



Company Report: CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH)

Research Department

19/02/2025

Công suất tiếp tục mở rộng

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- HAH liên tục nâng cấp công suất đội tàu lên đến 26,500 TEU (+50.03% YoY) và giữ vững thị phần hàng đầu (30%) của ngành vận tải Container, giúp đóng góp tăng trưởng lớn cho doanh thu mảng khai thác tàu trong bối cảnh tăng trưởng của ngành vận tải biển 2025. Doanh thu và lợi nhuận năm 2025F ước tính tăng lần lượt +16.8%/+14.1%.
- HAH hưởng lợi nhờ xu hướng cho thuê tàu định hạn tăng cao trong bối cảnh nguồn cung tàu không tăng nhiều so với năm 2024. Trong bối cảnh tỷ giá tiếp tục neo cao, HAH sẽ được kí và tái kí thêm nhiều hợp đồng với giá cước cho thuê tốt và kì vọng sẽ đóng góp đột phá về doanh thu cho mảng này của công ty với gần 1,300 tỷ đồng (+40.3% YoY).
- Triển vọng dài hạn từ việc mở rộng tuyến vận tải Nội Á trong bối cảnh dịch chuyển chuỗi cung ứng trước khả năng diễn ra chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, cũng như lợi thế từ tận dụng năng lực của ông lớn ngành vận tải trong liên doanh Zim – Hải An.

KHUYẾN NGHỊ

Kết quả định giá đưa ra giá cổ phiếu HAH ở mức 61,500 đồng/cổ phiếu. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HAH với tỷ suất sinh lợi mục tiêu **16.7%** so với giá hiện tại.

Khuyến nghị:

Mua
(+16.7%)

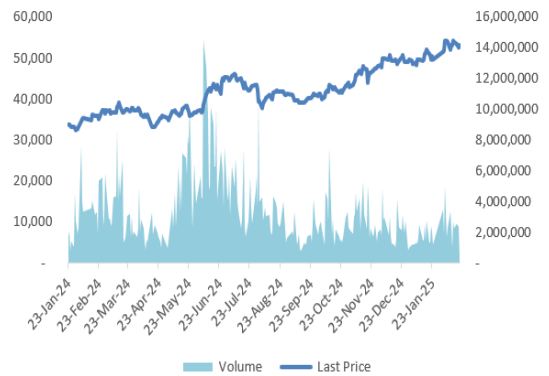
6-18m TP:

VND61,500

Giá cp hiện tại:

VND52,700

Diễn biến giá cp



Thay đổi giá cp	1 M	3 M	1Y
Thay đổi giá %	3.3%	15.9%	49.8%
SS với VN index	6.4%	20.9%	55.0%
Giá tb (VND)	52,533	50,283	42,565

Nguồn: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

SL cp lưu hành (triệu)	121.34	Cổ đông lớn (%)	Đầu tư Vận tải Hải Hà 17%
Vốn hóa TT. (VND b)	6,443.32	Free float (%)	75%
Giá trung bình KL 3 tháng ('000)	2,173.7	EPS (VND)	5,372
Giá cao/thấp nhất 52w (VND)	32260 / 55000	NPM (%)	16.3

Nguồn: the Company, Guotai Junan (VN).

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

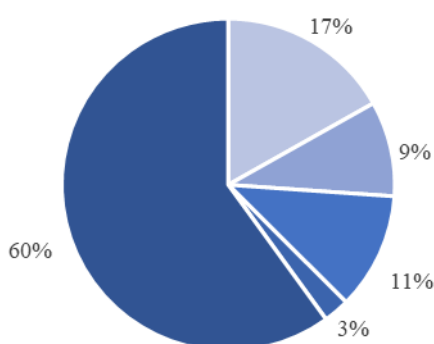
Giới thiệu

Công ty cổ phần Vận tải và xếp dỡ Hải An (HAH) được thành lập năm 2009, là công ty điều hành cảng Hải An tại Hải Phòng với mạng lưới logistic đã từng bước được mở rộng với 3 nhánh chính: Vận tải, khai thác cảng và Depot & Logistics. Công ty đặt mục tiêu sở hữu một mạng lưới logistics tích hợp hoàn chỉnh tại Việt Nam. Hiện tại, Hải An chủ yếu hiện diện ở miền Bắc, với cảng Hải An ở Hải Phòng và Depot PAN - HAIAN ở khu vực Đình Vũ ở Hải Phòng. Mục tiêu những năm tới là mở rộng mạng lưới logistics ở miền Trung và miền Nam.

Chiến lược kinh doanh

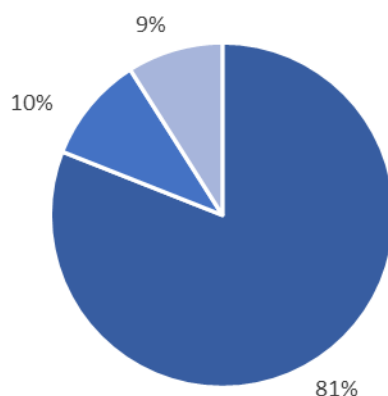
- Cung cấp chuỗi giá trị hoàn chỉnh của ngành với đủ các dịch vụ vận tải, khai thác cảng biển và cảng Depot.
- Đẩy mạnh cho thuê tàu định hạn với giá cao trong các thời điểm thiếu hụt nguồn cung tàu thế giới
- Mở rộng thị phần vận tải tại các tuyến Nội Á

Cơ cấu cổ đông (6/1/2025)



- CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà
- CTCP Đầu tư Sao Á D.C
- CTCP Quản lý Quỹ Leadvisors
- CTCP Container Việt Nam
- Khác

Cơ cấu doanh thu 2024



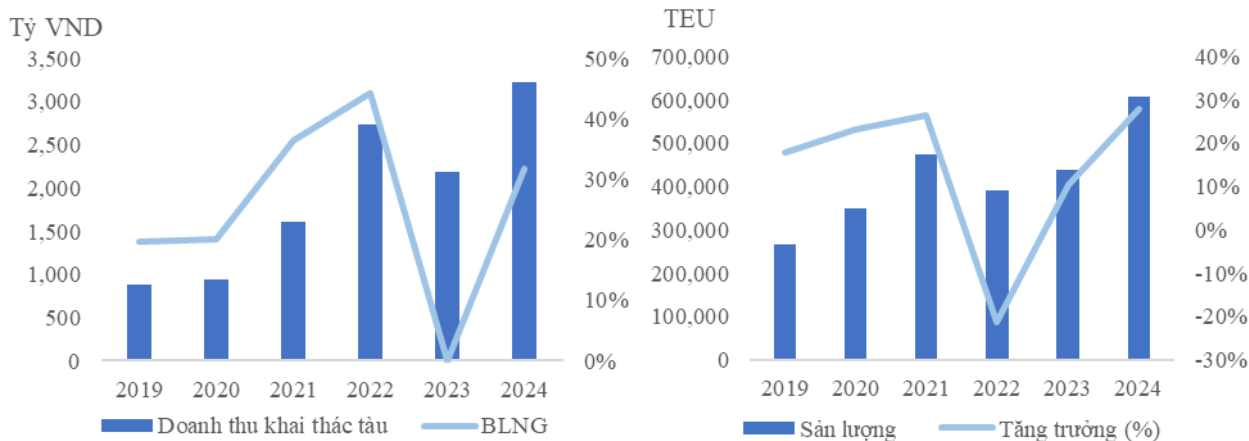
- Khai thác cảng
- Khai thác tàu
- Dịch vụ khác

Nguồn: HAH, GTJASVN RS

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Hoạt động khai thác tàu

Doanh thu và sản lượng của mảng khai thác tàu



Nguồn: HAH, GTJASVN RS

Hoạt động khai thác tàu của HAH bao gồm: (1) tự khai thác và (2) cho thuê định hạn, trong đó:

1.1 Tự khai thác

HAH tự vận hành 2 tuyến tàu chính là: chuyển từ cảng Hải Phòng đến các tuyến nội địa khác tại cảng miền Trung và cảng miền Nam và các tuyến Nội Á từ Hải Phòng đến cảng của các quốc gia khác.

Tuyến nội địa: Hải Phòng – Nghi Sơn – Chân Mây – Đà Nẵng – Quy Nhơn – Cái Mép – TP. HCM với tần suất khoảng 4 chuyến/ tuần. Trong đó, tuyến hoạt động chính của HAH là tuyến đi qua hai cảng Hải Phòng – Tp. Hồ Chí Minh. Ngoài ra, vào cuối năm 2022, HAH trở thành doanh nghiệp nội địa đầu tiên khai thác vận tải biển tại cảng Chân Mây (Thừa Thiên Huế). Sản lượng khai thác trong thị trường nội địa tuyến này đạt 306 nghìn TEU (chiếm 78% tổng sản lượng tự khai thác tính đến năm 2023 của HAH). Hoạt động vận tải biển nội địa của HAH ổn định nhờ có đội tàu sức chở lớn và nguồn hàng từ các khách hàng quen thuộc.

Tuyến nội Á: Hiện tại HAH đang khai thác dịch vụ vận tải biển đến các cảng tại Trung Quốc và Singapore với tần suất 4-5 chuyến/tuần. Ngoài ra, các tuyến đến Port Kelang (Malaysia) và Kattupalli (Ấn Độ) sẽ chỉ được khai thác 2 ngày/tuần do mới được đưa vào khai thác. Tổng công suất ước tính tuyến Nội Á của HAH khoảng 100.000 TEU, chiếm thị phần khá nhỏ so với tổng công suất của các tuyến nội Á khoảng 2.9 triệu TEU do chưa thể cạnh tranh với các hãng lớn.

1.2 Cho thuê tàu định hạn

Tận dụng việc giá cước vận tải neo cao trong giai đoạn 2021-2022, HAH đẩy mạnh kí kết các hợp đồng cho thuê tàu trong dài hạn với 4 tàu ở mức công suất trên 1,700 TEU (chiếm 46% công suất trong 2022) ra ngoài thị trường quốc tế. Tính đến ngày 21/1/2025, mức giá cho thuê tàu trung bình toàn ngành hiện cho tàu cỡ 1,100 TEU là 14.500 USD/ngày và tàu 1,700 TEU là 22,750 USD/ngày. Ngoại trừ hợp đồng cho thuê tàu với mức giá cao là Anbien Bay 40,520 USD/ngày (đến T12/2024) thì các tàu cỡ 1,700 TEU còn lại được cho thuê với mức giá **cao hơn trung bình ngành 5-10%**. Mặc dù giá cho thuê tàu rơi vào mức thấp so với giai đoạn 2021-2022, chúng tôi cho rằng HAH sẽ tiếp tục duy trì hoạt động cho thuê tàu định hạn, đặc biệt là trong bối cảnh dư cung vận tải hàng hóa của toàn ngành để đảm bảo không gây áp lực lên giá cước vận tải nội địa của hoạt động khai thác và vẫn đem về 1 nguồn thu ổn định khi nhu cầu về vận tải hàng quốc tế sẽ có triển vọng phục hồi sớm, do Hoa Kỳ, EU,... bắt đầu chu kỳ tiền tệ nói lỏng dẫn đến thúc đẩy tiêu dùng trong đó (Hoa Kỳ đóng góp gần 30% kim ngạch).

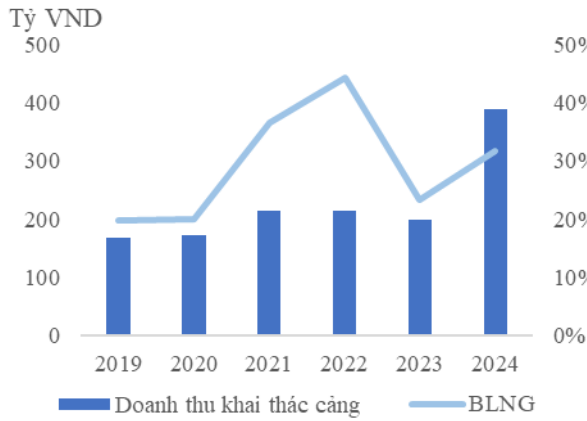
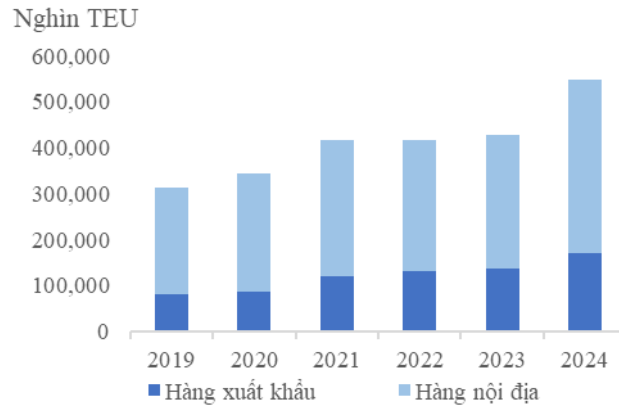
Các hợp đồng cho thuê tàu định hạn của HAH

Tên tàu	Sức chở (TEU)	Thời hạn thuê	Giá cho thuê theo ngày
HAIAN MIND	1794	27/3/2024-27/9/2024	19,000 USD
HAIAN VIEW	1577	9/4/2024-9/10/2024	13,400 USD
HAIAN WEST	1740	18/5/2024-31/12/2024	14,750 USD
HAIAN EAST	1702	6/2024-2/2025	18,000 USD
ANBIEN BAY	1708	9/6/2022-9/12/2024	40,520 USD
ANBIEN SKY	1781	06/2024-01/2025	15,950 USD
HAIAN OPUS	1781	07/2024-07/2026	24,000 USD
HAIAN GAMA (dự kiến)	3500	12/2024-11/2026	31,000 USD

Nguồn: HAH, GTJASVN RS

2. Hoạt động khai thác cảng

Cảng Hải An là cảng tổng hợp có thể đón tàu container có sức chở đến 1,800 TEU. Mỗi năm hàng hóa qua cảng Hải An đạt hơn 400,000 TEU. Hiện nay, trong khu vực Hải Phòng đang có tương đối nhiều cầu cảng của các công ty kinh doanh khai thác cảng bao gồm cảng Hải Phòng, cảng Đoạn Xá, cảng, cảng Transvina, cảng Greenport, cảng Hải An,... Tuy chỉ chiếm thị phần nhỏ và vị trí địa lí không thuận lợi kể từ giai giữa năm 2018 khi cầu Bạch Đằng được xây dựng xong làm hạn chế luồng vào cảng và giảm khả năng đón các tàu có trọng tải lớn, HAH vẫn hoạt động vượt kế hoạch ở mảng khai thác cảng nhờ vào sự tăng trưởng của hoạt động vận tải biển. Do đó, chúng tôi cho rằng mặc dù Hải An sẽ khó có thể tạo ra sự đột phá trong việc khai thác công suất cảng, nhưng sẽ duy trì việc đem lại nguồn thu ổn định ở mảng này đặc biệt là trong giai đoạn HAH có kế hoạch mở rộng nhiều hơn các tuyến Nội Á.

Doanh thu mảng khai thác cảng**Sản lượng hàng container qua cảng Hải An**

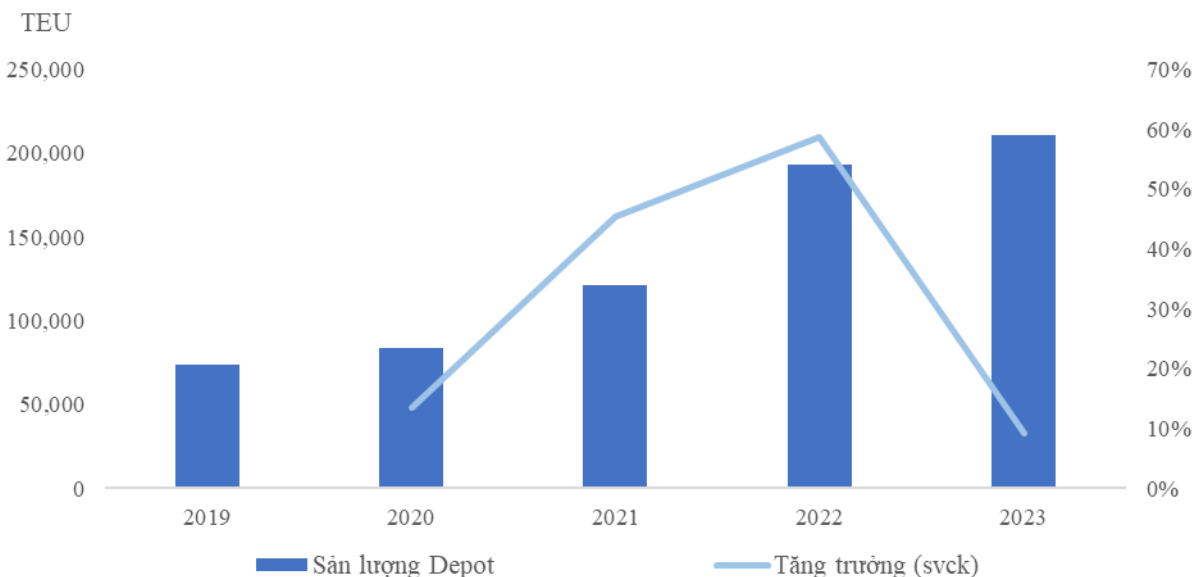
Nguồn: HAH, GTJASVN RS

3. Hoạt động kinh doanh khác**3.1 Dịch vụ khai thác cảng Depot**

Trong giai đoạn 2019-2021 do việc hoạt động cạnh tranh gay gắt giữa các cụm cảng tại Hải Phòng và trong bối cảnh dịch bệnh kéo dài làm suy giảm thương mại trên toàn cầu nên công suất hoạt động của depot Hải An chỉ khai thác được 60% so với kế hoạch đề ra (công suất của Depot Pan Hải An là 400,000 TEU/năm), tuy nhiên chúng tôi cho rằng với việc trong thời gian từ 2021-2023, cảng Hải An đã vượt công suất thiết kế (350,000 TEU/năm) và đặc biệt trong bối cảnh Hải An đã mua thêm 4 tàu mới trong năm 2024, doanh nghiệp sẽ phải mở rộng năng lực khai thác cảng depot Hải An với mục đích hoàn thiện chuỗi giá trị logistics và cắt giảm chi phí lưu trữ kho bãi hàng hóa tại các bên thứ 3 tại cảng Nam Đình Vũ và PTSC Đình Vũ. Ngoài ra mục tiêu của Ban lãnh đạo trong 2024-2025 cũng là khai thác đạt tối đa công suất thiết kế tại cảng depot Hải An.

3.2 Các dịch vụ liên quan đến tiếp vận vận tải khác

Ngoài việc là đơn vị thành viên của Công ty CP Vận tải và Xếp dỡ Hải An, chuyên cung cấp các dịch vụ logistics: vận tải đa phương thức hàng nội địa, kho CFS và phân phối hàng hóa; HAH còn trở thành đại lý hãng tàu nội địa và các quốc tế lớn như CosCo Shipping (Canada), Maersk (Đan Mạch), Cosco Shipping (Canada), Pendulum Express Lines (Singapore), SM Lines Corporation (Hàn Quốc),... giúp mở rộng nhiều hơn các tuyến vận tải biển từ cảng Hải Phòng đến các khu vực trên. Chúng tôi cho rằng, nó sẽ giúp HAH linh hoạt và giảm thiểu thời gian trong việc xếp dỡ hàng hóa tại đường bộ và đường biển.

Sản lượng của cảng Depot Pan Hải An

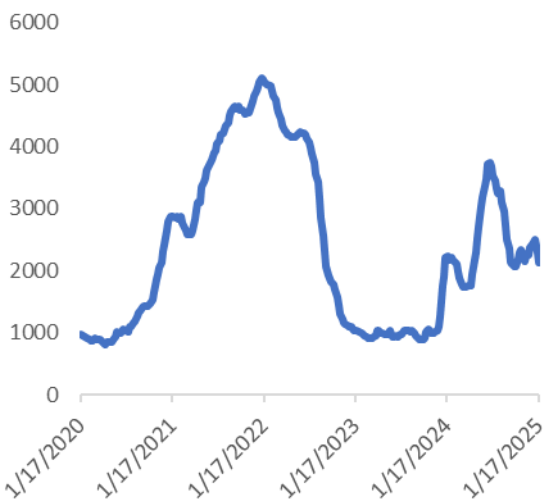
Nguồn: HAH, GTJASVN RS

TRIỂN VỌNG NGÀNH VẬN TẢI BIỂN VIỆT NAM 2025

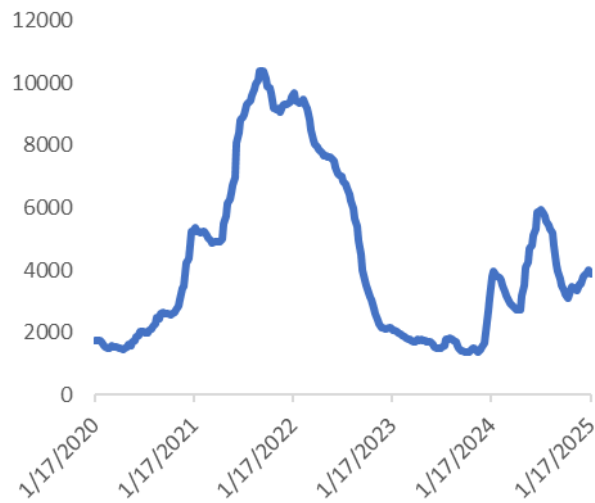
1. Giá cước vận tải biển và giá cước cho thuê tàu kì vọng sẽ duy trì ổn định và tăng nhẹ trong năm 2025.

Trong năm 2024, tác động của chiến tranh Biển Đỏ vẫn chưa được giải quyết đã khiến nhiều hãng vận tải Container lớn đã phải thay đổi hải trình đi vòng qua Mũi Hảo Vọng và dừng tại cảng Singapore – Cảng Container lớn thứ 2 trên thế giới để làm trạm trung chuyển chính cho các tuyến tàu khác. Lượng hàng hóa lớn bị dồn về Singapore khiến cảng này bị tắc nghẽn, các kho bãi bị chiếm dụng, việc lưu kho, bảo quản hàng hóa bị kéo dài và các vỏ container vận chuyển bị thiếu hụt trầm trọng, giảm khoảng 7% nguồn cung toàn cầu. Bên cạnh đó, việc khách hàng Trung Quốc đang tăng cường giữ container và tích trữ hàng hóa trước khi tổng thống Trump áp mức thuế 10% cho mọi mặt hàng nhập khẩu từ Trung Quốc khiến nhu cầu container rỗng tại Trung Quốc tăng cao. Hơn nữa, xuất khẩu của Trung Quốc sẽ chịu ảnh hưởng đáng kể và có thể sẽ đẩy nhanh quá trình dịch chuyển chuỗi cung ứng khỏi quốc gia này, điều này dẫn đến việc vận chuyển nhiều linh kiện hàng hóa tại nhiều khu vực khác nhau với quãng đường vận chuyển dài hơn. Những sự kiện trên đều dẫn đến việc các hãng vận tải lớn đều phải nâng giá cước lên cao. Tính đến T1/2025, chỉ số giá cước vận tải từ Trung Quốc SCFI đã tăng lên 2505.17 USD/TEU (+32.08% YoY).

Chỉ số giá cước container SCFI (USD/TEU)



Chỉ số giá cước World Container (USD/40ft)



Nguồn: Bloomberg, GTJASVN RS

2. Sản lượng XNK hàng hóa được thúc đẩy từ dòng vốn FDI và dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu.

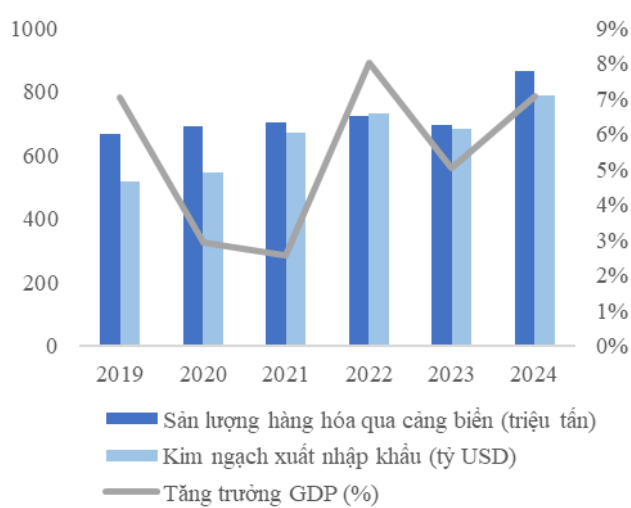
Sản lượng hàng hóa thông cảng tăng mạnh nhờ thị trường thương mại toàn cầu sôi động trở lại. Sản lượng hàng container thông qua cảng biển Việt Nam năm 2024 tăng trưởng mạnh 21% YoY (ước đạt 29,9 triệu TEU) nhờ kim ngạch xuất nhập khẩu hồi phục. Kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam trong cả năm 2024 đạt 786,3 tỷ USD (+15.4% YoY) do (1) các thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam là Mỹ, EU và Trung Quốc đã hồi phục mạnh mẽ và (2) sự bứt phá trong xuất khẩu của các ngành hàng chủ lực như điện thoại, linh kiện, dệt may và (3) dòng vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục đạt đỉnh nhờ vào xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng, đặc biệt trước bối cảnh chiến tranh thương mại Mỹ - Trung có thể diễn ra trong năm 2025. Ngoài ra với việc Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam đang thể hiện tích cực trong niềm tin người tiêu dùng lên khoảng 115 điểm và giá trị hàng tồn kho của các doanh nghiệp tại Mỹ cũng thể hiện xu hướng tăng cao.

Chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn, nguồn cung tàu nội địa đã giảm xuống và sản lượng hàng hóa container thông qua cảng biển đang tăng lên sẽ là yếu tố giúp **giá cước vận tải biển trong nước được duy trì và tăng nhẹ vào năm 2025**. Trong dài hạn, với việc (1) ký kết các hiệp định FTA cũng như mở rộng ký kết các hợp đồng thương mại với các quốc gia tại Trung Đông, Na Uy và Phần Lan và (2) chính sách thu hút FDI hấp dẫn từ ưu đãi thuế, cơ sở hạ tầng, nguồn nhân công giá rẻ và sự ổn định về mặt địa chính trị sẽ là những động lực tăng trưởng dài hạn cho ngành Logistic và Cảng biển tại Việt Nam.

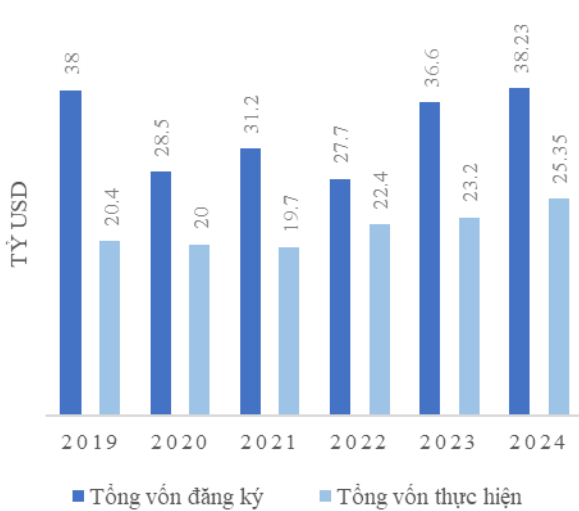
Sản lượng hàng container qua cảng biển



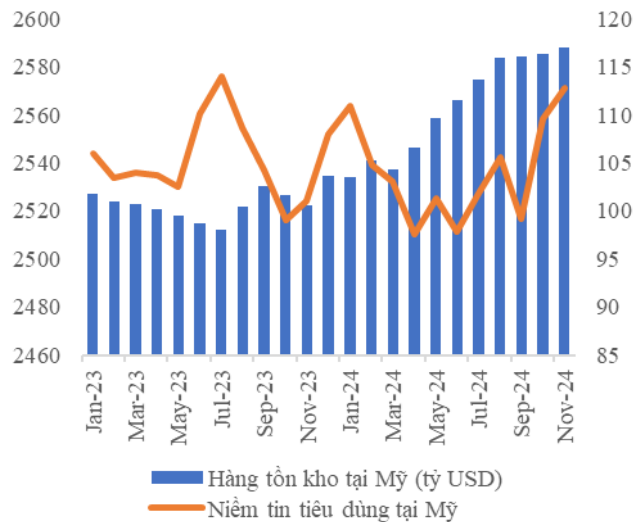
Kim ngạch XNK tại Việt Nam



Dòng vốn FDI tiếp tục gia tăng



Tín hiệu tích cực từ nhập khẩu tại Mỹ



Nguồn: Cục Hàng Hải, GSO, GTJASVN RS

Nguồn: Bloomberg, GSO

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu lập đỉnh kỷ lục trong thời điểm thuận lợi của ngành vận tải biển.

Doanh thu thuần của HAH năm 2024 tăng trưởng mạnh (+52.8% YoY) đạt gần 4,000 tỷ VND chủ yếu đến từ mảng khai thác tàu khi vận hành thêm 4 tàu mới có công suất lớn là HaiAn Alfa, Beta, Opus, Gama trong năm 2024 khi sản lượng và giá cước tàu nội địa đều tăng cao.

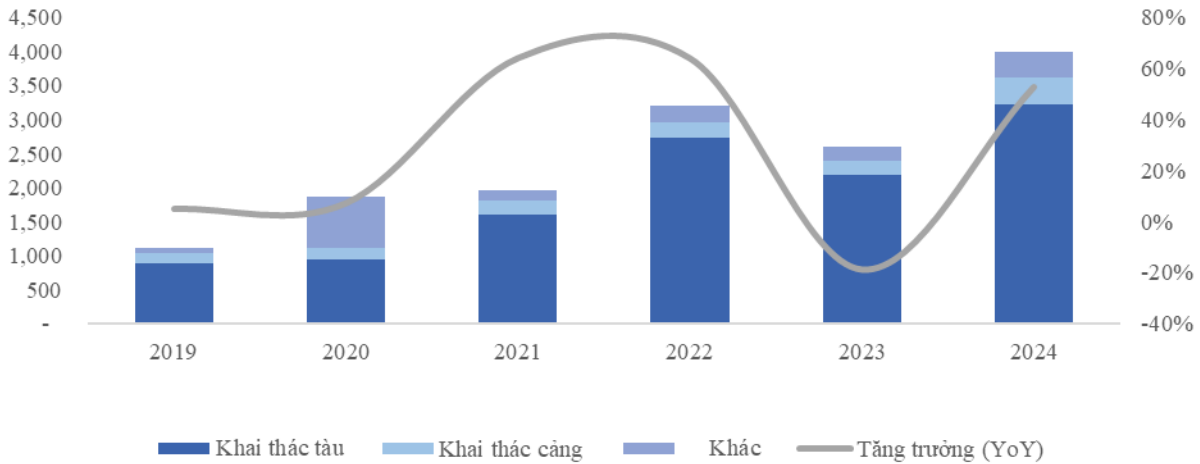
Doanh thu từ hoạt động tự khai thác tàu ước đạt 2,307 tỷ VND (+46.3% YoY) do giá cước vận tải nội địa tăng nhẹ từ (1) ảnh hưởng bởi các sự kiện địa chính trị và (2) mức nền thấp từ năm 2023 trong bối cảnh nhu cầu vận tải thấp dư thừa nguồn cung khi các tàu cho thuê kết thúc hợp đồng quay trở lại trong nước. Giá cước bình quân hoạt động tự khai thác của HAH năm 2023 ước đạt 3.81 triệu VND/TEU (+5.64% YoY).

Doanh thu từ hoạt động cho thuê tàu: ước đạt 920.3 tỷ VND (+48.9% YoY) do giá cước thị trường cho thuê định hạn tăng mạnh. Cụ thể, công suất bình quân đội tàu cho thuê của HAH năm 2024 đạt 15,688 TEU (+124.1% YoY), đồng thời giá cước hợp đồng cho thuê cũng đều được tăng kị ở mức giá cao trong bối cảnh tắc nghẽn cảng Singapore dẫn đến thiếu hụt 1 lượng lớn tàu container trên toàn thế giới.

Doanh thu từ hoạt động khai thác cảng ước đạt khoảng 387.6 tỷ VND (+94.5% YoY), thể hiện kết quả ấn tượng khi từ năm 2021 công suất khai thác thực tế luôn vượt công suất thiết kế (350,000 TEU). Trong năm 2024, HAH tiếp tục đạt sản lượng khai thác cao nhất đạt khoảng 549,000 TEU (+28.6% YoY) nhờ nguồn hàng dồi dào xếp dỡ từ đội tàu của doanh nghiệp.

Cơ cấu doanh thu của HAH 2019-2024

Tỷ VND

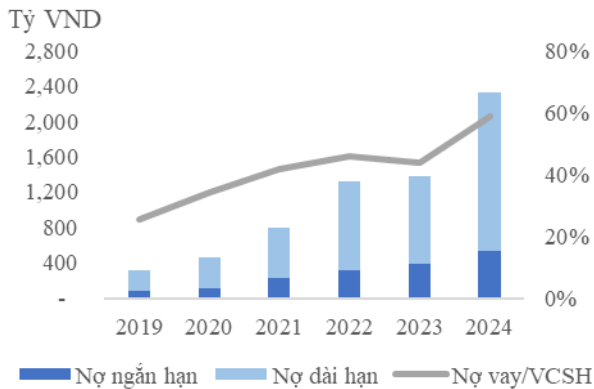


Nguồn: HAH, GTJASVN RS

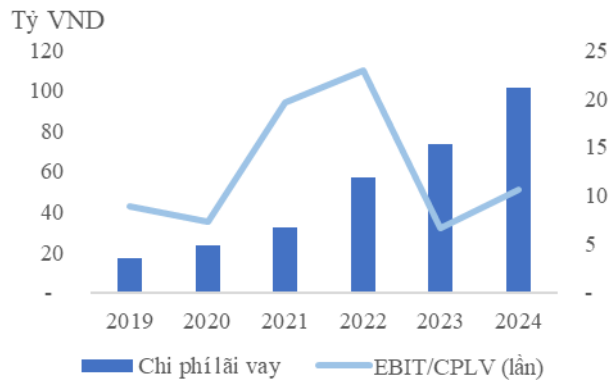
2. Tỷ lệ đòn bẩy tăng cao khi mở rộng phục vụ cho kế hoạch nâng cấp và mở rộng đội tàu.

Tính đến hết năm 2024, tổng nợ vay của HAH đạt mức 2,330 tỷ đồng tăng (+68.13% YoY), khiến tỷ lệ D/E tăng mạnh lên gần 60% tổng nguồn vốn. Điều này nhằm phục vụ cho kế hoạch mở rộng liên tục với công suất lớn cho đội tàu của HAH và đã đem lại hiệu quả từ việc mở rộng này với doanh thu kỷ lục của doanh nghiệp. Các khoản vay chủ yếu là vay dài hạn từ ngân hàng, trong 2024 khoản nợ vay dài hạn của doanh nghiệp tăng mạnh lên gần 1,800 tỷ VND (+81.2% YoY), trong đó bao gồm gần 500 tỷ đồng các khoản trái phiếu chuyển đổi trong vòng 5 năm được thế chấp bởi các tàu mới đóng. Việc mở rộng đội tàu cũng đã khiến chi phí lãi vay neo ở mức cao, nhưng tỷ lệ bao phủ chi phí lãi vay cũng duy trì xu hướng tăng đảm bảo khả năng trả nợ của doanh nghiệp, đặc biệt trong tương lai khi doanh nghiệp mở rộng thêm đội tàu theo chiến lược của doanh nghiệp và tiếp tục chiếm lĩnh thị phần vận tải nội địa và cho thuê tàu định hạn ở các thị trường quốc tế.

Tỷ lệ nợ vay/VCSH của HAH



Khả năng chi trả lãi vay của HAH



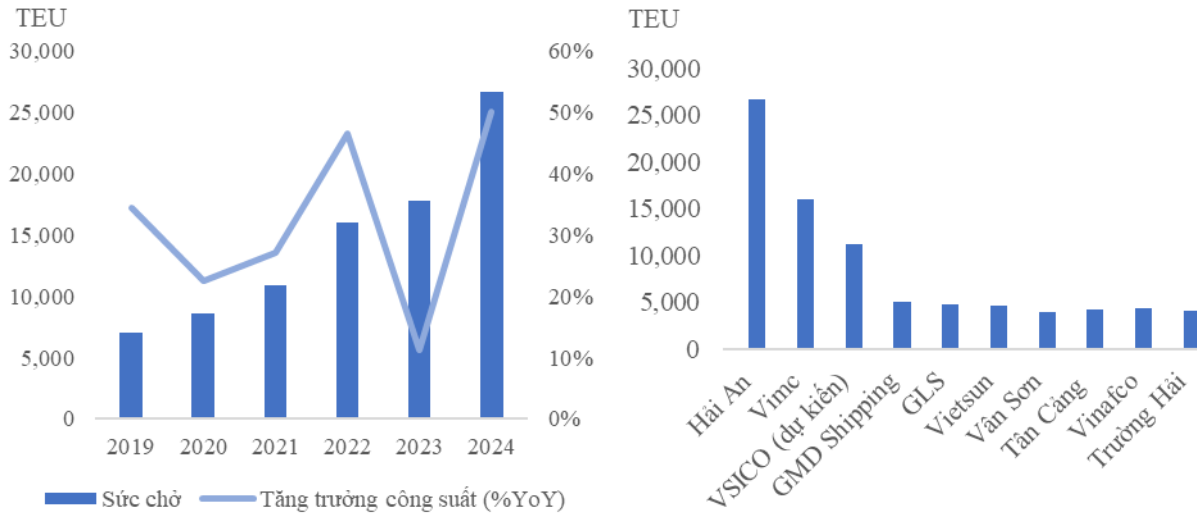
Nguồn: HAH, GTJASVN RS

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Liên tục mở rộng đội tàu giữ vững vị thế “anh cả” ngành vận tải

Tính đến T12/2024, Hài An đã thực hiện việc trẻ hóa và nâng cao công suất đội tàu của doanh nghiệp lên 16 chiếc trong đó với 3 tàu cỡ 1,800 TEU và 1 tàu cỡ 3,500 TEU (loại Panamax) giúp nâng tổng công suất lên hơn 26,500 TEU (+50.03% YoY) với trung bình kích thước các tàu khoảng 1,664 TEU cao gấp đôi so với trung bình các đối thủ cùng ngành. Kích thước lớn hơn mang lại cho HAH những lợi thế như 1) được ưu tiên hơn các đối thủ khác trong việc cung cấp dịch vụ trung chuyển cho các MLO và 2) giá thuê cao hơn cho các tàu cỡ lớn và 3) lịch trình vận chuyển ổn định hơn do các tàu cỡ lớn hoạt động hiệu quả hơn các tàu cỡ nhỏ tàu trong điều kiện thời tiết xấu.

Sức chở đội tàu và sản lượng khai thác tàu của HAH



Nguồn: HAH, GTJASVN RS

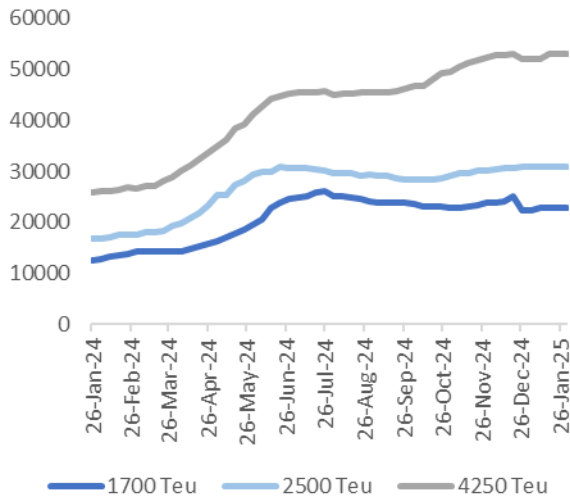
Với việc tiếp tục nâng cấp đội tàu và giữ vững thị phần đứng đầu ngành vận tải biển Việt Nam (30%), chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng khai thác tàu của HAH tuy sẽ không cải thiện đáng kể như năm 2024 nhưng vẫn sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong năm 2025 do (1) các nhà bán lẻ và nhà sản xuất tại Mỹ dịch chuyển chuỗi cung ứng hàng hóa sang Việt Nam trong bối cảnh Trung Quốc bị áp thuế thêm 10% cho mọi hàng hóa và (2) Nguồn hàng container gia tăng thêm khi chuyển dịch hàng hóa tại các khu vực cảng nước sâu ở CMTV khi các hãng tàu đa dạng hóa tuyến dịch vụ nhằm tránh việc tắc nghẽn hàng hóa tại cảng Singapore và Thượng Hải. Chúng tôi dự phóng sản lượng của mảng khai thác tàu sẽ đem lại 697.7/753.5 triệu TEU (+15.2%/8%) trong 2025/26F.

2. Mặc dù giá cước tàu quốc tế đã hạ nhiệt so với giai đoạn tăng cao ở năm 2024, nhưng hoạt động cho thuê tàu định hạn vẫn sẽ đem lại nguồn thu lớn nhờ đã ký kết các hợp đồng cho thuê tàu ở mức giá cao.

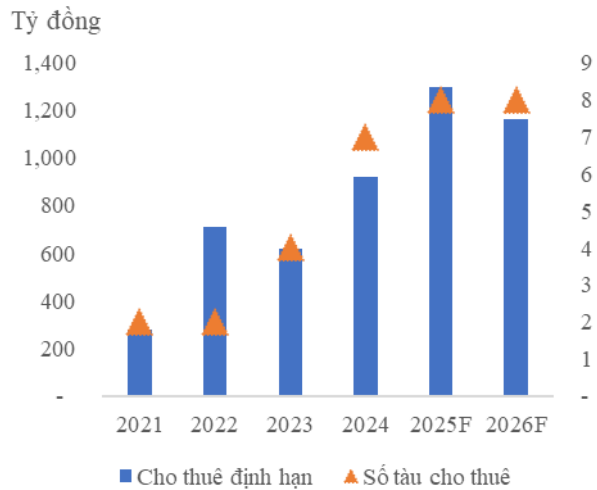
Theo Hiệp hội các chủ tàu tại Châu Âu BIMCO, nhu cầu thuê tàu hiện tại sẽ tăng nhẹ ở mức +4.5% YoY ở năm 2025 trong bối cảnh (1) từ sau T2/2025 các hãng tàu sẽ thay đổi lại thành viên trong liên minh các tàu dẫn đến ưu tiên sử dụng nhiều hơn các cảng trung chuyển và tàu vận tải từ các cảng này và (2) lượng hàng hóa lớn còn tồn tại từ các cảng tại Mỹ và Singapore sau những sự kiện tránh rủi ro đình công từ T10/2024 khi có những mâu thuẫn gay gắt về vấn đề thù lao và công tác tự động hóa của các hãng tàu. Theo đó, chỉ số giá cước cho thuê tàu Harpex Index hiện đã tăng hơn 100% lên đến 27,750 USD/ngày (đối với tàu cỡ 1,700 TEU) so với đầu năm 2024.

Hiện tại, HAH đang cho thuê định hạn 8 tàu (58.8% năng lực đội tàu), với 3 tàu mới là Anbien Sky & HaiAn Opus và gần đây nhất là HaiAn Gama, khi cho hãng tàu lớn thứ 2 thế giới là Maersk vận hành tuyến Ai Cập – Thổ Nhĩ Kỳ với mức giá cao đáng kể so với các HĐ cũ. Theo đó, HAH sẽ được hưởng lợi từ xu hướng nhu cầu thuê tàu Container tăng cao khi dự báo nguồn cung tàu thế giới sẽ không tăng nhiều so với năm 2024, đặc biệt khi tỷ giá giao ngay sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025 khi việc Mỹ áp thuế vào các quốc gia khác sẽ mang lại rủi ro lạm phát tăng trở lại. Chúng tôi kỳ vọng rằng, khi tái ký HĐ trong năm 2025, giá thuê sẽ tăng lên 18-20,000 USD/ngày (+23.3% YoY) so với năm 2024, và sẽ giảm nhẹ trong năm 2026 và sẽ đem lại nguồn doanh thu lớn cho mảng này đạt 1,295.6/ 1,161.9 tỷ đồng (+40.8/-10.3% YoY) trong 2025-26F.

Giá cước cho thuê tàu định hạn (USD)



Doanh thu mảng cho thuê tàu định hạn



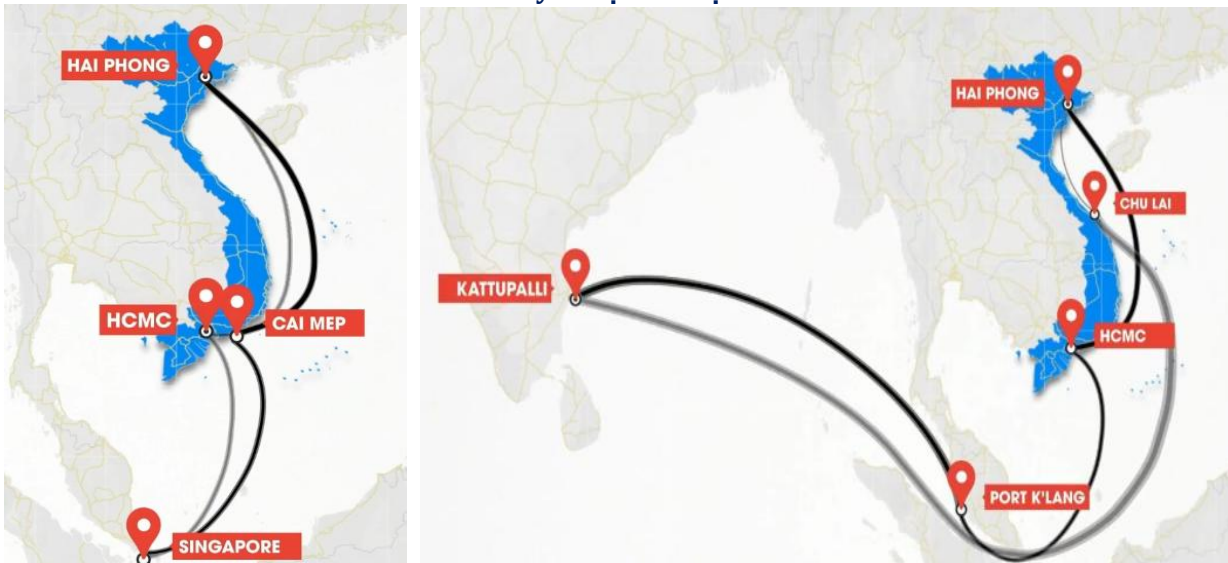
Nguồn: Harpex Petersen

Nguồn: Bloomberg, GTJASVN RS

3. Triển vọng dài hạn từ việc mở rộng thị trường khai thác tàu các tuyến Nội Á

HAH liên tục mở thêm các tuyến nội Á mới từ đầu năm 2024. So với năm 2023 chỉ có tuyến đi từ cảng Hải Phòng ↔ các cảng Hongkong, Nansha và Qinzhou thì trong 2024 HAH đã mở thêm tuyến từ cảng tại HCM, Đà Nẵng ↔ Nansha, Quinzhou, cũng như tuyến nội địa có đi từ cảng Nghi Sơn ↔ cảng Hải Phòng, HCM, CM-TV với chiến lược mở rộng sang một thị trường vận tải mới với dự kiến nhu cầu vận tải chuyển tàu Container Nội Á tích cực (1) Thị trường nội địa vẫn đang trong tình trạng dư cung cao, (2) Tận dụng năng lực vận tải quốc tế hiệu quả của ông lớn ZIM trong liên doanh Zim-Hải An và (3) Hưởng lợi từ việc Trung Quốc sẽ chuyển giao hàng hóa sang các quốc gia không chịu thuế như Việt Nam trong bối cảnh căng thẳng Mỹ-Trung sẽ có thể ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng.

Các tuyến vận tải Nội Á của HAH



Nguồn: HAH

KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **HAH** với giá mục tiêu **61,500 VND/cổ phiếu** tương đương mức Upside +16.7% so với giá đóng cửa ngày 18/2/2025 dựa trên 2 phương pháp.

Phương pháp	Trọng số	Định giá
FCFF	50%	65,590
P/E (9.x)	50%	57,432
Giá mục tiêu trung bình		61,511

1. Định giá FCFF (50%)

Đối với mô hình định giá chiết khấu dòng tiền FCFF với dự phóng DTT trong 2025-2026 tăng trưởng lần lượt là 4,661 tỷ đồng (+16.8% YoY) và 4,830 tỷ đồng (+3.6% YoY) nhờ vào (1) giá cước sẽ tăng nhẹ và sản lượng khai thác tăng trưởng tích cực và (2) nâng cao hiệu suất thông qua mở rộng công suất đội tàu trong bối cảnh nhu cầu vận chuyển và thuê tàu tăng cao. Biên lợi nhuận gộp ước đạt 30.1% và 31.1%. Theo đó, chúng tôi ước tính LNST CĐ công ty mẹ đạt khoảng 742 tỷ (+14.1% YoY) và 860 tỷ (+15.8% YoY) lần lượt trong 2025F và 2026F.

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
CFO	1327	1310	1420	1423	1525
CAPEX	-755	-767	-712	-765	-739
I(1-t)	91	100	110	120	129
FCFF	663	643	818	778	916
Giá trị hiện tại của FCFF	9,422	10,062	10,810	11,486	12,296
Tăng trưởng dài hạn	2.2%				
Trừ: Nợ vay	1,825				
Cộng: Tiền	361				
Giá trị vốn cổ phần	7,959				
SLCPLH (triệu CP)	121				
Giá trị mỗi CP (VND)	65,590				
WACC: 13.82%					

Nguồn: GTJASVN RS

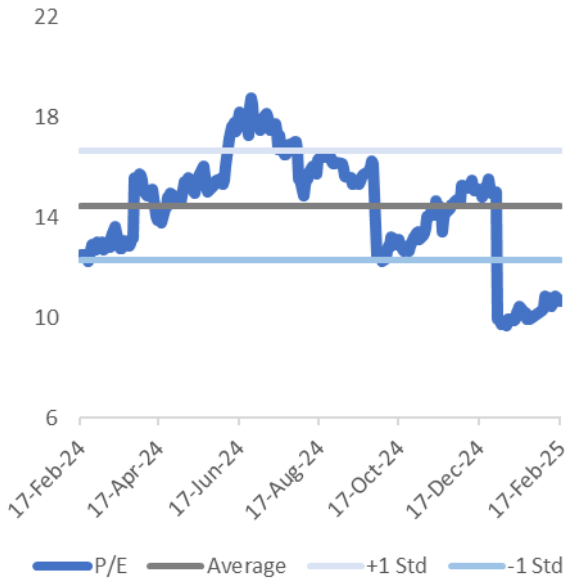
2. Định giá so sánh P/E (50%)

Đối với phương pháp P/E, chúng tôi áp dụng P/E với hệ số mục tiêu là 9.x với EPS ước tính trong năm 2025F là 6,128 đồng/cổ phiếu.

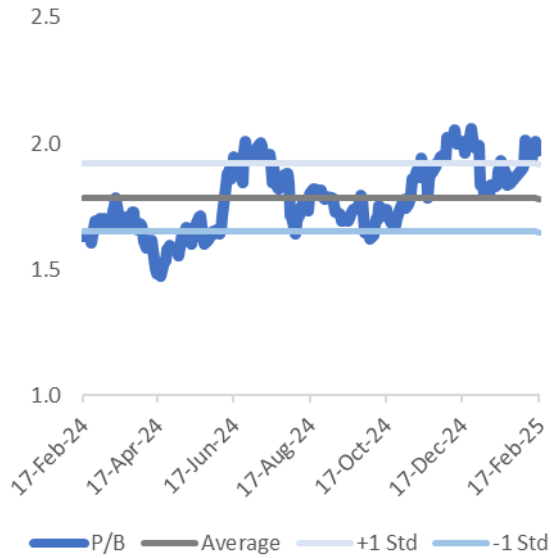
Công ty	Thị trường	Vốn hóa (triệu USD)	ROE	ROA	P/E	P/B	EV/EBITDA
APM Maersk	OMX	181,426	11.0%	7.2%	4.3	0.5	1.6
Hapag-Lloyd	DAX	25,696	7.6%	4.8%	17.6	1.4	5.6
Evergreen	NASDAQ	96,900	4.7%	4.1%	42.5	2.2	6.5
Yang Ming	TAIEX	237,114	16.6%	11.9%	4.7	0.7	1.2
COSTMARE INC	NYSE	1,250	11.9%	6.1%	4.3	0.5	4.3
Danaos Corp	NYSE	1,620	15.7%	12.6%	3.2	0.4	2.8
SAMUDERA	NYSE	1,250	11.9%	6.1%	6.6	0.5	3.2
VOS	HOSE	91	18.3%	12.0%	7.0	1.1	4.1
PVT	HOSE	366	15.1%	5.9%	9.2	1.2	4.7
GMD	HOSE	999	13.9%	9.3%	20.5	2.1	14.3
Trung vị		1435	13.9%	7.2%	6.8	0.9	4.2
Trung bình		54671	12.7%	7.9%	12	1.1	4.8
HAH	HOSE	255	21.9%	10.3%	9.4	1.0	4.5

Nguồn: Bloomberg, GTJASVN RS

Lịch sử định giá P/E

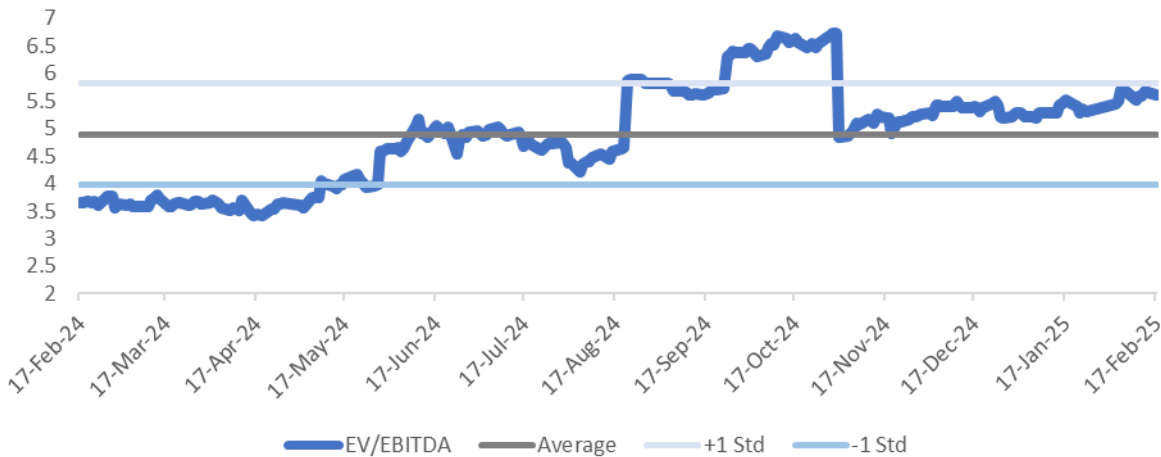


Lịch sử định giá P/B



Nguồn: Bloomberg, GTJASVN RS

Lịch sử định giá EV/EBITDA



Nguồn: Bloomberg, GTJASVN RS

IV. RỦI RO ĐẦU TƯ

- Chính sách thuế quan của tổng thống Trump có nhiều diễn biến tác động lên dòng chảy thương mại toàn cầu và khối lượng hàng hóa xuất khẩu có thể không đạt kì vọng.
- Giá cước vận tải biển thế giới suy giảm nếu chiến tranh tại Biển Đỏ kết thúc hoàn toàn khiến tuyến vận tải thông qua khu vực này trở lại bình thường.

PHỤ LỤC: CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN (Đơn vị: Tỷ đồng)

Báo cáo KQKD	2023	2024	2025F	2026F	Bảng CĐKT	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2613	3992	4661	4829	Tài sản ngắn hạn	1600	1753	1227	1373
Giá vốn hàng bán	-2002	-2725	-3258	-3327	Tiền và Tương đương tiền	245	922	300	429
Lợi nhuận gộp	611	1266	1402	1503	Đầu tư ngắn hạn	73	71	89	77
Chi phí SG&A	-125	-211	-214	-222	Khoản phải thu	1005	504	500	511
LN từ HĐKD	447	1056	1188	1280	Hàng tồn kho	97	88	102	106
EBITDA	850	1551	1688	1828	Tài sản NH khác	180	168	236	250
Thu nhập lãi	30	18	21	24	Tài sản dài hạn	3759	5537	5806	6047
Chi phí tài chính	-84	-101	-112	-124	Phải thu Dài hạn	113	113	166	172
Thu nhập khác	14	7	3	3	Tài sản Cố định	3118	4775	4987	5170
LN trước thuế	450	977	1100	1184	Bất động sản Đầu tư	-	-	-	-
Thuế TNDN	-92	-177	-210	-229	Đầu tư Dài hạn	155	174	174	174
LNST	358	800	890	955	Tài sản Dài hạn khác	342	454	479	531
Lợi ích CĐTS	-27	150	148	95	TỔNG TÀI SẢN	5359	7290	7034	7420
LN ròng	385	651	742	860	Nợ phải trả NH	937	1210	1415	1409
					Vay ngắn hạn	394	532	532	532
					Khoản phải trả	155	206	244	263
					Phải trả NH khác	140	109	189	164
					Nợ phải trả DH	1251	2108	1704	1843
					Vay dài hạn	993	1798	1293	1443
					Phải trả dài hạn	0	0	0	0
					Phải trả DH khác	258	310	411	400
					TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	2188	3318	3119	3252
					Vốn Chủ sở hữu	3171	3972	3915	4168
					Vốn điều lệ	1055	1213	1213	1213
					Thặng dư vốn	192	0	0	0
					Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
					Lợi nhuận để lại và các quỹ	1414	1872	2007	2260
					Lợi ích CĐTS	510	695	695	695
					TỔNG NỢ & VCSH	5359	7290	7034	7420
					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025F	2026F
					Lợi nhuận trước thuế	450	977	1100	1183
					Dự phòng giảm giá	203	45	-5	-12
					Khấu hao	364	473	528	574
					Thay đổi vốn lưu động	98	188	83	-90
					CFO	536	1405	1347	1332
					Mua sắm TSCĐ	-866	-1698	-756	-767
					CFI	-776	-1660	-1513	-746
					CFF	69	930	-457	-457
					Dòng tiền thuần	-170	676	-622	129
					Tiền đầu kì	415	245	922	273
					Tiền cuối kì	245	922	300	429

Các chỉ số cơ bản	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu	18.50%	52.80%	16.80%	3.60%
Tăng trưởng lợi nhuận	53.20%	69.00%	14.10%	15.80%
ROE	10.80%	16.50%	18.40%	20.00%
ROA	6.10%	9.10%	10.30%	11.30%
Biên lợi nhuận gộp	23.40%	31.70%	30.10%	31.10%
Biên lợi nhuận ròng	14.70%	16.30%	15.90%	17.80%
Biên EBITDA	38.90%	36.20%	37.90%	38.00%
Nợ ròng/ VCSH	0.4	0.6	0.5	0.5
Nợ ròng /TTS	0.3	0.3	0.3	0.3
Đòn bẩy tài chính	1.7	1.8	1.8	1.8
Nợ NH /TTS	0.2	0.2	0.2	0.2
Nợ DH /TTS	0.2	0.3	0.2	0.3
Thanh toán hiện hành	1.7	1.4	0.8	0.9
Thanh toán nhanh	1.4	1.2	0.6	0.7
Thanh toán bằng tiền	0.3	0.8	0.3	0.3
Khả năng chi trả lãi vay	5.8	10.7	10.8	10.5
Vòng quay KPT	2.6	5.3	9.3	9.6
Vòng quay HTK	22.8	29.5	34.3	31.9
Vòng quay KPT	5	5.3	4.9	4.3
Số ngày phải thu	138.6	69	39.3	38.2
Số ngày nắm giữ HTK	16	12.4	10.7	11.4
Số ngày phải trả	72.5	68.7	74	85
Vòng quay tiền mặt	82	12.7	-24	-35.3
EPS (VND/cổ phiếu)	3,178	5,372	6,128	7,099

Nguồn: HAH, GTJASVN RS Dự phóng

XẾP HẠNG CỔ PHIẾUChỉ số tham chiếu: **VN - Index.**Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

Khuyến nghị	Định nghĩa
Mua	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq 15\%$ Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Tích lũy	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
Giảm tỷ trọng	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% đến -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
Bán	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

XẾP HẠNG NGÀNHChỉ số tham chiếu: **VN - Index**Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

Xếp loại	Định nghĩa
Vượt trội	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
Kém hiệu quả	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và không nên xem báo cáo này là nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán khi đưa ra quyết định đầu tư và Nhà đầu tư phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại nào là hệ quả phát sinh từ hoặc liên quan tới việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu của công ty. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và cán bộ, Tổng giám đốc, nhân viên có thể có một mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nỗ lực để chuẩn bị báo cáo trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không tuyên bố hay cam đoan, bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo tại thời điểm công bố và không được hiểu là quan điểm của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân của Guotai Junan Việt Nam tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng tại quốc gia nơi báo cáo này được phân phối và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua, bán hay nắm giữ chứng khoán cụ thể nào ở bất kỳ quốc gia 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. Nhà đầu tư hiểu rằng có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Nội dung của báo cáo này, bao gồm nhưng không giới hạn nội dung khuyến cáo không phải là căn cứ để Nhà đầu tư hay một bên thứ ba yêu cầu Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và/hoặc chuyên viên chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này thực hiện bất kỳ nghĩa vụ nào với Nhà đầu tư hay một bên thứ ba liên quan đến quyết định đầu tư của Nhà đầu tư và/hoặc nội dung của báo cáo này.

Bản báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện có thẩm quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.



GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH DEPARTMENT

Trần Thị Hồng Nhung

Deputy Director

nhungtth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:703

19 Feb 2025



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP.HCM
Điện thoại tư vấn: (024) 35.730.073	R9-10, 1 st Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội	3 rd Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM
Điện thoại đặt lệnh: (024) 35.779.999	Tel: (024) 35.730.073	Tel: (028) 38.239.966
Email: info@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	Fax: (024) 35.730.088	Fax: (028) 38.239.696

HAH VN

Company Report