

CẢNG BIỂN

SAU CƠN MƯA, TRỜI LẠI SÁNG



Quân Cao – quan.cn@vdsc.com.vn





Đánh giá chung

Tiêu cực

Trung bình

Tích cực

Tổng quan

Những chỉ báo sớm về triển vọng về kinh tế vĩ mô bước đầu phát đi tín hiệu khởi sắc sẽ giúp dòng chảy thương mại tiếp tục duy trì đà hồi phục kể từ nửa cuối năm 2023. Cho năm 2024, lạm phát đang đi theo hướng mà các NHTW mong muốn thì việc hạ lãi suất sẽ kích thích nhu cầu tiêu dùng tại hai thị trường XK chính là Mỹ - EU, sức khỏe ngành công nghiệp sản xuất trong nước cải thiện sẽ giúp cho hoạt động giao thương hàng hóa trở nên sôi động hơn.

Thông lượng container tăng trưởng tốt ở các cụm cảng trên toàn quốc trong năm 2024

- **Cụm cảng phía Nam:** Mỹ là đối tác thương mại lớn của Việt Nam với giá trị xuất khẩu hàng hóa container đường biển sang thị trường này chiếm tỷ trọng khoảng 35%. Tại Mỹ, cuộc chiến chống lạm phát đang mang đến những kết quả nhất định khi xu hướng lạm phát lõi đang giảm về gần mức mục tiêu 2%, đồng thời chỉ số niềm tin tiêu dùng tiếp tục cải thiện và các doanh nghiệp đang có xu hướng mở rộng hàng tồn kho. Đây là những yếu tố mà chúng tôi cho rằng sẽ hỗ trợ cho sự tăng trưởng thông lượng container tại cụm cảng phía Nam.
- **Cụm cảng phía Bắc:** Hoạt động giao thương với Trung Quốc (quốc gia đóng vai trò quan trọng trong hoạt động giao thương khu vực Nội Á) trở nên sôi động hơn ở hai chiều xuất khẩu và nhập khẩu. Sức khỏe ngành sản xuất trong nước đang cho thấy những tín hiệu tích cực, nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu, máy móc được kỳ vọng sẽ tăng lên trong nửa đầu năm 2024, phục vụ cho những đơn đặt hàng mới đến từ Mỹ và EU.

Điều chỉnh chính sách về giá xếp dỡ container giúp các doanh nghiệp cảng mở rộng biên lợi nhuận

- Theo thông tư 39/2023/TT-BGTVT, khung giá xếp dỡ container được tăng thêm 10% so với trước đây. Tại khu vực Hải Phòng, tình hình cạnh tranh cảng thẳng khiến các doanh nghiệp dè chừng hơn trong vấn đề điều chỉnh giá xếp dỡ container. Mặt khác, các doanh nghiệp như GMD (cảng Gemalink), SGP (cảng CMIT và cảng SSIT) và PHP (cảng Lạch Huyện bến 3&4 dự kiến đi vào hoạt động năm 2025) có thể sẽ mở rộng được biên lợi nhuận khi sở hữu cảng nước sâu – cụm cảng đã nâng phí xếp dỡ container thêm 10% dựa theo thông tư mới.

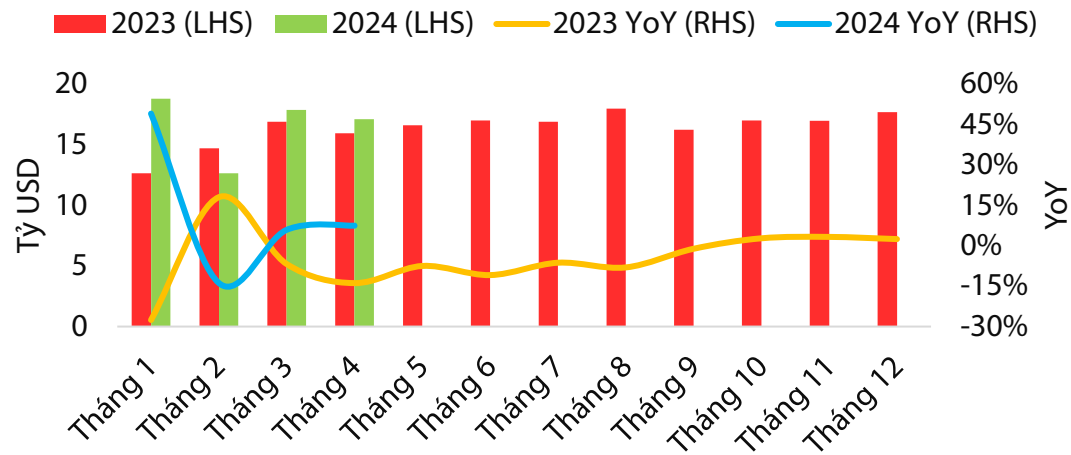
Từ mức nền thấp của năm 2023, giá cước vận tải biển hồi phục nhẹ theo sức khỏe sản xuất trong nước

Tiếp nối đà tăng trưởng từ cuối năm 2023, chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) ước tính tăng trưởng 5,7% trong Q1-FY24. Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo là động lực tăng trưởng của toàn nền kinh tế với tốc độ tăng 5,9%, hàm ý sức khỏe ngành sản xuất trong nước tiếp tục cải thiện. Nhờ đó, giá cước vận tải biển nội địa có thể tăng trưởng dương từ mức nền thấp của năm 2023.

Rủi ro

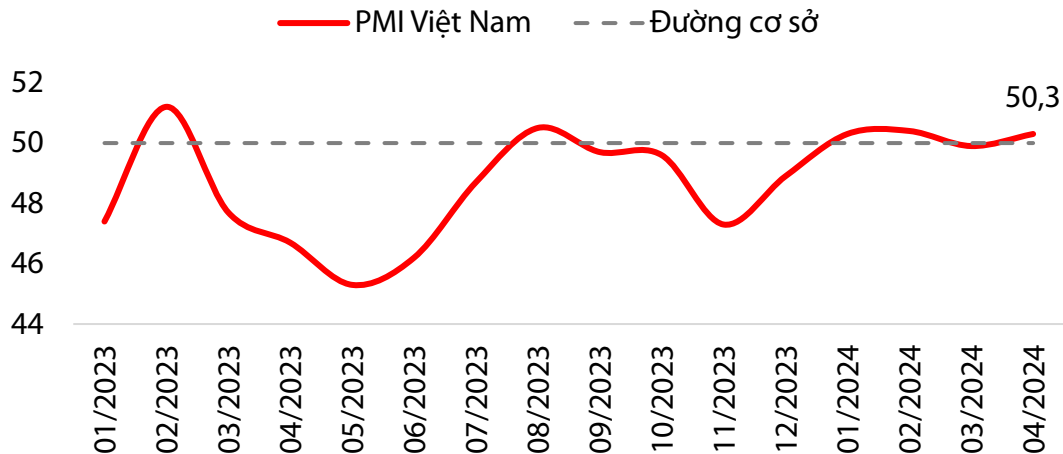
- Căng thẳng địa chính trị khiến chi phí vận chuyển tăng cao, gây áp lực lên nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ và EU.

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



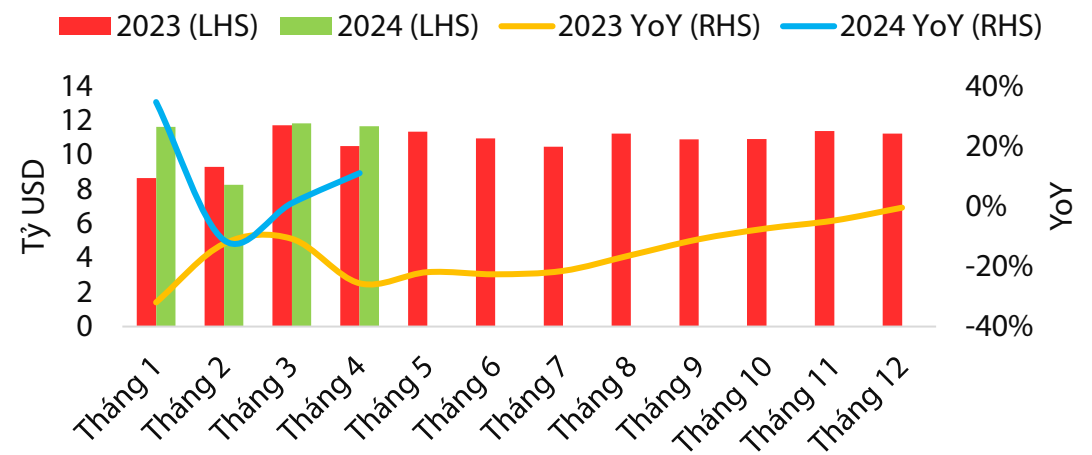
Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 3: PMI Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

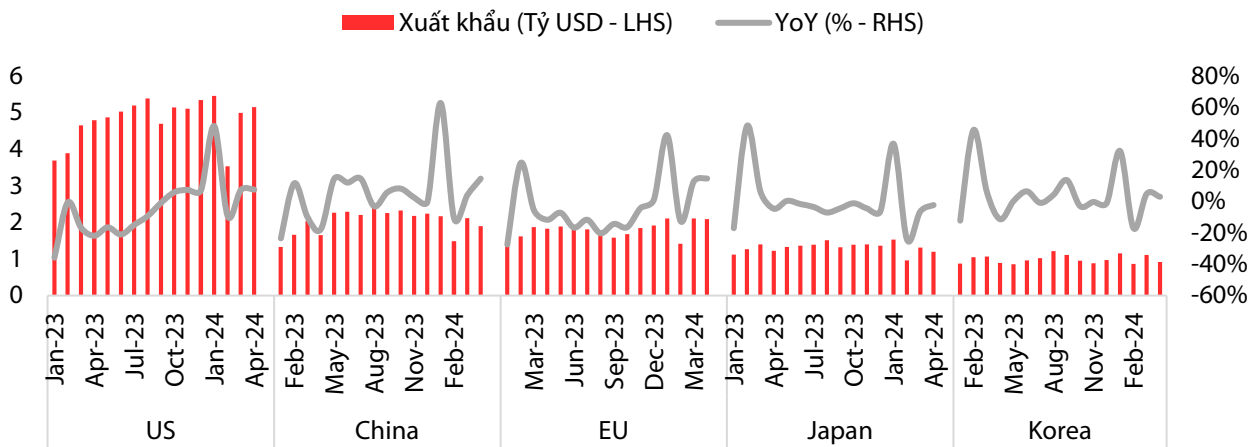
Hình 2: Ước tính giá trị NK hàng hóa container bằng đường biển



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

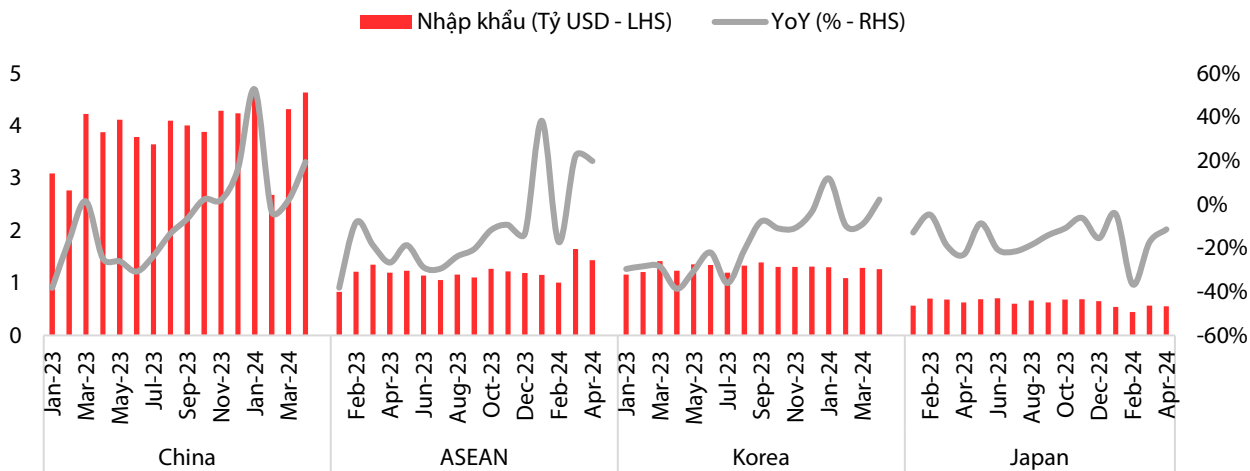
- Chỉ số PMI Việt Nam tháng 4 của Việt Nam tăng trở lại trên mức 50 điểm, kết quả cho thấy sức khỏe ngành sản xuất cải thiện nhẹ, và đây là lần cải thiện thứ ba trong bốn tháng đầu năm 2024. Trong đó, số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu mới cũng tăng nhẹ trở lại.
- Ước tính giá trị xuất – nhập khẩu hàng hóa container đường biển 4T2023 lần lượt đạt 66 tỷ USD (+10% YoY) (hình 1) và 43 tỷ USD (+8% YoY) (hình 2).
- Nhờ có thêm các đơn đặt hàng mới, các doanh nghiệp có xu hướng nhập khẩu hàng hóa nhiều hơn, thể hiện thông qua giá trị nhập khẩu tăng nhanh hơn so với xuất khẩu trong hai tháng gần nhất.

Hình 3: Ước tính giá trị XK hàng hóa container đường biển theo quốc gia



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

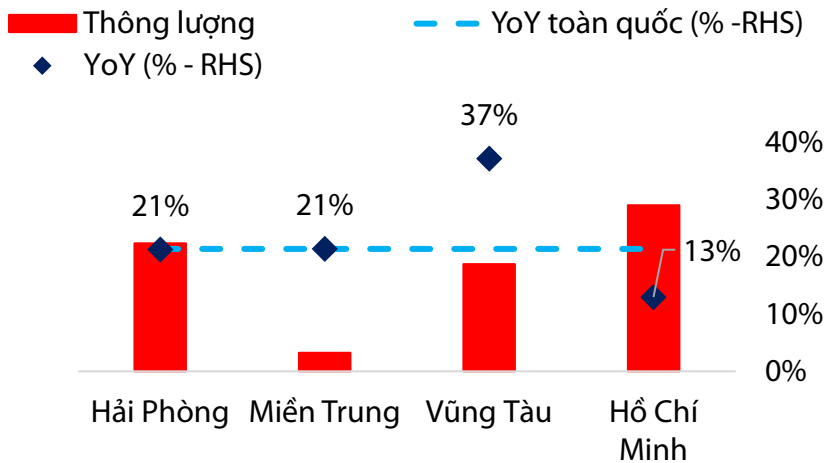
Hình 4: Ước tính giá trị NK hàng hóa container đường biển theo quốc gia



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

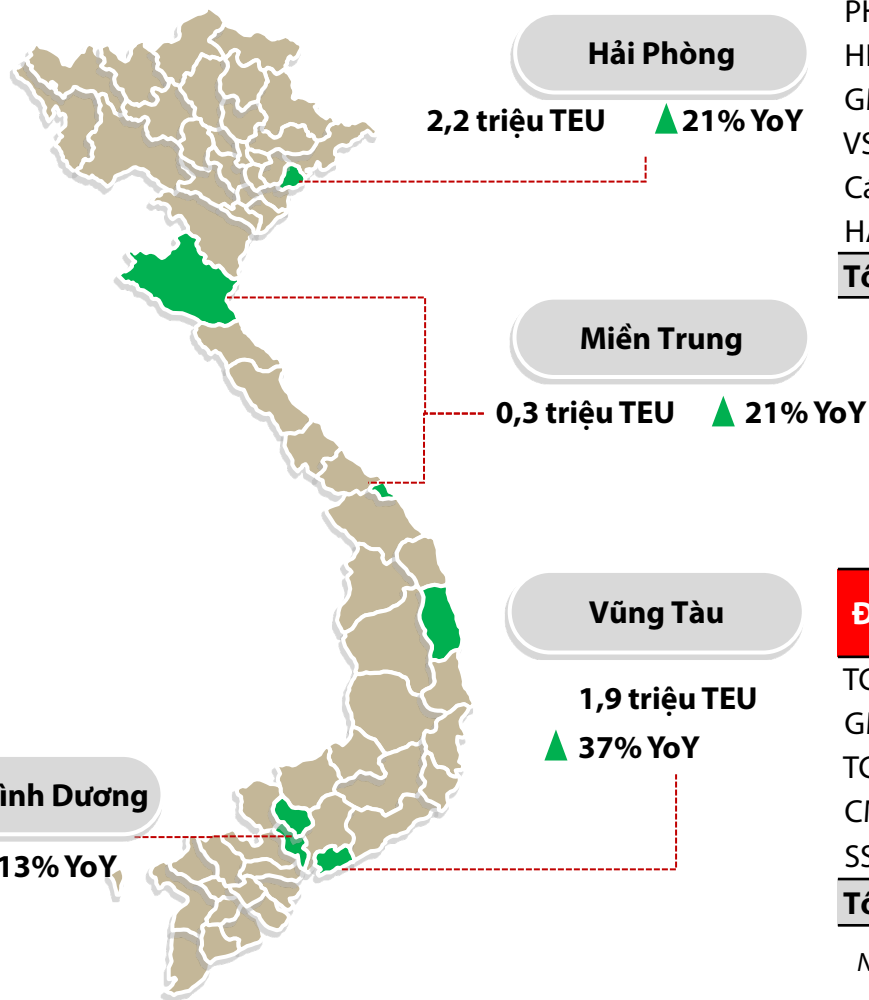
- Giá trị xuất khẩu hàng container đường biển qua Mỹ trong 4T2024 ước tính đạt 19,1 tỷ USD (+12% YoY). Tốc độ tăng trưởng cao đến một phần nhờ mức nền thấp của cùng kỳ. Các nhóm hàng hóa đóng góp tỷ trọng cao về giá trị và sản lượng container như đồ gỗ, dệt may, rau quả đều tăng trưởng hai chữ số.
- Tốc độ tăng trưởng cao tại thị trường nội Á** với Trung Quốc là nhân tố chính tác động đến nhu cầu giao thương của cả khu vực. Trong 4T2023, ước tính giá trị xuất khẩu hàng container đường biển sang Trung Quốc đạt 7,7 tỷ USD (+15% YoY). Tương đồng với thị trường Mỹ, nhóm mặt hàng đóng góp tỷ trọng lớn về sản lượng container đều tăng trưởng hai chữ số.
- Ở chiều nhập khẩu, Trung Quốc vẫn là quốc gia cung cấp đầu vào lớn nhất của Việt Nam.** Ước tính giá trị nhập khẩu hàng container đạt 16,4 tỷ USD (+17% YoY). Xu hướng xuất khẩu hàng hóa sang hai thị trường Mỹ và Châu Âu cải thiện tạo động lực cho các doanh nghiệp trong nước gia tăng nhập khẩu nguyên liệu sản xuất trở lại.

Hình 5: Thông lượng trong các cụm cảng chính trong 4T2023 ('000 TEU)



Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

Đơn vị: ' 000 TEUs	4T2024	+/- YoY	TP
Cát Lái	1.857	10%	64%
Bình Dương	248	55%	9%
Đồng Nai	216	43%	7%
ITC	182	-6%	6%
VITC	146	-11%	5%
Bến Nghé	110	-5%	4%
Sài Gòn	81	38%	3%
Khác	58	-31%	2%
Tổng	2.899	13%	100%

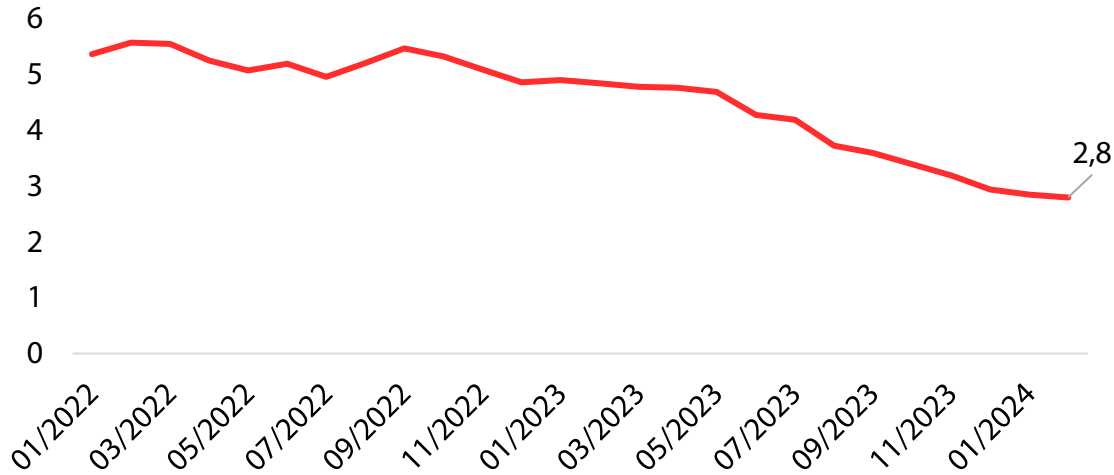


Đơn vị: '000 TEUs	4T2024	+/- YoY	TP
PHP	559	4%	25%
HICT	505	55%	23%
GMD	390	17%	17%
VSC	365	27%	16%
Các cảng khác	249	6%	11%
HAH	164	37%	7%
Tổng	2.233	21%	100%

Đơn vị: '000 TEUs	4T2024	YoY %	TP
TCIT	569	16%	30%
GML	508	98%	27%
TCTT	334	26%	18%
CMIT	271	54%	14%
SSIT	190	9%	10%
Tổng	1.872	37%	100%

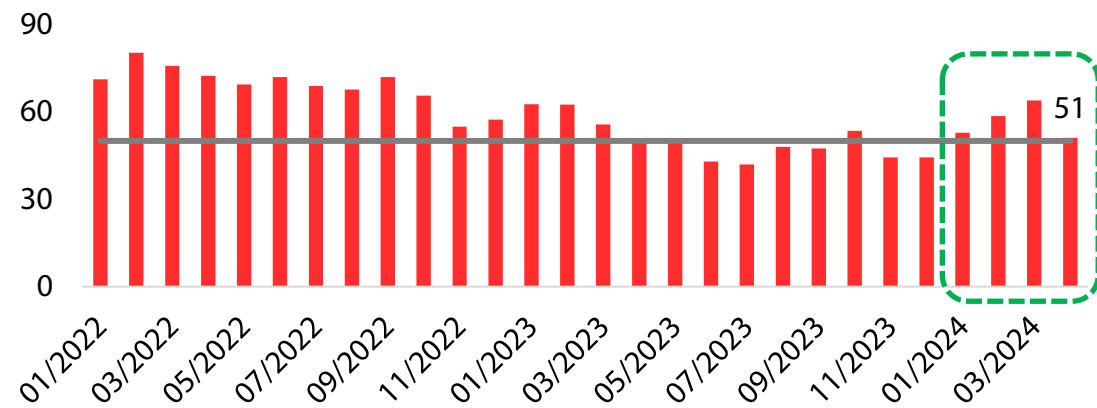
Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Chỉ số PCE lõi đang đi đúng quỹ đạo của nhà điều hành



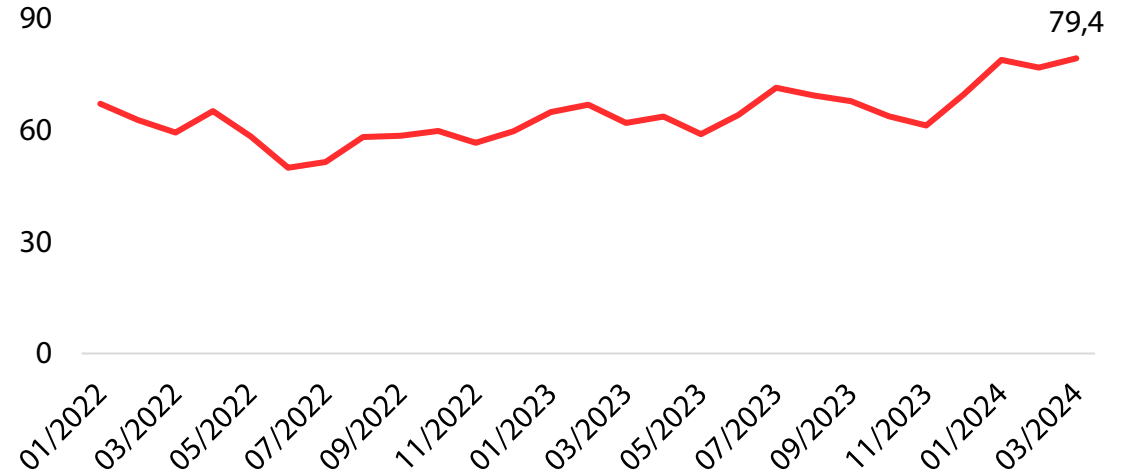
Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Mức độ hàng tồn kho tại thị trường Mỹ tăng trở lại trong bốn tháng đầu năm 2024



Nguồn: LMI, CTCK Rồng Việt

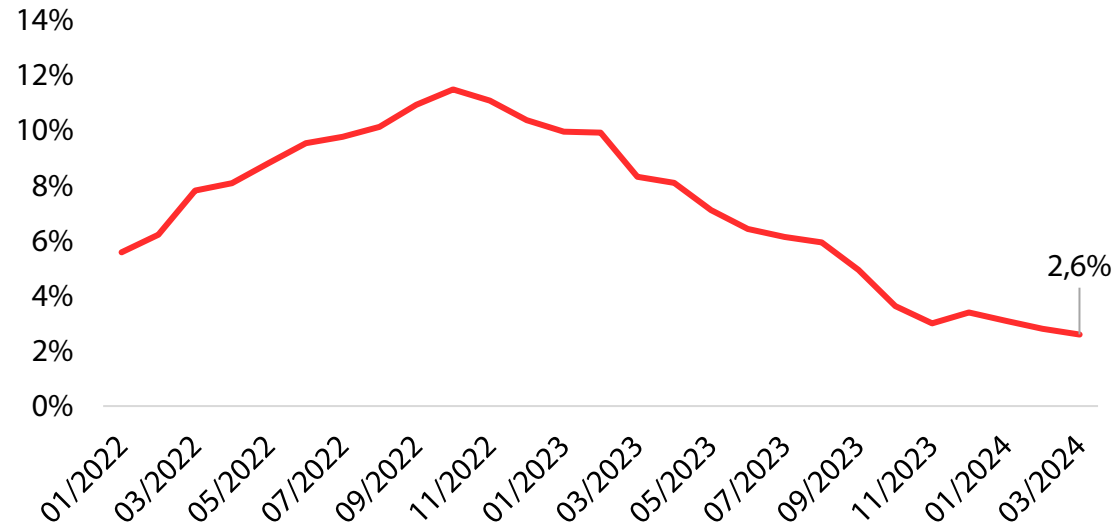
Hình 7: Chỉ số niềm tin tiêu dùng tại Mỹ cải thiện



Nguồn: University of Michigan, CTCK Rồng Việt

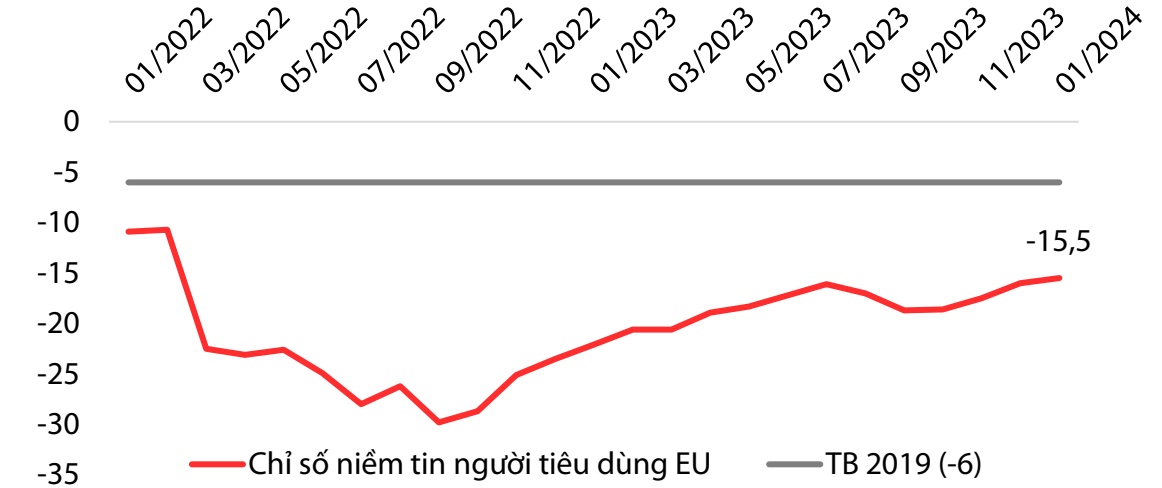
- Cuộc chiến chống lạm phát tại Mỹ đang mang đến những kết quả nhất định khi giảm về gần với mục tiêu là 2%. Chỉ số niềm tin tiêu dùng cải thiện trong ba tháng đầu năm 2024, hàm ý người tiêu dùng yên tâm rằng lạm phát sẽ tiếp tục diễn biến thuận lợi.
- Trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng suy yếu, các doanh nghiệp tại Mỹ phải giải quyết vấn đề hàng tồn kho tăng cao. Chỉ số đo lường mức độ thu hẹp/mở rộng hàng tồn kho phần lớn thể hiện quan điểm thu hẹp trong năm 2023 (hình). Tuy nhiên, chỉ số này đã tăng trên 50 điểm bốn tháng liên tiếp đầu năm 2024, thể hiện các doanh nghiệp có xu hướng mở rộng mức độ tồn kho.

Hình 9: Chỉ số CPI tại Châu Âu đang trên đà giảm



Nguồn: Eurostat, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Chỉ số niềm tin tiêu dùng tài khu vực Châu Âu



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Tại khu vực Châu Âu, dù cho lạm phát đang giảm dần và chỉ số niềm tin tiêu dùng có xu hướng cải thiện dần qua các tháng, tuy nhiên vẫn đang ở mức âm – điều này hàm ý phần lớn vẫn đang kỳ vọng kém tích cực vào tình hình kinh tế chung của khu vực trong 12 tháng tới. Số liệu này cho thấy chi tiêu dành cho những món đồ giá trị lớn vẫn chưa phải là sự ưu tiên của người dân tại Châu Âu.
- Báo cáo tháng 4/2024 của S&P Global, chỉ số PMI ở mức 50,3 điểm (Hình), khảo sát cũng cho biết số lượng đơn đặt hàng mới xuất khẩu tăng nhẹ trở lại. Các công ty dự kiến tung ra các sản phẩm mới để thúc đẩy sản lượng, cũng hy vọng rằng nhu cầu thị trường cải thiện sẽ giúp tăng số lượng đơn đặt hàng mới.

Trong năm 2024, dù cho nhu cầu tiêu dùng tại Châu Âu vẫn còn tương đối yếu, nhưng với sự hồi phục tại thị trường Mỹ - vốn chiếm tỷ trọng 35% giá trị xuất khẩu của Việt Nam, đồng thời tình hình đơn hàng xuất khẩu dần cải thiện, chúng tôi kỳ vọng yếu tố này sẽ đảm bảo sản lượng container tại khu vực phía Nam sẽ tiếp nối được đà hồi phục kể từ nửa cuối năm 2024.

Bảng 1: Xuất khẩu hàng hóa container đường biển sang Trung Quốc trong 4T2024 (triệu USD)

Hàng hóa	4T2024	+/- YoY	Tỷ trọng
Khác	3.250	22%	42%
Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện	1.569	9%	21%
Gỗ và sản phẩm gỗ	663	37%	9%
Xơ, sợi dệt các loại	603	9%	8%
Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác	565	-1%	7%
Giày dép các loại	543	6%	7%
Cao su	460	0%	6%
Tổng	7.653	15%	100%

Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Nhập khẩu hàng hóa container đường biển sang Trung Quốc trong 4T2024 (triệu USD)

Hàng hóa	4T2024	+/- YoY	Tỷ trọng
Khác	5.017	11%	31%
Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác	4.690	21%	29%
Vải các loại	2.508	11%	15%
Máy vi tính sản phẩm điện tử và linh kiện	1.427	30%	9%
Sản phẩm từ chất dẻo	1.028	18%	6%
Chất dẻo nguyên liệu	864	40%	5%
Nguyên phụ liệu dệt may, da, giày	825	18%	5%
Tổng	16.359	17%	100%

Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Hoạt động giao thương với Trung Quốc (quốc gia đóng vai trò quan trọng trong hoạt động giao thương khu vực Nội Á) trở nên sôi động hơn, thông lượng container cụm cảng phía Bắc được dự báo sẽ có bước tiến đáng kể trong năm 2024 ở hai chiều xuất khẩu và nhập khẩu. Cụ thể:

- Hoạt động xuất khẩu:** 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 giày dép, gỗ, xơ sợi, cao su. Trong bốn tháng đầu năm 2024, ước tính giá trị xuất khẩu hàng hóa container đường biển sang Trung Quốc đạt 7,7 tỷ USD (+15% YoY), các mặt hàng đóng góp tỷ trọng lớn về sản lượng container đều tăng trưởng hai chữ số. Dòng chảy xuất khẩu thuận lợi là một tín hiệu sớm cho biết sản lượng container xuất khẩu tại cụm cảng phía Bắc tăng trưởng tốt giai đoạn đầu năm 2024.
- Hoạt động nhập khẩu:** phần lớn nguyên liệu sản xuất của Việt Nam được nhập khẩu từ Trung Quốc. Sức khỏe ngành sản xuất trong nước đang phát đi những tín hiệu tích cực, nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu, máy móc được kỳ vọng sẽ tăng lên trong nửa đầu năm 2024, phục vụ cho những đơn đặt hàng mới đến từ Mỹ và EU.

Kiến tạo tương lai thịnh vượng

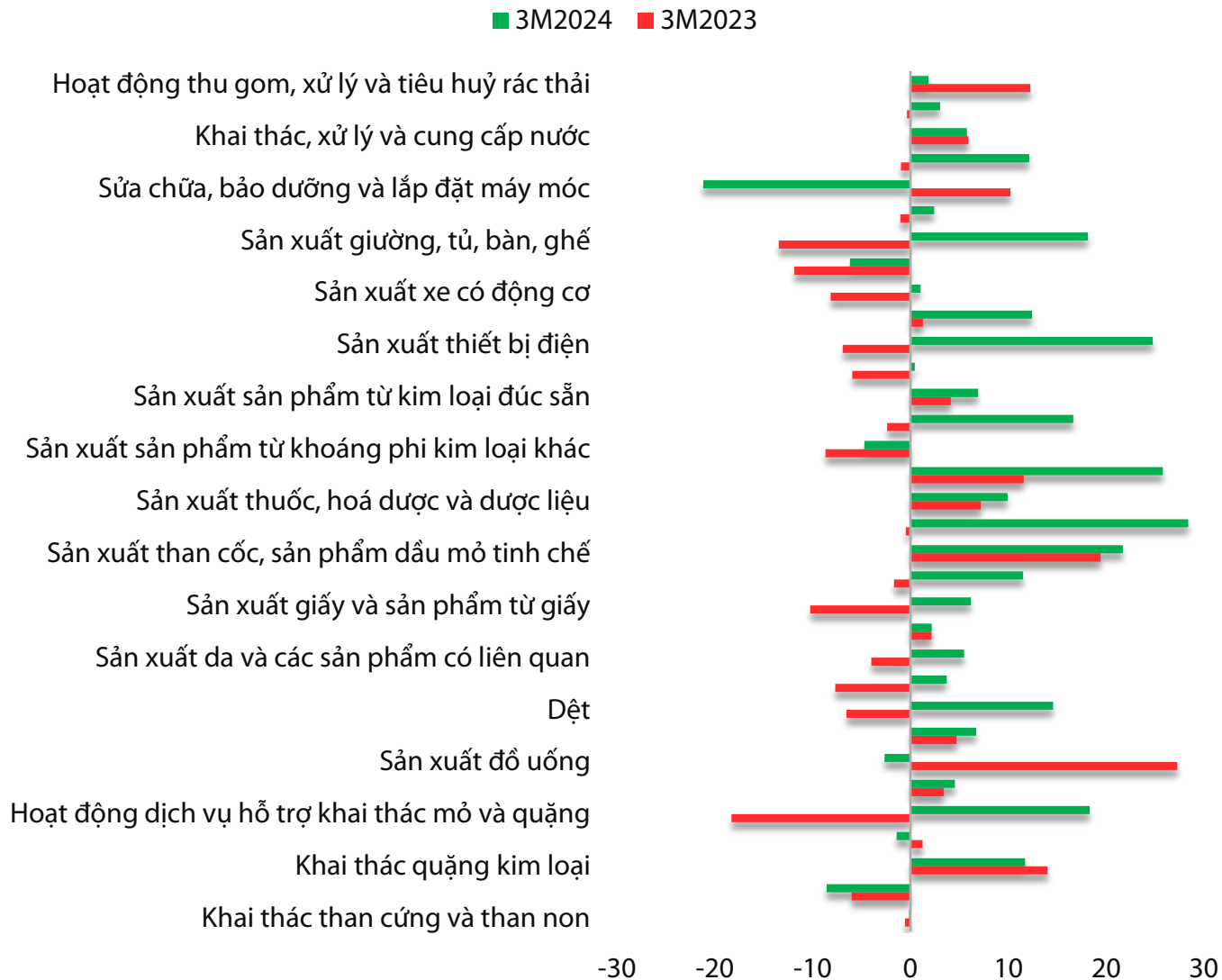
8

Bảng 3: Các doanh nghiệp sở hữu cảng nước sâu được hưởng lợi rõ rệt khi tăng tối đa giá dịch vụ xếp dỡ theo thông tư 39/2023/TT-BGTVT

Khu vực I	Giá niêm yết cũ		Giá niêm yết mới	
	Container XNK (USD/Teu)		Container XNK (USD/Teu)	
	Tàu – bến cảng	Tàu – ô tô	Tàu – bến cảng	Tàu – ô tô
Giá niêm yết tại cảng				
Nam Đình Vũ	46	37	46	37
Đình Vũ	45	36	45	36
Tân Vũ	38	30	42	39
Tân Cảng 189	38	30	38	30
VIMC Đình Vũ	38	26	38	34
Chùa Vẽ	35	27	39	36
PTSC Đình Vũ	33	26	36	32
Khu vực cảng nước sâu	Container XNK (USD/Teu)		Container XNK (USD/Teu)	
	Hàng XNK	Hàng trung chuyển	Hàng XNK	Hàng trung chuyển
	Hàng XNK	Hàng trung chuyển	Hàng XNK	Hàng trung chuyển
Giá niêm yết tại cảng				
CMIT	60	36	66	40
SSIT	60	36	66	40
Gemalink	60	36	66	40
HICT (Lạch Huyện)	60	36	66	40

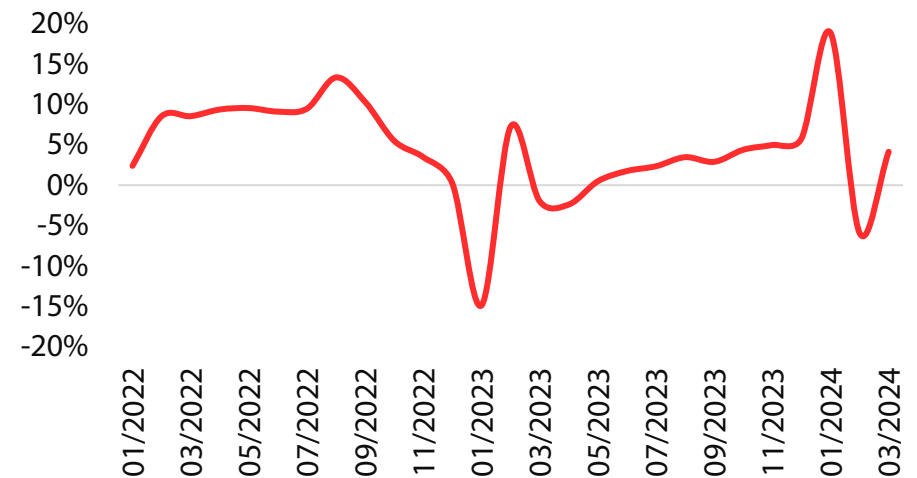
Nguồn: Bảng giá các công ty, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Cơ cấu tăng trưởng IIP theo nhóm ngành (% YoY)



Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Trong Q1-FY24, chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tăng trưởng 5,7% YoY



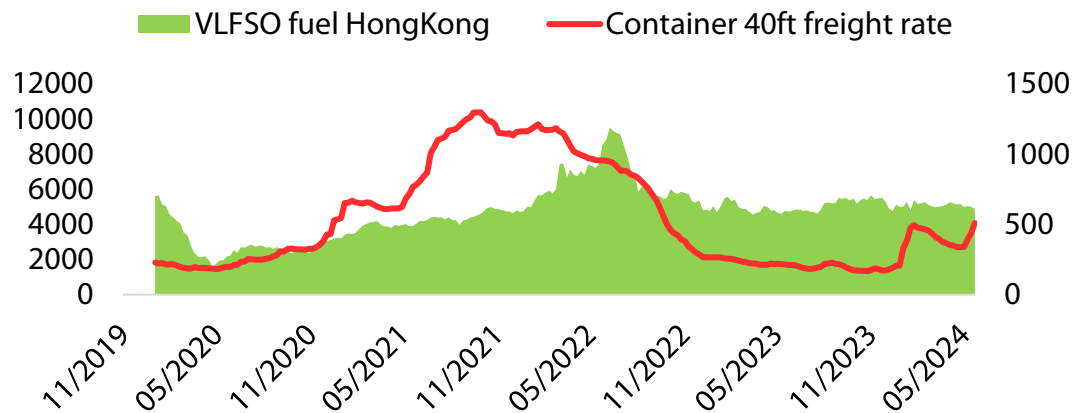
Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Tăng trưởng IIP theo nhóm ngành (% YoY)

Nhóm ngành	3M2024	3M2023
Khai khoáng	-4,1	-4,5
Công nghiệp chế biến, chế tạo	5,9	-2,4
Sản xuất và phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hoà không khí	12,1	-1,0
Cung cấp nước; hoạt động quản lý và xử lý rác thải, nước thải	4,0	7,8

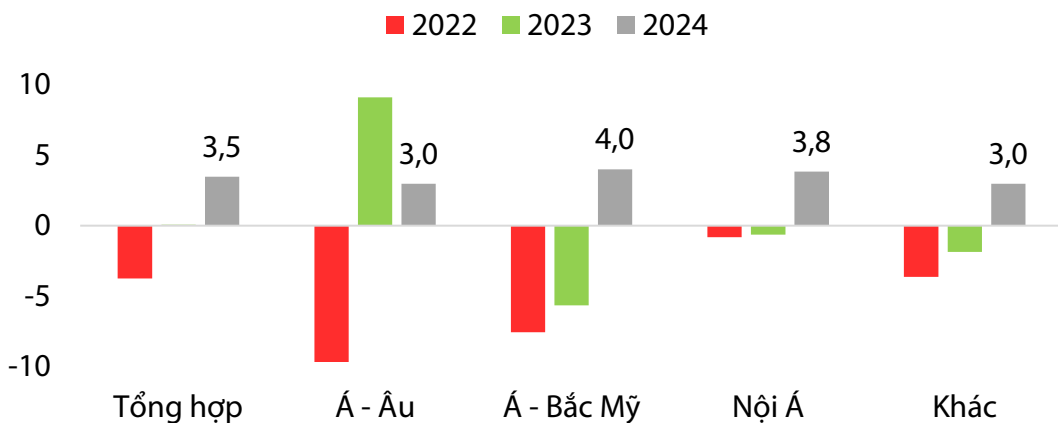
Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Giá cước vận tải biển quốc tế tăng cao trong tháng 5/2024 khi nhu cầu giao thương hồi phục mạnh mẽ



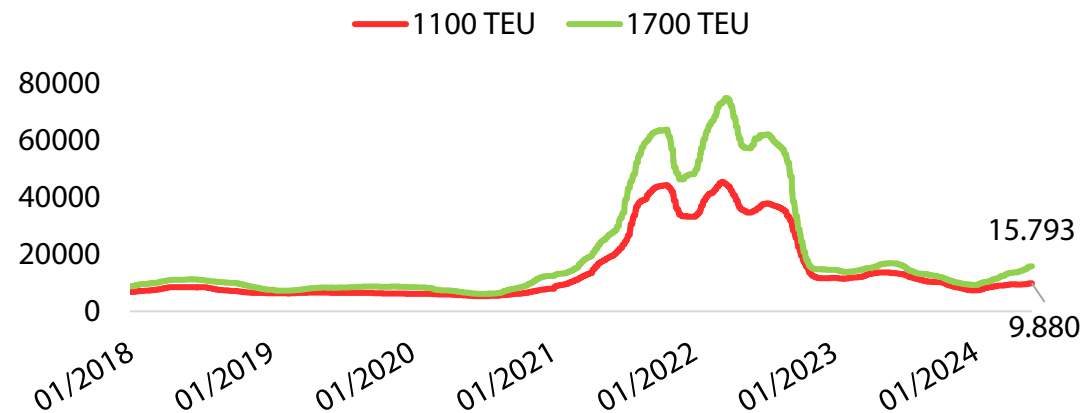
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Sản lượng container toàn cầu được dự báo tăng trưởng nhẹ từ 3 - 4% YoY từ mức nền thấp của cùng kỳ...



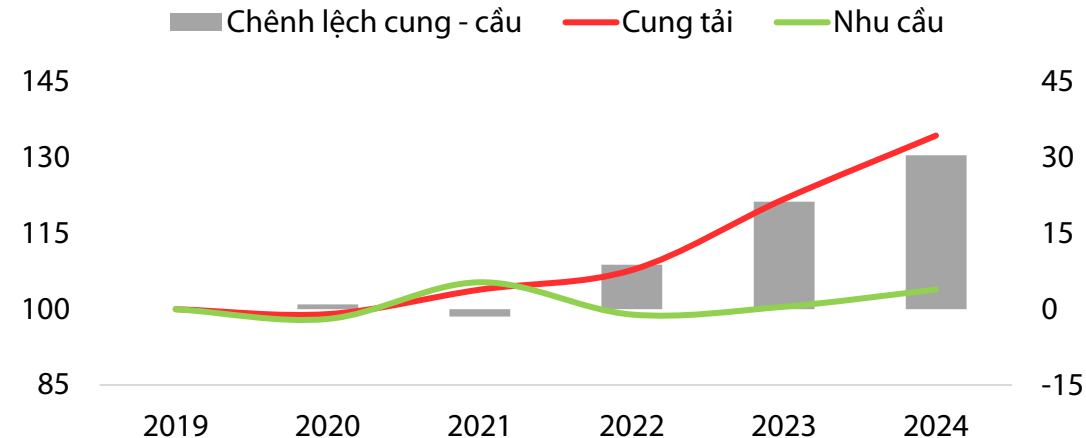
Nguồn: Clarkson, AXS Marine, IMF, OECD, S&P Global, Danish Ship Finance, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Giá cước cho thuê tàu định hạn có sự cải thiện rõ rệt đối với tàu có trọng tải lớn (USD/ngày)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

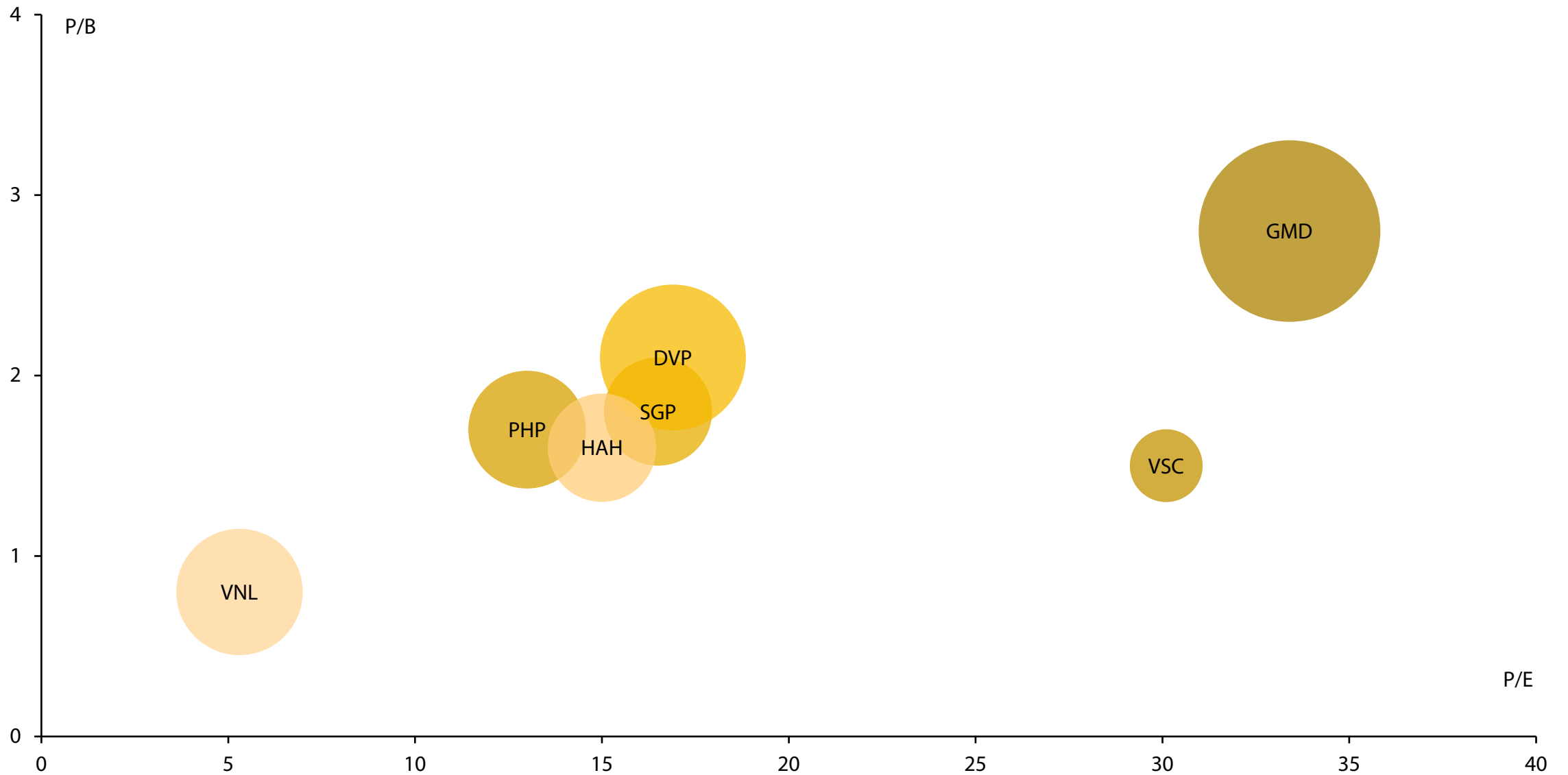
Hình 15: ... nhưng lượng lớn tàu đóng mới gia nhập thị trường khiến chênh lệch cung - cầu vận tải sẽ tăng nhanh (0 = 2019)



Nguồn: Clarkson, AXS Marine, IMF, OECD, S&P Global, Danish Ship Finance, 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 26/05/24	Mức sinh lời kỳ vọng	2023A			2024F	
									Doanh thu	LNST	EPS	Doanh thu	LNST
Nhóm cảng biển													
GMD	25.926	150.135	33,39	2,80	31,2%	91.300	83.500	-0,5%	3.846	2.251	7.207	4.154	1.540
VSC	5.683	94.355	30,11	1,45	5,0%	23.000	21.300	10,3%	2.181	124	571	2.406	155
PHP	279	85	14,95	1,16	7,8%	N.R	24.300	n.a	907	19	1.615	n.a	n.a
SGP	44	296	n.a	0,17	-7,6%	N.R	1.400	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
DVP	3.008	953	16,85	2,09	19,6%	N.R	75.200	n.a	549	331	8.267	n.a	n.a
Nhóm vận tải biển													
HAH	4.363	129.043	15,03	1,60	11,4%	43.500	41.350	5,2%	2.613	385	3.315	3.146	294
VNL	205	311	5,27	0,76	15,3%	N.R	14.500	n.a	729	37	2.586	n.a	n.a

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, dựa trên giá đóng cửa ngày 26/05/2024



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, dựa trên giá đóng cửa ngày 26/05/2024

TÍCH LŨY: 11%

GTT: 83.500

GMT: 91.300

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A

2024E

2025F

Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng

Ngành	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	25.926
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	310
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	1.834
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	148
SH NĐTNN còn lại (%)	1,1
BQ giá 52 tuần('000 VND)	49.65 - 87.5

Doanh thu (tỷ đồng)	3.846	4.154	4.409
LNST (tỷ đồng)	2.222	1.540	1.251
ROA (%)	16,4	10,6	7,7
ROE (%)	26,0	16,2	12,1
EPS (đồng)	7.119	4.632	3.763
GTSS (đồng)	27.975	31.010	33.900
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	1.200	1.200
P/E (x)	11,1	17,1	21,0
P/B (x)	2,8	2,5	2,3

(*) Bao gồm cổ tức tiền mặt 1.200 đồng

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hưởng lợi từ chính sách chung, Thông tư 39/2023/TT-BGTVT được ban hành cho phép nâng khung giá xếp dỡ container

- Dựa theo thông tư 39/2023/TT-BGTVT, cảng Gemalink (GML) đã công bố tăng 10% phí xếp dỡ container so với năm 2023. Nhờ đó, GML sẽ tạo ra được dòng tiền đều đặn hàng năm kể từ 2024, thay vì lãi/lỗ đan xen như trong giai đoạn 2021-2023 và trở thành động lực tăng trưởng chính của GMD.

Sở hữu năng lực đàm phán với các hãng tàu giúp GMD mở rộng được tập khách hàng, qua đó tạo bước nhảy vọt về sản lượng trong năm 2024

- Trong nửa cuối năm 2023, cảng Nam Đình Vũ (NĐV) và GML đã lần lượt mở rộng thêm tổng cộng 5 tuyến dịch vụ mới từ các hãng tàu Evergreen, The Alliance Ocean, OOCL-COSCO, MSC. Sản lượng của GML trong Q4-FY23 đạt mức kỷ lục 350 nghìn TEU (+70% YoY). Chúng tôi cho rằng những tuyến dịch vụ mới sẽ đóng góp sản lượng rõ rệt hơn trong năm 2024. Đồng thời, một lượng lớn tàu đóng mới sẽ gia nhập vào thị trường, điều này hàm ý rằng các hãng tàu sẽ cần mở thêm tuyến dịch vụ, hoặc mở rộng hải trình để tối ưu công suất hoạt động. Chúng tôi kỳ vọng, GMD sẽ có thêm được tuyến dịch vụ với nhờ sở hữu năm lực đàm phán cao, và hệ thống cảng đều có khả năng đón nhận những tàu có trọng tải lớn.

Cho năm 2024F, dự phóng sản lượng tại hai cảng chính là NĐV và GML lần lượt 1.203 nghìn TEU (+9% YoY) và 1.438 nghìn TEU (+41% YoY). Dự phóng doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 4.154 tỷ đồng (+8% YoY) và 1.540 (-31% YoY), trong đó lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi đạt 1.205 tỷ đồng (+58% YoY) và 335 tỷ đồng đến từ thoái vốn tại cảng Nam Hải.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

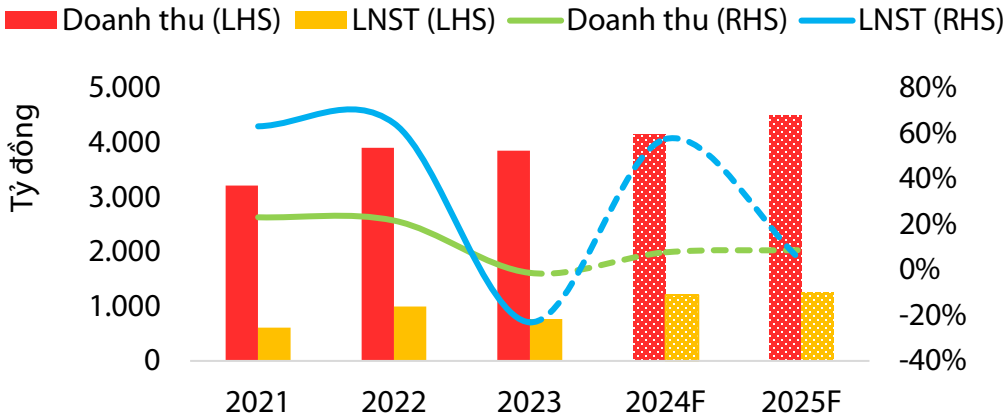
- Không mở rộng thêm được tuyến dịch vụ mới trong năm 2024.
- Thu nhập bất thường từ thoái vốn tại cảng Nam Hải có thể là động lực giúp cổ phiếu tăng giá cao hơn định giá của chúng tôi.

Bảng 1: Định giá của GMD

Thành phần	Phương pháp	Giá trị VCSH	Tỷ lệ sở hữu của GMD	Giá trị VCSH đóng góp cho GMD
Cảng và logistics	FCFF (WACC: 10%, g: 2%)	10.885		10.885
Logistics & Shipping JVs		27.833		15.264
SCSC	P/E & FCFE	9.193	36.6%	3.365
CJ GMD Logistics	P/E (@10x 2024F EPS)	845	49.1%	581
CJ GMD Shipping	Giá trị sổ sách	393	51.0%	207
Gemalink	FCFF (WACC: 9%, g: 2%)	14.203	65.1%	11,111
Tài sản khác		1,735		1.766
Các khoản đầu tư khác	Giá trị sổ sách	435	100%	435
Cao su	Giá trị sổ sách	1,311	100%	1.311
Tổng				27.915
Số lượng CPLH				305.9
Giá mục tiêu				91.300
2024F P/E tại giá mục tiêu				19.7
2025F P/E tại giá mục tiêu				25.3
2024F EV/EBITDA tại giá mục tiêu				18.7
2025F EV/EBITDA tại giá mục tiêu				18.8

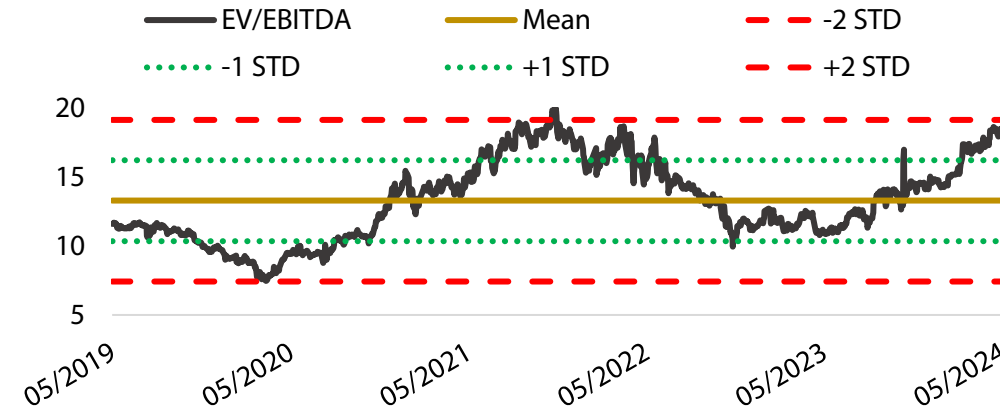
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 1: LNST cổ đông công ty mẹ tăng trưởng mạnh mẽ đến từ đóng góp của Gemalink, SCS

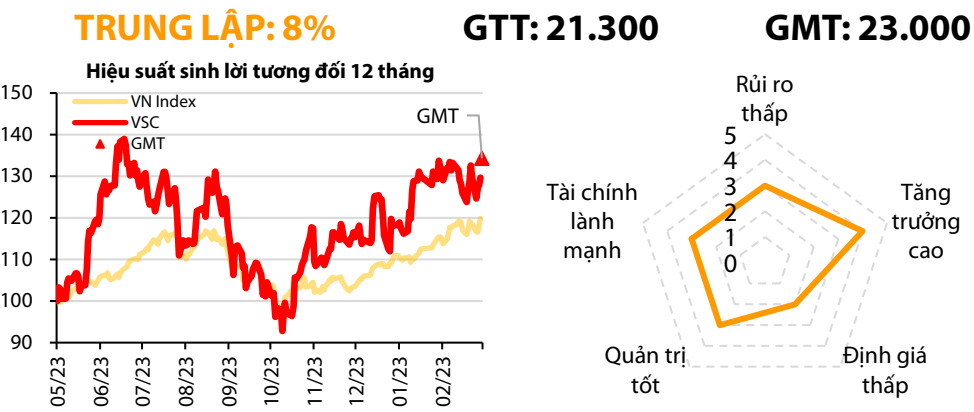


Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt, LNST loại trừ thu nhập từ thanh lý NHĐV, Nam Hải

Hình 2: Định giá đang phản ánh đúng tiềm năng tăng trưởng của GMD



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.683
SLCPĐLH (triệu CP)	267
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	4.216
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	93
SH NĐTNN còn lại (%)	46,1
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	15.49 - 23.92

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.181	2.406	2.644
LNST (tỷ đồng)	126	155	272
ROA (%)	2,4	2,3	3,8
ROE (%)	4,4	3,6	5,9
EPS (đồng)	946	582	1.021
GTSS (đồng)	21.619	16.392	17.413
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
P/E (x)	47,5	37,4	21,3
P/B (x)	0,9	1,2	1,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mở rộng quy mô đón chờ làn sóng hồi phục của dòng chảy thương mại

- Sau nửa năm hoạt động, sản lượng thông qua cảng NHĐV đạt 118 nghìn TEU, hoạt động với 24% công suất thiết kế. Bước sang năm 2024, VSC dự kiến mua 44% cổ phần tại NHĐV để đạt tỷ lệ chi phối là 79%. Trong bối cảnh các hãng vận tải sẽ có thêm nhiều tàu đóng mới hơn và nhu cầu XNK có xu hướng cải thiện, chúng tôi kỳ vọng cảng NHĐV sẽ có thêm một tuyến dịch vụ mới. Dự phóng sản lượng cảng NHĐV đạt 210 nghìn TEU (+78% YoY).
- Xuôi theo dòng chảy thương mại phục hồi, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thông qua cảng VIP GREEN và GREEN lần lượt đạt 635 nghìn TEU (+3% YoY) và 275 nghìn TEU (+5% YoY). Qua đó, tổng sản lượng thông qua hệ thống cảng của VSC đạt 1.120 nghìn TEU (+12% YoY).

Dự phóng cho năm 2024, doanh thu và LNST cổ đồng công ty mẹ lần lượt đạt 2.407 tỷ đồng (+10% YoY) và 155 tỷ đồng (+23% YoY).

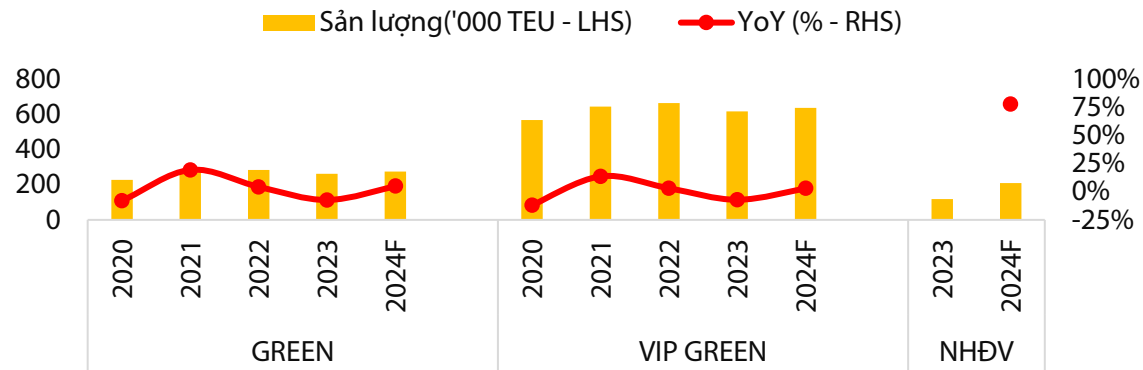
- Doanh thu tăng trưởng dương hai chữ số mà đóng góp chính đến từ mảng kinh doanh cốt lõi xếp dỡ container và hợp nhất KQKD của cảng NHĐV. Dự phóng doanh thu xếp dỡ container đạt 1.360 tỷ đồng (+30% YoY). Các hoạt động kinh doanh khác (kho bãi, vận tải ô tô) đạt 1.046 tỷ đồng (-8% YoY).
- LNST – CDM bật tăng mạnh mẽ từ mức nền thấp của cùng kỳ và biên lợi nhuận mở rộng. Trong đó, biên lợi nhuận mở rộng nhờ (1) doanh thu tăng trưởng bù đắp cho chi phí khấu hao ở mức cao tại cảng NHĐV (2) vị trí nối liền nhau giữa VIP GREEN và NHĐV giúp VSC tối ưu hóa được chi phí nhân công tại cảng.

Định giá. Chúng tôi cho rằng, chỉ số P/B cho năm 2024 tại giá mục tiêu là 1,4x là mức định giá hợp lý đối với VSC dựa trên chất lượng tài sản tốt và dự địa tăng trưởng dồi dào khi nhu cầu XNK hồi phục.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

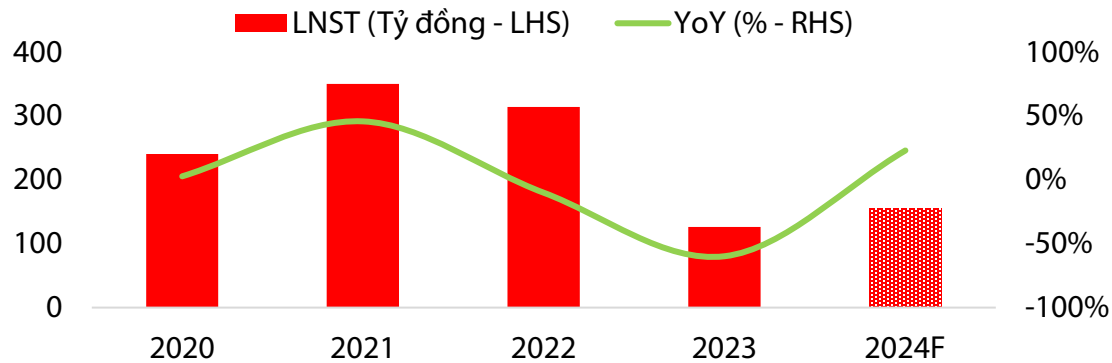
- Nhu cầu XNK không được cải thiện như dự phóng.
- Sản lượng phụ thuộc nhiều vào các hãng tàu cũ, là khách hàng lâu năm. Không phát triển được tuyến dịch vụ mới làm cho cảng NHĐV không gia tăng được công suất khai thác.

Hình 1: Sản lượng toàn hệ thống cải thiện theo dòng chảy thương mại. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng cảng NHĐV gia tăng công suất, có bước tăng trưởng mạnh mẽ sau nửa năm hoạt động



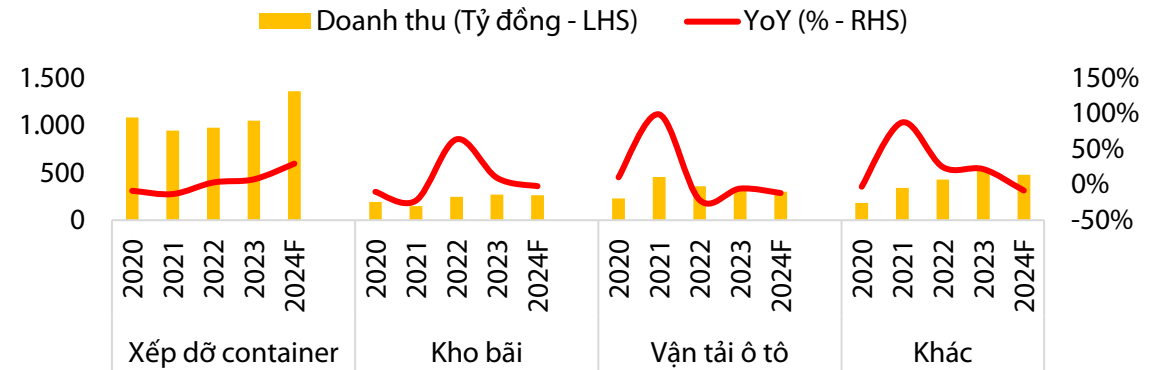
Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Gia tăng sản lượng tại cảng NHĐV giúp doanh thu đủ để bù đắp chi phí khấu hao, biên lợi nhuận được mở rộng và LNST bật tăng mạnh từ mức nền thấp của cùng kỳ



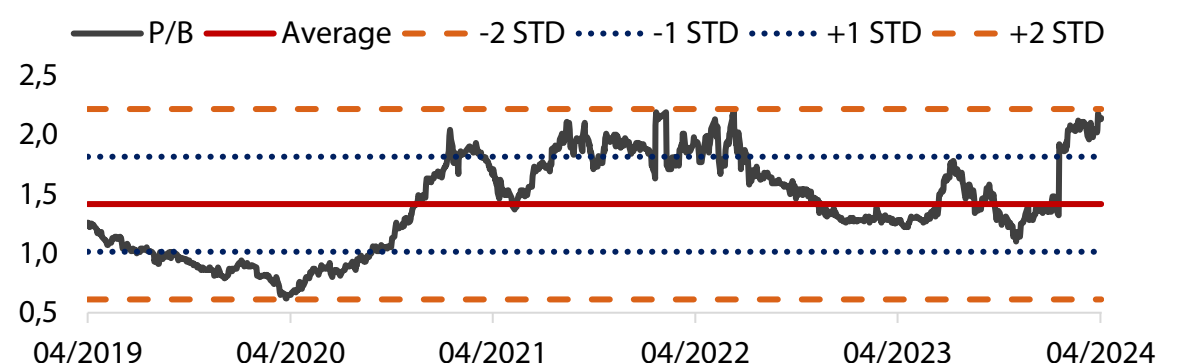
Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Hợp nhất cảng NHĐV được hợp nhất giúp cho doanh thu mảng xếp dỡ container tăng trưởng dương hai chữ số



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Chất lượng tài sản tốt và dư địa tăng trưởng dồi dào khi nhu cầu XNK hồi phục, chúng tôi đưa ra mức P/B mục tiêu cho VSC là 1.8x, tương đương mức trung bình 5 năm cộng một độ lệch chuẩn



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 5%

GTT: 41.350

GMT: 43.500

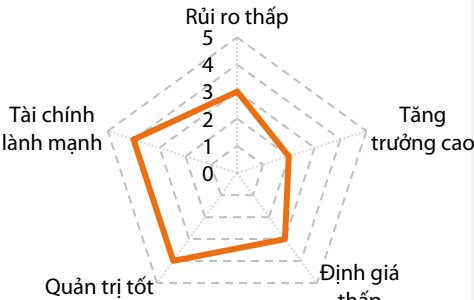
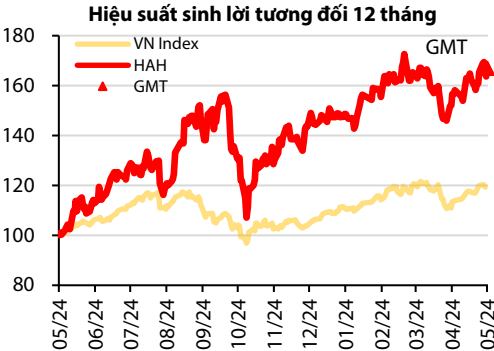
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

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
4.363
106
2.996
127
45,2
26.17 - 45.95

Doanh thu (tỷ đồng)	2.613	3.146	3.361
LNST (tỷ đồng)	385	294	360
ROA (%)	7,2	4,5	5,2
ROE (%)	14,5	10,0	10,8
EPS (đồng)	3.648	2.790	3.407
GTSS (đồng)	25.218	28.008	31.415
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	1.000
P/E (x)	10,3	16,3	13,3
P/B (x)	1,3	1,5	1,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lợi nhuận tăng trưởng ổn định đối với hoạt động khai thác cảng: Sản lượng xếp dỡ đạt 479 nghìn TEU (+12% YoY) bởi đội tàu tự vận hành đảm bảo lượng hàng cho cảng. Doanh thu hoạt động xếp dỡ đạt 230 tỷ đồng (+13% YoY).

Về cơ cấu đội tàu: Trong Q2 và Q3-FY24, HAH dự kiến sẽ nhận về ba tàu đóng mới có cung tải là 1.700 TEU, trong đó có một tàu tham gia theo hợp đồng BCC được vận hành bởi CTCP vận tải biển An Biên.

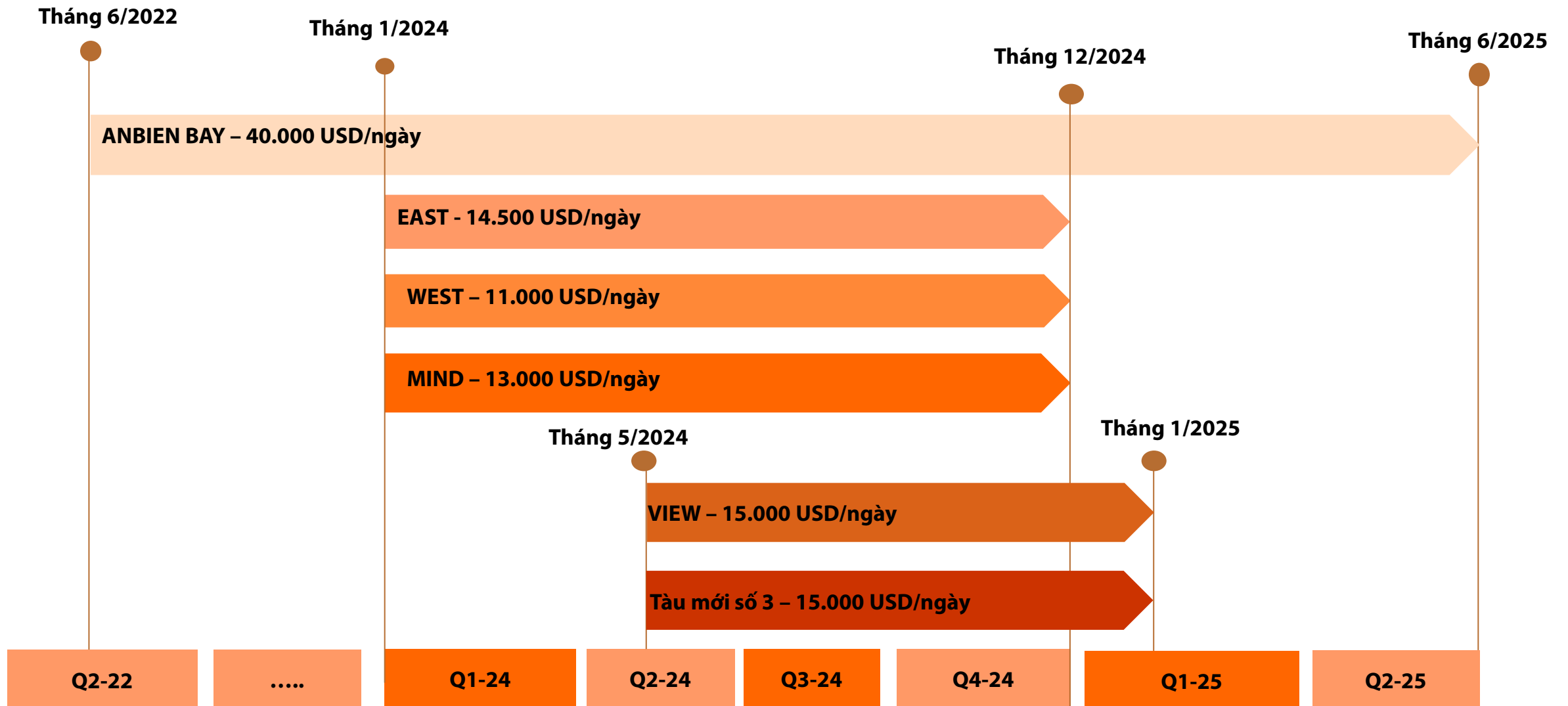
- Hoạt động vận tải container:** Sản lượng vận tải dự phóng đạt 575 nghìn TEU (+28% YoY) do HAH có thêm dịch vụ mới tuyến Việt Nam – Singapore và nhu cầu vận chuyển quốc tế/nội địa dần hồi phục trong nửa cuối năm 2024. Dù cho, cung tải có tăng lên khi HAH đưa thêm tàu mới vào vận hành nhưng nhờ nhu cầu hồi phục tích cực nên giá cước vận tải sẽ tăng trưởng dương so với mức nền thấp của năm 2023. Doanh thu hoạt động vận tải đạt 1.878 tỷ đồng (+22% YoY).
- Hoạt động cho thuê định hạn:** Tàu đóng mới thứ 3 của HAH dự kiến sẽ được nhận về trong tháng 5/2024. Đây là tàu được vận hành bởi CTCP vận tải biển An Biên và đã ký hợp đồng cho thuê định hạn 7 tháng với giá cước trên 15.000 USD/ngày. Chúng tôi giả định, số lượng đội tàu cho thuê định hạn của HAH sẽ duy trì cho đến hết năm 2024 (hình). Doanh thu hoạt động cho thuê tàu đạt 425 tỷ đồng (-24% YoY) bởi giá cước cho thuê ở mức thấp so với trung bình năm 2023.

Định giá. Dựa trên giả định không có sự thay đổi về cơ cấu đội tàu, dự phóng doanh thu và LNST-CTM của HAH lần lượt đạt 3.146 tỷ đồng (+20% YoY) và 294 tỷ đồng (-24% YoY) cho năm 2024. Mức định giá tại giá mục tiêu cho chỉ số P/B và EV/EBITDA lần lượt là 1.7x và 6.4x. Chúng tôi cho rằng, đây là mức định giá hợp lý bởi HAH dù hiệu quả sinh lời tiếp tục bị suy giảm do chi phí khấu hao và lãi vay tăng cao, nhưng HAH đang có những bước chuyển mình tích cực trong vận hành đội tàu.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

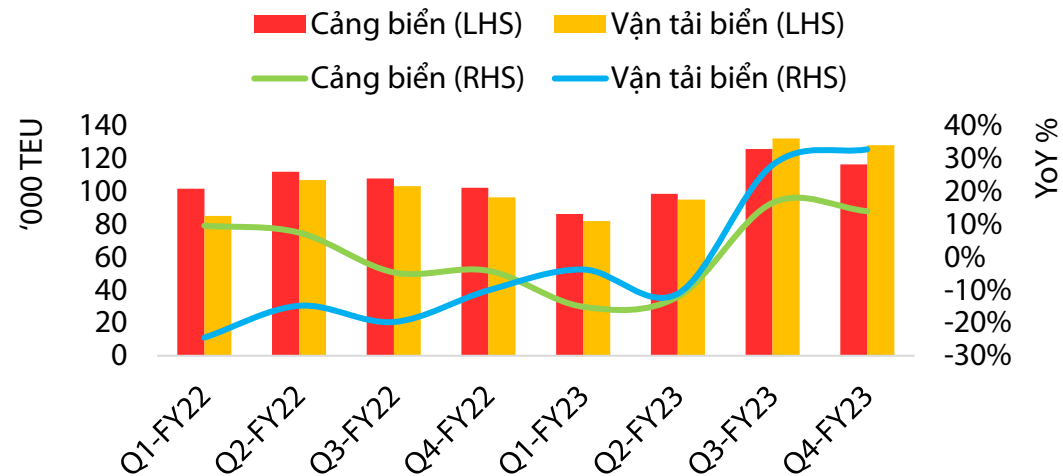
- Giá cước vận tải biển không hồi phục như dự kiến.
- Độ biến động cao trong cơ cấu đội tàu giữa cho thuê và vận hành làm cho KQKD bị lệch so với dự báo.

Hình 1: Sáu tàu cho thuê định hạn của HAH đã ký hợp đồng tới hết năm 2024



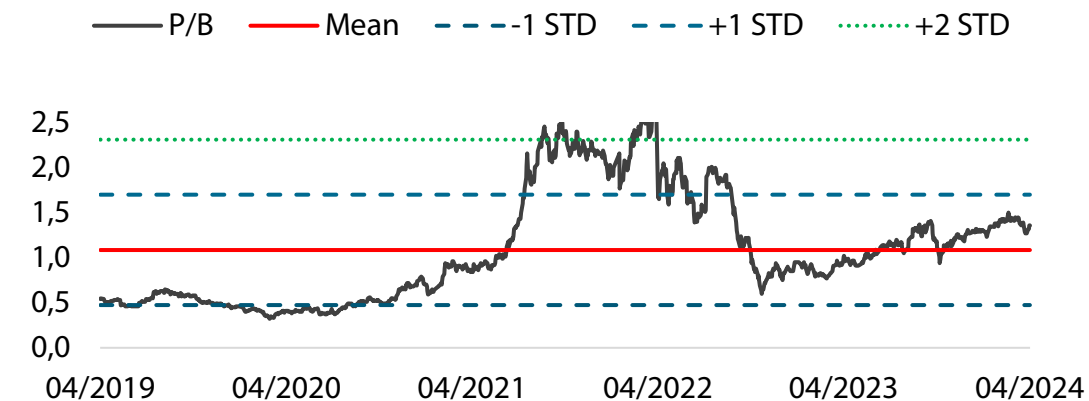
Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng vận tải có bước đột phá kể từ 2H2023



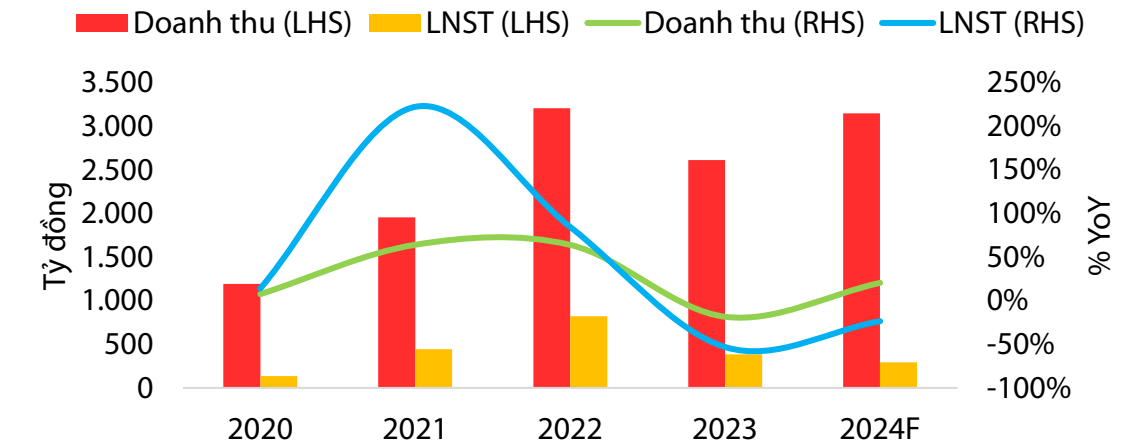
Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Chúng tôi cho rằng HAH xứng đáng ở mức định giá cao hơn khi sở hữu tài sản chất lượng, và dư địa tăng trưởng dồi dào



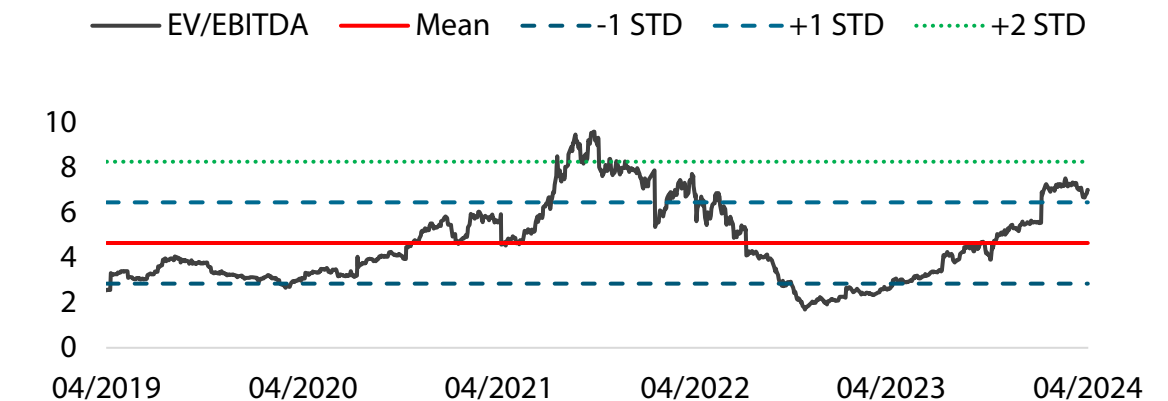
Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Doanh thu tăng trưởng tích cực nhưng hiệu quả sinh lời của HAH tiếp tục bị suy giảm do chi phí khấu hao và lãi vay tăng cao



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Định giá EV/EBITDA ở mức cao nhờ khả năng sinh lời của HAH được cải thiện trong năm 2024



Nguồn: Fiinx, 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

