

CẬP NHẬT NGÀNH LOGISTICS:

Giá cước tăng – Điều gì đã xảy ra và khi nào sẽ kết thúc?

Tình hình hiện tại

Ngành vận tải biển là một trong những ngành bị ảnh hưởng nặng nề nhất bởi đại dịch Covid-19 cùng sự gián đoạn chuỗi cung ứng kéo theo, sản lượng vận tải đã sụt giảm đáng kể trong nửa đầu năm 2020. Khi sản lượng dần phục hồi từ nửa cuối năm 2020, sự tắc nghẽn và gián đoạn càng trở nên nghiêm trọng hơn, điều này đã đẩy giá cước vận chuyển lên mức cao kỷ lục. Trong khi giá cước vận chuyển hàng rời và hàng lỏng khá ổn định trong thời kỳ dịch Covid-19, giá cước container đã tăng gấp 4 lần mức trước dịch.

Nguyên nhân

Dịch COVID-19 là nguyên nhân chính khiến chi phí vận chuyển container tăng kể từ năm 2020: Các công ty vận tải biển thực hiện cắt giảm công suất trên quy mô lớn, tình trạng tắc nghẽn cảng diễn ra nghiêm trọng, mất cân bằng thương mại gia tăng, tình trạng thiếu container rỗng và một số cảng lớn đóng cửa một phần.

Bên cạnh đó chúng tôi cũng nhận thấy một số yếu tố dẫn tới mức giá cước cao trong dài hạn như: Chi phí nhiên liệu cao hơn, xu hướng tăng kích thước tàu container, và ảnh hưởng của các liên minh hàng hải.

Tác động đến các lĩnh vực liên quan

Ngành Logistics: Về tổng thể, chúng tôi nhận thấy mức tăng trưởng lợi nhuận rất khả quan (+106% so với cùng kỳ, và không chỉ tăng từ mức cơ bản thấp) đối với tất cả các lĩnh vực logistics nhờ hoạt động xuất/nhập khẩu mạnh mẽ và nhu cầu ngày càng tăng đối với các dịch vụ logistics như kho bãi hoặc vận chuyển nội địa.

Các lĩnh vực liên quan xuất/nhập khẩu: Chúng tôi đã có cuộc trao đổi với một số công ty niêm yết và nhận thấy một số điểm chung như sau:

- Hầu hết các ngành không bị gián đoạn về hoạt động vận tải do thiếu container.
- Hầu hết các công ty phải chịu chi phí vận chuyển gia tăng dù là một phần hay toàn bộ, bất kể theo điều kiện FOB hay CIF.
- Chi phí vận chuyển đến các thị trường Mỹ/Âu đã tăng gấp 2-3 lần trong năm qua. Hầu hết các công ty ở Việt Nam nhập khẩu theo điều kiện CIF và xuất khẩu theo điều kiện FOB. Các công ty xuất khẩu theo điều kiện FOB không phải chịu chi phí vận tải trực tiếp nhưng phải chia sẻ chi phí vận chuyển gia tăng bằng cách giảm giá bán bình quân. Do đó, các công ty xuất/nhập khẩu có tỷ lệ xuất nhập khẩu cao tới các thị trường Mỹ/Âu sẽ chịu giá bán bình quân/tỷ suất lợi nhuận thấp hơn do ảnh hưởng này. Tác động mạnh nhất là những ngành có giá trị hàng hóa thấp như thủy sản và nông nghiệp.

Câu hỏi lớn: Khi nào giá cước đảo chiều?

Có rất nhiều yếu tố tác động đến thị trường vận tải biển. Khó có thể nói chính xác mức độ tác động của mỗi yếu tố vào tình trạng này. Nhưng chúng tôi nhận thấy rằng một số yếu tố chỉ mang tính chất tạm thời và chắc chắn sẽ đảo chiều trong thời gian thích hợp, trong khi một số yếu tố khác là khá dài hạn và sẽ không sớm thay đổi. Điều này cho thấy sự leo thang của các yếu tố ngắn hạn có thể đẩy giá cước vận chuyển lên mức cao mới, mức giá cước cao như vậy sẽ không bền vững trong dài hạn.

Giá cước có thể đạt đỉnh vào Q4/2021, sau đó sẽ điều chỉnh nhẹ vào nửa đầu năm 2022. Giá cước có thể giảm đáng kể trong năm 2023 khi nguồn cung tàu mới đi vào hoạt động, nhưng duy trì ở mức cao hơn mặt bằng trước dịch Covid. Theo Drewry, giá cước bình quân có thể tăng 23% trong năm nay và có thể giảm nhẹ khoảng 9% trong năm 2022 do nhu cầu trở lại mức bình thường, trong khi giá cước dài hạn dự kiến sẽ vẫn cao hơn mức trước dịch Covid-19, vì các hãng vận tải có nhiều kinh nghiệm hơn trong quản lý nguồn cung và tăng hợp tác.

Cổ phiếu khuyến nghị: HAH (Mua; Giá mục tiêu 1 năm: 43.800 đồng/cp), GMD (Khả quan, Giá mục tiêu 1 năm: 50.300 đồng/cp)

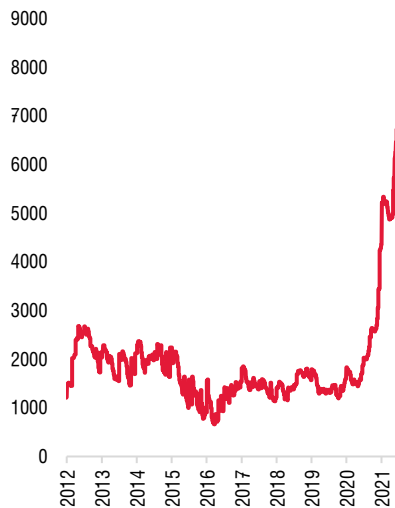
Mục lục

1. Tình hình hiện tại	3
2. Nguyên nhân?	4
3. Tác động đến các lĩnh vực liên quan?	7
4. Câu hỏi lớn: Khi nào giá cước đảo chiều?.....	9
5. Cổ phiếu khuyến nghị: HAH (Mua; Giá mục tiêu 1 năm: 43.800 đồng/cp) GMD (Khả quan, Giá mục tiêu 1 năm: 50.300 đồng/cp)	13
KHUYẾN CÁO	15
THÔNG TIN LIÊN HỆ	15

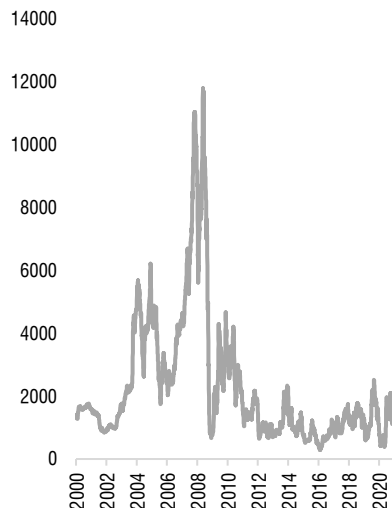
1. Tình hình hiện tại

Ngành vận tải biển là một trong những ngành bị ảnh hưởng nặng nề nhất bởi đại dịch Covid-19 cùng sự gián đoạn chuỗi cung ứng kéo theo, sản lượng vận tải đã sụt giảm đáng kể trong nửa đầu năm 2020. Khi sản lượng dần phục hồi từ nửa cuối năm 2020, sự tắc nghẽn và gián đoạn càng trở nên nghiêm trọng hơn, điều này đã đẩy giá cước vận chuyển lên mức cao kỷ lục. Trong khi giá cước vận chuyển hàng rời và hàng lỏng khá ổn định trong thời kỳ dịch Covid-19, giá cước container đã tăng gấp 4 lần mức trước dịch.

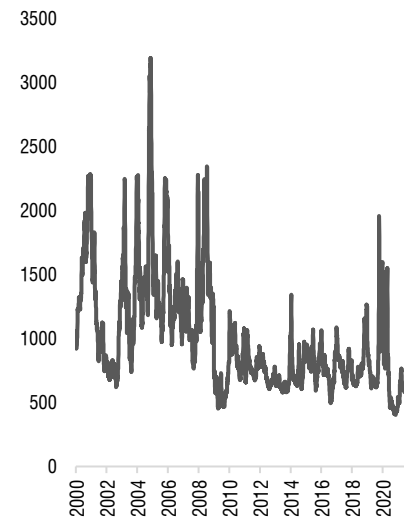
Giá cước vận tải container



Giá cước vận tải hàng rời



Giá cước vận tải hàng lỏng



Nguồn: Drewry, Baltic Exchange, Bloomberg

Tác động phân hóa rõ rệt theo các tuyến vận tải:

- **Cước vận chuyển tăng cao hơn ở các tuyến đường dài**, chẳng hạn như tuyến Châu Á - Châu Âu và Châu Á - Bắc Mỹ. Cước vận chuyển hàng hóa tại các tuyến này đã tăng khoảng 4 – 8 lần trong vòng 1 năm. Cụ thể, chi phí để vận chuyển một container 40 ft từ Thượng Hải (Trung Quốc) đến Rotterdam (Hà Lan) đạt mức 11.975 USD vào ngày 25/6, cao hơn 554% so với 1 năm trước đó. Mặt khác, giá cước các tuyến đường ngắn hoặc tuyến nội vùng tăng khiêm tốn hơn. Ví dụ, giá cước trung bình của tuyến Thượng Hải (Trung Quốc) đến Busan (Hàn Quốc) chỉ tăng 81% so với cùng kỳ.
- **Các tuyến đường từ châu Á bị ảnh hưởng nặng nề hơn so với chiều ngược lại**. Ví dụ, các tuyến Thượng Hải - Rotterdam và Thượng Hải - Los Angeles đều tăng 6 lần trong 1 năm, trong khi chiều Rotterdam - Thượng Hải và Los Angeles - Thượng Hải chỉ tăng lần lượt +34% và +99% so với cùng kỳ.
- **Xuất khẩu từ Việt Nam sang châu Âu và Bắc Mỹ bị ảnh hưởng nặng nề nhất**, trong khi nhập khẩu từ các thị trường này và vận chuyển nội Á cũng bị ảnh hưởng nhưng ở mức độ thấp hơn.

Bảng: Mức tăng giá cước vận tải container theo các tuyến vận tải

Giá cước container 40 ft	25/6/2021	% từ đầu năm	% so với cùng kỳ
World Container Composite Index	8.062	85%	328%
Thượng Hải - Rotterdam	11.975	81%	554%
Rotterdam - Shanghai	1.649	25%	34%
Thượng Hải - Genoa	11.448	61%	485%
Thượng Hải - Los Angeles	8.548	105%	246%
Los Angeles - Thượng Hải	1.041	101%	99%
Thượng Hải - New York	11.180	117%	250%
New York - Rotterdam	1.155	77%	127%
Rotterdam - New York	4.744	125%	94%

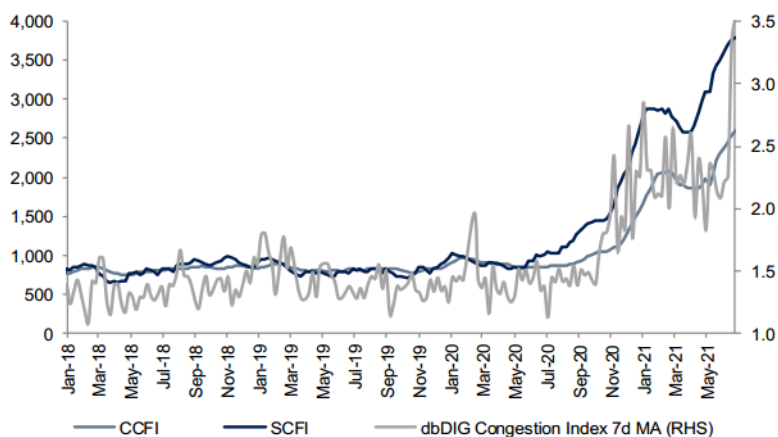
Nguồn: Drewry, Bloomberg

2. Nguyên nhân?

Dịch COVID-19 là nguyên nhân chính khiến chi phí vận chuyển container tăng kể từ năm 2020:

- **Các công ty vận tải biển thực hiện cắt giảm công suất trên quy mô lớn.** Khi nhu cầu bị ảnh hưởng, các công ty vận tải biển bắt đầu cắt giảm chi phí bằng hình thức cho tàu tạm ngưng hoạt động, hủy chuyến và giảm tốc độ tàu để giảm chi phí nhiên liệu. Điều này làm giảm công suất trên quy mô lớn đối với nhiều tuyến vận tải lớn trên toàn cầu. Tổng công suất đội tàu container đã giảm tới 18% trong tháng 5/2020, theo Drewry. Sự thiếu hụt nguồn cung xuất hiện khi nhu cầu tiêu dùng phục hồi sau thời gian giãn cách và các hạn chế được nới lỏng ở nhiều quốc gia.
- **Tắc nghẽn cảng diễn ra nghiêm trọng.** Công suất xếp dỡ của các cảng cũng giảm do thiếu nhân viên và thời gian kiểm dịch kéo dài, dẫn đến việc tắc nghẽn nghiêm trọng tại cảng và chậm trễ trong việc xếp dỡ container. Theo Container xChange, các khoản phụ phí lưu kho, lưu bãi đã tăng hơn gấp đôi trong 1 năm. Các hãng tàu cũng áp dụng thêm các khoản phụ phí như phí tắc nghẽn cảng và phí mùa cao điểm để bổ sung thêm vào mức giá cước vốn đã tăng cao.

Chỉ số tắc nghẽn cảng và giá cước vận chuyển container

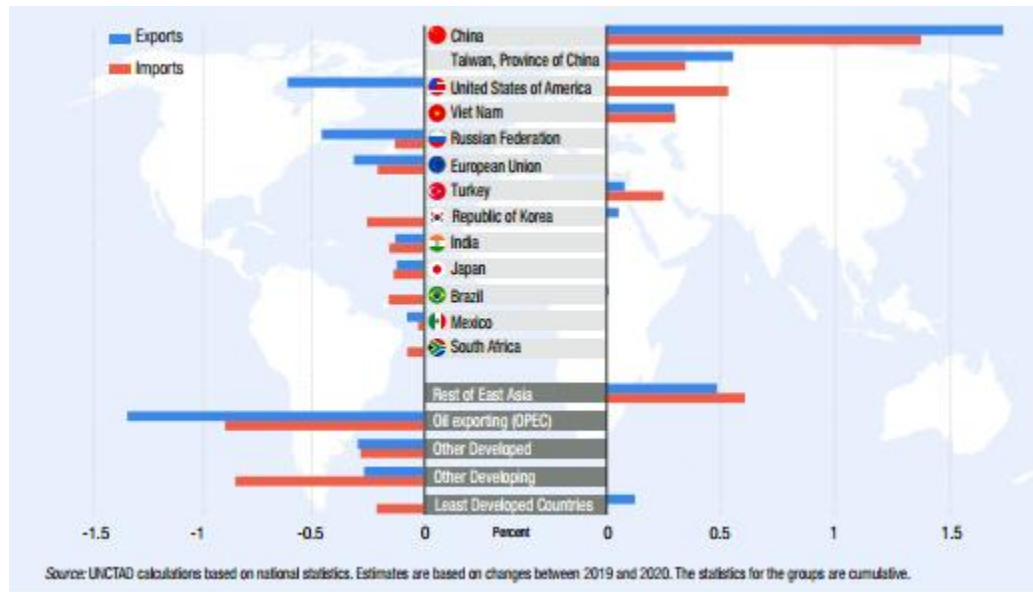


*CCFI: China Containerized Freight Index; SCFI: Shanghai Containerized Freight Index (USD/TEU, LHS)

Nguồn: dbDIG Primary Research, Shanghai Shipping Exchange

- **Mất cân bằng thương mại gia tăng.** Việc giãn cách xã hội và hạn chế đi lại đã được áp dụng ở nhiều quốc gia trên thế giới, đặc biệt là ở Mỹ và châu Âu, khiến năng lực sản xuất tại các quốc gia này giảm đáng kể. Do đó, nhu cầu nhập khẩu từ châu Á tăng lên (xuất khẩu từ Trung Quốc đã tăng 20% so với cùng kỳ trong Q4/2020 và 39% trong Q1/2021), điều này làm cho tình trạng mất cân bằng thương mại giữa châu Á và phương Tây trở nên trầm trọng hơn.

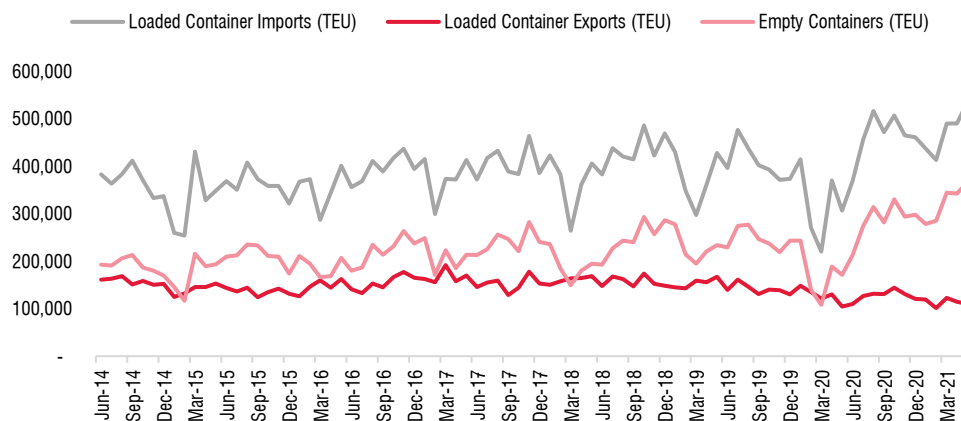
Thay đổi về thị phần thương mại toàn cầu (một số nền kinh tế chọn lọc)



Nguồn: UNCTAD

- **Tình trạng thiếu container rỗng.** Tình trạng tắc nghẽn nghiêm trọng tại các cảng ở Mỹ/Châu Âu khiến một số lượng lớn các container bị mắc kẹt trong các kho nội địa và chất thành đống tại các cảng. Ngoài ra, do nhập khẩu từ châu Á tăng mạnh, một số hãng tàu đã ưu tiên vận chuyển container rỗng đến châu Á thay vì tập hợp các container hàng từ sâu trong nội địa tại Mỹ hoặc châu Âu. Tình trạng thiếu hụt container đã đẩy giá thuê container lên mức rất cao và một số công ty xuất khẩu thậm chí còn gặp khó khăn trong việc tìm kiếm container rỗng để đóng hàng.

Sản lượng hàng hóa thông qua cảng Los Angeles (TEU)



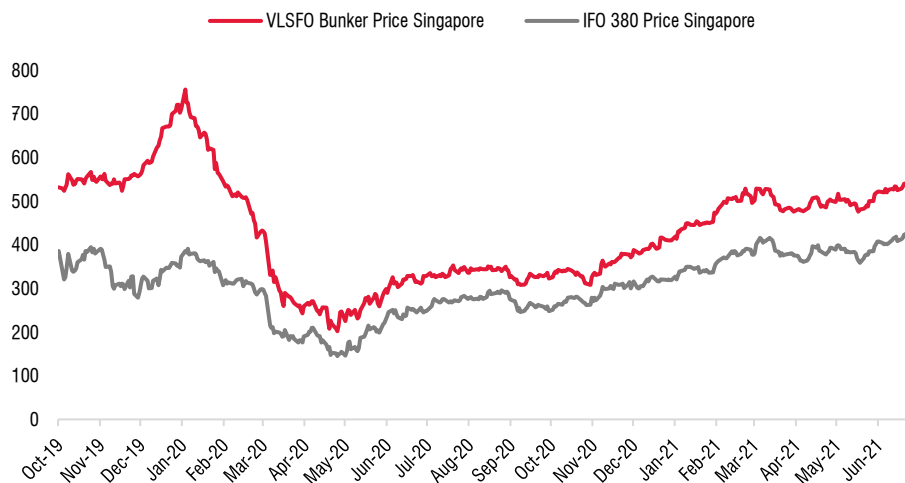
Nguồn: Bloomberg

- **Một số cảng lớn đóng cửa một phần**, ví dụ như 3 cảng ở miền Nam Trung Quốc bao gồm Yantian, Shekou và Nam Sa đóng cửa vào tháng 5/2021, cũng như sự cố sập cầu cầu tại cảng Cao Hùng (Đài Loan) vào tháng 6/2021, gây ra tắc nghẽn tạm thời tại các tuyến đường vận chuyển và khiến tình trạng thiếu container trở nên trầm trọng hơn.

Một số thay đổi về cấu trúc ngành cũng là nguyên nhân dẫn đến việc tăng giá cước:

- **Trang bị thêm máy lọc khí thải.** Quy định IMO 2020 yêu cầu tất cả các tàu phải giảm phát thải ôxit lưu huỳnh bằng cách sử dụng dầu nhiên liệu lưu huỳnh rất thấp (hàm lượng lưu huỳnh 0,5%, thấp hơn 30% so với dầu thông thường) hoặc lắp đặt máy lọc để sử dụng dầu nhiên liệu thông thường mà không vi phạm quy định. Trong 6 tháng đầu năm 2020, gần 5% đội tàu trên thế giới đã bị cắt giảm để lắp đặt máy lọc khí.
- **Chi phí nhiên liệu cao hơn.** Do quy định IMO 2020, chi phí hoạt động của các tàu container đã tăng lên đáng kể, mức tăng này một phần được chuyển sang giá cước vận chuyển dưới dạng phụ phí lưu huỳnh thấp. Yếu tố này có tác động mạnh hơn trong năm 2021, khi giá dầu nhiên liệu đạt 550 USD/tấn, cao hơn 50% so với giá trung bình năm 2020.

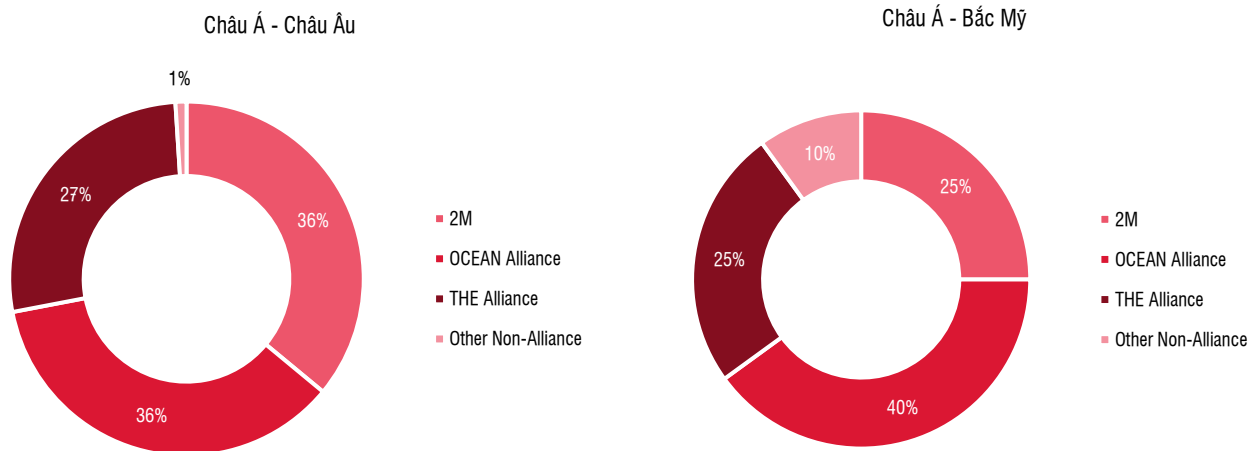
Giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

- **Tăng kích thước tàu container** là xu hướng chính trong ngành vận tải container. Phần lớn các tàu này chạy các tuyến đường dài nhằm tối ưu hóa hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, tàu lớn cũng khiến các doanh nghiệp vận tải kém linh hoạt hơn trong những tình huống đặc biệt.
- **Ảnh hưởng của các liên minh hàng hải.** Ba liên minh vận tải biển lớn bao gồm 2M, OCEAN Alliance và THE Alliance được thành lập vào năm 2017 trong giai đoạn đi xuống của ngành vận tải biển, với mục đích chia sẻ nguồn lực và giảm chi phí. Các nhóm này hiện bao gồm 11 trong số các hãng vận tải lớn nhất thế giới, và kiểm soát hơn 80% thị phần vận tải toàn cầu. Các liên minh này cho phép duy trì giá cước có lợi trong điều kiện thị trường khó khăn vì họ có thể thỏa thuận cùng cắt giảm công suất để giữ giá ổn định. Điều này đặc biệt đúng với các tuyến dịch vụ đường dài như tuyến Á - Âu (3 liên minh kiểm soát 99% thị trường) và Châu Á - Bắc Mỹ (90% thị phần).

Cơ cấu trọng tải của các liên minh hàng hải



Nguồn: Alphaliner

3. Tác động đến các lĩnh vực liên quan?

Ngành Logistics

Việt Nam không tham gia vào vận tải biển liên lục địa, do đó, các doanh nghiệp Việt Nam nhìn chung chịu tác động tiêu cực từ việc tăng giá cước trên các tuyến đường dài. Tại thị trường Châu Á, Việt Nam có một số công ty vận tải biển hoạt động với quy mô rất hạn chế nên tác động tích cực là có nhưng không nhiều. Tuy nhiên, về tổng thể, chúng tôi nhận thấy mức tăng trưởng lợi nhuận rất khả quan (+106% so với cùng kỳ, và không chỉ tăng từ mức cơ bản thấp) đối với tất cả các lĩnh vực logistics nhờ hoạt động xuất/nhập khẩu mạnh mẽ và nhu cầu ngày càng tăng đối với các dịch vụ logistics như kho bãi hoặc vận chuyển nội địa.

Chúng tôi lưu ý rằng tổng lợi nhuận ròng của các công ty vận tải biển đã tăng từ mức âm 145 tỷ đồng trong Q1/2020 lên 32 tỷ đồng trong Q1/2021 (đã loại bỏ các trường hợp đột biến). Tổng doanh thu của các công ty vận tải biển cũng tăng 13% so với cùng kỳ trong Q1/2021. Trong số các công ty này, chúng tôi lựa chọn cổ phiếu HAH (khuyến nghị: Mua) có lợi nhuận ròng cao nhất (85 tỷ đồng, +174% so với cùng kỳ). HAH cũng là một trong số ít các công ty có dịch vụ vận tải trong khu vực nội Á và là một trong số ít công ty được hưởng lợi từ việc tăng giá cước trong khu vực, mặc dù mức tăng không cao bằng các tuyến liên lục địa.

Đối với các công ty logistic hỗn hợp (nhà kho, depot, ICD, v.v.), chúng tôi cũng nhận thấy sự cải thiện mạnh ở cả doanh thu và lợi nhuận ròng (lần lượt tăng +87% và 62% so với cùng kỳ). Điều này có thể là do:

- Hoạt động xuất khẩu/nhập khẩu tăng trưởng tốt;
- Nhu cầu lưu trữ tăng cao khi xảy ra tình trạng thiếu container; và
- Giá cước cao hơn do nhu cầu tăng.

Chúng tôi cũng nhận thấy sự cải thiện ở các công ty cảng biển với mức tăng trưởng doanh thu là 13% và tăng trưởng lợi nhuận là 37% so với cùng kỳ. Điều này được lý giải bởi tổng sản lượng container của Việt Nam tăng trưởng 15% trong Q1/2021, theo số liệu của Vinamarine. GMD (khuyến nghị: Khả quan) cho thấy mức tăng trưởng LNST 40,2% trong quý 1/2021.

Các lĩnh vực liên quan xuất/nhập khẩu

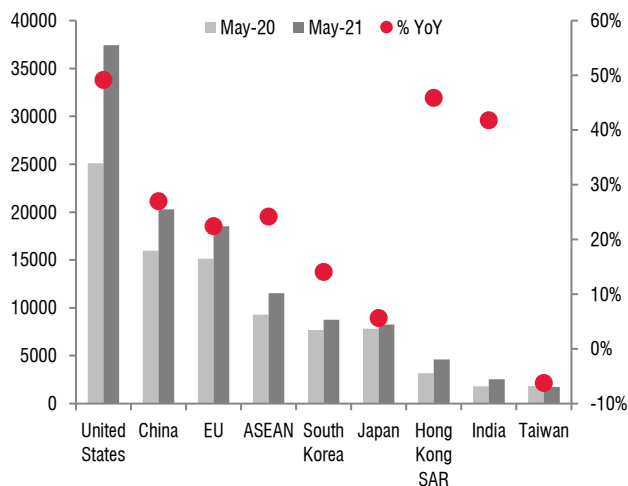
Chúng tôi đã có cuộc trao đổi với các công ty có hoạt động xuất/nhập khẩu cao để tìm hiểu việc giá cước tăng cao ảnh hưởng như thế nào đến hoạt động và họ đã làm gì để giảm bớt tình hình này.

Như chúng tôi đã đề cập ở trên, xuất khẩu sang thị trường Mỹ/Âu là một trong những lĩnh vực bị ảnh hưởng nặng nề nhất do giá cước vận tải châu Á - Mỹ/Âu tăng mạnh. Đây cũng là những thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, trong đó Mỹ chiếm 30% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam và EU chiếm 15%. Các mặt hàng có tỷ trọng xuất khẩu nhiều nhất tại thị trường Mỹ/Âu bao gồm *Thủy sản* (50% doanh thu), *Dệt may* (67%), *Giày dép* (75%), *Gỗ và đồ nội thất* (70%), *Hạt điều* (65%), *Cà phê* (60%), *Hạt tiêu* (62%), *Săm lốp* (25%), *Thép* (30%).

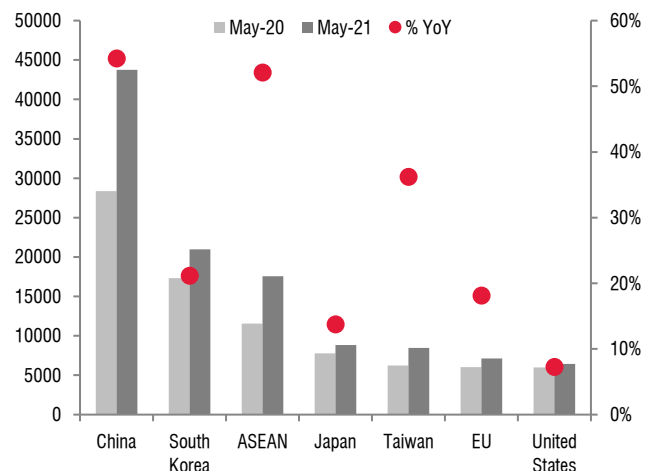
Chúng tôi nhận thấy một số điểm chung như sau:

- Hầu hết các ngành không bị gián đoạn về hoạt động vận tải do thiếu container.
- Hầu hết các công ty phải chịu chi phí vận chuyển gia tăng dù là một phần hay toàn bộ, bất kể theo điều kiện FOB hay CIF.
- Chi phí vận chuyển đến các thị trường Mỹ/Âu đã tăng gấp 2-3 lần trong năm qua. Hầu hết các công ty ở Việt Nam nhập khẩu theo điều kiện CIF và xuất khẩu theo điều kiện FOB. Các công ty xuất khẩu theo điều kiện FOB không phải chịu phí vận tải trực tiếp nhưng phải chia sẻ chi phí vận chuyển gia tăng bằng cách giảm giá bán bình quân. Do đó, các công ty xuất/nhập khẩu có tỷ lệ xuất nhập khẩu cao tới các thị trường Mỹ/Âu sẽ chịu giá bán bình quân/tỷ suất lợi nhuận thấp hơn do ảnh hưởng này. Tác động mạnh nhất là những ngành có giá trị hàng hóa thấp như thủy sản và nông nghiệp.

Thị trường xuất khẩu chính (triệu USD)



Thị trường nhập khẩu chính (triệu USD)



Nguồn: Tổng Cục Hải quan, SSI Research

Mặt khác, nhập khẩu ít bị ảnh hưởng hơn do 82% tổng kim ngạch nhập khẩu đến từ châu Á, tại đây giá cước vận tải trong khu vực tăng với tốc độ thấp hơn nhiều, chỉ tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rằng một số nguyên liệu sản xuất nhập khẩu như *Đậu nành* (100% từ Châu Mỹ), *Ngô* (80% từ Châu Mỹ), *Bông* (78% từ Châu Mỹ), *Thức ăn chăn nuôi* (70% từ Châu Mỹ) và *Sữa* (40% từ châu Âu và châu Mỹ) cũng bị ảnh hưởng. Chúng tôi thấy các công ty nhập khẩu nguyên liệu từ châu Âu/Mỹ (như VNM, QNS, DBC) cũng chịu mức giá cao hơn. Ngoài ra, chúng tôi ước tính đối với VNM, chi phí vận chuyển chiếm khoảng 1% -2% trong giá CIF nguyên liệu đầu vào, do đó tác động đến tỷ suất lợi nhuận sẽ hạn chế so với các ngành xuất khẩu khác.

Kết luận

Chúng tôi kỳ vọng tình hình này sẽ tác động tích cực đến lợi nhuận của các công ty logistics, trong khi các công ty xuất/nhập khẩu có tỷ lệ xuất/nhập khẩu cao vào thị trường Mỹ/Âu sẽ phải chịu giá bán bình quân/tỷ suất lợi nhuận thấp hơn. Tác động mạnh nhất là những ngành có giá trị hàng hóa thấp như thủy sản và nông nghiệp. Tuy nhiên, kết quả nhìn chung vẫn khả quan do giá trị xuất khẩu sang hầu hết các thị trường đều tăng mạnh trong 5 tháng đầu năm 2021, chi tiết trên các biểu đồ trên.

4. Câu hỏi lớn: Khi nào giá cước đảo chiều?

Giá cước giao ngay tiếp tục tăng trên tất cả các tuyến dịch vụ trong những tháng gần đây. Có nhiều ý kiến khác nhau về việc xu hướng này có thể tiếp tục duy trì trong bao lâu trước khi điều chỉnh về mức ổn định hơn. Mặc dù khó có thể dự báo được tương lai trong thời kỳ dịch Covid-19 vẫn còn diễn biến phức tạp, nhưng chúng tôi cố gắng phân tích trên nhiều khía cạnh.

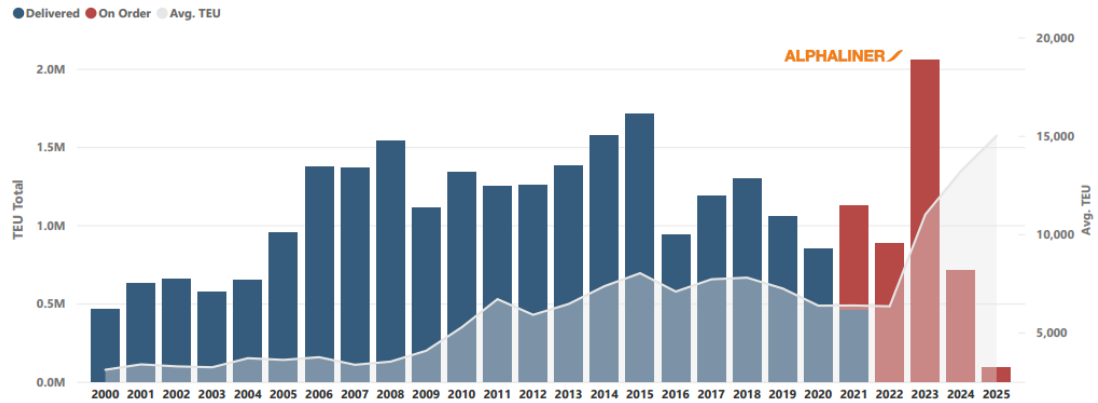
Như đã đề cập trong phần đầu của báo cáo, hiện nay có rất nhiều yếu tố tác động đến thị trường vận tải biển. Khó có thể nói chính xác mức độ tác động của mỗi yếu tố vào tình trạng này. Nhưng chúng tôi nhận thấy rằng một số yếu tố chỉ mang tính chất tạm thời và chắc chắn sẽ đảo chiều trong thời gian thích hợp, trong khi một số yếu tố khác là khá dài hạn và sẽ không sớm thay đổi. Điều này cho thấy sự leo thang của các yếu tố ngắn hạn có thể đẩy giá cước vận chuyển lên mức cao mới, mức giá cước cao như vậy sẽ không bền vững trong dài hạn.

Chúng tôi cho rằng một số yếu tố ngắn hạn có thể giảm dần trong thời gian tới như sau:

- **Nhu cầu dồn nén sau dịch và hoạt động tăng nhập hàng tồn kho ở Bắc Mỹ/Châu Âu:** Thông thường có hai mùa cao điểm xuất khẩu từ Châu Á sang Bắc Mỹ/Châu Âu, đó là tháng 7 (mùa tựu trường) và tháng 10 (mùa Giáng sinh). Hiện tại, một số hãng đã bắt đầu áp dụng phụ phí mùa cao điểm cho các tuyến dịch vụ này. Đây là động lực ngắn hạn tác động mạnh nhất đến việc tăng giá cước và chúng tôi cho rằng điều này sẽ chưa kết thúc cho đến cuối năm 2021.
- **Giãn cách xã hội và tắc nghẽn tại các cảng Trung Quốc:** Các sự kiện gần đây ở các cảng Yan Tian và Kaohsiung (Cao Hùng) có thể sẽ được kiểm soát trong vài tuần. Tương tự như sự kiện Kênh đào Suez, các sự kiện cục bộ này gây áp lực lớn lên chuỗi cung ứng toàn cầu và có thể mất vài tháng để giải quyết các tắc nghẽn này. Ngoài ra, các nhà đầu tư nên theo dõi các sự kiện tương tự - ít nhất là cho đến khi chuỗi cung ứng được bổ sung nguồn cung.
- **Án Độ kiểm soát được dịch Covid-19 và phục hồi năng lực sản xuất:** Các ca nhiễm Covid-19 mới của Ấn Độ đã đạt đỉnh và giảm mạnh trong thời gian gần đây, và một số khu vực đang gỡ bỏ một số biện pháp giãn cách xã hội. Tuy nhiên khó có thể dự báo chắc chắn về thời điểm Ấn Độ có thể phục hồi hoàn toàn năng lực sản xuất, vì luôn có nguy cơ bùng phát dịch Covid đặc biệt là với sự xuất hiện của biến thể Delta Plus.

- **Nguồn cung tàu biển mới sẽ được đưa vào hoạt động từ nửa cuối năm 2022 và năm 2023, rất có thể khi nhu cầu tăng trong ngắn hạn đã trở về mức bình thường.** Theo dữ liệu của Alphaliner, tỷ lệ đơn đặt hàng trên tổng công suất hiện tại đã tăng từ 10% vào tháng 1/2020 lên 18,4% trong tháng 6/2021. Tuy nhiên, điều này sẽ không giúp giảm bớt tình trạng thiếu cung trong thời gian tới, vì nhu cầu sẽ tăng nhanh hơn nguồn cung trong năm 2021 và 2022. Alphaliner cũng ước tính rằng công suất hoạt động sẽ tăng ở mức 4,2% trong năm 2021 và 3,2% trong năm 2022, trong khi sản lượng vận tải toàn cầu sẽ tăng ở mức 5,8% trong năm 2021 và 4,0% trong năm 2022. Công suất tăng thêm trong năm 2023 ước tính sẽ tăng gấp đôi so với năm 2022 và nguồn cung dự kiến sẽ tăng tốc kể từ năm 2023.

Dự báo số lượng tàu container sẽ được bàn giao (TEU)

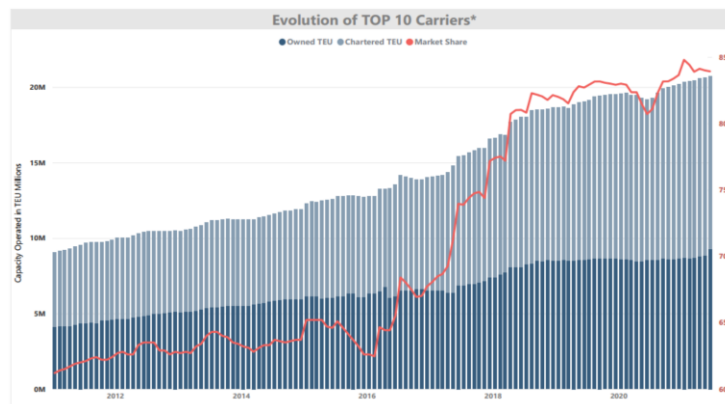


Nguồn: Alphaliner

Về dài hạn, những yếu tố sau đây có thể tồn tại và giữ giá cước ở mức cao hơn mức bình quân trước dịch Covid:

- **Đẩy mạnh hợp tác trong việc kiểm soát nguồn cung và giá cả giữa các hãng vận tải do sự hình thành liên minh và M&A nhiều hơn trong những năm gần đây.** Khi chu kỳ kinh doanh của ngành vận tải container chạm đáy và kéo dài từ năm 2008 đến năm 2019 (với nhiều doanh nghiệp thua lỗ và thậm chí phá sản), ngành vận tải đã trải qua giai đoạn hợp nhất mạnh mẽ. Ví dụ, CSCL và OOCL hợp nhất thành COSCO Group, APL được sáp nhập vào CMA CGM, UASC vào Hapag-Lloyd, và sự hình thành của liên minh ONE, bao gồm K-Line, MOL và NYK. Những động thái này đã củng cố sức mạnh của các hãng tàu. Đây là bước phát triển then chốt của ngành vận tải đường biển trong thời gian gần đây, do đó chúng tôi cho rằng giá cước vận tải về dài hạn khó có thể quay trở lại mặt bằng thấp như những gì đã xảy ra trong giai đoạn 2008-2019.

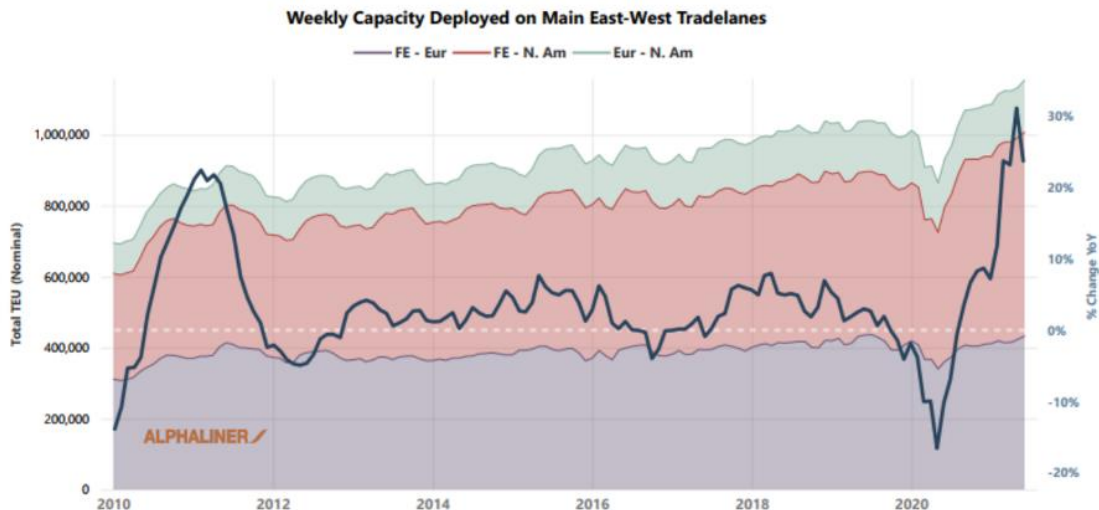
Thị phần của TOP 10 hãng vận tải lớn nhất gia tăng dần



Nguồn: Alphaliner

Khi số lượng công ty trong ngành giảm, chúng tôi nhận thấy sự hợp tác tốt hơn trong việc quản lý nguồn cung và giá cả giữa các hãng vận tải, chi tiết theo biểu đồ dưới đây. Khi nhu cầu vận tải giảm mạnh vào tháng 4/2020 do dịch Covid-19 ảnh hưởng trên phạm vi toàn cầu, chúng tôi nhận thấy các hãng vận tải đã chủ động cắt giảm công suất để duy trì giá cước. Khi nhu cầu phục hồi, công suất dần được đẩy lên để đáp ứng nhu cầu một cách hiệu quả.

Công suất vận hành của các hãng vận tải trên các tuyến chính



Nguồn: Alphaliner

- Mục tiêu giảm phát thải và giá nhiên liệu cao hơn làm giảm tốc độ tàu.** IMO 2020 đưa ra chiến lược giảm tổng lượng phát thải khí nhà kính của ngành vận tải biển trên toàn cầu ít nhất 50% vào năm 2050 so với năm 2008, đồng thời đưa ra mục tiêu giảm 40% lượng khí thải CO₂ từ hoạt động vận tải tới năm 2030. Các hãng vận tải có kế hoạch khác nhau để đạt được những mục tiêu này trong thời gian tới, họ áp dụng nhiều giải pháp từ sử dụng nhiên liệu ethanol đến động cơ hybrid. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng một giải pháp phổ biến là giảm tốc độ tàu để tiết kiệm nhiên liệu hơn. Trong bối cảnh giá dầu tăng cao, chúng tôi cũng dự đoán các hãng vận tải sẽ giảm tốc độ khi có thể để tiết kiệm nhiên liệu, khiến việc luân chuyển container chậm hơn và giá cước vận chuyển cao hơn.

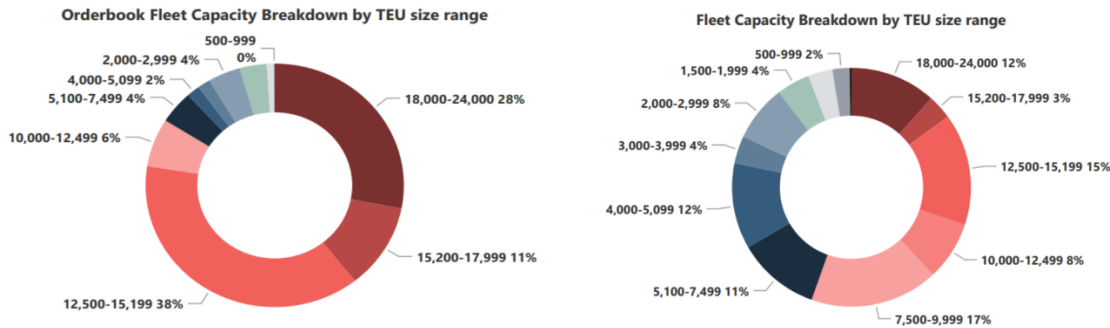
Tốc độ tàu bình quân



Nguồn: Clarkson, JP Morgan

- **Xu hướng tăng kích cỡ tàu khiến cho việc quản lý chuỗi cung kém linh hoạt hơn và gia tăng chi phí khi xảy ra đứt gãy.** Theo báo cáo của Alphaliner, 77% đơn đặt hàng hiện tại là các tàu có công suất trên 12,5K TEU, tất cả đều thuộc cỡ tàu mẹ cho các tuyến dịch vụ xuyên lục địa. Các tàu lớn hơn được chứng minh có hiệu quả tiết kiệm hơn trong điều kiện bình thường so với đội tàu nhỏ hơn. Tuy nhiên, trong những giai đoạn gián đoạn, cấu trúc này sẽ khiến cho việc quản lý kém linh hoạt hơn khi các hãng vận tải cần điều chỉnh lịch tàu và sẽ khiến gia tăng chi phí trong giai đoạn này.

Cơ cấu theo trọng tải tàu (Hình trái: đơn đặt hàng hiện tại; Hình phải: đội tàu hiện tại)



Nguồn: Alphaliner

- **Tỷ lệ hợp đồng dài hạn cao hơn có thể giữ giá cước ổn định hơn, nhưng ở mức cao hơn.** Theo báo cáo của JP Morgan, Maersk và Hapag-Lloyd nhận thấy số lượng hợp đồng dài hạn của họ tăng từ 20% -30% so với cùng kỳ trong năm 2021, điều này xuất phát từ nhu cầu ổn định chi phí vận tải của chủ hàng. Theo quan điểm của chúng tôi, khi sức mạnh của các hãng vận tải ngày càng tăng, tỷ lệ hợp đồng dài hạn có thể tăng lên do các chủ hàng muốn có giá tốt hơn. Điều này sẽ dẫn đến giá cước ít biến động hơn giá giao ngay, nhưng cũng dẫn đến việc giá cước được chốt ở mức cao hơn.

Tóm lại, giá cước có thể đạt đỉnh vào Q4/2021, sau đó sẽ điều chỉnh nhẹ vào nửa đầu năm 2022. Giá cước có thể giảm đáng kể trong năm 2023 khi nguồn cung tàu mới đi vào hoạt động, nhưng duy trì ở mức cao hơn mặt bằng trước dịch Covid. Theo Drewry, giá cước bình quân có thể tăng 23% trong năm nay và có thể giảm nhẹ khoảng 9% trong năm 2022 do nhu cầu trở lại mức bình thường, trong khi giá cước dài hạn dự kiến sẽ vẫn cao hơn mức trước dịch Covid-19, vì các hãng vận tải có nhiều kinh nghiệm hơn trong quản lý nguồn cung và tăng hợp tác.

Các ngành liên quan nên theo dõi xu hướng giá này và đưa ra các chiến lược đối phó với vấn đề chi phí logistic đang gia tăng. Ví dụ, điều này có thể được thực hiện bằng cách thiết lập các nhà máy ở trong/gần các thị trường chính hoặc gia tăng tính kinh tế theo quy mô. Đồng thời, các doanh nghiệp xuất nhập khẩu có thể ký kết với các hợp đồng dài hạn để giúp đảm bảo giá cước ổn định hơn và chi phí logistic được xác định trước. Chúng tôi kỳ vọng các công ty sẽ thực hiện các chiến lược này trong thời gian tới.

Với cáo buộc của Mỹ về việc Việt Nam đang định giá thấp đồng tiền VND trong giai đoạn 2019-2020, chính quyền Biden đang xem xét các mức thuế bổ sung có thể có đối với Việt Nam. Nếu áp các mức thuế bổ sung, chúng tôi kỳ vọng mức thuế chỉ ở mức một chữ số vì dữ liệu USTR cho thấy VND đang được định giá thấp hơn không quá 10% trong giai đoạn 2019-2020. Xem xét quan hệ thương mại Mỹ-Trung năm 2018 làm ví dụ, chúng tôi cho rằng cuộc đàm phán sẽ kéo dài ít nhất 3 tháng. Điều này có thể gây ra một số thách thức ngắn hạn cho các công ty xuất khẩu Việt Nam trong những tháng cuối năm 2021 do chi phí vận chuyển dự kiến sẽ đạt đỉnh. Về dài hạn, việc điều chỉnh chi phí vận chuyển về mức hợp lý hơn sẽ giải tỏa áp lực lên tỷ suất lợi nhuận xuất khẩu và bù đắp một phần mức thuế quan tăng thêm.

5. Cổ phiếu khuyến nghị: HAH (Mua; Giá mục tiêu 1 năm: 43.800 đồng/cp), GMD (Khả quan, Giá mục tiêu 1 năm: 50.300 đồng/cp)

HAH (Mua; Giá mục tiêu 1 năm: 43.800 đồng/cp)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi cho rằng HAH là một cơ hội đầu tư tốt trong ngành logistics của Việt Nam, với mô hình kinh doanh tích hợp (cảng-vận tải-kho bãi-logistics) và năng lực quản lý tốt. Phân khúc vận tải là động lực tăng trưởng chính cho HAH trong những năm gần đây. Công ty có đội tàu container lớn nhất Việt Nam, đầu tư với chi phí vốn thấp trong chu kỳ đi xuống của ngành vận tải, và sẵn sàng hưởng lợi từ sự phục hồi của ngành cùng với nhu cầu vận tải container ngày càng gia tăng ở thị trường trong nước.

Về dài hạn, HAH tập trung phát triển thêm các trung tâm logistics tại miền Trung và miền Nam, bao gồm cả depot và kho bãi. Việc mở rộng hoạt động kinh doanh sẽ tạo ra sức mạnh tổng thể và giúp HAH bớt phụ thuộc vào những biến động trong ngành vận tải.

Triển vọng năm 2021-2022

Chúng tôi tin rằng HAH có thể hưởng lợi từ triển vọng tươi sáng của ngành vận tải container do đó công ty có nhiều khả năng giành thị phần khi nhu cầu hồi phục.

Năm 2021, chúng tôi ước tính HAH đạt 1,9 nghìn tỷ đồng doanh thu (+59%) và 284 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (+67%), tương ứng EPS 2021 cốt lõi là 3.979 đồng. Năm 2022, chúng tôi ước tính HAH tăng trưởng 28% về doanh thu và 33% về LNTT, tương ứng đạt 2,4 nghìn tỷ đồng và 378 tỷ đồng, EPS là 5.758 đồng.

Định giá

Ở mức giá hiện tại, HAH đang giao dịch với hệ số P/E năm 2021 và 2022 là 8x và 5,3x, đây là mức hấp dẫn đối với một công ty đang phát triển nhanh. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh của HAH đang trở nên rủi ro hơn khi mảng vận tải biển động mạnh trở thành nguồn thu nhập lớn nhất của công ty. Chúng tôi áp dụng hệ số P/E mục tiêu là 9x cho giá mục tiêu 1 năm là 43.800 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HAH.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị

- Trong ngắn hạn, giá dầu tăng vẫn là rủi ro lớn nhất đối với HAH, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá cước tăng và sản lượng tăng mạnh mẽ có thể giữ đà tăng trưởng cho HAH bất chấp biên lợi nhuận giảm.
- Trong tương lai, ngành vận tải container đối mặt với rủi ro chính là giá giảm do tình trạng tắc nghẽn cảng bắt đầu giảm và công suất tăng thêm từ năm 2023. Tuy nhiên, rủi ro này không quá lớn với thị trường trong nước do giá cước tăng với tốc độ thấp hơn nhiều so với thị trường quốc tế.

GMD (Khả quan, Giá mục tiêu 1 năm: 50.300 đồng/cp)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi cho rằng xuất khẩu Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ sự phục hồi kinh tế trên toàn cầu được hỗ trợ bởi: (i) các FTA mới có hiệu lực; (ii) gia tăng các dự án FDI khi chuỗi sản xuất trên toàn cầu ngày càng đa dạng hóa; và (iii) việc tiêm phòng vaccine đang được triển khai nhanh chóng. Do đó, sản lượng hàng hóa thông qua các cảng của Việt Nam dự kiến sẽ tăng 20% trong năm 2021. Sở hữu mạng lưới logistics rộng khắp cả nước, các cảng của GMD là một trong những đối tượng được hưởng lợi chính từ xu hướng ngày càng tăng này.

Trong số các khu vực cảng biển ở Việt Nam, Cái Mép sẽ tiếp tục là tâm điểm chú ý do nhu cầu dự kiến sẽ tăng nhanh hơn nguồn cung trong vài năm tới, cho phép các cảng tăng giá dịch vụ khi khu vực này đã hoạt động hết công suất. Cảng Gemalink đã chứng tỏ là một cảng mạnh trong khu vực. Chúng tôi kỳ vọng Gemalink sẽ hoạt động hết công suất từ năm thứ 2 và tạo ra lợi nhuận đáng kể cho GMD.

Triển vọng năm 2021-2022

Cảng Gemalink dự kiến sẽ mang lại lợi nhuận ngay cho GMD trong năm đầu tiên đi vào hoạt động, các cảng của GMD tại khu vực Hải Phòng đang phục hồi tốt và đã vượt kỳ vọng của chúng tôi. Gemalink và cảng Nam Đình Vũ dự kiến sẽ hoạt động hết công suất kể từ nửa cuối năm 2021, điều này sẽ thúc đẩy tăng trưởng cho GMD. Chúng tôi ước tính LNTT năm 2021 đạt 762 tỷ đồng (+49%) và LNTT năm 2022 đạt 1.063 tỷ đồng (+39%).

Trong tương lai, GMD đặt kế hoạch LNTT năm 2025 sẽ tăng gấp 3 lần so với năm 2020 (đạt 1.500 tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng bình quân 25%/năm), cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng bình quân của các công ty cảng. Kết quả tích cực này chủ yếu được hỗ trợ nhờ cảng Gemalink và 3 dự án trọng điểm bao gồm: (i) Cảng Nam Đình Vũ giai đoạn II (500.000 TEU) vào cuối năm nay; (ii) Cảng Gemalink giai đoạn II (900.000 TEU); và (iii) trung tâm logistic và ICD mới ở miền Nam.

Định giá

Định giá của chúng tôi được dựa trên P/E dự phóng 1 năm là 20x, P/B dự phóng 1 năm là 1,5x và theo phương pháp định giá DCF. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm là 50.300 đồng/cổ phiếu, và khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu GMD.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị bao gồm: (i) Gemalink không sử dụng hết công suất theo đúng tiến độ; (ii) dịch Covid-19 vượt tầm kiểm soát ảnh hưởng tiêu cực tới sản lượng xuất nhập khẩu của Việt Nam; và (iii) Mỹ có thể áp thuế bổ sung đối với hàng hóa Việt Nam khiến mức tăng trưởng sản lượng cảng biển thấp hơn.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

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
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

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

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư
tamntd@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược đầu tư
quyenlbn@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

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

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp
tuntt@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

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

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

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