

CTCP Vận tải & xếp dỡ Hải An - HAH

Khả quan (Duy trì)

Công nghiệp | Cập nhật

Giá thị trường	VND37.450
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND40.750 VND19.601
Giá mục tiêu	VND46.100
Giá mục tiêu cũ	VND41.200
Consensus	33,0%
Tiềm năng tăng giá	23,1%
Tỷ suất cổ tức	2,71%
Tổng tỷ suất sinh lời	25,8%

Triển vọng	Tích cực
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn	162
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	5,0
Sở hữu NN (tr USD)	41,0
Số CP lưu hành (tr)	105,5
Số CP pha loãng (tr)	105,5

	HAH	Ngành	VNI
P/E TTM	10,0	10,4	13,7x
P/B Current	1,37	1,5	1,6
ROA	6,5%	6,4%	2,0%
ROE	13,8%	11,1%	11,7%

* dữ liệu ngày 21/12/2023

Diễn biến giá



Cơ cấu sở hữu

CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà	9.9%
CTCP Đầu tư Sao Á D.C	3.5%
Khác	85.6%

Tổng quan doanh nghiệp

HAH cung cấp các dịch vụ khai thác cảng, hậu cần và vận tải biển. Công ty có đội tàu gồm 11 chiếc hoạt động trong nước và được thuê ở nước ngoài. Ngoài ra, HAH còn cung cấp các dịch vụ như xếp dỡ hàng hóa tại cảng, cho thuê kho bãi, điều hướng tàu và lưu giữ hàng hóa đường biển.

Chuyên viên phân tích:



Đặng Huy Hoàng

hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Lùi một bước, tiến hai bước

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 23,1% và tỷ suất cổ tức 2,71%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu 11,9% khi giá cổ phiếu đã tăng 7,9% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tăng do giảm WACC và tăng dự phóng sản lượng khai thác tàu trong năm 2023-25.
- P/E TTM là 10,0 lần, tương đương với mức trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành (10,4 lần) nhưng vẫn chưa phản ánh dự phóng tăng trưởng EPS mạnh mẽ của chúng tôi.

Điểm nhấn tài chính

- Doanh thu 9T23 giảm 17,5% svck do hoạt động vận tải (-21,5% svck) và khai thác cảng (-11,6% svck) đồng loạt suy giảm.
- Biên LN gộp giảm 23,2 điểm % do giá cước giảm mạnh và chi phí khấu hao cao hơn svck.
- Chúng tôi điều chỉnh tổng sản lượng khai thác tại HAH lần lượt +2,7%/-3,9%/+1,9% trong năm 2023-24-25 dựa trên tiến độ mở rộng đội tàu.

Luận điểm đầu tư

Hoạt động XNK của Việt Nam trên đà phục hồi

Chỉ số IIP hồi phục lần lượt 4,4%/5,8% svck trong T10/T11 năm 2023. Cùng với đó, theo TCTK, chỉ số cân bằng đơn đặt hàng mới tăng 14,0% sv quý trước trong Q4/23. Chúng tôi nhận thấy triển vọng tươi sáng hơn trong hoạt động XNK tại Việt Nam, với mức tăng giá trị XNK kỳ vọng lần lượt 7%/8% svck.

Việc Trung Quốc nới rộng chính sách tài khóa trong năm 2024 sẽ giúp tuyến nội Á của HAH trở nên sôi động

HAH có 2 tàu – tương đương với 20% công suất đội tàu, hiện đang hoạt động trên tuyến nội Á hàng tuần. Tuyến vận tải này được hưởng lợi trong bối cảnh hoạt động xuất khẩu Việt Nam sang Trung Quốc đạt kết quả tốt, với mức tăng 6,2% svck lên 57 tỷ USD trong 11T23 và chúng tôi cho rằng HAH cũng được hưởng lợi. Bên cạnh đó, với nỗ lực kích thích chính sách tài khóa năm 2024 của Trung Quốc, chúng tôi kỳ vọng tuyến nội Á của HAH tiếp tục sôi động.

Tình trạng dư cung khiến giá cước vận tải khó phục hồi mạnh trong 2024

Theo Alphaliner, lượng đơn đặt hàng tàu đóng mới đạt 25% trên tổng công suất thị trường, kéo dài tình trạng dư cung trong năm 2023-24. Chúng tôi kỳ vọng WCI sẽ duy trì dưới mức 2.000 điểm trong năm 2023-24 (-80%/+10%svck). Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá cước vận tải trung bình của HAH sẽ cải thiện 11% svck trong 2024.

Việc mở rộng đội tàu sẽ đóng góp từ 1H24

T7/2023, HAH hạ thủy tàu container HCY-265 tại Nhà máy đóng tàu Huanghai. Chúng tôi dự kiến tàu Hai-an Alfa sẽ bắt đầu hoạt động vào Q1/24. Thêm vào đó, HAH tiếp tục có kế hoạch nhận thêm hai tàu: HCY-266 và HCY-268 trong giai đoạn Q4/23-Q3/24. Tổng cộng, đội tàu sẽ đạt 21.300 TEU vào cuối 2024 (+33,8% sv công suất hiện tại).

P/E trở nên hấp dẫn khi đội tàu được mở rộng

P/E năm 2024 đạt 9,2 lần là mức hấp dẫn sv các doanh nghiệp cùng ngành với mức tăng trưởng EPS năm 2024-25 là 9,3%/17,6% svck.

Tổng quan tài chính	12-22A	12-23E	12-24E	12-25E
Tăng trưởng doanh thu	63,9%	-16,9%	23,7%	11,0%
Tăng trưởng EPS	84,5%	-68,0%	9,3%	17,6%
Biên LN gộp	44,4%	25,7%	24,5%	24,4%
Biên LN ròng	25,6%	14,8%	13,1%	13,9%
P/E (x)	3,21	10,02	9,17	7,80
Rolling P/B (x)	0,52	1,37		
ROAE	34,3%	13,6%	13,8%	14,0%
Nợ ròng trên VCSH	31,4%	42,9%	54,1%	30,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Vận tải & Xếp dỡ Hải An là một trong số ít công ty logistics tại Việt Nam có cả năng lực cảng và vận chuyển, giúp công ty linh hoạt và hiệu quả hơn trong việc phục vụ khách hàng:

- HAH được thành lập năm 2009 và vận hành một cảng tại thành phố Hải Phòng với sản lượng thông qua trung bình 360.000 TEU/năm trong giai đoạn 2018-2022. Doanh thu thuần của hoạt động khai thác cảng HAH đạt 213 tỷ đồng vào năm 2022, đóng góp 6,7% vào tổng doanh thu. Cảng Hải An hoạt động chủ yếu để hỗ trợ đội tàu của công ty.
- Hoạt động vận tải biển đóng vai trò động lực tăng trưởng chính của HAH trong những năm gần đây, doanh thu thuần đạt bình quân khoảng 80%/năm. Tổng đội tàu container của công ty là 11 tàu với sức chở gần 16.000 TEU. Đội tàu HAH hiện đang phục vụ các tuyến vận tải chính của thị trường nội địa Việt Nam. Năm 2022, họ bắt đầu thâm nhập thị trường nội Á bằng các tuyến vận tải nổi tiếng như Hải Phòng – Khâm Châu hay Hải Phòng – Quảng Châu.
- HAH thực hiện hợp tác với nhiều tập đoàn logistics hàng đầu thế giới như DHL, FedEx, Maersk Logistics, APL Logistics, CJ Logistics, KMTC Logistics.

Hình 1: Các tuyến vận tải nội địa của HAH



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Các tuyến vận tải nội Á của HAH



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD 9T23: Lùi một bước...

Hình 3: Kết quả kinh doanh Q3/23 và 9T23

Tỷ đồng	Q3/23	Q3/22	%svck	9T23	9T22	%svck	2023F	%sv dự phóng	2023 Nhận định
Doanh thu	681	779	-12,5%	1.948	2.360	-17,5%	2.665	73,1%	HAH ghi nhận doanh thu thuần trong Q3/23 giảm 12,5% svck xuống còn 681,4 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu vận tải yếu hơn (-13,7% svck). Nhu cầu vận chuyển hàng hóa đã suy yếu kể từ đầu năm 2023 dẫn đến tình trạng dư cung trên toàn cầu, do đó chúng tôi ước tính giá cước vận tải của HAH đã giảm 20,4% svck trong Q3/23. Ngoài ra, doanh thu khai thác cảng và các hoạt động khác cũng thay đổi 4,6%/-15,5% svck lên 63 tỷ đồng/87,9 tỷ đồng trong Q3/23.
- Khai thác cảng	63	60	4,6%	152	172	-11,6%	210	72,5%	
- Khai thác tàu	530	614	-13,7%	1.560	1.987	-21,5%	2.152	72,5%	
- Khác	88	104	-15,5%	236	201	17,3%	303	77,9%	
LN gộp	158	377	-58,0%	498	1.151	-56,7%	793	62,8%	
Biên LN gộp	23,2%	48,4%	-25,2 đ %	25,6%	48,8%	-23,2 đ %	29,8%	-4,2 đ %	Trong năm 2023, HAH đã hoạt động với đội tàu lớn hơn sau khi mua tàu vào năm trước. Kết quả là chi phí khấu hao của HAH tăng 24,4% svck trong 9M23. Cùng với giá cước vận chuyển suy yếu, biên LN gộp trong 9M23 đã giảm 23,2 điểm % so với mức nền cao.
Chi phí QL&BH	34	31	8,2%	92	83	11,4%	131	70,3%	
% doanh thu	5,0%	4,0%	1,0 đ %	4,7%	3,5%	1,2 đ %	4,9%	-0,2 đ %	
EBIT	153	348	-56,2%	454	1.089	-58,3%	731	62,1%	
Biên EBIT	22,4%	44,7%	-22,4 đ %	23,3%	46,1%	-22,8 đ %	27,4%	-4,1 đ %	
Thu nhập tài chính ròng	(9)	(10)	10,2%	(36)	(15)	138,9%	(27)	134,1%	
Doanh thu tài chính	11	6	78,9%	23	25	-9,1%	66	35,1%	
Chi phí tài chính	20	16	22,6%	59	41	46,1%	93	63,8%	
Thu nhập khác	3	(13)	N/A	6	(32)	N/A	14	41,5%	
LN trước thuế	135	334	-59,7%	397	1.051	-62,2%	650	61,1%	
Thuế	22	60	-63,2%	78	189	-58,6%	130	60,3%	
% Thuế	16,4%	17,9%	-1,5 đ %	19,7%	18,0%	1,7 đ %	20,0%	-0,3 đ %	
LN ròng	106	218	-51,5%	322	658	-51,1%	449	71,7%	
Biên LN ròng	15,5%	28,0%	-12,5 đ %	16,5%	27,9%	-11,3 đ %	16,8%	-0,3 đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng 2024-25: ...tiền hai bước

Hình 4: Điều chỉnh dự phóng năm 2023-25

Tỷ đồng	Dự phóng cũ		Dự phóng mới			%svck			Nhận định
	2023F	2024F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	
Tổng sản lượng khai thác (nghìn TEU)	768	901	789	894	988	-2,5%	13,4%	10,5%	
- Khai thác cảng	396	436	407	448	479	-2,5%	10,0%	7,0%	
- Khai thác tàu	372	465	382	447	509	-2,5%	17,0%	14,0%	
Doanh thu	2.665	3.483	2.665	3.296	3.659	-16,9%	23,7%	11,0%	
- Khai thác cảng	210	240	216	246	263	0,9%	14,2%	7,0%	
- Khai thác tàu	2.152	2.880	2.147	2.687	3.025	-21,6%	25,2%	12,6%	
- Khác	303	363	303	363	371	20,0%	20,0%	2,0%	
LN gộp	793	1.001	686	807	894	-51,7%	17,6%	10,7%	Chúng tôi thực hiện điều chỉnh GVHB tăng dựa trên số lượng tàu hoạt động lớn hơn trong năm 2023. Ngoài ra, chúng tôi đã điều chỉnh tiến độ tiếp nhận thêm 2 tàu từ HAH (HCY-265 trong 1H24 và HCY-266 trong 2H24). Do HCY-266 sẽ được giao muộn hơn sv dự kiến nên chúng tôi đã điều chỉnh tăng GVHB +5,7%/+0,3% trong năm 2023-24.
Biên LN gộp	29,8%	28,7%	25,7%	24,5%	24,4%	-18,3 đ %	-1,3 đ %	0,1 đ %	
Chi phí BH & QLDN	131	150	131	150	158	15,0%	15,0%	5,0%	
LN kinh doanh	662	850	555	657	736	-57,5%	18,3%	12,0%	
Thu nhập tài chính ròng	(26)	(33)	(58)	(122)	(105)	216,8%	108,5%	-14,0%	
Doanh thu tài chính	66	83	31	35	38	-20,6%	14,4%	8,1%	
Chi phí tài chính	92	116	89	157	143	-256,1%	76,1%	-9,0%	Dựa trên thông báo của HAH về các khoản vay dài hạn có tổng giá trị 834 tỷ đồng, chúng tôi đã tăng chi phí lãi vay trong giai đoạn 2024-25. Khoản vay này bao gồm 500 tỷ đồng từ phát hành trái phiếu và 334 tỷ đồng từ chi nhánh VCB Hải Phòng.
Thu nhập khác	14	19	14	18	20	-152,8%	23,7%	11,0%	
LNTT	650	836	498	541	638	-60,9%	8,6%	18,0%	
Lợi ích từ cổ đông thiểu số	71	81	24	26	30	-110,8%	9,3%	17,6%	
LN ròng	449	516	370	401	473	-55,0%	8,3%	18,1%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

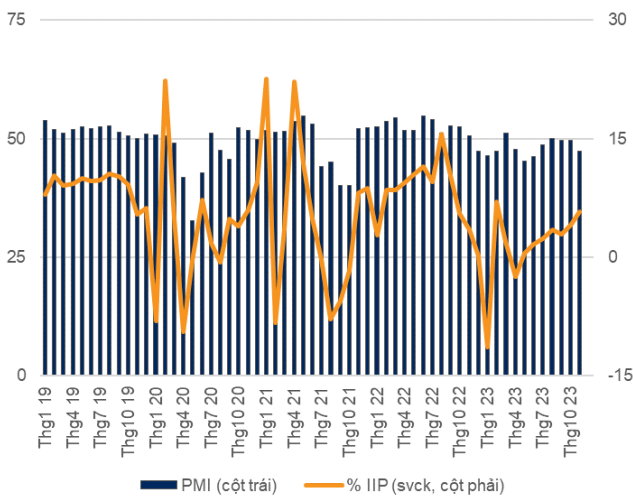
Hoạt động xuất nhập khẩu vẫn trên đà phục hồi

Theo S&P Global, Chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI) của Việt Nam đã giảm xuống mức thấp nhất trong 5 tháng là 47,3 vào T11/23 từ mức 49,6 trong T10/23, mức độ giảm cao nhất kể từ T5/23. Điều này cho thấy các nhà sản xuất đang phải đối mặt với tình trạng giảm số lượng đơn đặt hàng mới trong tháng 11, kết thúc chuỗi tăng trưởng kéo dài ba tháng. Số lượng đơn đặt hàng mới tiếp tục giảm là do người mua hàng lưỡng lự vì giá cả tăng. Với chi phí đầu vào của các công ty tăng lên mức lớn nhất kể từ tháng 2, điều này có thể gây khó khăn cho các nhà sản xuất trong việc định giá cạnh tranh trong những tháng tới.

Mặt khác, Chỉ số Sản xuất Công nghiệp (IIP) duy trì đà tăng trong 7 tháng qua với mức tăng lên 5,8% svck, tăng 3,0% sv tháng trước. Tổng cục Thống kê cho biết, các doanh nghiệp đã nỗ lực tìm kiếm đơn hàng để hoàn thành kế hoạch sản xuất kinh doanh năm và chuẩn bị hàng hóa phục vụ tiêu dùng cuối năm nên sản xuất công nghiệp tháng 11 sẽ tiếp tục xu hướng tích cực. Chỉ số cân bằng số lượng đơn đặt hàng mới trong Q4/23 sẽ tăng 14,0% sv Q3/23, trong đó 37,3% doanh nghiệp dự đoán sẽ tăng và 23,3% số doanh nghiệp dự đoán sẽ giảm. Trong đó, doanh nghiệp ngoài nhà nước có chỉ số cân bằng cao nhất là 16,0%, tiếp theo là doanh nghiệp nhà nước với 12,8% và doanh nghiệp thuộc nguồn vốn FDI là 9,9%. Hơn nữa, việc kéo dài kích thích tài khóa đến hết Q2/24 sẽ thúc đẩy nhu cầu trong nước trong những tháng tới.

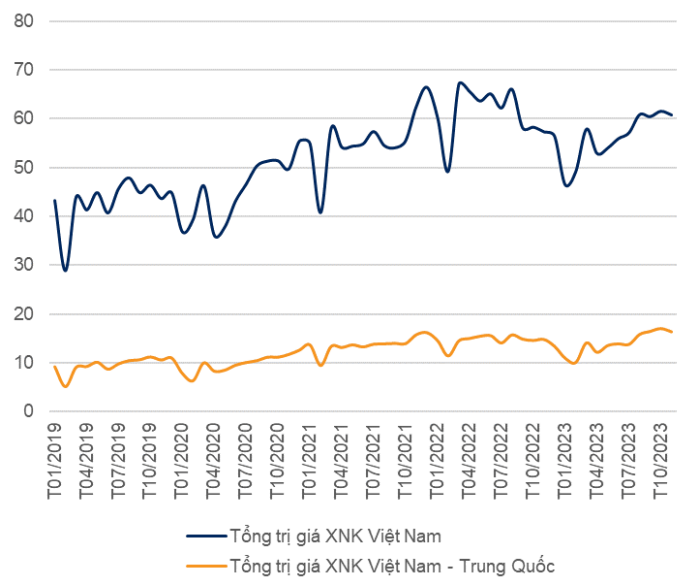
Xuất khẩu của Việt Nam sang Trung Quốc tăng 6,2% svck trong 11T23, đạt 57 tỷ USD, một kết quả tích cực hiếm có trong bối cảnh các thị trường lớn khác suy giảm. Mặt khác, nhập khẩu của Việt Nam từ Trung Quốc đạt 99,7 tỷ USD, dẫn đến thâm hụt thương mại 43,6 tỷ USD, giảm 23,1%svck. Tổng giá trị thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc trong 11T23 là 155,7 tỷ USD, giảm 3,9% svck. Do đó, chúng tôi tin rằng hoạt động khai thác tuyến nội Á của HAH cũng được cải thiện tương tự trong nửa cuối năm 2023. Ngoài ra, tổng giá trị thương mại giữa hai quốc gia thường giảm vào tháng 1 và tháng 2 (dịp Tết Nguyên đán), vì vậy chúng tôi kỳ vọng giá trị thương mại giữa hai nước sẽ cải thiện từ quý 2 năm 2024 trở đi.

Hình 5: PMI giảm xuống 47,3 trong T11/23 trong khi IIP tiếp tục đà tăng



Nguồn: S&P Global và TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Tổng giá trị thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc cải thiện kể từ T4/23 (tỷ USD)



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

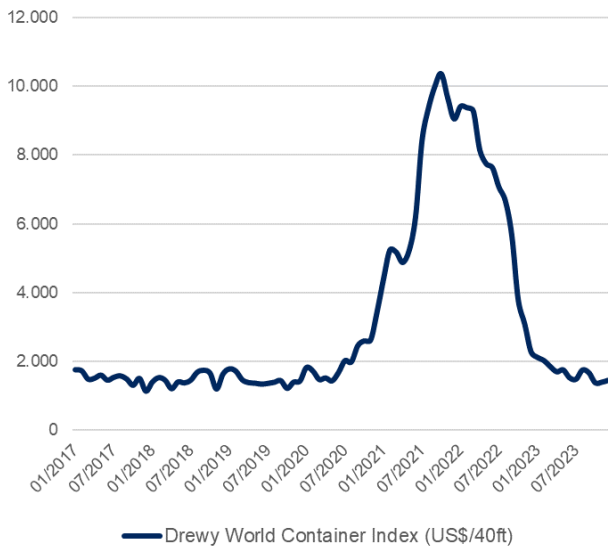
Giá cước vận tải khó có thể phục hồi mạnh mẽ vào năm 2024

Chênh lệch cung cầu dẫn đến giá cước vận tải thấp

Trên thị trường quốc tế, đà tăng giá cước trên thị trường thuê tàu và vận tải container có dấu hiệu chững lại và bắt đầu giảm từ T7/22. Giá giảm nhanh trong tháng 8-9 và bắt đầu hình thành đáy vào đầu năm 2023. Chỉ số container toàn cầu (thể hiện giá cước vận tải container) đã giảm hơn 80% so với mức đỉnh. Đây là hậu quả của nhu cầu vận tải hàng hóa toàn cầu ảm đạm và lo ngại của thị trường về nguồn cung tăng trong năm 2022-23.

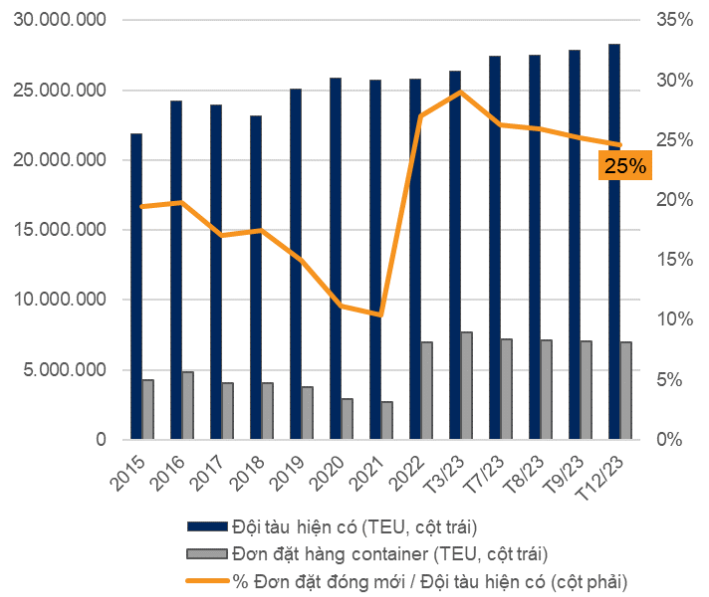
Theo Alphaliner, số lượng tàu đặt neo ở mức cao, nâng đơn hàng hiện tại lên 25% tổng công suất thị trường. Chúng tôi dự phóng thị trường vận tải toàn cầu sẽ vẫn trong tình trạng dư cung cho đến cuối năm 2023, ngăn chặn những biến động lớn về giá cước vận tải. Chúng tôi tin rằng giá vận tải container toàn cầu trong 2023-24 sẽ vẫn ở mức dưới 2.000 USD/40ft do tình trạng cung vượt cầu trên thị trường. Tuy nhiên, khi lạm phát giảm bớt ở Mỹ và EU, việc cắt giảm lãi suất dự kiến sẽ diễn ra sớm hơn vào năm 2024, thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng toàn cầu, giảm tồn kho và cải thiện nhẹ giá cước vận tải.

Hình 7: Chỉ số giá cước container toàn cầu bắt đầu chậm đáy sau đợt giảm mạnh (dữ liệu tính đến tháng 12/2023)



Nguồn: Infogram, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Lượng đặt hàng mới hiện tại đã đạt 25% tổng công suất thị trường (dữ liệu tính đến tháng 12/2023)



Nguồn: Alphaliner, VNDIRECT RESEARCH

Việc mở rộng đội tàu vẫn đang diễn ra

Bước cuối cùng trong việc tiếp nhận tàu mới đầu tiên

Ngày 4/12, HĐQT HAH đã phê duyệt khoản vay lên tới 333,8 tỷ đồng từ Ngân hàng VCB – chi nhánh Hải Phòng. Khoản vay có thời hạn 8 năm này sẽ được dùng để tài trợ cho dự án đóng tàu container HCY-265. Tài sản đảm bảo bao gồm các quyền sở hữu tài sản từ hợp đồng HC2021-18 cho tàu container 1.800 TEU (số thân tàu HCY-265) ký với Huanghai Shipbuilding vào ngày 04/08/2021 và tàu Haian Link.

HAH đã hạ thủy thành công tàu container HCY-265 tại nhà máy đóng tàu Huanghai vào ngày 23/7/2023. Tàu container vẫn tạm thời neo đậu ở đó cho đến đầu T11/23. Chúng tôi kỳ vọng tàu sẽ bắt đầu hoạt động vào Q1/24 với tên là Haian Alfa.

Hình 9: Tàu container HCY-265 được hạ thủy ngày 23/07/2023



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: ... và hiện tại neo đậu ở nhà máy đóng tàu Huanghai

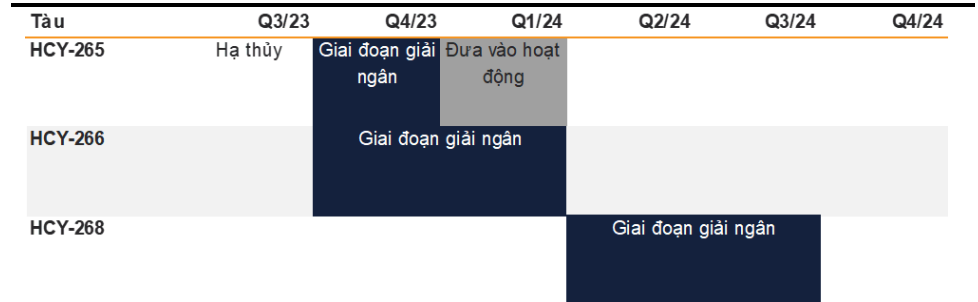


Nguồn: Vesselfinder

Kế hoạch nhận thêm 2 tàu

Vào tháng 11 năm 2023, HAH đã sửa đổi kế hoạch năm 2023 của mình để phát hành trái phiếu chuyển đổi 500 tỷ đồng (với yêu cầu thời gian nắm giữ một năm đối với NĐT tổ chức) để huy động một phần vốn cho hai tàu mới: HCY-266 và HCY-268 (theo quyết định của HĐQT HAH).

Hình 11: Tiến độ mở rộng đội tàu của HAH

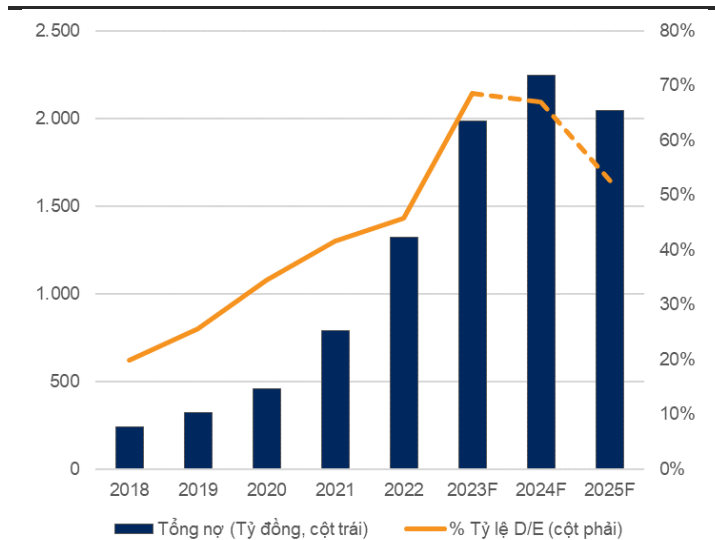


Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Việc mở rộng đội tàu làm tăng tỷ lệ đòn bẩy

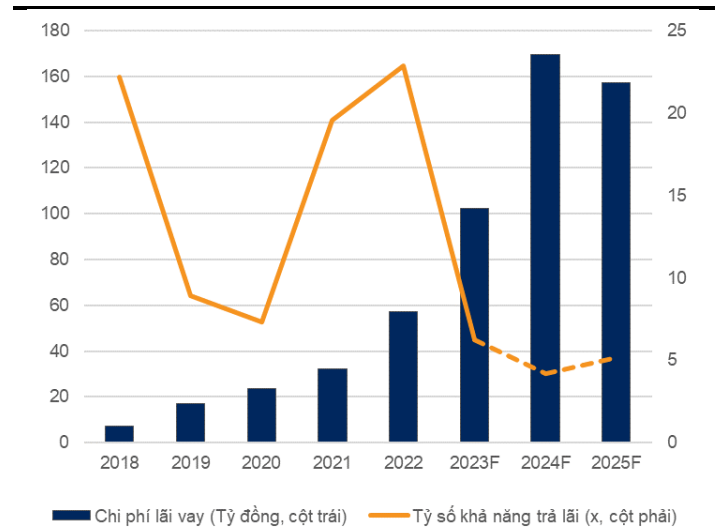
Chúng tôi ước tính tổng nợ của HAH sẽ lên tới 1.982,9 tỷ đồng/2.252,8 tỷ đồng trong 2023-24, với tỷ lệ Tổng nợ/VCSH lần lượt là 68,5%/67,0%. Thêm vào đó, chi phí lãi vay sẽ là 89,2 tỷ đồng/157,1 tỷ đồng trong 2023-24 (+56,1%/+76,1% svck). Tuy nhiên, do tiềm năng tăng trưởng doanh thu, chúng tôi cho rằng tỷ lệ D/E và khả năng thanh toán lãi vay của HAH vẫn ở mức hợp lý.

Hình 12: Tỷ lệ D/E của HAH 2018-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Chi phí và khả năng thanh toán lãi vay của HAH 2018-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mở rộng dịch vụ logistics và cảng tại khu vực Cái Mép – Thị Vải

Trong T12/23, HAH dự kiến mua 4.638.600 cổ phiếu, tương đương 51,5% cổ phần của CTCP Dịch vụ Cảng Lưu Nguyễn Cái Mép (LN-CM), với trị giá 124,4 tỷ đồng. Thương vụ này sẽ biến LN-CM trở thành công ty con của HAH, nâng tổng số công ty con của HAH lên bảy và công ty liên doanh liên kết lên hai. Việc mua lại này là một phần trong chiến lược của HAH nhằm mở rộng dịch vụ logistics và cảng tại khu vực Cái Mép – Thị Vải. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm về tác động của giao dịch này khi HAH công bố thêm thông tin và kế hoạch đầu tư trong tương lai.

Định giá

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 46.100đ/cp

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu dựa trên định giá DCF cao hơn là 46.100 đồng/cổ phiếu. P/E và P/B theo giá mục tiêu lần lượt là 12,3 và 1,7.

Chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí VCSH do [phần bù rủi ro thị trường](#) giảm từ 10% còn 9,6%.

Chúng tôi kỳ vọng ngành vận tải biển sẽ sớm phục hồi và HAH, công ty dẫn đầu về năng lực vận tải biển tại Việt Nam, sẽ được hưởng lợi từ điều này sau khi vượt qua nhiều khó khăn trong 6T23. Điều này đặc biệt khả quan khi công ty đang không ngừng mở rộng hệ thống vận tải của mình.

Hình 14: Định giá DCF - Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	2030	2032
Tổng doanh thu	2.665	3.296	3.659	3.666	3.697	3.714
%svck	-16,9%	23,7%	11,0%	0,2%	0,2%	0,2%
GVHB & OPEX	(1.979)	(2.489)	(2.765)	(2.781)	(2.844)	(2.876)
EBIT	523	571	672	677	674	676
Biên LN hoạt động KD	19,6%	17,3%	18,4%	18,5%	18,2%	18,2%
Thuế k hà dụng	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBIT x (1-mức thuế)	418	457	537	541	540	541
Khấu hao	366	450	466	482	545	576
% doanh thu	13,7%	13,6%	12,7%	13,1%	14,7%	15,5%
Capex	(1.291)	(1.246)	(204)	(173)	(173)	(173)
% doanh thu	48,4%	37,8%	5,6%	4,7%	4,7%	4,7%
Thay đổi vốn lưu động	340	(186)	(108)	4	1	(5)
% doanh thu	-12,8%	5,6%	3,0%	-0,1%	0,0%	0,1%
Dòng tiền tự do (UFCF)	(167)	(525)	691	854	914	941

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	Tỷ lệ
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	9,6%
Chi phí VCSH	15,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: WACC và tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
Vốn hóa	4.861
Nợ	1.983
Chi phí nợ	7%
Mức thuế	20%
WACC	13%
Tăng trưởng dài hạn	2,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Giá mục tiêu theo định giá DCF

Phương pháp DCF	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	3.010
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình (tỷ đồng)	3.001
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	6.012
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	856
Trừ: Nợ ròng (tỷ đồng)	(1.983)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(24)
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	4.861
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	106
Giá trị cổ phiếu (đồng)	46.068
Giá mục tiêu (đồng)	46.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: So sánh với doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 21/12/2023)

Công ty vận tải biển	Mã Bloomberg	Vốn hóa (tr USD)	P/E (lần)		Tỷ lệ D/E (%)	Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	EV/EBITDA (lần)		ROA(%)		ROE(%)	
			2023	2024			2023	2024	2023	2024	2023	2024
Ap Moller-Maersk A/S-B	MAERSKB DC	30.982	9,2	NA	26,9	359,6	2,5	4,8	4,2	(1,7)	6,0	(1,5)
Cosco Shipping Holdings Co-A	601919 CH	21.306	7,8	14,7	34,0	298,6	2,0	3,1	5,3	2,7	13,1	7,2
Evergreen Marine Corp Ltd	2603 TT	10.277	9,9	23,1	36,0	8.660,7	4,1	6,0	4,1	1,5	6,3	3,3
Hmm Co Ltd	011200 KS	10.306	15,4	16,4	13,9	4.386,2	3,8	4,2	3,4	3,2	4,1	3,8
China Merchants Energy Shipping	601872 CH	6.768	9,6	6,5	55,3	27,3	6,3	5,4	8,6	10,9	15,4	17,3
Nanjing Tanker Corp	601975 CH	1.860	8,3	6,2	25,6	107,6	4,4	3,7	14,2	15,9	19,5	19,9
Yinson Holdings BHD	YNS MK	1.530	12,6	9,5	182,1	40,7	8,7	7,4	5,2	5,2	13,2	13,5
<i>Trung bình</i>			10,4	12,7	1.983,0	4,5	5,0	6,4	5,4	11,1	9,1	
<i>Trung vị</i>			9,6	12,1	298,6	4,1	4,8	5,2	3,2	13,1	7,2	
CTCP Vận tải & Xếp dỡ Hải An	HAH VN	162	10,0	9,2	68,5	104,5	4,8	4,2	6,5	6,4	13,8	14,0

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

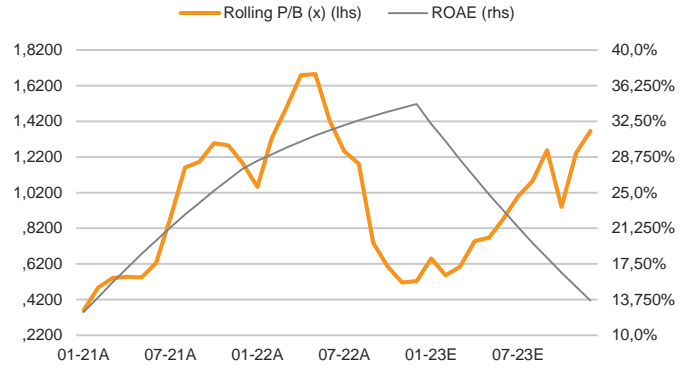
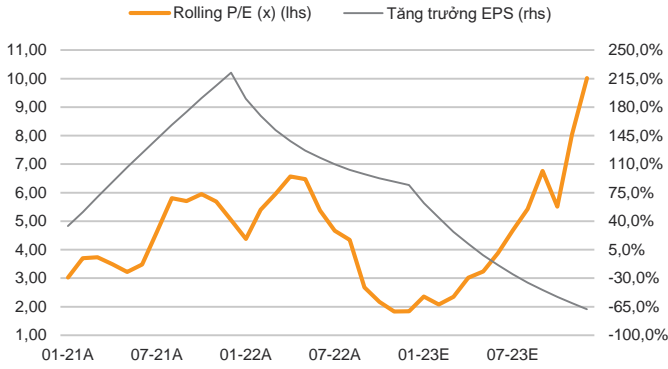
- Động lực tăng giá bao gồm 1) giá cước vận tải tăng sẽ cải thiện doanh thu và biên LN của công ty, 2) nhu cầu về dịch vụ vận tải biển tăng cao giúp nâng cao hiệu suất hoạt động đội tàu của công ty và 3) mở rộng thị trường khách hàng nhờ khả năng cung cấp phương pháp vận chuyển đáng tin cậy và lợi thế đội tàu được duy trì tốt.
- Mặt khác, một trong những rủi ro giảm giá là khả năng thị trường vận tải hàng hóa toàn cầu không phục hồi đúng theo kỳ vọng. Điều này có thể dẫn đến giá cước vận tải thấp hơn, khối lượng vận chuyển thấp hơn và chi phí hoạt động cao hơn cho công ty.

Hình 19: Giá mục tiêu trường hợp tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển và LN biên tăng/giảm

Biên LN góp (%)	Sản lượng container (nghìn TEU)						
	762	771	780	789	798	807	816
23,4%	42.600	42.900	43.200	43.500	43.800	44.100	44.400
24,6%	43.900	44.200	44.500	44.800	45.100	45.400	45.700
25,75%	45.200	45.500	45.800	46.100	46.400	46.700	47.000
26,9%	46.500	46.800	47.100	47.400	47.700	48.000	48.300
28,0%	47.800	48.100	48.400	48.700	49.000	49.300	49.600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Valuation



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	2.665	3.296	3.659
Giá vốn hàng bán	(1.979)	(2.489)	(2.765)
Chi phí quản lý DN	(131)	(150)	(158)
Chi phí bán hàng	0	0	0
LN hoạt động thuần	555	657	736
EBITDA thuần	921	1.107	1.201
Chi phí khấu hao	(366)	(450)	(466)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	555	657	736
Thu nhập lãi	31	35	38
Chi phí tài chính	(102)	(169)	(155)
Thu nhập ròng khác	14	18	20
TN từ các Cty LK & LD	24	30	33
LN trước thuế	523	571	672
Thuế	(105)	(114)	(134)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(24)	(26)	(30)
LN ròng	394	431	507
Thu nhập trên vốn	394	431	507
Cổ tức phổ thông	(39)	(43)	(51)
LN giữ lại	355	388	456

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	741	432	863
Đầu tư ngắn hạn	115	162	181
Các khoản phải thu ngắn hạn	773	901	965
Hàng tồn kho	92	118	124
Các tài sản ngắn hạn khác	98	114	120
Tổng tài sản ngắn hạn	1.819	1.726	2.254
Tài sản cố định	3.560	4.302	4.009
Tổng đầu tư	249	304	335
Tài sản dài hạn khác	406	441	460
Tổng tài sản	6.035	6.773	7.058
Vay & nợ ngắn hạn	319	394	438
Phải trả người bán	53	97	105
Nợ ngắn hạn khác	321	355	411
Tổng nợ ngắn hạn	693	846	954
Vay & nợ dài hạn	1.664	1.850	1.604
Các khoản phải trả khác	785	728	616
Vốn điều lệ và	703	703	703
LN giữ lại	1.009	1.440	1.947
Vốn chủ sở hữu	2.893	3.348	3.884
Lợi ích cổ đông thiểu số			
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6.035	6.773	7.058

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
LN trước thuế	523	571	672
Khấu hao	366	450	466
Thuế đã nộp	(105)	(114)	(134)
Các khoản điều chỉnh khác	77	138	122
Thay đổi VLĐ	340	(186)	(108)
LC tiền thuần HKĐK	1.201	859	1.017
Đầu tư TSCĐ	(1.291)	(1.246)	(204)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(181)	(188)	(148)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(25)	47	19
LC tiền từ HĐĐT	(1.497)	(1.387)	(333)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	661	261	(202)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(39)	(43)	(51)
LC tiền thuần HĐTC	621	218	(253)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	415	741	432
LC tiền thuần trong năm	326	(310)	432
Tiền & tương đương tiền cuối kì	741	432	863

Các chỉ số cơ bản

	12-23E	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	14,8%	13,1%	13,9%
Vòng quay TS	0,48	0,51	0,53
ROAA	7,1%	6,7%	7,3%
Đòn bẩy tài chính	1,92	2,05	1,91
ROAE	13,6%	13,8%	14,0%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	27,1	27,2	27,1
Số ngày nắm giữ HTK	17,0	17,4	16,4
Số ngày phải trả tiền bán	9,8	14,2	13,9
Vòng quay TSCĐ	0,85	0,84	0,88
ROIC	8,1%	7,7%	8,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,6	2,0	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	2,5	1,9	2,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,2	0,7	1,1
Vòng quay tiền	34,3	30,3	29,6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(16,9%)	23,7%	11,0%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(57,5%)	18,3%	12,0%
Tăng trưởng LN ròng	(52,0%)	9,3%	17,6%
Tăng trưởng EPS	(68,0%)	9,3%	17,6%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Đặng Huy Hoàng – Chuyên viên phân tích

Email: hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>