

## CTCP VẬN TẢI VÀ XẾP DỠ HẢI AN (HSX: HAH)

### Thử thách vẫn đang chờ đón phía trước

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yooy)
Doanh thu thuần	655	845	-22,5%	652	0,4%
Lợi nhuận sau thuế	119	171	-30,6%	200	-40,5%
EBIT	162	239	-32,1%	316	-48,7%
Tỷ suất EBIT	24,8%	28,3%	-3,5 pps	48,5%	-23,7 pps

Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

### Q1-FY23 – Trải qua giai đoạn đi xuống cùng toàn ngành hàng hải

- Trong bối cảnh khó khăn chung của toàn ngành, sản lượng container xếp dỡ và vận chuyển của HAH tăng trưởng âm, lần lượt đạt 86 nghìn TEU (-7% YoY) và 82 nghìn TEU (-4% YoY), tương ứng hoàn thành 21% và 25% kế hoạch năm 2023.
- Doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 655 tỷ đồng (+ 0% YoY và -23% QoQ) và 119 tỷ đồng (-41% YoY và -31% QoQ), tương ứng hoàn thành 22% và 24% kế hoạch đặt ra cho năm 2023. Mặc dù, giá cước vận tải và giá cho thuê tàu đã giảm sâu, nhưng nhờ vào đóng góp từ các tuyến vận tải mới và có nhiều hơn các con tàu cho thuê đã giúp cho doanh thu của HAH đi ngang so với cùng kỳ. Trong khi đó, ký kết hai hợp đồng cho thuê tàu trong ngắn hạn và sự ổn định của lĩnh vực cảng biển, đã giúp cho LNST của HAH giảm ít hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi.

### Triển vọng 2023F – Khó khăn chưa thực sự qua đi

- Dự phóng sản lượng container vận tải đạt 377 nghìn TEU (-4% YoY) do nhu cầu vận chuyển hàng hóa trong nước và quốc tế âm ảm khi các doanh nghiệp thiếu vắng đơn hàng xuất khẩu. Sản lượng container xếp dỡ cũng giảm nhẹ so với năm 2022, đạt 402 nghìn TEU (-4% YoY) với lượng hàng được đảm bảo nhờ đội tàu HAIAN Lines và SM Lines. Đối với hoạt động cho thuê tàu, chúng tôi giả định HAH sẽ giữ nguyên cơ cấu đội tàu và giá cước tái ký sau khi kết thúc các hợp đồng cho thuê ngắn hạn lần lượt là 14.000 USD/ngày và 17.000 USD/ngày đối với tàu loại 1.100 TEU và 1.700 TEU.
- Dự phóng doanh thu và LNST của HAH lần lượt đạt 2.770 tỷ đồng (-14% YoY) và 526 tỷ đồng (-36% YoY) cho năm 2023. EPS cho năm 2023 sẽ đạt 7.472 đồng.

### Định giá và khuyến nghị

Bước sang Q2-FY23, giá cước vận tải biển có thể duy trì ổn định sau một thời gian dài lao dốc, trong khi giá cước thuê tàu có sự cải thiện nhẹ khi đã tạo đáy trong Q1-FY23. Điều này, được xem như một điểm tựa tâm lý rằng hoạt động kinh doanh của HAH sẽ không còn gặp phải quá nhiều tác động từ việc giảm giá cước.

Kết hợp hai phương pháp P/B và EV/EBITDA, giá mục tiêu của chúng tôi cho cổ phiếu HAH là **45.200 đồng/cổ phiếu**, tương đương tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 5% dựa trên giá đóng cửa ngày 08/06/2023. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong trung hạn cho cổ phiếu HAH, thể hiện quan điểm tích cực của chúng tôi về khả năng cải thiện lợi nhuận trong hai quý tiếp theo của năm 2023, nhờ sự đóng góp của các tàu cho thuê mới.

Trong dài hạn, khả năng duy trì giá cước cho thuê cao như hiện tại và triển vọng phục hồi của mảng vận tải biển là những biến số mà các NĐT cần tiếp tục theo dõi.

## TÍCH LŨY +5%

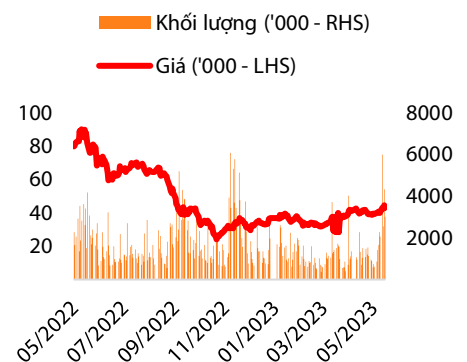
Giá thị trường (VND)	42.850
Giá mục tiêu (VND)	45.200

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng hải
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.014,3
SLCPDLH (triệu CP)	70,3
KLGD bình quân 20 phiên	1.791,6
Free Float (%)	100
Giá cao nhất 52 tuần	81.600
Giá thấp nhất 52 tuần	24.050
Beta	1,15

	FY2022	Hiện tại
EPS	11.684	10.638
Tăng trưởng EPS (%)	28	29
EPS điều chỉnh	5.744	5.218
P/E	5,6	4,7
P/B	0,8	1,3
EV/EBITDA	2,3	2,6
Tỷ suất cổ tức (%)	3,1	2,3
ROE (%)	35,6	24,8

### Diễn biến giá



### Cổ đông lớn (%)

CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà	14,53
CTCP Đầu tư Sao Á D.C	10,67
CT TNHH Quý TM Holding	4,41
Khác	70,39
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	43,96

### Cao Ngọc Quân

(084) 028- 6299 2006 – Ext 2223

[quan.cn@vdsc.com.vn](mailto:quan.cn@vdsc.com.vn)

**Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q1/2023**

(Tỷ đồng)	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Doanh thu	655	845	-22,5%	652	0,4%
Lợi nhuận gộp	192	271	-29,0%	340	-43,4%
Chi phí bán hàng và quản lý	30	32	-4,9%	24	27,2%
Thu nhập HĐKD	162	239	-32,1%	316	-48,7%
EBITDA	245	318	-22,9%	368	-33,4%
EBIT	162	239	-32,1%	316	-48,7%
Chi phí tài chính	21	52	-60,3%	10	118,9%
- Chi phí lãi vay	19	21	-6,5%	9	110,4%
Khấu hao	83	78	5,4%	52	60,0%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	153	232	-34,0%	320	-52,2%
Lợi nhuận sau thuế	119	171	-30,6%	200	-40,5%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	119	171	-30,6%	200	-40,5%

Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1/2023**

Chỉ tiêu	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi</b>					
TS lợi nhuận gộp	29,4%	32,0%	-2,7 pps	52,1%	-22,7 pps
EBITDA/Doanh thu	37,4%	37,6%	-0,2 pps	56,4%	-19,0 pps
EBIT/Doanh thu	24,8%	28,3%	-3,5 pps	48,5%	-23,7 pps
TS lợi nhuận ròng	18,2%	20,3%	-2,1 pps	30,6%	-12,5 pps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	23,4%	27,4%	-4,1 pps	51,2%	-27,9 pps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
-Hàng tồn kho	26	29	-3,0	21	5,5
-Khoản phải thu	2,6	3,4	-0,8	2,2	0,5
-Khoản phải trả	1,0	1,1	-0,1	0,8	0,3
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	25,2%	31,2%	-5,9 pps	34,7%	-9,5 pps

Nguồn: CTCK Rồng Việt (\*) thường niên hóa

**Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2/2023**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY23	+/- qoq	+/- yoy	Luận điểm Q2/2023:
Doanh thu	720	9,9%	-22,5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dự phóng sản lượng của cảng Hải An/vận tải Q2-FY23 lần lượt là 103 nghìn TEU (-8% YoY và +20% QoQ) và 98 nghìn TEU (-8% YoY và +20% QoQ), tốc độ tăng trưởng thể hiện nhu cầu giao thương chưa thể sớm cải thiện.</li> <li>Tốc độ tăng trưởng doanh thu bắt đầu giảm nhanh hơn so với cùng kỳ do cả hai yếu tố về sản lượng giảm và giá cước duy trì ở mức thấp.</li> <li>Lợi nhuận gộp giảm mạnh do doanh thu giảm trong khi chi phí giá vốn vẫn duy trì ở mức cao.</li> <li>Q2-FY23 bắt đầu phải thanh toán lãi vay đối với khoản nợ 280 tỷ đồng mua tàu HAIAN ROSE.</li> </ul>
Lợi nhuận gộp	248	28,9%	-42,9%	
EBIT	214	31,8%	-47,3%	
LNST	130	9,2%	-45,8%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Cập nhật KQKD Q1-FY2023**

Tháng 2/2023, HAH đã cho thuê định hạn hai tàu HAIAN BELL và HAIAN ROSE với thời hạn hợp đồng tương đối ngắn từ 3 – 5 tháng, có giá cước cho thuê lần lượt là 11.750 USD/ngày và 13.750 USD/ngày. Cũng trong thời gian này, năng lực vận tải của đội tàu vẫn được đảm bảo khi HAH nhận tàu HAIAN CITY về tự vận hành sau khi kết thúc hợp đồng thuê định hạn và thuê thêm một tàu TC SYMPHONY của Tân Cảng.

Trong Q1/2023, HAH khai trương hai tuyến vận tải mới:

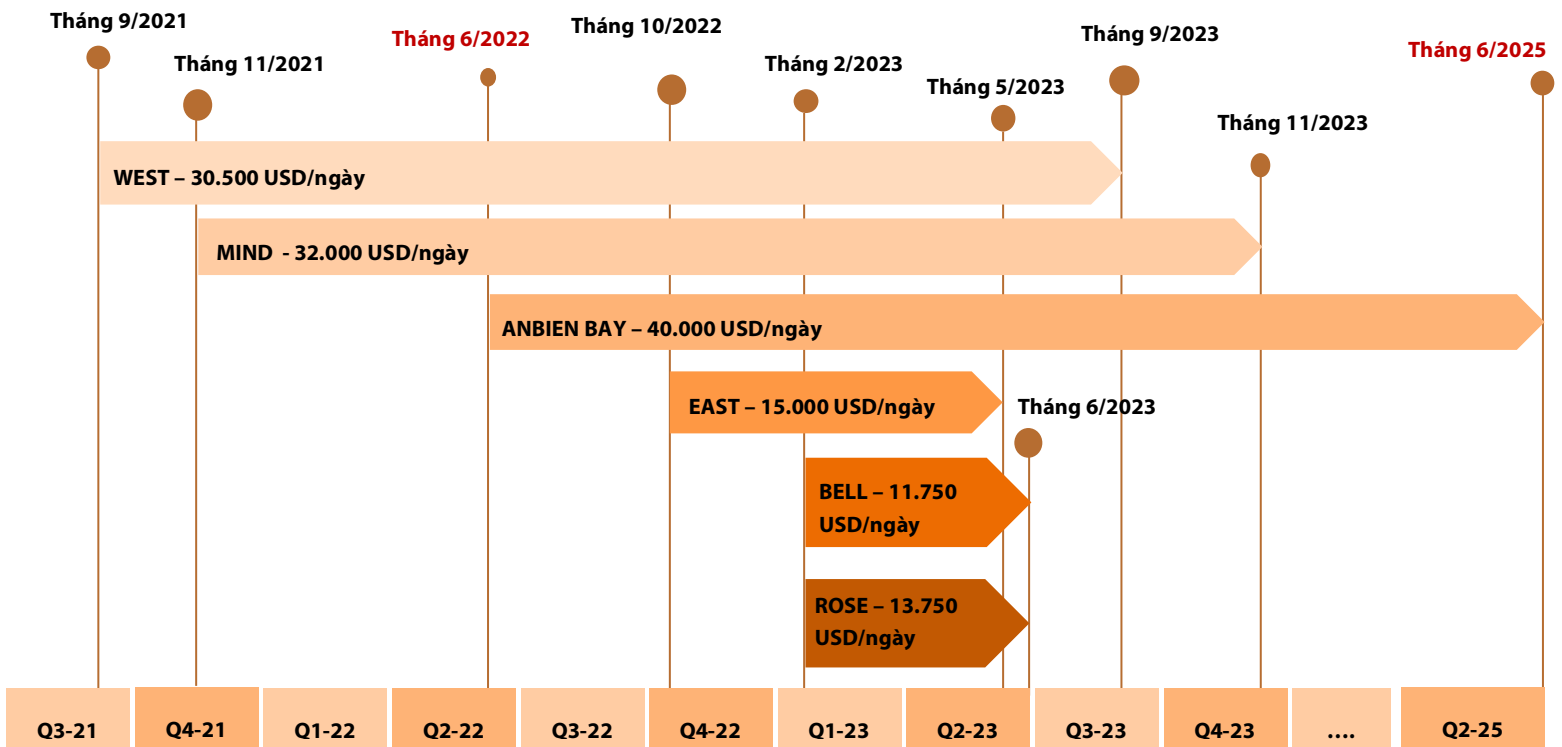
- Tuyến vận tải nội địa với lịch trình Hải Phòng – Chân Mây – HCM.
- Tuyến vận tải quốc tế với lịch trình từ Hải Phòng – HCM – Port Kelang (Malaysia) và ngược lại, thông qua công ty con là Công ty TNHH Liên doanh ZIM – HAIAN với thương hiệu là Lotus Link. Đây là tuyến vận tải đầu tiên của ZIM – HAIAN được phục vụ bằng hai con tàu có kích cỡ 1.100 TEU là HAIAN LINK và TC SYMPHONY.

**Bảng 1: Danh sách đội tàu trong Q1-FY23**

STT	Tên tàu	Cung tải (TEU)	Hình thức hoạt động
1	HAIAN PARK	787	Tự vận hành
2	HAIAN TIME	1.032	Tự vận hành
3	HAIAN BELL	1.200	Cho thuê định hạn
4	HAIAN LINK	1.060	Tự vận hành
5	HAIAN MIND	1.794	Cho thuê định hạn
6	HAIAN VIEW	1.577	Tự vận hành
7	HAIAN WEST	1.740	Cho thuê định hạn
8	HAIAN EAST	1.702	Cho thuê định hạn
9	HAIAN CITY	1.577	Tự vận hành
10	HAIAN ROSE	1.708	Cho thuê định hạn
11	ANBIEN BAY	1.700	Cho thuê định hạn
12	TC SYMPHONY	1.147	Tự vận hành (thuê hoạt động)

Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

**Hình 1: Hai tàu HAIAN BELL và HAIAN ROSE được cho thuê ngắn hạn từ 3 – 5 tháng tại vùng giá cước thấp**

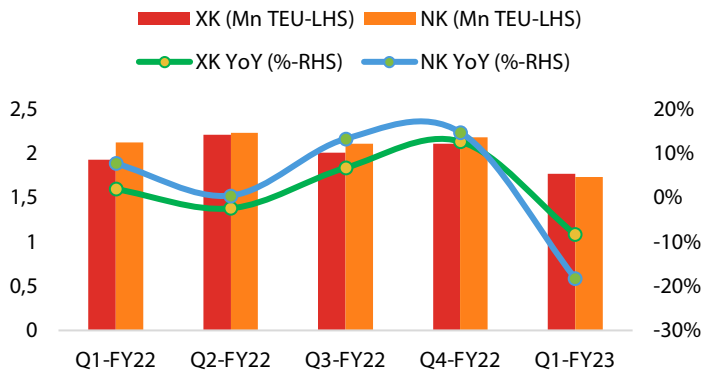


Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

**HAH đang trải qua giai đoạn khó khăn chung của toàn ngành hàng hải khi nhu cầu thương mại giảm sút**

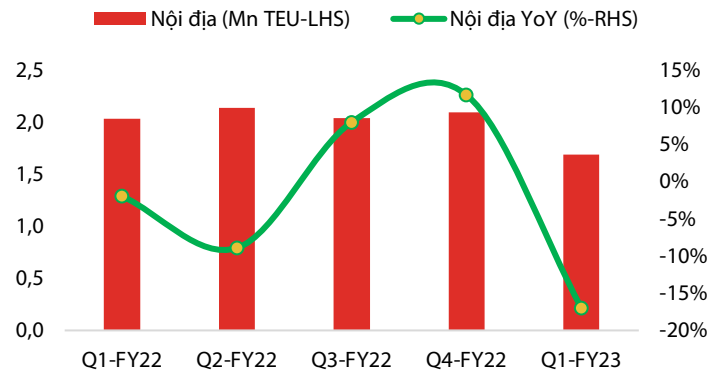
Kết thúc Q1-FY23, tổng sản lượng XNK hàng hóa container đường biển của Việt Nam đạt 3,49 triệu TEU (-14% YoY), trong đó sản lượng XK và NK lần lượt đạt 1,76 triệu TEU (-8% YoY) và 1,73 triệu TEU (-18% YoY). Đây là xu hướng đã được dự báo từ trước khi sức mua người tiêu dùng giảm trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu suy yếu kể từ 2H2022. Do thương mại của Việt Nam vẫn phụ thuộc khá lớn vào hoạt động gia công của các doanh nghiệp FDI, sự sụt giảm giá trị/đơn hàng xuất khẩu cũng khiến cho nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu và sản xuất trong nước giảm sâu. Sản lượng container nội địa Q1-FY23 chỉ đạt 1,69 triệu TEU (-17% YoY) (hình 3).

**Hình 2: Sản lượng container XNK đường biển giảm mạnh cho thấy nhu cầu suy yếu...**



Nguồn: Cục hàng hải, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: ...Kéo lùi nhu cầu vận chuyển hàng hóa container trong nước**

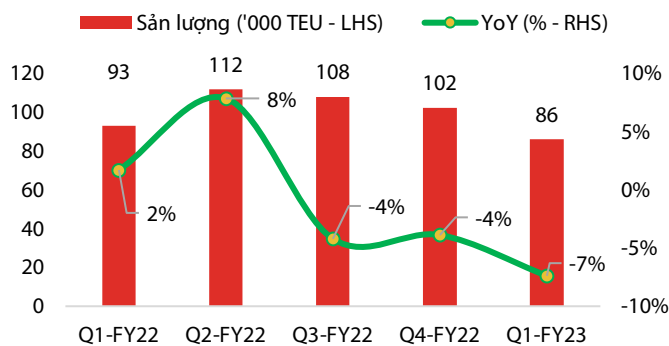


Nguồn: Cục hàng hải, CTCK Rồng Việt

Trong bối cảnh khó khăn chung của toàn ngành, sản lượng container xếp dỡ và vận chuyển của HAH Q1-FY23 đều tăng trưởng âm, lần lượt đạt 86 nghìn TEU (-7% YoY) và 82 nghìn TEU (-4% YoY), tương ứng hoàn thành 21% và 25% kế hoạch năm 2023. Tốc độ tăng trưởng sản lượng container xếp dỡ tiếp tục giảm sâu trong khi sự suy giảm sản lượng vận tải container có tín hiệu chứng lại do:

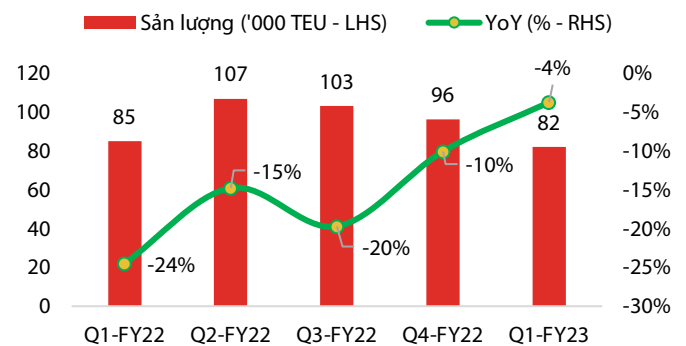
- Cảng Hải An đang trong giai đoạn sửa chữa bắt đầu từ Q4 – FY22, đồng thời công ty đưa các chuyến tàu trùng lịch sang khai thác tại cảng MPC để nâng cao sản lượng Off-dock CY cho Panhaian. Dự kiến HAH sẽ hoàn thành toàn bộ dự án sửa chữa trong Q2 – FY23, qua đó nâng sản lượng xếp bãi từ 7.000 TEUs lên 10.000 TEUs.
- Sản lượng khai thác tàu được hỗ trợ nhờ (1) thêm các chân lấy hàng tại Nansha (từ tháng 3/2022) và Qinzhou (từ tháng 6/2022) trên tuyến Hải Phòng – Hong Kong, (2) Q1-FY23 triển khai hai tuyến vận tải mới như đã nói ở trên.

**Hình 4: Sản lượng thông qua cảng Hải An tiếp tục giảm sâu**



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Sản lượng vận tải đội tàu dẫn hồi phục**

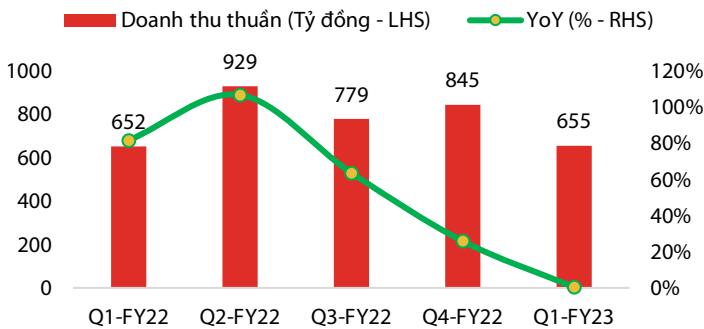


Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ Q1-FY23 lần lượt đạt 655 tỷ đồng (+ 0% YoY và -23% QoQ) và 119 tỷ đồng (-41% YoY và -31% QoQ), tương ứng hoàn thành 22% và 24% kế hoạch đặt ra cho năm 2023. Bất chấp giá cước vận tải và giá cho thuê tàu đã giảm sâu, doanh thu của HAH có thể đi ngang so với cùng kỳ nhờ đóng góp từ các tuyến vận tải mới. Trong khi đó, ký kết hai hợp đồng cho thuê tàu trong ngắn hạn và sự ổn định của lĩnh vực cảng biển, đã giúp LNST của HAH giảm ít hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi.

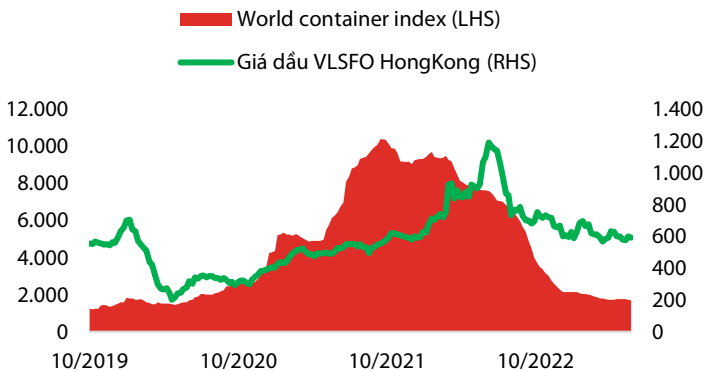
- So với cùng kỳ, dù cho doanh thu mảng vận tải hàng hóa giảm bởi sản lượng container tăng trưởng âm và giá cước vận tải quốc tế/nội địa đã giảm rất mạnh. Dù vậy, tổng doanh thu của HAH vẫn duy trì đi ngang (hình 6) nhờ hai yếu tố (1) những đóng góp từ hai công ty con là Công ty TNHH Đại lý và tiếp vận Hải An và ZIM – HAIAN lần lượt được hợp nhất từ Q3-FY22 và Q1-FY23; và (2) hoạt động cho thuê tàu là bộ đỡ khi có nhiều hơn ba tàu cho thuê là HAIAN ROSE, HAIAN BELL và ANBIEN BAY, đồng thời các tàu cho thuê dài ngày trước đó là HAIAN WEST và HAIAN MIND vẫn được duy trì ở mức giá cao (hình 1).
- Biên lợi nhuận gộp Q1-FY23 đạt 29% (-23 pps YoY và -3 pps QoQ) (hình 7), trong đó:
  - Biên gộp của hoạt động cảng đạt 46% (+2 pps QoQ và +4 pps YoY) tiếp tục duy trì ở mức cao do cảng Hải An đã khấu hao xong.
  - Nhân tố chính làm thu hẹp biên gộp của HAH đến từ hoạt động đội tàu khi biên lợi nhuận mảng này chỉ đạt 19% (-25 pps YoY và -5 pps QoQ) do (1) giá cước vận tải biển giảm nhanh hơn so với tốc độ giảm của nhiên liệu đầu vào (hình 8), (2) chi phí khấu hao tăng 77% YoY khi đưa hai tàu mới nhận từ 2H2022 đi vào hoạt động là HAIAN CITY và HAIAN ROSE, và (3) chi phí mua ngoài tăng lên dành cho việc thuê tàu TC SYMPHONY của Tân Cảng. Nhờ cho thuê được hai tàu là HAIAN ROSE và HAIAN BELL trong Q1-FY23 góp phần giảm bớt gánh nặng về biến phí trong cơ cấu giá vốn, hỗ trợ biên lợi nhuận gộp hoạt động đội tàu không bị “bóp nghẹt”.
- Tàu HAIAN EAST được tái ký với giá cước chỉ bằng 50% YoY dẫn tới giảm sự đóng góp lợi nhuận của công ty con là Công ty TNHH vận tải container Hải An (HAH sở hữu 51%) – có tỷ lệ lợi ích từ tàu HAIAN EAST là 60%. Điều này có thể xem là nguyên nhân chính trong việc lợi ích cổ đông thiểu số giảm về chỉ còn 7 tỷ đồng (-88% YoY), giúp cho biên LNST cổ đông công ty mẹ thu hẹp từ mức 31% của Q1-FY22 về mức 18% (-13 pps YoY và -2 pps QoQ), mức giảm ít hơn so với biên lợi nhuận gộp.

**Hình 6: Sự đóng góp của mảng cho thuê tàu giúp tổng doanh thu duy trì đi ngang so với cùng kỳ**



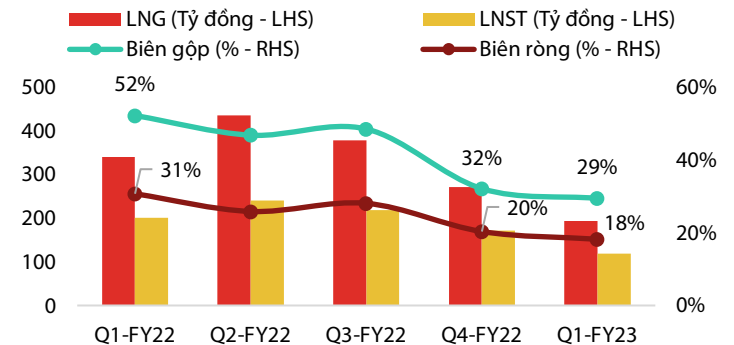
Nguồn: HAH, CTCK Rông Việt

**Hình 8: Giá cước vận tải quốc tế giảm nhanh hơn so với tốc độ giảm của chi phí nhiên liệu**



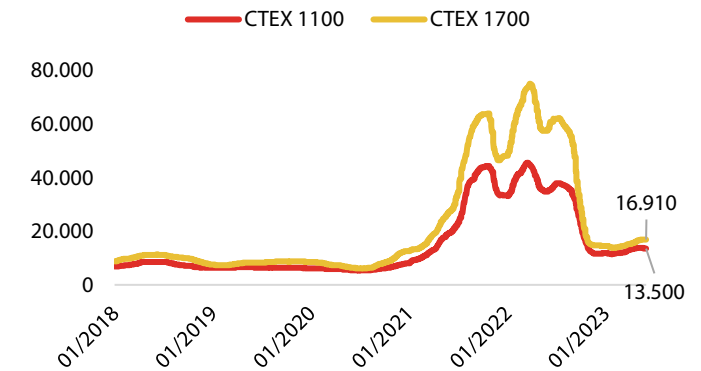
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

**Hình 7: Biên lợi nhuận giảm sâu do ảnh hưởng bởi giá cước vận tải**



Nguồn: HAH, CTCK Rông Việt

**Hình 9: Giá cước cho thuê tàu có sự hồi phục nhẹ trong Q1-FY23 sau khi chạm đáy**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

### Cập nhật tài liệu họp ĐHCĐ năm 2023

Bất chấp những diễn biến suy giảm về nhu cầu giao thương hàng hóa trong những tháng đầu năm 2023, HAH đặt mục tiêu sản lượng khai thác có thể duy trì đi ngang so với cùng kỳ.

- Hoạt động khai thác tàu đặt kế hoạch sản lượng container đạt 396 nghìn TEUs (+1% YoY) do HAH kỳ vọng về việc gia tăng thị phần vận tải container nội địa và đóng góp thêm của ZIM – HAIAN từ các tuyến nội Á.
- Kế hoạch sản lượng container xếp dỡ và Depot lần lượt là 418.000 TEUs (+0% YoY) và 192 nghìn TEUs (+0% YoY) nhờ đội tàu của HAIAN Lines và SM Lines vẫn đảm bảo lượng hàng khai thác tại cảng.

**Kế hoạch doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ** lần lượt là 2.958 tỷ đồng và 492 tỷ đồng, tương ứng giảm 8% và 40% so với thực hiện của năm 2022.

- Doanh thu của HAH kỳ vọng chỉ giảm nhẹ nhờ vào những đóng góp mới đến từ ZIM – HAIAN và sự ổn định của hoạt động cảng.
- Kế hoạch LNST cổ đông công ty mẹ cho thấy góc nhìn của công ty về sự sụt giảm của giá cước vận tải và giá cước cho thuê tàu cùng với yếu tố chi phí thuê ngoài tăng lên và chi phí lãi vay cao hơn khi khoản vay 280 tỷ đồng khi mua tàu HAIAN ROSE sẽ bắt đầu phải thanh toán kể từ Q2-FY23.

Cuối năm 2023, **HAH dự kiến sẽ nhận về hai con tàu đóng mới có cung tải là 1.800 TEU**, được đầu tư kể từ tháng 8/2021. Hết Q1/2023, HAH đã đặt cọc 365 tỷ đồng cho hãng tàu Huanghai Shipping của Trung Quốc. Qua đó, đội tàu của HAH sẽ được nâng lên 13 chiếc với tổng sức chở gần 20.000 TEU.

Nhằm bổ sung nguồn vốn cho hoạt động đầu tư tàu, **HAH dự kiến sẽ phát hành trái phiếu chuyển đổi** như sau:

- Tổng giá trị phát hành: tối đa 500 tỷ đồng.
- Kỳ hạn trái phiếu: 4 – 5 năm.
- Lãi suất danh nghĩa: lãi suất cố định tối đa 6%/năm.

**Kế hoạch phân phối lợi nhuận năm 2022:** chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 50% do công ty đang cần tiền mặt để thực hiện dự án đóng tàu mới.

### Bảng 2: Kế hoạch kinh doanh năm 2023

Chỉ tiêu	Đơn vị	Thực hiện 2022	+/- YoY (%)	Kế hoạch 2023	So với thực hiện 2022 (%)
<b>Sản lượng khai thác</b>		<b>1.001.317</b>		<b>1.006.000</b>	
Khai thác cảng	TEU	417.278	0%	418.000	0%
Khai thác tàu	TEU	391.761	-17%	396.000	1%
Sản lượng Depot	TEU	192.278	58%	192.000	0%
<b>Kinh doanh</b>					
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	3.250	64%	2.959	-8%
LNST cổ đông công ty mẹ	Tỷ đồng	822	84%	492	-40%

Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

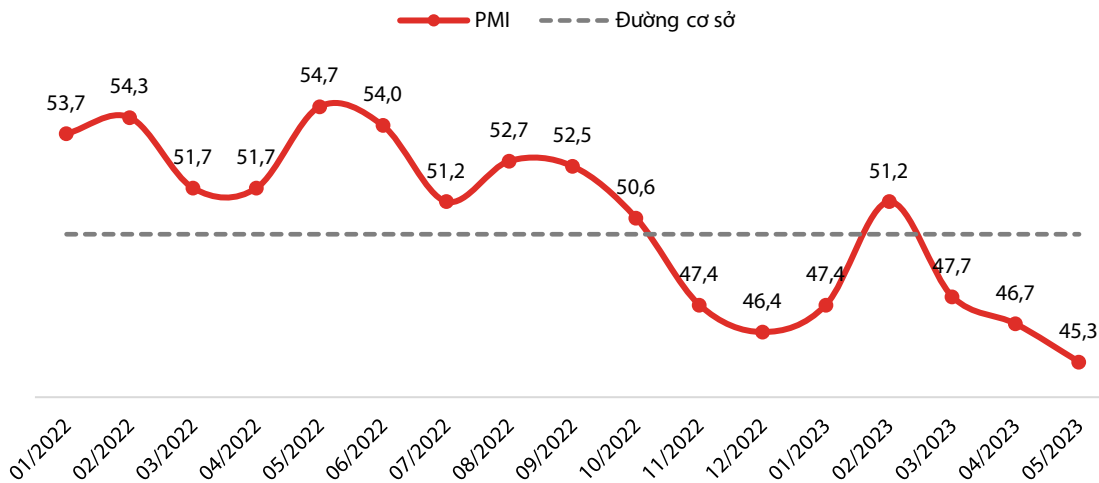
### Triển vọng trong năm 2023

Chỉ số PMI của Việt Nam nằm ở dưới mức 50 điểm (hình 10) trong phần lớn thời gian của sáu tháng gần nhất, điều này hàm ý rằng các đơn hàng xuất khẩu còn khá yếu khiến doanh nghiệp XNK vẫn chưa sẵn sàng cho việc mở rộng sản xuất. Trong bối cảnh đó, chúng tôi tin rằng hoạt động hàng hải vẫn chưa cho thấy những tín hiệu có thể sớm hồi phục bởi dòng chảy thương mại của Việt Nam chưa thật sự khởi sắc.

Dựa trên cơ sở về nhu cầu vận chuyển hàng hóa container khó có thể sớm hồi phục, kết hợp cùng với giả định sẽ không có những sự kiện bất thường đã từng xảy ra trong quá khứ đẩy giá cước vận tải tăng chưa từng thấy (tắc nghẽn tàu tại kênh đào Suez, thiếu hụt container rỗng trên thế giới), chúng tôi tin rằng giá cước vận tải biển đã quay trở về mức “bình thường hóa” và sẽ duy trì ổn định nhưng vẫn cao hơn giai đoạn trước dịch COVID – 19.

Chúng tôi cũng kỳ vọng, hợp đồng cho thuê ngắn ngày của hai tàu HAIAN BELL và HAIAN ROSE có thể tái ký với mức giá cước cao hơn lần lượt là 14.000 USD/ngày và 17.000 USD/ngày sau khi giá cước cho thuê tàu (hình 9) đang có sự hồi phục nhẹ.

Hình 10: Chỉ số PMI của Việt Nam tiếp tục giảm dưới mức 50 điểm



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

## Dự phóng 2023F

Bảng 2: Dự phóng 2023

Đơn vị: Tỷ đồng	2023F	YoY %	Giải định
<b>Doanh thu</b>	<b>2.770</b>	<b>-14%</b>	
Bốc xếp container	206	-4%	Dự phóng sản lượng cảng Hải An giảm nhẹ do nhu cầu giao thương hàng hóa âm ảm đạm, đạt 402 nghìn TEU (-4% YoY) nhưng nhờ đội HAIAN và SM Lines nên vẫn đảm bảo lượng hàng cho cảng.
Vận tải đội tàu	2.337	-15%	Giải định HAH sẽ giữ nguyên cơ cấu về đội tàu cho tới hết năm 2023. <ul style="list-style-type: none"> <li>Ước tính doanh thu từ mảng cho thuê tàu đạt 751 tỷ đồng (+6% YoY) nhờ cho thuê thêm được hai tàu HAIAN BELL và HAIAN ROSE, ngoài ra các tàu HAIAN WEST, HAIAN MIND, HAIAN EAST và ANBIEN BAY ký được hợp đồng dài hạn với mức giá cước cao cũng đảm bảo doanh thu cho thuê. Giải định, các hợp đồng sau khi hết hạn sẽ được tái ký với mức giá cước 14.000 USD/ngày cho tàu cỡ 1.100 TEU và 17.000 USD/ngày cho tàu cỡ 1.700 TEU.</li> <li>Dự phóng sản lượng vận tải của HAH đạt 377 nghìn TEU (-4% YoY) do nhu cầu vận tải hàng hóa suy yếu. Giá cước vận tải trung bình cho các tuyến nội địa và quốc tế sẽ tiếp tục giảm lần lượt là 20% và 25% so với cùng kỳ. Do đó, doanh thu hoạt động vận tải ước tính đạt 1.242 (-26% YoY).</li> <li>Hoạt động phụ tải ước tính đạt 344 tỷ đồng (-4% YoY), tốc độ tăng trưởng tương đương với mức sụt giảm về sản lượng.</li> </ul>
Dịch vụ khác	227	-10%	Giải định doanh thu các dịch vụ khác giảm 10% trong bối cảnh nhu cầu giao thương âm ảm đạm.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>927</b>	<b>-35%</b>	Lợi nhuận gộp giảm với tốc độ nhanh hơn so với tốc độ giảm doanh thu do năm nay chi phí khấu hao sẽ được trích đầy đủ hơn đối với hai tàu HAIAN CITY (mua tàu vào Q2/2022) và HAIAN ROSE (mua tàu vào Q4/2022). Đồng thời, khoản chi phí thuê hoạt động đối với tàu TC SYMPHONY cũng làm giảm lợi nhuận gộp của HAH.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	132	16%	Chi phí quản lý tăng lên do hợp nhất CT TNHH đại lý và tiếp vận Hải An từ công ty liên kết sang công ty con và thành lập công ty con mới ZIM – HAIAN.
<b>EBIT</b>	<b>795</b>	<b>-39%</b>	
Thu nhập tài chính	26	-34%	
Chi phí tài chính	90	17%	Chi phí tài chính tăng lên do khoản vay 280 tỷ đồng mua tàu HAIAN ROSE sẽ đến kỳ trả gốc/lãi đầu tiên trong Q2/2023 sau khi hết thời gian ân hạn.
Lãi (lỗ) từ công ty liên doanh, liên kết	10	-65%	
<b>LNTT</b>	<b>741</b>	<b>-42%</b>	
Lợi ích cổ đông thiểu số	69	-68%	Lợi ích cổ đông thiểu số giảm mạnh do sự đi xuống trong hiệu quả hoạt động đội tàu.
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>526</b>	<b>-36%</b>	
<b>EPS (đồng)</b>	<b>7.472</b>	<b>-36%</b>	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Định giá**

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp P/B (50%) và EV/EBITDA (50%) để xác định giá mục tiêu một năm cho HAH. Hệ số định giá mục tiêu của hai phương pháp đều giảm mạnh so với mức trung vị trong giai đoạn 2021 – 2022 (giai đoạn giá cước vận tải/thuê tàu bùng nổ do nhu cầu tăng cao, tắc nghẽn tàu và thiếu hụt container rỗng) thể hiện quan điểm của chúng tôi về giá cước vận tải đã giảm về mức “bình thường hóa” và nhu cầu thương mại vẫn còn yếu trong năm 2023. Nhưng vẫn sẽ cao hơn so với giai đoạn 2019 – 2020 do:

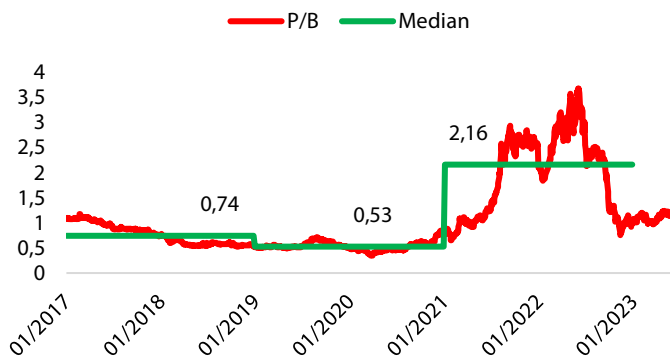
- Đối với phương pháp P/B: quy mô đội tàu đã tăng lên gấp hai lần và hiệu quả vốn (ROE) của HAH cũng được cải thiện.
- Đối với phương pháp EV/EBITDA: Theo bảng 5, các công ty cảng biển luôn có mức định giá ưu đãi hơn so với các công ty vận tải. Mức định giá dựa trên cơ sở (1) cảng Hải An đã duy trì hoạt động ổn định, (2) cơ cấu đội tàu cho thuê tăng lên và giá cước cho thuê ở mức cao nên vẫn đảm bảo khả năng tạo ra dòng tiền cho HAH.

**Bảng 3: Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu bình quân
P/B (@ 1,1x)	43.200	50%	21.600
EV/EBITDA (@ 3,7x)	47.200	50%	23.600
<b>Tổng</b>		<b>100%</b>	<b>45.200</b>

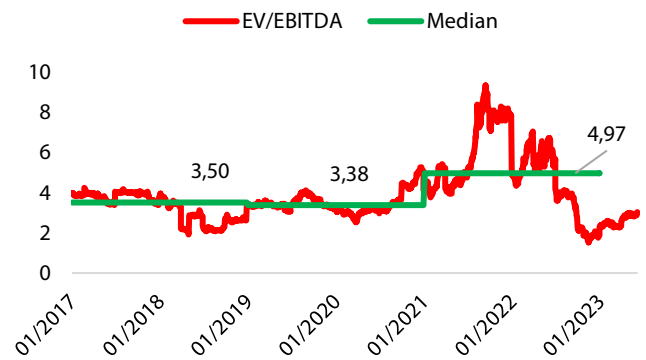
Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 11: Mức định giá P/B của HAH**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 12: Mức định giá EV/EBITDA của HAH**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Bảng 4: Mức định giá của HAH trong từng giai đoạn**

Giai đoạn	Giá cước cho thuê tàu bình quân (USD/ngày)	Số lượng tàu thuê	Số lượng tàu tự vận hành	P/E trung vị (x)	P/B trung vị (x)	EV/EBITDA trung vị (x)	ROE TB (%)	ROA TB (%)
2017 – 2018	8.100 – Tàu 1.100 TEU	1	4 – 5	3,5	0,7	3,5	16%	12%
2019 – 2020	8.500 – Tàu 1.100 TEU	2	5 - 6	4,1	0,5	3,4	11%	8%
2021 – 2022	11.000 – Tàu 1100 TEU 35.000 – Tàu 1.700 TEU	4 – 5	5	8,0	2,2	5,0	33%	23%
2023 Forecast	14.000 – Tàu 1100 TEU 17.000 – Tàu 1.700 TEU	6	6	5,8	1,1	3,7	19%	10%

Nguồn: HAH, Bloomberg, CTCK Rồng Việt



**Bảng 5: Chỉ số định giá các công ty cùng ngành**

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu 2022 (triệu USD)	LNTT 2022 (triệu USD)	Tỷ suất cổ tức (%)	2022 ROE (%)	2022 ROA (%)	Trailing (x)		
								P/E	P/B	EV/EBITDA
<b>Port peers</b>										
GEMADEPT CORP	VN	647	167	55	2,4	12,1	7,4	17,9	2,1	11,5
PORT OF HAI PHON	VN	312	100	38	1,8	13,1	9,2	12,9	1,7	5,3
DINH VU PORT	VN	93	25	15	1,8	20,0	18,4	6,5	1,5	3,0
DOAN XA PORT JOI	VN	17	5	2	N/A	6,2	6,0	11,5	0,7	4,6
SAI GON PORT JSC	VN	145	48	10	3,8	7,9	3,6	17,0	1,3	8,6
VIETNAM CONTAINER	VN	147	86	20	3,5	9,4	6,5	13,7	1,3	5,9
<b>Trung vị</b>		<b>146</b>	<b>67</b>	<b>18</b>	<b>2,4</b>	<b>10,8</b>	<b>7,0</b>	<b>13,3</b>	<b>1,4</b>	<b>5,6</b>
<b>Trung bình</b>		<b>227</b>	<b>72</b>	<b>23</b>	<b>2,7</b>	<b>11,5</b>	<b>8,5</b>	<b>13,3</b>	<b>1,4</b>	<b>6,5</b>
<b>Shipping companies Peers</b>										
DANAOS CORP	GR	1.329	993	716	4,6	22,7	15,7	2,3	0,5	1,5
COSTAMARE INC	MQ	1.112	1.114	426	5,1	16,6	7,7	3,2	0,5	4,5
GLOBAL SHIP-CL A	GB	683	646	286	7,8	32,2	14,5	2,4	0,7	3,2
SAMUDERA SHIP	SI	353	991	326	36,4	73,3	44,1	1,1	0,6	0,4
<b>Trung vị</b>		<b>898</b>	<b>992</b>	<b>376</b>	<b>6,5</b>	<b>27,5</b>	<b>15,1</b>	<b>2,4</b>	<b>0,6</b>	<b>2,4</b>
<b>Trung bình</b>		<b>869</b>	<b>936</b>	<b>439</b>	<b>13,5</b>	<b>36,2</b>	<b>20,5</b>	<b>2,3</b>	<b>0,6</b>	<b>2,4</b>
<b>HAH</b>	<b>VN</b>	<b>129</b>	<b>137</b>	<b>54</b>	<b>2,3</b>	<b>34,1</b>	<b>16,7</b>	<b>4,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, dựa trên mức giá đóng cửa ngày 08/06/2023

					Tỷ đồng				
KQ HKKD	2021A	2022A	2023F	2024F	Bảng CĐKT	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần	1.955	3.206	2.770	2.832	Tiền	485	415	952	1.092
Giá vốn	1.241	1.784	1.843	2.092	Đầu tư ngắn hạn	87	140	100	130
<b>Lãi gộp</b>	714	1.422	927	740	Khoản phải thu	633	979	730	797
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	Hàng tồn kho	48	78	68	76
Chi phí quản lý	85	114	132	144	Tài sản ngắn hạn khác	34	132	114	116
Thu nhập từ HĐTC	26	39	26	32	Tài sản cố định hữu hình	1.539	2.786	2.974	2.944
Chi phí tài chính	33	76	90	58	Tài sản cố định vô hình	4	3	4	5
Lợi nhuận khác	20	-27	0	0	Đầu tư dài hạn	148	140	151	159
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>662</b>	<b>1.272</b>	<b>741</b>	<b>576</b>	Tài sản dài hạn khác	255	375	412	495
Thuế TNDN	112	232	146	114	<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.232</b>	<b>5.049</b>	<b>5.505</b>	<b>5.815</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	105	219	69	50	Khoản phải trả	351	525	425	498
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>446</b>	<b>822</b>	<b>526</b>	<b>412</b>	Vay và nợ ngắn hạn	234	318	246	293
EBIT	629	1.308	795	596	Vay và nợ dài hạn	559	1.004	1.436	1.171
EBITDA	793	1.586	1.157	1.025	Vay và nợ khác	151	248	268	268
				%	Quỹ khen thưởng phúc lợi	36	68	37	29
					Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	2021A	2022A	2023F	2024F	<b>Tổng nợ</b>	<b>1.330</b>	<b>2.162</b>	<b>2.411</b>	<b>2.258</b>
<b>Tăng trưởng (%)</b>					Vốn đầu tư của CSH	679	895	895	895
Doanh thu	64,1	63,9	-13,6	2,2	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận HKKD	156,8	100,1	-27,0	-11,4	Lợi nhuận giữ lại	592	1.025	1.376	1.705
EBITDA	266,9	107,9	-39,2	-25,0	Thu nhập khác	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	222,1	84,5	-36,0	-21,5	Quỹ đầu tư và phát triển	280	391	496	578
Tổng tài sản	54,3	56,2	9,0	5,6	<b>Tổng vốn</b>	<b>1.552</b>	<b>2.311</b>	<b>2.766</b>	<b>3.179</b>
Vốn chủ sở hữu	45,2	48,9	19,7	14,9	Lợi ích cổ đông thiểu số	350	576	328	378
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>									
LN gộp/Doanh thu	36,5	44,4	33,5	26,1	<b>Chỉ số định giá</b>	2021A	2022A	2023F	2024F
EBITDA/Doanh thu	40,5	49,5	41,8	36,2	EPS (đồng)	9.133	11.684	7.472	5.862
EBI/Doanh thu	32,2	40,8	28,7	21,0	P/E (x)	15,9	5,6	5,6	7,2
LNST/Doanh thu	22,8	25,6	19,0	14,6	BV (đồng)	31.809	32.853	39.325	45.187
ROA	13,8	16,3	9,5	7,1	P/B (x)	1,7	0,8	1,0	0,9
ROE	28,7	35,6	19,0	13,0	DPS (đồng/cp)	1.000	1.000	0	0
				(lần)	Tỷ suất cổ tức (%)	1,5%	3,1%	0%	0%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					<b>MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ</b>	Giá	Tỷ trọng	Bình quân	
Vòng quay kh. phải thu	3,1	3,3	3,8	3,6	P/B	43.200	50%	21.600	
Vòng quay HTK	25,6	22,7	27,2	27,7	EV/EBITDA	47.200	50%	23.600	
Vòng quay kh. phải thu	3,5	3,4	4,3	4,2	<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>		<b>100%</b>	<b>45.200</b>	
<b>Khả năng thanh toán</b>				(lần)					
Hiện hành	2,2	2,1	2,9	2,8	<b>LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ</b>	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN	
Nhanh	2,1	2,0	2,8	2,7	05/2023	45.200	TÍCH LŨY	1 năm	
<b>Cấu trúc tài chính (%)</b>									
Tổng Nợ / VCSH	51,1	57,2	60,8	46,0					
Vay ngắn hạn/VCSH	15,1	13,7	8,9	9,2					
Nợ dài hạn / VCSH	36,0	43,5	51,9	36,8					

**BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**TRUNG TÂM PHÂN TÍCH**
**Nguyễn Thị Phương Lam**  
**Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1313)

**Trần Hà Xuân Vũ**  
**Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

**Phạm Thị Tố Tâm**  
**Manager**

tam.ptt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Vật liệu xây dựng

**Đỗ Thanh Tùng**  
**Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

**Nguyễn Thị Ngọc An**  
**Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

**Đỗ Thạch Lam**  
**Senior Analyst**

lam.dt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

- Bất động sản

**Nguyễn Hồng Loan**  
**Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1531)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

**Nguyễn Ngọc Thảo**  
**Analyst**

thao.nn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Ngân hàng

**Cao Ngọc Quân**  
**Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

**Trịnh Thị Thu Hoài**  
**Analyst**

hoai.ttt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1545)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

**Lê Tự Quốc Hưng**  
**Analyst**

hung.ltq@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

**Trần Thị Hà My**  
**Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Đặng Chính**  
**Analyst**

chinh.nd@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

- Ngân hàng

**Bernard Lapointe**  
**Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

**Nguyễn Hà Trinh**  
**Senior Consultant**

trinh.nh@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

**Trần Thị Ngọc Hà**  
**Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1526)

**Bùi Đặng Cát Khánh**  
**Assistant**

khanh.bdc@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

## MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon  
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

**T** (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn  
**F** (+84) 28 6291 7986 **W** www.vdsc.com.vn

**MST** 0304734965

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow  
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

**T** (+84) 24 6288 2006  
**F** (+84) 24 6288 2008

### CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,  
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

**T** (+84) 25 8382 0006  
**F** (+84) 25 8382 0008

### CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank  
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

**T** (+84) 29 2381 7578  
**F** (+84) 29 2381 8387

### CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,  
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

**T** (+84) 25 4777 2006

### CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

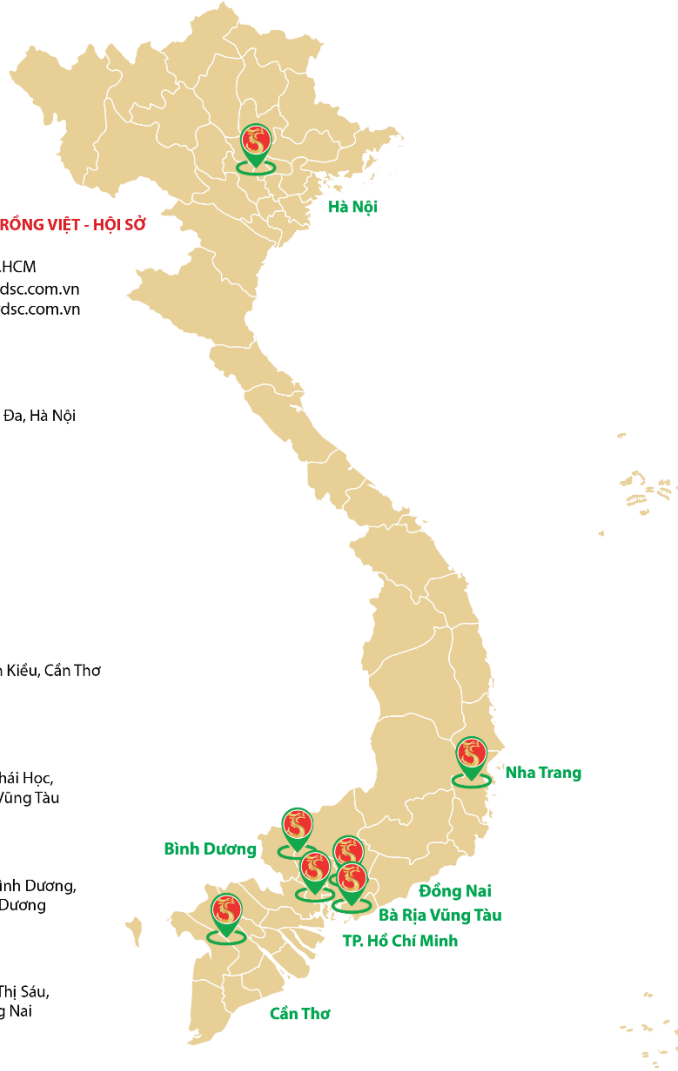
Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,  
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

**T** (+84) 27 4777 2006

### CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,  
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

**T** (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể 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. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2023.**