

Ngành Vận tải biển

Báo cáo lần đầu

Tháng 9, 2024

Mã giao dịch: HAH

Reuters: HAH.HM

Bloomberg: HAH VN

Vững bản lề, vượt công gai, tiến tới tương lai

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **51.900**

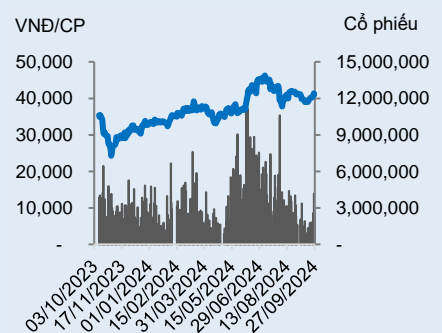
Giá thị trường (27/9/2024) 41.100

Lợi nhuận kỳ vọng +26,3%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	26.871-46.250
Vốn hóa	4.987 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	121.343.091
KLGD bình quân 10 ngày	1.977.572
% sở hữu nước ngoài	8,5%
Room nước ngoài	30%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	2,32

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HAH	24,2%	0,1%	-8,4%	13,9%
VN-Index	14,1%	0,7%	0,9%	2,9%

KQKD 1H24. Doanh thu và LNST-CĐTS lần lượt đạt 1.653 tỷ (+30,5% YoY) và 171 tỷ (-20,9% YoY). Doanh thu mảng vận tải và khai thác cảng tăng mạnh lần lượt là 30,0% YoY và 41,3% YoY. Tuy nhiên, LNST-CĐTS sụt giảm chủ yếu do biên lợi nhuận gộp giảm từ mức 26,8% trong 1H23 xuống 21,5% trong 1H24, nguyên nhân vì (1) giá cho thuê tàu giảm YoY vì 1H23 vẫn giữ được mức giá cho thuê cao nhờ vào các hợp đồng ký trước đó; và (2) Sản lượng tự khai thác tăng khiến chi phí nguyên vật liệu tăng, đồng thời chi phí khấu hao tăng do đưa 2 tàu mới vào sử dụng. Thêm vào đó, chi phí lãi vay cũng tăng 34% YoY do việc tăng nợ vay để tài trợ cho hoạt động mở rộng đội tàu.

Triển vọng tươi sáng từ hoạt động vận tải container. Chúng tôi cho rằng nhu cầu vận tải của HAH rất tích cực và ước tính sản lượng vận chuyển tăng trưởng với mức CAGR đạt 18%. Thúc đẩy bởi (1) Gia tăng công suất khai thác nhờ quá trình mở rộng đội tàu giai đoạn 2021–2024; (2) Thị trường vận tải nội địa được bảo hộ và nền kinh tế bước vào chu kỳ tăng trưởng; và (3) Mở rộng khai thác các tuyến quốc tế (liên doanh với ZIM và ONE) và linh hoạt trong việc cho thuê định hạn để hưởng lợi từ thị trường thuận lợi. Thêm vào đó, chúng tôi đánh giá dòng tiền hoạt động của HAH duy trì tích cực trong tương lai, giúp công ty có khả năng giảm tỷ lệ nợ gốc và thanh toán lãi vay, duy trì tình hình tài chính lành mạnh.

Tiềm năng tăng trưởng nhờ vị thế dẫn đầu và chuỗi giá trị hoàn chỉnh. BVSC ước tính LNST-CĐTS tăng trưởng CAGR 15% giai đoạn 2023-2028F nhờ vào các lợi thế cạnh tranh, gồm: (1) Doanh nghiệp đầu ngành vận tải container về quy mô đội tàu, hoạt động trong thị trường nội địa được bảo hộ và đang mở rộng ra thị trường quốc tế; và (2) Chuỗi giá trị hoàn chỉnh với cảng Hải An là hậu phương vững chắc cũng như các hoạt động kho bãi, depot phụ trợ.

Dự phóng năm 2024 và 2025. BVSC dự phóng doanh thu và LNST-CĐTS của HAH năm 2024 lần lượt là 3.028 tỷ (+15,9% YoY) và 324 tỷ (-15,7%), với mức biên lợi nhuận gộp giảm từ 23,4% năm 2023 xuống 21,7% năm 2024. Bước sang năm 2025, chúng tôi cho rằng HAH sẽ tỏa sáng với doanh thu đạt 3.508 tỷ (+16% YoY) và LNST-CĐTS đạt 491 tỷ (+51,3% YoY), với ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện lên mức 25,5% trong năm 2025.

Định giá và khuyến nghị. Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA để xác định giá hợp lý của HAH là **51.900 đồng/cp**, tương ứng với tiềm năng tăng giá 26,3%. Vì vậy, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM**. Trong ngắn và trung hạn, cổ phiếu HAH sẽ tích cực nhờ (1) Hưởng lợi gián tiếp từ giá cước vận tải container ở mức cao; và (2) Sản lượng khai thác tăng trong 2H24 nhờ vào mở rộng đội tàu trong bối cảnh nền kinh tế đang phục hồi và tăng trưởng.

Rủi ro. (1) Giá cước vận tải biến động giảm; và (2) Hoạt động thương mại và nền kinh tế hồi phục chậm hơn kỳ vọng.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Việt Dân

(84 28) 3914.6888 ext. 256

dannv@bvsc.com.vn

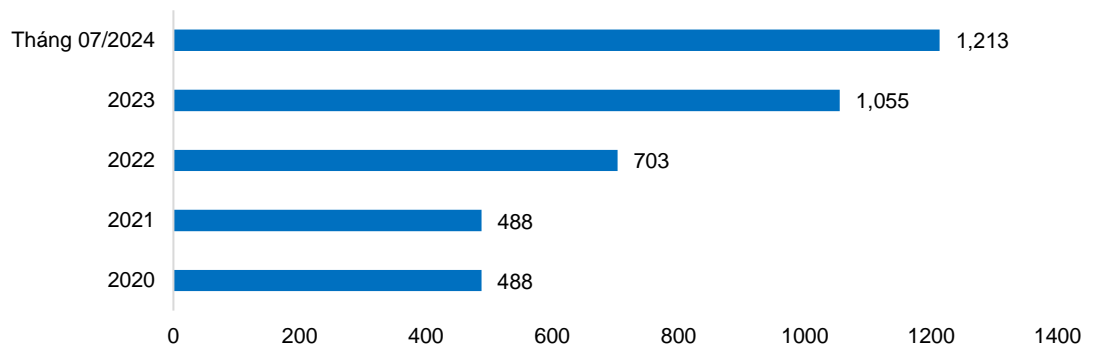
Tổng quan doanh nghiệp

Hồ sơ doanh nghiệp

CTCP Vận tải và xếp dỡ Hải An (HOSE: HAH) được thành lập vào năm 2009 với mục tiêu ban đầu là xây dựng và khai thác cảng Hải An ở Hải Phòng. Trải qua hơn 15 năm phát triển, HAH hiện đang hoạt động trong các lĩnh vực: Khai thác cảng, vận tải biển, khai thác kho bãi, đại lý hàng hải, dịch vụ logistics... Hiện nay, HAH đang sở hữu đội tàu container lớn nhất Việt Nam với 15 tàu và tổng công suất đạt 23.000 TEUs, khai thác trên tuyến nội địa và nội Á.

Lịch sử tăng vốn

Lịch sử tăng vốn của HAH
(Đơn vị: Tỷ đồng)



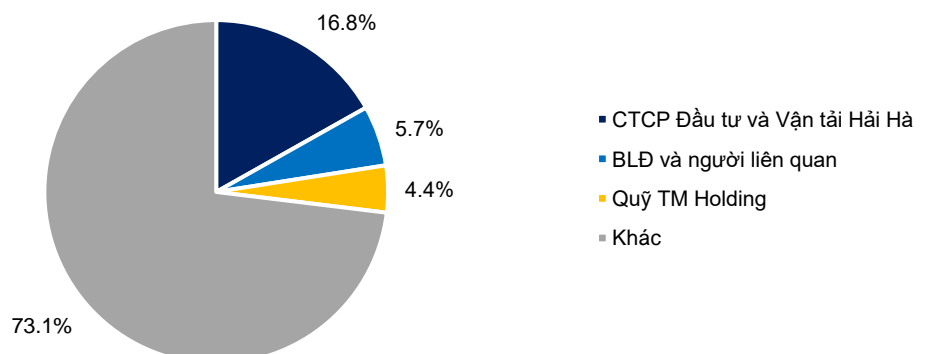
Nguồn: HAH, BVSC tổng hợp

HAH duy trì mức vốn điều lệ 488 tỷ trong giai đoạn 2018–2021, tuy nhiên với việc mở rộng đội tàu vận tải container, công ty đã đẩy mạnh tăng vốn để nâng mức vốn chủ sở hữu lên 1.213 tỷ đồng tại thời điểm tháng 07/2024. Cụ thể, trong giai đoạn 2020–1H24, công ty đã nhận bàn giao 9 tàu container với sức chở từ 1.500–1.800 TEUs.

Cơ cấu cổ đông HAH

Cơ cấu cổ đông của HAH tương đối phân mảnh, với CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà và Ban lãnh đạo sở hữu lần lượt là 16,8% và 5,7%.

Cơ cấu cổ đông của HAH

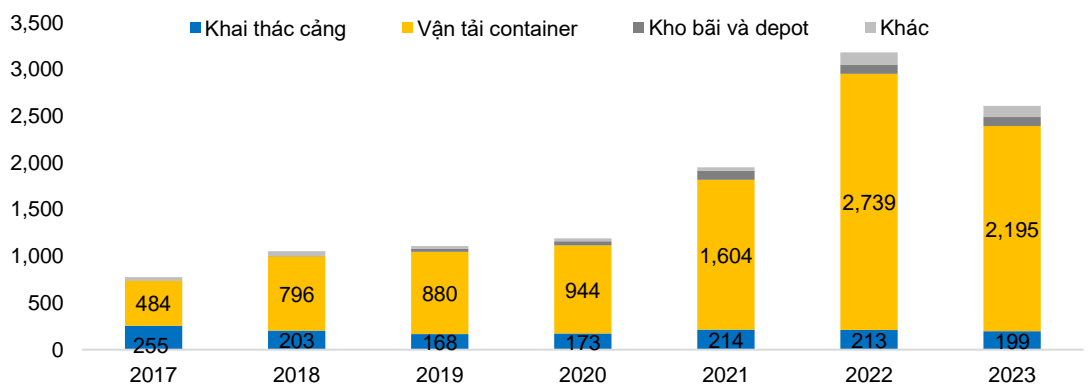


Danh sách công ty con và công ty liên kết

Công ty con	Hoạt động chính	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	% Sở hữu
Công ty TNHH Cảng Hải An	Dịch vụ cảng biển	30	100,00%
Công ty TNHH Vận Tải Container Hải An	Dịch vụ vận tải	200	54,85%
Công ty TNHH Pan Hải An	Dịch vụ depot	274	51,00%
Công ty TNHH Liên Doanh Zim Hải An	Vận tải hàng hóa ven biển và viễn dương	46	51,00%
Công ty TNHH Đại lý và tiếp vận Hải An	Dịch vụ đại lý	12,5	60,00%
CTCP Dịch vụ Tổng hợp Hải An	Dịch vụ đại lý	6,8	68,03%
Công ty liên kết			
Công ty TNHH Vận tải và Đại lý vận tải Đa phương thức	Logistic	20	36,16%
CTCP Vận tải biển An Biên	Dịch vụ vận tải	68	34,00%

Phân tích hoạt động kinh doanh
Tổng quan

Doanh thu của HAH tăng trưởng với CAGR đạt 22,4% trong giai đoạn 2017–2023, với mảng vận tải container đóng góp chính (CAGR đạt 28,9%), chiếm 85% tổng doanh thu. Trong khi đó, mảng khai thác cảng vẫn duy trì doanh thu ổn định trong khoảng 150–250 tỷ. HAH cũng đã đẩy mạnh hoạt động Kho bãi và depot từ năm 2019, với doanh thu hàng năm đạt khoảng 100 tỷ giai đoạn 2021–2023.

Cơ cấu doanh thu của HAH giai đoạn 2017-2023
(Đơn vị: Tỷ đồng)


Nguồn: HAH, BVSC tổng hợp

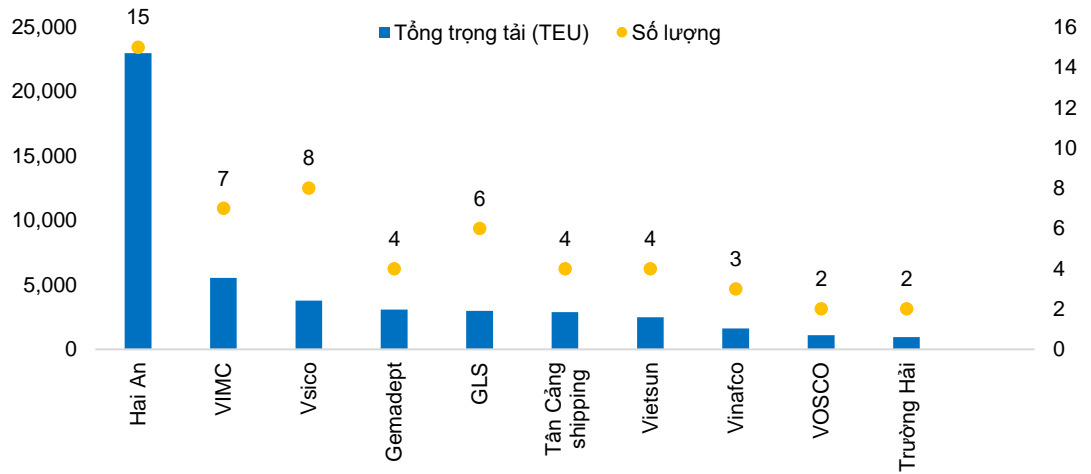
Doanh nghiệp đầu ngành vận tải container tại Việt Nam, với thị trường nội địa được bảo hộ

Đội tàu biển vận tải container của Việt Nam chủ yếu có quy mô nhỏ và hoạt động trong phạm vi nội địa, dẫn đến cạnh tranh cao về sản lượng và giá cước vận tải. Khả năng cạnh tranh trên thị trường quốc tế của các hãng tàu Việt còn hạn chế, hiện nay, hãng tàu Hải An và số ít đơn vị khai thác tuyến đi Hồng Kông, Malaysia, Trung Quốc.

Do được bảo hộ vận tải nội địa theo quy định của Bộ luật Hàng hải Việt Nam 2015 và phù hợp với thông lệ, tập quán thương mại hàng hải quốc tế đã giúp đội tàu biển mang cờ quốc tịch Việt Nam đảm nhận hầu hết 100% lượng hàng vận tải nội địa bằng đường biển.

Tuy nhiên, thị trường vận tải container Việt Nam hiện đang có sự phân hóa rõ rệt giữa các doanh nghiệp. Trong đó, CTCP Hải An (HOSE: HAH), dẫn đầu với 15 tàu và tổng trọng tải đạt 23.000 TEUs, gấp nhiều lần so với các doanh nghiệp khác, cho thấy quy mô và năng lực vận chuyển lớn nhất trong ngành.

Công suất và số lượng đội tàu của các doanh nghiệp vận tải container tại Việt Nam



Nguồn: BVSC tổng hợp

Hiện tại, HAH đang vận hành 15 tàu và tổng công suất đạt 23.000 TEUs. HAH có chính sách linh hoạt trong việc vận hành đội tàu nội địa, nội Á và cho thuê định hạn.

STT	Tên tàu	Năm hoạt động	Tải trọng (TEUs)	Tuổi tàu	Thị trường	Thời hạn cho thuê
1	HaiAn Park	2014	787	24	Nội địa, nội Á	
2	HaiAn Time	2015	1.032	23	Nội địa, nội Á	
3	HaiAn Bell	2017	1.200	21	Nội địa, nội Á	
4	HaiAn Link	2018	1.060	14	Nội địa, nội Á	
5	HaiAn Mind	2019	1.794	12	Cho thuê	10/2024 - 10/2025
6	HaiAn View	2020	1.577	15	Cho thuê	04/2024 - 10/2024
7	HaiAn East	2021	1.702	16	Cho thuê	06/2024 - 10/2024
8	HaiAn West	2021	1.740	17	Cho thuê	05/2024 - 12/2024
9	HaiAn City	2022	1.577	16	Nội địa, nội Á	
10	AnBien Bay	2022	1.708	16	Cho thuê	06/2022 - 12/2024
11	HaiAn Rose	2022	1.708	16	Nội địa, nội Á	
12	HaiAn Alfa	2023	1.781	3	Nội địa, nội Á	
13	HaiAn Beta	2024	1.781	3	Nội địa, nội Á	
14	AnBien Sky	2024	1.781	3	Cho thuê	06/2024 - 01/2025
15	HaiAn Opus	2024	1.781	3	Cho thuê	07/2024 - 07/2026
Tổng cộng			23.000	14 (Trung bình)		

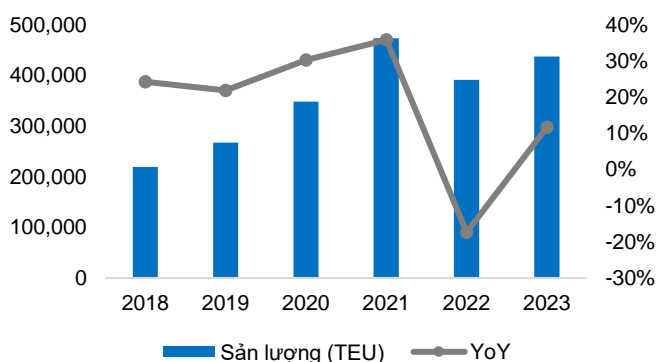
Hoạt động vận tải nội địa đóng vai trò quan trọng

Thị phần của công ty tại thị trường nội địa chiếm khoảng 27-30% trong việc tự khai thác. Đội tàu của HAH chủ yếu chạy tuyến Hải Phòng (HP) – Đà Nẵng (DAD) – Hồ Chí Minh (HCM) với tần suất 2-3 chuyến/tuần. Sản lượng vận chuyển của HAH tăng trưởng với CAGR 15% trong giai đoạn 2018–2025, nhờ vào:

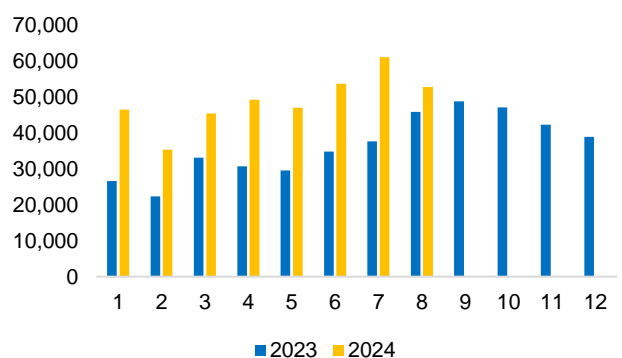
- Việc mở rộng đội tàu liên tục qua các năm, với tổng công suất đội tàu chỉ 6.000 TEUs vào năm 2018 đã tăng lên 23.000 TEUs tại 1H24, đỉnh điểm trong giai đoạn 2021–2024, HAH đã tăng thêm 9 tàu container.
- Luật Hàng hải Việt Nam 2015 thông qua đã có các điều khoản bảo hộ vận tải nội địa, mang lại nguồn hàng nội địa tương đối ổn định cho các doanh nghiệp vận tải container, cũng như tránh được sự cạnh tranh với các công ty nước ngoài.
- Với việc sở hữu cảng Hải An đã tối ưu hóa chuỗi cung ứng cho đội tàu của HAH giúp tăng lợi thế cạnh tranh cho hoạt động vận tải. Cụ thể, HAH có lợi thế trong việc kiểm soát quy trình giúp tăng tính ổn định, linh hoạt trong điều phối tàu và hạn chế rủi ro. Ngoài ra, đội tàu của HAH cũng có thể tăng cạnh tranh về giá nhờ vào giảm chi phí vận hành.
- Lợi thế cạnh tranh về chi phí với đội tàu có tuổi trung bình là 14, so với mức tuổi trung bình của ngành là hơn 20. Điều này giúp HAH tiết giảm chi phí và khai thác hiệu quả, ổn định hơn đối thủ.

Tính tới hiện tại, HAH ghi nhận sản lượng vận tải rất tích cực trong 8 tháng đầu năm 2024 đạt 352 nghìn TEUs, đạt 70% kế hoạch năm 2024 và tăng 50% YoY nhờ vào hoạt động sản xuất trong nước hồi phục và tăng trưởng từ mức nền thấp năm 2023, cùng với xu hướng chung của ngành cảng và vận tải biển.

Sản lượng vận chuyển nội địa, nội Á của HAH giai đoạn 2018-2023



Sản lượng vận tải theo tháng của HAH trong năm 2023 và 8T2024 (TEUs)



Nguồn: HAH, BVSC tổng hợp

Chiến lược mở rộng quốc tế

HAH là một trong số ít doanh nghiệp Việt Nam có khai thác tuyến quốc tế. Cụ thể, năm 2022 HAH đã khai trương tuyến Việt Nam – Trung Quốc (HP – Khâm Châu, HP – Hồng Kong – Nansha). Trong năm 2023, HAH đã thành lập liên doanh gồm 2 công ty ZIM và Hải An, với thương hiệu là Lotus Link đã chính thức khai trương tuyến Đông Nam Á (HP – HCM – Port Kelang), Ấn Độ (HP

– HCM – Port Kelang – Kattupalli). Tuy nhiên, theo chia sẻ từ Ban lãnh đạo, Lotus Link ghi nhận năm 2023 lỗ 94 tỷ đồng do tuyến mới đi vào vận hành và cần thời gian để thu hút khách hàng. Hiện có 2 tàu đang hoạt động trong Lotus Link gồm HaiAn Link và HaiAn Rose.

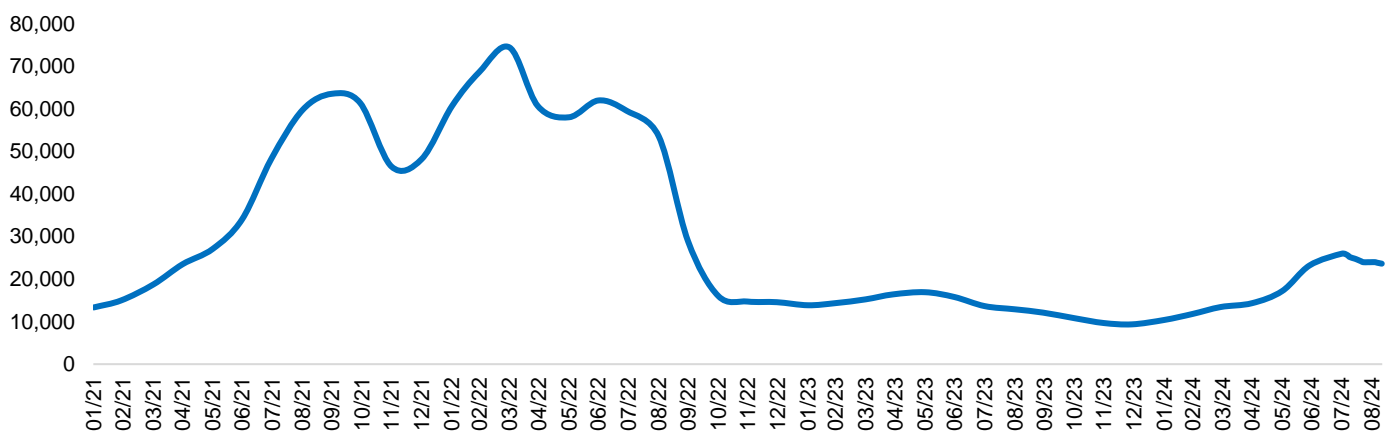
Thêm vào đó, HAH cũng có ký kết hợp tác khai thác cùng hãng tàu ONE để khai thác thử tuyến Hải Phòng – Cái Mép – Singapore và sẽ thành lập liên doanh vào Q4/2024. Hiện có 2 tàu đang hoạt động trong liên minh Hải An – ONE gồm HaiAn City và HaiAn Alfa.

HAH chia sẻ hiện việc hợp tác với 2 hãng tàu này đã bắt đầu có lãi và kỳ vọng cải thiện trong năm 2024.

Hoạt động cho thuê tàu định hạn khi giá cước thuận lợi để tối ưu hóa đội tàu

Kể từ năm 2021, với giá cước cho thuê định hạn tăng mạnh, HAH bắt đầu tăng cường việc cho thuê tàu container. Phần lớn khách hàng thuê là các công ty vận tải trong TOP 20 thế giới, gồm Evergreen, SeaLead, ONE, CMA-CGM, HMM. Giá cước sẽ tùy thuộc vào tình hình thị trường và thương lượng giữa hãng tàu và HAH. Trong năm 2024, HAH đã tối ưu hóa đội tàu bằng các hợp đồng cho thuê định hạn trong khoảng thời gian ngắn, ví dụ như HaiAn View, East, West có thời hạn thuê 6 tháng. Đồng thời với 2 tàu mới nhận 2024 là AnBien Sky và HaiAn Opus, HAH cũng đã cho thuê định hạn, đặc biệt tàu Opus cho thuê 2 năm với giá cước là 24.000 USD/ngày. Tàu HaiAn Mind cũng vừa tái ký hợp đồng với giá cước 24.000 USD/ngày với thời hạn 1 năm. Cho thấy nhu cầu ổn định trong việc thuê tàu định hạn.

Chỉ số giá cước cho thuê định hạn loại tàu 1700 TEU



2021	2022	2023	2024
- West: 09/2021 - 09/2023: 30.500	- Bay: 06/2022 - 12/2024: 40.000	- Bell: 02/2023 - 06/2023: 11.750	- Mind: 03/2024 - 09/2024: 19.000; 10/2024 – 10/205: 24.000.
- Mind: 11/2021 - 11/2023: 32.000	- East: 10/2022 - 05/2023: 15.000	- Rose: 02/2023 - 06/2023: 13.750	- View: 04/2024 – 10/2024: 13.400
			- East: 06/2024 – 12/2024: 18.000
			- West: 05/2024 – 12/2024: 14.750
			- Sky: 06/2024 - 01/2025: 15.950
			- Opus: 07/2024 – 07/2026: 24.000

Đơn vị: USD/ngày; Nguồn: HAH, BVSC tổng hợp

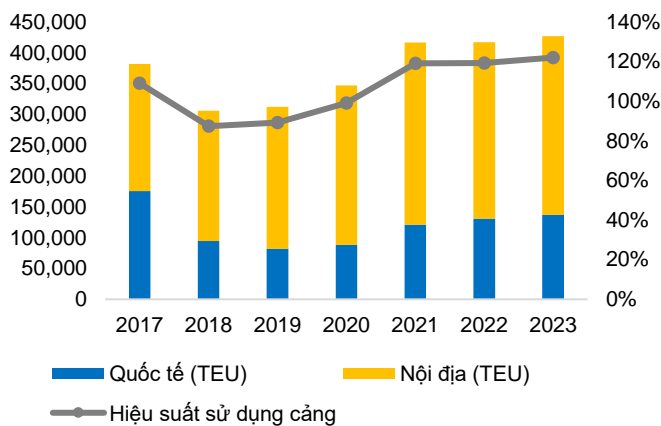
Cảng Hải An hoạt động ổn định, là hậu phương cho hoạt động vận tải

Hoạt động khai thác cảng là hoạt động đầu tiên của HAH. Cảng Hải An được đưa vào khai thác năm 2010, với công suất 350 nghìn TEUs/năm. Với giới hạn mực nước chỉ -9m, cảng Hải An chỉ có thể tiếp nhận cỡ tàu công suất 1.800 TEUs, điều này cũng giải thích phần nào nguyên nhân đội tàu của HAH đa số là tàu loại 1.700 TEUs.

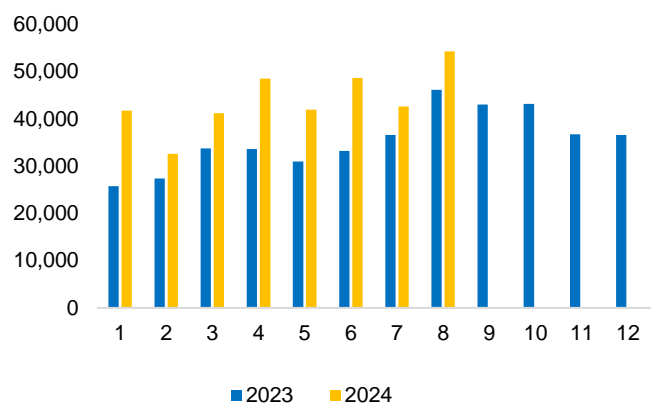
Với cầu Bạch Đằng xây dựng xong vào năm 2017, cảng Hải An đã mất đi lợi thế cạnh tranh và nguồn hàng từ các khách hàng quốc tế, vì vậy, tỷ trọng hàng nội địa của HAH luôn chiếm 70%. Tuy nhiên, nhờ đầu tư mảng container từ năm 2014, cảng Hải An đã có thể duy trì hiệu suất sử dụng trên 85% qua các năm. Đặc biệt, giai đoạn 2020–2023, cảng Hải An luôn đạt hiệu suất trên 100%.

Tính tới hiện tại, cảng Hải An ghi nhận sản lượng thông quan rất tích cực trong 8 tháng đầu năm 2024 đạt 351 nghìn TEUs, đạt 76% kế hoạch năm 2024 và tăng 31% YoY, tăng trưởng cùng chiều với sản lượng vận tải của đội tàu. Thêm vào đó, cảng Hải An cũng đã hoàn thành việc sửa chữa, nâng cấp, cải tạo lại toàn bộ bãi cảng trong năm 2023.

Sản lượng khai thác và hiệu suất sử dụng cảng Hải An giai đoạn 2017-2023



Sản lượng TEU khai thác theo tháng của cảng Hải An trong năm 2023 và 8T2024 (TEUs)

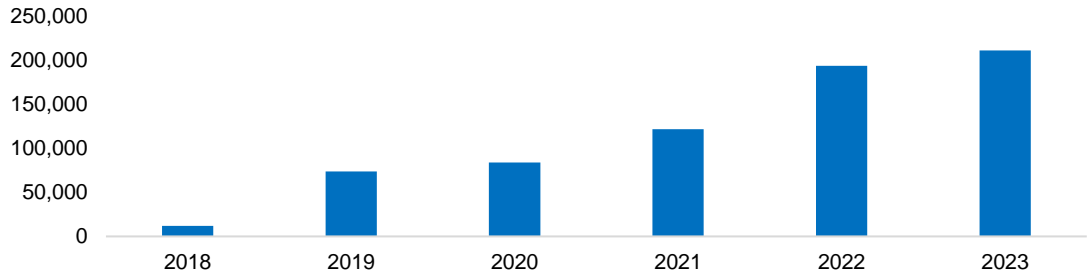


Nguồn: HAH, BVSC tổng hợp

Mảng Kho bãi và Depot – Hoàn thiện chuỗi giá trị

Vào năm 2018, HAH đã góp vốn đầu tư vào dự án Trung tâm Logistics Pan Hải An, hoàn tất việc xây dựng giai đoạn 1 của dự án và tiến hành khai thác từ tháng 8/2018. Pan Hải An cung cấp các dịch vụ lưu container rỗng, lưu kho hàng hóa, thu gom và phân phối hàng lẻ, bảo dưỡng sửa chữa container... nhằm khép kín quy trình cung cấp dịch vụ trọn gói cho khách hàng và hãng tàu với giá cả cạnh tranh. Hiện đang khai thác bãi Depot với diện tích 9.500m² và 2 kho CFS, ngoại quan với tổng diện tích 20.000m². Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, Pan Hải An đã hết lỗ lũy kể từ tháng 4/2024 và đang hoạt động với 90% công suất thiết kế bãi và 65% công suất kho CFS.

Sản lượng khai thác kho bãi và Depot của HAH giai đoạn 2017-2023
(Đơn vị: TEUs)



Nguồn: HAH, BVSC tổng hợp

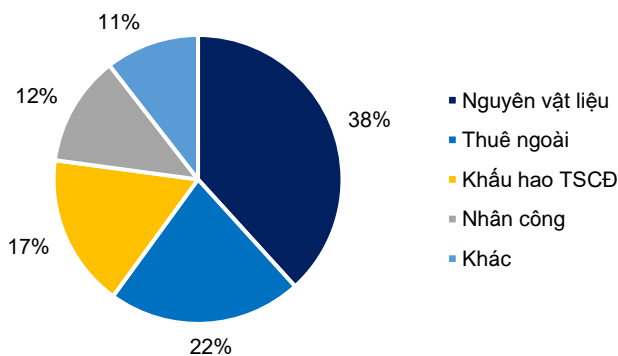
Biến động của biên lợi nhuận gộp tương đồng với chu kỳ ngành vận tải biển

Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp của HAH biến động cùng chiều với biên lợi nhuận của mảng vận tải, do lợi nhuận gộp mảng vận tải đóng góp 50-70% tổng lợi nhuận gộp của HAH (giai đoạn 2018–2023).

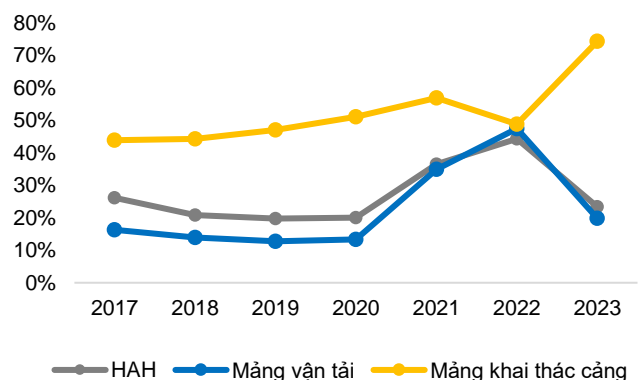
Trong cơ cấu chi phí của HAH năm 2023, chi phí nguyên vật liệu (xăng dầu) chiếm tỷ trọng cao nhất với 38%. Theo chia sẻ của HAH, công ty sử dụng loại dầu VLFSO mua giá spot tại Hongkong, do đó chi phí nguyên vật liệu của HAH sẽ biến động cùng với giá dầu VLFSO trên thị trường. Tiếp đến là chi phí thuê ngoài liên quan đến việc thuê thêm nhà kho, máy móc và các phương tiện vận tải phục vụ cho hoạt động khai thác cảng. Chi phí khấu hao TSCĐ và nhân công, chiếm lần lượt 17% và 12%.

Biên lợi nhuận gộp của HAH duy trì ở mức 20% giai đoạn 2018–2020, sau đó tăng mạnh lên mức 35-45% trong năm 2021 và 2022 nhờ vào (1) Giá cước vận tải tăng cao do dịch Covid khiến chuỗi cung ứng toàn cầu đứt gãy, theo ước tính chúng tôi giá cước vận tải nội địa trung bình tăng 25% trong giai đoạn 2020–2022; (2) Kết hợp linh động giữa việc khai thác tàu nội địa và cho thuê định hạn. Tuy nhiên, khi thị trường vận tải thế giới bước vào chu kỳ suy giảm năm 2023 khiến cho cả giá cước nội địa và quốc tế suy giảm, cộng với giá dầu VLFSO neo ở mức cao khiến cho biên lợi nhuận gộp của HAH suy giảm về mức 23%.

Cơ cấu chi phí theo yếu tố của HAH năm 2023



Biên lợi nhuận gộp của HAH và các mảng kinh doanh giai đoạn 2017-2023



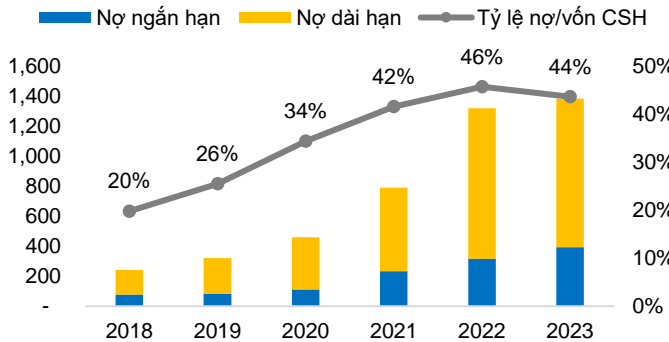
Nguồn: HAH, BVSC tổng hợp

Gia tăng nợ dài hạn tài trợ cho việc mở rộng đội tàu

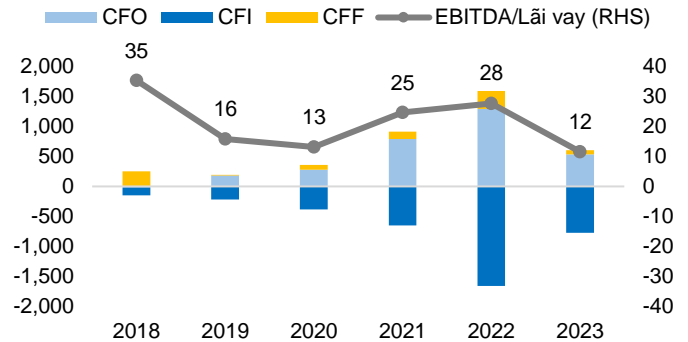
Với chiến lược duy trì sử dụng 50–60% vay nợ tài trợ cho việc mua sắm tài sản cố định, HAH đã gia tăng đáng kể tỷ lệ nợ trên vốn chủ trong các năm mà HAH đầu tư mua tàu container và chi phí xây dựng cơ bản. HAH duy trì tỷ lệ đòn bẩy nợ/vốn CSH tại mức 40-45%.

Tuy nhiên, với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) dương giai đoạn 2019–2023, thể hiện khả năng chi trả lãi vay bằng CFO rất tốt. Thêm vào đó, HAH cũng duy trì tỷ lệ EBITDA/Lãi vay tích cực trong giai đoạn 2019–2023, cho thấy khả năng bảo đảm lãi vay của công ty được duy trì ổn định.

Tình hình vay nợ của HAH giai đoạn 2018-2023



Tình hình dòng tiền và khả năng trả lãi vay của HAH



Nguồn: HAH, BVSC tổng hợp

Cập nhật KQKD 1H2024

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	1H23	1H24	% yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	1.267	1.653	30,5%	
Vận tải	1.029	1.333	29,5%	- Doanh thu tự khai thác được thúc đẩy bởi sản lượng khai thác vận tải nội địa và nội Á đạt 277 nghìn TEUs, tăng 57% YoY, đóng góp chính vào cơ cấu doanh thu. - Trong 1H24, doanh thu mảng vận tải của HAH bị tác động bởi mảng cho thuê tàu. Cụ thể, 1H24 các hợp đồng với giá cước cao đã hết hạn, cũng như thời gian và giá cước trung bình cho thuê tàu ít hơn so với 1H23.
Khai thác cảng	89	126	41,3%	Sản lượng khai thác cảng đạt 255 nghìn TEUs, tăng 38% YoY.
Khác	148	194	31,0%	
Lợi nhuận gộp	340	356	4,9%	Chi phí COGS cũng tăng 39% YoY do mới đưa vào sử dụng 2 tàu HaiAn Alfa và HaiAn Beta khiến chi phí đội tàu tăng. Cụ thể, chi phí nguyên vật liệu (xăng dầu) tăng 40%. Chi phí khấu hao và thuê ngoài lần lượt tăng 17% và 63% YoY.
Chi phí SG&A	-58	-78	34,1%	
Thu nhập tài chính	13	9	-31,1%	
Chi phí tài chính	-40	-53	34,4%	Chi phí tài chính tăng chủ yếu do chi phí lãi vay tăng so với cùng kỳ.
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	2.9	-2		
LNTT	262	238	-9,4%	
LNST-CĐTTS	216	171	-20,9%	
Biên gộp chung	26,8%	21,5%		
Vận tải	26,0%	20,2%		
Khai thác cảng	27,6%	32,4%		

Dự phóng KQKD năm 2024 và 2025

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	Diễn giải
Doanh thu thuần	2.613	3.028	3.508	
% YoY	-18,5%	15,9%	15,8%	
Vận tải	2.195	2.583	3.080	- HAH ghi nhận sản lượng vận tải rất tích cực trong 8T24 đạt 352 nghìn TEUs, đạt 70% kế hoạch năm 2024. - Doanh thu năm 2024 và 2025 được thúc đẩy bởi sự gia tăng sản lượng và giá cước. - HAH cũng tăng cường hoạt động cho thuê tàu định hạn trong năm 2024 và đã có một số hợp đồng cho năm 2025.
% YoY	-19,9%	17,7%	19,3%	
Cảng	199	246	225	- Cảng Hải An ghi nhận sản lượng thông qua trong 8T24 đạt 351 nghìn TEUs, đạt 76% kế hoạch năm 2024 và tăng 31% YoY. - Năm 2025, cảng Hải An sẽ chịu sự cạnh tranh gay gắt hơn do hiện tượng dư cung vì cảng Nam Đình Vũ và Lạch Huyện 3, 4 đưa vào hoạt động.
% YoY	-6,6%	23,4%	-8,2%	
Kho bãi & depot, khác	219	200	202	
% YoY	-13,8%	-8,6%	1,0%	
Lợi nhuận gộp	611	659	894	
Chi phí SG&A	125	145	165	
Thu nhập tài chính	30	19	32	
Chi phí tài chính	(84)	(103)	(112)	- Chi phí tài chính gia tăng do các khoản đầu tư tàu mới được tài trợ bằng nợ vay.
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	15	17	38	
LNTT	450	450	680	
LNST	358	358	541	
LNST-CĐTS	385	324	491	
Biên lợi nhuận gộp	23,4%	21,7%	25,5%	

Chi tiết dự phóng

Vận tải đội tàu nội địa và nội Á

HAH ghi nhận sản lượng vận tải rất tích cực trong 8T24 đạt 352 nghìn TEUs, đạt 70% kế hoạch năm 2024. Chúng tôi ước tính sản lượng vận tải nội địa và nội Á của HAH đạt 534 nghìn TEUs (+22,1% YoY) trong năm 2024, sau đó tăng lên 598 nghìn TEUs (+12,0%) vào năm 2025. Sự tăng trưởng trong sản lượng vận chuyển của HAH được thúc đẩy bởi (1) nhu cầu vận tải nội địa hồi phục từ mức nền thấp 2023, đi cùng với sự tăng trưởng của hoạt động thương mại và xuất nhập khẩu; và (2) tăng công suất từ việc mở rộng đội tàu (+10% YoY trong năm 2024), cũng như vận hành các tuyến nội Á liên doanh với ZIM và ONE.

Với thị trường vận tải nội địa được bảo hộ và nền kinh tế bước vào chu kỳ tăng trưởng, cùng với lợi thế cạnh tranh về quy mô và hoạt động khai thác cảng hậu phương, chúng tôi cho rằng nhu

cầu vận tải của HAH sẽ ổn định và sản lượng vận chuyển tăng trưởng với mức CAGR 18% trong giai đoạn 2023–2028F.

Về giá cước trung bình, chúng tôi ước tính giá cước năm 2024 tăng 5% YoY và 3% năm 2025. Cụ thể, tại thời điểm tháng 09/2024, giá cước trong nước đã tăng 15% YTD và 9% YoY cho tuyến HCM – HP – HCM, tuyến HCM – Đà Nẵng (DAD) cũng tăng 8% YTD và 10% YoY. Chúng tôi kỳ vọng giá cước vận tải sẽ duy trì và tiếp tục cải thiện nhờ vào (1) nhu cầu vận tải trong nước tăng; và (2) phản ánh theo giá cước vận tải quốc tế hồi phục trở lại.

Hoạt động cho thuê định hạn

Chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng cho thuê tàu container đạt 487 tỷ (-13% YoY). Mặc dù trong năm 2024 hoạt động cho thuê tàu diễn ra với tần suất nhiều hơn, tuy nhiên tốc độ tăng doanh thu giảm do giá cho thuê thấp hơn năm 2023. Nguyên nhân do năm 2024 không còn các hợp đồng với giá thuê cao tại mức 30.000-32.000 USD/ngày (HaiAn West và HaiAn Mind) được ký kết từ 2021 và hết hạn vào năm 2023.

Tuy nhiên, hoạt động này đang tích cực trở lại nhờ vào giá cước container cao trong 2Q24, HAH đã cho thuê được một số tàu với giá cước tốt hơn. Có thể kể đến như tàu HaiAn Mind vừa tái ký hợp đồng với giá cước 24.000 USD/ngày, tàu mới nhận là HaiAn Opus cũng ký được với giá cao là 24.000 USD/ngày. Mức tăng giá cho thuê của HAH phụ thuộc vào thị trường quốc tế, chỉ số SCFI quốc tế đã tăng 160% YTD, kéo theo giá cước định hạn vận tải container của các tàu công suất 1.400 TEUs và 1.700 TEUs tăng lần lượt 100% và 170%.

Cho giai đoạn 2025–2028, ngoài các tàu đã có hợp đồng cho thuê, chúng tôi giả định 3 tàu HaiAn East, West và Mind sẽ được HAH ưu tiên cho thuê định hạn. Điều này phù hợp với lịch sử cho thuê tàu của HAH cũng như chia sẻ từ Ban lãnh đạo.

Hoạt động khai thác cảng Hải An

Cảng Hải An ghi nhận sản lượng thông qua trong 8T24 đạt 351 nghìn TEUs, đạt 76% kế hoạch năm 2024 và tăng 31% YoY. Chúng tôi dự phóng sản lượng xếp dỡ đạt 491 nghìn TEUs (+15% YoY), tương quan với tăng trưởng sản lượng vận chuyển của đội tàu. Trong khi đó, giá cước xếp dỡ dự kiến sẽ đi ngang.

	2023	2024F	2025F	2026F
Vận tải				
Doanh thu (tỷ đồng)	2.195	2.583	3.080	3.319
Sản lượng khai thác nội địa, nội Á (TEUs)	437.525	534.063	597.908	681.027
Tăng trưởng sản lượng (YoY)	11,7%	22,1%	12,0%	13,9%
Khai thác cảng				
Doanh thu (tỷ đồng)	199	246	225	219
Sản lượng thông quan (triệu tấn)	427.057	491.116	442.004	428.744
Tăng trưởng sản lượng (YoY)	2,3%	15,0%	-10,0%	-3,0%

Biên lợi nhuận gộp và tình hình đầu tư CAPEX

Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ giảm từ mức 23,4% năm 2023 xuống mức 21,7% trong năm 2024, do (1) Chi phí nguyên vật liệu tại 1H24 tăng 40% YoY do giá dầu tăng, tuy nhiên, chúng tôi ước tính cả năm 2024 thì chi phí này sẽ tăng 20% YoY, phản ánh giá dầu VLFSO đã hạ nhiệt so với 1H24; và (2) Chi phí khấu hao tăng 11% YoY do đưa vào vận hành tàu mới HaiAn Alfa (12/2023), Beta (04/2024), Opus (07/2024).

Với tàu HaiAn Alfa đã ghi nhận CAPEX vào năm 2023, chúng tôi ước tính 2 tàu nhận vào năm 2024 là HaiAn Beta và Opus sẽ được ghi nhận CAPEX trong năm nay. Do HAH không có kế hoạch mở rộng đội tàu mà tùy thuộc vào tình hình thị trường, do đó, chúng tôi dự phóng HAH sẽ không đầu tư tàu mới trong giai đoạn 2025–2028, chúng tôi sẽ cập nhật khi có thông tin đầu tư tàu từ HAH.

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Loại tàu: 1.400 TEUs		1				
Giá ước tính (tỷ đồng/tàu)		131				
Loại tàu: 1.700 TEUs	2	2	1	2		
Giá ước tính (tỷ đồng/tàu)	183	610	629	629		
Tổng chi phí CAPEX	620	1.603	866	1.273	210	243
Chi phí khấu hao hàng năm (tỷ đồng)	164	278	364	405	421	438

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA để xác định giá hợp lý của HAH là **51.900 đồng/cp**, tương ứng với tiềm năng tăng giá 26,3%. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** cho HAH. BVSC cho rằng HAH là cổ phiếu ngành Vận tải biển đáng chú ý, vì: (1) Doanh nghiệp đầu ngành vận tải container về quy mô đội tàu, hoạt động trong thị trường nội địa được bảo hộ và đang mở rộng ra thị trường quốc tế; và (2) Chuỗi giá trị hoàn chỉnh với cảng Hải An là hậu phương cũng như các hoạt động kho bãi, depot phụ trợ. Trong ngắn và trung hạn, cổ phiếu HAH cũng sẽ tích cực nhờ vào (1) Hưởng lợi gián tiếp từ giá cước vận tải container hồi phục do rủi ro địa chính trị và hoạt động thương mại xuất/nhập khẩu tốt dần trở lại; và (2) Sản lượng khai thác tăng nhờ vào mở rộng đội tàu trong bối cảnh nền kinh tế đang phục hồi và tăng trưởng. Chi tiết định giá như sau:

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng	Mục tiêu	Giá trị
DCF (WACC = 11,3%)	53.100	70%		37.170
EV/EBITDA	49.200	30%	8,7x	14.760
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				51.900

Phương pháp định giá DCF

Chúng tôi xác định giá hợp lý theo phương pháp DCF là 53.100 đồng/cp với ước tính LNST-CĐTS tăng trưởng CAGR 15% giai đoạn 2023-2028F, với nhu cầu vận tải ổn định và sản lượng vận chuyển tăng trưởng với mức CAGR đạt 18%. Thúc đẩy bởi (1) Gia tăng công suất khai thác nhờ quá trình mở rộng đội tàu giai đoạn 2021–2024; (2) Thị trường vận tải nội địa được bảo hộ và nền kinh tế bước vào chu kỳ tăng trưởng, cùng với lợi thế cạnh tranh về quy mô và hoạt động khai thác cảng làm hậu phương; và (3) Mở rộng khai thác các tuyến quốc tế và linh hoạt trong việc cho thuê định hạn để hưởng lợi từ thị trường thuận lợi. Thêm vào đó, chúng tôi đánh giá dòng tiền hoạt động của HAH duy trì tích cực trong tương lai, giúp công ty có khả năng giảm tỷ lệ nợ gốc và thanh toán lãi vay, duy trì tình hình tài chính lành mạnh.

Phương pháp định giá EV/EBITDA

Chúng tôi áp dụng EV/EBITDA mục tiêu là 8,7x, là mức trung vị của các doanh nghiệp vận tải trong khu vực và trong nước. Trung bình P/E 5 năm của HAH là 5,0x. Tuy nhiên, khi đánh giá từ đầu năm 2024 đến nay, HAH được giao dịch tại vùng 8,0–9,0x nhờ vào (1) giá cước tàu kỳ vọng duy trì cao đến năm 2024; và (2) triển vọng lợi nhuận khởi sắc trong giai đoạn 2025-2028.

Bảng so sánh các công ty cùng ngành

Tên công ty	BBG Ticker	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu (triệu USD)	Doanh thu CAGR 3 năm (%)	LNST TTM (triệu USD)	Biên LNG (%)	P/E	EV/EBITDA	P/B	ROE (%)
Trung vị		302	146	17	17	27	15,3	8,7	1,4	12
Hai An Transport & Stevedoring	HAH VN	193	122	37	14	23	15,3	8,4	1,7	12
Gemadept Corp	GMD VN	974	171	14	51	46	19,7	17,8	2,5	13
Port of Hai Phong	PHP VN	354	90	2	19	35	15,3	7,9	1,7	12
Vietnam Container Shipping	VSC VN	195	101	9	8	30	21,3	9,9	1,1	5
Viet Nam Ocean Shipping Jsc	VOS VN	90	187	38	3	6	5,0	3,5	1,1	24
Sai Gon Port Jsc	SGP VN	251	40	6	12	34	20,8	9,4	2,3	11
Evergreen Marine Corp Ltd	2603 TT	12.213	10.606	36	1.785	18	5,4	4,0	0,8	16
Cosco Shipping Holdings Co-H	1919 HK	24.736	25.585	19	3.335	16	5,8	9,0	0,7	12

Phụ lục

Triển vọng tươi sáng cho kinh tế Việt Nam nói chung và ngành Xuất/Nhập khẩu nói riêng

Triển vọng thương mại toàn cầu khởi sắc, với nhu cầu restocking kỳ vọng vẫn còn dư địa tăng trưởng

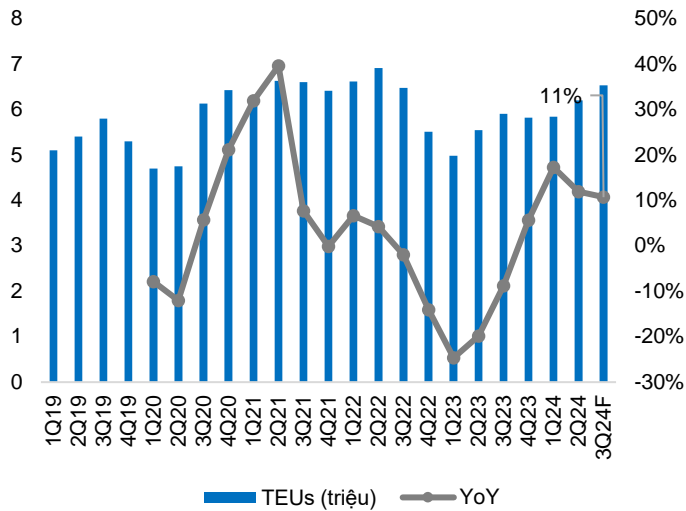
Công ty tư vấn Drewry vào ngày 23/7/2024 đã cập nhật dự báo triển vọng thương mại toàn cầu, với kỳ vọng giao thương diễn ra tốt hơn vào năm 2024. Cụ thể, Drewry đã nâng dự phóng cho năm 2024, kỳ vọng nhu cầu toàn cầu sẽ tăng 4,1% so với cùng kỳ năm trước (dự báo trước đó: +2,5% so với cùng kỳ năm trước). Lượng container qua cảng toàn cầu dự kiến sẽ tăng trưởng 2-3% nhờ khối lượng trung chuyển cao hơn và xu hướng “reshoring”. Drewry cũng dự đoán sản lượng hàng hóa thông quan trong quý 3 năm 2024 sẽ tăng mạnh, phù hợp với tính thời vụ thường thấy.

Sự hồi phục cũng diễn ra tương tự với các cảng trong khu vực, sản lượng thông quan tăng mạnh tại các cảng lớn của Đông Nam Á như Singapore (5T24: +7,7% YTD) và Cảng Tanjung Pelepas (PTP, 5T24: +20,1% YTD).

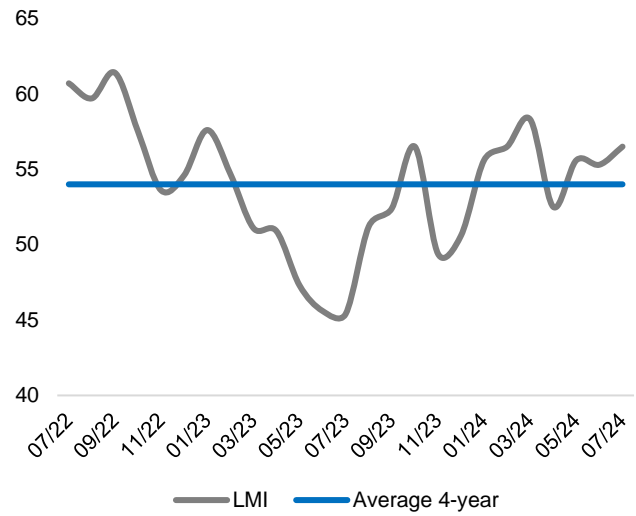
BVSC nhận thấy tín hiệu tích cực từ nhu cầu restocking tại thị trường Mỹ vẫn sẽ tiếp diễn trong năm nay và có thể tiếp tục đến nửa đầu 2025. Cụ thể, theo National Retail Federation (NFR), lượng hàng nhập khẩu container của Hoa Kỳ tiếp tục chuỗi tăng trưởng trong quý 1/2024 (+17% YoY) và quý 2/2024 (+12% YoY). Theo đó, NFR tiếp tục lạc quan về tiêu dùng tại thị trường Mỹ và nhu cầu restocking sẽ tiếp diễn đến hết năm 2024, với ước tính sản lượng containers nhập khẩu tăng 11% YoY trong quý 3/2024. Bên cạnh đó, đại diện của hãng tàu CMA CGM trong một chia sẻ gần đây cho rằng nhu cầu vẫn duy trì tốt, được hỗ trợ bởi restocking, hãng tàu không lo ngại về sự chuyển dịch đột ngột trong xu hướng tích trữ hàng tồn kho.

Thêm vào đó, chỉ số US Logistics Managers' index (LMI) thể hiện nhu cầu restocking duy trì tốt. Chỉ số chung đạt 56,5 trong tháng 7, tăng (+1,2) so với mức 55,3 của tháng 6. Con số này tăng đáng kể (+9,9) so với một năm trước khi mức 45,4 của tháng 7 năm 2023 là mức thấp nhất của chỉ số chung trong lịch sử 8 năm của LMI.

Xu hướng nhập khẩu bán lẻ của Mỹ



Chỉ số US Logistic Manager's Index



Nguồn: National Retail Federation, Logistic Manager's Index

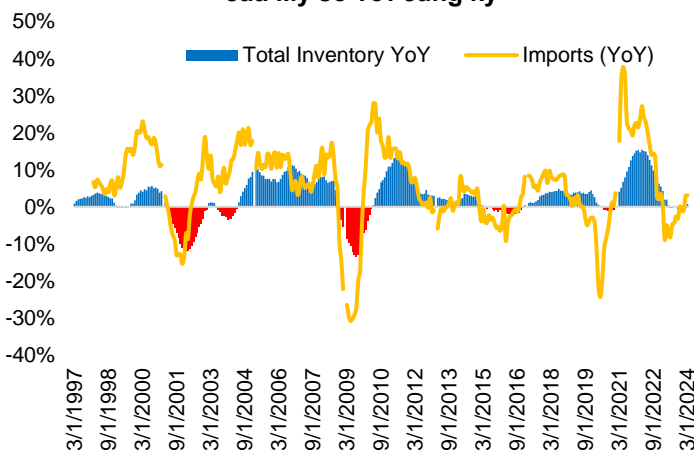
Xuất/nhập khẩu Việt Nam: hồi phục và tăng trưởng

BVSC ước tính tổng giá trị xuất khẩu dự kiến sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm nay, sau khi giảm 4,48% vào năm 2023. Cho thấy triển vọng tươi sáng hơn ở hầu hết các đối tác xuất khẩu lớn của Việt Nam.

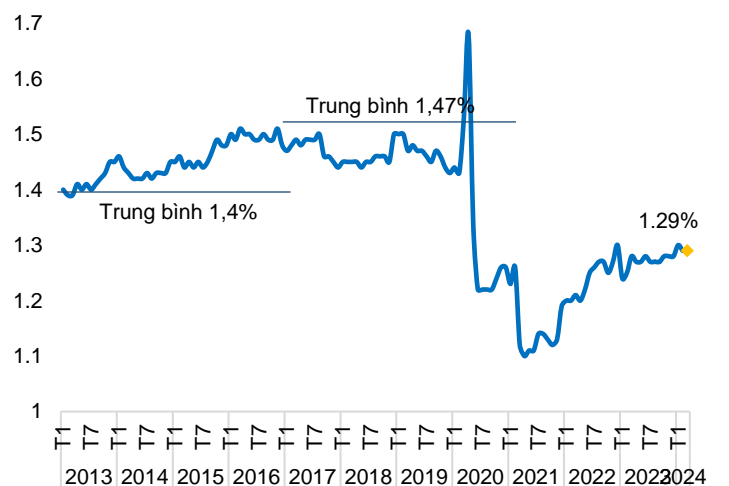
Tổng hàng tồn kho và nhập khẩu của Hoa Kỳ đã chứng kiến hơn 10 tháng không tăng trưởng hoặc giảm. Trong khi đó, tỷ lệ hàng tồn kho/doanh số vẫn khá thấp, dưới mức trước Covid. Do đó, nhu cầu từ thị trường này dự kiến sẽ phục hồi.

Doanh số bán lẻ tại EU bắt đầu tăng sau hơn một năm giảm. Việc cắt giảm lãi suất của ECB cũng sẽ hỗ trợ phục hồi tiêu dùng của nước này. Thêm vào đó, chính sách nới lỏng tiền tệ của Trung Quốc dự kiến sẽ giúp doanh số bán lẻ duy trì tăng trưởng.

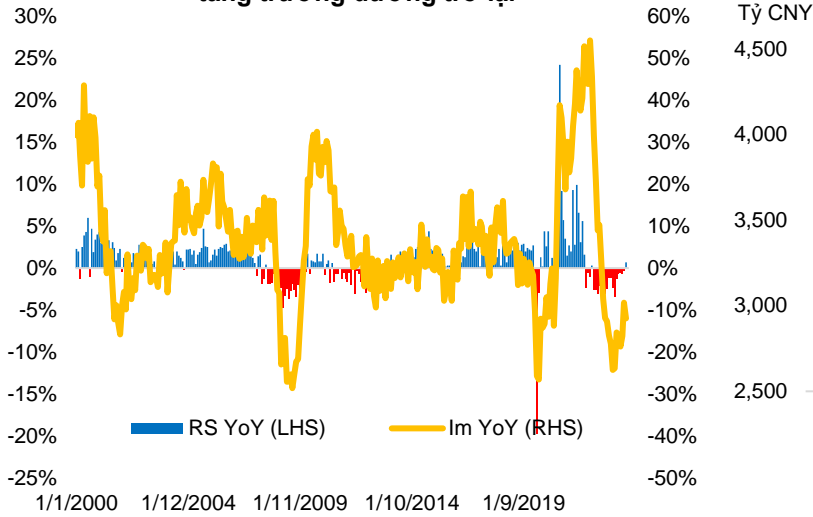
Tăng trưởng hàng tồn kho và nhập khẩu của Mỹ so với cùng kỳ



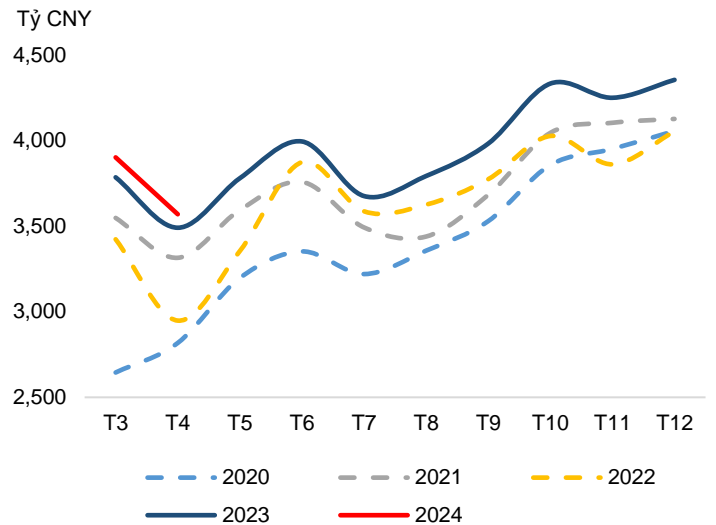
Tỷ lệ tồn kho/Doanh thu - Bán lẻ (%)



Doanh thu bán lẻ của châu Âu đã bắt đầu tăng trưởng dương trở lại



Doanh số bán lẻ của Trung Quốc hồi phục



Nguồn: GSO, Bloomberg, BVSC tổng hợp

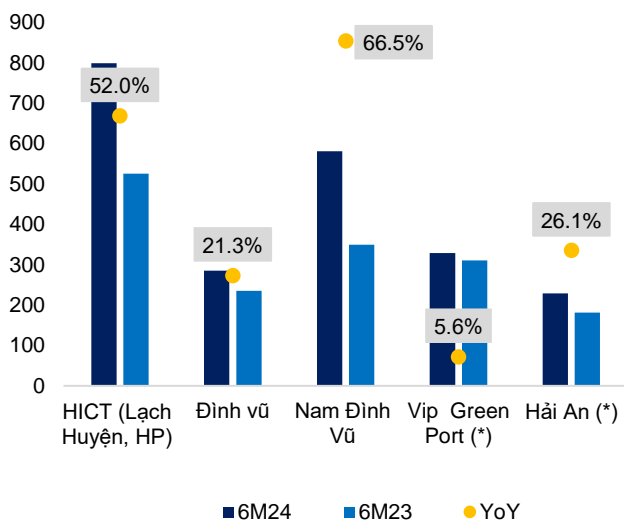
Kỳ vọng giá cước tàu container duy trì và gia tăng trong 2025

Sản lượng container thông quan cảng biển tại Việt Nam rất tích cực

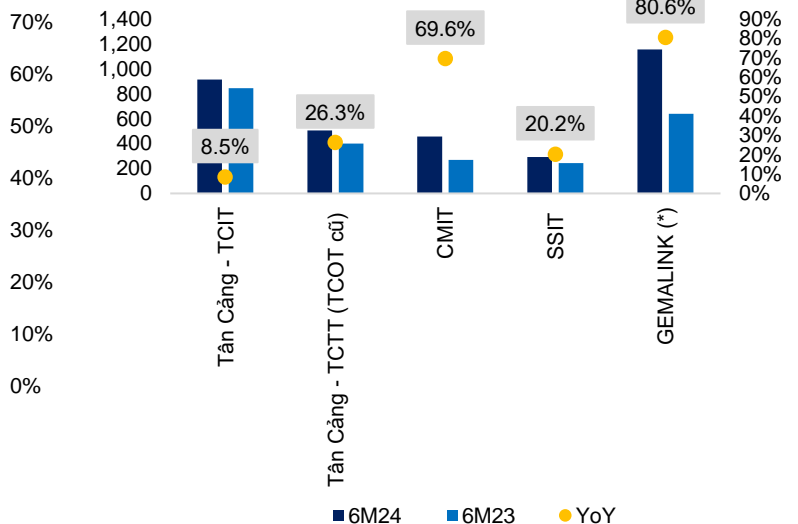
Sản lượng thông quan của miền Bắc tăng 4,7% YoY 1H24, đóng góp chủ yếu bởi các cảng có vị trí nắm phía ngoài cầu Bạch Đằng - Hải Phòng. Đặc biệt, cảng nước sâu HICT tại Lạch Huyện tăng trưởng hơn 50% YoY, Nam Đình Vũ tăng hơn 66,5%.

Trong khi đó, các cảng nước sâu tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu cũng ghi nhận sản lượng thông quan rất tốt, tăng 48% YoY. Đặc biệt, cảng Gemalink có mức tăng 80,6% YoY, theo số liệu từ VPA.

Sản lượng container tại khu vực Hải Phòng
(Đơn vị: '000 TEUs)



Sản lượng containers tại khu vực BR-VT
(Đơn vị: '000 TEUs)



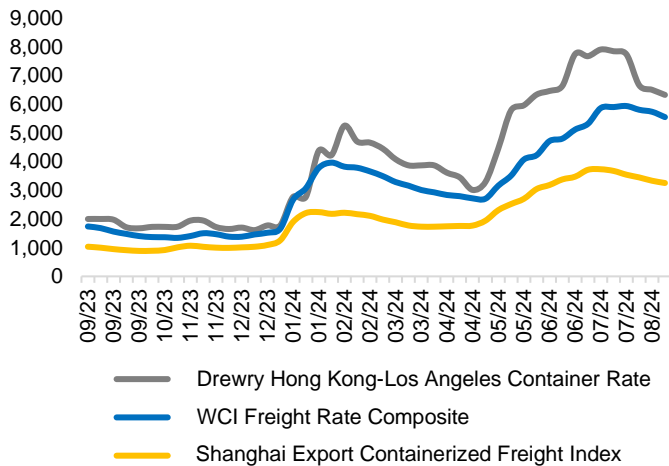
Nguồn: VPA, BVSC tổng hợp

Tình hình tắc nghẽn tại Singapore đã giảm nhưng chưa dứt điểm, dẫn đến giá cước tàu container toàn cầu kỳ vọng sẽ duy trì

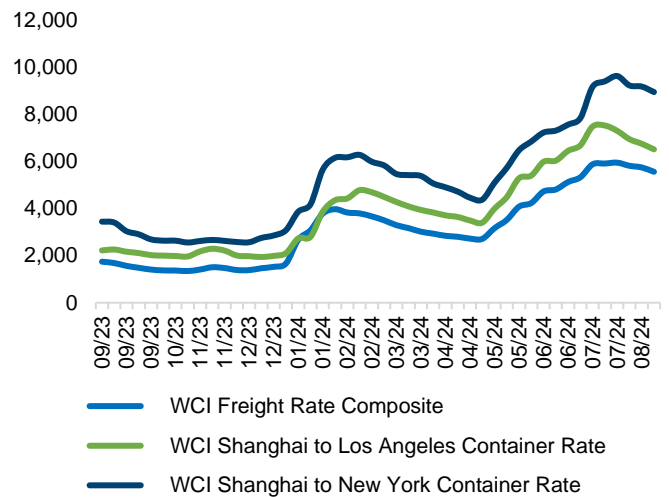
Trong khi tình hình tại các cảng Đông Nam Á (Singapore, Port Klang) tiếp tục được cải thiện (thời gian chờ trung bình <2 ngày), tuy nhiên, vấn đề tắc nghẽn được cho là đang lan sang các cảng khu vực khác, trong đó cảng Cao Hùng đã xuất hiện tình trạng tắc nghẽn container. Nguyên nhân là do các hãng tàu bỏ qua các cuộc gọi đến (Omitting Scheduled Vessel Calls) các cảng Đông Nam Á và chuyển hướng một số container đến Cao Hùng và các cảng khác trong khu vực để trung chuyển. Chúng tôi cho rằng tình trạng này sẽ kéo dài đến hết năm 2024 do (1) rủi ro căng thẳng địa chính trị tại khu vực Trung Đông tiếp diễn; và (2) nhu cầu xuất nhập khẩu vẫn mạnh khiến cho lượng vận tải bằng tàu container duy trì ở mức cao.

Chúng tôi cho rằng tình trạng tắc nghẽn ở cảng Singapore sẽ có lợi cho các cảng nước sâu ở Việt Nam khi các tàu container có xu hướng chuyển dịch sang các cảng khác trong khu vực, điều này lý giải phần nào cho sự tăng trưởng mạnh mẽ của Cảng HICT (Lạch Huyện) và Gemalink (Cái Mép – Thị Vải). Ngoài ra, chúng tôi cho rằng giá cước tăng cao một mặt sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu vận tải container do chi phí tăng đối với các công ty xuất nhập khẩu, mặt khác sẽ tạo điều kiện cho các công ty khai thác cảng có thể triển khai tăng giá cước trong quá trình đàm phán hợp đồng với các hãng tàu toàn cầu. Vì vậy, các cảng biển cũng sẽ hưởng lợi từ xu hướng này.

Chỉ số giá cước container Drewry (WCI) và Shanghai Freight Index

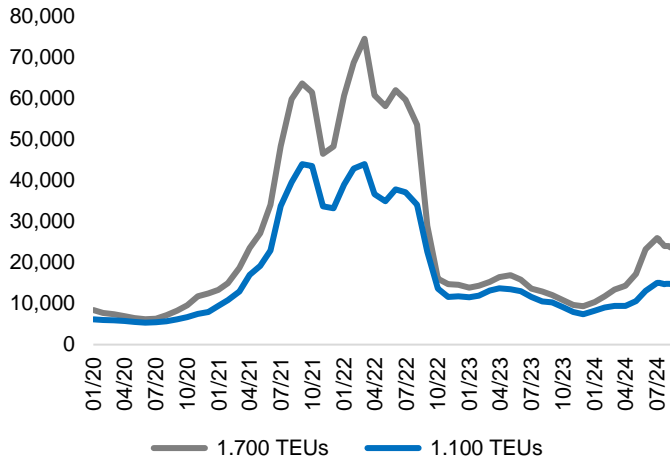


Chỉ số giá cước container WCI theo tuyến

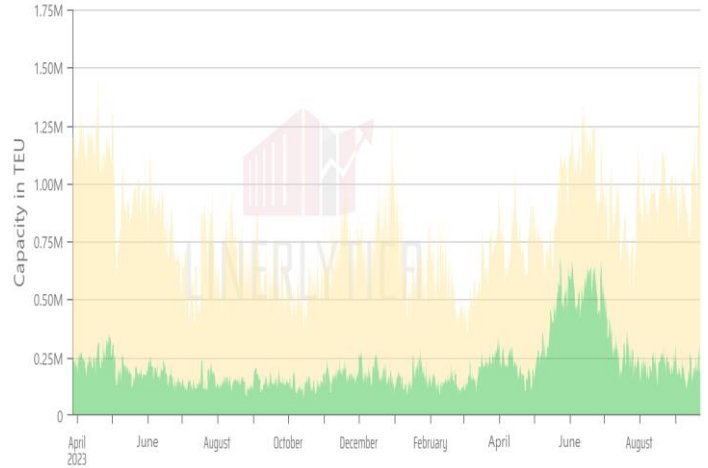


Nguồn: Bloomberg

Chỉ số giá cước thuê định hạn tàu container loại 1.700 và 1.100 TEUs



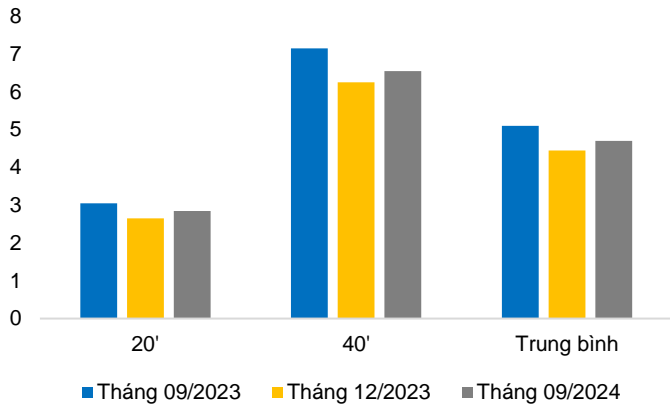
Chỉ số tắc nghẽn cảng biển, với biểu đồ màu xanh là Đông Nam Á và biểu đồ màu vàng là Bắc Á



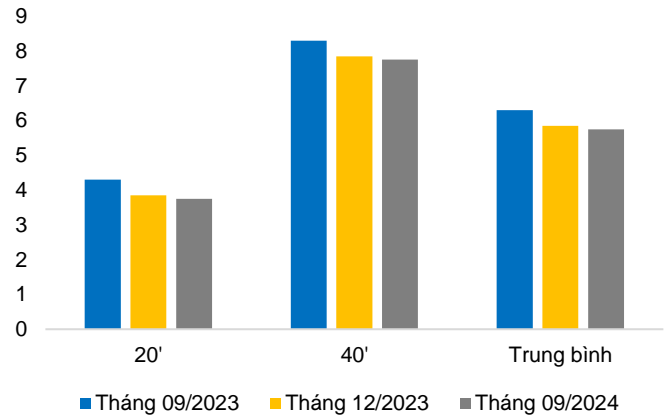
Giá cước tàu container trong nước có xu hướng tăng

Giá cước container nội địa có xu hướng tăng so với năm 2023. Cụ thể, tại thời điểm tháng 09/2024, giá cước trong nước đã tăng 15% YTD và 9% YoY cho tuyến HCM – HP – HCM, tuyến HCM – DAD cũng tăng 8% YTD và 10% YoY.

Giá cước tham khảo chặng HCM - HP (Đơn vị: triệu đồng)



Giá cước tham khảo chặng HCM - DAD (Đơn vị: triệu đồng)



CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	1.955	3.206	2.613	3.028	3.508
Giá vốn	(1.241)	(1.784)	(2.002)	(2.370)	(2.614)
Lợi nhuận gộp	714	1.422	611	659	894
Doanh thu tài chính	26	39	30	19	32
Chi phí tài chính	(33)	(76)	(84)	(103)	(112)
Lợi nhuận sau thuế - CĐTS	446	822	385	324	491

Bảng cân đối kế toán					
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tiền, khoản tương đương tiền	572	556	318	380	818
Các khoản phải thu ngắn hạn	633	979	1.005	1.165	1.299
Hàng tồn kho	48	78	97	110	121
Tài sản cố định hữu hình	1.536	2.744	3.118	3.987	3.777
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	148	140	155	155	155
Tổng tài sản	3.232	5.049	5.359	6.463	6.837
Nợ vay ngắn hạn	234	318	394	467	515
Nợ vay dài hạn	559	1.004	993	1.553	1.212
Vốn chủ sở hữu	1.902	2.886	3.171	3.528	4.120
Tổng nguồn vốn	3.232	5.048	5.359	6.463	6.837

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024F	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	64,1%	63,9%	-18,5%	15,9%	15,8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	222,1%	84,5%	-53,2%	-15,7%	51,3%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên	36,5%	44,4%	23,4%	21,7%	25,5%
Lợi nhuận thuần biên	28,2%	32,5%	13,7%	11,8%	15,4%
ROA	20,7%	25,1%	6,9%	6,1%	8,1%
ROE	34,0%	43,5%	11,8%	10,7%	14,1%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Nợ vay/Tổng tài sản	24,5%	26,2%	25,9%	31,3%	25,3%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	41,7%	45,8%	43,7%	57,3%	41,9%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	9.133	11.686	3.648	2.673	4.044
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	26.826	31.764	23.219	22.488	33.951

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Viết Dân** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Ngân hàng, Xây dựng, Vật liệu xây dựng
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtnn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Viết Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không
dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng
dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không
thanhd@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888