

CẬP NHẬT NGÀNH CẢNG VÀ VẬN TẢI BIỂN: Đổi mặt với thách thức do nhu cầu toàn cầu giảm nhanh hơn dự kiến trong năm 2023

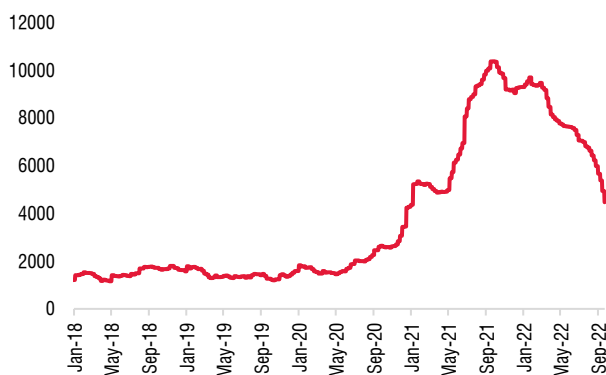
Luận điểm đầu tư

Thị trường vận tải biển đã có nhiều thay đổi lớn kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi ([link](#)), tình hình xấu đi nhanh chóng theo xu hướng kinh tế toàn cầu. Sản lượng vận tải biển đã giảm tốc, trong khi giá cước vận tải có thể sẽ vẫn chịu áp lực cho đến năm 2023. Với triển vọng kém lạc quan hơn, chúng tôi điều chỉnh ước tính đối với HAH và GMD. Cụ thể, chúng tôi dự đoán tăng trưởng LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ của HAH và GMD sẽ giảm về mức -12% và +7.6 cho năm 2023. Trong ngắn hạn, các công ty sẽ tiếp tục hoạt động tốt trong 6 tháng cuối năm 2022, với mức tăng trưởng LNST của cổ đông công ty mẹ của HAH và GMD ước tính đạt 96% và 49% trong năm 2022. Do giá cổ phiếu đã giảm mạnh, chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cả HAH và GMD, đồng thời giảm giá mục tiêu 1 năm lần lượt xuống **54.000 đồng/cổ phiếu** (từ 84.500 đồng/cổ phiếu) và **55.600 đồng/cổ phiếu** (từ 65.000 đồng/cổ phiếu).

Cập nhật thị trường vận tải biển

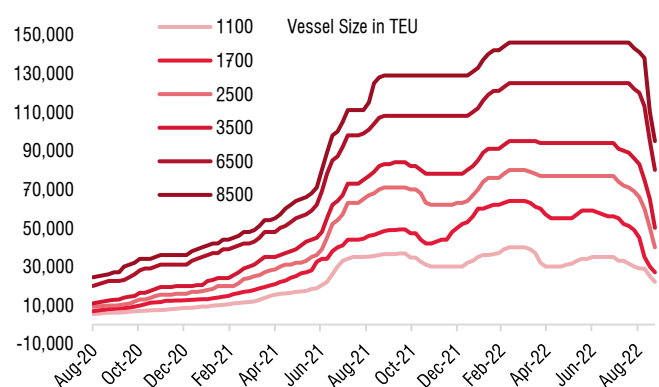
Trên thị trường quốc tế, giá thuê tàu với các cỡ tàu khác nhau bất ngờ giảm 30~50% chỉ trong một tháng, và giảm 30~60% so với mức đỉnh vào tháng 3 năm 2022. Đây là hệ quả của nhu cầu yếu trong bối cảnh thị trường lo ngại nguồn cung tàu mới sẽ tham gia vào thị trường trong hai năm tới (làm tăng 28% tổng trọng tải hiện tại). Mặc dù giá thuê hiện tại vẫn cao hơn 3~4 lần so với hai năm trước, nhưng tốc độ giảm đã khiến thị trường ngạc nhiên và được dự báo có khả năng giảm sâu hơn trong ngắn hạn. Trong khi đó, giá cước vận tải giao ngay tiếp tục giảm khi Chỉ số giá cước vận tải container (World Container Index) giảm 28% trong tháng qua, tương đương mức giảm 54% kể từ tháng 2 năm 2022. Nhiều chuyên gia trong ngành đồng ý rằng mùa cao điểm vận tải biển thường thấy hàng năm có khả năng sẽ không xảy ra trong năm nay do hàng tồn kho của nhà bán lẻ ở mức cao và nhu cầu tiêu dùng suy yếu.

Chỉ số giá cước vận tải container (World Container Index)



Nguồn: Drewry, SSI Research

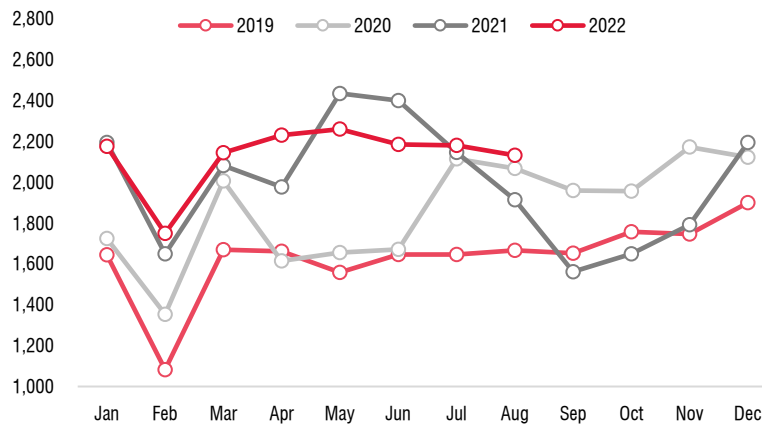
Giá thuê container theo cỡ tàu (USD/ngày)



Nguồn: Harper Petersen, SSI Research

Ở thị trường nội địa, chúng tôi nhận thấy sản lượng hàng hóa thông qua cảng đã giảm dần trong những tháng gần đây. Tổng sản lượng container thông qua cảng tăng 17,5% so với cùng kỳ trong tháng 8 và chỉ tăng 2,2% trong 8 tháng đầu năm 2022. Mặc dù tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ đã phục hồi kể từ tháng 8 do mức nền so sánh thấp của năm ngoái, nhưng sản lượng vận tải hàng tháng đang giảm dần. Theo thông tin mà chúng tôi nhận được, sản lượng xuất khẩu sang thị trường quốc tế (như Mỹ và Châu Âu) tiếp tục giảm trong tháng 9 tại các cảng lớn như Cái Mép và Lạch Huyện. Trong khi đó, vận tải nội địa chịu ảnh hưởng bởi chính sách giãn cách xã hội tại Trung Quốc, đã giảm 2,6% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2022. Do đó, giá cước vận tải nội địa đã giảm 5~10% trong quý 3/2022. Chúng tôi lưu ý rằng giá cước vận tải nội địa tiếp tục được hỗ trợ bởi nguồn cung thấp do một số lượng lớn tàu được giữ tại thị trường quốc tế theo các hợp đồng thuê tàu. Chúng tôi dự báo giá cước hiện tại có thể được duy trì trong quý 4/2022 do sản lượng vận tải sẽ cải thiện vào cuối năm.

Sản lượng container qua cảng hàng tháng của các cảng Việt Nam (nghìn TEU)



Nguồn: Vinamarine, SSI Research

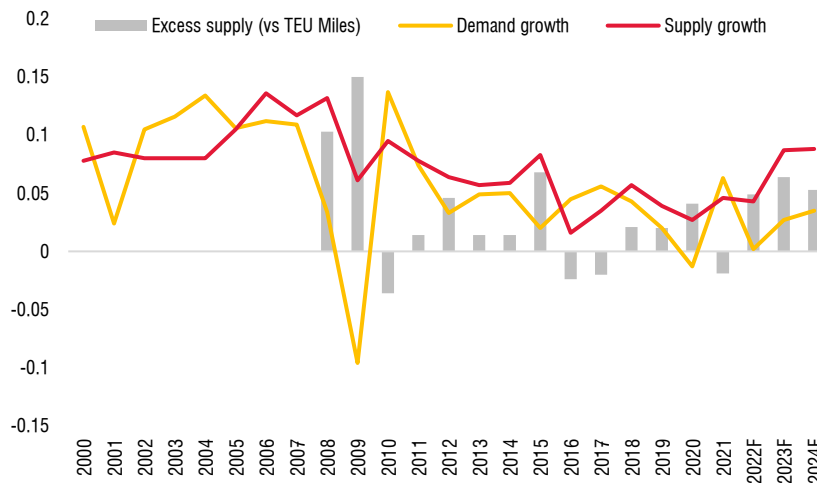
Nhìn lại chu kỳ của ngành vận tải biển

Khi nền kinh tế toàn cầu dường như đang dẫn hướng tới một cuộc suy thoái, ngành vận tải biển cũng sẽ khó tránh khỏi tác động tiêu cực từ cuộc suy thoái này. Chúng tôi muốn so sánh giai đoạn hiện tại và cuộc khủng hoảng năm 2008 để xem lịch sử có khả năng lặp lại hay không.

	Khủng hoảng năm 2008	Giai đoạn hiện tại
Bùng nổ nhu cầu vận chuyển	Nhu cầu vận tải container tăng mạnh (tăng trên 10% mỗi năm) trong 6 năm liên tiếp trước năm 2008.	Nhu cầu vận tải tăng đột biến do các biện pháp giãn cách xã hội và tắc nghẽn hệ thống cảng biển
Giá cước	Cước phí vận tải trong tất cả các tuyến vận tải chính tăng vọt	Giá cước vận tải trung bình tăng gấp 7 lần so với mức trước Covid
Đầu tư đóng tàu mới	Đầu tư mạnh vào đóng tàu mới trong thời kỳ bùng nổ kinh tế giai đoạn 2006~2007	Đầu tư mạnh vào năm 2021 và 2022
Tỷ lệ đơn đặt đóng mới trên tổng đội tàu	Tổng lượng đặt đóng tàu tăng lên đến 70% đội tàu hiện có (7 triệu TEU so với 10 triệu TEU)	Tổng lượng đặt đóng đạt 28% đội tàu hiện có (7 triệu TEU so với 25 triệu TEU)
Dư cung	Nguồn cung dư thừa đã tăng lên 10,3% trong năm 2008 và 15% vào năm 2009 do nhu cầu giảm đột ngột	Nguồn cung dư thừa ước tính đạt 6,4% vào năm 2023 và 5,3% vào năm 2024
Mức độ tập trung của thị trường	Không có các liên minh hàng hải, mức độ tập trung thị trường chỉ ở mức trung bình	Có ba liên minh chính, 10 nhà cung cấp dịch vụ hàng đầu kiểm soát 85% tổng năng lực vận tải

Là một ngành điển hình vận động theo chu kỳ, ngành vận tải biển thường bùng nổ khi tăng trưởng nguồn cung chậm hơn so với tăng trưởng nhu cầu và suy thoái khi nguồn cung tàu mới gia nhập thị trường trong khi nhu cầu đột ngột giảm. Độ biến động của chu kỳ ngành rất lớn bởi chu kỳ đầu tư dài lên đến hai năm để đóng một con tàu mới. Hơn nữa, sự phát triển của lĩnh vực vận tải container theo hướng sử dụng các tàu có kích cỡ lớn hơn và động cơ xanh sạch hơn đã khiến các hãng vận tải liên tục phải đầu tư vào các tàu mới.

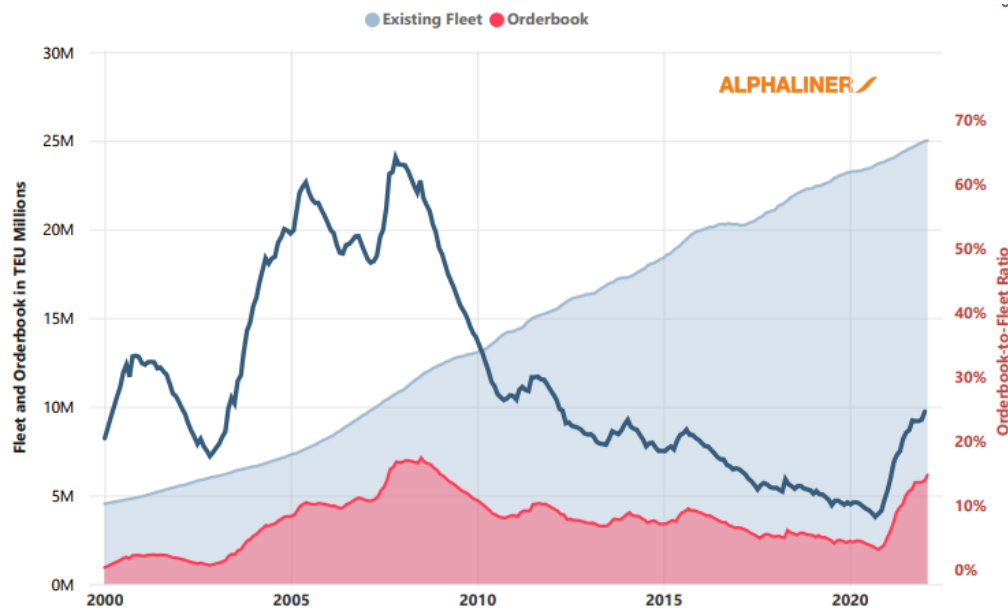
Tăng trưởng cung và cầu vận tải container toàn thế giới



Nguồn: Clarksons, JP Morgan, SSI Research

Chúng tôi nhận thấy sự bùng nổ nhu cầu trong giai đoạn hiện tại chủ yếu là do tác động của dịch Covid nên kém bền vững hơn so với giai đoạn trước cuộc khủng hoảng năm 2008, khi quá trình toàn cầu hóa diễn ra mạnh mẽ và hoạt động thương mại gia tăng trên toàn thế giới. Ngược lại, các hãng vận tải hiện nay cũng thận trọng hơn khi đầu tư đóng mới tàu, tỷ lệ đơn đóng mới trên tổng đội tàu chỉ đạt 28%, so với mức 70% trong cuộc khủng hoảng năm 2008. Trong điều kiện bình thường, tỷ lệ đơn đóng mới này không quá lớn vì quá trình bàn giao tàu sẽ diễn ra trong 2-3 năm, nhất là khi tình trạng ùn tắc cảng vẫn còn kéo dài. Chúng tôi lưu ý rằng các quy định mới của IMO về hạn chế phát thải khí carbon sẽ có hiệu lực kể từ năm 2023, các quy định này sẽ yêu cầu các hãng vận tải giảm lượng khí thải bằng cách giảm tốc độ chạy tàu, nâng cấp tàu hoặc mua tín chỉ carbon. Quy định mới ước tính sẽ làm giảm 5~10% năng lực hoạt động của đội tàu. Tuy nhiên, tình trạng cung vượt cầu vẫn khó tránh khỏi nếu tất cả các đơn hàng được giao xong mà nhu cầu tiêu dùng vẫn chưa phục hồi. Đối mặt với nguy cơ cung vượt cầu trong hai năm tới, các hãng vận tải sẽ giới hạn nguồn cung để kiểm soát giá cước, điều này hiện dễ thực hiện hơn trước đây do phần lớn năng lực vận tải toàn cầu do các hãng vận tải hàng đầu kiểm soát. Do đó, nhiều người tin rằng giá cước giao ngay sẽ tìm thấy điểm cân bằng cao hơn mức trước Covid và mang lại hy vọng hạ cánh mềm cho ngành vận tải biển.

Tỷ lệ đơn đặt đóng mới trên tổng đội tàu giai đoạn 2000~2022



Nguồn: Alphaliner

Công ty Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH: HOSE)

Các hợp đồng thuê tàu sẽ được gia hạn với giá thấp hơn dự kiến. Do giá thuê tàu giảm nhanh trong thời gian gần đây, chúng tôi lo ngại mức giá ký mới cho các hợp đồng sắp tới sẽ thấp hơn mức chúng tôi dự kiến trước đó. Tàu Hai An East cần thời gian để bảo trì định kỳ sau khi hợp đồng kết thúc vào tháng 9, và tàu A Kibo (thay thế tàu A Roku) sẽ được giao trong khoảng tháng 11 đến tháng 12, nên hợp đồng thuê của những tàu này sẽ được ký vào cuối năm 2022. Một cách thận trọng, chúng tôi ước tính giá thuê tàu sẽ khoảng 15.000 USD/ngày, thấp hơn một chút so với mức giá thuê của hợp đồng cũ của tàu Hai An East. Chúng tôi cũng hạ giá cước giả định đối với các hợp đồng ký năm 2023 xuống 12.000 USD/ngày để phản ánh nguồn cung tăng trong giai đoạn 2023 - 2024.

Giá cước vận tải nội địa có thể giảm. Chúng tôi ước tính 50% đội tàu Việt Nam hiện đang được cho thuê trên thị trường quốc tế. Chúng tôi cho rằng nguồn cung trong nước có thể tăng 30% vào năm 2023 khi thị trường thuê tàu trở nên kém thuận lợi hơn, điều này sẽ gây áp lực lên giá cước vận tải trong nước. Chúng tôi thận trọng giả định giá cước giảm 30% trong năm 2023, điều này sẽ đưa giá cước về mức 2019. Và giả định giá cước sẽ giảm 10% vào năm 2024.

Trong kịch bản xấu nhất (kịch bản kém khả quan), chúng tôi giả định giá cước sẽ trở lại mức thấp của năm 2020, hay giảm 40% so với cùng kỳ vào năm 2023 và giảm tiếp 5% vào năm 2024.

	Thay đổi giá cước		Giá thuê tàu kích cỡ 1700 TEU (USD/ngày)		NPATMI (tỷ đồng)		Tăng trưởng NPATM (%YoY)		EPS (VND)	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Dự báo trước đây	-15%	-5%	25.000	20.000	1.051	1.072	15.9%	2.0%	14.773	15.062
Dự báo mới – KB cơ sở	-30%	-10%	15.000	12.000	768	631	-12.1%	-17.8%	10.790	8.869
Dự báo mới – KB kém khả quan	-40%	-5%	15.000	12.000	660	557	-24.4%	-15.5%	9.277	7.835

Nguồn: SSI Research

Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi ước tính LNST của cổ đông công ty mẹ HAH sẽ đạt 873 tỷ đồng (tăng 96%) vào năm 2022, sau đó giảm 12% xuống 768 tỷ đồng vào năm 2023 và giảm thêm 18% xuống 631 tỷ đồng vào năm 2024. Điều này tương ứng với EPS năm 2023 và năm 2024 tương ứng là 10.790 đồng và 8.869 đồng. Chúng tôi hạ mục tiêu P/E 1 năm xuống 5 lần, khi đó giá mục tiêu 1 năm sẽ là 54.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 19%.

Bảng tóm tắt các chỉ tiêu tài chính

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	1.192	1.955	3.011	2.798	2.725
So với cùng kỳ (%)	7,5%	64,1%	54,0%	-7,1%	-2,6%
Lợi nhuận ròng	147	551	1.164	1.023	841
NPATMI	138	446	873	768	631
So với cùng kỳ (%)	13,9%	222,1%	96,0%	-12,1%	-17,8%
EPS (VND)	2.801	8.767	12.272	10.790	8.869
BVPS (VND)	22.551	31.809	36.850	46.640	54.508
ROA	7,5%	20,7%	28,0%	17,7%	11,7%
ROE	11,3%	34,0%	46,0%	28,3%	18,9%
Ng/VCSH	0,34	0,42	0,38	0,42	0,46
P/E	6,39	7,73	3,68	4,19	5,10
P/B	0,79	2,13	1,23	0,97	0,83
EV/EBITDA	3,04	4,11	2,12	2,19	2,25

Nguồn: SSI Research

Công ty Cổ phần Gemadept (GMD: HOSE)

Kết quả tích cực trong nửa đầu năm 2022. GMD tiếp tục công bố kết quả kinh doanh khả quan trong quý 2/2022, với LNTT đạt 370 tỷ đồng (tăng 89% so với cùng kỳ). LNTT lũy kế đạt 720 tỷ đồng (tăng 85% so với cùng kỳ) trong 6 tháng đầu năm 2022, hoàn thành 60% kế hoạch cả năm của công ty. Tăng trưởng lợi nhuận ở mức cao chủ yếu nhờ: (i) doanh thu tăng 29% so với cùng kỳ nhờ phí xếp dỡ được cải thiện và các dịch vụ bổ trợ; và (ii) Gemalink đóng góp 69 tỷ đồng lợi nhuận so với khoản lỗ 37 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2021.

Sản lượng hàng hóa qua cảng có thể giảm tốc từ quý 4/2022. Như đã đề cập ở trên, tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam có thể giảm tốc do nhu cầu toàn cầu suy yếu. Đối với Gemalink, cảng đã xếp dỡ 806k TEU trong 8 tháng đầu năm 2022 và chúng tôi kỳ vọng sản lượng năm 2022 có thể đạt 1,2 triệu TEU – thấp hơn so với mục tiêu 1,4 triệu TEU ban đầu cho năm 2022. Vào năm 2023, chúng tôi dự báo Gemalink có thể đạt 1,4 triệu TEU, tăng 17%. Đối với cảng Hải Phòng, chúng tôi ước tính tổng khối lượng hàng hóa qua các cảng của GMD tại Hải Phòng sẽ tăng 7% vào năm 2022 và sau đó giảm tốc xuống mức tăng 2% vào năm 2023.

Việc thoái vốn vườn cây cao su có khả năng không hoàn thành vào năm 2022. Mặc dù đã bước vào quý cuối cùng của năm 2022, nhưng chúng tôi không thấy có thông tin gì mới về người mua tiềm năng cho vườn cao su, do đó chúng tôi cho rằng việc thoái vốn này sẽ khó hoàn tất vào năm 2022. Do GMD chưa trích lập dự phòng cho mảng cao su (thường trích lập vào quý 2), chúng tôi dự báo 50~100 tỷ đồng sẽ được hạch toán vào khoản mục chi phí khác trong nửa cuối năm 2022.

Với những thay đổi về giả định đã đề cập ở trên, chúng tôi ước tính LNTT của GMD có thể tăng 49% lên 1.202 tỷ đồng vào năm 2022 và tăng 7,6% lên 1.294 tỷ đồng vào năm 2023. Sử dụng mô hình định giá DCF, chúng tôi hạ giá mục tiêu 1 năm xuống 55.600 đồng/cổ phiếu (từ 65.000 đồng/cổ phiếu) để phản ánh dự báo mới của chúng tôi và việc lãi suất phi rủi ro tăng lên.

Bảng tóm tắt các chỉ tiêu tài chính

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	2.606	3.206	3.654	3.896	4.185
Tăng trưởng doanh thu thuần	-1,4%	23,1%	14,0%	6,6%	7,4%
LNTT	513	806	1.202	1.294	1.468
Lợi nhuận ròng	440	721	1.070	1.151	1.307
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-28%	64%	48%	8%	13%
EPS (VND)	1.149	1.869	2.776	2.953	3.311
BVPS (VND)	19.582	20.967	22.743	24.695	27.006
ROA	4,4%	7,0%	9,6%	9,5%	9,8%
ROE	6,7%	10,6%	14,5%	14,2%	14,6%
Ng/VCSH	0,29	0,27	0,28	0,27	0,26
P/E	41,17	23,98	17,08	16,05	14,32
P/B	2,42	2,14	2,08	1,92	1,76
EV/EBITDA	10,57	11,87	8,65	7,63	6,74

Nguồn: SSI Research

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
phuonghv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Phó Giám đốc
hungpl@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô
trinhttv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhtk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp
tranglh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Phân tích Ngành Cảng biển & vận tải

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp
tranglh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp
nganlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp
tamntd@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715