



## CTCP HẢI MINH (HMH – HNX)

### Triển vọng tích cực đến từ nhiều yếu tố thuận lợi

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- qoq	Q3-FY13	+/- yoy
Doanh thu thuần	37,7	18,9	99%	23,6	60%
Lợi nhuận sau thuế	7,8	13,9	-44%	10,0	-22%
EBIT	9,0	17,1	-47%	11,2	-20%
Tỷ suất EBIT	23,8%	90,2%	-6.645bps	47,5%	-2.373bps

Nguồn: HMH

- **KQKD ổn định và khả năng sinh lời cao so với quy mô vốn**
- **Hoạt động kinh doanh chính đứng trước nhiều cơ hội tăng trưởng**
- **Nguồn lực mở rộng kinh doanh cốt lõi đến từ thoái vốn đầu tư LDLK**
- **Tốc độ tăng trưởng cao hơn sẽ giúp cải thiện tỷ số P/E**

#### Quan điểm và định giá:

HMH là một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực vận tải và kho bãi với quy mô hoạt động tương đối nhỏ. Dù vậy, trong các năm qua, khi ngành logistics trong nước bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế, HMH nằm trong số ít các doanh nghiệp vẫn duy trì KQKD ổn định, tình hình tài chính lành mạnh cũng như tỷ lệ cổ tức khá hấp dẫn. Năm 2014, KQKD của HMH có sự tăng trưởng tốt nhờ được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố thuận lợi như mặt bằng giá cước tăng lên do chính sách siết chặt tải trọng xe cơ giới trong khi giá xăng dầu có xu hướng giảm và hoạt động xuất nhập khẩu hồi phục trên cả nước.

Về dài hạn, việc Chính Phủ quan tâm đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông thủy, bộ như xây dựng các tuyến cao tốc, khai trương các tuyến đường thủy nội địa, ven biển sẽ giúp rút ngắn thời gian vận chuyển và chi phí bảo dưỡng phương tiện, qua đó góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động cho các doanh nghiệp vận tải như HMH. Đồng thời, các hiệp định thương mại lớn sắp được kí kết như FTA và TPP sẽ là động lực tăng trưởng lớn đối với nhu cầu vận chuyển hàng hóa trong nước. Quan trọng hơn, HMH đã tỏ ra linh hoạt hơn giai đoạn trước trong việc đầu tư gia tăng năng lực đội tàu, xe và diện tích kho bãi. Chúng tôi nhận thấy đây là một bước đi hợp lý có thể giúp doanh nghiệp nắm bắt được cơ hội cải thiện KQKD từ sự tăng trưởng chung của toàn ngành. Với những phân tích trên, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu HMH là **33.800 đồng/cp** và khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN**.

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	Lũy kế đến HT	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	120,4	107,5	80,1	110,5	121,6
% tăng trưởng	2,2	-10,7	-2,9	2,8	10,1
Lợi nhuận sau thuế	39,3	39,0	33,0	47,2	39,2
% tăng trưởng	-1,2	-0,8	12,5	21,0	-17,0
Tỷ suất LNST (%)	32,7	36,3	41,2	42,8	32,2
ROA (%)	19,1	17,4		18,5	13,6
ROE (%)	22,6	19,4		20,1	14,8
EPS (VND)	5.021	3.990		4.713	3.911
EPS đ/chính (VND)	4.887	3.904		4.713	3.911
Giá trị sổ sách (VND)	18.705	21.581		25.323	27.557
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.500	1.700		1.700	1.700
P/E đ/chính (x)	5,4	6,8		5,68	6,85
P/BV (x)	0,7	0,9		1,1	1,2

Nguồn: BCTC HMH, RongViet Securities tổng hợp, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 06/01/2015

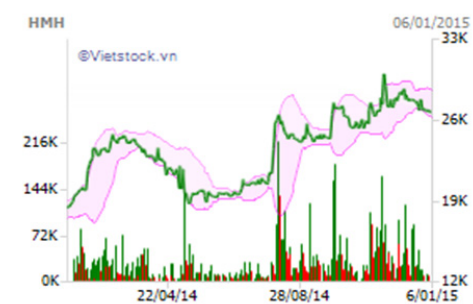
## TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	26.800
Giá mục tiêu (VND)	33.800

Thời gian đầu tư **DÀI HẠN**

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vận tải & Kho bãi
Vốn hóa (tỷ đồng)	246,69
SLCPDLH	9.204.958
Beta	0,95
Free Float (%)	94,40
Giá cao nhất 52 tuần	31.670
Giá thấp nhất 52 tuần	16.436
KLGD bình quân 20 phiên	33.839



Nguồn: Vietstock

#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
HMH	-1,5	44,1	125,2
Logistics	-26,8	109,8	
VN30 Index	-9,4	5,9	
VN-Index	-11,3	6,9	59,7

#### Cổ đông lớn (%)

Nguyễn Mai Phương	5,5
Nguyễn Thế Quân	3,8
Nguyễn Quốc Hùng	3,6
Giới hạn sở hữu NDTNN (%)	14,5

#### Nguyễn Hải Hoàng

(084) 08- 6299 2006 – Ext 328

hoang.nh@vdsc.com.vn

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3-FY14 và Lũy kế 9T2014**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- (qoq)	Q3-FY13	+/- (yoy)	9T/FY14	+/- (yoy)
Doanh thu	37,7	18,9	99,2%	23,6	59,9%	80,1	-2,9%
Lợi nhuận gộp	6,8	7,5	-9,3%	7,1	-4,0%	20,2	-15,1%
Chi phí bán hàng và quản lý	2,4	2,4	3,3%	2,4	1,3%	6,9	-9,2%
Thu nhập HĐKD	4,4	5,1	-15,1%	4,7	-6,8%	13,3	-26,1%
EBITDA	17,0	22,3	-23,6%	19,6	-13,2%	47,1	7,4%
EBIT	9,0	17,1	-47,5%	11,2	-20,0%	39,3	15,1%
Chi phí tài chính	0,2	0,0	838,9%	0,1	136,3%	0,3	177,6%
- Chi phí lãi vay	0,0	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,09	0,0%
Khấu hao	8,1	5,2	54,2%	8,4	-4,3%	7,8	-7,9%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)							
Lợi nhuận trước thuế	9,0	17,1	-47,5%	11,2	-20,0%	39,2	14,9%
Lợi nhuận sau thuế	7,8	13,9	-43,9%	10,0	-22,2%	33,0	12,5%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	7,8	13,9	-43,9%	10,0	-22,2%	33,0	

Nguồn: HMH, RongViet Securities

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3-FY14**

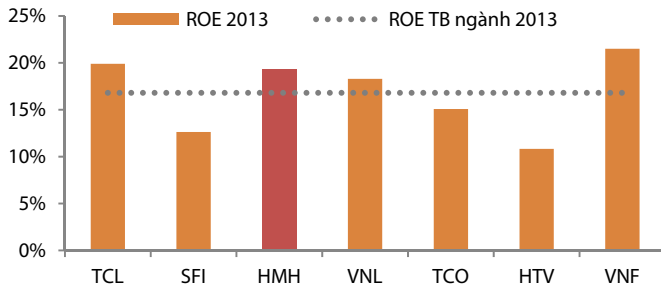
Chỉ tiêu	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- (qoq)	Q3-FY13	+/-yoy
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	18,0	39,6	-2.156bps	30,0	-1.199bps
EBITDA/Doanh thu	45,2	117,9	-7.271bps	83,3	-3.810bps
EBIT /Doanh thu	23,8	90,2	-6.645bps	47,5	-2.373bps
TS lợi nhuận ròng	20,7	73,4	-5.277bps	42,5	-2.182bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	20,7	73,4	-5.277bps	42,5	-2.182bps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
-Hàng tồn kho	106,4	55,9	50,5	151,0	-44,6
-Khoản phải thu	3,9	1,7	2,2	1,8	2,1
-Khoản phải trả	9,8	3,1	6,7	2,0	7,8
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2

Nguồn: HMH(\*) thường niên hóa

### KQKD ổn định và khả năng sinh lời cao so với quy mô vốn là điểm sáng của HMH

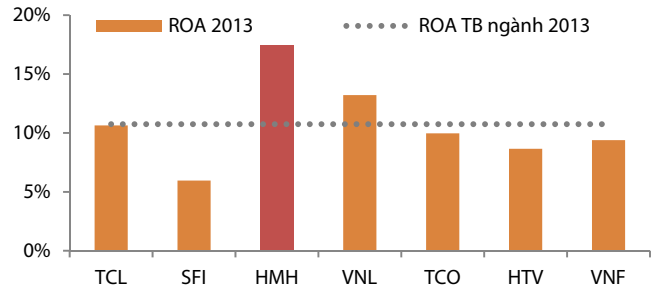
HMH là doanh nghiệp logistics có quy mô tương đối nhỏ, hoạt động trong 04 lĩnh vực chính là vận tải đường bộ, vận tải thủy, kinh doanh kho bãi cho thuê và dịch vụ đại lý tàu biển. Phạm vi hoạt động chính là khu vực Hải Phòng và các tỉnh lân cận TP.HCM. Nếu như hoạt động cho thuê kho bãi tập trung chủ yếu ở Hải Phòng thì năng lực vận tải đường bộ phân bố khá đồng đều ở hai khu vực. Bên cạnh đó, HMH còn tham gia liên doanh với một số hãng tàu trong và ngoài nước như K-line (Nhật Bản), Dongbu (Hàn Quốc) và Công ty vận tải Hưng Phú. Do đặc thù hoạt động chính của HMH là kinh doanh vận tải và kho bãi nên giá trị đầu tư TSCĐ cũng như quy mô VCSH của Công ty chỉ ở mức thấp. Đây là một trong những lý do giúp HMH duy trì các chỉ tiêu về khả năng sinh lời như ROE và ROA ở mức khá cao so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tuy nhiên, hạn chế về hệ thống cơ sở vật chất cũng như sự thận trọng trong việc đầu tư mở rộng trong các năm qua là rào cản đối với Công ty trong việc gia tăng doanh thu và triển khai các dịch vụ có giá trị gia tăng cao như dịch vụ 3PL, đóng rút hàng hóa hoặc thu gom hàng lẻ.

**Đồ thị 1: ROE năm 2013 của các DN logistics**



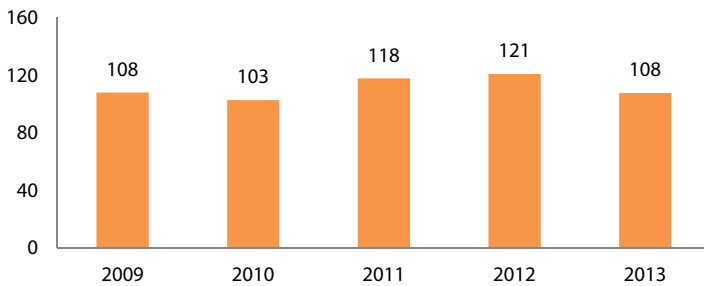
Nguồn: HMH, RongViet Securities

**Đồ thị 2: ROA năm 2013 của các DN logistics**



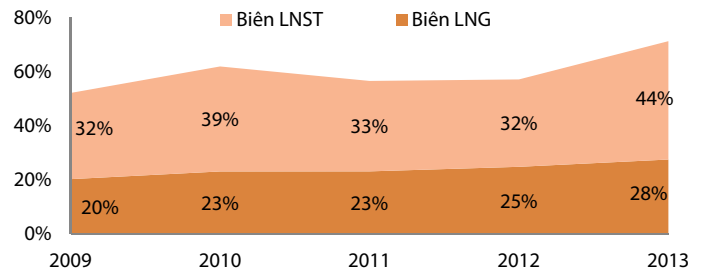
Nguồn: HMH, RongViet Securities

**Đồ thị 3: DTT của HMH qua các năm (tỷ đồng)**



Nguồn: HMH, RongViet Securities

**Đồ thị 4: Biên lợi nhuận của HMH qua các năm**



Nguồn: HMH, RongViet Securities

Nhìn chung, bức tranh KQKD của HMH luôn có sự ổn định qua các năm; riêng biên LNG và LNST thể hiện sự cải thiện đều đặn trong suốt giai đoạn từ 2010 đến 2013. Dù vậy, trong bối cảnh khó khăn chung của ngành logistics cũng như chiến lược đầu tư thận trọng của doanh nghiệp, kết quả doanh thu và LNST của HMH hầu như không có tăng trưởng. Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình trong giai đoạn này chỉ từ 1% đến 2% và tốc độ tăng trưởng LNST cũng chỉ dao động trong khoảng 4%-5%.

Ba quý đầu năm 2014, tình hình kinh doanh của HMH đã có những chuyển biến tích cực khi hoạt động thương mại ấm dần và nhu cầu vận chuyển hàng hóa tăng lên. Cùng với đó, các chính sách điều hành vận tải và diễn biến của giá nhiên liệu gần đây là yếu tố hỗ trợ rất tích cực cho hoạt động kinh doanh vận tải của HMH. Điều này được thể hiện rõ nhất qua việc Doanh thu thuần 9 tháng đầu năm chỉ giảm nhẹ 2,9% so với cùng kỳ mặc dù hoạt động vận tải thủy (chiếm đến 13% doanh thu trong năm 2013) đã có sự gián đoạn đáng kể khi Công ty tiến hành tái cấu trúc đội sà lan trong 2 quý đầu 2014. Mặt khác, việc thanh lý có lời các sà lan cũ cũng giúp LNST 9T2014 tăng 12,5% so với cùng kỳ năm trước. Với kết quả này, HMH đã hoàn thành 91,7% kế hoạch tổng doanh thu và 98,6% kế hoạch LNST cho năm 2014.

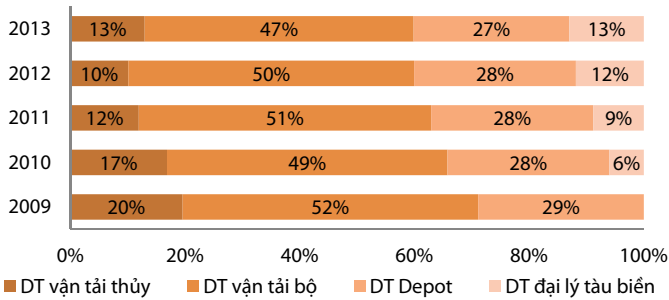
**Các mảng hoạt động kinh doanh chính đứng trước nhiều cơ hội tăng trưởng**

**Giá nhiên liệu giảm và chính sách siết chặt quản lý ngành là đòn bẩy cho lĩnh vực vận tải bộ**

Hoạt động vận tải đường bộ đóng vai trò rất quan trọng trong cơ cấu DTT và LNG của HMH với đội xe đầu kéo gần 90 chiếc. Thực tế, đây là hoạt động kinh doanh có tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu Doanh thu thuần của Công ty (~50%). Quan sát cơ cấu LNG hàng năm, có thể thấy hoạt động vận tải bộ đã dần thay thế dịch vụ Depot trở thành mảng hoạt động đóng góp nhiều nhất vào LNG của Công ty. Đồ thị 7 cũng cho thấy năng lực vận tải của HMH là khá cao so với các doanh nghiệp kinh doanh vận tải đường bộ khác ở khu vực Hải Phòng. Ở khu vực phía Nam, HMH cũng đang cung cấp dịch vụ vận chuyển cho những khách hàng lớn ở các KCN như Lợi Bình Nhơn, VSIP với các khách hàng lớn như Nike hay Uniliver.

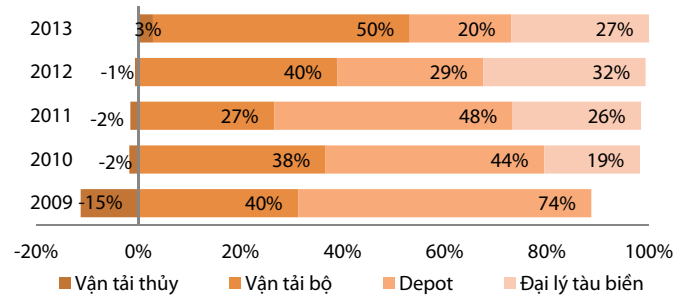


**Đồ thị 5: Cơ cấu Doanh thu của HMH**



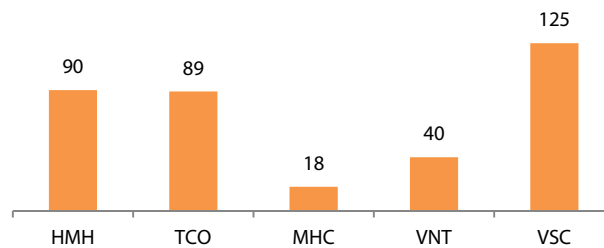
Nguồn: HMH, RongViet Securities

**Đồ thị 6: Cơ cấu LNG của HMH**



Nguồn: HMH, RongViet Securities

**Đồ thị 7: Đội xe vận tải đường bộ (chiếc)**



Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Trong giai đoạn 2012-2013, khi kinh tế khó khăn và hoạt động thương mại hàng hóa suy giảm, nhiều doanh nghiệp vận tải nhỏ cạnh tranh không lành mạnh thông qua việc không tuân thủ tải trọng để duy trì giá cước và giữ chân chủ hàng. Điều này đã ảnh hưởng không nhỏ lên KQKD vận tải đường bộ của HMH trong các năm vừa qua. Riêng năm 2013, Doanh thu vận tải đường bộ của Công ty sụt giảm mạnh ~16% so với năm 2012. Tuy nhiên, chính sách siết chặt tải trọng đối với xe cơ giới lưu thông trên cả nước được Bộ GTVT áp dụng từ quý 2 năm 2014 đã buộc hầu hết các doanh nghiệp trong ngành phải thay đổi phương thức cạnh tranh và đứng trước hai lựa chọn khó khăn: (1) tiến hành hoá cải phương tiện vận tải để nâng tải trọng, (2) tăng giá cước vận chuyển nhằm bảo đảm lợi nhuận. Trong khi việc hoá cải phương tiện đòi hỏi doanh nghiệp phải có sẵn nguồn vốn đầu tư, tăng giá cước là vấn đề khá nhạy cảm vì nó ảnh hưởng trực tiếp khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp vận tải.

Ngược lại, về phía HMH, Công ty nhìn nhận rằng chính sách quản lý tải trọng sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh thu thông qua việc tăng số chuyến xe đồng thời tạo ra một sân chơi bình đẳng hơn về dài hạn. Thực tế, từ khi có quy định kiểm soát tải trọng đến nay, số chuyến vận chuyển của HMH đã tăng khoảng 15% và dự kiến sẽ tăng lên gấp đôi trong năm 2015. Hiện chỉ khoảng 1/3 đội xe của HMH nằm trong diện phải hoá cải nâng tải hoặc thay thế theo chính sách tải trọng mới. Bên cạnh đó, Công ty đã đầu tư thêm 10 xe đầu kéo trong năm 2014 nhằm đáp ứng nhu cầu vận chuyển tăng cao. Điều này giúp HMH tiết giảm khá nhiều chi phí hoá cải phương tiện và nâng cao khả năng cạnh tranh cho Công ty do không chịu áp lực tăng giá cước vận chuyển đột ngột như các doanh nghiệp khác trong khi vẫn đảm bảo lợi nhuận hoạt động. Về lâu dài, khi mặt bằng giá cước hình thành, có thể kỳ vọng biên LNG của Công ty có sự cải thiện tích cực.

Bên cạnh đó, việc giá xăng dầu quay đầu giảm mạnh trong thời gian gần đây là một yếu tố hỗ trợ đối với mảng kinh doanh này. Như đã đề cập ở đoạn trên, đặc thù của ngành vận tải bộ là cạnh tranh nhiều và khó tăng giá cước. Do đó, việc giảm giá cước luôn có độ trễ nhất định so với thay đổi giá nhiên liệu. Thực tế, dù giá dầu diesel đã giảm ~25% so với thời điểm đầu năm 2014, số lượng doanh nghiệp vận tải



đường bộ tiến hành điều chỉnh giá cước là rất ít. Ngay cả khi Bộ GTVT ban hành chỉ thị về điều chỉnh giảm cước vận chuyển thì chỉ mới có doanh nghiệp vận tải hành khách bị ảnh hưởng. Mặt khác, theo khảo sát của chúng tôi, chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 30-40% giá vốn của các doanh nghiệp vận tải đường bộ. Do đó, trong bối cảnh giá xăng dầu liên tục giảm và có thể duy trì ở mức thấp trong năm 2015, các doanh nghiệp vận tải đường bộ nói chung và HMH nói riêng có điều kiện để gia tăng biên LNG.

Chúng tôi tin rằng nếu Nhà Nước và các cơ quan chức năng thực thi nghiêm túc chính sách quản lý đường bộ đã được ban hành cộng với kinh tế Việt Nam tiếp tục có sự hồi phục trong các năm sau thì triển vọng của mảng vận tải đường bộ là rất khả quan. Theo Business Monitor International, sản lượng hàng hóa vận tải đường bộ cả năm 2015 dự kiến tăng trưởng khoảng 8,28%, tức là cao hơn hẳn mức 6,01% của năm 2014. Do đó, nhằm đón đầu dự báo tăng trưởng nhu cầu vận chuyển hàng hóa, Công ty đã lên kế hoạch nâng cao năng lực đội xe vận chuyển bằng việc sẽ đầu tư khoảng 10 xe đầu kéo mới mỗi năm. Cụ thể, trong năm 2014, HMH đã đầu tư mới 10 xe đầu kéo mới.

Tính chung cả năm 2014, doanh thu của mảng dịch vụ vận tải bộ có thể tăng trưởng khoảng 13% so với năm 2013, đạt 56,81 tỷ đồng. Về khả năng sinh lời, do giá xăng dầu chỉ mới sụt giảm gần đây sau khi tăng mạnh trong hai quý đầu năm nên biên LNG năm 2014 được dự phóng sẽ không thay đổi so với năm 2013 (~30%). Tuy nhiên, với dự báo giá nhiên liệu trong nước duy trì ở mức hiện tại hoặc giảm nhẹ, ít nhất đến cuối quý 2 năm 2015, do giá dầu thế giới phục hồi chậm, biên LNG của hoạt động này trong năm sau có thể đạt khoảng 33%.

***Với những kết quả bước đầu, kế hoạch tái cấu trúc đội sà lan sẽ giúp khai thác tiềm năng của mảng vận tải thủy nội địa***

Kế hoạch tái cấu trúc mảng vận tải thủy của HMH (cắt giảm tuyến vận chuyển Campuchia - Việt Nam không hiệu quả và thay đội sà lan với trọng tải phù hợp hơn) bắt đầu mang lại hiệu quả. Thực tế, hoạt động vận tải thủy đã vượt qua mức hòa vốn và bắt đầu có lãi từ năm 2013 với công suất khai thác sà lan trên mỗi chuyến hiện nay là hơn 80%. Trong 2 quý đầu năm 2014, HMH đã thanh lý toàn bộ đội sà lan cũ thu về hơn 12 tỷ đồng. Mặt khác, trong năm, Công ty đã đưa vào khai thác một sà lan mới có tải trọng ~56 TEUS và đang đóng tiếp một sà lan khác cùng tải trọng. Theo Công ty, một mặt việc đầu tư sà lan mới sẽ giúp HMH trẻ hóa đội sà lan hiện hữu và tiết giảm chi phí bảo trì, sửa chữa. Mặt khác, công suất sà lan nhỏ hơn (các sà lan cũ có tải trọng trung bình ~70TEUS) cũng cho phép doanh nghiệp tăng hiệu quả khai thác từng chuyến cũng như số chuyến vận chuyển.

Tuy nhiên, với việc đẩy mạnh tái cấu trúc, HĐKD của mảng vận tải thủy trong năm 2014 không tránh khỏi việc bị gián đoạn với Doanh thu cả năm của mảng ước giảm gần 2/3 so với 2013, đạt khoảng 4,32 tỷ đồng. Sang năm 2015, tổng năng lực hoạt động của mảng này được nâng lên cùng với sự bổ sung nhiều sà lan mới. Cộng với các yếu tố tích cực được phân tích, DT của mảng vận tải thủy được dự phóng sẽ tăng trưởng ~41%.

Về khả năng sinh lời, mặt bằng giá cước vận tải đường thủy khó có thể tăng ngay do nhiều chủ hàng cần thời gian để quen với việc vận chuyển hàng bằng đường thủy, tuy nhiên, việc giá xăng dầu sụt giảm mạnh và dự báo kéo dài là những yếu tố khiến cho biên LNG dự phóng năm 2014 và 2015 của mảng sẽ cải thiện nhẹ từ 6% lên 7%. Một mặt, mảng kinh doanh vận tải thủy nội địa cũng đang hưởng lợi từ chính sách siết chặt tải trọng đường bộ khi ngày càng nhiều chủ hàng đã chuyển sang vận chuyển bằng sà lan để tiết kiệm chi phí. Mặt khác, hoạt động vận tải thủy đang được khuyến khích phát triển với nhiều lợi thế: (1) điều kiện địa lý tự nhiên với hệ thống kênh rạch dày đặc ở Việt Nam, đặc biệt là khu vực ĐBSCL và (2) định hướng phát triển vận tải thủy nội địa của Bộ GTVT thể hiện qua các dự thảo hỗ trợ về thuế TNDN và ưu đãi lãi suất cho các doanh nghiệp vay đầu tư phát triển cảng sông và phương tiện thủy nội địa với công suất lớn.



Hiện nay, tuyến vận chuyển thủy chính của HMH là tuyến TP.HCM đi các tỉnh ĐBSCL như Cần Thơ và Vĩnh Long với các mặt hàng chuyên chở chủ yếu là nông sản, lúa gạo hoặc VLXD. Theo thống kê, năm 2013 giao dịch biên mậu của riêng tỉnh An Giang, tỉnh dẫn đầu khu vực ĐBSCL về giao dịch biên mậu, đã đạt hơn 1,5 tỉ USD. Điều này cho thấy rằng tiềm năng kinh tế biên mậu và nhu cầu trao đổi mua bán nơi đây là rất lớn. Trong các năm tới, nếu các tỉnh biên giới ĐBSCL giải quyết tốt vấn đề đầu tư mạng lưới chợ biên giới cộng với hỗ trợ thiết thực từ cơ chế Nhà nước chắc chắn sẽ thu hút được nhiều hơn các doanh nghiệp đến đầu tư và mở rộng hoạt động giao thương biên mậu làm tăng nhu cầu vận chuyển ở khu vực ĐBSCL.

### ***Cho thuê kho bãi – tăng trưởng từ việc mở rộng diện tích depot ở các vị trí chiến lược***

Tính đến cuối quý 3/2014, tổng diện tích depot của HMH đạt gần 7,5ha trong đó 80% diện tích cho thuê kho bãi là ở khu vực Cảng Hải Phòng. Tháng 9/2013, HMH đã chủ động đưa vào khai thác depot Long Bình với diện tích 1,5ha, (gấp đôi diện tích depot trước đây ở Thủ Đức) với tổng vốn đầu tư là 3,5 tỷ đồng. Depot mới này nằm gần khu vực Cảng Đồng Nai – một trong những cảng lớn ở miền Nam, có vị thế chiến lược nằm ở địa bàn tứ giác các tỉnh Đông Nam Bộ với sản lượng hàng hóa thông quan tăng trưởng với tốc độ khá nhanh trong các năm qua, trung bình từ 20-30%/năm. Trong các năm tới, tùy vào nhu cầu thị trường, HMH có thể sẽ mở rộng diện tích khai thác depot ở Long Bình lên 2,5ha. Đây được đánh giá là bước đi khá đúng đắn, phù hợp với định hướng của UBND TP.HCM là di dời các cảng và kho bãi ra khỏi nội thành.

Ở khu vực phía Bắc, HMH hiện đang khai thác gần 6,3ha diện tích bãi và một kho lạnh (CFS) diện tích 3.000m<sup>2</sup> đồng thời có kế hoạch đầu tư thêm 2,3ha depot ở khu vực hạ lưu Sông Cấm. Cũng như cảng Đồng Nai, cảng Hải Phòng là cảng trọng điểm của khu vực phía Bắc. Cộng thêm diện tích bãi được mở rộng ở khu vực này, doanh thu dự phóng của mảng dịch vụ khai thác depot năm 2014 dự kiến tăng trưởng khoảng 21% so với 2013, đạt 35,3 tỷ đồng trong khi biên LNG duy trì ổn định vào khoảng 20%.

Dù không có được những thuận lợi trước mắt như kinh doanh vận tải, hoạt động cho thuê kho bãi có tiềm năng phát triển rất lớn về dài hạn khi Việt Nam tham gia vào các hiệp định thương mại như TPP và FTA. Minh chứng rõ nhất là việc kho bãi của các doanh nghiệp TCL, GMD và HMH luôn hoạt động gần như hết công suất và cả 3 doanh nghiệp đều có kế hoạch mở rộng diện tích kho bãi. Hơn thế nữa, trong lĩnh vực logistics, doanh nghiệp Việt Nam thường khó cạnh tranh với các công ty nước ngoài về công nghệ và kinh nghiệm quản lý, nhưng có lợi thế cạnh tranh đặc biệt ở khả năng tiếp cận và tích lũy quỹ đất để hình thành các kho hàng hóa, depot hay trung tâm phân phối. Việc HMH tăng cường đầu tư mở rộng diện tích kho bãi cho thuê ngay thời điểm này là một bước đi khá đúng đắn. Bên cạnh đó, cảng Đồng Nai và cảng Hải Phòng đều là những cụm cảng lớn có vị trí chiến lược, sản lượng hàng hóa thông quan cao, hạ tầng thủy bộ tương đối phát triển và gần kề các cụm công nghiệp lớn. Theo thống kê Hiệp hội Cảng biển Việt Nam (VPA), tính đến tháng 11 năm 2014, sản lượng hàng hóa thông quan qua khu vực cảng Hải Phòng tăng 15,83% so với cùng kỳ, chiếm gần 80% sản lượng hàng hóa thông quan của miền Bắc. Với những yếu tố hỗ trợ nói trên, chúng tôi đánh giá cao về triển vọng tăng trưởng tốt hơn trong năm tới của hoạt động cho thuê kho bãi.

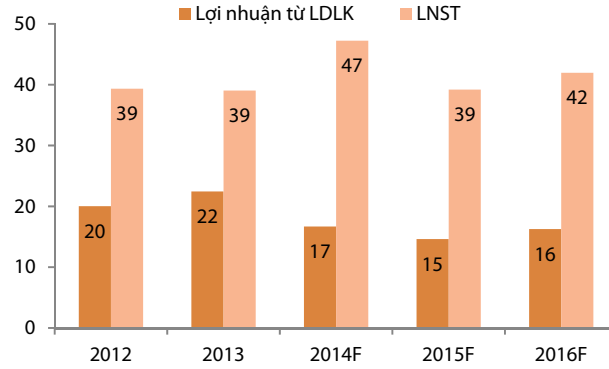
### ***Việc thoái vốn đầu tư liên doanh sẽ là nguồn vốn để đầu tư mở rộng các mảng kinh doanh cốt lõi***

Hiện tại HMH đang tham gia vào 03 liên doanh với các tàu biển K-line (Nhật Bản), Dongbu (Hàn Quốc) và Công ty vận tải Hưng Phú. Trong đó, liên doanh với K-line là liên doanh hoạt động hiệu quả nhất, đóng góp gần 50% vào LNST của Công ty trong các năm qua. Tuy nhiên, đầu quý 2 năm 2014, HMH đã chuyển nhượng 24% vốn góp tại liên doanh này cho K-Line theo lộ trình kí kết ban đầu, thu về cho gần 17 tỷ đồng tiền mặt đồng thời giảm tỷ lệ góp vốn tại liên doanh này từ 49% xuống còn 25%. HMH dự kiến sẽ thoái hết toàn bộ vốn tại liên doanh với K-Line vào năm 2019. Được biết, số tiền thu về từ việc thoái vốn này cộng với nguồn thu từ thanh lý đội sà lan như đã đề cập ở trên tổng cộng ~30 tỷ đồng sẽ



được tái đầu tư vào các HĐKD cốt lõi như mở rộng diện tích Depot ở phía Nam (Long Bình) cũng như đầu tư thêm 10 xe đầu kéo 2014 và sà lan mới.

**Đồ thị 8: Lợi nhuận từ Liên doanh liên kết qua các năm (tỷ đồng)**



*Nguồn: HMH, RongViet Securities*

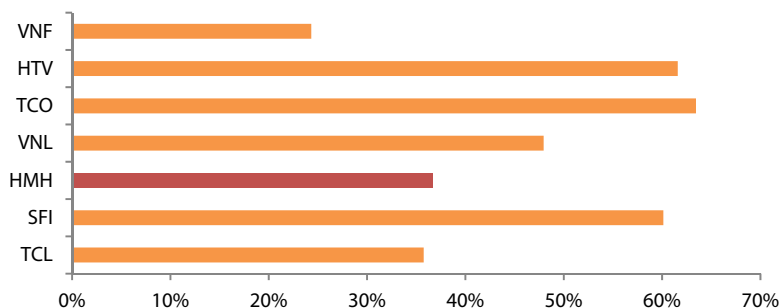
Nhìn chung, việc thoái vốn khỏi liên doanh với K-line sẽ khiến lợi nhuận của HMH giảm khoảng 5-6 tỷ đồng trong năm 2014 và các năm tiếp theo. Tuy nhiên, trong bối cảnh hoạt động thương mại trên cả nước được dự báo sẽ tiếp tục tăng tốc trong các năm tới và kết quả hoạt động liên doanh vẫn còn nhiều cơ hội tăng trưởng cho đến năm 2019. Quan trọng hơn, chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp tỏ ra nhanh nhạy trong việc tái đầu tư vào các mảng kinh doanh cốt lõi như vận tải và cho thuê kho bãi. Từ đó, có thể kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận từ các mảng này sẽ đủ để bù đắp cho khoản lợi nhuận mất đi từ việc thoái vốn khỏi liên doanh với K-line. Thực tế, nếu loại trừ khoản thu nhập từ thanh lý TSCĐ, chúng tôi cho rằng LNST của HMH vẫn có thể tăng trưởng khoảng 3% trong năm 2015 và trung bình 4% giai đoạn từ năm 2016 đến 2019.

**Tốc độ tăng trưởng EPS cao hơn sẽ giúp cải thiện chỉ số định giá P/E**

Về cơ bản, khả năng tăng giá của cổ phiếu được đánh giá dựa trên triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS) và tương quan so sánh tỷ số P/E so với ngành. Hiện tại, cổ phiếu HMH đang giao dịch ở mức P/E trailing (~5,8x), khá thấp so với trung bình toàn ngành (~8,0x) và là thấp nhất trong các doanh nghiệp logistics đang niêm yết. Tuy nhiên, việc P/E thấp cũng phản ánh phần nào sự thận trọng về triển vọng tăng trưởng của HMH khi mà EPS của Công ty chỉ tăng trưởng rất thấp các năm qua dù luôn duy trì ở mức cao. Một mặt, điều này xuất phát từ sự thận trọng của doanh nghiệp trong việc đầu tư mở rộng trong thời điểm kinh tế khó khăn. Mặt khác, việc không sử dụng đòn bẩy tài chính giúp HMH không chịu áp lực chi phí lãi vay nhưng cũng hạn chế khả năng tăng trưởng của Công ty khi điều kiện kinh doanh hồi phục.

Dù vậy, với tốc độ tăng trưởng LNST từ hoạt động cốt lõi dự phóng năm 2014 (~23%) cũng như năm 2015 (~17%) khá tích cực, có thể thấy PEG của HMH vẫn tương đối thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành (Đồ thị 9). Điều này gợi ý rằng mức PE hiện tại của HMH là chưa tương xứng với tiềm năng phát triển của doanh nghiệp trên cơ sở những kế hoạch đầu tư mà Công ty đang thực hiện như mở rộng diện tích Depot, đầu tư đội sà lan, đội xe mới.... Do vậy, chúng tôi tin rằng khi các khoản đầu tư mới bắt đầu mang lại hiệu quả, có thể kỳ vọng HMH sẽ đạt được tốc độ tăng trưởng LNST cao hơn giai đoạn trước và nhờ đó, tỷ số P/E của cổ phiếu sẽ có sự cải thiện lên mức 8-9x.

**Đồ thị 9 : PEG 2015 của các doanh nghiệp logistics**



Nguồn: HMH, RongViet Securities

Tổng hợp	Doanh thu thuần			Lợi nhuận gộp			Biên lợi nhuận gộp	
	2013	2014F	YoY	2013	2014F	YoY	2013	2014F
Vận tải thủy	13.973	4.312	-69,1%	842	280	-66,7%	6%	7%
Vận tải bộ	50.503	56.816	12,5%	14.924	16.790	12,5%	30%	30%
Cho thuê Depot	29.254	35.309	20,7%	5.894	7.062	19,8%	20%	20%
Đại lý tàu biển	13.988	14.268	2,0%	8.010	8.561	6,8%	57%	60%
<b>Tổng</b>	<b>107.718</b>	<b>110.704</b>	<b>2,8%</b>	<b>29.671</b>	<b>32.693</b>	<b>29,5%</b>	<b>27,5%</b>	<b>29,5%</b>

Nguồn: HMH, RongViet Securities

**Quan điểm và định giá:**

HMH là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực vận tải và kho bãi với quy mô hoạt động tương đối nhỏ. Dù vậy, doanh nghiệp vẫn duy trì KQKD ổn định, tình hình tài chính lành mạnh cũng như tỷ lệ cổ tức khá hấp dẫn trong các năm qua (~17%), ngay cả khi ngành logistics trong nước bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế. Năm 2014, KQKD của HMH có sự tăng trưởng tốt nhờ được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố thuận lợi như mặt bằng giá cước tăng lên do chính sách siết chặt tải trọng xe cơ giới trong khi giá xăng dầu có xu hướng giảm và hoạt động xuất nhập khẩu hồi phục trên cả nước.

Về dài hạn, việc Chính Phủ quan tâm đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông thủy, bộ như xây dựng các tuyến cao tốc, khai trương các tuyến đường thủy nội địa, ven biển sẽ giúp rút ngắn thời gian vận chuyển và chi phí bảo dưỡng phương tiện, qua đó góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động cho các doanh nghiệp vận tải như HMH. Đồng thời, các hiệp định thương mại lớn sắp được kí kết như FTA và TPP sẽ là động lực tăng trưởng lớn đối với nhu cầu vận chuyển hàng hóa trong nước. Quan trọng hơn, HMH đã tỏ ra linh hoạt hơn giai đoạn giai trước trong việc đầu tư gia tăng năng lực đội tàu, xe và diện tích kho bãi. Chúng tôi nhận thấy đây là một bước đi hợp lý có thể giúp doanh nghiệp nắm bắt được cơ hội cải thiện KQKD từ sự tăng trưởng chung của toàn ngành. Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và so sánh tỷ số P/E và P/B, trên cơ sở thận trọng, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu HMH là **33.800 đồng/cp** và khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu này trong **DÀI HẠN**.

Đvt: tỷ đồng					Đvt: tỷ đồng				
<b>KQ HKKD</b>	<b>FY2012</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014E</b>	<b>FY2015F</b>	<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>FY2012</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014E</b>	<b>FY2015F</b>
Doanh thu thuần	120,4	107,5	110,5	121,6	Tiền	30,5	22,1	67,4	78,8
Giá vốn	90,3	77,8	77,8	83,3	Đầu tư tài chính ngắn hạn	0,8	0,8	20,0	21,3
<b>Lãi gộp</b>	<b>30,1</b>	<b>29,7</b>	<b>32,6</b>	<b>38,3</b>	Các khoản phải thu	28,1	34,5	36,5	40,1
Chi phí bán hàng	0,0	0,0	0,0	0,0	Tồn kho	1,3	0,4	0,6	0,7
Chi phí quản lý	11,6	10,3	10,8	11,9	Tài sản ngắn hạn khác	2,3	3,7	2,6	2,9
Thu nhập từ HĐTC	4,8	2,3	5,9	4,6	<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>63,0</b>	<b>61,6</b>	<b>127,1</b>	<b>143,8</b>
Chi phí tài chính	0,0	0,1	0,1	0,1	Tài sản cố định hữu hình	73,9	73,3	83,6	81,0
Lợi nhuận khác	1,0	1,0	12,0	1,0	Tài sản cố định vô hình	1,1	1,1	1,1	1,1
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>44,3</b>	<b>45,0</b>	<b>56,3</b>	<b>46,5</b>	Xây dựng cơ bản dở dang	1,7	19,7	11,1	5,1
Thuế TNDN	4,6	5,7	8,7	7,0	Bất động sản đầu tư	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,4	0,2	0,3	0,3	Đầu tư tài chính dài hạn	68,2	74,2	50,1	65,6
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>39,3</b>	<b>39,0</b>	<b>47,2</b>	<b>39,2</b>	Tài sản dài hạn khác	1,6	3,6	2,4	2,6
EBIT	<b>44,3</b>	<b>45,0</b>	<b>56,3</b>	<b>46,5</b>	Lợi thế thương mại	3,0	2,2	1,5	0,7
EBITDA	55,5	56,3	69,1	60,4	<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>149,5</b>	<b>174,2</b>	<b>148,3</b>	<b>155,3</b>
					<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>212,6</b>	<b>235,8</b>	<b>275,4</b>	<b>299,1</b>
					Tiền hàng phải trả và ứng trước	15,1	13,3	13,2	14,2
					Khoản phải trả ngắn hạn khác	6,9	5,0	5,5	6,1
					Vay và nợ ngắn hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
					Vay và nợ dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
					Khoản phải trả dài hạn khác	0,2	0,5	0,3	0,4
					<b>Tổng nợ</b>	<b>22,2</b>	<b>18,9</b>	<b>19,1</b>	<b>20,6</b>
					<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>187,1</b>	<b>215,8</b>	<b>253,8</b>	<b>276,2</b>
					Vốn đầu tư của CSH	100,0	100,0	100,2	100,2
					Lợi nhuận giữ lại	83,3	112,1	140,9	161,9
					Các quỹ	6,4	6,3	7,5	8,9
					<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
					<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>187,1</b>	<b>215,8</b>	<b>253,8</b>	<b>276,2</b>
					Lợi ích cổ đông thiểu số	3,3	1,1	2,6	2,3
					<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>212,6</b>	<b>235,8</b>	<b>275,4</b>	<b>299,1</b>
					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2012</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014E</b>	<b>FY2015F</b>
					LNTT	44,3	45,0	56,3	46,5
					Khấu hao	11,2	11,3	12,8	13,9
					Các điều chỉnh	-29,7	-28,3	-65,9	-63,9
					Thay đổi vốn lưu động	-13,8	-17,0	-9,5	-9,5
					<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>12,0</b>	<b>11,0</b>	<b>-31,9</b>	<b>-40,8</b>
					Thay đổi TSCĐ	-21,3	-31,6	17,7	28,9
					Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-31,8	-4,7	-24,7	-65,6
					Lãi cho vay, cổ tức, LN được	25,0	22,7	60,0	58,2
					<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-28,1</b>	<b>-13,6</b>	<b>53,0</b>	<b>21,5</b>
					Nhận/trả lại vốn góp	3,6	0,0	8,0	0,0
					Vay mới/trả nợ vay	-0,1	0,0	50,0	50,0
					Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-14,5	-5,7	-33,8	-19,4
					<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-11,0</b>	<b>-5,7</b>	<b>24,2</b>	<b>30,6</b>
					Tiền thuần trong kỳ	-27,2	-8,3	45,3	11,3
					<b>Tiền đầu năm</b>	<b>57,7</b>	<b>30,5</b>	<b>22,1</b>	<b>67,4</b>
					Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
					<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>30,5</b>	<b>22,1</b>	<b>67,4</b>	<b>78,8</b>

Đvt: %				
<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	2,2	-10,7	2,8	10,1
Lợi nhuận HKKD	11,4	4,7	12,6	21,0
EBITDA	2,8	1,4	22,6	-12,5
EBIT	-1,1	1,5	25,2	-17,3
Lợi nhuận sau thuế	-1,2	-0,8	21,0	-17,0
Tổng tài sản	6,1	10,9	16,8	8,6
Vốn chủ sở hữu	16,4	15,4	17,6	8,8
Tốc độ tăng trưởng nội tại	14,0	10,9	12,9	8,4
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	25,0	27,6	29,5	31,5
LN HKKD / Doanh thu	15,4	18,0	19,7	21,7
EBITDA/ Doanh thu	46,1	52,4	62,5	49,7
EBIT/ Doanh thu	36,8	41,8	51,0	38,2
LNST/ Doanh thu	32,7	36,3	42,8	32,2
ROA	19,1	17,4	18,5	13,6
ROIC or RONA	25,0	22,0	23,7	17,4
ROE	22,6	19,4	20,1	14,8
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	3,6	3,4	3,1	3,2
Vòng quay hàng tồn kho	108,6	90,8	152,2	129,3
Vòng quay khoản phải trả	3,1	3,9	4,2	4,3
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	2,9	3,4	6,8	7,1
Nhanh	2,8	3,3	6,7	7,1
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	11,9	8,7	7,5	7,5
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0



**BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới**

**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: www.vdsc.com.vn

**Chi nhánh Hà Nội**

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

**Chi nhánh Cần Thơ**

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**