

CTCP Logistics Vinalink (HSX: VNL)



(MUA; Giá mục tiêu: VND 37.800)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VNL với **giá mục tiêu điều chỉnh lên VND37.800** trên cơ sở: **(i)** hưởng lợi từ giá cước vận tải quốc tế tiếp tục duy trì ở mức cao khi dịch bệnh vẫn diễn biến phức tạp và gây gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, và **(ii)** sở hữu sức khỏe tài chính lành mạnh với khả năng tự chủ cao và hoạt động hiệu quả.

Tiêu điểm đầu tư

- **Lãi ròng 9T2021 tăng 58,63% n/n** nhờ (i) giá cước vận chuyển quốc tế tiếp tục tăng, và (ii) LN từ công ty liên kết tăng, đạt 13,58 tỷ đồng, cao hơn mức >5 tỷ đồng trong 9T2020. Biên LN gộp cải thiện từ 3,3% lên 3,8% nhờ biên LN được mở rộng đối với dịch vụ đường biển.
- **VNL sở hữu sức khỏe tài chính lành mạnh** với tính tự chủ cao về tài chính và không phát sinh bất kỳ khoản vay nào trong nhiều năm liền. DN hoạt động hiệu quả với hệ số thanh toán vòng quay tổng tài sản luôn duy trì ở mức cao.
- **Chi trả cổ tức tiền mặt cao & đều**, khoảng VND 1.500/CP, tương ứng lợi tức 6%. Chúng tôi kỳ vọng DN sẽ duy trì chính sách chi trả cổ tức này trong vòng 5 năm tới.
- **Tiếp tục hưởng lợi từ việc giá cước vận chuyển duy trì ở mức cao**, đặc biệt là cước vận tải đường biển. Các chuỗi cung ứng trên toàn cầu sẽ còn **tiếp tục đối mặt với rủi ro tắc nghẽn cho đến cuối năm sau thay vì kết thúc vào thời điểm Tết Nguyên đán 2022** như các nhận định lạc quan trước đây, theo Drewry và MSI. Đồng thời, **giá cước vận tải đường biển sẽ đi ngang, thiết lập một mặt bằng giá mới** thay vì sụt giảm mạnh như các kỳ vọng trước đó.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu** của cổ phiếu VNL **vào khoảng VND37.800** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 9,34 lần (theo EPS 2022F khoảng VND 4.048).



Ngày báo cáo	18/11/2021
Giá hiện tại	VND 31.150
Giá mục tiêu	VND 37.800
Upside	21,4%
Lợi tức	6,2%
Tổng mức sinh lời	27,6%
Vốn hóa thị trường	268 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 14.700
	VND 32.500
Khối lượng giao dịch/ngày	53.207cp
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49,00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	7,17%

	Đơn vị	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu	Tỷ đồng	900	1.202	1.381	1.257
EBIT	Tỷ đồng	23	29	50	49
LNST	Tỷ đồng	25	31	40	39
EPS	VND	2.049	2.532	4.279	4.048
Tăng trưởng EPS	%	-23%	24%	69%	-5%
P/E	Lần	11,5x	9,3x	7,2x	9,3x
P/B	Lần	1,0x	1,0x	1,1x	1,2x
ROE	%	11,9%	14,3%	23,1%	17,0%

(*): EPS giảm do lượng CP tăng thêm sau khi DN phát hành ESOP

Nguồn: MBS Research

(MUA; Giá mục tiêu: VND 37.800)

Cước vận tải đường biển vẫn duy trì ở mức cao

- **Giá cước của hầu hết loại tàu đều tăng vọt, từ tàu container, tàu chở hàng khô rời cho đến tàu chuyên dụng để chở ô tô, xe tải, theo Bloomberg.** Các nền kinh tế bắt đầu mở cửa trở lại sau thời gian đóng băng vì Covid-19, khiến nhu cầu hàng hóa và vật liệu thô tăng vọt. Mặc dù đại dịch vẫn tiếp tục gây gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, gây tắc nghẽn tại các cảng và làm chậm lịch trình của tàu, hạn chế số lượng tàu chở hàng có thể hoạt động, nhưng việc này giúp đẩy mức phí vận chuyển lên cao và gián tiếp giúp các hãng vận tải biển kiếm lời “khủng” trong những tháng gần đây.
- Theo Clarksons Research Services, thuộc tập đoàn Clarksons - hãng môi giới tàu biển lớn nhất thế giới, **ngành vận tải biển đang đạt mức lợi nhuận hàng ngày lớn nhất kể từ năm 2008.** Chỉ số cho thấy mỗi ngày các hãng tàu đang lãi gần 40.000 USD/ngày/tàu, cao gấp gần 5 lần so với thời điểm năm 2008. Giá cước vận chuyển một container 40 feet từ Trung Quốc sang châu Âu hiện là 14.219 USD, tăng hơn 527% so với một năm trước. Điều này khiến chi phí vận chuyển của mọi thứ từ đồ chơi, xe đạp cho tới cà phê đều tăng mạnh. Ngoài ra, hãng tàu container lớn nhất thế giới A.P. Moller-Maersk A/S mới đây đã nâng dự báo lợi nhuận năm 2021 tăng thêm gần 5 tỷ USD.

-> Tốc độ lưu thông hàng hóa chậm kéo theo gia tăng nhu cầu lưu kho hàng hóa, xu hướng gom chuyển hoặc tái cơ cấu nguồn cung được đẩy mạnh, bên cạnh việc các DN điều chỉnh đơn giá vận chuyển phù hợp với xu hướng tăng giá cước vận chuyển quốc tế.

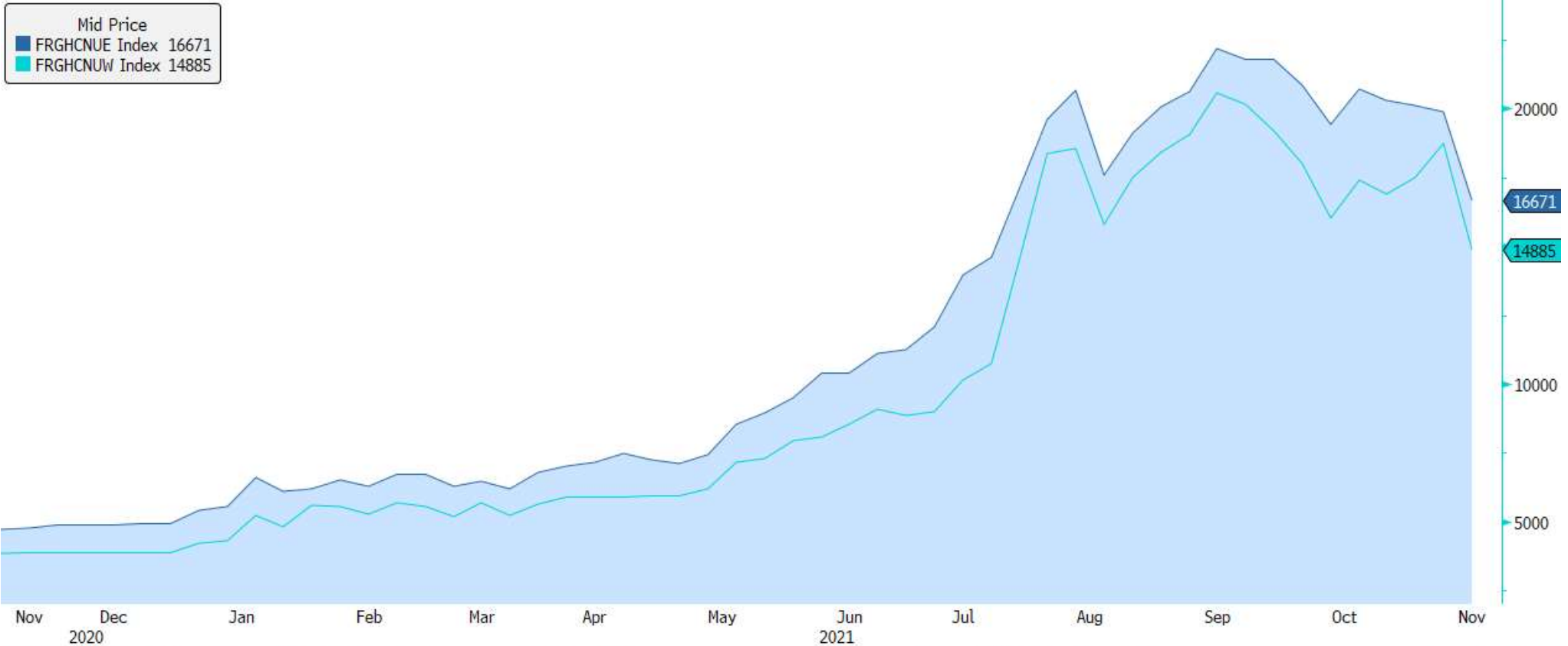
- **Trong khu vực, giá cước vận chuyển container đường biển trên các tuyến Đông Nam Á và Đông Á đi Bắc Mỹ dù tiếp tục giảm trong tuần vừa qua, tuy nhiên vẫn ở mức khá cao.** Cụ thể, tổng chi phí vận chuyển container trong tuần trên tuyến từ Đông Nam Á đi Bồ Tây Bắc Mỹ chỉ còn 14.884,95 USD – 18.730,25 USD/FEU (1 container 40 feet). Trong khi đó, tổng chi phí vận chuyển container trên tuyến từ Đông Nam Á đi Bồ Đông Bắc Mỹ cũng giảm xuống mức 16.671,22 USD – 19.895,06 USD/FEU. Trước đó, chi phí vận chuyển container từ Đông Nam Á đi Bồ Tây Bắc Mỹ đã đột ngột giảm mạnh còn 11.500 USD/FEU trong bối cảnh các hãng tàu muốn tận dụng tối đa công suất vận chuyển khi nhiều nhà máy xuất khẩu tại Trung Quốc nghỉ lễ kéo dài từ ngày 1/10 – 7/10. Nguyên nhân chủ yếu do tình trạng thiếu hụt tài xế khiến việc giải phóng hàng tại các cảng của Anh diễn ra chậm và gây tắc nghẽn trên toàn bộ các chuỗi cung ứng. **Điều này sẽ khiến thời gian quay vòng container rộng trên các tuyến từ Châu Á đến Anh nói riêng và các tuyến vận chuyển khác bị kéo dài.**



CTCP Logistics Vinalink (HSX: VNL)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 37.800)

Tổng chi phí vận chuyển container từ Đông Nam Á đi Bồ Đông và Tây Bắc Mỹ tính đến 18/11 đã rơi xuống lần lượt là 16.671 USD/FEU và 14.885 USD/FEU (1 container 40 feet) nhưng vẫn ở trong vùng giá khá cao.



FRGHCNUE Index (Freightos Index - China to US East Coast) Weekly 14NOV2020-14NO

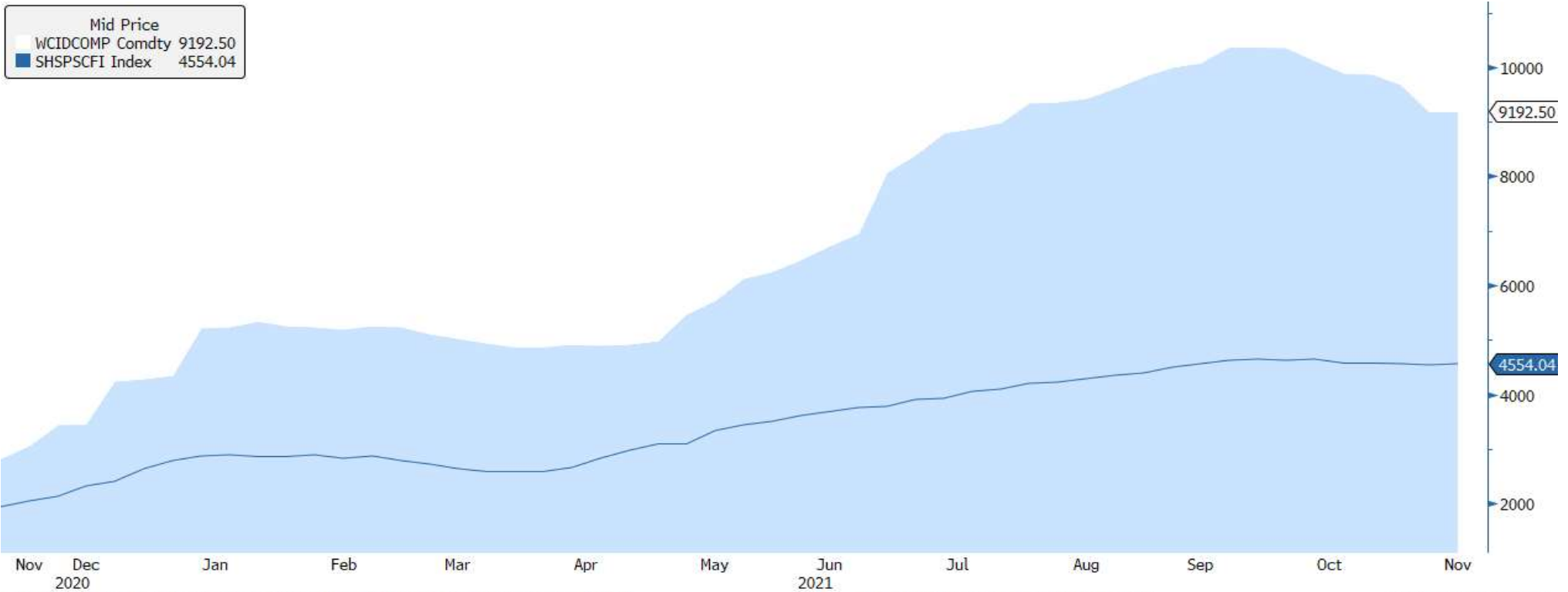
Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

18-Nov-2021 08:30:49

(Nguồn: Bloomberg)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 37.800)

Theo dữ liệu từ Sea-Intelligence, nhà cung cấp dịch vụ nghiên cứu và phân tích, dịch vụ dữ liệu và dịch vụ tư vấn trong chuỗi cung ứng toàn cầu, thời gian chậm trễ trung bình đối với các chuyến tàu chở hàng tiếp tục kéo dài, lên hơn 7,5 ngày trong quý 3. Chi phí vận chuyển một container hàng hóa qua Thái Bình Dương theo đó cũng đã tăng lên hơn 3.000 USD trong quý vừa rồi. Tính đến ngày 18/11/2021, chỉ số giá cước vận tải container toàn cầu Drewry World Container hiện đang ở mức 9.192,5 USD (+261% n/n) và được dự báo sẽ đi ngang nhưng vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao sang nửa đầu năm 2022.



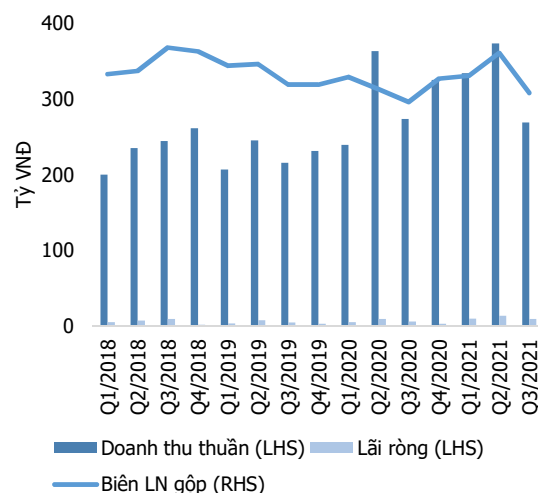
WCIDCOMP Index (WCI Composite Container Freight Benchmark Rate per 40 Foot Box)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 37.800)

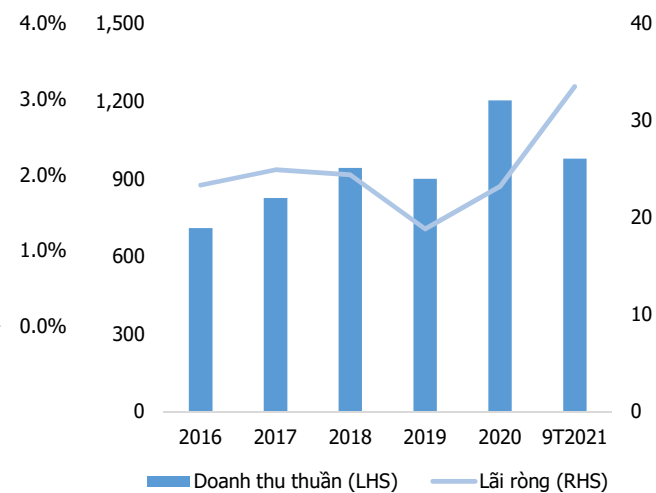
VNL ghi nhận KQKD cực kỳ khả quan nhờ hưởng lợi từ giá cước vận tải, cùng với một sức khỏe tài chính lành mạnh

- **Lãi ròng 9T2021 tăng mạnh 58,63% n/n** trong khi doanh thu chỉ tăng 11,4% nhờ (i) giá cước vận chuyển quốc tế tiếp tục tăng, và (ii) LN từ công ty liên kết tăng, đạt 13,58 tỷ đồng, cao hơn mức >5 tỷ đồng trong 9T2020. Biên LN gộp cải thiện từ 3,3% lên 3,8% nhờ biên LN được mở rộng đối với dịch vụ đường biển.
- **Biên LN cải thiện dần từ năm 2019 và tiếp tục tăng mạnh trong 9 tháng đầu năm** nhờ hưởng lợi từ giá cước vận chuyển hàng không & đường biển tăng do dịch Covid-19.
- **Tự chủ cao về tài chính.** DN không phát sinh vay nợ trong nhiều năm liền. Hệ số thanh toán duy trì ở mức cao so với nhiều doanh nghiệp cùng ngành. Với đặc thù là DN dịch vụ, VNL không ghi nhận giá trị hàng tồn kho, do đó hệ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh là như nhau.
- **DN duy trì trả cổ tức tiền mặt cao** với VND1.500/CP, tương ứng lợi tức khoảng 6%.

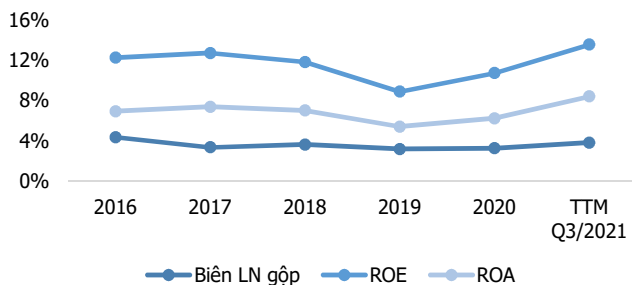
KQKD theo quý



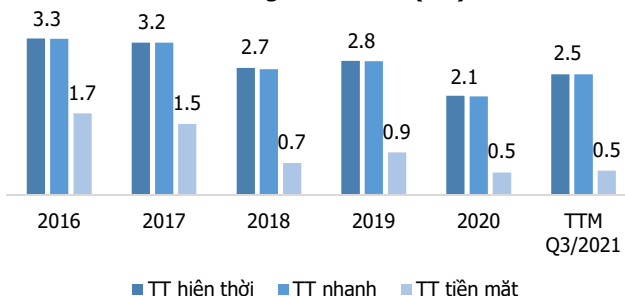
KQKD theo năm (tỷ VND)



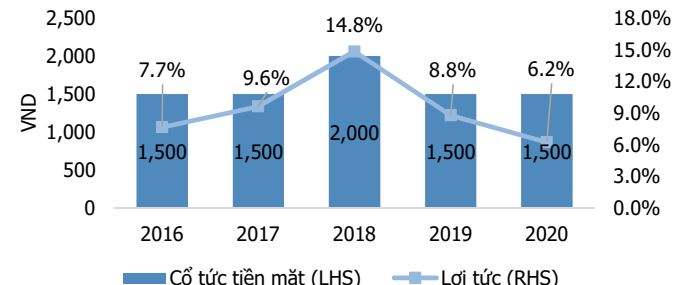
Khả năng sinh lợi



Khả năng thanh toán (lần)



Cổ tức tiền mặt



(Nguồn: VNL)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 37.800)**Mô hình dự phóng**

Năm 2021, chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu và lợi nhuận của VNL tăng tương ứng 14,6% và 66% so với báo cáo trước đó trên cơ sở chính đến từ việc dịch vụ vận tải đường biển tăng trưởng mạnh mẽ (+123,8% n/n doanh thu) nhờ giá cước vận chuyển quốc tế qua đường biển tăng mạnh thời gian qua và vẫn đang duy trì ở mức cao trong khi các hoạt động khác bị ảnh hưởng do diễn biến phức tạp của dịch Covid-19. Cụ thể, **doanh thu và LNST 2021F của VNL ước tính thay đổi lần lượt +14,9% và +73% n/n, trong khi đó biên LN gộp được cải thiện từ 3,3% lên 4,0%.**

Năm 2022, chúng tôi cho rằng doanh thu và lợi nhuận sẽ giảm khá so với dự phóng của năm 2021 trong bối cảnh dịch Covid-19 được kiểm soát trên thế giới, chuỗi cung ứng bước đầu khôi phục khiến giá cước vận tải quốc tế chững lại và đi ngang, mặc dù vẫn ở mức cao hơn so với trước khi dịch Covid-19 bùng phát. **Theo đó, doanh thu ước tính giảm 9,0% n/n trong khi lãi ròng giảm 3,1% n/n. Biên LN gộp ước giữ nguyên ở mức 4,0%.**

Trong giai đoạn tiếp theo từ 2023 - 2025, DN sẽ ghi nhận mức tăng trưởng bình quân năm với doanh thu khoảng 12,1% và lãi ròng khoảng 10,71% khi các hoạt động kinh doanh chính quay trở lại quỹ đạo, đặc biệt dịch vụ hàng không.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu VNL vào khoảng VND37.800** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 9,34 lần (theo EPS 2022F khoảng VND 4.048).

WACC áp dụng đối với DN ở mức 13,3% và tốc độ tăng trưởng dài hạn giả định 1%.

Các mảng doanh thu	9T2020	9T2021	Tăng trưởng (%)	2020	2021F	Tăng trưởng (%)	Ghi chú
Hồ Chí Minh							
Dịch vụ hàng không	264	244	-7,8%	352	339	-3,5%	Chưa khai thác được tối đa các chuyến bay chờ hàng do diễn biến dịch bệnh còn phức tạp
Dịch vụ đường biển	123	291	136%	179	402	123,8%	Cước vận chuyển quốc tế qua đường biển tăng mạnh
Logistics	81	78	-3,3%	120	119	-0,7%	Bị ảnh hưởng khi dịch bùng phát mạnh, giãn cách xã hội được triển khai trên diện rộng trong quý 3
Hà Nội	356	306	-14,1%	481	442	-8,1%	Bị ảnh hưởng khi dịch bùng phát mạnh, giãn cách xã hội được triển khai trên diện rộng trong quý 3
Hải Phòng	36	41	14%	51	58	12,8%	HĐKD diễn ra bình thường khi dịch không xảy ra nghiêm trọng
Đà Nẵng	7	16	138,5%	10	22	130,4%	HĐKD diễn ra bình thường khi dịch không xảy ra nghiêm trọng
Quy Nhơn	-	-	-	-	-	-	Dừng hoạt động từ 1/4/2021 – 31/3/2022
Campuchia	9	-	-	10	-	-	Giải thể từ 11/2020

(Nguồn: VNL, MBS Research)

Liên hệ Khối Nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Đình Việt Long

Email: Long.dinhviet@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ -15% đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Quận Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 - Fax: + 84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Hotline: **+84 24 3755 6688**