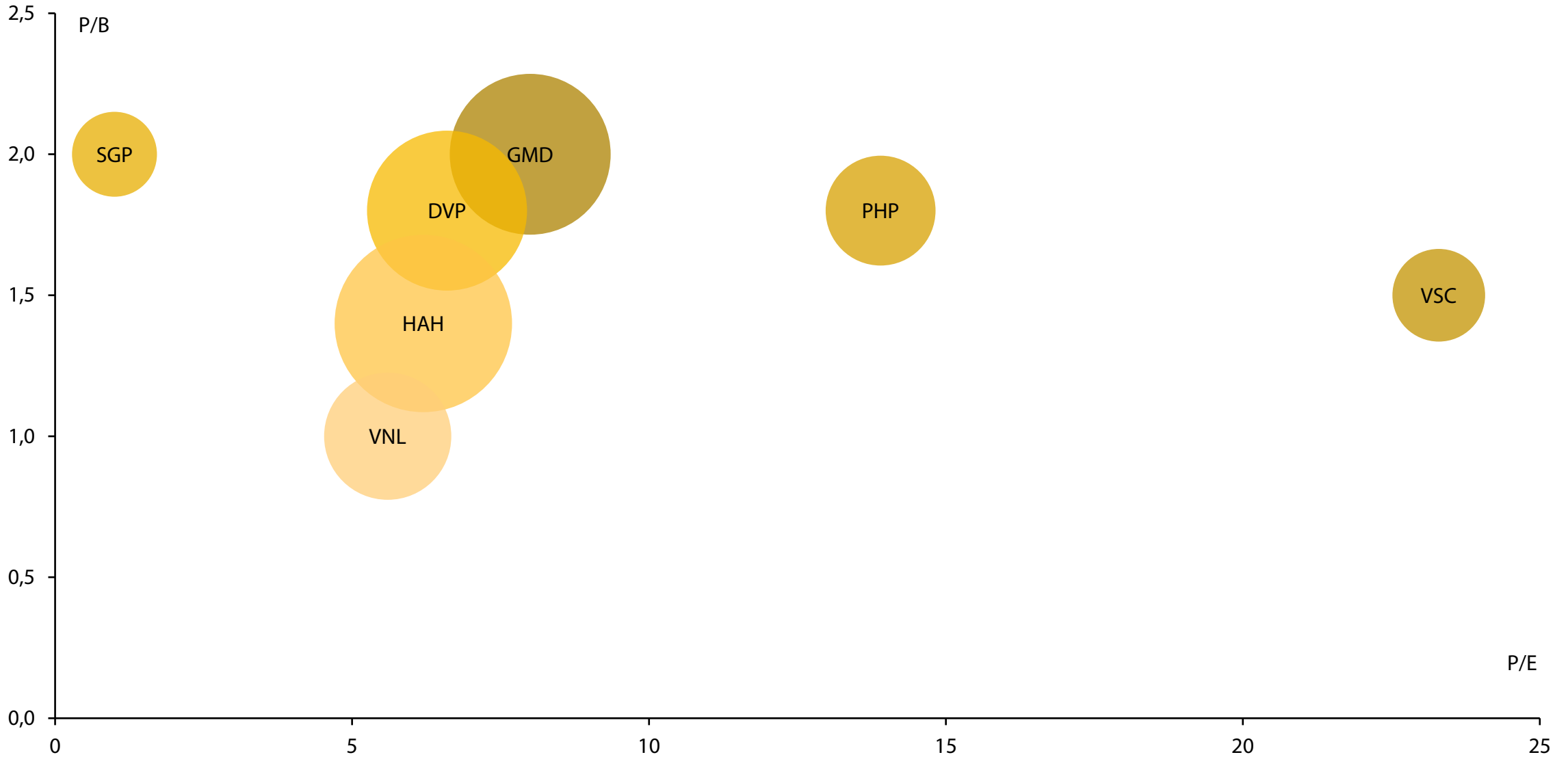
* Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE, ROA, P/B, và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2023

Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất

N.R: Không đánh giá

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

LNST-CĐCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



Nguồn: Fiiopro, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng bằng ROE tương ứng. Giá cổ phiếu ngày 31/07/2023.

TÍCH LŨY: 11%

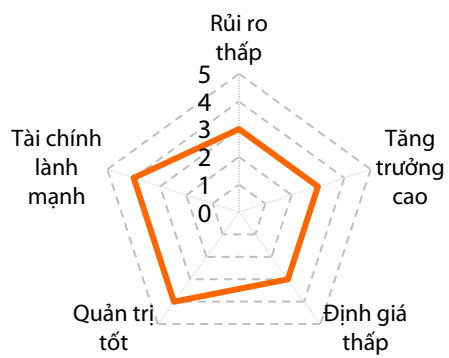
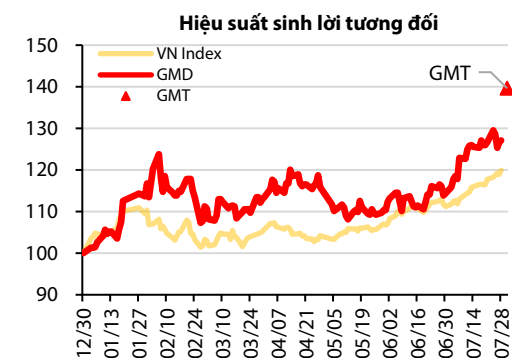
GTT: 58.700

GMT: 63.400

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2022A 2023F 2024F



Ngành	Dịch vụ công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	17.691
SLCPĐLH (triệu CP)	301
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	1.014
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	55
SH NĐTNN còn lại (%)	0,2
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	36,4 - 60,4

Doanh thu (tỷ đồng)	3.898	3.781	4.268
LNST (tỷ đồng)	994	2.427	974
ROA (%)	7,6	18,3	6,8
ROE (%)	14,4	27,7	10,4
EPS (đồng)	3.298	7.408	2.973
GTSS (đồng)	22.981	29.033	31.065
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	1.200	1.200
P/E (x)	13,8	7,7	19,1
P/B (x)	1,7	2,0	1,8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dòng tiền dồi dào từ thoái vốn tại Nam Hải Đình Vũ (NHĐV) giúp ích cho việc mở rộng quy mô và tối ưu hóa vận hành cho GMD.

- Thoái vốn tại cảng NHĐV mang về dòng tiền dồi dào để (1) bổ sung vốn để đầu tư cảng Gemalink (GML) giai đoạn 2 và Nam Đình Vũ (NĐV) giai đoạn 3, và (2) cơ cấu lại các khoản vay có lãi suất cao, giảm áp lực về chi phí tài chính.
- Tập trung nguồn lực về NĐV phù hợp với chiến lược dài hạn (1) sản lượng container chuyển về từ NHĐV sẽ nâng cao công suất khai thác cho NĐV và (2) tối ưu chi phí vận hành.

Lợi nhuận hồi phục trong nửa cuối năm và dự địa tăng trưởng dồi dào khi nhu cầu giao thương quay trở lại.

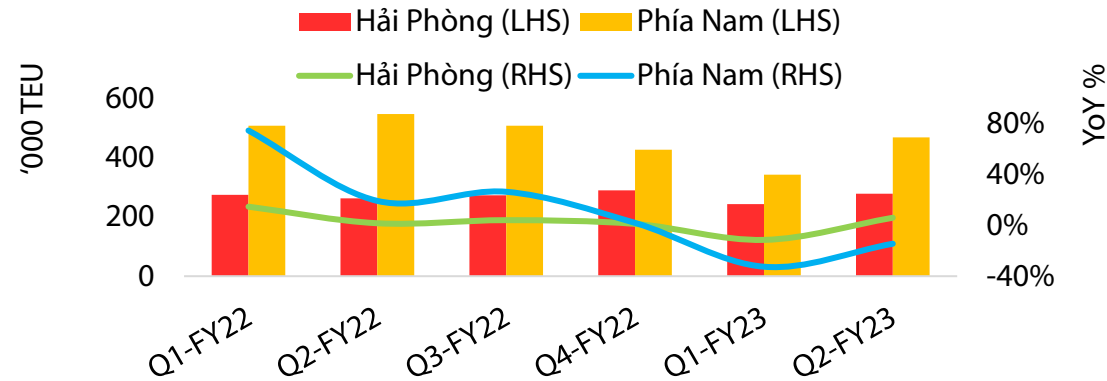
- **Cụm cảng Hải Phòng:** dự phóng thông lượng container đạt 1.145 nghìn TEUs (+5% YoY) nhờ việc các hãng tàu cơ cấu lại số tuyến/số chuyến: (1) vào Q1-FY23, thay thế một tuyến dịch vụ khai thác thị trường Nhật Bản của COSCO bằng một tuyến khai thác thị trường Trung Quốc của HAS/SJJ và (2) thêm mới một tuyến dịch vụ khai thác thị trường Nhật Bản của MSC từ Q3-FY23.
- **Cảng GML:** sản lượng được dự báo sẽ tăng trưởng âm hai chữ số trong năm nay đạt 920 nghìn TEU (-20% YoY) nhưng cơ cấu các khoản vay lãi suất cao từ dòng tiền dồi dào, từ đó giảm áp lực chi phí tài chính lên KQKD, đặc biệt trong giai đoạn xây dựng GML giai đoạn 2 từ năm 2024 – 2027.
- Dự phóng doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 3.781 tỷ đồng (-3% YoY) và 2.396 tỷ đồng (+141% YoY). Trong đó, LNST loại trừ khoản thoái vốn đầu tư là 827 tỷ đồng (-17% YoY). Cho năm 2024, doanh thu và LNST lần lượt đạt 4.268 tỷ đồng (+13% YoY) và 974 (+18% YoY, so với LNST điều chỉnh) phản ánh quan điểm tích cực của chúng tôi về sự hồi phục của nhu cầu giao thương hàng hóa.

Định giá EV/EBITDA fwd cho năm 2023F/2024F đang là 12,7x và 11,0x, mức định giá hiện tại khá hấp dẫn để tích lũy cổ phiếu cho chiến lược đầu tư dài hạn với kỳ vọng XNK dần hồi phục.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

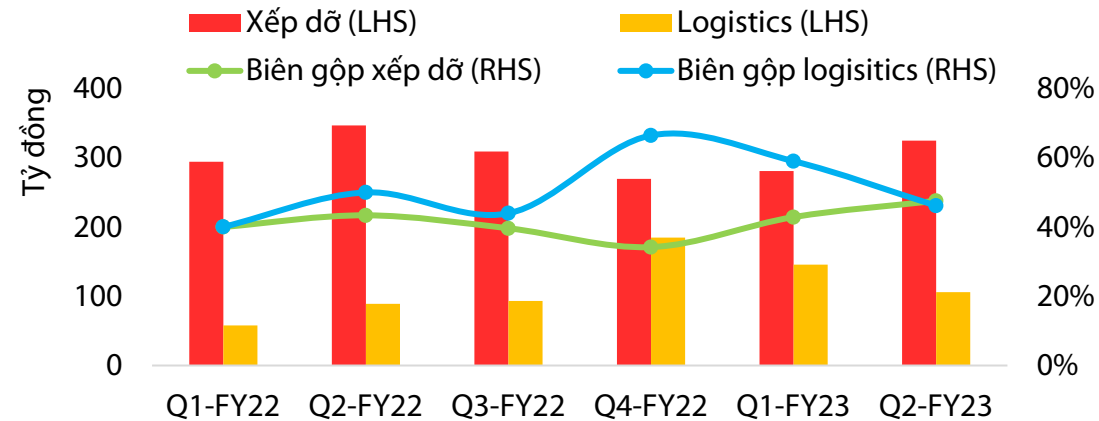
- Nhu cầu giao thương hàng hóa không hồi phục được như dự kiến.

Hình 1: Trong 6T2023, tổng sản lượng đạt 1,3 triệu TEU (-16% YoY), giảm mạnh tại khu vực phía Nam và đã tăng trưởng dương trở lại tại khu vực Hải Phòng



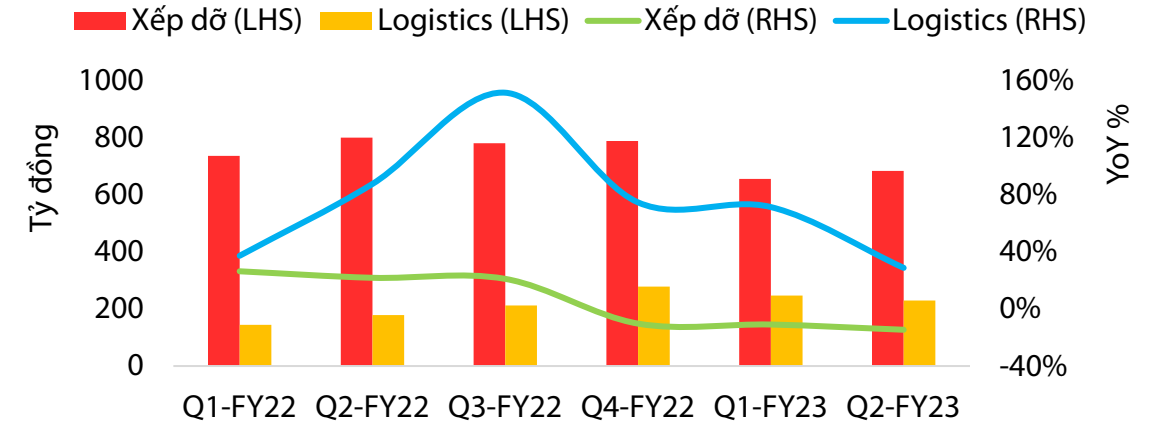
Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt, 1H: nửa đầu năm

Hình 3: Điều chỉnh linh hoạt giá dịch vụ sau khi tăng cước xếp dỡ container thể hiện thông qua biên gộp theo lĩnh vực



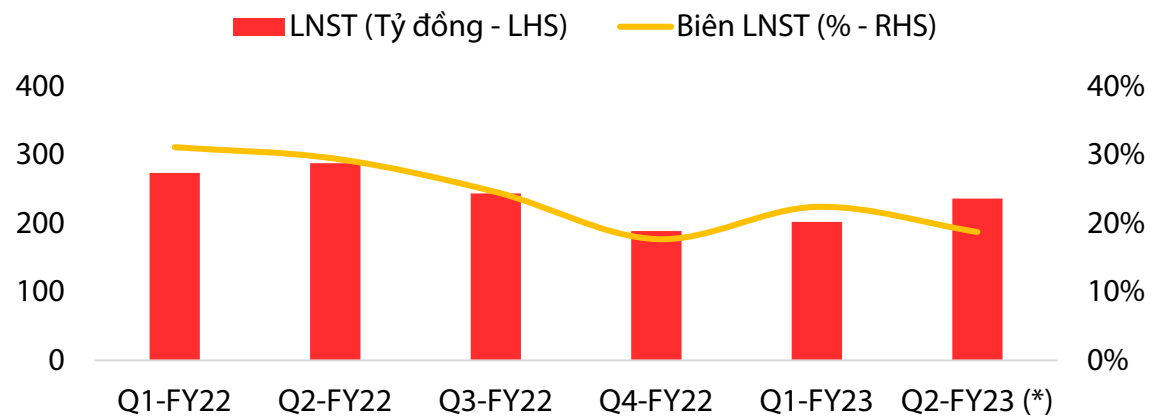
Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Doanh thu 6T2023 đạt 1.814 tỷ đồng (-2% YoY), giảm nhẹ svck, nhờ vào những đóng góp từ mảng logistics



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Biên LNST (loại trừ thu nhập bất thường) bị thu hẹp do GML ghi nhận lỗ 49 tỷ đồng trong 6T2023 (cùng kỳ lãi 69 tỷ đồng)



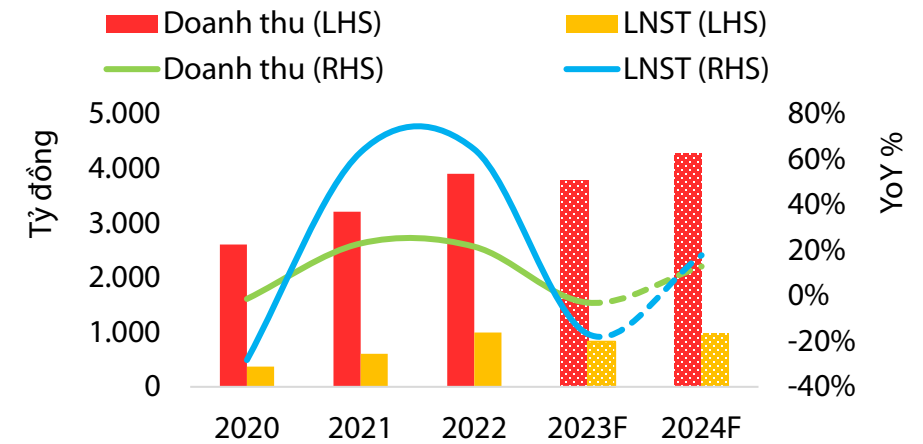
Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt, (*) điều chỉnh cho lợi nhuận bất thường từ thoái vốn tại NHĐV

Hình 5: Dù số chuyến tàu vào khu vực Hải Phòng giảm nhưng phần lớn là những tàu trọng tải nhỏ của hãng ASL đến cảng Nam Hải nhưng bù lại là đội tàu cỡ lớn của HAS/SJJ, CMA, MSC vẫn đảm bảo sản lượng. Cảng GML đón thêm tuyến dịch vụ mới của Evergreen. Có thêm số chuyến tàu sẽ giúp sản lượng container dần hồi phục

Hãng tàu	Năm 2023							Tổng	Tỷ trọng	+/- YoY (Chuyến)						
	Tháng	01	02	03	04	05	06			07	01	02	03	04	05	06
Cụm cảng Hải Phòng																
ASL	13	18	22	17	15	15	15	115	21%	-7	1	5	-6	-6	-10	-19
Khác	12	21	16	13	16	8	9	95	18%	-1	9	-4	-1	-6	-10	-18
YML	10	11	12	14	13	13	14	87	15%	-3	0	-1	2	0	2	-3
HAS/SJJ	9	8	12	12	12	11	10	74	14%	0	2	4	3	5	1	2
GMD	4	5	8	9	10	5	8	49	9%	-3	-1	3	5	3	-2	-3
RCL	3	4	5	4	5	7	8	36	6%	-3	-3	1	-2	0	3	1
PIL	3	3	5	4	5	4	5	29	5%	-2	0	0	0	0	-3	-4
COS	2	7	4	5	3	3	4	28	5%	-8	-4	-1	-1	0	-3	-5
CMA	2	3	3	2	5	7	10	32	5%	-2	0	0	-2	2	0	8
MSC	3	1	0	2	1	3	8	18	2%	0	-1	0	-2	-1	-1	8
Tổng	61	81	87	82	85	76	91	563	100%	-29	3	7	-4	-3	-23	-33
Cảng Gemalink																
CMA	9	13	11	18	17	18	17	103	79%	1	6	-5	9	8	6	4
COS	3	1	3	2	3	2	1	15	12%	3	1	2	1	2	1	-2
OOL	0	0	1	0	0	1	2	4	3%	0	0	1	0	0	1	2
EMC	0	0	0	0	0	0	2	2	2%	0	0	0	-1	0	0	2
MSK	2	0	0	0	0	0	0	2	2%	-4	-4	0	-2	-4	-6	-5
APL	0	0	0	0	0	0	1	1	1%	0	0	0	0	0	0	1
ELM	0	1	0	0	0	0	0	1	1%	0	1	-1	-1	-2	-2	-2
PIL	0	0	0	0	0	0	1	1	1%	0	0	0	0	0	0	1
Tổng	14	15	15	20	20	21	25	130	100%	4	8	-4	5	7	4	3

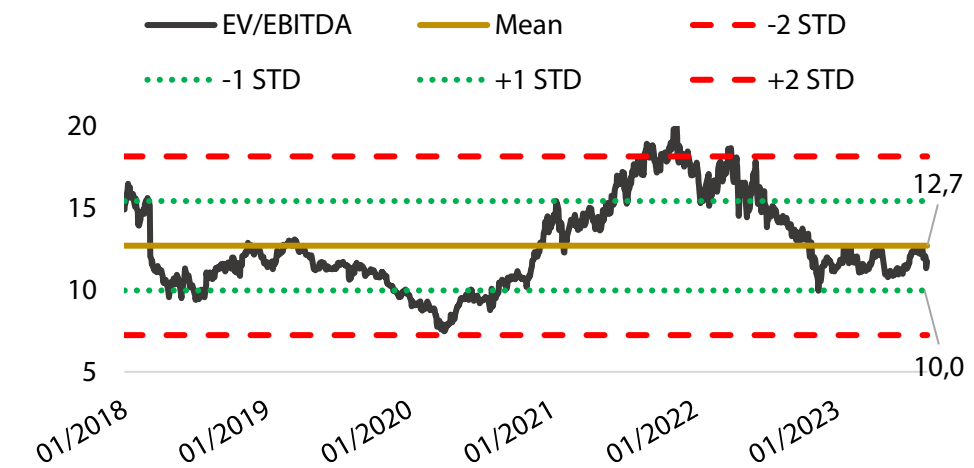
Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, Cảng vụ Vũng Tàu, GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Doanh thu và LNST tăng trưởng dương trở lại khi sản lượng hồi phục mạnh mẽ hơn trong năm 2024



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt, LNST loại trừ thu nhập từ thanh lý NHHV

Hình 7: Chỉ số EV/EBITDA dao động trong biên độ hẹp



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

GIẢM TỶ TRỌNG: -5%

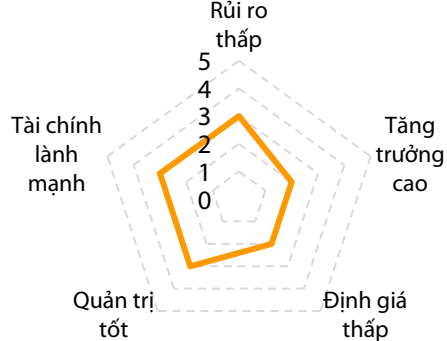
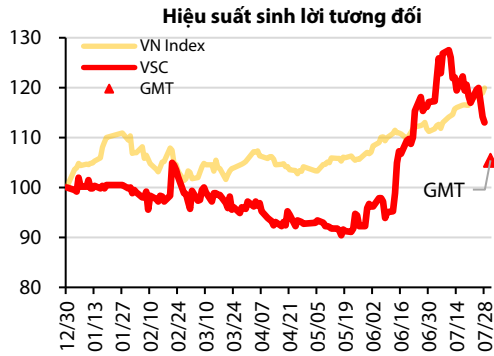
GTT: 31.300

GMT: 29.700

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2022A 2023F 2024F



Ngành	Dịch vụ công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.184
SLCPĐLH (triệu CP)	121
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	1.191
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	41
SH NĐTNN còn lại (%)	45,8
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	27,05 - 39

Doanh thu (tỷ đồng)	2.007	2.062	2.052
LNST (tỷ đồng)	314	75	51
ROA (%)	7,2	1,6	1,1
ROE (%)	11,3	2,7	1,8
EPS (đồng)	2.592	562	384
GTSS (đồng)	23.032	20.591	20.975
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	0	0
P/E (x)	30,8	62,6	91,5
P/B (x)	1,5	1,5	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dù cho thông lượng được cải thiện so với nửa đầu năm nhưng bức tranh tài chính không có sự chuyển biến tích cực.

- Khu vực nội Á với nhân tố chính là Trung Quốc sẽ giúp thông lượng container nửa cuối năm cải thiện so với những tháng đầu năm. Những khách hàng lâu năm như Evergreen, Maersk, Dongjin khai thác thị trường nội Á sẽ đảm bảo lượng hàng tại cảng.
- Những dự án đầu tư mới liên tiếp như ICD QBS, VIMC Đình Vũ, Nam Hải Đình Vũ (NHĐV) hoạt động chưa hiệu quả và sự thận trọng của VSC khi trích trước chi phí lãi vay (khoản vay đang được ân hạn gốc/lãi) khiến cho lợi nhuận giảm sâu. Hoạt động triển khai tuyến dịch vụ mới khá chậm trễ khiến cho chúng tôi lo ngại về khả năng gia tăng công suất khai thác của VSC.

Dự phóng cho năm 2023: dự phóng tổng thông lượng container của VSC đạt 922 nghìn TEU (-3% YoY), đã giảm dự kiến chậm lại so với 6T2023 bởi kỳ vọng nhu cầu thương mại khu vực Nội Á phục hồi trong nửa cuối năm. Chúng tôi điều chỉnh giảm LNST xuống còn 75 tỷ đồng (-76% YoY) bởi chi phí lãi vay tiếp tục tăng cao trong Q2-FY23 và công ty con, liên kết VIMC Đình Vũ, ICD QBS, NHĐV lỗ trong năm nay.

Kỳ vọng nhu cầu XNK từng bước hồi phục sẽ hỗ trợ tăng trưởng trong dài hạn.

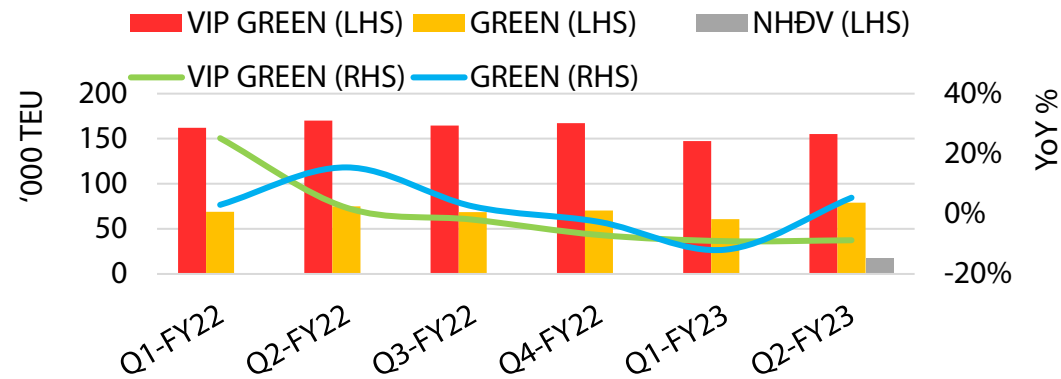
- Trong bối cảnh cảng Green và VIP Green đã khai thác tối đa công suất, đầu tư cảng NHĐV sẽ thêm dư địa để nâng cao sản lượng, đón đầu xu thế hồi phục về nhu cầu giao thương.
- Đầu tư cảng nước sâu là xu hướng tất yếu của các công ty cảng biển tại Hải Phòng, nhằm đón được các tàu có trọng tải lớn, phù hợp với xu hướng phát triển đội tàu của thế giới. Kế hoạch đầu tư cảng nước sâu Lạch Huyện bến 9&10 sẽ nâng cao vị thế của VSC. Công ty đã gửi đề xuất thực hiện khai thác cảng Lạch Huyện và dự kiến sẽ có thông báo vào tháng 10/2023.

Kết hợp hai phương pháp FCFF và EV/EBITDA, chúng tôi đưa ra mức định giá mục tiêu là 29.700 VND, EV/EBITDA cho năm 2023F tại giá mục tiêu là 8x, thấp hơn 20% so với mức trung vị của nhóm ngành cảng. Mức định giá được chúng tôi cho rằng hợp lý vì công ty vẫn đảm bảo được khả năng tạo ra dòng tiền.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

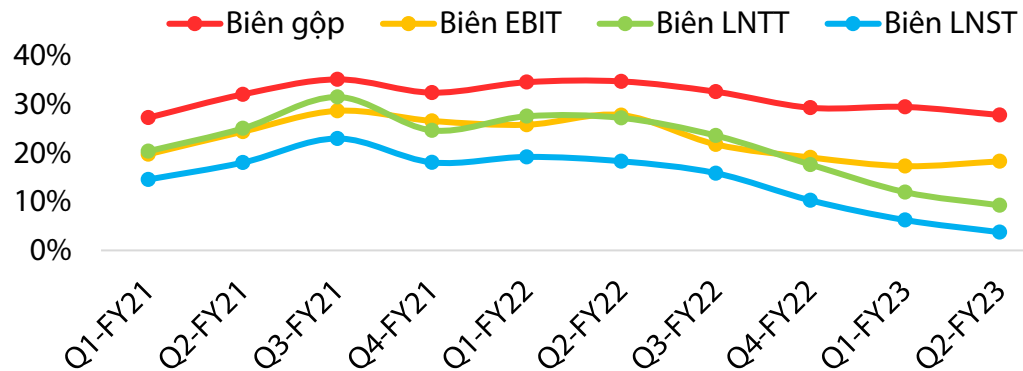
- Sản lượng phụ thuộc nhiều vào các hãng tàu cũ, là khách hàng lâu năm. Không phát triển được tuyến dịch vụ mới làm cho cảng NHĐV không gia tăng được công suất khai thác.

Hình 1: Một phần sản lượng của VIP Green được chuyển sang NHĐV để khai thác. Đồng thời nhu cầu thương mại yếu dẫn đến tổng thông lượng container 6T2023 của Green và VIP Green đạt 442 nghìn TEU (-7% YoY)



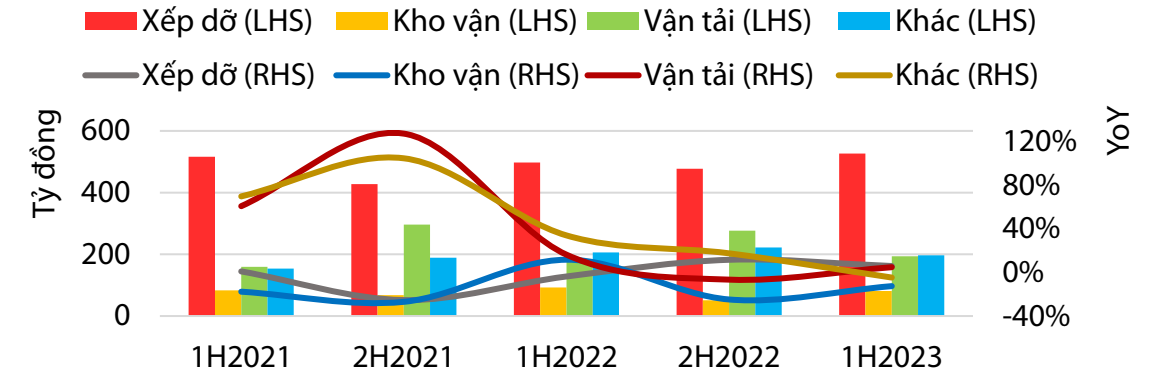
Nguồn: VSC, CTCK Rông Việt

Hình 3: Biên LNST giảm mạnh bởi chi phí lãi vay tăng cao và lỗ từ công ty liên doanh, liên kết. Áp lực từ lãi vay sẽ tác động dai dẳng lên lợi nhuận trong các năm dự phóng



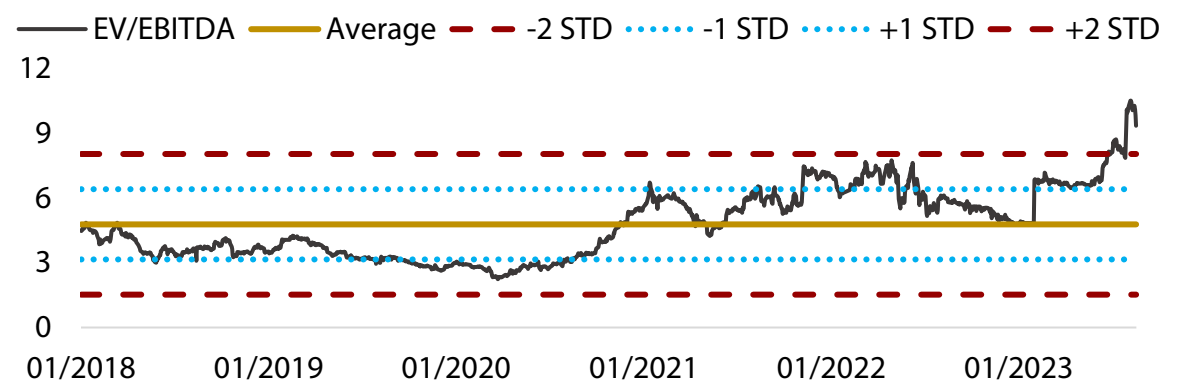
Nguồn: VSC, CTCK Rông Việt

Hình 2: Tương tự GMD, giá cước xếp dỡ container của VSC tăng mạnh trong 6T2023 giúp doanh thu của mảng này tăng trưởng dương 5% YoY dù thông lượng giảm nhẹ.



Nguồn: VSC, CTCK Rông Việt, 1H: nửa đầu năm, 2H: nửa cuối năm

Hình 4: Định giá EV/EBITDA được nâng lên nền cao mới khi giá trị công ty tăng bởi nợ vay. Do dòng tiền vẫn được tạo ra ổn định nên EV/EBITDA 2023F tại giá mục tiêu của chúng tôi dành cho VSC là 8x.



Nguồn: Fiinx, CTCK Rông Việt

GIẢM TỶ TRỌNG: -9%

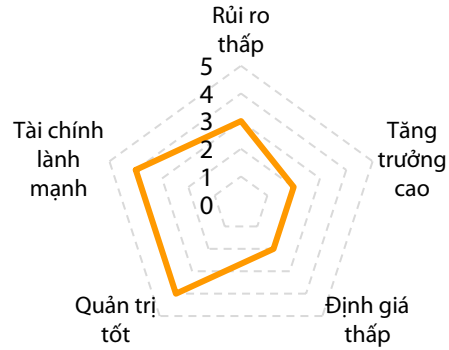
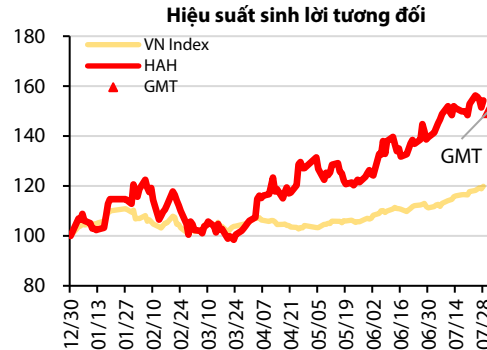
GTT: 33.100

GMT: 30.500

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2022A 2023F 2024F



Ngành	Dịch vụ Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.493
SLCPĐLH (triệu CP)	106
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	2.722
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	82
SH NĐTNN còn lại (%)	44,1
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	14,93 - 47,53

Doanh thu (tỷ đồng)	3.206	2.679	2.678
LNST (tỷ đồng)	822	400	85
ROA (%)	16,3	6,9	1,5
ROE (%)	35,6	15,2	3,1
EPS (đồng)	7.790	3.528	746
GTSS (đồng)	32.853	25.028	25.830
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	0	1.000
P/E (x)	5,4	9,4	44,4
P/B (x)	0,8	1,3	1,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hoạt động đội tàu gặp thử thách khiến cho triển vọng trong nửa cuối năm 2023 trở nên kém khả quan

- Mảng cho thuê tàu định hạn sẽ kém tích cực hơn so với nửa đầu năm bởi (1) có ít hơn ba tàu cho thuê, (2) giá cước cho thuê đã quay trở lại vùng đáy Q1-FY23 khi các tàu đóng mới gia nhập thị trường, và (3) tàu HAIAN WEST (không được tái ký sau khi hết hợp đồng) và HAIAN MIND sẽ hết hợp đồng cho thuê với giá cước cao lần lượt vào Q3 và Q4-FY23. Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu cho thuê định hạn về mức 582 tỷ đồng (-18% YoY).
- Mang về hai tàu cho thuê ngắn ngày trước đó là HAIAN BELL, HAIAN ROSE, HAIAN WEST và HAH dự kiến sẽ nhận thêm ba tàu mới kể từ Q4-FY23 đến Q2-FY24, dẫn đến cung tải nội địa tiếp tục dư thừa. Trong khi nhu cầu vận tải trong nước dự kiến chưa thể sớm hồi phục khiến cho giá cước vận tải nội địa duy trì ở mức thấp. Dự phóng cho năm 2023, sản lượng và doanh thu vận tải container lần lượt là 411 nghìn TEU (+3% YoY) và 1.289 tỷ đồng (-23% YoY).

Hoạt động cảng biển mang lại dòng tiền ổn định. Dự phóng cho năm 2023, thông lượng container cảng Hải An đạt 402 nghìn TEU (-4% YoY) nhờ đội tàu nhà và SM Lines đảm bảo hàng cho cảng. Doanh thu xếp dỡ container là 206 tỷ đồng (-4% YoY), hoạt động ổn định của cảng Hải An là nền móng hỗ trợ KQKD khi hiệu quả đội tàu giảm sút.

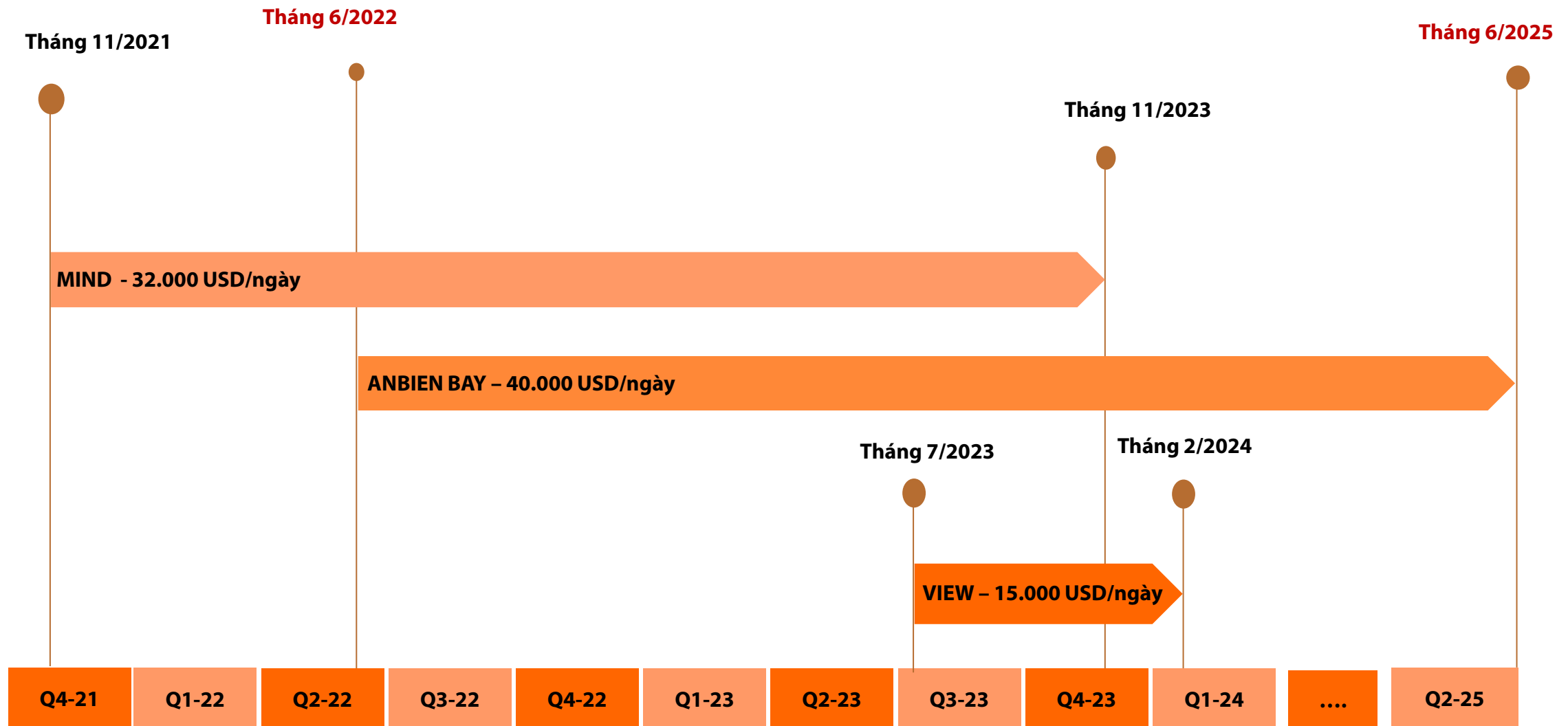
Định giá. Dù cho triển vọng của HAH chưa được tích cực trong nửa cuối năm, nhưng chúng tôi điều chỉnh tăng mức định giá mục tiêu của phương pháp P/B và EV/EBITDA cho năm 2023 lần lượt là 1,2x và 4,6x bởi lãi suất phi rủi ro đã giảm so với thời điểm phát hành báo cáo trước đó.

Nhìn sang năm 2024, mức định giá hợp lý của P/B và EV/EBITDA fwd lần lượt là 0,6x và 3,5x. Chúng tôi cho rằng, điều này ẩn chứa nhiều rủi ro giảm giá cho chiến lược đầu tư dài hạn dựa trên giả định không có thay đổi về cơ cấu đội tàu.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhu cầu vận tải không hồi phục như dự kiến.
- Tàu HAIAN MIND không được tái ký hợp đồng thuê định hạn.

Hình 1: Bốn tàu cho thuê định hạn BELL, EAST, ROSE, WEST không được tái ký sẽ làm giảm lợi nhuận của HAH trong nửa cuối năm 2023



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Lê Tự Quốc Hưng

Analyst

hung.ltq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Nguyễn Hà Trinh

Senior Consultant

trinh.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Bùi Đặng Cát Khánh

Assistant

khanh.bdc@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Hà Xuân Vũ

Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Nguyễn Hồng Loan

Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Bernard Lapointe

Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Đặng Chính

Analyst

chinh.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng

Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Thị Ngọc An

Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

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

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

Lê Kim Ngân

Analyst

ngan.lk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Dầu khí
- Phân bón

Đỗ Thạch Lam

Senior Analyst

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Bất động sản

Trịnh Thị Thu Hoài

Analyst

hoai.ttt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

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



www.vdsc.com.vn

