CTCP Vận tải & xếp dỡ Hải An - HAH

Đón đầu sự phục hồi của ngành vận tải biển

Khả quan

Giá mục tiêu (12T)
VND41.200

Công nghiệp | BÁO CÁO LẦN ĐẦU

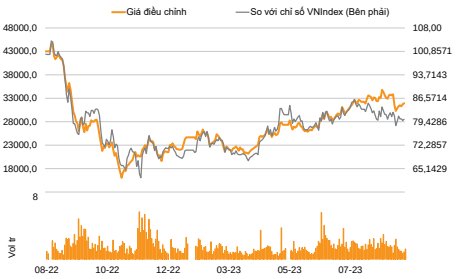
Consensus*: Mua:4 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu / Consensus: 27%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo
- N/A

Khuyến nghị cũ	N/A
Giá mục tiêu cũ	N/A
Giá thị trường	VND32.500
Cao nhất 52 tuần (VND)	44.669
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16.034
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	58.989
Thị giá vốn (tỷ VND)	3.345
Free float	87%
Tỷ suất cổ tức	3,07%
P/E trượt (x)	2,73
P/B hiện tại (x)	0,78

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà	14,5%
CTCP Đầu tư Sao Á D.C	10,4%
Khác	75,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:

Đặng Huy Hoàng
hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

- HAH sở hữu vị thế hàng đầu trong ngành vận tải container Việt Nam trong bối cảnh triển vọng ngành sẽ khả quan hơn từ cuối 2023.
- Chúng tôi cho rằng lợi nhuận HAH có thể giảm hơn 45% svck so với mức nền cao trong 2023 trước khi phục hồi 15% svck đạt 516 tỷ đồng năm 2024.
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan, giá mục tiêu 41.200đ/cp.

Doanh nghiệp sở hữu đội tàu container hàng đầu Việt Nam

Tính tới cuối năm 2022, đội tàu container của công ty gồm 11 tàu với tổng sức chở đạt gần 16.000 TEU – chiếm gần 40% sức chở trong ngành vận tải container tại Việt Nam. Việc sở hữu quy mô đội tàu hàng đầu và có độ tuổi trung bình trẻ hơn so với ngành giúp HAH có thể đảm bảo duy trì cung cấp lịch tàu ổn định hàng tuần, có khả năng cân đối nguồn hàng, giảm thiểu chi phí và tránh được bối cảnh dư cung tàu hiện nay. Theo kế hoạch trong năm 2023-24, HAH dự kiến tiếp nhận 4 tàu container mới cỡ 1.800 TEU, nâng tổng sức chở đội tàu lên hơn 23.000 TEU vào cuối năm 2024. Cùng với kế hoạch mở rộng đội tàu, HAH cũng đang mở rộng địa bàn hoạt động sang khu vực nội Á từ cuối năm 2022 với các tuyến điển hình như HP – Khâm Châu hay HP – Quảng Châu. Điều này sẽ giúp HAH từng bước nâng cao thị phần vận tải container trong khu vực và đưa danh tiếng của HAH ra thị trường quốc tế.

Hoạt động kinh doanh của HAH sẽ bắt đầu cải thiện kể từ cuối 2023

Chúng tôi kỳ vọng giá cước container thế giới sẽ giảm 80% svck và duy trì neo ở mức thấp trong năm 2023 do bối cảnh dư cung trên thị trường vận tải biển toàn cầu trước khi phục hồi trở lại và tăng khoảng gần 15% svck trong năm 2024 vì (1) áp lực lạm phát trên toàn cầu đang dần hạ nhiệt và (2) nhu cầu vận chuyển hàng hóa tăng trở lại trên các thị trường lớn. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng giá trị xuất nhập khẩu (XNK) của Việt Nam sẽ lần lượt đạt mức tăng trưởng -9%/6% svck năm 2023-24.

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần HAH giảm 17% svck trong 2023 trước khi tăng lại 31% svck trong 2024 do (1) chúng tôi kỳ vọng giá cước của HAH giảm hơn 20% trong năm 2023 theo biến động giá cước vận tải biển toàn cầu, tuy nhiên có thể tăng hơn 10% trong năm 2024 khi khi nhu cầu vận chuyển hàng hóa hồi phục trở lại và (2) dự báo sản lượng hoạt động khai thác tàu HAH giảm 5% svck trong 2023 trước khi tăng 25% svck trong 2024 nhờ công suất tàu được bổ sung tăng 23% khi HAH nhận thêm 2 tàu mới giai đoạn cuối 2023-24. Theo đó, lợi nhuận ròng HAH lần lượt đạt 449/516 tỷ đồng trong năm 2023-24.

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan đối với cổ phiếu HAH với giá mục tiêu là 41.200đ/cp theo phương pháp định giá DCF. Động lực tăng giá tiềm năng là tăng trưởng doanh thu trong dài hạn nhờ khả năng khai thác mạnh mẽ đến từ đội tàu của doanh nghiệp. Rủi ro giảm giá bao gồm nhu cầu vận chuyển hàng hóa nội địa suy yếu so với dự kiến ảnh hưởng tới doanh thu của doanh nghiệp.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	1.955	3.206	2.665	3.483
Tăng trưởng DT thuần	64,1%	63,9%	(16,9%)	30,7%
Biên lợi nhuận gộp	36,5%	44,4%	29,8%	28,7%
Biên EBITDA	43,9%	50,2%	39,8%	42,8%
LN ròng (tỷ)	446	822	449	516
Tăng trưởng LN ròng	222,1%	84,5%	(45,3%)	14,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	6.333	11.684	4.257	4.892
EPS điều chỉnh	6.333	11.684	4.257	4.892
BVPS	27.039	41.040	28.392	34.053
ROAE	27,5%	34,3%	15,3%	15,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đón đầu sự phục hồi của ngành vận tải biển

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích HAH bởi:

- **Doanh nghiệp sở hữu đội tàu container hàng đầu Việt Nam.** Tổng cộng đội tàu container của công ty là 11 tàu với tổng sức chở đạt gần 16.000 TEU – chiếm gần 40% sức chở trong ngành vận tải container tại Việt Nam. Hiện nay đội tàu HAH hoạt động chủ yếu trên các tuyến vận tải chính trên thị trường nội địa Việt Nam và bắt đầu vươn ra thị trường nội Á với các tuyến vận tải tiêu biểu như Hải Phòng – Khâm Châu hay Hải Phòng – Quảng Châu. Bên cạnh đó, doanh nghiệp còn có thể khai thác linh hoạt đội tàu trong những thời điểm khó khăn thông qua hoạt động cho thuê tàu định hạn với mức lợi nhuận hấp dẫn (ROE hoạt động thuê tàu thời điểm hiện tại vào khoảng 23,9%). HAH cũng có kế hoạch liên tục mở rộng quy mô với dự kiến tiếp nhận 4 tàu container mới cỡ 1.800 TEU giai đoạn 2023-24, nâng tổng sức chở đội tàu lên hơn 23.000 TEU vào cuối năm 2024.

- **Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của ngành vận tải biển sẽ được cải thiện từ giai đoạn nửa cuối năm 2023 và kỳ vọng phục hồi trong năm 2024.** Chúng tôi cho rằng giá cước container thế giới giảm 80% svck và tiếp tục neo ở mức thấp trong năm 2023 do thị trường vận tải biển toàn cầu vẫn đang đối mặt với rủi ro dư cung với số lượng đơn đóng tàu mới tăng mạnh trong giai đoạn vừa qua . Mặc dù vậy, chúng tôi kì vọng giá cước có thể phục hồi khoảng 15% svck trong năm 2024 do (1) áp lực lạm phát trên toàn cầu đang có dấu hiệu hạ nhiệt và (2) nhu cầu bổ sung hàng tồn kho tại các thị trường lớn như Mỹ và châu Âu sẽ quay trở lại từ cuối năm 2023 giúp cho thị trường giao thương trở nên nhộn nhịp hơn. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng rằng trị giá XNK tại Việt Nam sẽ bắt đầu được cải thiện từ nửa cuối năm 2023 với các mức tăng trưởng kỳ vọng lần lượt đạt -9%/6%svck trong năm 2023-24 khi chỉ số công nghiệp (IIP) đang có những tín hiệu khởi sắc hơn trong những tháng gần đây.

- **Doanh nghiệp có triển vọng tăng trưởng với động lực tăng trưởng tới từ mở rộng đội tàu.** Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần HAH đạt mức tăng trưởng -17%/31% svck do (1) chúng tôi kỳ vọng giá cước của HAH giảm hơn 20% trong năm 2023 theo biến động giá cước toàn cầu, tuy nhiên có thể phục hồi hơn 10% trong năm 2024 khi khi nhu cầu giao thương trong khu vực hồi phục trở lại và (2) dự báo tăng trưởng sản lượng hoạt động khai thác tàu HAH lần lượt đạt -5%/25% svck trong 2023-24 nhờ công suất tàu được bổ sung tăng 23% khi HAH nhận thêm 2 tàu mới giai đoạn cuối 2023-24. Lợi nhuận ròng của HAH lần lượt đạt 449/516 tỷ đồng trong năm 2023-24.

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho HAH với khuyến nghị Khả quan

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 41.200/cp dựa trên phương pháp định giá dòng tiền DCF. Trải qua nửa đầu năm 2023 với đầy chướng ngại, chúng tôi kỳ vọng vào sự hồi phục của ngành vận tải biển trong giai đoạn tới, trong đó HAH với vị thế năng lực vận tải biển hàng đầu Việt Nam sẽ có thể nắm bắt được cơ hội này, đặc biệt trong bối cảnh doanh nghiệp vẫn không ngừng nâng cao năng lực vận tải của mình.

Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) giá cước phục hồi trở lại, 2) sản lượng khai thác phục hồi, và 3) mở rộng tập khách hàng do lợi thế khai thác đội tàu ổn định.

Rủi ro giảm giá bao gồm nhu cầu vận chuyển hàng hóa nội địa suy yếu hơn so với dự kiến.

Hình 1: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	2030	2032
Tổng doanh thu	2.665	3.483	3.773	3.782	3.822	3.843
%svck	*-16,9%*	*30,7%*	*8,3%*	*0,2%*	*0,3%*	*0,3%*
GVHB & OPEX	(1.872)	(2.483)	(2.508)	(2.517)	(2.552)	(2.569)
EBIT	731	939	1.224	1.225	1.225	1.230
Biên LN hoạt động KD	*27,4%*	*27,0%*	*32,4%*	*32,4%*	*32,1%*	*32,0%*
Thuế khả dụng	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*
EBIT x (1-mức thuế)	584	752	979	980	980	984
Cộng: Chi phí khấu hao	329	553	561	570	604	622
% doanh thu	*12,3%*	*15,9%*	*14,9%*	*15,1%*	*15,8%*	*16,2%*
Trừ: Capex	(1.320)	(1.588)	(569)	(557)	(551)	(548)
% doanh thu	*-49,5%*	*-45,6%*	*-15,1%*	*-14,7%*	*-14,4%*	*-14,3%*
Cộng: Thay đổi vốn lưu động	(346)	254	78	(4)	(1)	5
% doanh thu	*-13,0%*	*7,3%*	*2,1%*	*-0,1%*	*0,0%*	*0,1%*
Dòng tiền tự do (UFCF)	(736)	(81)	980	916	957	984

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	10%
Chi phí VCSH	**16%**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: WACC và Tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
Vốn hóa	3.303
Nợ	1.773
Chi phí nợ	7%
Mức thuế	20%
WACC	**13%**
Tăng trưởng dài hạn	**1,5%**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Giá mục tiêu theo phương pháp DCF

Phương pháp DCF	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	3.192
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình (tỷ đồng)	2.726
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	5.918
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	199
Trừ: Nợ ròng (tỷ đồng)	(1.773)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	-
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	4.343
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	106
Giá trị cổ phiếu (đồng)	41.163
Giá mục tiêu (đồng)	**41.200**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu vào 30/08/2023)

						P/E (lần)			ROA(%)		ROE(%)	
Công ty vận tải biển	Mã Bloomberg	Giá (nguyên tệ)	Giá mục tiêu (nguyên tệ)	Khuyến nghị	Vốn hóa (tr USD)	2023	2024	Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	2023	2024	2023	2024
Ap Moller-Maersk A/S-B	MAERSKB DC	13.750	NA	KKN	34.900	10,3	60,8	359,6	4,2	(0,2)	6,1	1,8
Cosco Shipping Holdings Co-A	601919 CH	9	NA	KKN	19.660	5,3	8,9	288,0	5,5	3,3	15,1	9,7
Evergreen Marine Corp Ltd	2603 TT	107	NA	KKN	7.058	9,5	21,5	8.660,7	3,3	1,3	4,6	2,3
Hmm Co Ltd	011200 KS	17.200	NA	KKN	6.287	6,8	8,0	4.386,2	4,5	4,4	6,0	5,9
China Merchants Energy Shipping	601872 CH	6	NA	KKN	6.811	8,0	6,4	27,3	10,3	13,7	16,7	17,0
Nanjing Tanker Corp	601975 CH	3	NA	KKN	2.222	8,6	7,3	107,6	17,4	18,3	19,7	19,5
Yinson Holdings BHD	YNS MK	3	NA	KKN	1.583	10,9	9,5	40,7	5,9	5,6	14,6	14,6
Trung bình						*8,5*	*17,5*	*1.981,4*	*7,3*	*6,6*	*11,8*	*10,1*
Trung vị						*8,6*	*8,9*	*288,0*	*5,5*	*4,4*	*14,6*	*9,7*
CTCP Vận tải & Xếp dỡ Hải An	**HAH VN**	**32.500**	**41.200**	**Khả quan**	**136**	**6,6**	**7,0**	**104,5**	**11,2**	**8,9**	**18,8**	**15,0**

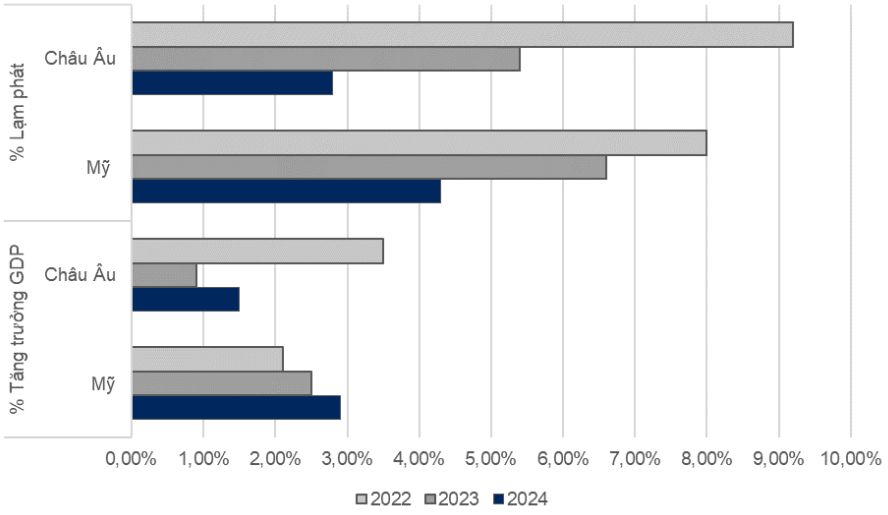
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Kỳ vọng sản lượng vận tải biển Việt Nam bắt đầu hồi phục từ cuối năm 2023

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng vận tải biển toàn cầu sẽ bắt đầu cải thiện từ Q4/23 nhờ nhu cầu bổ sung hàng hóa sẽ quay trở lại tại các thị trường lớn

Trên thị trường toàn cầu, bối cảnh vĩ mô trong ngắn hạn được đánh giá vẫn còn nhiều thách thức. Theo số liệu của Drewy, chỉ số lạm phát toàn cầu được dự báo sẽ duy trì lần lượt ở mức 7,0%/4,9% trong năm 2023-24, gần gấp đôi so với giai đoạn 2014-2019. Yếu tố này ảnh hưởng tới mức tăng trưởng thu nhập thực tế dẫn tới suy giảm nhu cầu đặt hàng hóa container. Một số các thị trường lớn như Mỹ hay khu vực EU được dự báo sẽ phải đối mặt với bối cảnh suy thoái nhẹ cho tới cuối năm 2023. Theo tổ chức OECD, tăng trưởng GDP của Mỹ năm 2023-24 lần lượt được dự báo đạt 1,9%/2,5%, thay đổi lần lượt -0,2/0,6 điểm % svck. Bên cạnh đó, tăng trưởng GDP khu vực châu Âu được dự báo đạt 0,9% trong năm 2023 và tăng dần lên mức 1,5% năm 2024 sau khi đạt tăng trưởng 3,5% năm 2022.

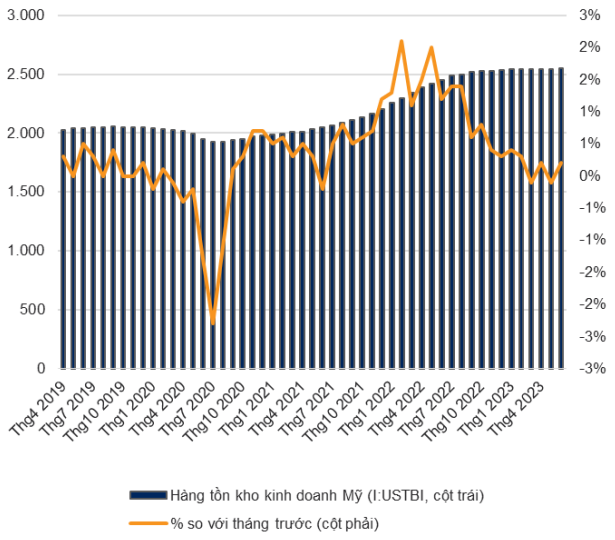
Hình 6: Dự báo lạm phát và tăng trưởng GDP tại Mỹ và châu Âu năm 2023-24



Nguồn: OECD, VNDIRECT RESEARCH

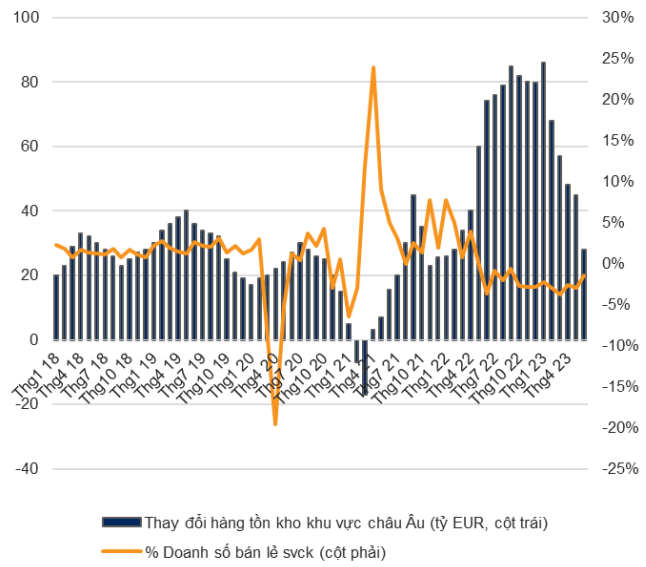
Yếu tố tích cực ở các thị trường này trong thời gian tới đó là dựa trên nhu cầu bổ sung hàng tồn kho của các nhà bán lẻ tại Mỹ và châu Âu sau giai đoạn giải phóng gần hết lượng hàng tồn kho dư thừa. Cụ thể, lượng hàng tồn kho kinh doanh hàng tháng tại Mỹ trong T5/23 ghi nhận tháng thứ 3 liên tiếp giảm, trước khi nhu cầu bổ sung bắt đầu quay trở lại trong T6/23 với mức tăng nhẹ 0,2%. Bên cạnh đó, tại thị trường châu Âu, lượng hàng tồn kho DN tại châu Âu hiện nay vẫn đang ở tình trạng "ứ đọng" do nhu cầu mua sắm suy yếu trong những tháng đầu năm khiến cho thị trường trở nên ảm đạm. Theo Cơ quan Thống kê châu Âu, người tiêu dùng tại khu vực này vẫn đang thắt chặt chi tiêu trong những tháng gần đây. Điều này dẫn tới doanh số bán lẻ tại thị trường này liên tục giảm nhẹ svck. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu mua sắm sẽ quay trở lại trong giai đoạn các kì nghỉ lễ cuối năm khi áp lực lạm phát đã hạ nhiệt. Do vậy, chúng tôi cho rằng sản lượng hàng hóa vận chuyển tại các thị trường này sẽ tiếp tục neo ở mức thấp và kỳ vọng có thể bắt đầu phục hồi từ cuối 2023.

Hình 7: Hàng tồn kho kinh doanh Mỹ tăng 0,2% trong T6/23



Nguồn: Investing, VNDIRECT RESEARCH

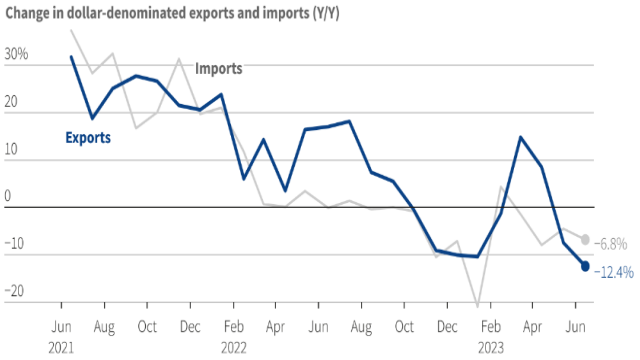
Hình 8: Giá trị hàng tồn kho DN tại châu Âu còn 28,11 tỷ EUR



Nguồn: Eurostats, VNDIRECT RESEARCH

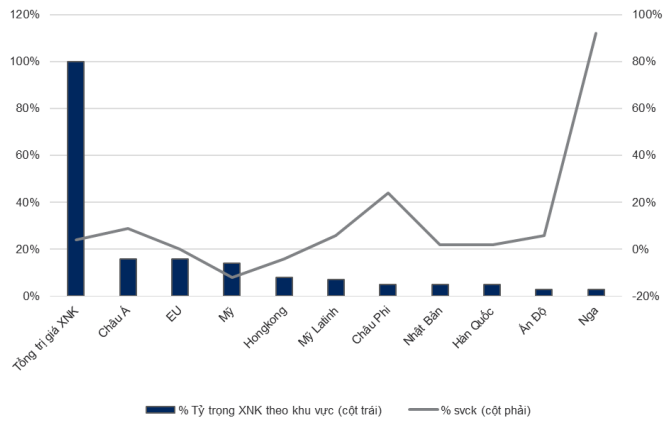
Bên cạnh đó, tình hình xuất nhập khẩu tại Trung Quốc chưa đạt mức hồi phục như dự kiến kể từ khi mở cửa trở lại sau chiến dịch Zero-Covid. Cụ thể, xuất khẩu của Trung Quốc trong T6/23 đã ghi nhận tháng thứ hai liên tiếp giảm tại mức 12,4% sv tháng trước, nhiều hơn so với mức giảm 7,5% sv tháng trước vào T5/23. Một trong những lý do gây ra sự suy giảm trên là bởi tình hình xuất nhập khẩu tới thị trường lớn như Mỹ và khu vực EU lần lượt giảm 17,9%/6,6% sv tháng trước. Yếu tố tích cực là lượng hàng hóa lũy kế tới các quốc gia thuộc khu vực châu Á tăng 9% sv tháng trước. Trong đó, đáng chú ý là sản lượng hàng hóa tới khu vực Đông Nam Á tăng 1,5% svck. Chúng tôi cho rằng hoạt động giao thương tại khu vực châu Á sẽ tiếp tục đạt mức hồi phục tốt trong giai đoạn cuối năm khi khu vực này phần lớn không bị ảnh hưởng bởi các cú sốc lãi suất.

Hình 9: Tình hình XNK Trung Quốc 6T/23



Nguồn: Reuters, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Tỷ trọng XNK Trung Quốc T6/23

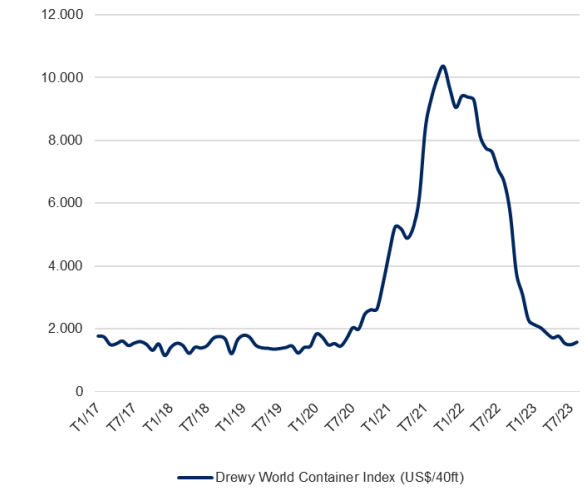


Nguồn: Reuters, VNDIRECT RESEARCH

Theo đó, giá cước sẽ bắt đầu phục hồi nhẹ trong năm 2024

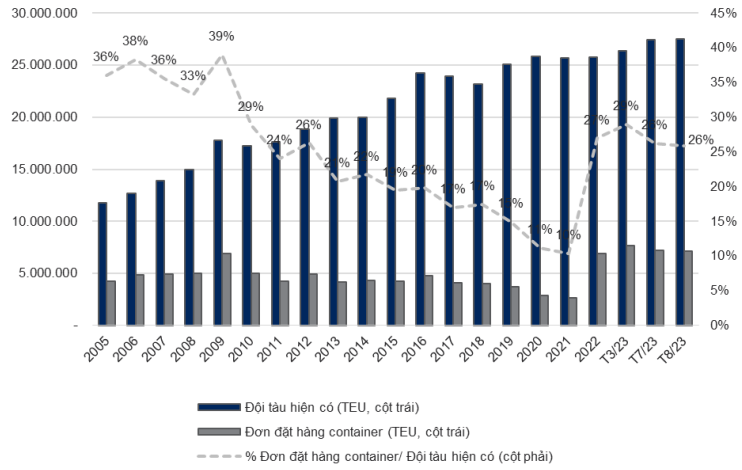
Trên thị trường quốc tế, bắt đầu từ T7/22, đà tăng giá cước trên thị trường thuê tàu và vận tải container có dấu hiệu chững lại và bắt đầu giảm giá. Tốc độ giảm giá rất nhanh vào tháng 8,9 và bắt đầu tạo đáy vào đầu năm 2023. Trong đó, chỉ số container thế giới (đại diện cho giá cước vận tải container) đã giảm hơn 80% so với mức đỉnh. Đây là kết quả của việc nhu cầu vận tải hàng hóa toàn cầu suy yếu trong khi thị trường lo ngại nguồn cung tăng lên trong giai đoạn 2022-23. Theo Alphaliner, số lượng đơn đóng tàu mới tiếp tục tăng, đưa lượng đơn đặt hàng hiện tại đạt 26% tổng công suất thị trường. Chúng tôi cho rằng bối cảnh dư cung trên thị trường vận tải toàn cầu sẽ tiếp tục kéo dài cho tới hết năm 2023, vì vậy giá cước vận tải toàn cầu sẽ chưa thể có được những biến động lớn. Chúng tôi cho rằng giá cước vận tải biển container toàn cầu trong năm 2023 vẫn sẽ duy trì tại mức thấp như hiện tại, giảm gần 80% svck do đối mặt với tình trạng dư cung trên thị trường. Trong năm tiếp theo, chúng tôi kỳ vọng giá cước có thể cải thiện khoảng 15% kể từ mức nền thấp khi kỳ vọng nhu cầu giao thương hàng hóa toàn cầu sôi động trở lại. Còn tại thị trường nội địa Việt Nam, giá cước vận tải biển cho một container 40ft tuyến HP-HCM hiện nay đạt khoảng 9-12 triệu đồng/container, giảm trung bình 20% svck.

Hình 11: Chỉ số container toàn cầu đã bắt đầu tạo đáy vào đầu năm 2023 sau khi sụt giảm mạnh (dữ liệu vào T8/23)



Nguồn: Infogram, VNDIRECT RESEARCH

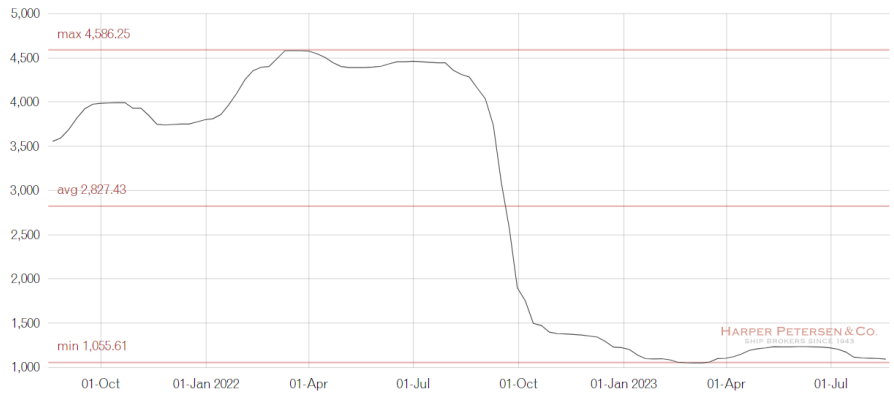
Hình 12: Lượng đặt hàng mới hiện tại đã đạt 26% tổng dung lượng thị trường (dữ liệu vào T8/23)



Nguồn: Alphaliner, VNDIRECT RESEARCH

Tương tự, chỉ số cước thuê tàu container Harpex Index từ T7/22 cũng đã bắt đầu giảm mạnh và bắt đầu phục hồi vào T3/23 bởi thị trường Châu Á trở lại làm việc sau kì nghỉ Tết Nguyên Đán truyền thống. Tuy nhiên, hiện tượng dư cung vẫn sẽ gây áp lực lớn lên giá cước vận tải biển trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng chỉ số Harpex Index chưa thể phục hồi mạnh cho tới cuối năm.

Hình 13: Chỉ số cho thuê tàu container Harpex Index có dấu hiệu phục hồi nhẹ (dữ liệu vào T8/23)

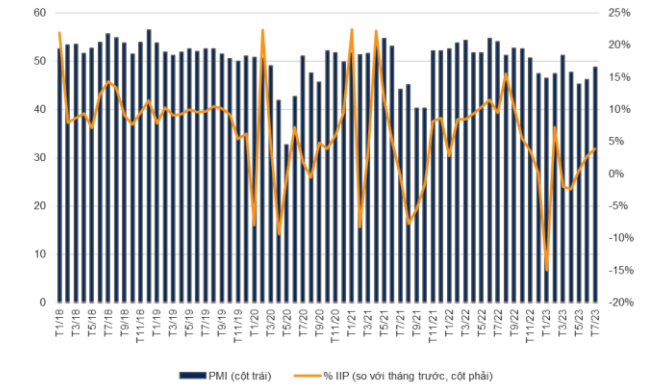


Nguồn: Harper Petersen, VNDIRECT RESEARCH

Sản lượng hàng hóa vận tải biển Việt Nam đã bắt đầu khôi phục từ đáy

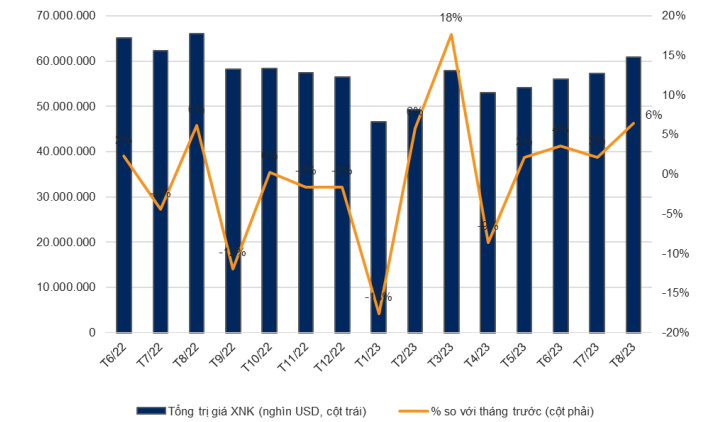
Đối với thị trường nội địa Việt Nam, chỉ số quản lý thu mua (PMI) tăng lên mức 48,7 trong T7/23 so với 46,2 trong tháng trước đó . Điều này cho thấy số lượng đơn đặt hàng trong T7/23 đã giảm nhẹ hơn sv giai đoạn đầu năm 2023 khi nhu cầu mua hàng và số lượng việc làm dần trở nên ổn định. Bên cạnh đó, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp (IIP) đã duy trì mức tăng trong 03 tháng gần đây, lần lượt là 2.8%/3,9% so với tháng trước đó, cho thấy sản lượng hàng hóa công nghiệp trong Q3/23 đang được đánh giá có xu hướng cải thiện hơn so với các quý trong nửa đầu năm. Với những chính sách hỗ trợ giảm lãi suất được triển khai gần đây từ NHNN, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu dùng nội địa sẽ bắt đầu phục hồi trở lại, dẫn tới nhu cầu luân chuyển hàng hóa trong nước sẽ bắt đầu được cải thiện trở lại trong nửa cuối năm. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng sản lượng luân chuyển vận tải biển nội địa của Việt Nam trong nửa cuối năm sẽ được cải thiện khoảng 11% so với giai đoạn nửa đầu năm 2023.

Hình 14: PMI T7/23 đạt 48,7 và chỉ số IIP tiếp tục đà tăng



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Giá trị XNK Việt Nam hồi phục trở lại sau khi tạo đáy vào đầu năm 2023

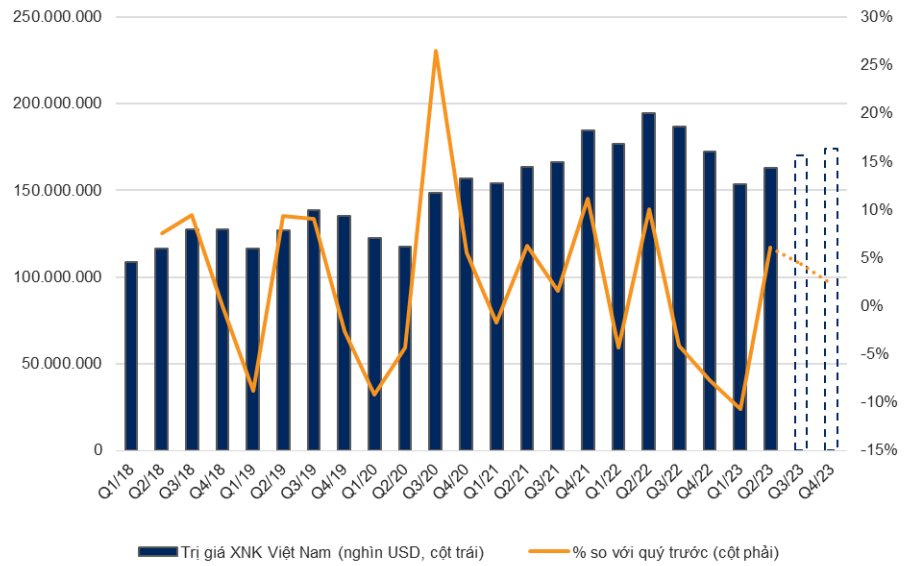


Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Đối với thị trường quốc tế, trong T8/23, tổng trị giá XNK Việt Nam đạt khoảng 60,9 tỷ USD, tăng 2% so với tháng trước. Lũy kế 8T/23, tổng trị giá XNK Việt Nam đạt gần 435 tỷ USD, giảm 13% svck, tuy nhiên đây là mức cải thiện nhẹ sv 8T/21. Chúng tôi cho rằng trị giá xuất nhập khẩu của Việt Nam có nhiều khả năng phục hồi kể từ nửa sau 2023 nhờ (i) thị trường giao thương giữa Trung Quốc và các quốc gia Đông Nam Á duy trì tích cực và (ii) nhu cầu bổ sung tích trữ hàng tồn kho kể từ cuối năm của Mỹ và châu Âu. Chúng tôi kỳ vọng trị giá

XNK Việt Nam trong Q3 và Q4/23 lần lượt cải thiện 4%/2% so với quý trước, đánh dấu sự phục hồi trở lại sau giai đoạn tạo đáy vào Q1/23, từ đó sẽ tạo đà phục hồi cho sản lượng vận tải biển quốc tế của Việt Nam.

Hình 16: Dự phóng trị giá XNK Việt Nam trong 6T cuối năm 2023

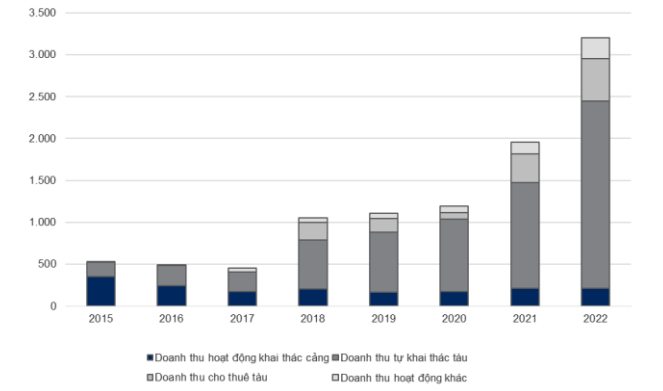


Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Doanh nghiệp sở hữu năng lực vận tải biển lớn nhất Việt Nam

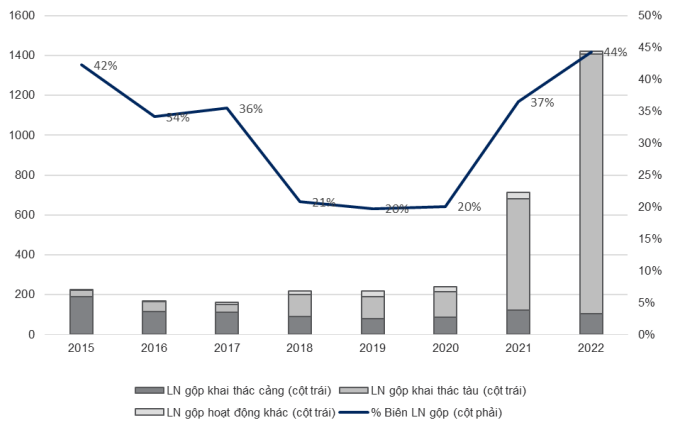
Công ty Cổ phần Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH) tiền thân là Công ty TNHH Vận tải và Xếp dỡ Hải An được thành lập vào năm 2009 bởi 5 đơn vị là CTCP Hàng hải Hà Nội, CTCP Cung ứng và Dịch vụ kỹ thuật Hàng hải, CTCP Hải Minh, CTCP Đóng tàu Hải An và CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà. HAH hiện đang hoạt động với 3 công ty con tại những lĩnh vực chính liên quan tới khai thác container bao gồm: khai thác cảng, vận tải hàng hóa đường thủy và kho bãi container. Từ năm 2014, HAH đã mua tàu container đầu tiên, bắt đầu quá trình phát triển đội tàu chuyên chở container. Đến thời điểm hiện tại, cơ cấu doanh thu HAH có đóng góp lớn nhất từ hoạt động khai thác tàu đạt mức 85,5%, tỷ trọng doanh thu hoạt động khai thác cảng đang có xu hướng giảm dần còn 6,7% và doanh thu hoạt động khác là 7,9%.

Hình 17: Cơ cấu doanh thu thuần HAH giai đoạn 2015-2022 (Đv: tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Cơ cấu LN gộp HAH giai đoạn 2015-2022 (Đv: tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

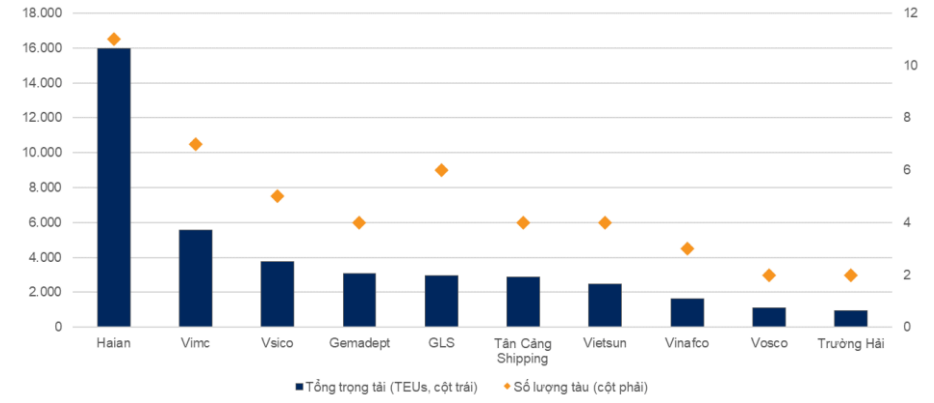
Tính tới cuối năm 2022, tổng cộng đội tàu container của công ty là 11 tàu với độ tuổi trung bình là 16,3 năm, tổng sức chở đạt gần 16.000 TEU – chiếm gần 40% sức chở trong ngành vận tải container tại Việt Nam. Đáng chú ý, trong giai đoạn 2018-22, HAH đã nhanh chóng mở rộng quy mô đội tàu với tổng cộng 8 tàu và từ đó vươn lên trở thành DN có quy mô đội tàu container lớn nhất tại Việt Nam. Chúng tôi cho rằng việc sở hữu quy mô đội tàu hàng đầu và có độ tuổi trẻ sẽ giúp HAH:

- Có thể đảm bảo duy trì cung cấp lịch tàu ổn định hàng tuần, đa dạng các điểm đón và trả hàng với các khách hàng lớn. Hiện nay, HAH đang làm đại lý tại Việt Nam cho hãng tàu SM Line của Hàn Quốc. Ngoài ra, công ty còn duy trì vận chuyển hàng hóa và dịch vụ bốc xếp với các hãng tàu đáng chú ý như Ocean Network Express, Pendulum Express Lines, Cosco Shipping Lines hay công ty TNHH Hapag-Loyd Việt Nam.

- Có khả năng cân đối nguồn hàng, giảm thiểu chi phí và tránh được bối cảnh dư cung tàu khi HAH có thể linh hoạt đội tàu giữa hai hình thức cho thuê định hạn và tự khai thác. Cụ thể, khi triển vọng sản lượng hàng hóa thấp, công ty có thể thực hiện cho thuê đội tàu hoạt động tại các khu vực khác. Từ đó, doanh nghiệp có thể xem xét tình hình hoạt động của đội tàu đó trước khi đưa ra quyết định mở rộng các tuyến vận tải mới và tự đưa vào vận hành.

- Đội tàu trẻ sẽ giúp HAH còn nhiều dư địa và tiềm năng tăng trưởng khi thị trường XNK hồi phục trở lại. Cùng với đó, việc liên tục đầu tư thêm tàu mới sẽ tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu của vận tải Hải An tại thị trường Việt Nam.

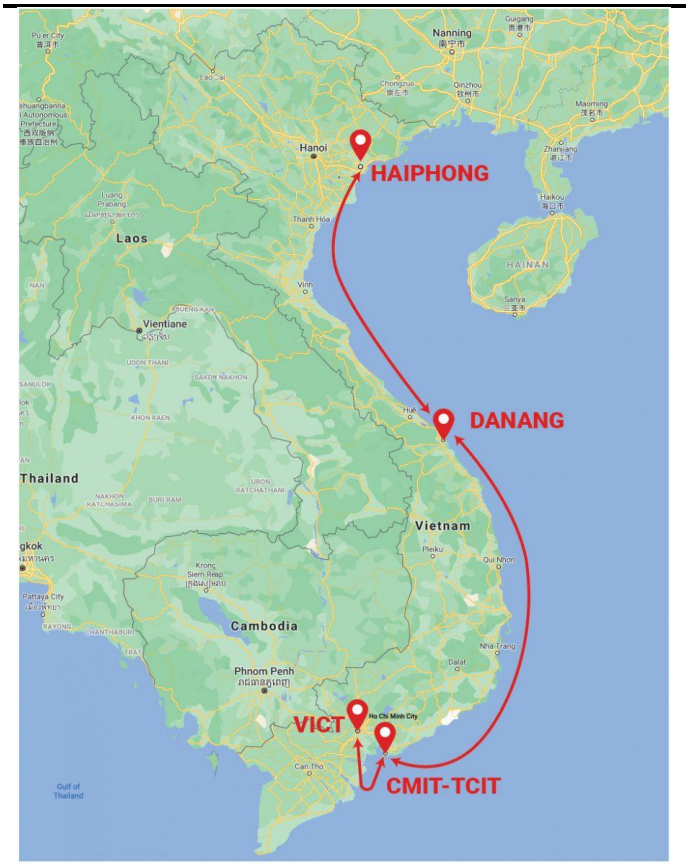
Hình 19: HAH sở hữu đội tàu container lớn nhất tại Việt Nam



Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam, VNDIRECT RESEARCH

HAH đang mở rộng các tuyến vận tải biển ở thị trường nội Á

Hình 20: Các tuyến vận tải nội địa của HAH



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Các tuyến vận tải quốc tế của HAH

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hoạt động tự vận hành tàu biển của HAH tập trung trên cả chặng nội địa và nội Á:

- Theo Bộ Luật Hàng hải Việt Nam 2015, hàng hóa, hành khách và hành lý vận chuyển nội địa đường biển được chuyên chở bằng tàu biển Việt Nam. Với thị trường vận tải nội địa được đảm bảo dành cho đội tàu Việt Nam, các tàu hoạt động vận tải nội địa của HAH chủ yếu hoạt động trên tuyến Hải Phòng – Đà Nẵng – Hồ Chí Minh với tần suất 2-3 chuyến/tuần mỗi tàu tại các cảng như: cảng Hải An tại Hải Phòng, cảng Tiên Sa tại Đà Nẵng, cảng Chân Mây tại Thừa Thiên – Huế, cảng Container quốc tế Việt Nam tại TP. Hồ Chí Minh.

- Giai đoạn nửa đầu năm 2022, HAH đã khai trương 02 tuyến vận tải container nội Á: Hải Phòng – HongKong – Nansha – Hải Phòng và Hải Phòng – Khâm Châu. Hiện nay, Hải An đang chạy 3-4 chuyến quốc tế/tuần trên tuyến nội Á khai thác trực tiếp tới Trung Quốc. Thêm vào đó, Hải An còn tham gia dự án liên doanh Zim – Hải An hợp tác với hãng tàu Zim và đã thực hiện khai trương tuyến vận tải container Việt Nam – Malaysia vào đầu tháng 03/2023. Vào đầu T3/23, liên doanh chính thức khai trương tuyến Hải Phòng – Hồ Chí Minh – Port Kelang – Hồ Chí Minh – Hải Phòng bằng tàu vận tải container chạy thẳng đầu tiên – HaiAn Link có sức chở 1.100 TEU. Chúng tôi cho rằng việc mở thêm các tuyến vận tải mới sẽ góp phần từng bước nâng cao thị phần và năng lực vận tải container trong khu vực đồng thời đưa danh tiếng của HAH phổ biến hơn trên thị trường quốc tế. Tuy nhiên, do chưa có nhiều kinh nghiệm hoạt động trên thị trường nội Á cũng như chưa có tệp khách hàng nhất định, HAH đang hoạt động vận tải quốc tế với mức giá cước thấp hơn trên thị trường nhằm thu hút khách hàng.

Hoạt động cho thuê định hạn duy trì vai trò quan trọng trong chiến lược kinh doanh của HAH

Bên cạnh hoạt động tự khai thác tàu, HAH còn tiến hành thực hiện cho thuê tàu nhằm tận dụng giá cho thuê tăng mạnh và tối thiểu những tác động từ việc chi phí nhiên liệu neo cao trong giai đoạn 2021-22. Giá cho thuê đạt đỉnh dành cho tàu có công suất 1.700 TEU trong giai đoạn này lên tới 30.000 USD/ngày. Do các hợp đồng của HAH thường được ký trong 6-12 tháng, việc có những hợp đồng dài hạn từ cuối năm 2022 sẽ giúp Hải An đảm bảo được doanh thu cho nửa đầu năm 2023 bất chấp các biến động về giá cước.

Mức giá cho thuê tàu trung bình toàn ngành hiện cho tàu cỡ 1.100 TEU là 10.000 USD/ngày và tàu 1.700 TEU là 13.000 USD/ngày. Mức giá trên thấp hơn một nửa so với 2 hợp đồng cho thuê Anbien Bay và HaiAn East kết thúc vào cuối năm 2023 là 30.000 USD/ngày.

Hình 22 : Giá thuê cho tàu cỡ 1.700 TEU chạm mốc 13.000 USD/ngày (dữ liệu vào T8/23)

		Giá cho thuê theo cỡ tàu (Đvt: USD)								
Ngày	Index	700	1.100	1.700	2.500	2.700	3.500	4.250	6.500	8.500
18/08/2023	1.098	7.900	10.000	13.000	15.250	16.000	18.000	20.000	38.000	45.000
11/08/2023	1.106	8.000	11.250	13.250	15.000	16.000	18.000	21.000	38.000	45.000
04/08/2023	1.109	8.000	11.500	13.500	15.000	16.000	18.000	21.000	38.000	45.000
28/07/2023	1.112	8.000	11.500	13.500	15.000	16.000	18.000	21.500	38.000	45.000

Nguồn: Harper Petersen, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi thực hiện ước tính hiệu quả hoạt động cho thuê định hạn của HAH, với ước tính trên khoản đầu tư 1 tàu 1.700 TEU với tỷ lệ chi phí vốn tự có 40% và vốn vay 60% để tính ROE. Với mức giá cước cho thuê trong năm 2023 dao động trung bình tại 13.500 USD/ngày và lãi suất là 8,5%/năm ở thời điểm hiện tại, ROE của riêng hoạt động cho thuê trong giai đoạn này đạt 23,9%. Với giả định lãi suất tiếp tục giảm và giá cước cho thuê được cải thiện vào giai đoạn cuối năm 2023, chúng tôi ước tính ROE của hoạt động cho thuê định hạn có thể đạt 31,0% trong 2023-24. Mặc dù giá cước cho thuê trong năm 2023-24 không còn neo cao như trước, chúng tôi cho rằng hoạt động cho thuê định hạn của doanh nghiệp vẫn sẽ đóng vai trò quan trọng khi đội tàu được đầu tư mạnh mẽ trong năm 2023-24, giúp DN (1) linh hoạt hơn trong việc cân đối hoạt động cho thuê cùng với nhu cầu tự khai thác đội tàu và (2) có thể thăm dò thị trường tại các khu vực mới.

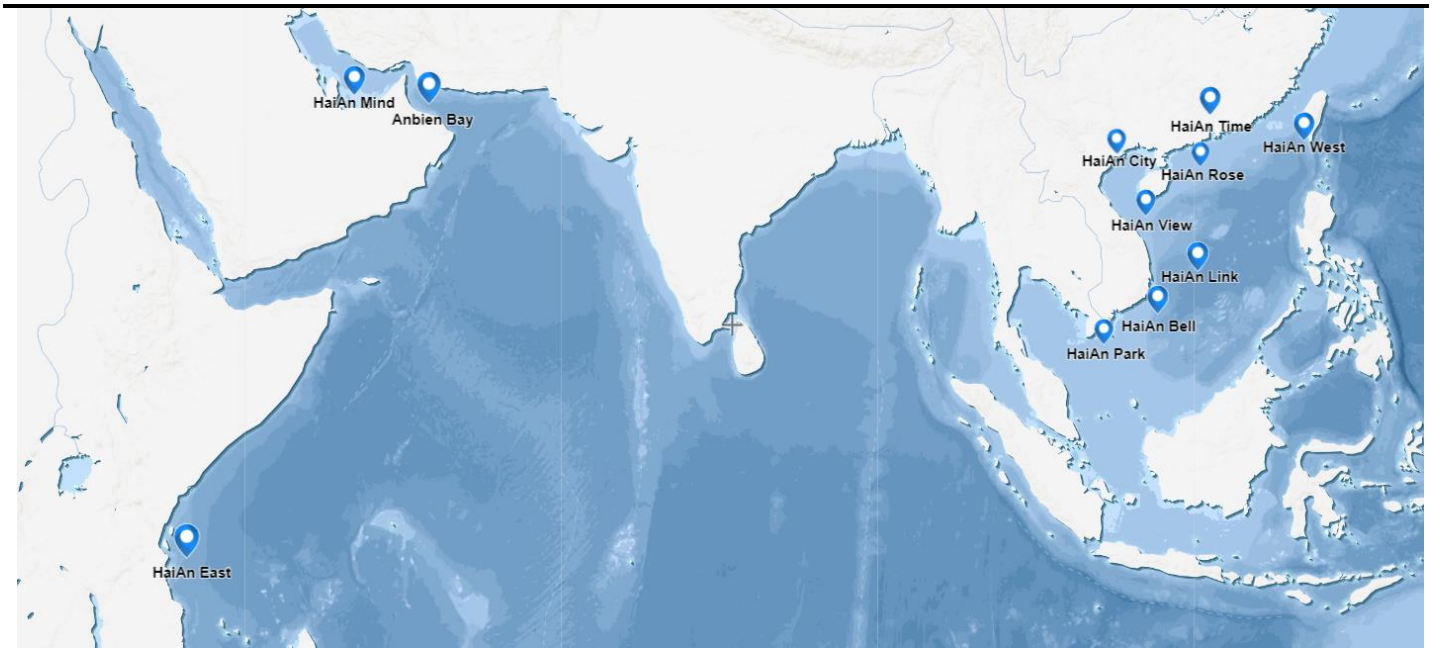
Hình 23: Chúng tôi ước tính ROE của hoạt động cho thuê trong 2023-24 đạt 23,9%

Bảng phân tích độ nhạy ROE hoạt động cho thuê mỗi tàu cỡ 1.700 TEU năm 2023						
		Giả định giá cước (USD/ngày)				
		12.500	13.000	13.500	14.500	15.500
Giả định lãi suất (%)	5,5%	22,8%	24,2%	25,5%	28,3%	31,0%
	7,0%	22,0%	23,3%	24,7%	27,4%	30,2%
	8,5%	21,2%	22,5%	23,9%	26,6%	29,3%
	9,0%	20,9%	22,2%	23,6%	26,3%	29,1%
	9,5%	20,6%	22,0%	23,3%	26,1%	28,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cập nhật tình trạng hoạt động đội tàu vào T8/2023, HAH đang duy trì tự vận hành 07 tàu hoạt động chủ yếu trên các tuyến nội địa và các tuyến nội Á. Còn lại 04 tàu cho thuê định hạn bao gồm HaiAn Mind, Anbien Bay, HaiAn East và HaiAn West.

Hình 24: Vị trí đội tàu của HAH (cập nhật T8/2023)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hoạt động khai thác cảng định hướng phụ trợ cho đội tàu

Hoạt động khai thác cảng có sự hỗ trợ lớn từ hoạt động vận tải biển

Cảng Hải An là cảng container bắt đầu được đưa vào khai thác vào cuối năm 2010, nằm ở trên sông Cấm, phía trước cầu Bạch Đằng – vị trí thượng nguồn, cách cửa ngõ 10km. Sau khi cầu Bạch Đằng xây dựng xong, cảng Hải An đã mất đi nhiều đối tác do vị trí không thuận lợi, bị hạn chế luồng vào cảng và không có khả năng đón tàu trọng tải lớn. Cảng có khả năng tiếp nhận được tàu có công suất đạt khoảng 1.800 TEU do bị giới hạn bởi mực nước -9m. Công suất khai thác ban đầu của cảng Hải An là 250.000 TEU/năm.

Hình 24: Vị trí Cảng Hải An trở nên kém thuận lợi từ khi cầu Bạch Đằng được xây dựng

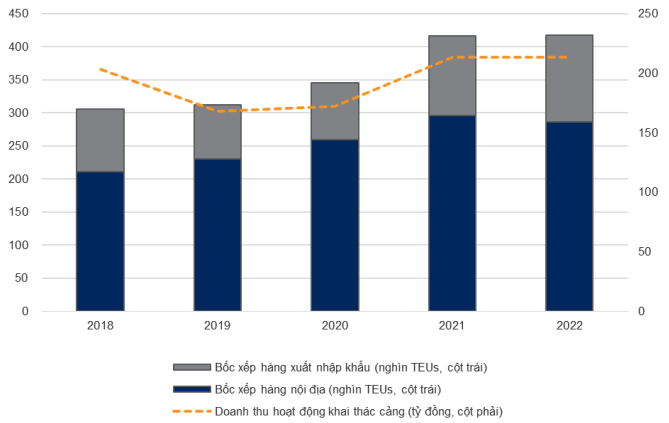
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Để duy trì hoạt động, cảng Hải An đã chuyển công năng sang bốc xếp hàng hóa nội địa, tỷ trọng sản lượng hàng hóa nội địa thông qua cảng đạt trung bình 71,5% trên tổng sản lượng hàng hóa tại cảng. Dù vị trí không thuận lợi, hoạt động khai thác cảng của công ty vẫn liên tục đạt sản lượng vượt mức công suất thiết kế trong nhiều năm gần đây nhờ sự hỗ trợ từ hoạt động vận tải biển của HAH. Thêm vào đó, việc HAH dần mở rộng hoạt động sang các tuyến vận tải nội Á gần đây cũng sẽ tác động tích cực tới tỷ trọng hàng xuất nhập khẩu tại cảng Hải An, giúp cho hoạt động khai thác cảng khởi sắc hơn.

Hình 25: Cảng Hải An

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Cơ cấu sản lượng khai thác cảng Hải An



Nguồn: BÁO CÁO THƯỜNG NIÊN, VNDIRECT RESEARCH

Mở rộng khai thác depot khi cảng Hải An đã vượt công suất

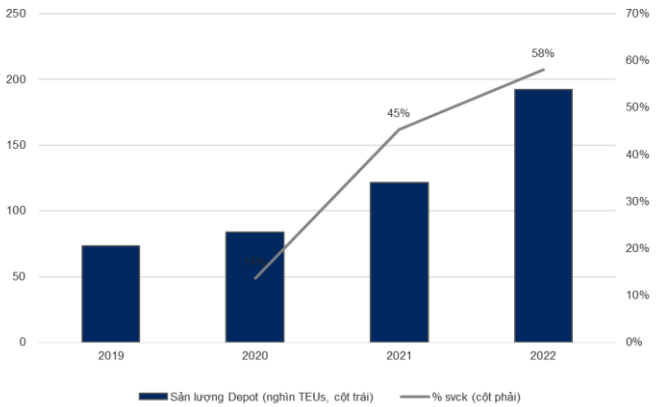
Khi cảng Hải An đã vượt công suất thiết kế, HAH đã quyết định đầu tư thêm cảng depot Pan Hải An tại KCN Nam Đình Vũ nhằm mở rộng chuỗi cung ứng. Năm 2017, HAH và Công ty Pantos Holdings Incorporation (Hàn Quốc) đã liên doanh thành lập công ty TNHH Pan Hải An với mục tiêu xây dựng đầu tư thêm cảng depot tại khu vực khu công nghiệp Nam Đình Vũ, quận Hải An, thành phố Hải Phòng. Cuối năm 2018, depot Pan Hải An chính thức đi vào hoạt động.

Việc triển khai depot giúp hãng tàu có thể hạn chế thuê ngoài các hoạt động lưu kho và bốc xếp cho bên thứ ba. Thêm vào đó, HAH cũng có thể chủ động hơn trong hoạt động phân phối và vận chuyển đường bộ. Chính thức đi vào hoạt động cuối năm 2018, sản lượng khai thác tại cảng depot Pan Hải An tăng trưởng trung bình gần 40%/năm. Tuy nhiên, biên LN gộp hoạt động khác của doanh nghiệp vẫn thấp do giai đoạn 2 của trung tâm logistics Pan Hải An mới được đưa vào khai thác trong nửa cuối năm 2020. Vì vậy, hoạt động kho bãi container của doanh nghiệp vẫn chưa đạt mức tối đa công suất thiết kế trong giai đoạn vừa qua. Riêng trong năm 2022, sản lượng khai thác đạt gần 193.000 TEUs (+58% svck). Theo ước tính, depot Pan Hải An có doanh thu đạt 176 tỷ đồng, LNTT đạt 23,6 tỷ đồng trong 2022.

Hình 27: Depot Pan Hải An

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Sản lượng khai thác depot Pan Hải An



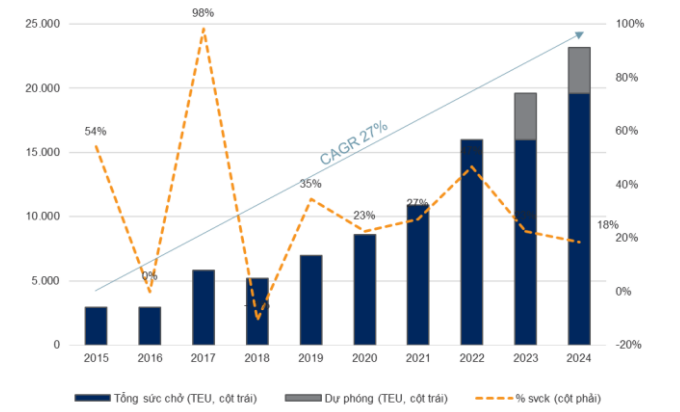
Nguồn: BÁO CÁO THƯỜNG NIÊN, VNDIRECT RESEARCH

Tỷ lệ nợ vay gia tăng nhằm phục vụ tham vọng mở rộng đội tàu

HAH dự kiến đóng mới 4 tàu vào năm 2023-24, trung bình mỗi tàu có công suất 1.800 TEU. Việc hoàn thành kế hoạch nâng cấp đội tàu dự kiến sẽ giúp quy mô đội tàu doanh nghiệp đạt mức tăng trưởng bình quân hàng năm là 27% trong giai đoạn 2015-2024, qua đó củng cố vị thế đội tàu trên thị trường vận tải container nội địa. Chúng tôi cho rằng việc đầu tư mua mới là cần thiết do đội tàu đã có 3 tàu trên 20 năm bao gồm HaiAn Park, HaiAn Time và HaiAn Bell đều thuộc loại tàu cỡ nhỏ. Do đó, công ty cần có những tàu mới và lớn hơn để duy trì năng lực vận tải cũng như mở rộng thị trường.

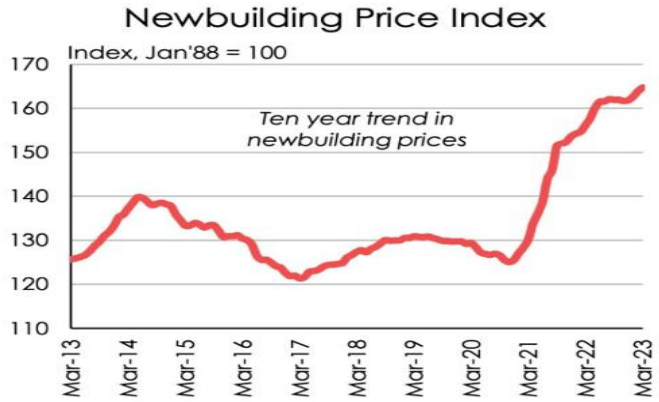
Theo Clarksons Research, giá đóng tàu mới đã tăng 2% từ đầu năm nay sau khi đã tăng lần lượt 22%/5% vào năm 2021-22. Trong vài năm qua, số lượng đơn đặt tàu mới tại các bến cảng châu Á tăng kỷ lục đối với tàu chở container. Giai đoạn 2021-22 đã đánh dấu giai đoạn hoạt động tích cực nhất của ngành đóng tàu toàn cầu kể từ thời kỳ bùng nổ 2006-08 và 2013-15. Theo dự báo, “sự bận rộn” đó sẽ tiếp tục kéo dài đến năm 2025-26, do vậy chúng tôi cho rằng giá tàu sẽ tiếp tục neo ở mức cao. Với kế hoạch đóng mới tổng cộng 4 tàu trong năm 2023-24, HAH dự kiến chi phí bỏ ra để mua tàu là tổng cộng 2.000 tỷ VND.

Hình 29: Dự phóng tình hình đội tàu HAH 2023-24



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Giá đóng tàu mới tiếp tục neo cao

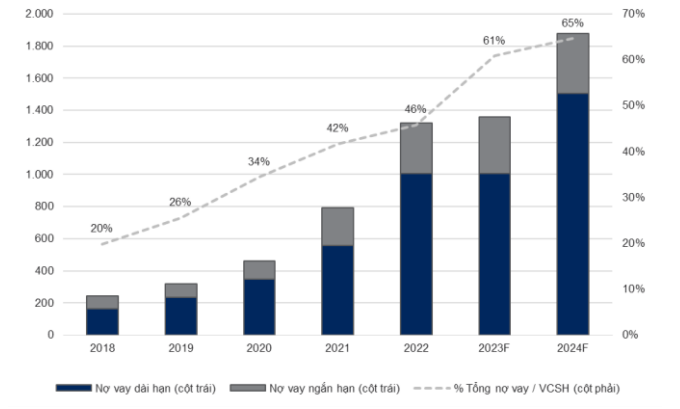


Nguồn: Clarksons, VNDIRECT RESEARCH

Với việc liên tục gia tăng đội tàu trong các năm vừa qua, tỷ lệ tổng nợ vay trên vốn chủ sở hữu của HAH đã tăng từ 20% năm 2018 lên 46% vào cuối năm 2022 với tổng nợ vay đạt mức 1.322 tỷ. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ này trong năm 2023-24 sẽ ở mức 61%/65% khi doanh nghiệp sẽ tiếp tục huy động các nguồn vay để thực hiện mở rộng đội tàu. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây hoàn toàn là mức rủi ro nằm trong tính toán của doanh nghiệp.

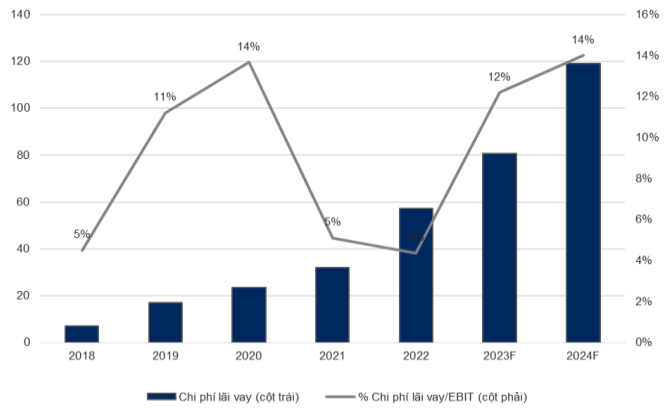
Theo kế hoạch, HAH dự kiến phát hành tối đa 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi có thời hạn 4-5 năm với lãi suất danh nghĩa cố định tối đa là 6%/năm. Đồng thời, hình thức phát hành trái phiếu có đi kèm quyền lợi chuyển đổi sang cổ phiếu nhằm bù đắp cho trái chủ với điều kiện lãi suất thấp hơn lãi suất thị trường. Nếu như phát hành thành công, tổng nợ vay của doanh nghiệp sẽ đạt mức 1.822 tỷ đồng. Trong năm 2023-24, chúng tôi ước tính khoản chi phí lãi vay HAH lần lượt là 81/119 tỷ đồng, chiếm lần lượt 12%/14% EBIT của doanh nghiệp.

Hình 31: Dự phóng tỷ lệ D/E của HAH lần lượt đạt 61%/64 trong 2023-24… (Đv: tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 32: … và chi phí lãi vay / EBIT lần lượt là 12%/14% (Đv: tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Dự phóng tình hình kinh doanh 2023-24

Quy mô đội tàu tăng giúp doanh nghiệp tận dụng đà phục hồi của thị trường

Chúng tôi dự phóng doanh thu hoạt động tự vận hành tàu của HAH lần lượt là -24%/ +39% svck trong giai đoạn 2023-24 dựa trên:

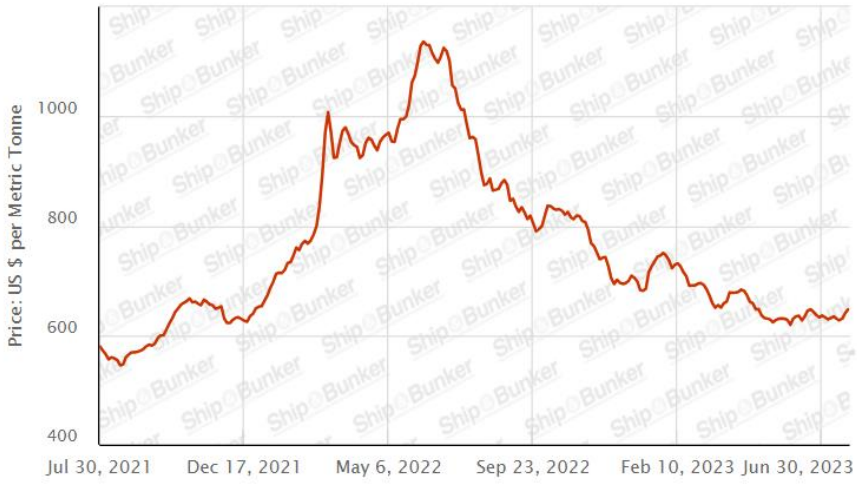
- Chúng tôi cho rằng sản lượng khai thác tàu của doanh nghiệp sẽ đạt mức 372.000 TEU trong năm 2023, giảm 5% svck do triển vọng suy yếu trong nửa đầu năm 2023 và bắt đầu khởi sắc trong nửa cuối năm do (1) kỳ vọng phục hồi nhu cầu sản xuất và tiêu dùng hàng hóa nội địa (2) hoạt động giao thương giữa Trung Quốc với các quốc gia thuộc khu vực Đông Nam Á sẽ tiếp tục duy trì tích cực trong nửa cuối năm. Bước sang năm 2024 với đội tàu lớn mạnh hơn, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sản lượng khai thác tàu ở mức 25% svck, đạt 465.000 TEU.

- Trải qua 6 tháng đầu năm 2023 với giá cước vận tải biển nội địa giảm hơn 20% svck, doanh nghiệp sẽ tiếp tục hoạt động với mức giá cước thấp khi nguồn cùng tàu vẫn đang neo cao trong giai đoạn tới. Bước sang 2024, chúng tôi kỳ vọng giá cước vận tải biển của HAH có thể cải thiện khoảng 11% svck, đạt trung bình 12.000.000 đồng/40ft khi nhu cầu vận tải hồi phục trở lại.

Cùng với đó, chúng tôi dự báo biên LN gộp hoạt động khai thác tàu của HAH có thể duy trì trung bình ở mức gần 31% trong 2023-24 do:

- Chúng tôi dự phóng giá dầu lưu huỳnh thấp (VLSFO) sẽ duy trì quanh mức trung bình 650 USD/mt trong năm 2023-24, điều này giúp doanh nghiệp giảm thiểu chi phí nhiên liệu (trung bình chiếm 28% cơ cấu chi phí khai thác tàu).

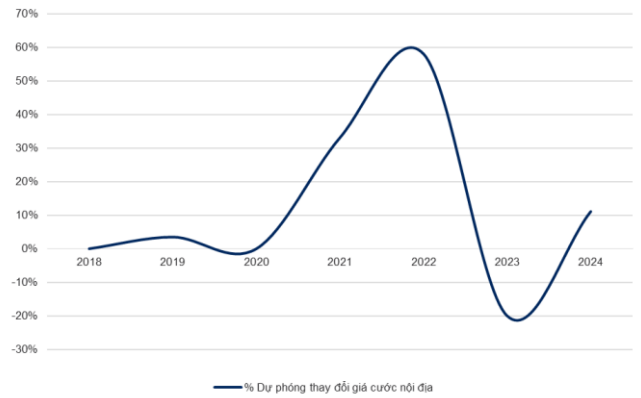
Hình 33: Giá dầu VLSFO đã giảm hơn 40% kể từ đỉnh



Nguồn: Ship&Bunker, VNDIRECT RESEARCH

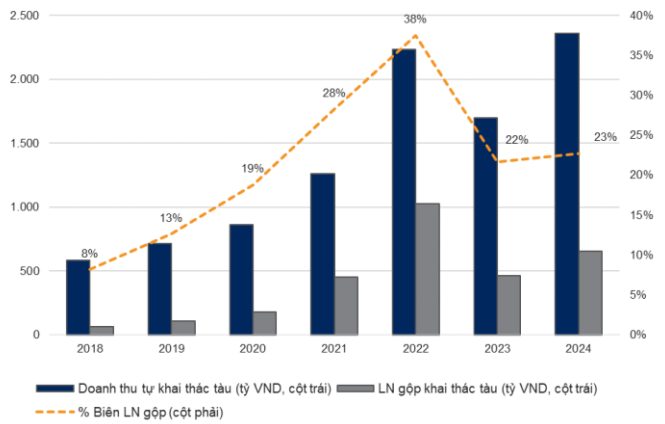
- Với số lượng tàu khai thác lớn hơn (11 tàu trong năm nay so với 9 tàu năm ngoái), chúng tôi dự phóng chi phí khấu hao lần lượt tăng 15%/68% svck khi dự kiến doanh nghiệp sẽ tiếp nhận 02 tàu mới vào cuối năm 2023 và 02 tàu còn lại khi bước sang năm 2024. Thêm vào đó, chúng tôi dự kiến các chi phí cập cảng và chi phí nhân công lần lượt tăng 14%/33% svck.

Hình 34: Dự phóng biến động giá cước vận tải nội địa của HAH



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 35: Dự phóng HĐKD hoạt động khai thác tàu HAH giai đoạn 2018-2024

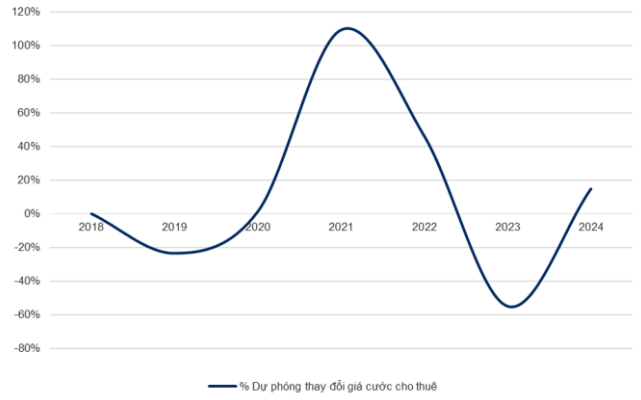


Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hoạt động cho thuê cũng sẽ phục hồi theo giá cước

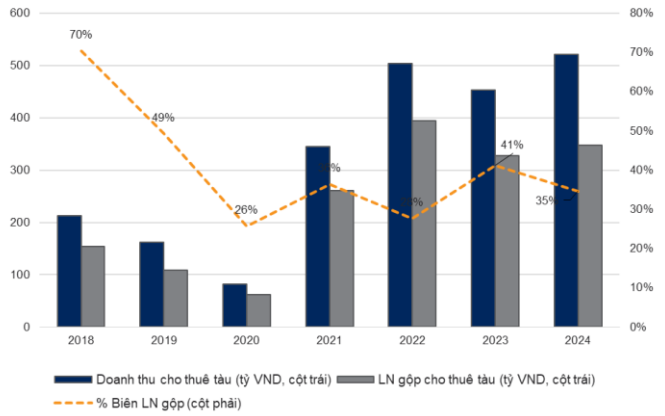
Theo ước tính của chúng tôi, giá cho thuê tàu 1.700 TEUs (chiếm phần lớn đội tàu HAH) sẽ duy trì ở mức trung bình 13.500 USD/ngày trong 6T cuối năm và hồi phục 10% lên 15.500 USD/ngày trong năm 2024 do kỳ vọng nhu cầu vận tải biển sẽ được cải thiện trong giai đoạn này.

Hình 36: Dự phóng biến động giá cước cho thuê tàu của HAH



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 37: Dự phóng HĐKD hoạt động cho thuê tàu HAH giai đoạn 2018-2024



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

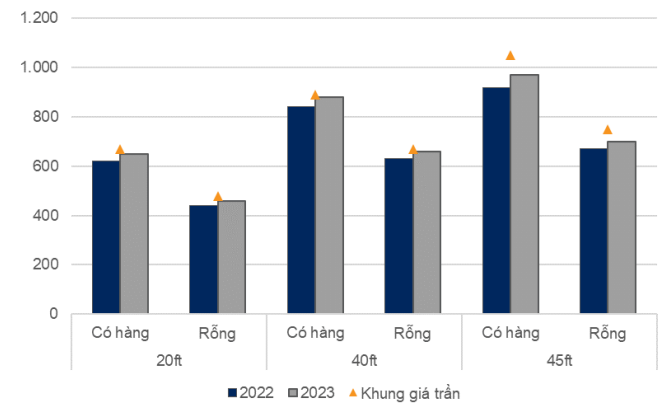
Trong năm 2023-24, chúng tôi dự phóng doanh thu hoạt động cho thuê lần lượt đạt 453/520 tỷ đồng, tăng trưởng -10%/15% svck do (1) kỳ vọng nhu cầu vận tải hàng hóa cải thiện khi bước sang năm 2024, (2) dự phóng giá cước lần lượt -55%/+15% svck và (3) doanh nghiệp dự kiến sẽ tiếp nhận thêm 4 tàu mới nhằm nâng cao tính linh hoạt của đội tàu.

Sản lượng khai thác cảng tiếp tục duy trì phụ trợ hoạt động vận tải

Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng sản lượng hàng hóa thông qua cảng Hải An của doanh nghiệp dự kiến sẽ lần lượt đạt mức 396.000/436.000 TEU, tăng trưởng lần lượt -5%/10% svck trong năm 2023-24 do vai trò phụ trợ cho tình hình hoạt động của đội tàu và kỳ vọng bắt đầu hồi phục từ nửa cuối năm 2023 so với mức nền thấp trước đó. Trong khi đó, giá dịch vụ xếp dỡ của HAH đã gần chạm khung giá trần theo quy định tại thông tư 54/2018/TT-BGTVT. Vì vậy,

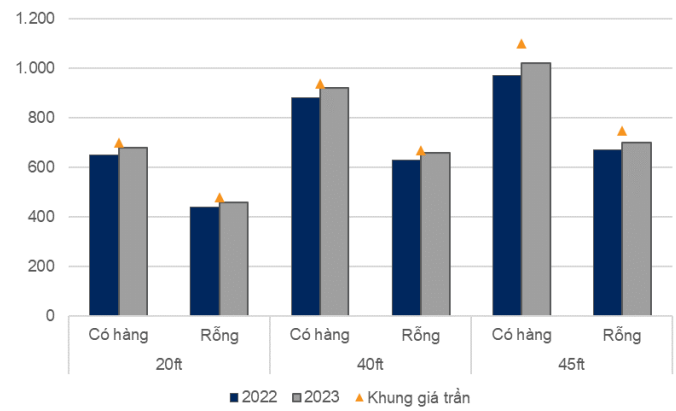
mặc dù giá dịch vụ xếp dỡ container của HAH đã tăng nhẹ trong năm 2023, tuy nhiên chúng tôi cho rằng mức giá này sẽ không có nhiều thay đổi trong thời gian tới.

Hình 38: Giá dịch vụ xếp dỡ hàng nội địa (đơn vị: nghìn đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 39: Giá dịch vụ xếp dỡ hàng xuất, nhập khẩu (đơn vị: nghìn đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

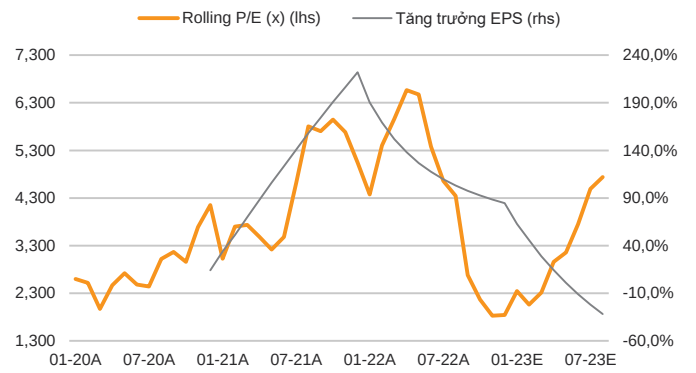
Tổng hợp lại, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần HAH trong năm 2023-24 lần lượt sẽ đạt mức 2.665/3.483 tỷ đồng với mức tăng trưởng lần lượt là -17%/31% svck. LN ròng trong giai đoạn này có thể đạt 449/516 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt đạt mức -45%/15% svck.

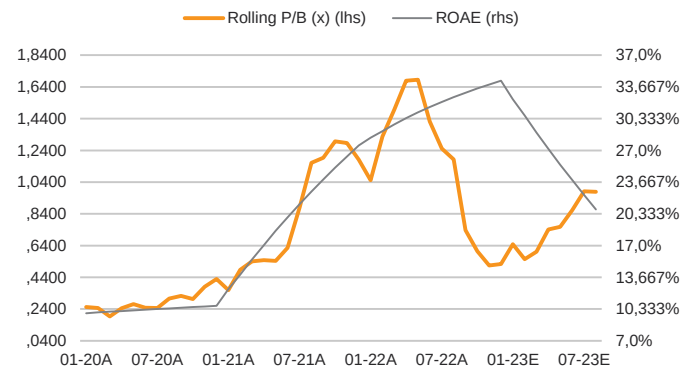
Hình 40: Tổng hợp dự phóng KQKD HAH trong năm 2023-24

Tỷ đồng	2022	2023	% svck	2024	% svck	Nhận xét
Tổng doanh thu	**3.206**	**2.665**	**-16,9%**	**3.483**	**30,7%**	
% svck	64%	-17%	-80,8 đ %	31%	47,6 đ %	
Doanh thu khai thác cảng	214	210	-1,7%	240	14,2%	
Sản lượng khai thác cảng (nghìn TEU)	*417*	*396*	*-5,0%*	*436*	*10,0%*	
Doanh thu khai thác tàu	2.740	2.152	-21,4%	2.880	33,8%	
Doanh thu tự vận hành tàu	2.236	1.699	-24,0%	2.360	38,9%	
Sản lượng khai thác tàu (nghìn TEU)	*392*	*372*	*-5,0%*	*465*	*25,0%*	
Giá cước vận tải biển tuyến HP - HCM (triệu đồng/ container 40ft	*13,5*	*10,8*	*-20,0%*	*12,0*	*11,1%*	
Doanh thu cho thuê tàu	504	453	-10,1%	520	14,8%	
Giá cước cho thuê (nghìn USD/ngày)	*30*	*14*	*-55,0%*	*16*	*14,8%*	
Doanh thu hoạt động khác	252	303	20,0%	363	20,0%	Hoạt động kho bãi Depot Pan Hải An sẽ tiếp tục tăng trưởng do (1) kho bãi chưa hoạt động hết công suất và (2) sở hữu vị trí thuận lợi cho hoạt động kho bãi tại KCN Nam Đình Vũ.
LN gộp	**1.422**	**793**	**-44,2%**	**1.001**	**26,2%**	
Biên LN gộp	*44%*	*30%*	*-14,6 đ %*	*29%*	*-1,0 đ %*	
Biên LN gộp khai thác cảng	49%	45%	-3,9 đ %	43%	-1,9 đ %	
Biên LN gộp khai thác tàu	48%	32%	-15,9 đ %	31%	-0,5 đ %	
Biên LN gộp hoạt động khác	6%	6%	-0,4 đ %	0%	-5,8 đ %	Hoạt động liên doanh Zim - Hải An mới đi vào hoạt động vào đầu năm 2023 cho nên vẫn còn những khó khăn và thách thức trước mắt. Chúng tôi ước tính hoạt động này sẽ đem lại LN cho doanh nghiệp từ năm 2025.
Giá vốn hàng bán	**1.784**	**1.872**	**4,9%**	**2.483**	**32,6%**	
% doanh thu	*56%*	*70%*	*14,6 đ %*	*71%*	*1,0 đ %*	
Giá vốn hàng bán khai thác cảng	109	116	5,9%	137	18,0%	
Giá vốn hàng bán khai thác tàu	1.438	1.472	2,3%	1.984	34,8%	
Giá vốn hàng bán hoạt động khác	236	285	20,4%	363	27,4%	
EBIT	**1.308**	**731**	**-44,1%**	**939**	**28,6%**	
Biên EBIT	*41%*	*25%*	*-16,0 đ %*	*24%*	*-0,4 đ %*	
Doanh thu tài chính	39	66	70,9%	83	25,5%	
Chi phí lãi vay	57	81	41,3%	103	28,0%	Năm 2023-24 chi phí lãi vay tăng mạnh do công ty huy động vốn vay để phục vụ mục đích đầu tư mở rộng đội tàu mới. Dự kiến bàn giao 02 tàu cỡ 1.800 TEUs vào cuối năm 2023 và 02 tàu trong năm 2024.
EBT	**1.272**	**650**	**-48,9%**	**850**	**30,8%**	
Thuế	*209*	*130*	*-37,9%*	*239*	*83,7%*	
LN ròng	**822**	**449**	**-45,3%**	**516**	**14,9%**	
Biên LN ròng	*26%*	*17%*	*-8,8 đ %*	*15%*	*-2,0 đ %*	
EPS cơ bản	**7.790**	**4.257**	**-45,3%**	**4.892**	**14,9%**	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá





Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	3.206	2.665	3.483
Giá vốn hàng bán	(1.784)	(1.872)	(2.483)
Chi phí quản lý DN	(114)	(131)	(150)
Chi phí bán hàng	0	0	0
LN hoạt động thuần	**1.308**	**662**	**850**
EBITDA thuần	1.586	991	1.403
Chi phí khấu hao	**(278)**	**(329)**	**(553)**
LN HĐ trước thuế & lãi vay	**1.308**	**662**	**850**
Thu nhập lãi	39	66	83
Chi phí tài chính	(76)	(93)	(116)
Thu nhập ròng khác	(27)	14	19
TN từ các Cty LK & LD	29	0	0
LN trước thuế	**1.272**	**650**	**836**
Thuế	(232)	(130)	(239)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(219)	(71)	(81)
LN ròng	**822**	**449**	**516**
Thu nhập trên vốn	822	449	516
Cổ tức phổ thông	(69)	(45)	(52)
LN giữ lại	**753**	**404**	**465**

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	415	84	391
Đầu tư ngắn hạn	140	115	171
Các khoản phải thu ngắn hạn	979	773	952
Hàng tồn kho	78	87	118
Các tài sản ngắn hạn khác	132	98	121
Tổng tài sản ngắn hạn	**1.745**	**1.157**	**1.752**
Tài sản cố định	2.744	3.750	4.746
Tổng đầu tư	140	125	164
Tài sản dài hạn khác	420	406	451
Tổng tài sản	**5.049**	**5.438**	**7.114**
Vay & nợ ngắn hạn	318	353	373
Phải trả người bán	148	53	102
Nợ ngắn hạn khác	444	320	374
Tổng nợ ngắn hạn	**910**	**726**	**849**
Vay & nợ dài hạn	1.004	1.504	2.004
Các khoản phải trả khác	248	212	667
Vốn điều lệ và	703	703	703
LN giữ lại	1.025	1.064	1.580
Vốn chủ sở hữu	**2.887**	**2.996**	**3.593**
Lợi ích cổ đông thiểu số			
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	**5.049**	**5.438**	**7.114**

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	**1.272**	**650**	**836**
Khấu hao	278	329	553
Thuế đã nộp	(209)	(130)	(239)
Các khoản điều chỉnh khác	(20)	32	38
Thay đổi VLĐ	**(27)**	**(346)**	**254**
LC tiền thuần HĐKD	**1.295**	**535**	**1.442**
Đầu tư TSCĐ	(1.604)	(1.320)	(1.588)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	8	(12)	(72)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(66)	(25)	56
LC tiền từ HĐĐT	**(1.661)**	**(1.357)**	**(1.603)**
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	20	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	347	535	521
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(69)	(45)	(52)
LC tiền thuần HĐTC	**299**	**490**	**469**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	485	415	84
LC tiền thuần trong năm	**(67)**	**(332)**	**307**
Tiền & tương đương tiền cuối kì	417	84	391

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	25,6%	16,9%	14,8%
Vòng quay TS	0,77	0,51	0,56
ROAA	19,8%	8,6%	8,2%
Đòn bẩy tài chính	1,73	1,78	1,90
ROAE	34,3%	15,3%	15,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	27,1	27,1	27,2
Số ngày nắm giữ HTK	16,0	17,0	17,4
Số ngày phải trả tiền bán	30,4	10,4	15,1
Vòng quay TSCĐ	1,50	0,82	0,82
ROIC	19,5%	9,3%	8,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,9	1,6	2,1
Khả năng thanh toán nhanh	1,8	1,5	1,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,3	0,7
Vòng quay tiền	12,8	33,7	29,5
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	63,9%	(16,9%)	30,7%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	107,9%	(49,4%)	28,4%
Tăng trưởng LN ròng	84,5%	(45,3%)	14,9%
Tăng trưởng EPS	84,5%	(63,6%)	14,9%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích
Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng phòng
Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Đặng Huy Hoàng – Chuyên viên phân tích
Email: hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
Điện thoại: +84 2439724568
Email: research@vndirect.com.vn
Website: https://vndirect.com.vn