

KHUYẾN NGHỊ	MUA	CTCP VẬN TẢI VÀ XẾP DỠ HẢI AN (HSX: HAH) BÌNH MINH TRÊN BIỂN			
Giá hiện tại:	40,200	Ngày viết báo cáo:	24/09/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước đây		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	121	CTCP ĐT và VT Hải Hà	16.83%
Giá mục tiêu mới:	54,000	Vốn hóa (tỷ đồng)	5,005	America LLC	3.43%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản 6M (Triệu CP):	2.1	CTCP Quỹ TM Holding	2.94%
Tiềm năng tăng giá	35%	Sở hữu nước ngoài	22.6%		

Bộ phận Research:

Trần Lâm Tùng,
(Thủy sản, dệt may, công nghệ)
Tungtl@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu HAH với giá mục tiêu 1 năm bằng **54,000 VNĐ/CP** (tương đương upside +35% so với giá ngày 24/09/2024) dựa trên phương pháp EV/EBITDA mục tiêu năm 2025 = 4.8 lần, do:

- Phương pháp EV/EBITDA được sử dụng chủ yếu để đánh giá đầy đủ triển vọng của HAH sau khi đầu tư mở rộng đội tàu trong 2024 với mức chi phí đầu tư tương đối lớn (ước tính 675 tỷ đồng/tàu, tương đương 40% tài sản cố định).
- Mức EV/EBITDA mục tiêu = 4.8 lần được sử dụng do (i) áp dụng mức chiết khấu 15% so với mức EV/EBITDA trung bình chu kỳ 2021 – 2022 (6 lần) do giá cước định hạn đã kỳ ở thời điểm hiện tại ước tính thấp hơn 15% (ii) tương đương mức trung bình ngành vận tải biển (4.8 lần), khi HAH là doanh nghiệp chiếm thị phần lớn nhất (30%) tại thị trường vận tải biển nội địa Việt Nam, ngoài ra, doanh nghiệp cũng sở hữu đội tàu trẻ hỗ trợ giúp tạo ưu thế trong hoạt động cho thuê định hạn.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong 2024/2025, BSC kỳ vọng kết quả kinh doanh của HAH sẽ ghi nhận hồi phục tích cực **+8.3%/+32%** so với cùng kỳ nhờ:

- Hoạt động tự khai thác cải thiện +45%/+10% yoy trong 2024/2025 nhờ (i) sản lượng cải thiện +39%/10% yoy (ii) giá cước tự khai thác +5%/0% yoy
- Hoạt động cho thuê định hạn +36%/61% yoy trong 2024/2025 nhờ (i) giá cước cho thuê định hạn cải thiện (ii) số tháng, số tàu chạy định hạn tăng mạnh so với cùng kỳ.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2024, BSC dự báo HAH ghi nhận DTT và LNST- CĐTS đạt lần lượt **3,610 tỷ đồng (+38% yoy)** và **417 tỷ đồng (+8.3% yoy)**, tương đương EPS FW 2024 = 3,692 VNĐ/CP, PE FW 2024 = 11.2 lần.

Năm 2025, BSC dự báo HAH ghi nhận DTT và LNST – CĐTS đạt lần lượt **4,241 tỷ đồng (+26% yoy)** và **551 tỷ đồng (+32% yoy)**, tương đương EPS FW 2025 = 4,561 VNĐ/CP, PE FW 2025 = 9.2 lần, dựa trên giả định:

RỦI RO: (1) Giá cước tự khai thác/định hạn thấp hơn so với BSC kỳ vọng (2) sản lượng tự khai thác thấp hơn so với kỳ vọng của BSC.

Chỉ số	2023	2024F	2025F	Peer	VNI
PE (x)	7.8	11.2	9.2	14	14.8
PB (x)	1.1	1.6	1.5	2.1	1.9
ROE (%)	12%	11%	13%	16%	12.4%
ROA (%)	7%	6%	8%	8%	2.1%

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3,206	2,613	3,610	4,241
Lợi nhuận gộp	1,422	611	877	1,112
LNST - CĐTS	829	385	417	551
EPS	12,142	5,636	3,692	4,561
Tăng trưởng EPS	33%	-54%	-34%	24%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

HAH_Tỷ VNĐ	Q2.2023	Q2.2024	% YoY	1H.2023	1H.2024	% YoY
Doanh thu thuần	611	949	55%	1,267	1,653	31%
Khai thác cảng	76	136	80%	141	244	74%
Khai thác tàu	663	999	51%	1,321	1,719	30%
Khác	117	129	10%	239	242	1%
Trừ Nội bộ	(244)	(315)		(434)	(553)	
Giá vốn	464	699		927	1,297	
Khai thác cảng	41	69	68%	76	134	76%
Khác thác tàu	583	844	45%	1,113	1,525	37%
Khác	83	101	21%	169	190	
Trừ Nội bộ	(243)	(315)	30%	(432)	(553)	
Lãi gộp	147	250	70%	340	356	5%
Khai thác cảng	34	66	93%	64	110	71%
Khai thác tàu	80	155	93%	208	194	-6%
Khác	34	29	-15%	70	52	-25%
Trừ Nội bộ	(1)	(0)	-79%	(2)	(1)	
Thu nhập tài chính	8	(1)	-119%	13	9	-31%
Chi phí tài chính	(19)	(35)	84%	(40)	(53)	34%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(19)	(23)	18%	(39)	(42)	8%
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	1	3	294%	5	6	20%
Chi phí BH	-	-		-	-	
Chi phí QLDN	(28)	(44)	56%	(58)	(78)	34%
Lãi từ HĐKD	109	173	59%	260	240	-8%
Thu nhập khác, ròng	(1)	(1)		(1)	(12)	
LNTT	109	172	58%	262	238	-9%
Thuế TNDN	(30)	(46)	55%	(56)	(64)	14%
LNST	80	127	59%	206	174	-16%
LNST-CĐTS	97	111	14%	216	170	-21%
Biên lợi nhuận gộp	24%	26%		27%	22%	
Khai thác cảng	45%	49%		46%	45%	
Khai thác tàu*	12%	16%		16%	11%	
Khác	29%	22%		29%	22%	
Biên lợi nhuận ròng	13%	13%		16%	11%	

Nhận xét KQKD Q2/2024 – Sản lượng và giá cước tự khai thác ghi nhận hồi phục tích cực so với cùng kỳ

Chúng tôi nhận thấy một số điểm cần chú ý sau:

(1) Doanh thu thuần +55% yoy nhờ:

- Doanh thu khai thác tàu +51% yoy nhờ
- Đối với mảng tự vận hành: (i) sản lượng khai thác ước tính = 144,294 TEUs (+52% yoy) do HAH mở rộng các tuyến dịch vụ đi nội địa (Nghị Sơn, Chân Mây, Long An...) và quốc tế (Singapore, Malaysia, Ấn Độ,...) (ii) giá cước trung bình quý ước tính +6.5% yoy Đối với mảng cho thuê định hạn (iii) đóng góp của 2 tàu nhận mới Haian Alfa và Haian Beta, đã bù đắp lại cho mảng (iv) cho thuê định hạn ước tính giảm -27% yoy do các hợp đồng định hạn giá cao ký từ chu kỳ trước.
- Doanh thu khai thác cảng +80% yoy nhờ sản lượng khai thác tàu hồi phục.

(2) LNST-CĐTS +14% yoy nhờ:

- Biên lợi nhuận gộp = 26% cải thiện 2 điểm % yoy chủ yếu nhờ sản lượng tự khai thác và giá tự khai thác cải thiện.
- Bù đắp lại cho chi phí tài chính +84% yoy do lỗ tỷ giá.

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

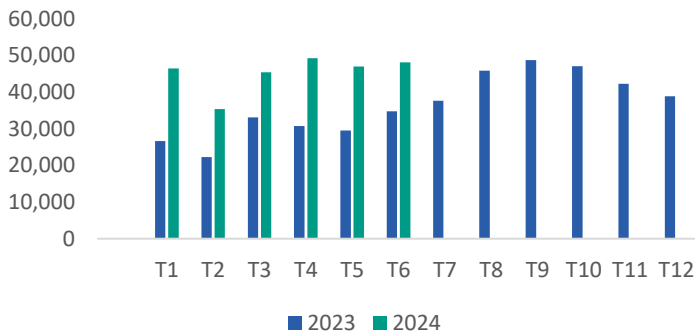
BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HAH** dựa trên quan điểm KQKD của doanh nghiệp sẽ có sự cải thiện tích cực trong 2H.2024 và 2025 so với cùng kỳ nhờ **(1)** sản lượng tự khai thác cải thiện tích cực so với cùng kỳ **(2)** giá cước cho thuê định hạn đã thiết lập mức nền mới cao so với quá khứ (chi tiết NĐT xem lịch tàu phía bên dưới), quy mô đội tàu cho thuê định hạn tăng nhờ bổ sung 3 tàu mới trong 2024 (Haian Beta, Charlie, Opus).

Hoạt động tự khai thác +45%/10% trong 2024/2025 chủ yếu nhờ sản lượng cải thiện mạnh so với cùng kỳ

1. Sản lượng tự khai thác của HAH kỳ vọng +39%/+10% yoy trong 2024/2025 nhờ:

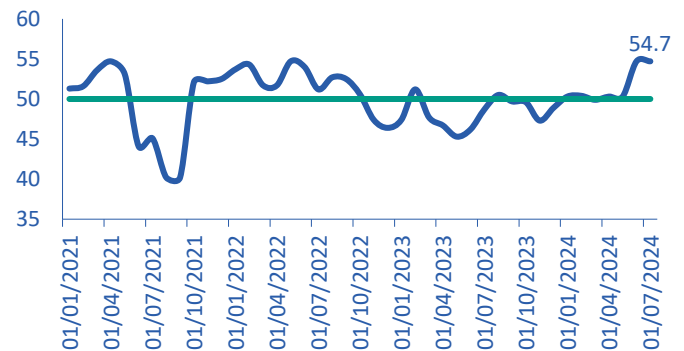
- Xuất nhập khẩu hồi phục duy trì xu hướng hồi phục, thể hiện qua chỉ số PMI khi đã ghi nhận 3 tháng tăng liên tiếp với lượng đơn hàng đặt mới tăng mạnh nhất kể từ tháng 3/2011 (ii) trong 1H.2024, HAH cũng đã mở thêm mới nhiều tuyến dịch vụ nội địa (Nghị Sơn, Chân Mây, Long An...) và quốc tế (Singapore, Malaysia, Ấn Độ...) nhằm đáp ứng nhu cầu hồi phục.
- Nguồn hàng container gia tăng thêm từ xu hướng tập kết 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.
- Lượng hàng hóa bị đánh thuế từ Trung Quốc dịch chuyển sang Việt Nam và các nước ĐNÁ nhằm tránh thuế xuất khẩu vào Mỹ và EU. Qua chia sẻ từ phía doanh nghiệp nguồn hàng này ước tính sẽ làm tăng trưởng sản lượng Container 10% mỗi năm.

Hình: Sản lượng vận tải của HAH duy trì xu hướng hồi phục trong 1H.2024



Nguồn: HAH, BSC tổng hợp

Hình: PMI T7 = 54.3 điểm ghi nhận tháng thứ 3 tăng liên tiếp



Nguồn: S&P Global

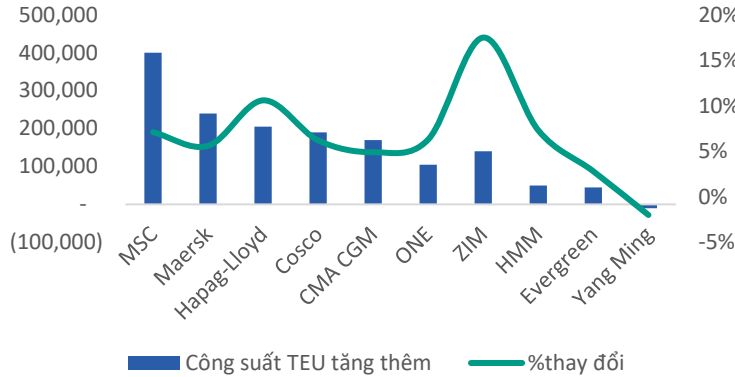
2. Đối với triển vọng giá cước tự khai thác, BSC dự báo giá cước tự khai thác bình quân của HAH sẽ +5%/0% trong 2024/2025:

Chúng tôi cho rằng giá cước tự khai thác bình quân của HAH sẽ không có sự biến động mạnh so với 1H.2024, mà sẽ chủ yếu tăng nhẹ theo yếu tố mùa vụ của thị trường và mức nền thấp của cùng kỳ:

- Tình trạng dư cung và cạnh tranh về giá tại thị trường nội địa (chiếm 80 – 85% sản lượng của HAH). Hiện tại, trên tuyến nội địa có khoảng 9 hãng tàu cùng khai thác và chủ yếu cạnh tranh bằng giá do (i) đội tàu nội địa tương đối cũ (75% là tàu trên 15 năm tuổi) không đáp ứng được các điều kiện cho thuê định hạn (ii) chất lượng dịch vụ giữa các hãng tàu tại Việt Nam trên tuyến nội địa gần như không có quá nhiều sự khác biệt.
- Giá cước quốc tế kỳ vọng sẽ đi ngang hoặc tăng nhẹ trong 2H.2024, 2025 so với 1H.2024 khi tình trạng thiếu hụt tàu kì vọng sẽ giảm bớt do (i) công suất vận tải của các hãng tàu lớn đã được cải thiện so với thời điểm đầu năm 2024, cụ thể, MSC +7.1% ytd, Maersk +5.6% ytd, Hapag-Lloyd +10.6% ytd,... (ii) lịch bàn giao tàu mới tập trung chủ yếu vào

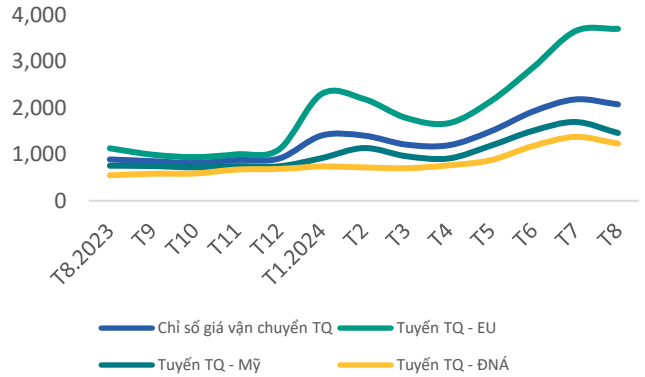
trong giai đoạn cuối năm 2024, tuy nhiên (iii) nhu cầu gia tăng theo yếu tố mùa vụ trong Q3, Q4.2024 sẽ cân bằng lại với nguồn cung tăng thêm trên thị trường quốc tế hỗ trợ giá cước neo ở mức nền hiện tại.

Hình: Các hãng tàu lớn hầu hết đều đã cải thiện công suất so với thời điểm đầu năm.



Nguồn: Alphaliner

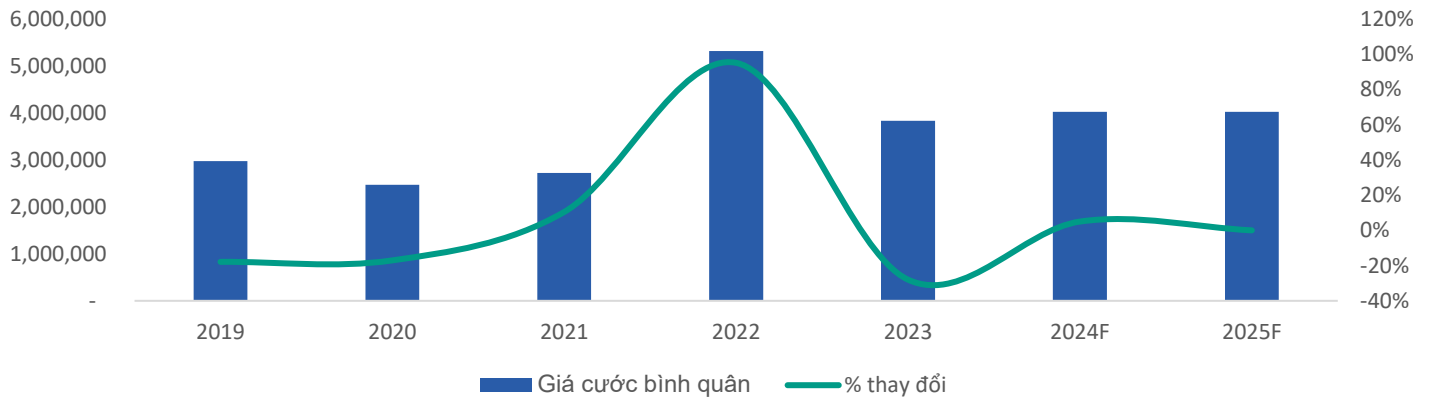
Hình: Giá cước các tuyến quốc tế đã có xu hướng tạo đỉnh từ và đỉnh ngang từ T7.2024 (HAH chủ yếu khai thác tuyến TQ – ĐNÁ)



Nguồn: MarcoMicro

iii) Ngoài ra, trong 2025, nhu cầu vận tải Containers được dự báo +3.5% trên toàn cầu chậm lại so với năm 2024 +5.5% (theo BIMCO) chủ yếu do nhu cầu tại Mỹ và Châu Âu được dự báo sẽ chưa hồi phục mạnh ngay lập tức trong 1H.2025 sau khi FED hạ lãi suất.

Hình: Giá cước tự khai thác bình quân của HAH kỳ vọng +5%/+0% trong 2024/2025



Nguồn: BSC ước tính

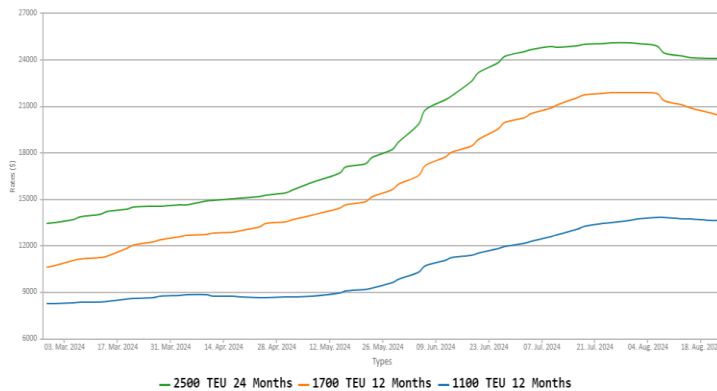
Do vậy, dựa trên (1) ước tính giá cước tự khai thác bình quân 1H.2024 +4.2% yoy và (2) kịch bản giá cước trong 2H.2024 đi ngang so với 1H.2024 và cải thiện +6% yoy, mức cải thiện so với cùng kỳ chủ yếu nhờ mức nền thấp của 2H.2023 (lưu ý: đây là giai đoạn giá cước vận tải chậm đáy), BSC cho rằng giá cước bình quân năm 2024 sẽ tăng +5% yoy. Đối với triển vọng 2025, chúng tôi kỳ vọng giá cước sẽ đi ngang so với 2024 chủ yếu do tính chất dư cung tại thị trường nội địa và tăng trưởng mảng tự khai thác sẽ phụ thuộc chính vào sản lượng.

Hoạt động cho thuê định hạn kỳ vọng +36%/+61% yoy trong 2024/2025 nhờ (1) giá cước cho thuê định hạn đã thiết lập một mức nền cao mới so với 2H.2023 và 1H.2024 (2) số tháng và lượng tàu định hạn tăng mạnh svck nhờ bổ sung 3 tàu mới và nhu cầu thuê tàu cải thiện.

1. Hoạt động cho thuê định hạn của HAH kỳ vọng sẽ ghi nhận cải thiện tích cực so với cùng kỳ trong 2H.2024 và 2025 nhờ:

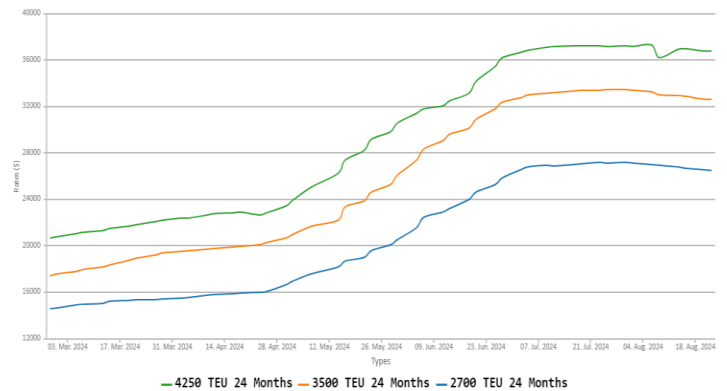
- i) HAH đã ký mới các hợp đồng định hạn ở mức giá cao hơn so với cùng kỳ và Q1.2024, cụ thể, (i) các tàu Haian West, East, View, Beta đã được cho thuê định hạn ở mức giá 15k – 20k USD/ngày (cùng kỳ HAH chủ yếu ký được ở giá 13k USD/ngày hoặc không đẩy đi cho thuê được) (ii) đối với các tàu mới như Haian Opus (nhận vào T6.2024) và Haian Charlie (nhận T8.2024) sẽ được đẩy đi cho thuê định hạn với giá lần lượt là 24k USD/ngày (kí 2 năm) và 18k USD/ngày.

Hình: Giá cước tự khai thác tàu 1100 – 2500 TEU



Nguồn: VHBS

Hình: Giá cước tự khai thác tàu 2700 - 4250 TEU

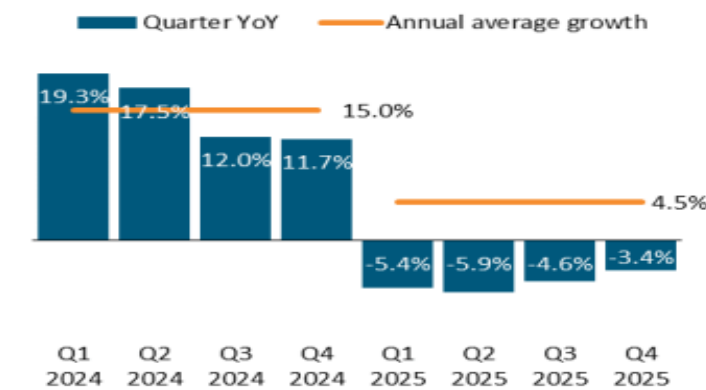


Nguồn: VHBS

ii) Mặc dù diễn biến giá cước cho thuê định hạn đã có dấu hiệu chững lại và giảm nhẹ trong T7 và T8.2024, tuy nhiên, BSC cho rằng nhìn chung mặt bằng giá cước trong 2025 vẫn sẽ được neo ở mức cao so với 1H.2024 nhờ:

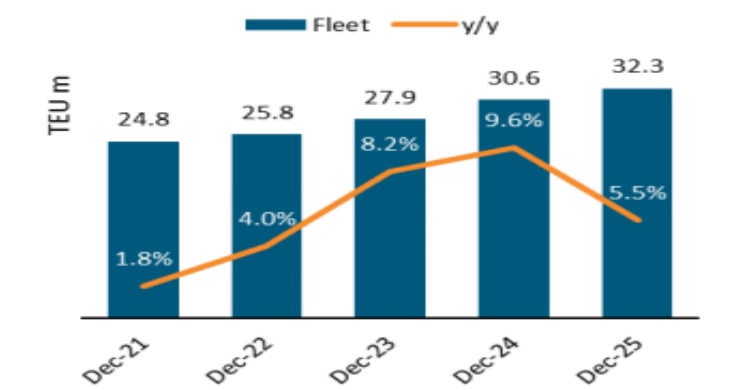
- Nhu cầu thuê tàu hiện tại không quá thấp, ước tính +15%/4.5% yoy, về phía nguồn cung, lượng tàu bàn giao mới ước tính +9.6%/5.5% yoy trong 2024/2025 (theo BIMCO). BSC lưu ý, BIMCO dự báo nhu cầu thuê tàu chậm lại dựa trên giả định căng thẳng biển đỏ chấm dứt và tuyến hàng hải đi qua kênh đào Suez trở lại bình thường trong 2025.
- Theo quan sát của BSC, thời hạn ký của các hợp đồng định hạn mới hiện tại thường kéo dài từ 6 tháng – 1 năm tức dài hơn nhiều so với giai đoạn từ 2H.2023 – 1H.2024 chủ yếu ký ngắn hạn 1 tháng – 3 tháng cũng đã phần nào phản ánh nhu cầu hồi phục và thiết lập mức nền mới ở thời điểm hiện tại

Hình: Nhu cầu thuê tàu Container kỳ vọng +15%/4.5% yoy trong 2024/2025



Nguồn: BIMCO

Hình: Lượng tàu bàn giao mới ước tính +9.6%/5.5% yoy trong 2024/2025



Nguồn: BIMCO

Do đó dựa trên quan điểm thận trọng của mình, BSC đưa ra giả định các tàu Haian Beta, East, View sẽ được gia hạn ký mới ở giá 18K USD/ngày tương đương tàu Haian West ở thời điểm hiện tại, trong khi giá cước ở các tàu khác sẽ đi ngang so với cùng kỳ (sở dĩ các tàu trên ký ở giá 15K USD/ngày là do hợp đồng cho thuê được chốt ở thời điểm tháng T4.2024 giai đoạn giá cước chưa tăng mạnh). Đối với trường hợp kênh đào Suez tiếp tục tắc nghẽn, chúng tôi cho rằng HAH có thể sẽ ký được giá cước định hạn mới ở mức trên 21K USD/ngày.

Hình: Lịch tàu định hạn của HAH 2023/2024 và giả định trong 2025 của BSC

Tàu	Công suất	2023												2024												2025																							
		T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12												
HAIAN LINK	1,060																																																
HAIAN MIND	1,794	32KS/ngày												13KS/ngày												20KS/ngày																							
HAIANWEST	1,740	30.5KS/ngày												13KS/ngày												18KS/ngày																							
HAIAN EAST	1,702	15KS/ngày												13KS/ngày												15KS/ngày																							
HAIAN VIEW	1,577													15KS/ngày												18KS/ngày																							
HAIAN PARK	787																																																
HAIAN TIME	1,032																																																
HAIAN BELL	1,200	11.75KS/ngày																																															
HAIAN ROSE	1,708	13.75KS/ngày																																															
HAIAN CITY	1,577																																																
HAIAN Alfa	1,800																																																
HAIAN Beta	1,800													15KS/ngày												18KS/ngày																							
HAIAN Opus	1,800													24KS/ngày												24KS/ngày																							
HAIAN Charlie	1,800													18KS/ngày												18KS/ngày																							

Nguồn: HAH, BSC tổng hợp

*Chú thích: Màu vàng = tự khai thác, Màu xám nhạt, đậm = cho thuê định hạn, Màu đỏ = bảo trì, bảo dưỡng

iii) BSC ước tính điểm hòa vốn đối với các tàu mới sẽ rơi vào khoảng 12 – 13k USD/ngày dựa trên (i) giá trị đầu tư ban đầu = 675 tỷ đồng, khấu hao theo đường thẳng trong 15 năm (ii) HAH sử dụng 50% nguồn vốn vay, và lãi suất vay khoảng 11%/năm (iii) chi phí nhân công ước tính chiếm 10% doanh thu định hạn/tàu. Đối với các tàu cũ, điểm hòa vốn sẽ rơi vào khoảng 10k – 11k USD/ngày do (i) một số tàu đã trả hết nợ vay (ii) các tàu cũ có chi phí đầu tư thấp hơn so với các tàu mới hiện tại.

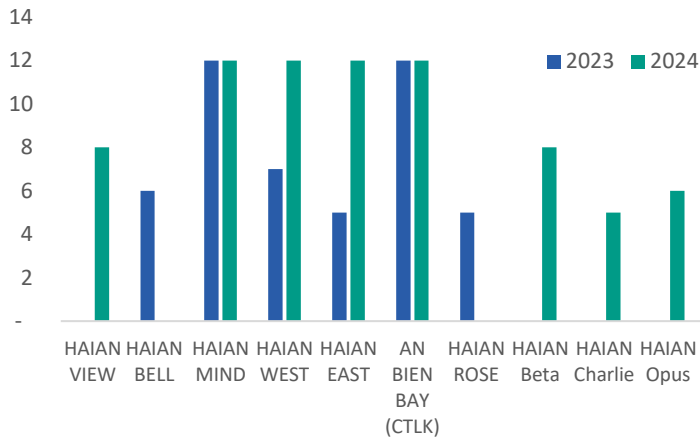
2. Số tháng và số tàu cho thuê định hạn tăng so với cùng kỳ nhờ bổ sung 3 tàu mới vào đội tàu cho thuê định hạn.

BSC ước tính tổng số tháng cho thuê định hạn của HAH = 63/84 tháng (+80%/+33% yoy) trong 2024/2025 (chi tiết NĐT xem lịch tàu phía trên) nhờ:

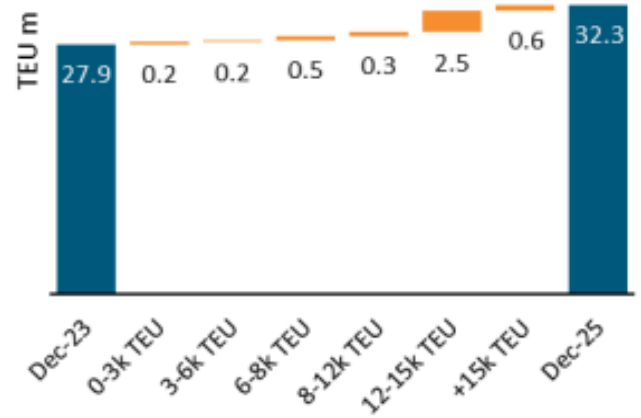
- Đóng góp từ đội tàu mới nhận của HAH trong T5, T6 và T8.2024 khi cả 3 tàu trên đều được đẩy đi cho thuê định hạn ngay sau khi bàn giao. Đối với đội tàu cũ, một số tàu như Haian View, West, East hầu hết cũng đã được cho thuê cho đến hết năm (lưu ý: trong 2H.2023, các tàu này chủ yếu hoạt động ở thị trường nội địa do nhu cầu yếu trên thị trường quốc tế).
- Đối với triển vọng năm 2025, BSC kỳ vọng những tàu được đẩy đi thuê định hạn sẽ tiếp tục được tái ký đến hết năm 2025 (i) nhu cầu thuê tàu feeder (loại tàu 1200 – 1700 TEU, phục vụ lưu chuyển tập kết hàng hóa) được dự báo vẫn lớn trong 2025 do chủ yếu hiện tại các hãng tàu định hướng tập trung phát triển đội tàu mẹ và đi thuê các tàu feeder (ii) hầu hết các hợp đồng định hạn hiện tại của HAH đều đi kèm điều khoản gia hạn.

Hình: Thời gian chạy định hạn dự kiến của đội tàu HAH năm 2023 – 2024 (tháng)

Hình: Lượng công suất tăng thêm chủ yếu tập trung vào các tàu mẹ có trọng tải lớn trong 2024 – 2025 (Triệu TEU)



Nguồn: HAH, BSC tổng hợp



Nguồn: Clarkson, Bimco

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2024, BSC dự báo HAH ghi nhận DTT và LNST- CĐTS đạt lần lượt 3,610 tỷ đồng (+38% yoy) và 417 tỷ đồng (+8.3% yoy), tương đương EPS FW 2024 = 3,692 VNĐ/CP, PE FW 2024 = 11.2 lần.

Năm 2025, BSC dự báo HAH ghi nhận DTT và LNST – CĐTS đạt lần lượt 4,241 tỷ đồng (+26% yoy) và 551 tỷ đồng (+32% yoy), tương đương EPS FW 2025 = 4,561 VNĐ/CP, PE FW 2025 = 9.2 lần, dựa trên giả định:

1. Hoạt động khai thác cảng:

- DTT 2024/2025 = 221/246 tỷ đồng (+11% yoy) nhờ sản lượng +10% yoy, giá +1% yoy
- Biên lợi nhuận gộp mảng cảng = 51% tương đương 1H.2024, giảm -23 điểm % so với cùng kỳ.

2. Hoạt động khai thác tàu:

Trong năm 2024,

- DT tự khai thác = 2,390 tỷ đồng (+45% yoy) chủ yếu nhờ (i) sản lượng = 594,063 TEUs (+39% yoy) (ii) giá cước tự khai thác bình quân +5% yoy dựa trên giả định giá cước tự khai thác đi ngang trong 2H.2024 so với 1H.2024.
- DT cho thuê định hạn = 767 tỷ đồng (+36% yoy) chủ yếu nhờ (i) đóng góp của đội tàu mới Haian Beta, Opus, Charlie (ii) thời gian và giá cước chạy định hạn của 1 số tàu cũ Haian West, East, View tăng mạnh so với cùng kỳ (chi tiết NĐT xem lịch tàu và giá thuê định hạn ở phía trên).
- Biên lợi nhuận gộp = 23% dựa trên giả định (1) chi phí NVL/SL đi ngang do giá dầu kỳ vọng đi ngang so với cùng kỳ (2) chi phí dịch vụ mua ngoài/số vòng chạy giả định +5% yoy chủ yếu do HAH gia tăng tỷ trọng khai thác các tuyến Nội Á có cảng, lai đắt phí cao hơn (3) chi phí khấu hao +71 tỷ đồng do tăng thêm khấu hao từ 3 tàu mới nhận lần lượt trong T5, T6, T8.2024. So với cùng kỳ năm 2024, biên lợi nhuận gộp vẫn sẽ cải thiện 2 điểm % nhờ (1) giá cước tự khai thác +5% yoy (2) số tháng chạy định hạn tăng so với cùng kỳ.

Trong năm 2025, BSC đưa ra giả định giá dầu +5% yoy và giá cước đi ngang so với cùng kỳ:

- DT tự khai thác = 2,623 tỷ đồng (+10% yoy) chủ yếu nhờ (1) sản lượng = 652,080 TEUs (+10% yoy) (2) giá cước tự khai thác bình quân đi ngang so với cùng kỳ.
- DT cho thuê định hạn = 1,235 tỷ đồng (+61% yoy) dựa trên giả định (1) đội tàu mới và cũ được tái ký định hạn đến hết năm 2025 tương đương số tháng chạy định hạn +33% yoy (2) giá ký mới tại một số tàu Haian Beta, View, East kỳ vọng ở giá 18k USD/ngày tăng 20% so với 2024 do mặt bằng giá cước cao hiện tại.
- Biên lợi nhuận gộp = 28% dựa trên giả định (1) chi phí NVL/SL +5% yoy do giá dầu kỳ vọng tăng 5% yoy (2) chi phí dịch vụ mua ngoài/số vòng chạy giả định +5% yoy (3) chi phí khấu hao tăng +64 tỷ đồng do ghi nhận đầy đủ thời gian hoạt

động của 3 tàu mới nhận của năm 2024. So với cùng kỳ năm 2025, biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện 5% điểm chủ yếu nhờ số tháng và giá cước định hạn tái ký tăng so với cùng kỳ.

3. Các chi phí hoạt động khác:

- Chi phí SG&A = 4.8% tương đương so với cùng kỳ năm 2023

Bảng chi tiết giả định của BSC

KQKD (Tỷ VNĐ)	2023	%yoy	2024F	%yoy	2025F	%yoy
Doanh thu thuần	2,613	-18%	3,610	38%	4,241	17%
Khai thác cảng	199	-7%	221	11%	246	11%
Khai thác tàu	2,195	-20%	3,157	44%	3,858	22%
Depot, khác	219	-10%	232	6%	247	6%
Lợi nhuận gộp	611	-57%	877	43%	1,112	27%
Khai thác cảng	148	41%	113	-24%	125	11%
Khai thác tàu	435	-67%	733	69%	1,065	45%
Depot	29	358%	30	6%	32	6%
Biên lợi nhuận gộp	23%	-21%	24%	1%	26%	2%
Khai thác cảng	74%	25%	51%	-23%	51%	0%
Khai thác tàu	20%	-28%	23%	3%	28%	4%
Depot	13%	11%	13%	0%	13%	0%
Thu nhập tài chính	30	-57%	23	-22%	25	7%
Chi phí tài chính	(84)	-10%	(100)	19%	(115)	15%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(73)	25%	(96)	30%	(105)	10%
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	15	-49%	18	19%	18	0%
Chi phí BH	-	-	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(125)	10%	(188)	50%	(195)	4%
Lãi từ HĐKD	447	-66%	631	41%	845	34%
Thu nhập khác, ròng	(11)	-63%	(15)	38%	(18)	17%
LNTT	450	-65%	615	37%	827	34%
Thuế TNDN	(92)	-60%	(127)	37%	(172)	35%
LNST	358	-66%	489	37%	656	34%
LNST-CĐTS	385	-54%	417	8%	551	32%
EPS	5,636	-54%	3,692	-34%	4,561	24%

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu **HAH** với giá mục tiêu 1 năm bằng **54,000 VNĐ/CP** (tương đương upside +35% so với giá ngày 24/09/2024) dựa trên phương pháp EV/EBITDA mục tiêu năm 2025 = 4.8 lần, do:

- (1) Phương pháp EV/EBITDA được sử dụng chủ yếu để đánh giá đầy đủ triển vọng của HAH sau khi đầu tư mở rộng đội tàu trong 2024 với mức chi phí đầu tư tương đối lớn (ước tính 675 tỷ đồng/tàu, tương đương 40% tài sản cố định).
- (2) Mức EV/EBITDA mục tiêu = 4.8 lần được sử dụng do (i) áp dụng mức chiết khấu 15% so với mức EV/EBITDA trung bình chu kỳ 2021 – 2022 (6 lần) do giá cước định hạn đã ký ở thời điểm hiện tại ước tính thấp hơn 15% (ii) tương đương mức trung bình ngành vận tải biển (4.8 lần), khi HAH là doanh nghiệp chiếm thị phần lớn nhất (30%) tại thị trường vận tải biển nội địa Việt Nam, ngoài ra, doanh nghiệp cũng sở hữu đội tàu trẻ hỗ trợ giúp tạo ưu thế trong hoạt động cho thuê định hạn.
- (3) HAH cũng đang được giao dịch ở mức EBITDA FW 2025 = 3.5 lần thấp hơn so với trung bình 5 năm, ngành = 4.8 lần trong khi triển vọng hồi phục của năm 2025 là tương đối tích cực.

Chi tiết định giá

Định giá theo EV/EBITDA	
EV/EBITDA mục tiêu	4.8 lần
EBITDA FY 2025	1,518
Giá trị doanh nghiệp (EV) 2025	7,288
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	889
(-) Nợ	(1,618)
Giá trị VCSH	6,559
SLCP lưu hành (triệu)	121
Giá mục tiêu 2024	54,000

HAH EV/EBITDA



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	1,955	3,206	2,613	3,610	4,241
Giá vốn hàng bán	(1,241)	(1,784)	(2,002)	(2,733)	(3,128)
Lợi nhuận gộp	714	1,422	611	877	1,112
Thu nhập tài chính	26	69	30	23	25
Chi phí tài chính	(33)	(93)	(84)	(100)	(115)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(32)	(59)	(73)	(96)	(105)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	19	29	15	18	18
Chi phí BH	-	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(85)	(114)	(125)	(188)	(195)
Lãi từ HĐKD	642	1,313	447	631	845
Thu nhập khác, ròng	20	(31)	(11)	(15)	(18)
LNTT	662	1,283	450	615	827
Thuế TNDN	(112)	(232)	(92)	(127)	(172)
LNST	551	1,051	358	489	656
Lợi ích CĐKKS	105	222	(27)	72	105
LNST Công ty mẹ	446	829	385	417	551
EPS	9,133	12,142	5,636	3,692	4,561

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tiền và tương đương tiền	485	415	245	295	889
Đầu tư ngắn hạn	87	140	73	75	78
Phải thu ngắn hạn	633	984	1,005	1,083	1,272
Hàng tồn kho	48	78	97	133	152
TS ngắn hạn khác	34	132	180	180	212
TS ngắn hạn	1,287	1,750	1,600	1,766	2,604
Phải thu dài hạn	0	113	113	113	113
TSCĐ nguyên giá	2,386	3,904	4,651	5,796	5,796
Khấu hao	(851)	(1,160)	(1,533)	(2,045)	(2,631)
TSĐT nguyên giá	-	-	-	-	-
Khấu hao	-	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	7	45	30	30	30
ĐT dài hạn	148	182	155	173	191
TS dài hạn khác	255	272	342	473	556
TS dài hạn	1,945	3,356	3,759	4,540	4,055
Tổng TS	3,232	5,106	5,359	6,307	6,658
Nợ phải trả NH	387	598	543	611	648
Vay ngắn hạn	234	318	394	462	453
Tổng Nợ ngắn hạn	621	916	937	1,074	1,101
Vay dài hạn	559	1,004	993	1,406	1,165
Nợ dài hạn khác	151	248	258	258	258
Tổng Nợ dài hạn	710	1,252	1,251	1,664	1,423
Tổng Nợ phải trả	1,330	2,168	2,188	2,738	2,524
Vốn góp	488	703	1,055	1,055	1,055
Thặng dư vốn	192	192	192	192	192
Vốn chủ khác	280	391	664	664	664
Lãi chưa phân phối	592	1,068	751	1,077	1,537
Lợi ích CĐTS	350	584	510	582	687
Tổng VCSH	1,902	2,938	3,171	3,569	4,134
Tổng nguồn vốn	3,232	5,106	5,359	6,307	6,658

LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
(Lỗ)/LNTT	662	1,283	450	615	827
Khấu hao và phân bổ	164	279	364	512	586
Thay đổi vốn lưu động	(28)	(464)	(337)	(399)	(562)
Điều chỉnh khác	(8)	19	59	78	87
LCTT từ HĐKD	790	1,117	536	806	938
Tiền chi mua TSCĐ	(567)	(1,642)	(1,642)	(1,145)	-
Đầu tư khác	(83)	(13)	69	(3)	(3)
LCTT từ HĐĐT	(650)	(1,655)	21	(1,148)	(3)
Tiền chi trả cổ tức	(67)	(69)	(90)	(90)	(90)
Tiền từ vay ròng	92	518	147	482	(250)
Tiền thu khác	99	20	82	-	-
LCTT từ HĐTC	124	470	-	391	(341)
Dòng tiền đầu kỳ	221	485	415	245	295
Tiền trong kì	264	(67)	(170)	49	595
Dòng tiền cuối kỳ	485	415	245	295	889

Chỉ số	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán					
Hố TT ngắn hạn	2.1	1.9	1.7	1.6	2.4
Hố TT nhanh	1.9	1.7	1.4	1.4	2.0
Cơ cấu vốn					
Hố Nợ/TTS	41%	42%	41%	43%	38%
Hố Nợ/VCSH	70%	74%	69%	77%	61%
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	14	16	18	18	18
Số ngày phải thu ngắn hạn	118	112	140	110	110
Tỉ suất lợi nhuận					
Lợi nhuận gộp	37%	44%	23%	24%	26%
Lợi nhuận LNST	28%	33%	14%	14%	15%
ROE	23%	28%	12%	12%	13%
ROA	14%	16%	7%	7%	8%
Tăng trưởng					
Tăng trưởng DTT	64%	64%	-18%	38%	17%
Tăng trưởng EBIT	259%	93%	-61%	36%	31%
Tăng trưởng LNTT	289%	94%	-65%	37%	34%
Tăng trưởng EPS	222%	33%	-54%	-34%	24%
SLCP lưu hành (triệu)	49	68	68	113	121
BVPS	31,809	34,467	38,962	26,466	28,552

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8-9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place, Số 93
Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1,
Thành phố Hồ Chí Minh.
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

