

## XU THẾ THUẬN LỢI

17/02/2025

### KHUYẾN NGHỊ

Giá hợp lý	61,200
Giá hiện tại	54,000
Tiềm năng tăng/giảm	13%

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	73.2
Free float (%)	37%
Vốn hóa (tỷ VND)	739
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	999,868
Sở hữu nước ngoài (%)	0.1%
Ngày niêm yết đầu tiên	23/05/2017

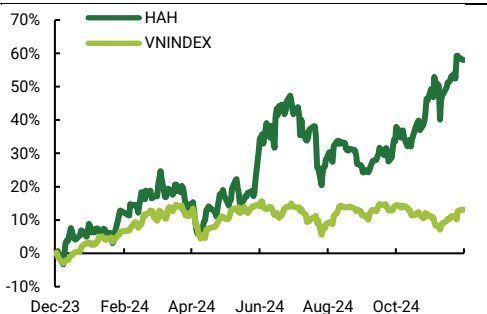
### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà	16.8%
CTCP Quản lý quỹ Leadvisors	15.2%

### KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	997.3
BVPS (VND)	6,668
Nợ/VCSH (%)	8%
ROA (%)	12.02%
ROE (%)	14.46%
P/E	10.8
P/B	1.6
Tỷ suất cổ tức (%)	1.2%

### BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



### SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

HAH được thành lập năm 2009, là công ty điều hành cảng Hải An tại Hải Phòng. Mạng lưới logistic đã từng bước được mở rộng với 3 nhánh chính: Khai thác cảng, Vận tải và Depot & Logistics. Công ty đặt mục tiêu sở hữu một mạng lưới logistics tích hợp hoàn chỉnh tại Việt Nam

### KHỐI PHÂN TÍCH

Tô Đình Hiền Viên  
viento@phs.vn

- Trong 2024, HAH ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu và LNST-CĐTS lần lượt đạt 3.9 ngàn tỷ đồng (+53%YoY) và 651 tỷ đồng (+69%YoY), chủ yếu nhờ đóng góp tích cực của hoạt động khai thác tàu. Theo đó, hoàn thành 101% và 145% kế hoạch đề ra.
- Triển vọng kinh doanh 2025F khả quan** nhờ mở rộng đội tàu trong bối cảnh giá cước cho thuê định hạn cải thiện tích cực so với cùng kỳ và biên lợi nhuận gộp cải thiện chủ yếu nhờ giá cước cho thuê duy trì mức nền cao.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** với giá mục tiêu 61,200 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá là **13%**, so với giá đóng cửa ngày 14/02/2025.

## Kết quả kinh doanh 2024

Trong 2024, HAH ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu và LNST-CĐTS lần lượt đạt 3.9 ngàn tỷ đồng (+53%YoY) và 651 tỷ đồng (+69%YoY). Theo đó, hoàn thành 101% và 145% kế hoạch đề ra. Chi tiết như sau:

- Doanh thu tăng trưởng khả quan +82%YoY được dẫn dắt bởi mảng khai thác tàu với doanh thu đạt 4.3 ngàn tỷ đồng (+73%YoY) – chủ yếu nhờ (i) sản lượng tự khai thác tích cực +38%YoY và (ii) gia tăng số ngày cho thuê tàu nhờ đóng góp của 4 tàu mới trong 2024, chúng tôi ước tính số ngày cho thuê tăng +25%YoY.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện tích cực +8.3 bsp YoY chủ yếu nhờ đẩy mạnh hoạt động cho thuê định hạn với biên gộp duy trì ở mức cao.
- LNST-CĐTS cải thiện tích cực +69%YoY chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện tích cực so với cùng kỳ.

## Luận điểm đầu tư:

- Triển vọng kinh doanh 2025F khả quan nhờ mở rộng đội tàu trong bối cảnh giá cước cho thuê định hạn cải thiện tích cực so với cùng kỳ, giúp bù đắp một phần sự sụt giảm của doanh thu tự khai thác.** Trong đó:
  - Đối với tàu cho thuê định hạn:** Dự phóng doanh thu từ đội tàu cho thuê định hạn trong 2025F khả quan, đạt khoảng 2,039 tỷ đồng (+129% YoY) dựa trên số ngày cho thuê và mặt bằng giá cước cho thuê bình quân lần lượt tăng trưởng +78%YoY và +1%YoY.
  - Đối với đội tàu tự khai thác:** Ước tính đóng góp doanh thu từ đội tàu trong 2025F tương đối ảm đạm, đạt khoảng 2,380 tỷ đồng (-6% YoY) chủ yếu do giá cước giảm -15%YoY không bù đắp được sản lượng tăng +10%YoY.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện** chủ yếu nhờ giá cước cho thuê với biên lợi nhuận gộp cao tiếp tục duy trì mức nền cao trong 2025F kể từ cuối 2H2024: Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp chung cải thiện +1.2 bsp YoY – được đóng góp chính bởi hoạt động cho thuê tàu định hạn cải thiện +1.3 bsp YoY.

## Định giá và khuyến nghị:

Mặc dù triển vọng kinh doanh khả quan trong 2025F, tuy nhiên chúng tôi cho rằng định giá đã phản ánh tương đối về tiềm năng tăng trưởng với EV/EBITDA hiện đang được giao dịch ở mức 5.6x lần – cao hơn so với giai đoạn EV/EBITDA 2021 – 2022 với mức 5.1x lần.

Chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBITDA với EV/EBITDA mục tiêu = 4.4x chủ yếu do HAH đang trong giai đoạn mở rộng đầu tư mới. Trong đó, chúng tôi đã áp tỷ lệ chiết khấu 15% dựa trên quan điểm thận trọng đối với diễn biến nhanh và phức tạp của giá cước – với tỷ lệ chiết khấu 15% tương ứng với giả định giá cước tự khai thác giảm trong kịch bản cơ sở.

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu là 61,200 VND/cổ phiếu, tương đương với tiềm năng tăng giá 13% so với giá đóng cửa tại ngày 14/02/2024. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu HAH.

## Rủi ro:

(1) Biến động giá cước, (2) Biến động giá nhiên liệu, (3) Biến động sản lượng vận chuyển.

**Bảng 1: Chỉ tiêu tài chính của HAH giai đoạn 2022A-2026F**

Chỉ tiêu	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu (Tỷ VND)	3,206	2,613	3,992	5,038	5,336
LNST-CĐTTS (Tỷ VND)	822	385	650	850	928
EPS (VND)	10,561	3,022	4,990	5,807	6,342
BVPS (VND)	35,488	23,761	25,994	31,782	38,104
ROE (%)	16.3%	7.2%	8.9%	9.6%	8.9%
ROA (%)	28.5%	12.1%	16.4%	17.5%	15.9%
P/E (x)	4.2	14.6	8.8	7.6	6.9
P/B (x)	1.6	1.5	1.2	1.0	0.8

*Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng*

## NỘI DUNG

<b>A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP</b> .....	<b>4</b>
1. Giới thiệu doanh nghiệp.....	4
2. Cơ cấu cổ đông.....	4
3. Cơ cấu tài sản và nguồn vốn.....	5
4. Các hoạt động kinh doanh.....	6
<b>B. ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH</b> .....	<b>12</b>
<b>C. TRIỂN VỌNG NGÀNH VẬN TẢI CONTAINER</b> .....	<b>16</b>
<b>D. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ</b> .....	<b>20</b>
1. Triển vọng kinh doanh 2025F khả quan nhờ mở rộng đội tàu trong bối cảnh giá cước cho thuê định hạn cải thiện tích cực so với cùng kỳ.....	20
2. Biên lợi nhuận gộp cải thiện chủ yếu nhờ giá cước cho thuê tiếp tục duy trì mức nền cao kể từ cuối 2H2024.....	22
<b>E. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ</b> .....	<b>23</b>
<b>F. RỦI RO CHÍNH</b> .....	<b>25</b>
<b>Báo cáo tài chính</b> .....	<b>26</b>

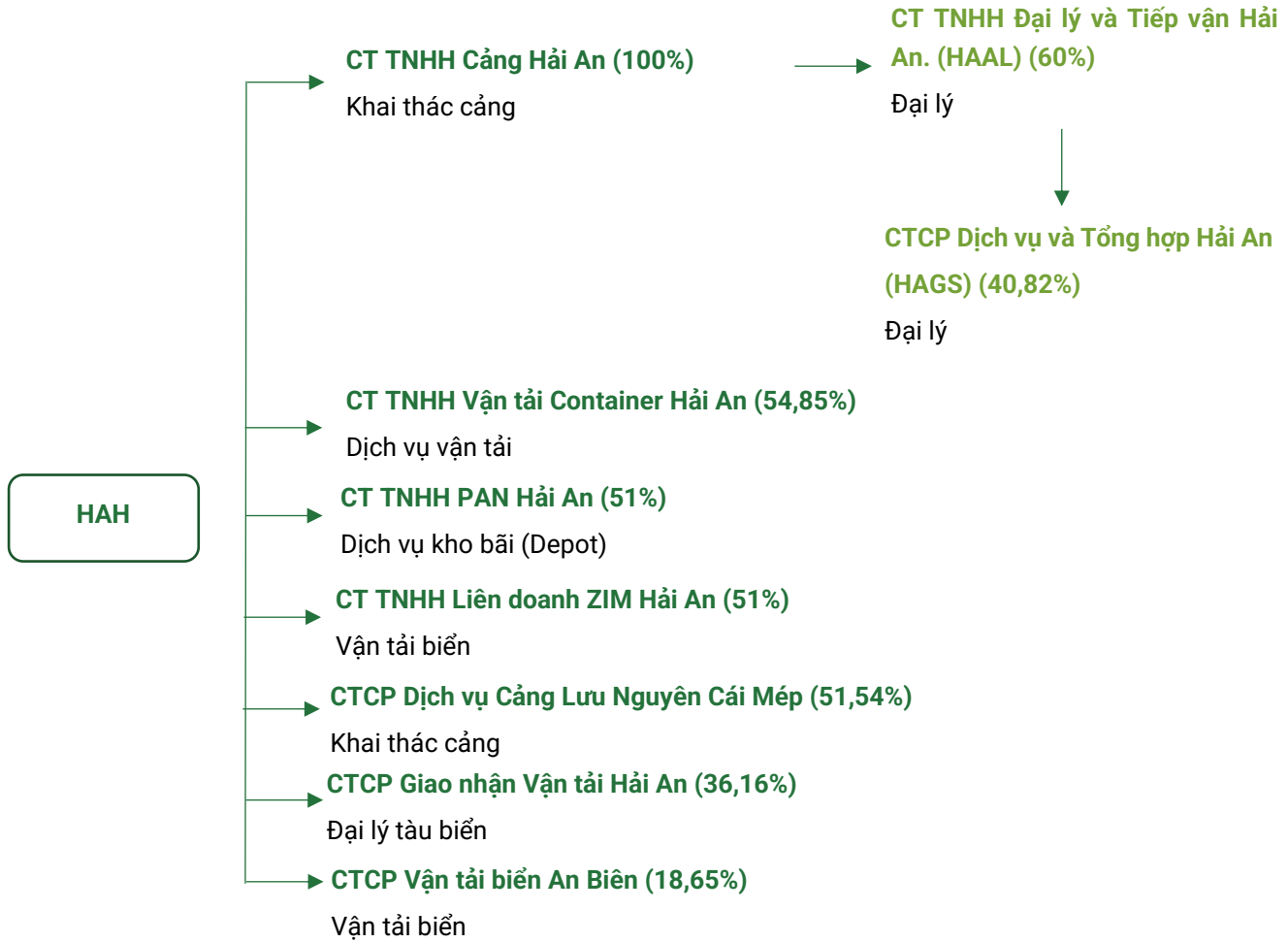
## A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### 1. Giới thiệu doanh nghiệp

Công ty CP Vận tải và Xếp dỡ Hải An được thành lập ngày 08 tháng 05 năm 2009 với các lĩnh vực kinh doanh chính: Khai thác cảng, vận tải biển, đại lý hàng hải, logistics.

Hiện HAH đang có 5 công ty con trực tiếp, 2 công ty con gián tiếp và 2 công ty liên kết.

**Hình 1: Các công ty con và công ty liên kết đều hoạt động trong lĩnh vực logistics, khai thác cảng và kho bãi.**

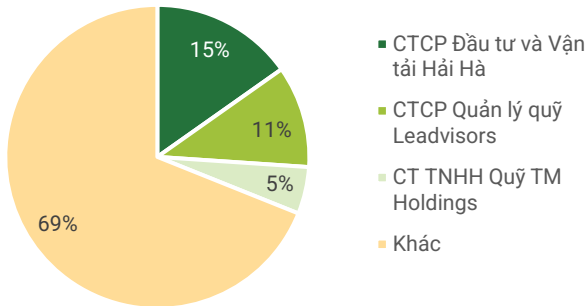


Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

### 2. Cơ cấu cổ đông

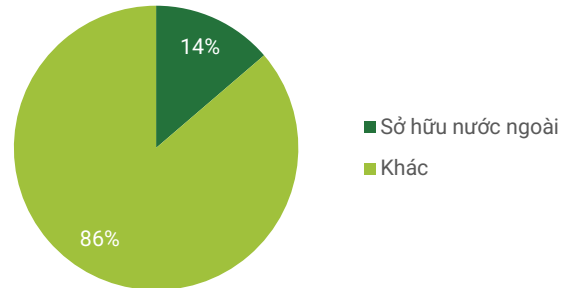
HAH sở hữu tỷ lệ cơ cấu cổ đông tương đối phân mảnh. Trong đó, CTCP Vận tải Hải Hà chiếm tỷ trọng 17%. Bên cạnh đó, tỷ lệ sở hữu của ban lãnh đạo HAH chỉ ở mức thấp khoảng 2.9%.

**Hình 2: Cơ cấu cổ đông tương đối phân mảnh trong đó tỷ lệ sở hữu của nội bộ HAH luôn duy trì ở mức thấp chỉ khoảng 0.2% - 2.8% tỷ lệ sở hữu.**



Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

**Hình 3: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tương đối thấp**



Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

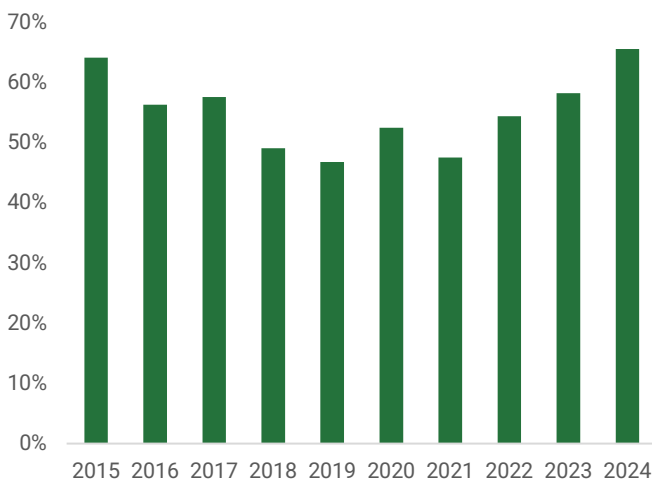
### 3. Cơ cấu tài sản và nguồn vốn

Tỷ trọng tài sản cố định luôn duy trì ở mức tương đối cao, khoảng từ 47% - 64% trên tổng tài sản chủ yếu do HAH hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng và khai thác tàu – ngành nghề vốn cần nhiều tài sản cố định để phục vụ cho hoạt động kinh doanh.

HAH thường xuyên vay nợ để phục vụ cho việc mua sắm tài sản cố định, tuy nhiên chúng tôi nhận thấy HAH có khả năng tự chủ tài chính tương đối tốt khi tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E) luôn duy trì ở mức thấp dưới 1, nhờ đó giúp giảm thiểu rủi ro tài chính.

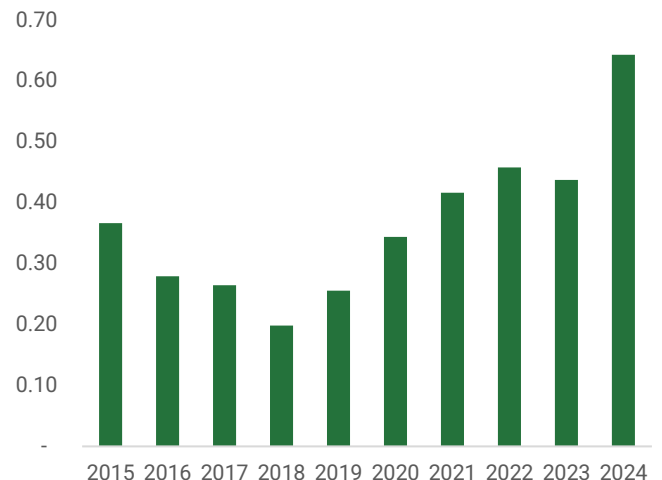
Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy khả năng sử dụng tài sản để tạo ra lợi nhuận tương đối hiệu quả khi so với các doanh nghiệp trong cùng ngành.

**Hình 4: Tỷ trọng tài sản cố định luôn chiếm hơn 45% tổng tài sản do đặc thù hoạt động kinh doanh.**



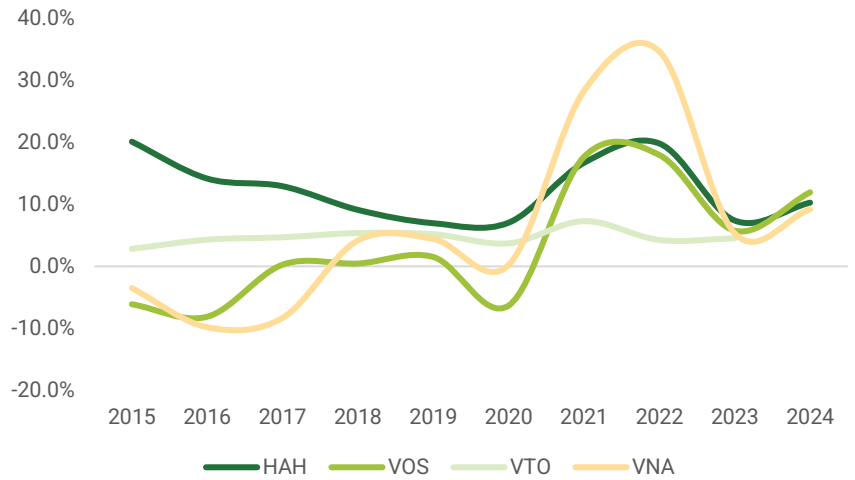
Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

**Hình 5: Tỷ lệ D/E tương đối thấp nhờ đó giúp giảm thiểu rủi ro tài chính.**



Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

**Hình 6: Khả năng sử dụng tài sản để tạo ra lợi nhuận (ROA) tương đối hiệu quả so với các doanh nghiệp trong cùng ngành**

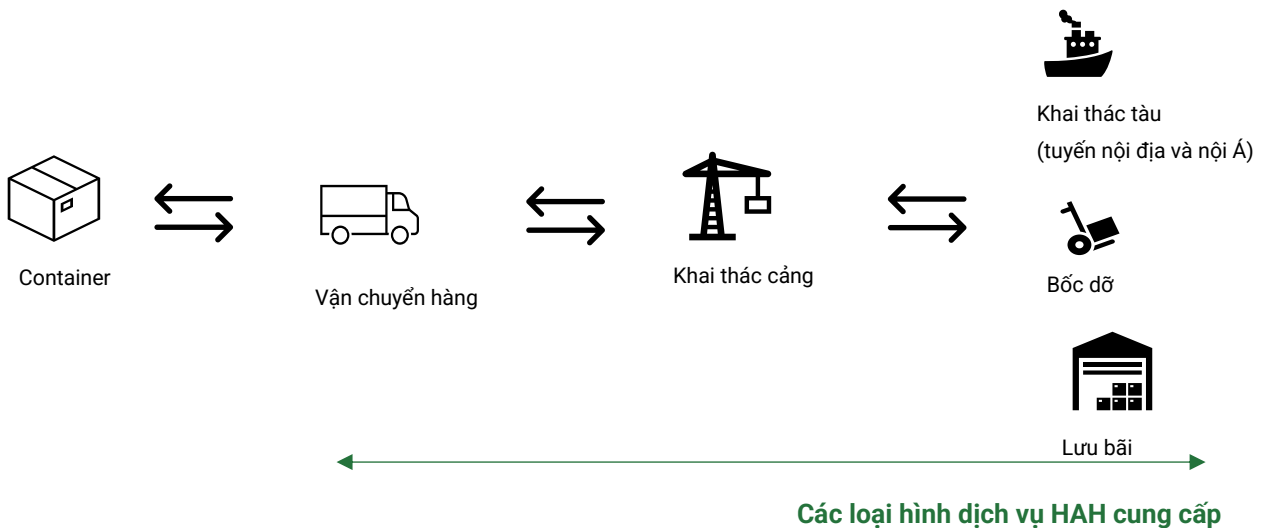


Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

#### 4. Các hoạt động kinh doanh

HAH hoạt động trong ngành giao thông vận tải và giao nhận hàng hóa. Với bề dày kinh nghiệm hoạt động của mình, HAH gần như cung cấp đầy đủ các dịch vụ hậu cần liên quan đến hàng Container từ vận chuyển, khai thác đến bốc dỡ, lưu bãi,...

**Hình 7: Chuỗi giá trị kinh doanh**



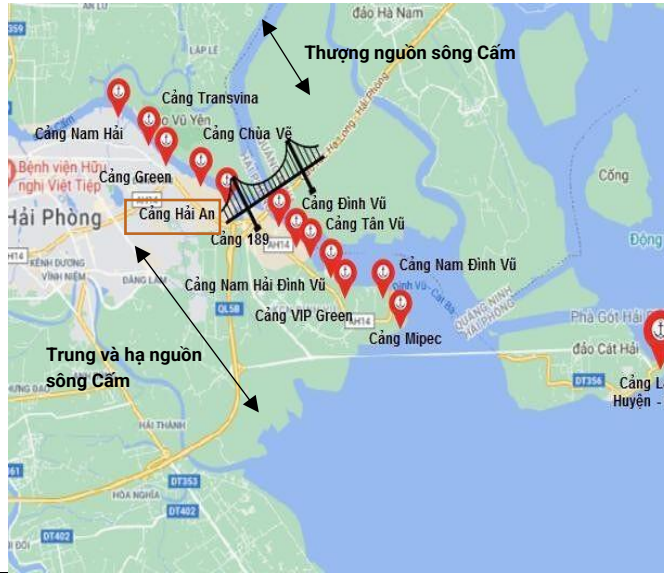
Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

##### 4.1. Hoạt động khai thác cảng:

Cảng khai thác container của HAH với vị trí địa lý kém thuận lợi – nằm sau chân cầu Bạch Đằng, làm hạn chế tàu có tải trọng lớn trên 20,000 DWT. Tuy nhiên, nhờ đội tàu của công ty có nguồn hàng khá ổn định, HAH không chịu nhiều áp lực cạnh tranh chung của toàn ngành cảng ở khu vực Hải Phòng.

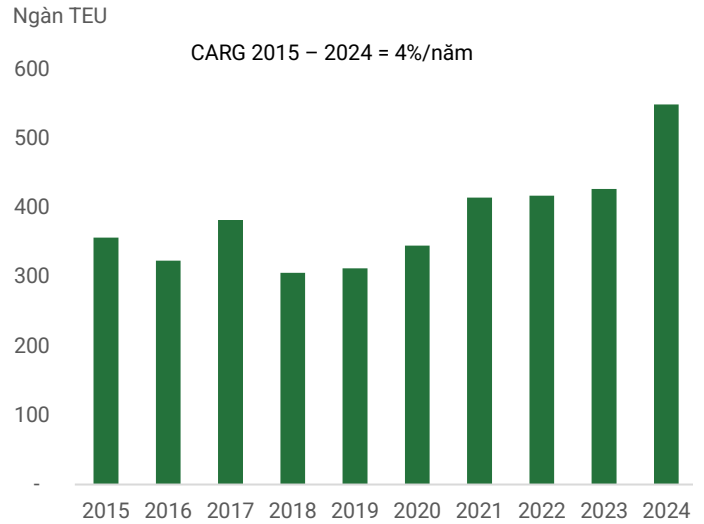
Đồng thời, mặt bằng giá dịch vụ khai thác cảng của HAH cũng duy trì ở mức ổn định, không chịu áp lực giảm giá quá lớn so với các doanh nghiệp khai thác cảng hoạt động trong cùng khu vực.

**Hình 8: Cảng Hải An với vị trí kém thuận lợi nằm sau chân cầu Bạch Đằng làm hạn chế**



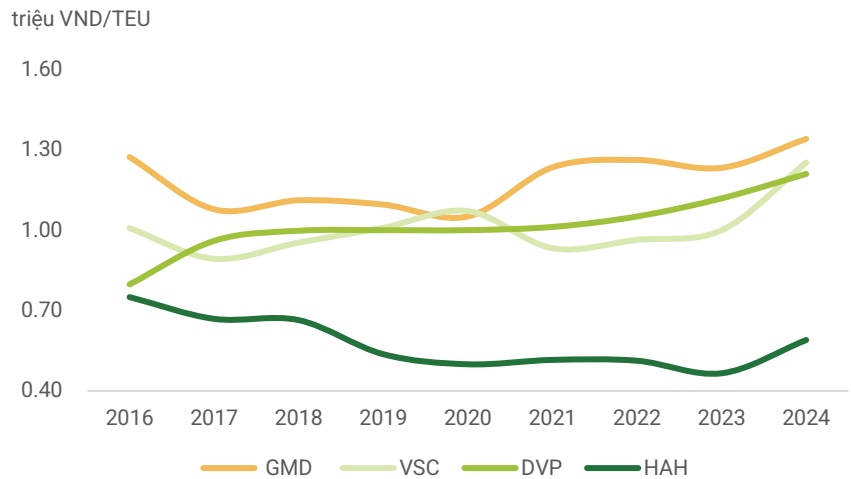
Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

**Hình 9: Sản lượng khai thác cảng tương đối ổn định nhờ hỗ trợ từ đội tàu công ty.**



Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

**Hình 10: Giá dịch vụ khai thác cảng bình quân của HAH tương đối ổn định và thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ lợi thế đến từ đội tàu hiện hữu giúp ổn định nguồn hàng khai thác.**



Nguồn: HAH, PHS ước tính và tổng hợp

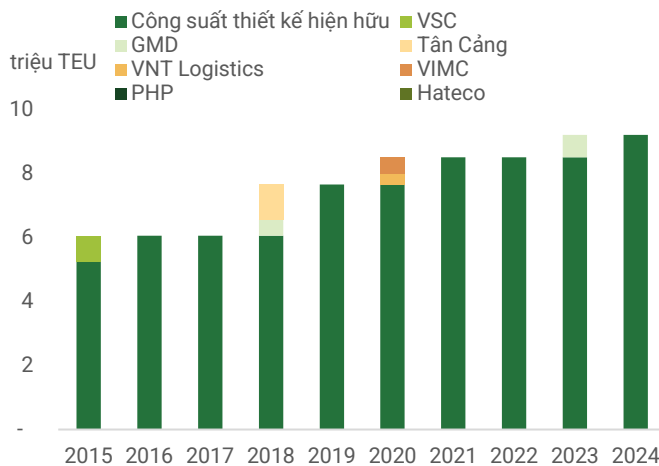
Mặc dù công suất thực tế của cảng Hải An qua các năm luôn duy trì hoạt động trên mức thiết kế (250,000 TEU) nhưng HAH vẫn không mở rộng cầu bến để gia tăng năng lực khai thác do các yếu tố nói trên. Nhìn chung nguồn hàng tại Hải Phòng cạnh tranh tương đối gay gắt. Trong giai đoạn 2015 – 2023, các doanh nghiệp tại Hải Phòng lần lượt mở rộng công suất thiết kế (chi tiết tại bảng bên dưới) với tốc độ tăng trưởng nguồn cung giai đoạn này đạt 4.8%/năm trong khi tốc độ tăng trưởng sản lượng CAGR 2015 – 2023 tại Hải Phòng chỉ đạt 2%/năm. Đồng thời, mức độ lấp đầy công suất thiết

kế tại khu vực Hải Phòng luôn dưới 80% công suất thiết kế. Vì vậy, việc mở rộng cầu bến tiếp tục tiếp tục tạo áp lực lên ngành nói chung. Và trên thực tế, vị trí của cảng Hải An nằm sâu phía bên trong so với các đối thủ và dưới chân cầu Bạch Đằng, gây hạn chế khi mở rộng cầu bến

**Bảng 2: Các doanh nghiệp khai thác cảng tại Hải Phòng duy trì hoạt động mở rộng công suất thiết kế trong giai đoạn 2015 – 2023.**

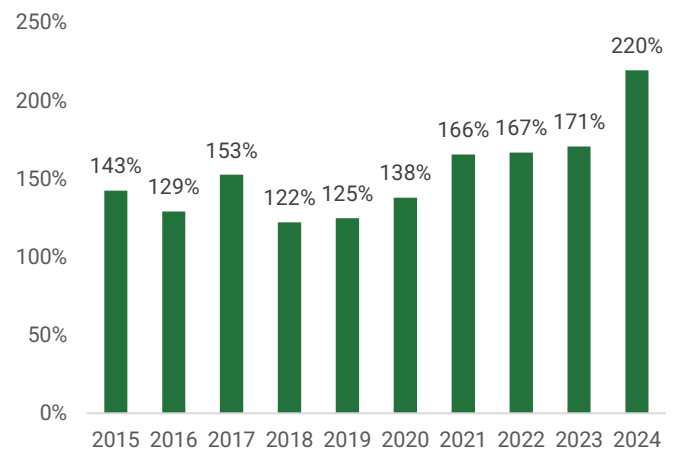
STT	Doanh nghiệp	Tên cảng (thông qua hoạt động đầu tư mở rộng)	Năm hoạt động	Công suất tăng thêm (ngàn TEU)	% tăng thêm so với công suất trước đó của doanh nghiệp	% tăng thêm trong tổng công suất toàn ngành tại Hải Phòng
1	VSC	VIP Green	2015	0.8	+67%	+15%
2	Tân Cảng	Lạch huyện – bến 1 và 2	2018	1.1	+100%	+18%
3	VNT Logistics	MIPEC	2020	0.35	+100%	+5%
4	VIMC	VIMC Đình Vũ	2020	0.5	+100%	+7%
5	GMD	Nam Đình Vũ – giai đoạn 1	2018	0.5	+100%	+8%
	GMD	Nam Đình Vũ – giai đoạn 2	2023	0.7	+40%	+8%

**Hình 11: Mặc dù các doanh nghiệp cảng biển tại Hải Phòng duy trì mở rộng công suất thiết kế thông qua đầu tư xây dựng mới nhằm gia tăng năng lực khai thác từ 2015 – 2024...**



Nguồn: PHS tổng hợp

**Hình 12: ...nhưng HAH vẫn duy trì công suất thiết kế hiện hữu trong cùng giai đoạn (với công suất thiết kế tối đa 250,000 TEU/năm) do rào cản về vị trí địa lý và áp lực cạnh tranh do dư cung tại Hải Phòng.**



Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

#### 4.2. Hoạt động khai thác tàu:

Mặc dù khai thác cảng từng là hoạt động mũi nhọn của HAH nhưng áp lực cạnh tranh là không hề nhỏ. Cảng Lạch Huyện bến số 1 và số 2 của Tân Cảng (hoàn thành vào năm 2017) đã đẩy mạnh tình trạng dư thừa khi công suất dự kiến tăng thêm +2.8 triệu TEU (+17%YoY). Vì vậy, ban lãnh đạo HAH đã dịch chuyển dần chiến lược kinh doanh sang khai thác tàu. Đồng thời, trong 2015, Quốc hội cũng đã thông qua bộ luật Hàng hải Việt Nam 2015 có hiệu lực kể từ ngày 01/07/2017, trong đó có điều khoản bảo hộ đội tàu

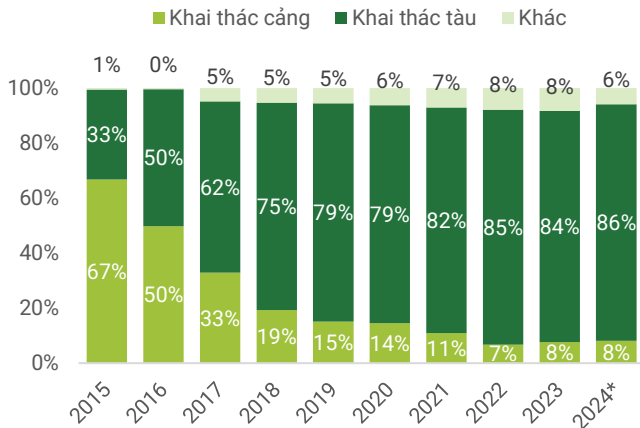


trong nước. Cụ thể: Tại điều 8. Quyền vận tải biển nội địa: “1. Hàng hóa, hành khách vận chuyển nội địa được chuyên chở bằng tàu biển Việt Nam. Tổ chức cá nhân tham gia vận chuyển nội địa bằng đường biển phải đáp ứng điều kiện do Chính phủ quy định...”

Nhờ đó, giúp hỗ trợ sản lượng đội tàu trong nước và giúp giảm cạnh tranh từ đội tàu quốc tế nói chung và hỗ trợ sản lượng đội tàu HAH nói riêng.

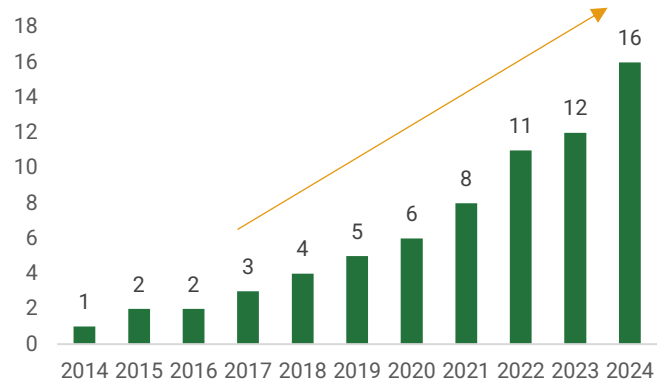
Cơ cấu doanh thu của HAH thay đổi rõ rệt với cơ cấu khai thác tàu từ 33% doanh thu trong 2015 lên tới 84% doanh thu trong 2023. Mặc dù được hưởng lợi nhờ chính sách nói bảo hộ nói chung, tuy nhiên chúng tôi nhận thấy, việc tăng trưởng doanh thu khai thác tàu của HAH phần lớn được dẫn dắt nhờ năng lực nội tại của doanh nghiệp khi HAH vẫn luôn duy trì hoạt động đầu tư mới nhằm nâng cao năng lực kinh doanh cốt lõi.

**Hình 13: Chuyển đổi cơ cấu tập trung kinh doanh từ khai thác cảng sang khai thác tàu nhằm nắm bắt cơ hội tăng trưởng.**



(\* ) Số liệu ước tính (tại thời điểm công bố BCTC quý 4/2024 chưa loại trừ doanh thu nội bộ trong từng mảng doanh thu)  
 Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

**Hình 14: HAH gia tăng hoạt động đầu tư tàu mới nhằm nâng cao năng lực vận tải hàng container với CAGR 2017 – 2024 = 23%/năm**



Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

**Hình 15: Doanh thu khai thác tàu duy trì đà tăng trưởng tích cực được dẫn dắt nhờ khả năng mở rộng đội tàu.**



(\* ) Số liệu ước tính (tại thời điểm công bố BCTC quý 4/2024 chưa loại trừ doanh thu nội bộ trong từng mảng doanh thu)  
 Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

HAH hiện đang hoạt động chính trong lĩnh vực khai thác tàu với đội tàu phần lớn khoảng 1,700 TEU – kích cỡ tàu tương đối nhỏ nhưng phù hợp để cập cảng HAH để làm hàng. Bởi cảng Hải An nằm dưới chân cầu Bạch Đằng do đó bị giới hạn về kích cỡ tàu.

Hoạt động khai thác tàu bao gồm tự khai thác và cho thuê định hạn. Trong đó:

**1.1. Tự khai thác:** Trong năm 2024, HAH đang có khoảng 8 tàu hoạt động dưới dạng tự khai thác cả tuyến nội địa và tuyến nội Á. Các tàu hoạt động tuyến nội địa và nội Á xen kẽ lịch chạy với nhau. Đối với giá cước tự khai thác, nhìn chung biến động giá cước sẽ phụ thuộc chính vào cung cầu nội địa (đối với các tuyến trong nước) và phụ thuộc vào tình hình cung cầu đối ở khu vực nội Á (đối với các tuyến nước ngoài).

- (i) **Tuyến nội địa:** Hoạt động khai thác tàu trải dài tại các khu vực cảng lớn trong nước với các tuyến Hải Phòng <--> Hồ Chí Minh, Hải Phòng <--> Đà Nẵng, Hải Phòng/Hồ Chí Minh <--> Vũng Tàu... Tần suất hoạt động bình quân khoảng 5 chuyến/tuần với sản lượng khai thác trong 11 tháng
- (ii) **Tuyến nội Á:** Hoạt động chủ yếu giữa cảng ở Hải Phòng với một số cảng phía Nam Trung Quốc với 3 tuyến chính: Hải Phòng <--> Nam Sa/Quảng Châu/Hongkong. Tần suất khai thác cũng như số lượng tàu cho khai thác cũng thấp hơn so với tuyến nội địa (khoảng 2- 5 chuyến/tuần).

**Bảng 3: Đội tàu tự khai thác hoạt động chính ở tuyến nội địa với tần suất dày hơn so với tuyến nội Á.**

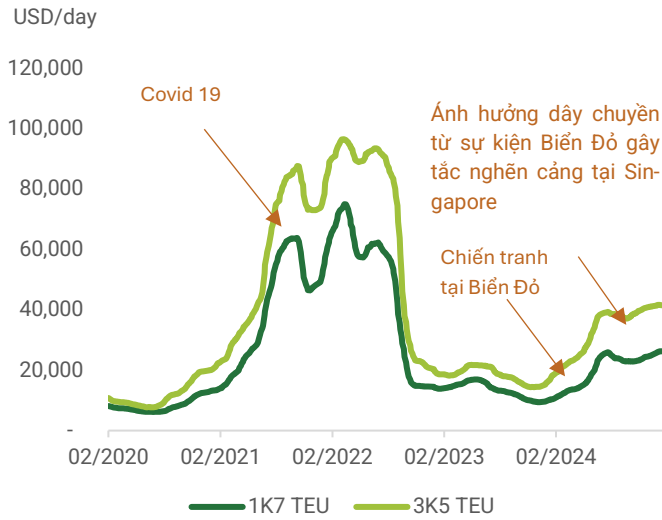
STT	Tàu	Năm hoạt động	Tải trọng (TEU)	Các khu vực hoạt động trong 2024
1	HAIAN PARK	2014	787	Nội địa và Nội Á
2	HAIAN LINK	2018	1,060	Nội địa và Nội Á
3	HAIAN BELL	2017	1,221	Nội địa và Nội Á
4	HAIAN TIME	2015	1,032	Nội địa và Nội Á
5	HAIAN ROSE	2022	1,708	Nội địa và Nội Á
6	HAI AN CITY (đổi tên thành HAIAN DELL trong tháng 12/2024)	2022	1,577	Nội địa và Nội Á
7	HAIAN ALFA	2023	1,781	Nội địa và Nội Á
8	HAIAN BETA	2024	1,781	Nội địa và Nội Á

Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

### 1.2. Cho thuê định hạn:

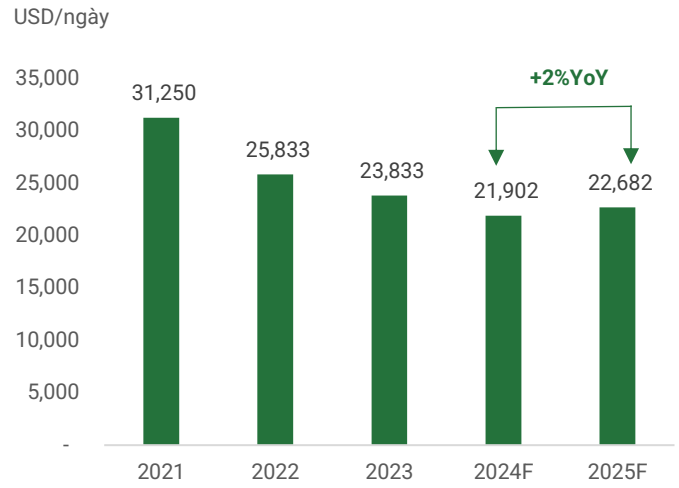
Trong năm 2024, HAH cho thuê định hạn 8 tàu với kích cỡ rơi vào khoảng 1,700 TEU (7 tàu) và 3,500 TEU (1 tàu). Nhìn chung, đội tàu cho thuê định hạn của HAH đã tái ký gần hết trong 2025 với thời gian hợp đồng ngắn nhất khoảng 8 tháng, dài nhất khoảng 12 tháng. Giá cước cho thuê định hạn (time charter rate) cho các kích cỡ tàu nhìn chung biến động đồng pha với giá cước giao ngay (spot rate) nhưng có độ trễ, chủ yếu liên quan đến thời điểm tái ký hợp đồng cho thuê. Theo đó, giá cho thuê đối với 2 kích cỡ tàu (1,700 TEU và 3,500 TEU) đều đang được neo trên mức nền cao so với cùng kỳ nhờ hưởng lợi gián tiếp từ sự kiện Biển Đỏ. Chúng tôi ước tính giá cước cho thuê định hạn bình quân của HAH trong 2024F và 2025F lần lượt khoảng hơn 21 ngàn USD/ngày và hơn 22 ngàn USD/ngày (-8%YoY/+1%YoY).

**Hình 16: Giá cước cho thuê tàu định hạn trong 2024F – 2025F đang được neo ở mức nền cao so với cùng kỳ nhờ hưởng lợi từ các sự kiện vĩ mô quốc tế.**



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

**Hình 17: Mặt bằng chung giá cước cho thuê định hạn trong 2025F ước tính cao +2%YoY nhờ tái ký trong giai đoạn giá cước cho thuê duy trì mức nền cao so với cùng kỳ.**



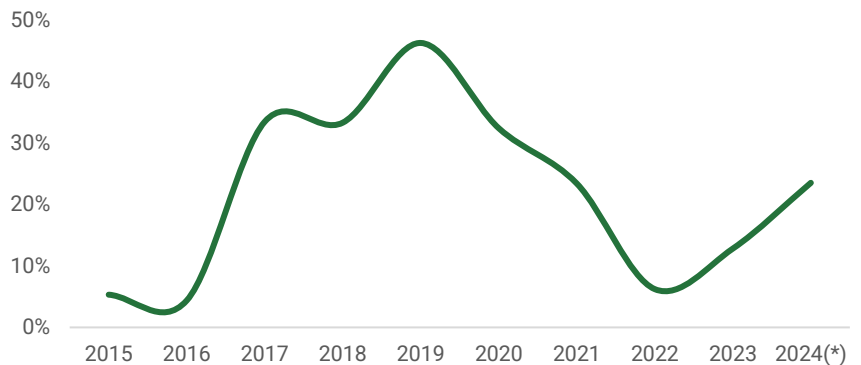
Nguồn: HAH, PHS ước tính và tổng hợp

#### 4.3. Các hoạt động kinh doanh khác:

Ngoài các hoạt động kinh doanh chính là khai thác cảng và khai thác tàu, HAH còn phát sinh doanh thu đến từ các hoạt động khác như vận chuyển, lưu bãi... Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý tỷ trọng đóng góp của mảng này là không trọng yếu với mức độ đóng góp trong năm 2023 – cao nhất so với các năm trước cũng chỉ chiếm khoảng 8% tổng doanh thu thuần.

Riêng đối với hoạt động lưu bãi, năm 2018, HAH đã cùng với đối tác Hàn Quốc thành lập liên doanh Trung tâm Logistics PAN Hải An, để xây dựng và kinh doanh Depot tại khu công nghiệp Nam Đình Vũ nhằm cung cấp các dịch vụ lưu container rỗng, lưu kho hàng hóa, thu gom và phân phối hàng lẻ, bảo dưỡng sửa chữa các container... nhằm khép kín quy trình cung cấp dịch vụ cho khách hàng.

**Hình 18: Biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh khác tương đối biến động.**



(\*) Số liệu ước tính (tại thời điểm công bố BCTC quý 4/2024 chưa loại trừ doanh thu nội bộ trong từng mảng doanh thu)

Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

## B. ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

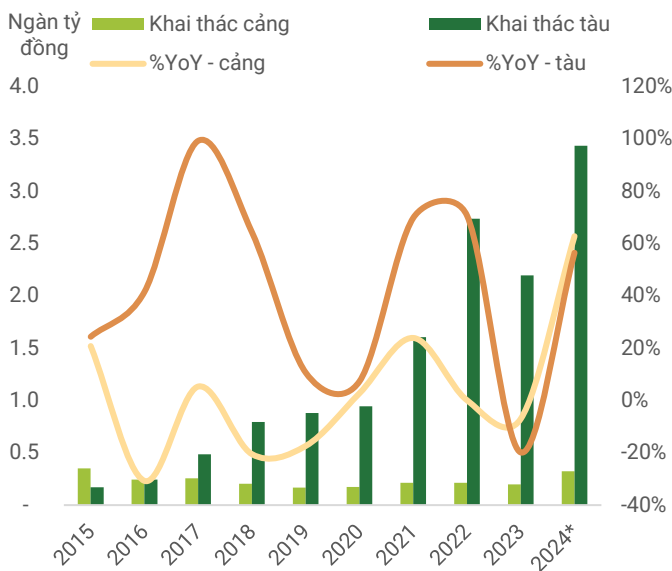
### 1. Doanh thu tăng trưởng chủ yếu đến từ mở rộng đội tàu

Hiệu quả trong thay đổi chiến lược kinh doanh của HAH được thể hiện qua cơ cấu và tốc độ tăng trưởng doanh thu thay đổi dần từ năm 2017. Chúng tôi nhận thấy trong năm 2017 – 2023, doanh thu thuần của HAH duy trì tốc độ tăng trưởng tương đối khả quan với CAGR 2017 – 2023 = 18.9%/năm. Điều này có được là nhờ vào mức tăng trưởng nổi bật của hoạt động khai thác tàu với CAGR 2017 – 2023 = 24.1%/năm.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý doanh thu khai thác tàu giai đoạn 2021 – 2022 tăng trưởng tích cực so với các năm trước đó với mức tăng lượt là +69.8%YoY/+70.7%YoY nhờ cộng hưởng từ 2 yếu tố:

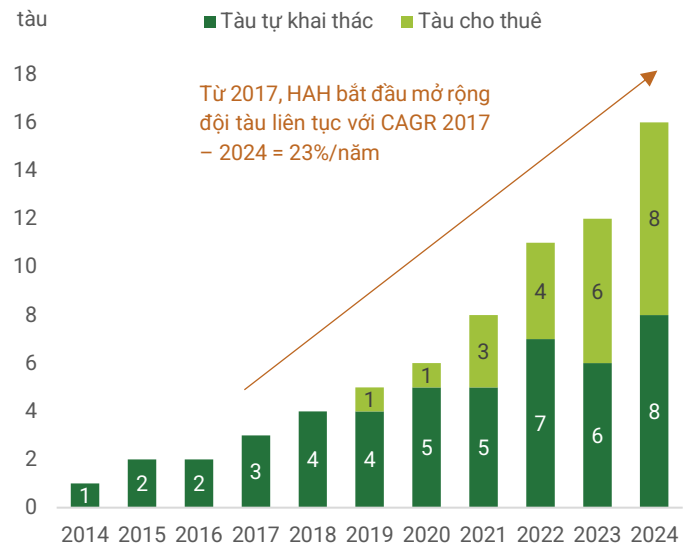
- (1) **Giá cước khai thác tàu được hưởng lợi nhờ ảnh hưởng của dịch Covid 19:** Đại dịch Covid 19 đã khiến các nhà máy thu hẹp khả năng sản xuất, làm gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, điều này đã dẫn đến sự tắc nghẽn nghiêm trọng tại các cảng trên thế giới và gây nên sự thiếu hụt về nguồn cung tàu và vỏ container nghiêm trọng. Hệ quả là mật bằng chung giá cước được đẩy lên cao (ước tính tăng lần lượt +22% và +59%YoY) do mất cân bằng cung – cầu trong giai đoạn 2021 & 2022.
- (2) **Mở rộng đội tàu trong bối cảnh giá cước neo ở mức cao:** Trong giai đoạn giá cước được neo trên mức nền cao, HAH đã bổ sung thêm lần lượt là 2 và 3 tàu (+33%/+38%), nâng tổng đội tàu lên 8/12 tàu trong giai đoạn 2021 – 2022.

**Hình 19: Hoạt động khai thác tàu đóng góp chính vào trong doanh thu nhờ mở rộng đội tàu**



Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

**Hình 20: Số lượng tàu cho thuê qua từng năm có xu hướng tăng tuy nhiên số lượng tàu nội địa vẫn duy trì ở mức tương đối ổn định nhằm bảo vệ thị phần vận chuyển trong nước.**



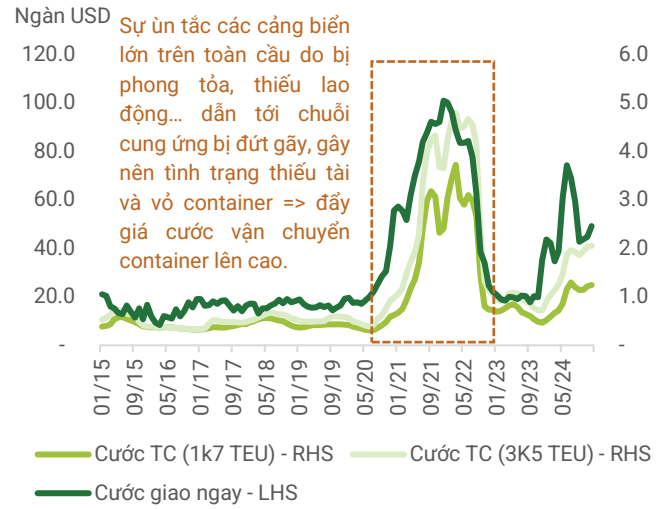
Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

**Hình 21: Chỉ số Áp lực chuỗi cung ứng toàn cầu (GSCPI) tăng mạnh trong giai đoạn 2021 – 2022 phản ánh mức độ gián đoạn nghiêm trọng trong lĩnh vực cung ứng trong vòng 5 năm trở lại**



Nguồn: The Newyork FED, PHS tổng hợp

**Hình 22: Giá cước giao ngay và giá cước cho thuê định hạn trong giai đoạn 2021 – 2022 diễn biến tích cực nhờ hưởng lợi từ Covid 19.**

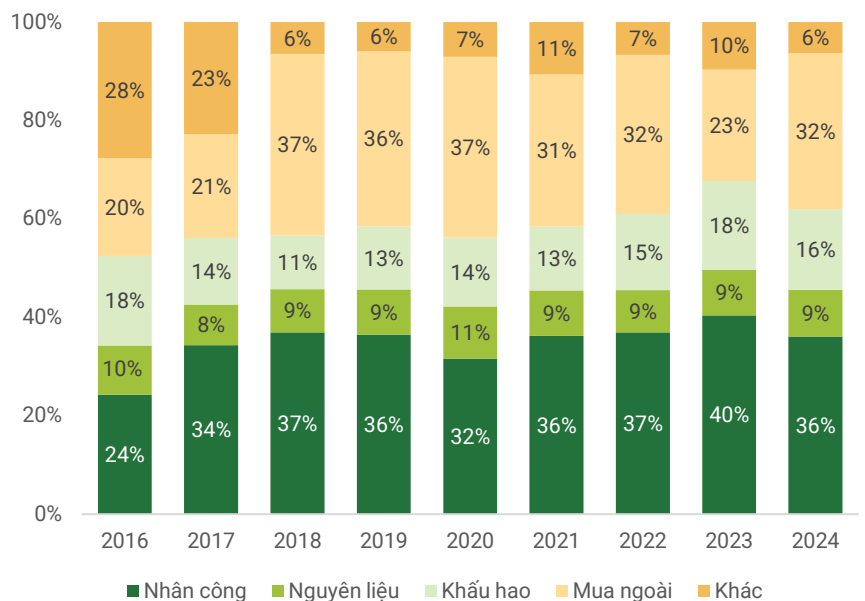


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

## 2. Cơ cấu giá vốn chủ yếu là chi phí nhân công

Chi phí nhân công luôn chiếm tỷ trọng tương đối cao dao động trong khoảng 30% - 40% giá vốn trong khi chi phí nguyên liệu chỉ chiếm ở mức thấp dưới 11% giá vốn. Hiện HAH đang sử dụng nhiên liệu VLFS được nhập khẩu từ Hongkong theo giá giao ngay (spot price). Do đó, diễn biến xăng dầu trên thế giới sẽ tác động lên giá nhập nhiên liệu của HAH. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý HAH có thể điều chỉnh giá dịch vụ tương ứng và phù hợp với thị trường.

**Hình 23: Chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn trong tổng cơ cấu giá vốn ước tính dựa trên phân loại theo chi phí yếu tố trong năm 2016 – 2024.**



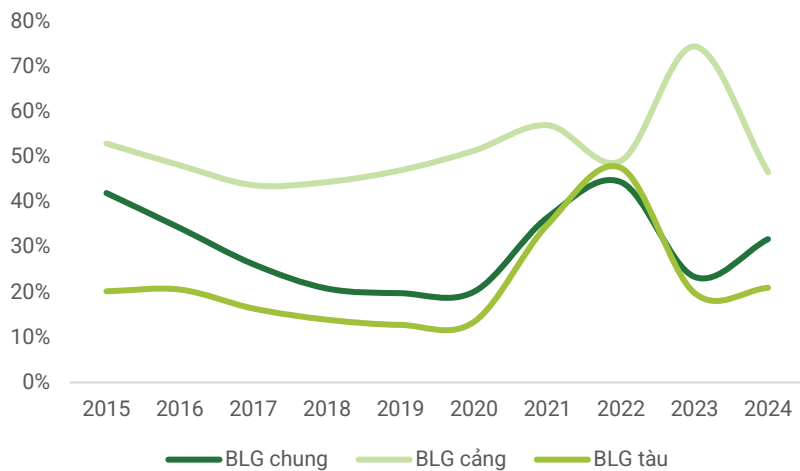
Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

### 3. Biên lợi nhuận gộp chung phụ thuộc vào diễn biến ngành vận tải container

Như đã đề cập trước đó, hoạt động khai thác tàu chiếm tỷ trọng lớn vì vậy sự biến động trong cơ cấu doanh thu và giá vốn của mảng này sẽ gây ảnh hưởng lên biên lợi nhuận gộp chung của HAH.

Trong năm 2021 – 2022, biên lợi nhuận gộp chung duy trì ở mức 44%/47% - cao hơn so với mặt bằng chung biên gộp chung trước đó nhờ giá cước và số ngày cho thuê tăng.

**Hình 24: Diễn biến biên lợi nhuận gộp chung có diễn biến tương đồng với xu hướng biến động của biên gộp khai thác tàu do tỷ trọng đóng góp của mảng này lớn.**



Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

### 4. Cập nhật kết quả kinh doanh 2024F

Trong Q4/2024, HAH ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan với DTT và LNST - CĐTTS lần lượt đạt 1.2 ngàn tỷ đồng (+82%YoY) và 280 tỷ đồng (+345%YoY).

Theo đó, cả năm 2024, DTT và LNST-CĐTTS ghi nhận 3.9 ngàn tỷ đồng (+53%YoY) và 650 tỷ đồng (+69%YoY) – lần lượt hoàn thành 101% và 145% kế hoạch đề ra. Cụ thể như sau:

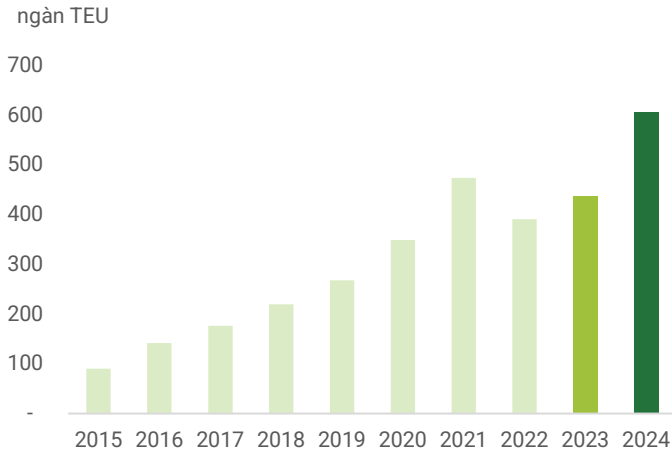
#### 1. Doanh thu năm 2024 tăng trưởng khả quan +53%YoY được dẫn dắt bởi mảng vận tải biển:

- Doanh thu vận tải biển tăng trưởng khả quan +56%YoY chủ yếu đến từ:
  - Sản lượng hoạt động tự khai thác tăng +38%YoY nhờ hồi phục trên mức nền thấp cũng như đơn giá vận chuyển ước tính tăng +11%YoY nhờ hưởng lợi từ xu hướng chung của ngành.
  - Số ngày cho thuê định hạn tăng ước tính +25%YoY nhờ đóng góp của 4 tàu mới (Beta, Opus, Sky và Gama) trong 2H2024.
- Ngoài ra, doanh thu khai thác cảng ghi nhận kết quả tích cực +63%YoY nhờ sản lượng hồi phục.

**2. Lợi nhuận gộp cả năm 2024 ghi nhận tăng trưởng +107%YoY** chủ yếu nhờ đóng góp của hoạt động cho thuê định hạn với biên lợi nhuận gộp cao - ước tính biên gộp cho thuê duy trì khoảng 52% và hồi phục của hoạt động tự khai thác về sản lượng lẫn đơn giá vận chuyển.

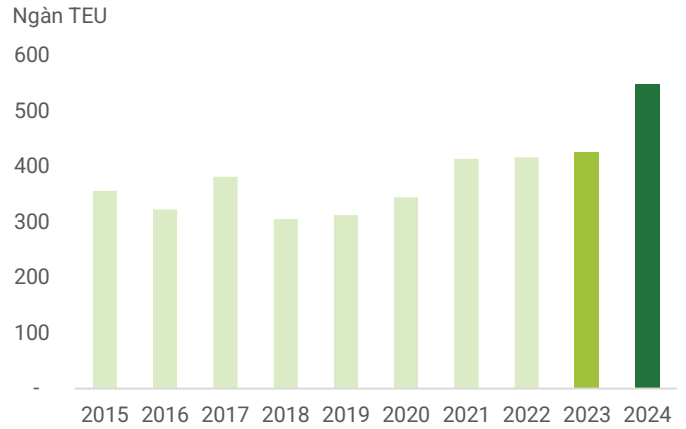
**3. Chi phí lãi vay gia tăng +38%YoY chủ yếu do gia tăng vay nợ nhằm phục vụ hoạt động đầu tư tài mới**

**Hình 25: Sản lượng tự khai thác cũng như...**



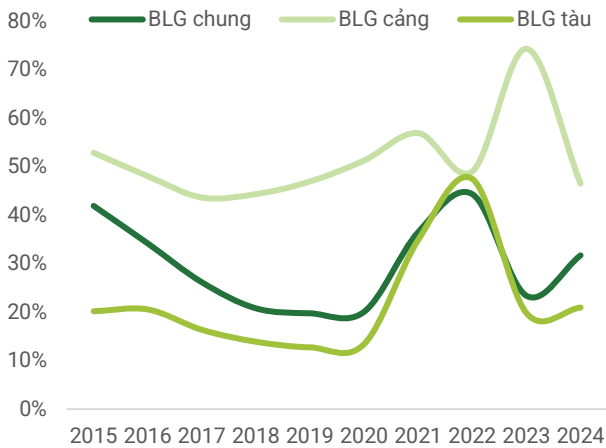
Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

**Hình 26: ... sản lượng hàng hóa thông qua cảng của Hải An ghi nhận hồi phục tích cực dựa trên mức nền thấp cùng kỳ**



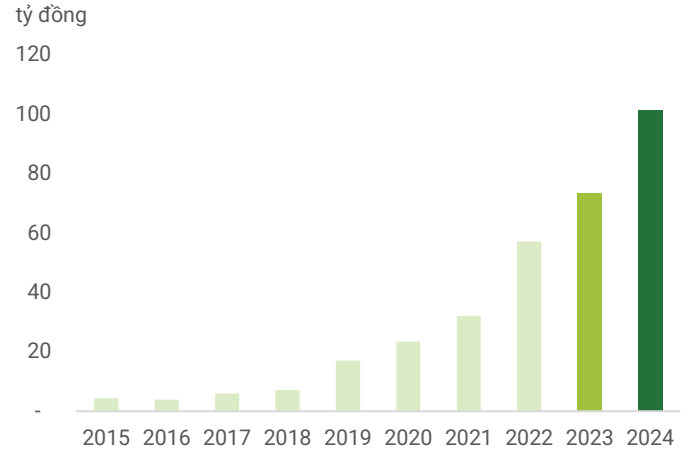
Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

**Hình 27: Biên lợi nhuận gộp cải thiện tích cực nhờ đóng góp của mảng cho thuê tàu**



Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

**Hình 28: Chi phí lãi vay gia tăng chủ yếu phục vụ cho hoạt động mua sắm tài mới**



Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

## C. TRIỂN VỌNG NGÀNH VẬN TẢI CONTAINER

**Đối với giá cước vận tải container trong nước sẽ chịu tác động một phần bởi diễn biến ngành vận tải container khu vực Nội Á nói riêng và ngành vận tải container quốc tế nói chung.** Chúng tôi cho rằng diễn biến giá cước trong 2025 tương đối bất định bởi tác động tiềm tàng từ diễn biến vĩ mô quốc tế và trong nước. Cụ thể:

### 1. Vĩ mô quốc tế:

#### 1.1. Diễn biến khó lường đến từ chính sách áp thuế mới của tổng thống Trump:

Trong chiến dịch tranh cử tháng 11/2024, Trump đã đắc cử Tổng thống Mỹ với một số tuyên bố liên quan đến chính sách thuế sẽ áp dụng nghiêm ngặt hơn đối với các mặt hàng nhập khẩu vào Mỹ.

Vào ngày 03/02/2025, Mỹ đã hoãn áp thuế nhập khẩu lên Mexico và Canada với thời gian gia hạn là 1 tháng và chính thức áp thuế nhập khẩu 10% lên các mặt hàng của Trung Quốc (thay vì thuế suất 60% như kế hoạch trước đó vào ngày 04/02/2025). Đối với việc áp thuế suất 10% của Mỹ lên Trung Quốc là sớm hơn so với kỳ vọng của chúng tôi, tuy nhiên chúng tôi cho rằng yếu tố này trong ngắn hạn chưa tác động lớn đến nhu cầu vận chuyển hàng hóa trước để tránh thuế bởi (i) Các mặt hàng hóa quá cảnh đến Mỹ trước ngày 01/02/2025 mới được miễn áp thuế suất mới. Do đó, các mặt hàng sau thời gian này vẫn sẽ chịu tác động từ thuế suất mới và (ii) Mức thuế áp 10% theo chúng tôi là không quá cao so với các mức thuế suất mà Mỹ áp lên Trung Quốc trong suốt 7 năm vừa qua.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý diễn biến về chiến tranh thương mại trong 2025 là tương đối phức tạp bởi bởi đây hiện chỉ là giai đoạn đầu trong chính sách về thuế của Mỹ lên các quốc gia khác cũng như các biện pháp đáp trả lại từ các quốc gia này là khó lường trong thời gian tới. Do đó, chúng tôi cho rằng tác động của thuế quan lên nhu cầu vận chuyển cần được quan sát chặt chẽ hơn trong thời gian tới nhằm đánh giá đầy đủ tác động lên ngành.

#### 1.2. Tình trạng xung đột leo thang tại Biển Đỏ tiếp tục duy trì trong 2025:

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng tình hình chiến sự phức tạp tại khu vực Biển Đỏ vẫn tiếp tục duy trì đến hết năm 2025. Theo đó, chúng tôi cho rằng giá cước vận chuyển container trong 2025 sẽ phụ thuộc phần lớn vào các yếu tố vĩ mô khác hơn là bởi phần lớn đội tàu container đã thay đổi lộ trình vận chuyển từ trong 2024 nhằm giảm thiểu thiệt hại bởi các cuộc tấn công ở khu vực này.

Trong trường hợp chiến tranh tại khu vực Biển Đỏ kết thúc sớm hơn dự kiến, chúng tôi cho rằng áp lực dư cung sẽ trầm trọng hơn so với 2024 do nhu cầu TEU dậm đã kết thúc trong khi nguồn cung mới và tỷ lệ phá dỡ đội tàu vẫn duy trì ở mức thấp.

#### 1.3. Tác động tiềm tàng đến từ phân tách liên minh hãng tàu diễn ra trong tháng 2/2025:

Chúng tôi cho rằng **giá cước vận chuyển container trong thời gian tới phụ thuộc phần lớn vào các yếu tố vĩ mô khác thay vì ảnh hưởng của sự kiện Biển Đỏ** do tác động từ sự kiện chiến tranh tại khu vực này đã phản ánh vào giá cước vận chuyển từ đầu năm 2024.



**Sự phân tách liên minh hãng tàu có thể gây giảm giá cước vận chuyển container trong ngắn hạn** do tái định hình lại liên minh cũng như công suất thiết kế hãng tàu tăng lên sẽ thúc đẩy sự cạnh tranh nhằm lấp đầy các chuyến đi.

Trong tháng 1/2025, 2 hãng tàu container hàng đầu, dẫn đầu là MSC và Maersk đã bắt đầu cắt giảm giá cước vận chuyển cho tuyến Á – Âu nhằm lấp đầy sản lượng vận chuyển và cạnh tranh thị phần trước khi liên minh vận chuyển container được tái định hình trong tháng 2/2025.

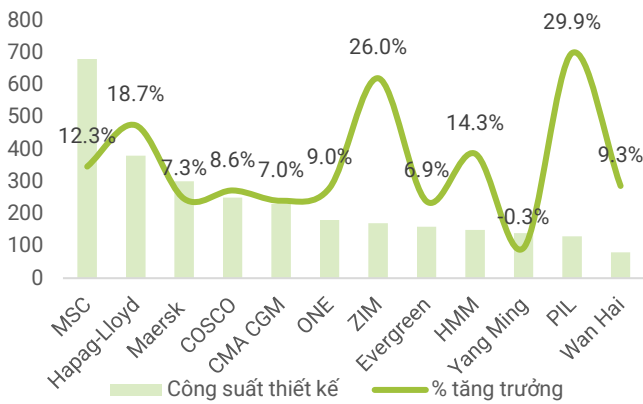
MSC và Maersk với thị phần dẫn đầu, chiếm lần lượt khoảng 18% và 14.8% trong 2024. Chúng tôi cho rằng với vị thế lớn cùng với xu hướng giá cước vận chuyển của các hợp đồng tương lai của tuyến Á – Âu duy trì xu hướng giảm trong 2025 sẽ gây ra tác động lan tỏa trong việc giảm giá cước giữa các hãng tàu với nhau tại các tuyến vận chuyển chính.

**1.4. Tốc độ tăng trưởng nhu cầu (ship demand) chưa bắt kịp tốc độ tăng trưởng của nguồn cung:**

Theo BIMCO ước tính, công suất đội tàu container quốc tế vẫn duy trì tăng trưởng nhẹ trong 2025 – 2026, ước tính tăng trưởng lần lượt +5.8%YoY trong khi nhu cầu dự kiến tăng trưởng thấp, chỉ khoảng 3% – 4%YoY trong 2025 và dự kiến giảm -5% - 6%YoY trong 2026. Theo đó, chúng tôi cho rằng điều này sẽ gây áp lực lên giảm giá cước trong thời gian tới.

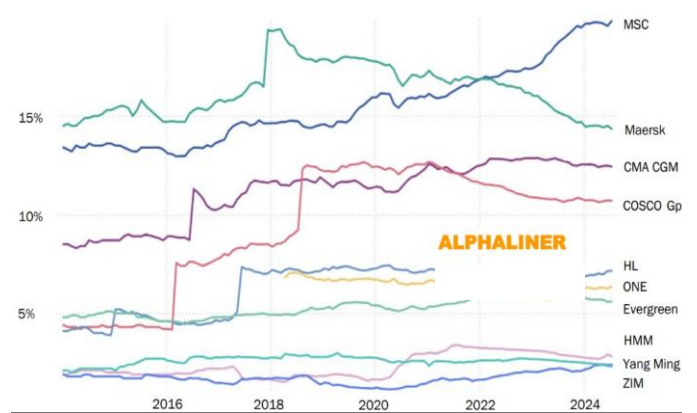
Tình hình dư cung tiếp tục quay trở lại trong 2025 tạo áp lực lên giá cước.

**Hình 29: Công suất thiết kế 12 đội hãng tàu container lớn nhất trên thế giới tính tới tháng 1/2025 ghi nhận tăng trưởng so với cùng kỳ**



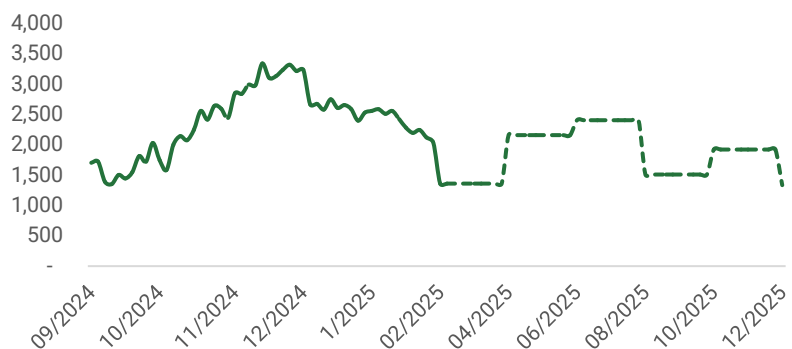
Nguồn: Alphaliner, PHS tổng hợp

**Hình 30: MSC và Maersk dẫn đầu danh sách top 10 thị phần hãng tàu vận chuyển container toàn cầu đã bắt đầu giảm giá cước trong tháng 1/2025.**



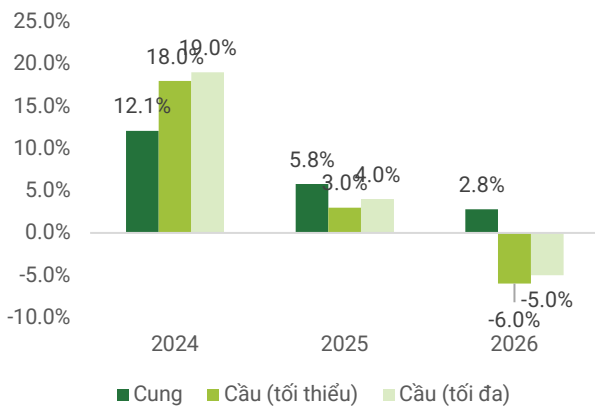
Nguồn: PHS tổng hợp

**Hình 31: Xu hướng giá cước hợp đồng tương lai tuyến Á – Âu duy trì xu hướng giá cước giảm so với 2024.**



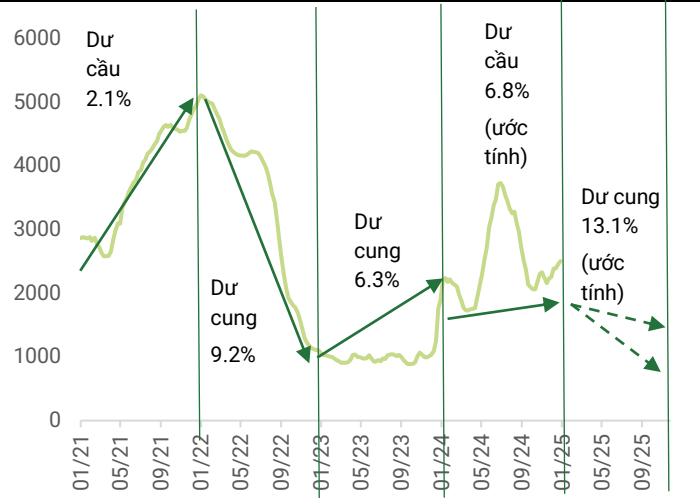
Nguồn: PHS tổng hợp

**Hình 32: Sự mất cân bằng trong cung – cầu dự kiến quay trở lại dự kiến gây áp lực giảm giá cước trong 2025.**



Nguồn: BIMCO, PHS tổng hợp

**Hình 33: Dự báo xu hướng giá cước giảm trong 2025 do cung vượt cầu.**



Nguồn: Clarkson, Bloomberg, PHS tổng hợp

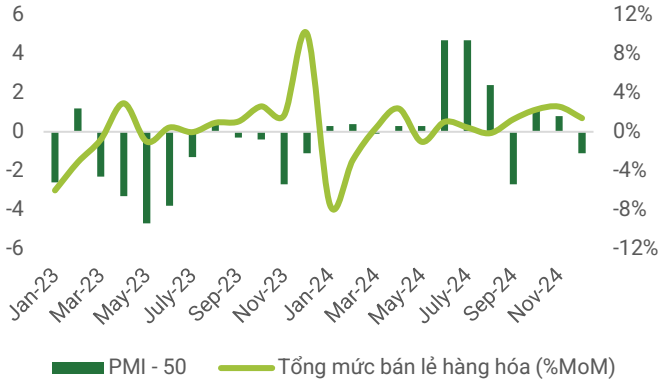
**2. Ví mô trong nước:** Theo chia sẻ của HAH, tình hình dư cung trong nước đã dần rõ nét hơn từ cuối năm 2024 do một số tàu trong nước chạy tuyến quốc tế đã bắt đầu quay trở lại hoạt động tại thị trường trong nước. Chúng tôi cũng lưu ý, mặc dù giá cước ngành vận tải container trong nước chịu ảnh hưởng một phần từ diễn biến ngành vận tải container quốc tế, tuy nhiên mức độ ảnh hưởng là không lớn.

**Đối với sản lượng vận chuyển container trong nước 2025:** Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng trong thu nhập và cải thiện tỷ lệ việc làm trong nước giúp hỗ trợ sức mua trong thời gian tới. Nhờ đó, cầu tiêu dùng tiếp tục duy trì đà hồi phục là động lực chính dẫn dắt sản lượng vận chuyển container trong 2025. Cụ thể:

**1.1. Số lượng việc làm tại các doanh nghiệp công nghiệp duy trì đà tăng hỗ trợ cho hoạt động sản xuất trong 2025:** Số lượng lao động tại các doanh nghiệp trong lĩnh vực công nghiệp trong tháng 12/2024 tiếp tục ghi nhận tăng +0.8%MoM và +3.2%YoY. Theo đó, chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu tích cực cho thấy hoạt động sản xuất trong thời gian tới sẽ được cải thiện.

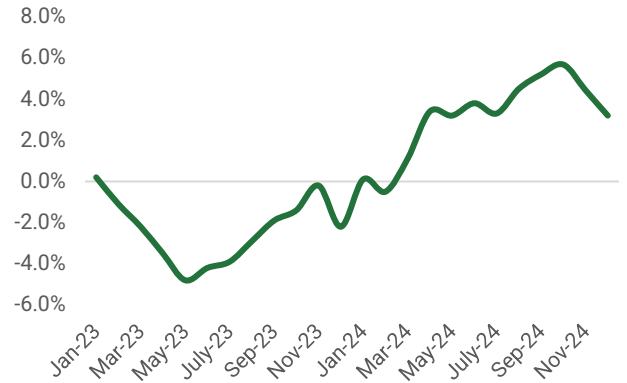
**1.2. Thu nhập cải thiện góp phần hỗ trợ sức mua trong 2025:** Thu nhập bình quân của người lao động trong quý 3 và 4/2024 tiếp tục cải thiện lần lượt đạt 7.6 triệu đồng (+9%QoQ, +7%YoY) và 8.2 triệu đồng (+8%QoQ, +12%YoY). Cùng với đó là triển vọng hoạt động sản xuất cải thiện, chúng tôi kỳ vọng các yếu tố trên sẽ tác động tích cực lan tỏa tới nhu cầu tiêu dùng trong thời gian tới.

**Hình 34: Mặc dù số liệu PMI tháng 12/2024 chỉ đạt 49.8 điểm, cho thấy ngành sản xuất Việt Nam có dấu hiệu suy giảm nhưng....**



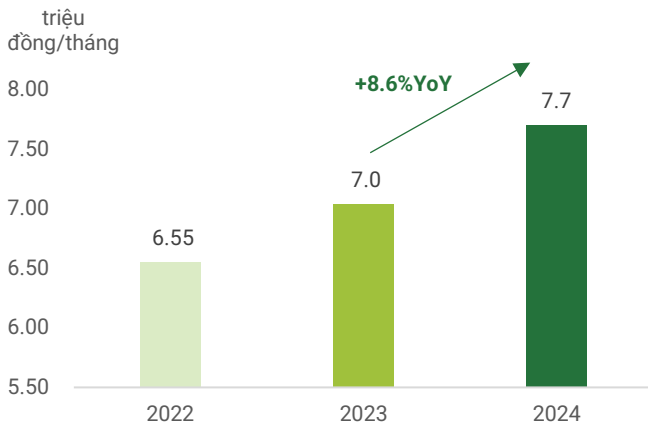
Nguồn: GSO.vn, PHS tổng hợp

**Hình 35: ...số lượng lao động làm việc tại các doanh nghiệp công nghiệp trong 2024 trên cả nước vẫn duy trì đà cải thiện so với tháng trước đó và cùng kỳ, cho thấy tín hiệu nhu cầu về sản xuất dự kiến cải thiện trong thời gian tới.**



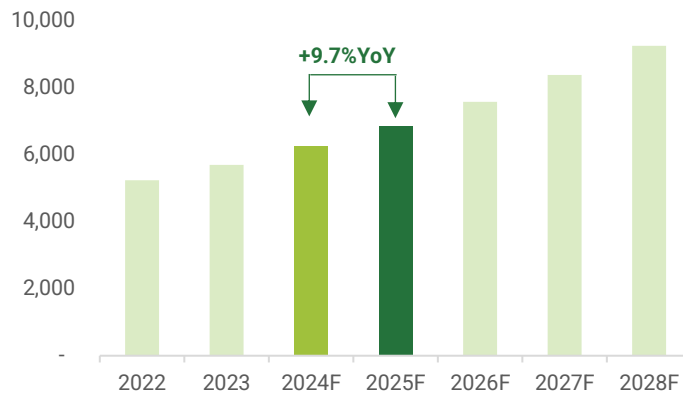
Nguồn: GSO.vn, PHS tổng hợp

**Hình 36: Ngoài ra, sự tăng trưởng trong thu nhập trong 2024 kỳ vọng tạo đà hỗ trợ cho cầu tiêu dùng trong năm sau**



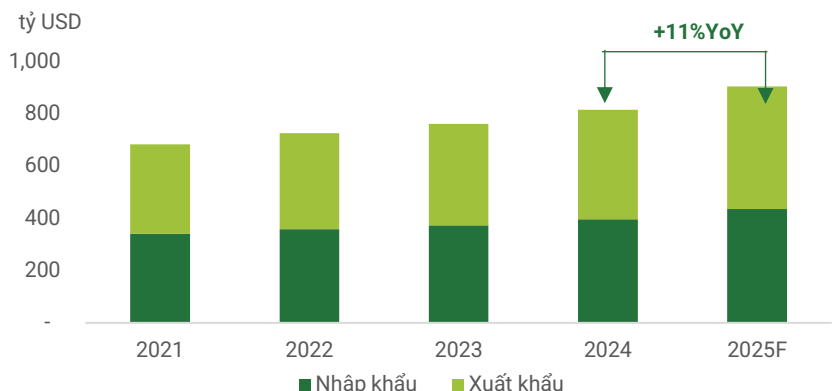
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

**Hình 37: Ước tính thu nhập bình quân trong 2025F dự kiến tăng trưởng 9.7%YoY. Qua đó cải thiện sức mua trong thời gian tới.**



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

**Hình 38: Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam dự phóng tiếp tục tăng trưởng nhẹ nhờ cải thiện trong sản xuất và chi tiêu. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng vận chuyển container tiếp tục được cải thiện trong 2025.**



Nguồn: PHS ước tính và tổng hợp

## D. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

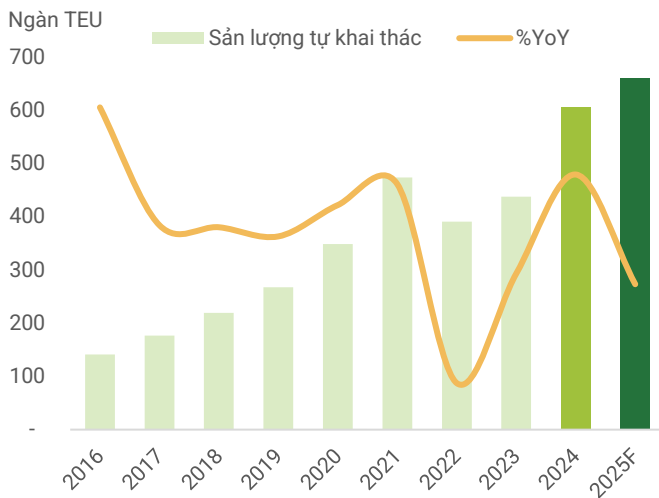
### 1. Triển vọng kinh doanh 2025F khả quan nhờ mở rộng đội tàu trong bối cảnh giá cước cho thuê định hạn cải thiện tích cực so với cùng kỳ

Đội tàu gia tăng trong nửa cuối năm 2024 sẽ được phản ánh đầy đủ hơn trong 2025F cả về giá cước lẫn số ngày khai thác. Trong đó:

**1.1. Đối với đội tàu tự khai thác:** Ước tính đóng góp doanh thu từ đội tàu trong 2025F tương đối ảm đạm, đạt khoảng 2,292 tỷ đồng (-6%YoY) chủ yếu do giá cước giảm mạnh hơn so với việc sản lượng tăng. Cụ thể:

- (i) **Giá cước tự khai thác ước tính đạt 3.4 triệu đồng (-15%YoY):** Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi ước tính giá cước tàu tự khai thác giảm -15%YoY bởi áp lực từ đội tàu trong nước chạy tuyến quốc tế đã quay trở lại nội địa hoạt động, từ đó tạo áp lực giảm giá cước do tình trạng dư cung.
- (ii) **Sản lượng cải thiện nhẹ khoảng +10%YoY nhờ cầu tiêu dùng tiếp tục hồi phục trong 2025:** Với diễn biến tích cực từ vĩ mô trong nước. Chúng tôi kỳ vọng cầu tiêu dùng trong 2025 sẽ được tiếp tục duy trì đà hồi phục. Nhờ đó, sản lượng tự khai thác kỳ vọng cải thiện nhẹ +10%YoY.

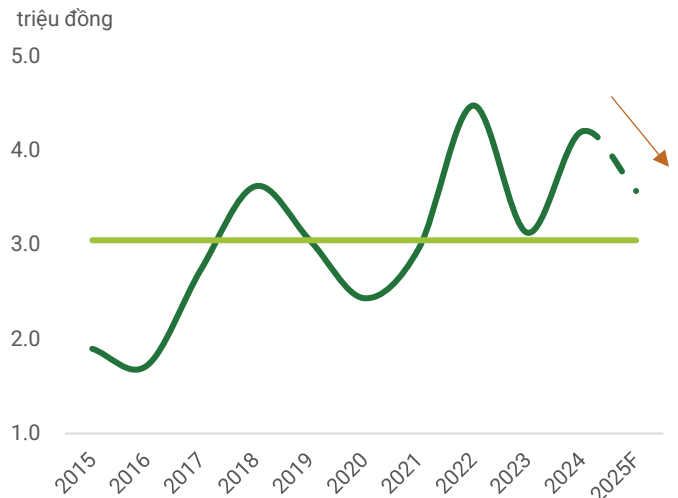
**Hình 39: Sản lượng tự khai thác kỳ vọng cải thiện +10%YoY nhờ cầu tiêu dùng tiếp tục duy trì đà hồi phục trong 2025.**



(\* ) Số liệu ước tính (tại thời điểm công bố BCTC quý 4/2024 chưa loại trừ doanh thu nội bộ trong từng mảng doanh thu)

Nguồn: HAH, PHS ước tính và tổng hợp

**Hình 40: Ước tính giá cước tự khai thác trong 2025F dự kiến giảm nhẹ do áp lực cạnh tranh đã quay trở lại.**



Nguồn: PHS ước tính và tổng hợp

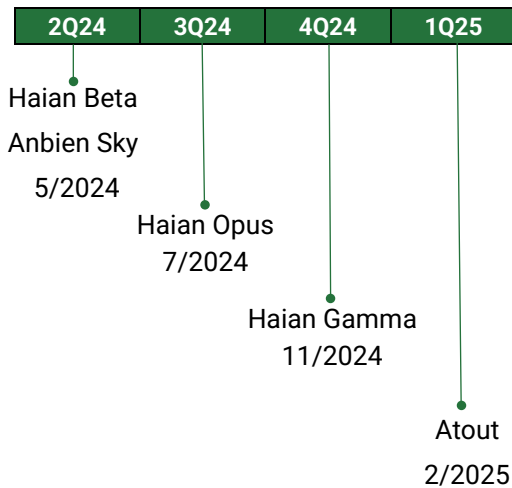
**1.2. Đối với tàu cho thuê định hạn:** Dự phóng doanh thu từ đội tàu cho thuê định hạn trong 2025F khả quan, đạt khoảng 1,835 tỷ đồng (+106%YoY) dựa trên số ngày cho thuê và mặt bằng giá cước cho thuê bình quân lần lượt tăng trưởng +78%YoY và +1%YoY.

- (i) **Số ngày cho thuê cải thiện tích cực +78%YoY:** Trong năm 2024 và quý 1/2025, HAH đã nhận thêm 5 tàu mới trong đó 3/4 tàu mới nhận được cho thuê định hạn với điểm rơi nhận bàn giao tàu chủ yếu rơi vào 2H2024 và quý 1/2025. Do đó, số ngày tàu

hoạt động sẽ phản ánh đầy đủ hơn trong 2025 (chúng tôi lưu ý trong 2025 chỉ có 1 tàu lên đà trong cuối năm 2025).

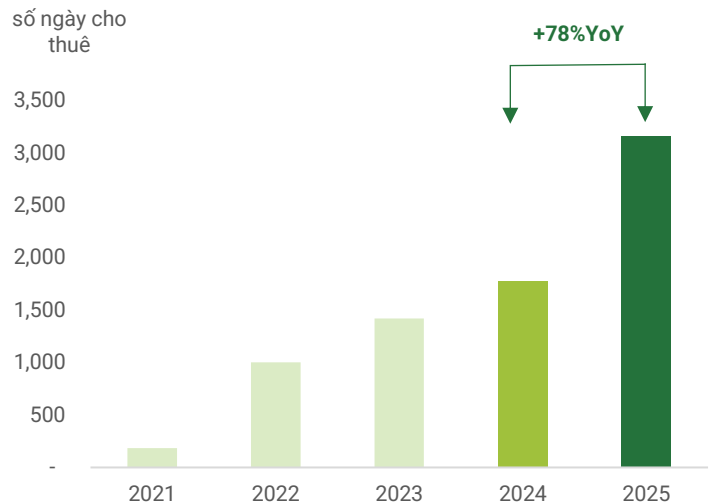
- (ii) **Mặt bằng giá cước cho thuê bình quân cải thiện nhẹ +1%YoY:** Hầu hết các tàu đều được tái ký với mức giá nhờ hưởng lợi từ tác động gián tiếp của Biển Đỏ giúp giá cước cho thuê định hạn được neo ở mức cao.

**Hình 41: Lịch tàu bàn giao tàu mới chủ yếu rơi vào trong 2H2024 và quý 1/2025**



Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

**Hình 42: ...do đó, số ngày đội tàu hoạt động trong 2025F sẽ được phản ánh đầy đủ hơn.**



Nguồn: HAH, PHS ước tính và tổng hợp

**Bảng 4: Giá cước cho thuê định hạn ước tính trong 2025 cải thiện nhẹ +1%YoY nhờ hưởng lợi từ mở rộng đội tàu trên nền giá cho thuê tàu ở mức cao so với cùng kỳ.**

STT	Tàu	Năm hoạt động	Tải trọng (TEU)	Giá cước cho thuê bình quân 2024 (ước tính)	Giá cước cho thuê bình quân 2025 (ước tính)
1	HaiAn West	2007	1,740	14,750	20,042
2	HaiAn East	2008	1,702	18,000	20,417
3	HaiAn View	2009	1,577	15,267	19,000
4	HaiAn Mind	2012	1,794	20,250	24,000
5	AnBienBay	2022	1,794	37,000	22,000 (*)
6	HaiAn Opus	2024	1,781	24,000	24,000
7	HaiAn Gama (Toro)	2024	3,400	30,000	30,000
8	AnBien Sky	2024	1,781	15,950	22,000
9	Atout	2025	1,700	N/A	16,667

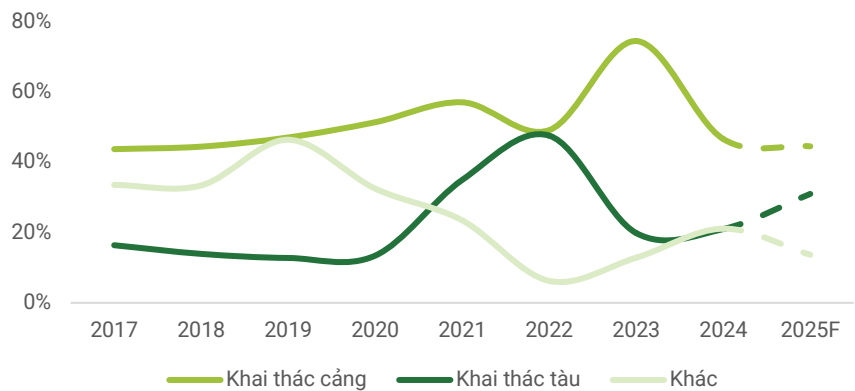
Nguồn: HAH, PHS ước tính và tổng hợp

(\*) Giá cước cho thuê định hạn tàu Anbien Bay ước tính giảm -41%YoY trong 2025 chủ yếu do thời điểm tái ký cho năm 2025F giá cước đã hạ nhiệt so với giai đoạn tái ký trước đó là vào thời điểm 2021 – thời điểm mà giá cước cho thuê được hưởng lợi lớn từ đại dịch Covid.

## 2. Biên lợi nhuận gộp cải thiện chủ yếu nhờ giá cước cho thuê tiếp tục duy trì mức nền cao kể từ cuối 2H2024.

Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp mảng khai thác tàu của HAH có diễn biến tương đồng với xu hướng diễn biến giá cước vận tải. Chúng tôi lưu ý cơ cấu biên lợi nhuận gộp đối với hoạt động tự khai thác và hoạt động cho thuê định hạn sẽ thay đổi phụ thuộc vào tình hình diễn biến giá cước. Dựa trên triển vọng đã đề cập ở trước đó, chúng tôi ước tính trong 2025F, biên lợi nhuận gộp chung đạt khoảng +1.5 bsp YoY được dẫn dắt bởi mảng khai thác tàu cải thiện +1.7bsp YoY, giúp bù đắp cho sự sụt giảm của biên gộp tự khai thác.

**Hình 43: Biên lợi nhuận gộp mảng khai thác tàu trong 2025F dự kiến cải thiện +1.4bsp YoY chủ yếu đến từ đóng góp của mảng hoạt động cho thuê định hạn giúp bù đắp biên của hoạt động tự khai thác tàu do giá cước tự khai thác giảm**



Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

**Bảng 5: Dự phóng KQKD 2025F**

(Tỷ đồng)	2023A	2024A	%YoY	2025F	%YoY	Nhận định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,613</b>	<b>3,992</b>	<b>53%</b>	<b>5,038</b>	<b>26%</b>	Doanh thu thuần 2025F ước tính tăng trưởng +26%YoY được dẫn dắt bởi mảng vận tải cải thiện tích cực +29%YoY. Cụ thể:
<i>Vận tải</i>	2,195	3,435(*)	56%	4,419	29%	Doanh thu hoạt động vận tải dự phóng tăng trưởng +29%YoY nhờ vào hoạt động cho thuê định hạn ghi nhận kết quả khả quan +106%YoY. Trong đó: chúng tôi ước tính (i) số ngày cho thuê tăng +78%YoY nhờ các tàu mới cho thuê trong 2H2024 sẽ được phản ánh đầy đủ hơn trong 2025F, và (ii) mặt bằng giá cước cho thuê cải thiện nhẹ +1%YoY bởi giá cước neo ở mức nền cao so với cùng kỳ nhờ hưởng lợi tích cực từ các diễn biến vĩ mô quốc tế.
<i>Khai thác cảng</i>	199	324(*)	63%	356	10%	Doanh thu khai thác cảng +11%YoY chủ yếu nhờ sản lượng ước tính hồi phục +10%YoY khi cầu tiêu dùng tiếp tục duy trì đà hồi phục trong 2025F
<i>Khác</i>	219	233(*)	7%	262	13%	

<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>611</b>	<b>1,267</b>	<b>107%</b>	<b>1,648</b>	<b>30%</b>	
GPM	23%	32%	8.3	33%	1.0	Biên lợi nhuận gộp cải thiện +1.5 bsp YoY được đóng góp chính bởi hoạt động cho thuê tàu định hạn cải thiện +1.4 bsp YoY.
CPBH & QLDN	(125)	(211)	68%	(266)	26%	
<b>EBT</b>	<b>486</b>	<b>1,056</b>	<b>117%</b>	<b>1,383</b>	<b>31%</b>	
Doanh thu tài chính	30	25	-18%	37	50%	
Chi phí tài chính	(84)	(119)	42%	(157)	33%	
Chi phí lãi vay	(73)	(101)	38%	(140)	38%	Chi phí lãi ước tính tăng +38%YoY chủ yếu do gia tăng vay nợ nhằm tài trợ cho hoạt động đầu tư tàu mới.
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	3	(3)	-205%	(3)	0%	
Lãi/lỗ khác	3	(3)	-205%	(3)	0%	
PBT	450	977	117%	1,277	31%	
<b>PAT</b>	<b>358</b>	<b>800</b>	<b>124%</b>	<b>1,046</b>	<b>31%</b>	
MI	(27)	150	-653%	196	31%	
<b>NPATMI</b>	<b>385</b>	<b>650</b>	<b>69%</b>	<b>850</b>	<b>31%</b>	

(\*) Số liệu ước tính (tại thời điểm công bố BCTC quý 4/2024 chưa loại trừ doanh thu nội bộ trong từng mảng doanh thu)

Nguồn: HAH, PHS dự phóng và tổng hợp

## E. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Với tiềm năng tăng trưởng tương đối tích cực trong 2025F với NPATMI 2025F ước tính tăng trưởng +31%YoY nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện so với cùng kỳ trong khi đó, chúng tôi nhận thấy định giá cổ phiếu hiện đang được neo ở mức tương đối cao với EV/EBITDA TTM ở mức 5.6x lần – cao hơn so với EV/EBITDA giai đoạn 2021 – 2022 ở mức 5.1x lần.

**Hình 44: Diễn biến giá cổ phiếu HAH ghi nhận hiệu suất tích cực = + 56% và cao hơn so với VNINDEX = +6%.**



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

**Hình 45: Định giá cổ phiếu đang ở mức cao với EV/EBITDA FW 2025 = - cao hơn so với trung vị giai đoạn EV/EBITDA 2021 – 2022 = 5.1x lần.**



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp



Diễn biến kết quả kinh doanh và giá cổ phiếu của HAH phần lớn chịu ảnh hưởng đến từ sự thay đổi trong giá cước vận chuyển. Nhìn chung diễn biến của giá cước vận chuyển tương đối phức tạp, do đó, chúng tôi đưa ra các kịch bản nhằm đánh giá tác động của giá cước lên kết quả kinh doanh và cũng như xem xét tiềm năng tăng giá của cổ phiếu.

Đối với kịch bản đánh giá tác động lên giá cước, chúng tôi giả định sự biến động đến từ giá cước tự khai thác thay vì đến từ hợp đồng cho thuê định hạn bởi (i) các hợp đồng cho thuê định hạn của HAH đã tái ký gần hết cho giai đoạn 2025 và (ii) giá cước đối với hoạt động cho thuê ổn định hơn so với giá cước của hoạt động tự khai thác. Theo đó, chúng tôi nhận thấy rủi ro giảm giá là không lớn.

**Bảng 6: Đánh giá các kịch bản giá cước vận chuyển (hoạt động tự khai thác) tác động lên kết quả kinh doanh 2025F và tiềm năng tăng/giảm của giá cổ phiếu.**

% giá cước tăng/giảm	-30.00%	-25.00%	-20.00%	-15.00%	-10.00%	-5.00%	0.00%
EV/EBITDA target	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
EBITDA FW 2025	1,754	1,852	1,950	2,021	2,146	2,244	2,314
Giá trị vốn chủ sở hữu	7,780	8,214	8,648	8,964	9,516	9,950	10,261
Giá trị vốn chủ	6,055	6,513	6,970	7,296	7,885	8,343	8,663
Target price 2025	49,900	53,700	57,400	61,200	65,000	68,800	72,500
<b>Upside</b>	<b>-8%</b>	<b>-1%</b>	<b>6%</b>	<b>13%</b>	<b>20%</b>	<b>27%</b>	<b>34%</b>

Với kịch bản cơ sở, chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBITDA với EV/EBITDA mục tiêu = 4.4x – chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBITDA nhằm đánh giá đầy đủ về triển vọng của HAH khi doanh nghiệp đang trong giai đoạn mở rộng đầu tư mới. Đồng thời, chúng tôi cũng áp tỷ lệ chiết khấu 15% dựa trên quan điểm thận trọng đối với diễn biến nhanh và phức tạp của giá cước – tỷ lệ chiết khấu 15% tương ứng với giả định giá cước tự khai thác giảm trong kịch bản cơ sở

Theo đó, chúng tôi ước tính giá mục tiêu là **61,200 VND/cổ phiếu**, tương đương với tiềm năng tăng giá 13% so với giá đóng cửa tại ngày 14/02/2025. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu HAH.

<b>EV/EBITDA mục tiêu</b>	<b>4.4</b>
EBITDA FW 2025	2,048
<b>Giá trị doanh nghiệp FW 2025</b>	<b>9,082</b>
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	1,955
(-) Nợ vay	(2,718)
(-) MI	(890)
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>7,428</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	121
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>61,200</b>
Giá đóng cửa tại 14/02/2025	54,000
<b>Upside</b>	<b>13%</b>

Nguồn: PHS dự phóng và tổng hợp



**Hình 46: Định giá cổ phiếu HAH theo EV/EBITDA**


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

## F. RỦI RO CHÍNH

### 4.1. Biến động giá cước

Hơn 80% doanh thu của HAH đến từ hoạt động khai thác tàu, do đó biến động về giá cước vận chuyển container sẽ ảnh hưởng lên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Rủi ro đáng chú ý đối với hoạt động khai thác tàu nói chung là rủi ro giảm giá cước. Đối với hoạt động khai thác tàu trong 2025, trong kịch bản cơ sở, giá cước vận chuyển container nội địa dự kiến sụt giảm bởi áp lực dư cung nội địa đã quay trở lại trong 2025 khi các tàu nội địa chạy tuyến quốc tế đã bắt đầu về lại thị trường trong nước hoạt động từ cuối năm 2024.

### 4.2. Biến động giá nhiên liệu

Là doanh nghiệp hoạt động trong ngành giao thông vận tải và giao nhận hàng hóa do đó hoạt động kinh doanh chịu ảnh hưởng bởi sự tăng/giảm giá nhiên liệu. Đối với nhiên liệu khai thác tàu, HAH mua trực tiếp nhiên liệu từ Hongkong theo giá giao ngay (giá spot). Vì vậy, sự thay đổi trong giá nhiên liệu sẽ ảnh hưởng tới giá cung cấp dịch vụ và biên lợi nhuận gộp của hoạt động khai thác tàu.

### 4.3. Biến động sản lượng vận chuyển

Trung bình hơn 80% sản lượng vận chuyển của HAH đến từ vận chuyển hàng hóa nội địa. Theo đó, sản lượng vận chuyển trong 2025 phụ thuộc vào mức độ hồi phục cầu tiêu dùng trong nước trong thời gian tới.

## Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3,206</b>	<b>2,613</b>	<b>3,992</b>	<b>5,038</b>	<b>5,336</b>
Giá vốn hàng bán	(1,784)	(2,002)	(2,725)	(3,390)	(3,553)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,422</b>	<b>611</b>	<b>1,267</b>	<b>1,648</b>	<b>1,783</b>
Chi phí bán hàng và QLDN	(114)	(125)	(211)	(266)	(281)
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1,308</b>	<b>486</b>	<b>1,056</b>	<b>1,383</b>	<b>1,502</b>
Lợi nhuận tài chính	39	30	25	37	57
Chi phí tài chính	(76)	(84)	(119)	(157)	(179)
Lãi (lỗ) từ công ty liên kết	29	15	18	18	18
Thu nhập khác, ròng	(27)	3	(3)	(3)	(3)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,272</b>	<b>450</b>	<b>977</b>	<b>1,277</b>	<b>1,395</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,041</b>	<b>358</b>	<b>800</b>	<b>1,046</b>	<b>1,142</b>
LNST của cổ đông Công ty mẹ	822	385	650	850	928
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>1,745</b>	<b>1,600</b>	<b>1,753</b>	<b>3,583</b>	<b>5,234</b>
Tiền và tương đương tiền	415	245	922	1,884	3,530
Đầu tư tài chính ngắn hạn	140	73	71	71	71
Phải thu ngắn hạn	979	1,005	504	1,245	1,228
Hàng tồn kho	78	97	88	171	181
Tài sản ngắn hạn khác	132	180	168	212	225
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>3,305</b>	<b>3,759</b>	<b>5,537</b>	<b>5,248</b>	<b>5,160</b>
Phải thu dài hạn	113	113	113	113	113
Tài sản cố định	2,744	3,118	4,775	4,496	4,417
Chi phí xây dựng dở dang	45	30	21	11	2
Đầu tư tài chính dài hạn	140	155	174	174	174
Tài sản dài hạn khác	262	342	454	454	454
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>5,049</b>	<b>5,359</b>	<b>7,290</b>	<b>8,831</b>	<b>10,394</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>2,162</b>	<b>2,188</b>	<b>3,318</b>	<b>3,964</b>	<b>4,549</b>
Nợ ngắn hạn	910	937	1,210	1,606	1,941
Nợ dài hạn	1,252	1,251	2,108	2,358	2,608
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,887</b>	<b>3,171</b>	<b>3,972</b>	<b>4,867</b>	<b>5,845</b>
Vốn góp và lợi nhuận giữ lại	1,729	1,806	2,267	2,773	3,326
Lợi ích cổ đông thiểu số	391	664	819	1,012	1,223
Khác	768	701	886	1,082	1,296
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>5,049</b>	<b>5,359</b>	<b>7,290</b>	<b>8,831</b>	<b>10,394</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	1,295	536	1,405	1,073	1,665
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(1,661)	(776)	(1,660)	(611)	(611)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	299	69	930	499	590
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(67)</b>	<b>(170)</b>	<b>675</b>	<b>961</b>	<b>1,644</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	485	415	245	922	1,884
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>417</b>	<b>245</b>	<b>920</b>	<b>1,883</b>	<b>3,528</b>
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Tăng trưởng</b>					
Lợi nhuận sau thuế	64%	-18%	53%	26%	6%
Tổng tài sản	89%	-66%	124%	31%	9%
Doanh thu	56%	6%	36%	21%	18%
Tổng vốn chủ sở hữu	52%	10%	25%	23%	20%
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Tỷ suất lãi gộp	44%	23%	32%	33%	33%
Tỷ suất EBIT	41%	19%	26%	27%	28%
Tỷ suất lãi ròng	26%	15%	16%	17%	17%
ROA	16%	7%	9%	10%	9%
ROE	28%	12%	16%	17%	16%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Số ngày phải thu	92	139	69	69	69
Số ngày tồn kho	13	16	12	12	12
Số ngày phải trả	23	28	24	24	24
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.9	1.7	1.4	2.2	2.7
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.7	1.4	1.2	1.8	2.4
<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản	26%	26%	32%	31%	30%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	46%	44%	59%	56%	53%
Vay ngắn hạn/VCSH	11%	12%	13%	14%	14%
Vay dài hạn/VCSH	35%	31%	45%	42%	39%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

## Đảm bảo phân tích

---

Báo cáo được thực hiện bởi **Tô Đình Hiền Viên, Chuyên viên phân tích** - Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

---

**MUA:** Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

**TĂNG TỶ TRỌNG:** Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

**NẮM GIỮ:** Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

**BÁN:** Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

**KHÔNG XẾP HẠNG:** Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

## Miễn trừ trách nhiệm

---

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

**Fax:** (84-28) 5 413 5472

Customer Service: 1900 25 23 58

**Call Center:** (84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

**Web:** www.phs.vn

#### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby  
81-83-83B-85 Hàm Nghi,

P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 535 6060

**Fax:** (+84-28) 3 535 2912

#### Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,

N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung  
Hòa, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

**Phone:** (+84-24) 6 250 9999

**Fax:** (+84-24) 6 250 6666

#### Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,

458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2,  
Quận 3, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 820 8068

**Fax:** (+84-28) 3 820 8206

#### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,

107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú,  
Quận 7, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 5 413 5478

**Fax:** (+84-28) 5 413 5473

#### Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận  
Tân Bình, Tp.HCM.

**Điện thoại:** (+84-28) 3 813 2401

**Fax:** (+84-28) 3 813 2415

#### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,

18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng,  
Hải Phòng

**Phone:** (+84-22) 384 1810

**Fax:** (+84-22) 384 1801