



## CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH – HSX)

### Hiệu quả hoạt động cao với định giá hấp dẫn

- KQKD trong ngắn và trung hạn được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố
- HAH có hiệu quả HĐKD cao cộng với tỷ lệ cổ tức hấp dẫn
- Tăng trưởng hoạt động thương mại hàng hóa đem lại triển vọng tích cực cho các doanh nghiệp cảng biển và logistics

#### Quan điểm và Định giá:

HAH là một doanh nghiệp khai thác cảng có quy mô tương đối nhỏ với trụ sở ở khu vực Đình Vũ- Hải Phòng. Năm 2015, HĐKD của HAH có sự tăng trưởng khá tích cực nhờ vào: (1) sản lượng hàng hóa qua cảng tăng và (2) doanh thu container lạnh tăng đột biến do căng thẳng giao thương biên mậu giai đoạn giữa năm.

Trong năm 2016, với công suất khai thác cảng đã ở mức toàn dụng, khả năng tăng trưởng của HAH sẽ đến từ mảng vận tải container nội địa với sự hỗ trợ từ giá nhiên liệu thấp và các chính sách như kiểm soát tải trọng đường bộ và bảo hộ đối với các công ty vận tải thủy nội địa. Về dài hạn, chúng tôi đánh giá lượng hàng thông qua khu vực cảng Hải Phòng tiếp tục tăng trưởng tích cực ~12%-14%/năm. Đây sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng đối với các cảng biển ở khu vực Hải Phòng nói chung và HAH nói riêng.

Với mức EPS dự phóng 2016 là ~6.540 đồng, HAH đang giao dịch ở mức định giá P/E forward 6,7x, rất hấp dẫn so với mức định giá của các DN cảng niêm yết. Ngoài ra, với tỷ suất cổ tức khá tốt (~7%), HAH cũng là một cổ phiếu phù hợp với NĐT giá trị. Với các phân tích trên, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** cổ phiếu HAH trong **TRUNG HẠN** với giá mục tiêu là **56.000 đồng**. (cao hơn mức giá đóng cửa ngày 08/01/2016 ~27%).

HAH có cơ cấu cổ đông khá cô đặc với ~65% số cổ phần sở hữu bởi các cổ đông chiến lược. Trong thời gian tới, việc một số cổ đông lớn thực hiện thoái vốn có thể giúp tính thanh khoản của cổ phiếu này cải thiện. Tuy nhiên, áp lực cung trong ngắn hạn do đó sẽ gia tăng khi số cổ phần HAH đang nắm giữ bởi một số cổ đông chiến lược sẽ hết hạn chế chuyển nhượng từ tháng 03/2016.

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	Lũy kế 9T	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	224	431	374	737	842
% tăng trưởng	17%	93%	35%	71%	14%
LNST của Cty mẹ	83	130	114	155	158
% tăng trưởng	19%	58%	48%	19%	2%
Tỷ suất LNST (%)	37	30	30	21	19
ROA (%)	20	23		21	19
ROE (%)	27	35		32	27
EPS (VND)	4.223	5.899		6.402	6.539
EPS đ/chính (VND)	4.223	5.899		6.402	6.539
Giá trị sổ sách (VND)	13.754	18.726		23.295	28.006
Cổ tức tiền mặt (VND)				3.000	3.000
P/E (x)				6,7	
P/BV (x)				1,8	

Nguồn: HAH, RongViet Research, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 08/01/2016

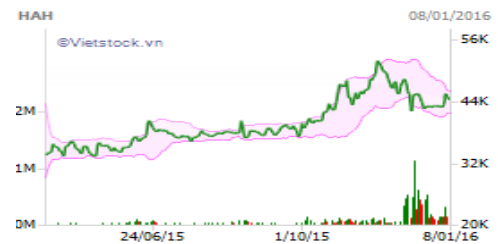
## MUA

Giá thị trường (VND)	44.000
Giá mục tiêu (VND)	56.000

Thời gian đầu tư	Trung hạn
------------------	-----------

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Khai thác cảng
Vốn hóa ( tỷ đồng)	991
SLCPDLH	23.196.232
Beta	0,9
Free Float (%)	35,2
Giá cao nhất 52 tuần	52.000
Giá thấp nhất 52 tuần	31.400
KLGD bình quân 20 phiên	254.000



Nguồn: Vietstock

#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
HAH	10,9		
Khai thác cảng	15,0	24,4	
VN30 Index	0,73	-1,12	
VN Index	1,4	6,1	

#### Cổ đông lớn (%)

CTCP Transimex - SaiGon	24,6
CTCP MHC	14,1
CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà	8,8
Gới hạn sở hữu NĐTNN (%)	43,7

#### Nguyễn Hải Hoàng

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1319

hoang.nh@vdsc.com.vn

**Linh hoạt tận dụng các thế mạnh để tối ưu hóa hoạt động kinh doanh**

**CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH-HSX)** hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng biển và vận tải container thủy nội địa với trụ sở chính ở Hải Phòng. HAH thành lập năm 2009 với sự góp vốn của các cổ đông chiến lược hoạt động trong cùng lĩnh vực như CTCP Cung ứng & Dịch vụ Kỹ thuật Hàng hải (MAC-HNX), CTCP MHC (MHC-HSX), CTCP Hải Minh (HMH-HNX), CTCP Transimex-Sài Gòn (TMS-HSX). Tuy mới ra đời nhưng HAH phát triển khá nhanh với doanh thu và LNST đạt tốc độ tăng trưởng kép lần lượt 36,3% và 62,6% hàng năm suốt giai đoạn 2011-2014.

Hiện tại, công ty sở hữu 02 công ty con và 02 công ty liên doanh liên kết (LDLK) đều hoạt động trong lĩnh vực logistics (Bảng 01). Trong đó, Công ty TNHH Vận Tải container Hải An mới được thành lập vào tháng 11/2015 để hợp nhất KQKD từ hoạt động vận tải container nội địa vào công ty mẹ HAH thay vì phải phân chia doanh thu và chi phí từ hoạt động này theo hợp đồng BCC như trước đây.

**Bảng 01: Danh sách công ty con và công ty LDLK của HAH**

	Vốn điều lệ	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động chính
<b>Công ty con</b>			
Công ty TNHH Cảng Hải An (HAP)	10 tỷ đồng	HAH góp 100% vốn	Khai thác cảng và dịch vụ liên quan
Công ty TNHH Vận Tải Container Hải An	200 tỷ đồng	HAH góp 50,5% vốn	Vận tải container nội địa
<b>Công ty LDLK</b>			
Công ty TNHH Đại lý và Tiếp vận Hải An (HAAL)	10 tỷ đồng	HAP góp 50% vốn	Vận tải hàng hóa ven biển
CTCP Dịch vụ tổng hợp Hải An (HAGS)	5 tỷ đồng	HAP góp 36% vốn	Vận tải bộ, kho bãi và hải quan

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Cảng Hải An là một cảng nước sâu nằm trên bán đảo Đình Vũ. Do nằm ở khu vực hạ lưu Sông Cấm có độ sâu môn nước tốt nên cảng Hải An có thể tiếp nhận tàu biển có tải trọng lên đến 20.000 tấn (giảm tải). Cảng được xây dựng trên tổng diện tích gần 20ha với 01 cầu tàu dài 150m có công suất thiết kế (CSTK) ~250.000 TEU/năm. Trong tương quan về năng lực bốc xếp, HAH vẫn có quy mô khá khiêm tốn so với các cảng khác ở khu vực Đình Vũ như cảng Nam Hải Đình Vũ của GMD, cảng Tân Vũ của PHP, cảng Đình Vũ (DVP) và cảng VIP-Greenport của VSC với CSTK từ 500.000 Teu/năm trở lên. Nhằm rút ngắn thời gian giải phóng tàu, trong Q4/2014, HAH đã đầu tư thêm một cần cầu bờ, nâng tổng số cầu tại cảng lên 03 cầu. Nhờ đó, tổng sản lượng bốc xếp năm 2014 đã tăng 25% so với năm 2013 đạt 310.000 Teu, tương ứng với thị phần khai thác cảng gần 10% ở khu vực Hải Phòng.

**Bảng 02: Công suất thiết kế của các cảng ở khu vực Hải Phòng**

Cảng	Số cầu tàu	Chiều dài cầu tàu	Trọng tải tàu (DWT)	Công suất thông quan
Cảng Hải An	1	150m	20.000	250.000
Cảng Đình Vũ	2	420m	30.000	500.000
Cảng PTSC Đình Vũ	1	250m	20.000	300.000
Cảng Nam Hải Đình Vũ	2	455m	30.000	500.000
Cảng Greenport	2	403m	10.000	400.000
Cảng Nam Hải	2	144m	10.000	200.000
Cảng VIP-Greenport	2	450m	30.000	500.000
Cảng Tân Vũ	5	955m	30.000	800.000
Cảng Đoạn Xá	1	210m	10.000	200.000

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Nhằm ổn định nguồn hàng cho hoạt động khai thác cảng trong dài hạn, HAH và các đối tác BCC đã triển khai dịch vụ vận tải container đường biển nội địa từ quý 2 năm 2014. Trong tháng 09/2015, HAH và các



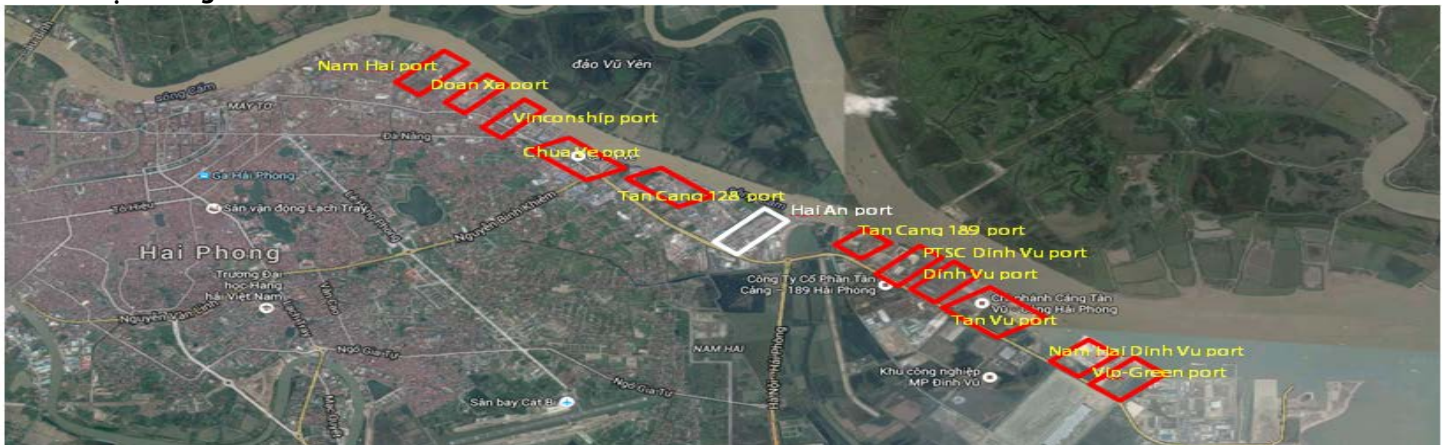
đối tác BCC đã đầu tư thêm tàu HaiAn Time (~1.032 Teu) với tổng vốn đầu tư gần 133 tỷ đồng, nâng đội tàu của Công ty lên 03 chiếc với tổng năng lực chuyên chở là 2.940 Teu, tương đương 49.000 tấn (tăng 54% so với năm 2014). Hiện đội tàu của Công ty đang khai thác chủ yếu tuyến Hải Phòng-Hồ Chí Minh-Hải Phòng cũng như tham gia các tuyến vận tải feeder ngắn đi Singapore và Hongkong. Tuy không đóng góp lớn vào tổng lợi nhuận, nhưng việc triển khai hiệu quả hoạt động vận tải container gián tiếp đảm bảo nguồn hàng cho cảng Hải An về dài hạn, đặc biệt trong bối cảnh cạnh tranh giữa các cảng trong khu vực Hải Phòng ngày càng gia tăng. Ngoài ra, sự tham gia của các đối tác BCC hoạt động trong lĩnh vực logistics và mối quan hệ hợp tác kinh doanh với các hãng tàu ngoại giúp đảm bảo “nguồn hàng” cho đội tàu vận tải container nội địa của HAH.

**Bảng 03: Năng lực đội tàu của HAH**

Tàu	Tải trọng (DWT)	Năm đóng	Tuổi tàu
Hai An Park	12.649	2000	16
Hai An Song	18.409	2001	15
Hai An Time	18.055	2001	15

Nguồn: HAH, RongViet Research tổng hợp

**Biểu đồ: Vị trí cảng Hải An**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**KQKD trong ngắn và trung hạn có nhiều yếu tố hỗ trợ tích cực**

*Hoạt động lưu kho lạnh do siết chặt giao thương biên mậu Việt – Trung giúp mảng khai thác cảng năm 2015 có sự tăng trưởng đột biến*

Hoạt động kinh doanh của HAH trong năm 2015 về cơ bản tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng hồi phục và tăng trưởng về thương mại hàng hóa, đặc biệt là hàng container của Việt Nam. Riêng với mảng khai thác cảng, tổng sản lượng hàng hóa thông quan qua cảng Hải An cả năm 2015 dự kiến tăng 14,8% so với năm 2014, đạt 355.000 TEUs. Đặc biệt, trong quý 2 và quý 3 năm 2015, tình hình giao thương biên mậu với Trung Quốc căng thẳng khiến một lượng lớn hàng container lạnh tạm nhập tái xuất (TNTX) bị dồn ứ ở khu vực Hải Phòng làm doanh thu lưu kho container lạnh của HAH và các cảng lân cận tăng đột biến. Do chi phí của việc lưu container lạnh chủ yếu là tiền điện nên tỷ suất sinh lời của hoạt động này là khá tốt với biên LNTT có thể lên tới ~ 40%. Với diễn biến hàng lạnh trở lại bình thường trong các tháng cuối năm, chúng tôi ước tính HAH sẽ ghi nhận ~80 tỷ đồng từ mảng container lạnh cho cả năm 2015. Tổng doanh thu từ mảng khai thác cảng của Công ty năm 2015 ước tính đạt 369,2 tỷ đồng, tăng 27% so với năm 2014 trong khi LNG có thể đạt khoảng 166 tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ.

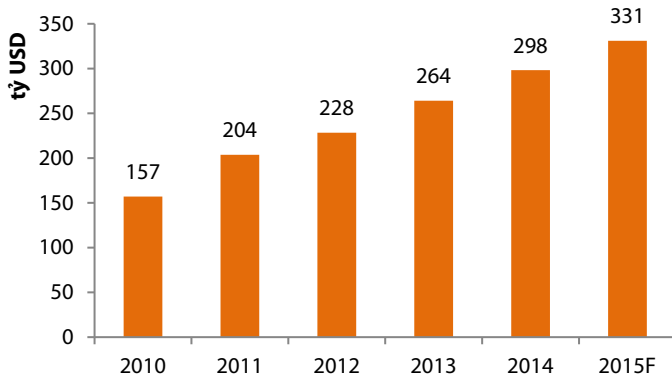


Dù mới hoạt động được hai năm, mảng vận tải container tuyến nội địa của HAH cũng đạt được kết quả khá khả quan. Trong năm 2015, HAH dự kiến vận chuyển khoảng 94.000 Teu (tăng 116,2% so với năm 2014). Doanh thu từ hoạt động khai thác tàu năm 2015 (hợp nhất) ước đạt 364,5 tỷ đồng với LNG tương ứng đạt khoảng 62,2 tỷ đồng, tăng lần lượt 164% và 416% so với năm 2014. KQKD của hoạt động vận tải container có chuyển biến tốt trong năm nay là do 3 yếu tố: (1) đội tàu hoạt động xuyên suốt 12 tháng trong khi năm 2014, tàu Hai An Park chỉ chạy được 06 tháng và Hai An Song chỉ chạy được 2 tháng, (2) chính sách kiểm soát tải trọng đường bộ ban hành từ Q2/2014 đã giúp gia tăng nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường thủy, (3) giá xăng dầu bình quân năm 2015 giảm ~26% so với năm 2014 giúp doanh nghiệp tiết kiệm được đáng kể chi phí nhiên liệu (chi phí nhiên liệu chiếm 35-40% giá thành khai thác tàu). Cộng với mảng khai thác cảng, chúng tôi ước tính HAH sẽ ghi nhận doanh thu thuần và LNST hợp nhất năm 2015 tăng lần lượt 71% và 31% so với cùng kỳ.

*Tăng trưởng KQKD năm 2016 sẽ đến từ hoạt động vận tải container và khả năng cải thiện hiệu quả ở các mảng kinh doanh cốt lõi*

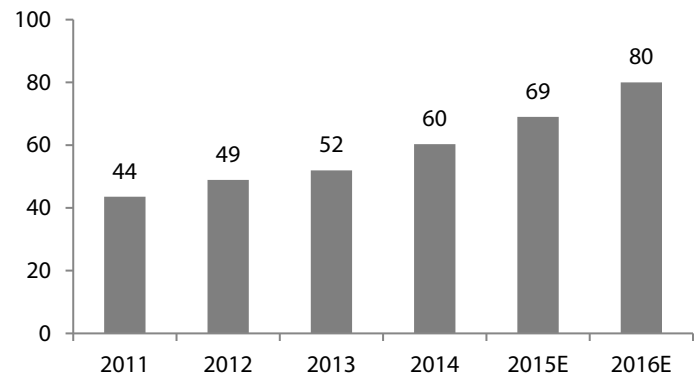
Thúc đẩy bởi dòng vốn FDI gia tăng đón đầu các hiệp định thương mại như TPP và các FTA, năm 2016 sẽ là năm mở đầu cho quá trình tăng trưởng mạnh mẽ về hoạt động giao thương của Việt Nam. Nhờ đó, sản lượng hàng hóa XNK và thông qua các cảng biển trên cả nước cũng được dự báo tăng trưởng tích cực. Theo dự báo của UBND TP. Hải Phòng, tổng sản lượng hàng hóa thông qua các cảng ở khu vực Hải Phòng sẽ tiếp tục tăng mạnh 16% từ mức 70 triệu tấn năm 2015 lên khoảng 80 triệu tấn trong năm 2016.

**Đồ thị 01: Kim ngạch XNK của Việt Nam qua các năm (tỷ USD)**



Nguồn: RongViet Research

**Đồ thị 02: Tổng sản lượng hàng hóa thông quan qua KV Hải Phòng (triệu tấn)**



Nguồn: RongViet Research

Tuy nhiên, chúng tôi dự báo lượng hàng thông quan qua cảng Hải An năm 2016 sẽ chỉ tăng trưởng nhẹ do: (1) cảng đang hoạt động vượt CSTK gần 25% với khả năng mở rộng hạn chế, (2) hoạt động khai thác cảng có thể bị ảnh hưởng, tuy không quá nhiều, bởi việc xây dựng cầu Bạch Đằng bắc qua sông Cấm, (3) sự đột biến về doanh thu container lạnh khó lặp lại trong năm 2016. Giả định giao dịch biên mậu Việt-Trung diễn ra bình thường, chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng container lạnh trong năm 2016 sẽ chỉ đóng góp khoảng 42 tỷ đồng vào doanh thu khai thác cảng của HAH, bằng 1/2 so với năm 2015. Tuy nhiên, do giá cước bốc xếp thường được neo theo USD nên giá cước bốc xếp tại cảng Hải An sẽ tăng tương ứng mức phá giá dự kiến của đồng Việt Nam so với USD trong năm 2016. Tổng hòa các yếu tố nói trên, chúng tôi ước tính tổng doanh thu khai thác cảng năm 2016 của HAH có thể giảm 1,7% và LNG giảm 5,4% so với 2015.

Liên quan đến việc xây dựng cầu Bạch Đằng, chúng tôi cho rằng, trong ngắn hạn, các cảng có vị trí thượng nguồn, gần điểm cầu bắc ngang sông Cấm sẽ gặp một số trở ngại nhất định về mặt thu xếp giờ

giấc tàu ra vào cảng trong giai đoạn công trình đang thi công. Tuy nhiên, do chỉ có 01 cầu tàu cộng với chế độ nhật triều của con nước ở Hải Phòng nên Cảng Hải An thông thường cũng chỉ có thể tiếp nhận và làm hàng một tàu mỗi ngày (~6-7 tàu/tuần). Do đó, chúng tôi đánh giá tác động của quá trình thi công cầu lên hoạt động khai thác của HAH là tương đối thấp nếu so với các cảng công suất lớn hơn nằm sâu trên thượng nguồn sông Cấm (Green port của VSC, Nam Hải của GMD hay cảng Đoạn Xá – DXP). Nếu linh hoạt trong việc sắp xếp lịch tàu thì HAH hoàn toàn có thể đảm bảo hoạt động khai thác cảng diễn ra ổn định với tần suất 1 tàu/ngày (7 tàu/tuần) hoặc hợp tác khai thác hàng với các cảng khác khi trùng lịch tàu. Dài hơi hơn, chúng tôi cho rằng hoạt động khai thác của HAH và các cảng phía trong gần như sẽ không bị tác động sau khi cầu hoàn thành như nhiều quan ngại cơ bản vì độ cao tĩnh không của cầu theo thiết kế là an toàn cho tàu 10.000 tấn (giảm tải) đi qua. Do đó, chúng tôi ước tính tổng sản lượng bốc xếp năm 2016 sẽ vẫn tăng nhẹ 2,2% so với năm 2015, đạt khoảng 364.000 TEU, dựa trên khả năng tối ưu hóa tốc độ luân chuyển hàng hóa trong cảng Hải An và tỉ lệ lấp đầy cao hơn trên các chuyến tàu container.

Năm 2016, hoạt động vận tải container sẽ trở thành động lực tăng trưởng KQKD của HAH do: (1) Công ty đầu tư thêm tàu Hai An Time đảm bảo hoạt động vận tải container ổn định và gia tăng hiệu quả khai thác thông qua việc giảm thuê ngoài, (2) giá xăng dầu theo dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp ít nhất đến hết quý 2 năm 2016, (3) HAH tham gia sâu hơn vào các tuyến chạy feeder cho các hãng tàu ngoại qua đó có thể tối ưu hóa hiệu suất khai tàu. Theo Cục Hàng Hải Việt Nam thì hiện tại đội tàu vận tải container nội địa gồm 39 tàu với tổng năng lực chuyên chở ~ 368.000 DWT. Dựa trên năng lực chuyên chở hiện tại thì đội tàu của HAH chiếm khoảng 13% tổng năng lực vận tải container nội địa ở Việt Nam. Với việc duy trì chính sách siết tải đường bộ và cấm tàu treo cờ nước ngoài tham gia tuyến nội địa, các doanh nghiệp vận tải thủy trong nước như HAH đang có lợi thế nhất định để gia tăng sản lượng vận chuyển. Cộng thêm tàu Hai An Time, chúng tôi ước tính tổng sản lượng vận tải năm 2016 của HAH sẽ đạt khoảng 117.000 TEU (tăng 24,5% yoy). Với giả định giá cước tàu chạy không thay đổi, chúng tôi cho rằng mảng vận tải container sẽ đóng góp khoảng 475,9 tỷ đồng vào doanh thu (tăng 31% yoy) và 80,7 tỷ (tăng 30% yoy) vào LNG hợp nhất năm 2016. **Như vậy, tổng doanh thu của HAH năm 2016 ước đạt 841 tỷ đồng (tăng 14,3% yoy) và tổng LNG đạt 238,1 tỷ đồng (tăng 4,2 yoy).**

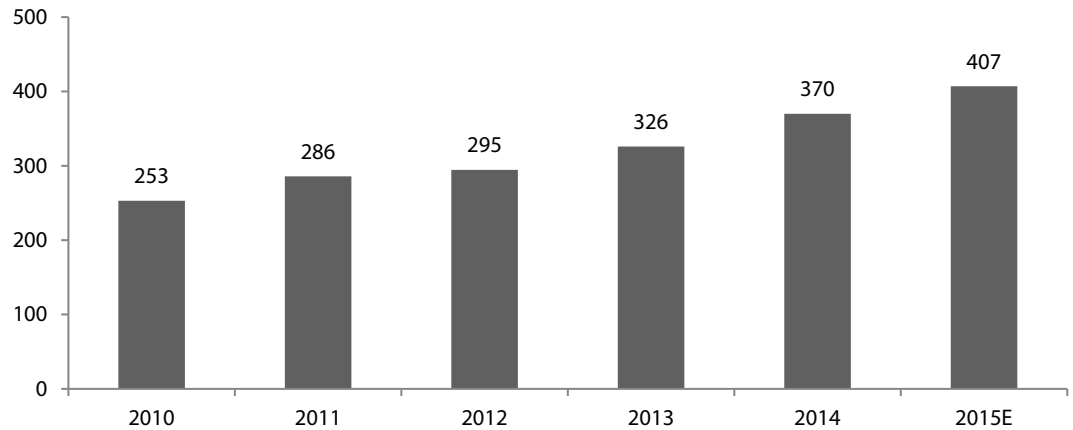
### **Triển vọng thương mại hàng hóa tích cực sẽ kéo theo nhu cầu về vận chuyển hàng hóa và sản lượng hàng thông quan qua cảng tăng trong dài hạn**

Về dài hạn, sự hồi phục của kinh tế Việt Nam và đặc biệt là việc cắt giảm thuế quan dưới hiệu lực của các Hiệp định thương mại như TPP và các FTAs sẽ là động lực quan trọng giúp thúc đẩy tăng trưởng thương mại ở Việt Nam. Đến cuối năm 2015, Việt Nam cơ bản đã kết thúc đàm phán nhiều hiệp định thương mại quan trọng như FTA Việt Nam- Hàn Quốc (VKFTA) ký kết vào tháng 05/2015, FTA EU-Việt Nam (12/2015), TPP, FTA Việt Nam -Liên minh kinh tế Á Âu hay gần đây là việc thành lập chính thức Cộng đồng kinh tế chung Asean (AEC). Riêng việc ký kết FTA Việt Nam- Hàn Quốc dự báo sẽ thúc đẩy kim ngạch thương mại giữa hai nước tăng lên 70 tỷ USD từ ~29 tỷ USD cuối năm 2014 (tăng ~16%/năm) và việc thực thi TPP có thể giúp hàng hóa Việt Nam thâm nhập sâu vào các thị trường lớn như Mỹ, Nhật, New Zealand, Canada...

Thực tế, tổng kim ngạch XNK và sản lượng hàng thông quan qua cảng ở Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng tốt bình quân 10%-12%/năm giai đoạn 2010-2014. Trong đó, các cảng ở Hải Phòng chiếm gần 17% tổng sản lượng hàng thông quan toàn quốc nhưng lại chiếm đến 1/3 lượng hàng container thông quan trên cả nước. Theo số liệu chúng tôi ước tính, tổng công suất bốc xếp hàng container của các cảng khu vực Hải Phòng là ~ 5 triệu Teus (đã bao gồm cảng VIP-Green port của VSC) tại cuối năm 2016. Với dự báo lượng hàng hóa qua Hải Phòng sẽ tiếp tục tăng 14,2% trong năm 2016 (đạt khoảng 80 triệu tấn) thì hiệu suất khai thác trung bình của các cảng ở khu vực này sẽ đạt gần 80%. Với triển vọng hàng hóa ở Việt Nam tiếp tục tăng trưởng với tốc độ như phân tích trên, nhu cầu về luân chuyển hàng hóa sẽ vượt năng lực cung cấp của các cảng ở Hải Phòng vào năm 2018.



**Đồ thị 03: Tổng sản lượng hàng hóa thông qua cảng Việt Nam (triệu tấn)**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Bên cạnh đó, là một cửa ngõ giao thương hàng hóa chủ lực của Việt Nam, khu vực cảng Hải Phòng nói chung có triển vọng khá tích cực trước hết nhờ sự dịch chuyển dòng vốn FDI sản xuất công nghiệp vào các KCN phía Bắc Việt Nam (KCN Đình Vũ, VSIP Hải Dương, Hải Phòng và Bắc Ninh) với các dự án lớn như Samsung, LG, Bridgestone... giúp lượng hàng hóa XNK tăng mạnh thông qua nhu cầu nhập khẩu máy móc, thiết bị và nguyên phụ liệu và ngược lại xuất khẩu thành phẩm. Thứ hai, sự phát triển đồng bộ hạ tầng giao thông (cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, nâng cấp Quốc lộ 5, thành lập các tuyến vận tải ven biển nội địa: Quảng Ninh – Kiên Giang...) và mạng lưới kho bãi hậu cảng (Depot và nhà kho) hình thành giúp đẩy nhanh tốc độ luân chuyển và thu gom tập kết hàng hóa. Thứ ba, vị trí chiến lược của Hải Phòng là điểm trung chuyển hàng hóa đi Tây Nam Trung Quốc bằng đường bộ và là đầu mối XNK hàng hóa đi các nước Đông Bắc Á (Trung Quốc, Nhật và Hàn Quốc). Thứ tư, sự hồi phục của các DN sản xuất trong nước và tiêu dùng nội địa có vai trò quan trọng trong việc đảm bảo sự ổn định lâu dài về nguồn hàng XNK đặc biệt đối với các mặt hàng mũi nhọn của Việt Nam như dệt may, thực phẩm, gia dầy và sản phẩm nông nghiệp.

Do cảng Hải An đang hoạt động với hiệu suất toàn dụng nên dư địa cho tăng trưởng sản lượng hàng hóa thông quan trong tương lai là khá hạn chế. Tuy nhiên, có thể nhận thấy khu vực cảng Hải Phòng đang xảy ra tình trạng phân bổ năng lực không đồng đều khi “thừa” những cảng nhỏ sâu trong nội địa làm hàng tổng hợp và “thiếu” cảng nước sâu công suất lớn làm hàng container XNK. Ngoài ra, với xu hướng phát triển trong tương lai thì các cảng nằm sâu trong khu vực nội địa nhiều khả năng sẽ bị di dời hoặc chuyển đổi công năng khai thác. Vì vậy, để đón đầu các cơ hội và giải quyết bài toán về tăng trưởng dài hạn, các doanh nghiệp khai thác cảng ở khu vực này sẽ cân nhắc nhiều biện pháp, trong đó có: (1) gia tăng năng lực khai thác cảng bằng việc mua/sáp nhập thêm cảng mới theo xu hướng “hợp nhất” đang diễn ra trong ngành phát huy lợi thế về quy mô, (2) mua sắm thêm tàu mới tham gia sâu vào các tuyến vận tải feeder châu Á và ĐNÁ, (3) đầu tư kho bãi hậu cần nhằm giảm tải áp lực hàng hóa tuyến tiền phương và gia tăng hiệu quả khai thác hoặc (4) đầu tư các trung tâm phân phối (DC) tận dụng lợi thế về hệ thống tài sản khá hoàn thiện (tàu-cảng-kho bãi) tham gia cung cấp dịch vụ logistics 3PL rất tiềm năng cho các doanh nghiệp sản xuất tại các KCN vệ tinh. Vì vậy, với xu hướng đang đi lên của ngành, HAH, theo chúng tôi, có khá nhiều sự lựa chọn về các giải pháp kinh doanh trong dài hạn.

**HAH có cơ cấu tài chính khá lành mạnh, dòng tiền HĐKD ổn định cộng với tỷ suất cổ tức tiền mặt khá hấp dẫn**

Tương tự hầu hết doanh nghiệp khai thác cảng khác, HAH sở hữu một cơ cấu tài chính khá lành mạnh. Về cơ cấu nợ, tổng dư nợ vay của Công ty tại 30/09/2015 khoảng 221,8 tỷ, trong đó khoản vay đầu tư đội

tàu chiếm ~60% và phần còn lại là vốn tài trợ mua sắm thiết bị cho hoạt động khai thác cảng. Do hoạt động vận tải biển vốn đòi hỏi suất đầu tư lớn nên tỉ lệ đòn bẩy của HAH cũng bắt đầu thay đổi theo hướng tăng dần khi Công ty triển khai dịch vụ này từ Q2/2014. Cụ thể, tỷ lệ đòn bẩy Nợ/VCSH đã nhảy vọt từ mức trung bình ngành khai thác cảng (18-25%) lên ~44% vào cuối năm 2014. So với đầu năm 2015 thì tổng dư nợ vay tại cuối Q3/2015 cũng đã tăng 31,8 tỷ (~16,7%) do việc đầu tư thêm tàu HaiAn Time vào tháng 9/2015.

Tuy nhiên, chúng tôi ước tính dư nợ vay sẽ giảm từ 217 tỷ đồng năm 2015 xuống ~157 tỷ đồng vào cuối năm 2016. Với hiệu quả khai thác tàu tốt và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cao, trung bình trên 200 tỷ/năm, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ không gặp khó khăn trong việc chi trả các khoản nợ này trong các năm tới. Nếu không có thêm các khoản đầu tư lớn, tỷ số Nợ/VCSH của HAH có thể giảm xuống 24,6% tại cuối năm 2016 và 13,3% trong năm 2017.

**Bảng 04: Tổng dư nợ vay và chi phí lãi vay ước tính hàng năm (Đvt: triệu đồng)**

	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
Tổng dư nợ vay	217.256	157.855	98.926	40.767	15.503
Chi phí lãi vay	7.736	6.936	6.384	3.751	1.776

Nguồn: RongViet Research ước tính

Tuy nhiên, do phần lớn dư nợ vay là bằng USD để tài trợ mua sắm tài sản nên KQKD của HAH có thể chịu tác động bởi khoản lỗ chênh lệch tỉ giá chưa thực hiện (CLTG CTH) khi đánh giá lại các khoản vay bằng gốc ngoại tệ. Trong trường hợp VND mất giá so với USD khoảng 5% trong năm 2016, chúng tôi ước tính chi phí lỗ CLTG CTH của HAH sẽ vào khoảng ~6 tỷ đồng. Điều này hầu như không ảnh hưởng đáng kể đến kết quả lợi nhuận cuối cùng cùng của doanh nghiệp.

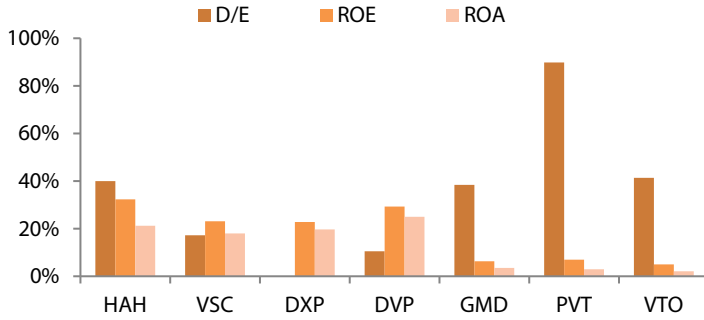
**Bảng 05: Phân tích độ nhạy tỉ giá**

Tỷ giá VND/USD giả định	23.216	23.441	23.666	23.892
Thay đổi (%)	3%	4%	5%	6%
<b>Lỗ CLTG chưa thực hiện 2016</b>	<b>3.642</b>	<b>4.860</b>	<b>6.081</b>	<b>7.304</b>

Nguồn: RongViet Research ước tính

Mặt khác, chúng tôi cũng đánh giá HAH là một trong những doanh nghiệp khai thác cảng niêm yết có hiệu quả hoạt động cao. Cụ thể, chỉ tiêu ROE của Công ty hiện vào khoảng 32%, cao nhất trong các doanh nghiệp cảng niêm yết và ROA vào khoảng 21%, chỉ xếp thứ hai sau DVP. Việc vận dụng Nợ vay một cách hợp lý cũng đóng góp đáng kể vào việc duy trì các chỉ tiêu hiệu quả kinh doanh ở mức cao trong các năm qua. Sau giai đoạn phát triển nhanh 2011-2014, các chỉ tiêu tài chính cho thấy HAH đang đi đến điểm giao giữa giai đoạn tăng trưởng nhanh và giai đoạn tăng trưởng ổn định khi công suất khai thác cảng đang ở mức toàn dụng. Như đã phân tích ở trên, chúng tôi cho rằng KQKD của Công ty trong các năm tiếp theo sẽ phụ thuộc vào khả năng mở rộng công suất ở các mảng kinh doanh chính. Hiện tại, Công ty đang duy trì tỉ lệ cổ tức khá cao 30%/ năm (~yield 7%), cao hơn lãi suất ngân hàng. Nếu không có những khoản đầu tư lớn trong các năm kế tiếp, HAH hoàn toàn có thể tăng mức chi trả cổ tức cho cổ đông. Do đó, HAH được đánh giá khá thích hợp đối với NĐT dài hạn với tăng trưởng ổn định và tỉ suất lợi tức cao.

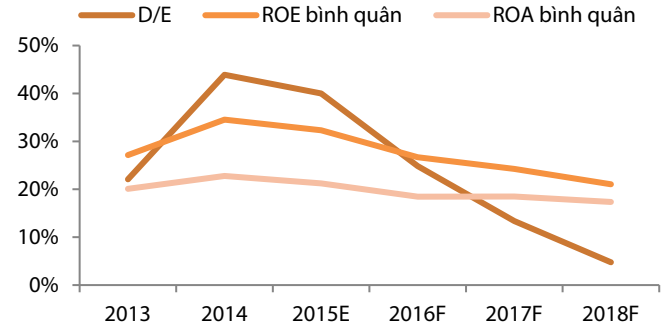
**Đồ thị 04: Một số chỉ tiêu tài chính tương quan**



Nguồn: RongViet Research

ROE và ROA là số liệu trailing đến hết T9/2015

**Đồ thị 05: Chỉ tiêu tài chính của HAH (ước tính)**



Nguồn: RongViet Research

### Quan điểm và định giá

HAH là một doanh nghiệp khai thác cảng có quy mô tương đối nhỏ với trụ sở ở khu vực Đình Vũ- Hải Phòng. Năm 2015, HĐKD của HAH có sự tăng trưởng khá tích cực nhờ vào: (1) sản lượng hàng hóa qua cảng tăng và (2) doanh thu container lạnh tăng đột biến do căng thẳng giao thương biên mậu giai đoạn giữa năm.

Trong năm 2016, với công suất khai thác cảng đã ở mức toàn dụng, khả năng tăng trưởng của HAH sẽ đến từ mảng vận tải container nội địa với sự hỗ trợ từ giá nhiên liệu thấp và các chính sách như kiểm soát tải trọng đường bộ và bảo hộ đối với các công ty vận tải thủy nội địa. Về dài hạn, chúng tôi đánh giá lượng hàng thông quan qua khu vực cảng Hải Phòng tiếp tục tăng trưởng tích cực ~ 12%-14%/năm. Đây sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng đối với các cảng biển ở khu vực Hải Phòng nói chung và HAH nói riêng.

Với mức EPS dự phóng 2016 là ~6.540 đồng, HAH đang giao dịch ở mức định giá P/E forward rất hấp dẫn 6,7x so với mức định giá của các DN cảng niêm yết. Ngoài ra, với tỷ suất cổ tức khá tốt (~7%), HAH cũng là một cổ phiếu phù hợp với NĐT giá trị. Với các phân tích trên, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** cổ phiếu HAH trong **TRUNG HẠN** với giá mục tiêu là **56.000 đồng**. (cao hơn mức giá đóng cửa ngày 08/01/2016 ~27%).

HAH có cơ cấu cổ đông khá cô đặc với ~65% số cổ phần sở hữu bởi các cổ đông chiến lược. Trong thời gian tới, việc một số cổ đông lớn thực hiện thoái vốn có thể giúp tính thanh khoản của cổ phiếu này cải thiện. Tuy nhiên, áp lực cung trong ngắn hạn do đó sẽ gia tăng khi số cổ phần HAH đang nắm giữ bởi một số cổ đông chiến lược hết hạn chế chuyển nhượng từ tháng 03/2016.



Đvt: tỷ đồng

<b>KQ HĐKD</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016F</b>
Doanh thu thuần	224	431	737	842
Giá vốn	124	271	508	604
<b>Lãi gộp</b>	<b>100</b>	<b>159</b>	<b>228</b>	<b>238</b>
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý	18	27	35	37
Thu nhập từ HĐTC	4	7	8	5
Chi phí tài chính	7	8	14	13
Lợi nhuận khác	0	-1	-4	-2
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>83</b>	<b>135</b>	<b>188</b>	<b>196</b>
Thuế TNDN	1	3	16	17
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	1	18	20
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>83</b>	<b>130</b>	<b>155</b>	<b>158</b>
EBIT	89	141	196	203
EBITDA	55	99	135	122

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016F</b>
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	17,2%	92,6%	71,0%	14,3%
Lợi nhuận HĐKD	13,6%	60,4%	47,0%	3,8%
EBITDA	13,6%	77,9%	36,8%	-9,5%
EBIT	14,2%	58,3%	39,5%	3,4%
Lợi nhuận sau thuế	19,1%	57,7%	18,9%	2,1%
Tổng tài sản	-7,7%	82,3%	9,8%	4,7%
Vốn chủ sở hữu	10,3%	36,2%	24,4%	20,2%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	27,1%	34,5%	17,5%	14,9%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	44,6%	37,0%	31,0%	28,3%
LN HĐKD / Doanh thu	36,8%	30,6%	26,3%	23,9%
EBITDA/ Doanh thu	24,8%	22,9%	18,3%	14,5%
EBIT/ Doanh thu	39,7%	32,6%	26,6%	24,1%
LNST/ Doanh thu	36,9%	30,2%	21,0%	18,8%
ROA	20,1%	22,8%	20,7%	18,5%
ROIC or RONA	22,9%	26,2%	25,4%	23,0%
ROE	27,1%	34,5%	31,7%	26,6%
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	7,0	9,1	13,4	15,2
Vòng quay hàng tồn kho	45,2	20,7	24,1	27,1
Vòng quay khoản phải trả	5,6	6,7	8,1	7,5
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	2,5	2,0	2,5	2,5
Nhanh	2,4	1,8	2,4	2,4
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	31,0%	69,7%	53,9%	37,6%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	5,8%	10,0%	10,7%	9,0%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	16,2%	33,9%	29,5%	15,3%

Đvt: tỷ đồng

<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016F</b>
Tiền	64	77	248	268
Đầu tư tài chính ngắn hạn	9	9	0	0
Các khoản phải thu	36	58	52	59
Tồn kho	4	22	20	24
Tài sản ngắn hạn khác	6	28	13	15
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>119</b>	<b>193</b>	<b>333</b>	<b>367</b>
Tài sản cố định hữu hình	282	503	561	584
Tài sản cố định vô hình	4	4	3	3
XDCB dở dang	1	14	5	7
BĐS đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	11	19	22	26
Tài sản dài hạn khác	0	4	6	6
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>298</b>	<b>544</b>	<b>598</b>	<b>626</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>418</b>	<b>737</b>	<b>931</b>	<b>993</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	15	30	41	48
Khoản phải trả ngắn hạn khác	14	22	33	38
Vay và nợ ngắn hạn	19	43	58	59
Vay và nợ dài hạn	52	147	160	99
Khoản phải trả dài hạn khác	0	60	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>99</b>	<b>303</b>	<b>291</b>	<b>244</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>319</b>	<b>434</b>	<b>540</b>	<b>650</b>
Vốn đầu tư của CSH	232	232	232	232
Lợi nhuận giữ lại	63	100	160	222
Các quỹ	22	46	92	140
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>319</b>	<b>434</b>	<b>540</b>	<b>650</b>
Lợi ích CĐTS	0	0	99	99
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>418</b>	<b>737</b>	<b>931</b>	<b>993</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016F</b>
LNTT	83	135	188	196
Khấu hao	33	42	61	81
<i>Các điều chỉnh</i>	-11	-67	2	3
Thay đổi vốn lưu động	-11	-1	-35	-21
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>94</b>	<b>109</b>	<b>217</b>	<b>258</b>
Thay đổi TSCĐ	-2	-276	-129	-113
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-14	-3	-5	-5
Lãi cho vay, cổ tức, LN được	4	6	4	3
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>-130</b>	<b>-114</b>
Nhận/trả lại vốn góp	0	54	0	0
Vay mới/trả nợ vay	-28	118	-43	-58
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-49	-65	20	-90
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-77</b>	<b>108</b>	<b>-22</b>	<b>-148</b>
Tiền thuần trong kỳ	3	202	64	-4
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>46</b>	<b>64</b>	<b>30</b>	<b>248</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>64</b>	<b>30</b>	<b>248</b>	<b>268</b>

## BÁO CÁO CÔNG TY

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 LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, 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, Satra, 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.

### Hệ thống mạng lưới

#### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: www.vdsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

#### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

#### Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

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. Rong Viet 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 Rong Viet 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 Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**