

## CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HSX: HAH) CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG TIẾP DIỄN

- LN ròng 9T/24 +42% svck nhờ tiếp nhận thêm 2 tàu mới tăng tổng công suất +45% svck, giá cước cho thuê tàu neo ở mức cao, ngoài ra sản lượng khai thác tàu và cảng phục hồi mạnh khi hoạt động xuất nhập khẩu cải thiện.
- Giá cước cho thuê neo ở mức cao khi ký mới hợp đồng cho thuê và doanh nghiệp tiếp tục mở rộng đội tàu kết hợp với sản lượng khai thác tàu và cảng cải thiện dự kiến hỗ trợ LN ròng 2024-26 tăng lần lượt 57%/23%/8.7% svck.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho HAH với giá mục tiêu 58,000 đ/cp.

### Doanh thu cho thuê tàu tăng trưởng mạnh mẽ khi giá cho thuê tàu tiếp tục neo ở mức cao

Hưởng lợi từ xu hướng nhập hàng tại Mỹ kết hợp với căng thẳng tại Biển Đỏ kéo dài thúc đẩy đà phục hồi của giá cước vận tải thế giới, đẩy giá cho thuê tàu tiếp tục neo ở mức cao. Do đó kỳ vọng giá cho thuê tàu sẽ tăng 5-10% khi doanh nghiệp ký mới 8 tàu cho thuê trong giai đoạn 2025-26, giúp doanh thu cho thuê tàu của HAH sẽ tăng lần lượt 74%/61%/14% svck trong giai đoạn 2024 – 2025.

### Hoạt động thương mại cải thiện thúc đẩy hoạt động tự khai thác tàu phục hồi mạnh mẽ

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động thương mại sẽ kéo dài đà phục hồi mạnh mẽ trong các tháng cuối năm 2024 – phù hợp với xu hướng bổ sung hàng hóa tại các nước lớn như Mỹ và tiếp tục tăng trong giai đoạn 2025 – 2026. Hiện tại với 8 tàu tự khai thác với tổng công suất gần 11,000 TEU dự kiến sẽ giúp HAH đáp ứng nhu cầu vận chuyển tăng nhanh, qua đó giúp sản lượng khai thác tăng lần lượt 35%/10%/5% svck, giúp doanh thu tự khai thác tàu tăng lần lượt 38%/11%/6% svck trong giai đoạn 2024 – 26.

### Lợi nhuận ròng sẽ tăng trưởng trở lại trong giai đoạn 2024-26

Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu của HAH sẽ tăng 46.1% svck trong 2024 và tăng 23.7%/9.1% svck giai đoạn 2025-26. Chi phí tài chính tăng 102% svck trong 2024 do công ty tiến hành vay nợ mở rộng đội tàu, trước khi hạ nhiệt và tăng nhẹ 4.6% và 9.2% svck trong 2025 – 2026. Tổng hợp lại LN ròng của HAH sẽ tăng 57.4%/23.2%/8.7% svck trong giai đoạn 2024-2026.

### Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là 58,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi định giá cổ phiếu HAH dựa trên phương pháp FCFF và EV/EBITDA, với mức giá mục tiêu là 58,000 đồng/cổ phiếu. Với việc ghi nhận thêm doanh thu từ tàu mới trong tháng 11 và 12 với mức giá cho thuê cao hơn 29% so với mức giá trung bình, cùng với việc kỳ vọng giá cho thuê tiếp tục neo ở mức cao khi doanh nghiệp ký mới các hợp đồng cho thuê vào cuối năm, chúng tôi đánh giá đây là thời điểm phù hợp để tham gia với cổ phiếu HAH.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26
Doanh thu thuần	3,206	2,613	3,818	4,724	5,155
Lợi nhuận ròng	1,041	358	674	828	900
Tăng trưởng doanh thu thuần	64%	-18%	46%	24%	9%
Tăng trưởng LN ròng	91%	-55%	57%	23%	9%
Biên LN gộp	44%	23%	30%	29%	29%
Biên EBITDA	1,586	850	34%	34%	34%
ROAE	37%	11%	17%	16%	15%
ROAA	21%	7%	9%	9%	9%
EPS (VND/cổ phiếu)	6,774	3,172	4,992	6,133	6,667
BVPS (VND/cổ phiếu)	23,791	26,130	33,505	41,473	49,426

Nguồn: HAH, MBS Research dự phóng

### KHẢ QUAN

#### Giá mục tiêu

58,000 VND

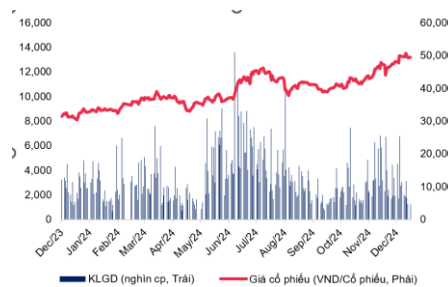
Tiềm năng tăng giá

15.9%

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiiiproX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	50,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	50,700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	30,300
Vốn hóa (tỷ VND)	6,000
P/E (TTM)	13.9
P/B	2
Thị suất cổ tức (%)	0
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	13.3%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Cơ cấu sở hữu (%)

CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà	16.8
CTCP Quản lý quỹ Leadvisors	10.9
Công ty TNHH Vận tải và Đại lý vận tải Đa phương thức	3.9
Công ty TNHH Quỹ TM Holding	4.4

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Chuyên viên phân tích

Võ Đức Anh

Anh.voduc@mbs.com.vn

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

### Luận điểm đầu tư và định giá

#### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN cho HAH với giá mục tiêu là 58,000 đồng/cổ phiếu dựa trên các luận điểm chính:

- Xu hướng nhập hàng sớm thúc đẩy nhu cầu vận chuyển container trong ngắn hạn kèm với căng thẳng tại khu vực Biển Đỏ và bất ổn xung quanh cuộc đình công tại cảng Mỹ tạo động lực đẩy giá cước vận tải tăng cao, qua đó giúp giá cho thuê tàu neo ở mức cao.
- Hoạt động mở rộng công suất, mở rộng đội tàu của doanh nghiệp sẽ tiếp diễn trong năm 2025 – 2026 để đáp ứng nhu cầu vận chuyển gia tăng và mở rộng tuyến vận tải. Chúng tôi dự kiến đến năm 2026, doanh nghiệp sẽ bổ sung thêm 2 tàu, qua đó nâng tổng số lượng lên 18 tàu và công suất sẽ đạt khoảng 30,100 TEU (tăng 13.6% svck)..
- Hoạt động thương mại tại Việt Nam tiếp tục cải thiện mạnh mẽ khi các nhà bán lẻ, nhà sản xuất tại Mỹ dịch chuyển chuỗi sản xuất sang Việt Nam do các mặt hàng từ Trung Quốc bị áp thuế cao trong nhiệm kỳ tổng thống Mỹ mới, do đó giúp doanh thu từ hoạt động khai thác tàu và khai thác cảng kéo dài dài tăng.
- Với việc ghi nhận thêm doanh thu cho thuê từ tàu mới trong tháng 11 và 12 với mức giá cao hơn 29% so với mức giá trung bình, cùng với việc kỳ vọng giá cho thuê tiếp tục neo ở mức cao khi doanh nghiệp ký mới các hợp đồng cho thuê vào cuối năm, chúng tôi đánh giá đây là thời điểm phù hợp để tích lũy cổ phiếu HAH.

#### Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp FCFF và EV/EBITDA để xác định giá trị hợp lý của HAH trong một năm kể từ ngày khuyến nghị là 58,000 đồng/cổ phiếu (tiềm năng tăng giá 15.9% so với giá đóng cửa ngày 24/12/2024). Chúng tôi lựa chọn tỷ lệ EV/EBITDA mục tiêu là 5,7x do chúng tôi tin rằng, chỉ số WCI đang có xu hướng phục hồi trở lại vùng đỉnh trước khi hạ nhiệt, tương tự như khoảng thời gian từ 01/2021 – 06/2021 (khi đó EV/EBITDA trung bình của HAH là 4.4x) và khoảng thời gian 01/2024 – 07/2024 (khi đó EV/EBITDA trung bình của HAH là 6.8x), kết hợp với việc hưởng lợi nhờ giá cho thuê giữ ở mức cao khi doanh nghiệp ký mới các hợp đồng cho thuê tàu vào cuối năm nay chưa được phản ánh vào giá.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	57,693	50%	28,847
EV/EBITDA (với EV/EBITDA mục tiêu = 5.7x)	58,209	50%	29,105
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>57,951</b>
<b>Giá mục tiêu làm tròn</b>			<b>58,000</b>
<b>Tiềm năng tăng giá</b>			<b>15.9%</b>

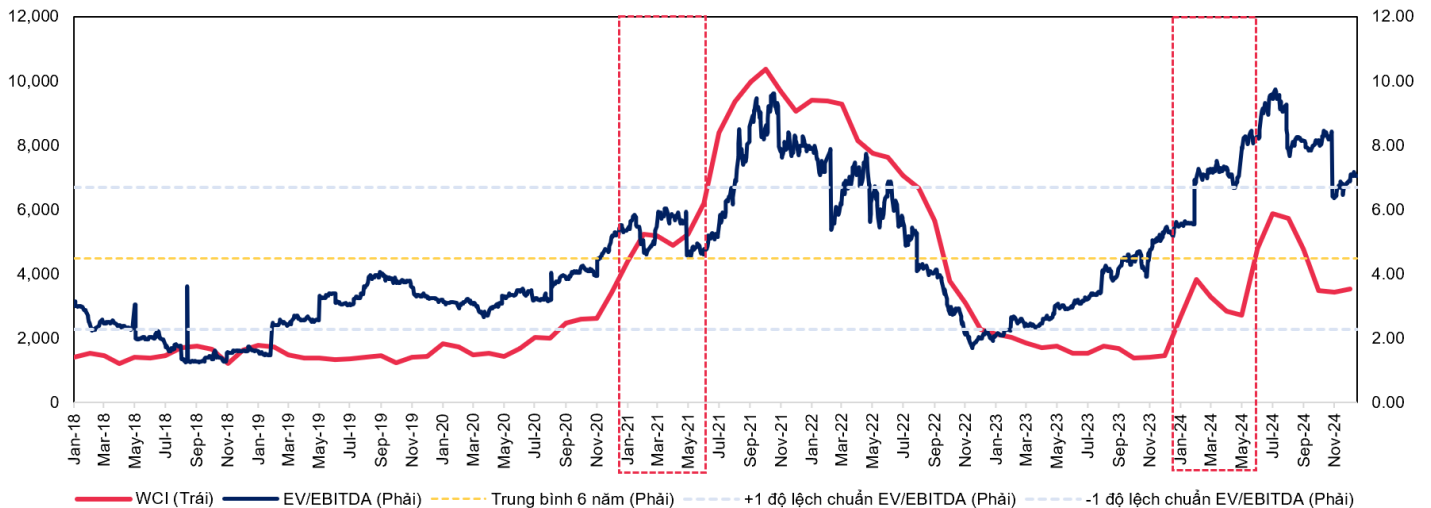
Nguồn: MBS Research

Hình 2: Định giá EV/EBITDA

Phương pháp EV/EBITDA	2024	2025
EBITDA (tỷ đồng)	1,281	1,603
EV/EBITDA mục tiêu		5.7
(-) Tổng nợ		2,448
(+) Tiền và tương đương tiền		376
Giá trị doanh nghiệp		7,063
SLCP đang lưu hành (triệu)		121.34
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>58,209</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Định giá của EV/EBITDA của HAH trong giai đoạn 2018 - 2024



Nguồn: Fiipro, MBS Research

Hình 3: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2.7%
Beta	1.6
Phần bù rủi ro thị trường	7.8
Chi phí VCSH	15.2%

Nguồn: MBS Research

Hình 4: WACC và tăng trưởng dài hạn

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Chi phí nợ	7%
Mức thuế	20%
WACC	13%
Tăng trưởng dài hạn	1.5%

Nguồn: MBS Research

Hình 5: Dự phóng FCFF

Dự phóng FCFF	2024	2025	2026	2027	2028	2029	///	2034
(+) Lợi nhuận sau thuế	674	828	900	841	878	946		1,292
(+) Chi phí phi tiền mặt	312	442	516	598	640	686		981
(+) Chi phí lãi vay sau thuế	116	127	137	145	153	153		144
(-) Đầu tư TSCĐ	2,173	1,189	1,288	608	649	696		989
(+) Thay đổi VLD	574	446	65	10	92	276		78
FCFF sau chiết khấu	-497	578	258	680	678	734		436

Nguồn: MBS Research

Hình 6: Phương pháp định giá FCFF

Định giá theo FCFF		
(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2024F-2034F	tỷ đồng	4,615
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	4,273
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	214
(-) Nợ	tỷ đồng	2,101
(-) Lợi ích CĐTS	tỷ đồng	0
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	7,001
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	121
Giá trị cổ phiếu	VND/cp	57,693

Nguồn: MBS Research

**Rủi ro đầu tư**

- Hoạt động thương mại trên toàn cầu không phục hồi như kỳ vọng, dẫn tới nhu cầu vận chuyển container toàn thế giới giảm sút, qua đó khối lượng hàng vận chuyển bằng container thấp hơn dự kiến và giá cước vận tải không quay lại mức cao.
- Diễn biến xung quanh các chính sách thuế của nhiệm kỳ Tổng thống Mỹ mới không diễn ra như kỳ vọng khi mức độ áp thuế lên các mặt hàng Trung Quốc thấp hơn dự kiến khiến các mặt hàng Việt Nam không hưởng lợi thế rõ rệt, qua đó khiến khối lượng hàng xuất khẩu từ Việt Nam không tăng lên nhiều như kỳ vọng.

Hình 7: So sánh các doanh nghiệp các ngành

Công ty	Quốc gia	Mã cp	Vốn hóa Triệu USD	P/E (x)		EV/EBITDA (x)		ROA (%)		ROE (%)	
				2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
AP Moller - Maersk A/S	Đan Mạch	MAERSKB DC	24,883	5.0	36.1	1.8	2.9	6.7	0.1	36.1	9.4
COSCO SHIPPING Holdings Co Ltd	Trung Quốc	601919 CH	30,774	5.0	10.2	2.0	3.7	9.6	5.7	10.2	21.3
Evergreen Marine Corp Taiwan Ltd	Đài Loan	2603 TT	14,625	3.8	7.2	2.2	4.5	15.3	11.0	7.2	25.4
HMM Co Ltd	Hàn Quốc	011200 KS	8,539	4.0	8.6	0.5	0.9	10.8	5.9	8.6	13.0
Yinson Holdings BHD	Malaysia	YNS MK	1,785	11.6	10.8	8.8	7.9	4.1	4.2	10.8	10.3
Regional Container Lines PCL	Thái Lan	RCL TB	701	5.3	31.2	2.5	3.4	7.6	1.2	31.2	10.0
Nanjing Shenghang Shipping Co Ltd	Trung Quốc	001205 CH	563	18.0	14.1	N/A	5.7	N/A	N/A	14.1	11.4
Fujian Guohang Ocean Shipping Group Co Ltd	Trung Quốc	833171 CH	595	35.8	25.2	13.6	10.6	N/A	N/A	25.2	7.2
<b>Trung bình</b>				<b>11.1</b>	<b>17.9</b>	<b>4.5</b>	<b>4.9</b>	<b>9.0</b>	<b>4.7</b>	<b>17.9</b>	<b>13.5</b>
<b>Trung vị</b>				<b>5.2</b>	<b>12.5</b>	<b>2.2</b>	<b>4.1</b>	<b>8.6</b>	<b>5.0</b>	<b>12.5</b>	<b>10.9</b>

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

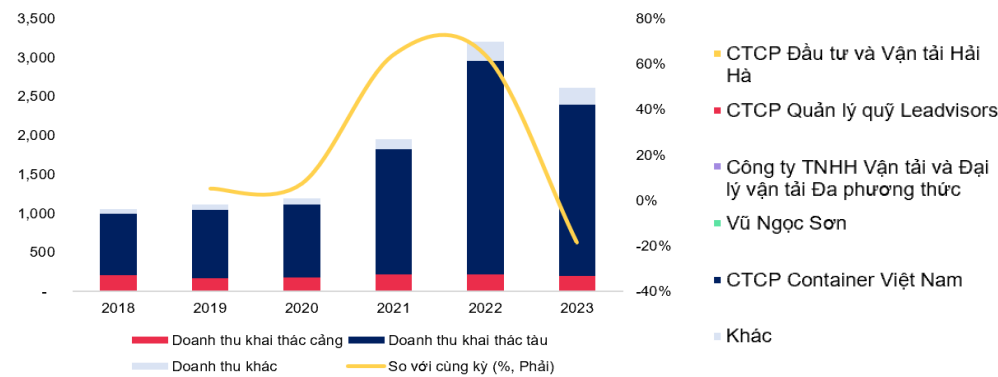
## Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HSX: HAH) được thành lập năm 2009, HAH kinh doanh trong lĩnh vực logistics. Hiện tại hoạt động của HAH bao gồm:

- Hoạt động vận tải biển đóng vai trò động lực tăng trưởng chính của HAH trong giai đoạn 2018 – 2023 với tốc độ tăng trưởng CAGR doanh thu thuần khoảng 18.4%, đạt 2,194.8 tỷ đồng trong năm 2023, đóng góp 84% tổng doanh thu. HAH hiện sở hữu 16 tàu với công suất đạt 26.500 TEU, đội tàu HAH hiện đang phục vụ các tuyến vận tải chính của thị trường nội địa Việt Nam. Năm 2022, HAH bắt đầu tham gia thị trường nội Á qua các tuyến vận tải Hải Phòng – Khâm Châu, Hải Phòng – Quảng Châu và đã liên doanh với ZIM Intergrated Shipping Service Ltd để mở rộng tuyến nội Á chạy tuyến Việt Nam – Malaysia và Việt Nam – Malaysia - Ấn Độ. Hiện tại HAH cũng cho thuê khoảng 7 tàu 1,800 TEU với mức giá trung bình đạt 16,000USD/tàu/ngày và 1 tàu 3,500 TEU với giá 3,100 USD/tàu/ngày tại khu vực Trung Đông.
- vận hành 1 cảng tại thành phố Hải Phòng bao gồm một bãi container rộng 150,000 m2, kho CFS rộng 4,000 m2 và dự án liên doanh với tập đoàn Pantos Holding - Depot Pan Hải An rộng 154,000m2 và sức chứa 9,000 TEU với mục đích để hỗ trợ cho đội tàu của công ty, doanh thu thuần tới từ hoạt động khai thác cảng đạt 199.3 tỷ đồng trong năm 2023, đóng góp 7.6% tổng doanh thu.

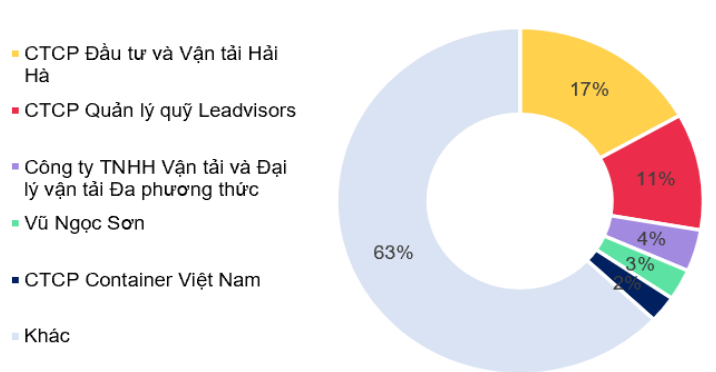
Hình 8: Cơ cấu doanh thu của HAH trong giai đoạn 2018- 2023

(Đơn vị: Tỷ VND)



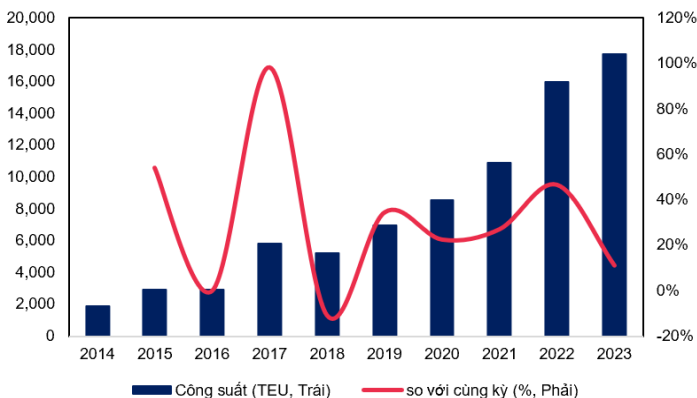
Nguồn: HAH, MBS Research

Hình 9: Cơ cấu cổ đông của HAH tại 12/2024



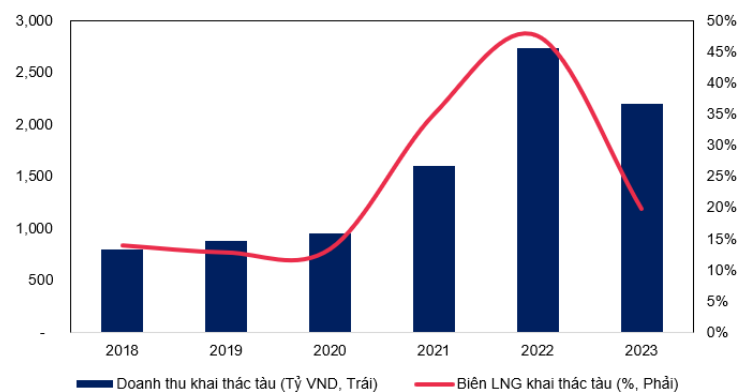
Nguồn: HAH, MBS Research

Hình 10: Công suất đội tàu trong giai đoạn 2014 - 2023



Nguồn: HAH, MBS Research

Hình 11: Doanh thu khai thác tàu 2018 - 2023



Nguồn: HAH, MBS Research

## Kết quả kinh doanh Q3/2024 và 9T2024

Hình 12: So sánh kết quả kinh doanh Q3/2024 và 9T/2024 (Đơn vị: tỷ VND)

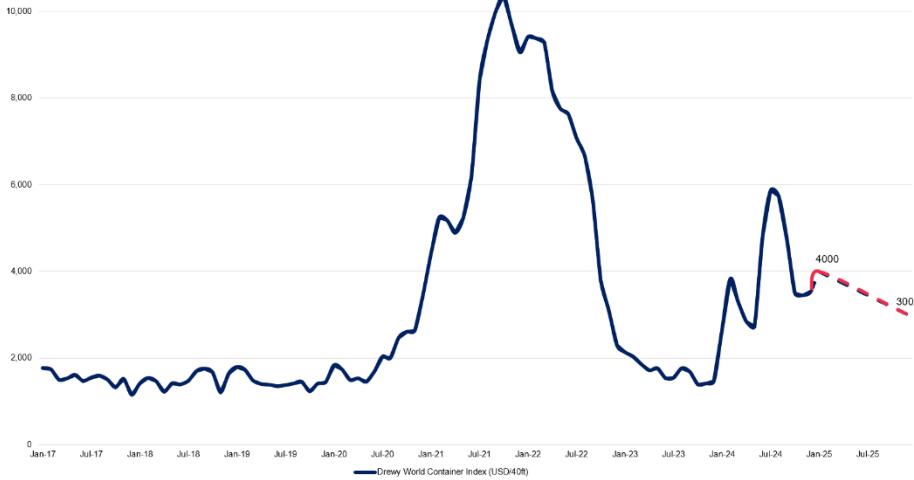
Chỉ số KQKD	Q3/2024	So với quý trước (%)	svck (%)	9T2024	svck (%)	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>1,129</b>	<b>18.9%</b>	<b>65.6%</b>	<b>2,782</b>	<b>42.8%</b>	
- Khai thác cảng	128	-5.9%	43.3%	372	61.9%	Doanh thu khai thác cảng 9T2024 tăng 61.9% do hoạt động xuất nhập khẩu cải thiện mạnh mẽ qua đó giúp sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu qua cảng tăng mạnh.
- Khai thác tàu	1,140	14.1%	51.7%	2,859	37.9%	Trong Q3, doanh nghiệp đã tiếp nhận và đưa vào vận hành thêm 2 tàu mới, qua đó nâng tổng công suất lên 23,133 TEU (+44.8% svck), giúp tăng số lượng tàu của HAH lên 16 tàu (trong đó 8 tàu tự khai thác và 8 tàu cho thuê), qua đó chúng tôi ước tính giúp tỷ trọng doanh thu cho thuê tàu sẽ tăng lên chiếm 30.6% so với mức 25.8% ở năm 2023. Cùng với đó việc giá cước cho thuê được ký mới trong Q2 tăng 5-10%, bù đắp lại việc giá cước tự vận hành giảm nhẹ 3.6% tiếp tục giúp doanh thu khai thác tàu tăng mạnh 51.7% svck.
- Khác	230	78.2%	84.7%	472	30%	
- Loại trừ nội bộ	(369)	17.1%	30.0%	(922)	28.5%	
<b>LN gộp</b>	<b>392</b>	<b>57.0%</b>	<b>148.0%</b>	<b>748</b>	<b>50.3%</b>	
- Khai thác cảng	56	-15.8%	11.5%	166	55.9%	
- Khai thác tàu	220	42.2%	32.5%	415	41.1%	
- Khác	119	316.8%	155.4%	171	69.6%	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>34.8%</b>	<b>8.4%</b>	<b>11.5đ%</b>	<b>26.9%</b>	<b>1.4%</b>	Biên LNG tăng đáng kể chủ yếu nhờ vào giá thuê tàu phục hồi, giúp công ty tái ký hợp đồng cho thuê tàu với mức giá cao hơn 5-10% trong Q2/24. doanh thu cho thuê tàu cải thiện mạnh mẽ
- Khai thác cảng	43.9%	-5.1%	-3.6đ%	44.6%	-1.7%	
- Khai thác tàu	19.3%	3.8%	7.9đ%	14.5%	0.3%	Q3/2024, giá nhiên liệu DO giảm khoảng 17% so với vùng đỉnh tháng 7 và thấp hơn 11.1% svck, giúp cải thiện biên LN gộp khai thác tàu.
- Khác	51.7%	29.6%	18.7đ%	36.3%	8.5%	
<b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>	<b>46</b>	<b>4.6%</b>	<b>34.9%</b>	<b>124</b>	<b>34.2%</b>	
<b>Thu nhập tài chính</b>	<b>8</b>	<b>626.4%</b>	<b>-26.1%</b>	<b>18</b>	<b>-23.8%</b>	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>34</b>	<b>-2.0%</b>	<b>74.9%</b>	<b>88</b>	<b>47.9%</b>	
- Chi phí lãi vay	28	24.8%	55.8%	69	-22.3%	Trong Q3/24, tổng nợ vay tăng mạnh lên mức 2,113 tỷ đồng (+155% svck) để phục vụ việc bổ sung đội tàu, khiến cho chi phí lãi vay tăng 55.8% svck.
<b>LN trước thuế</b>	<b>321</b>	<b>86.3%</b>	<b>138.7%</b>	<b>559</b>	<b>40.7%</b>	
<b>LN ròng</b>	<b>277</b>	<b>115.3%</b>	<b>145.7%</b>	<b>452</b>	<b>41.8%</b>	Tuy chi phí tài chính Q3/2024 và 9T2024 tăng cao nhưng với sự cải thiện mạnh mẽ của sản lượng khai thác cảng và khai thác tàu đã bù đắp lại giúp LN ròng tăng mạnh.

Nguồn: HAH, MBS Research

## Đẩy mạnh mảng cho thuê tàu trong bối cảnh giá cước cho thuê tàu neo ở mức cao

Trong 1 tháng trở lại đây chỉ số WCI tăng 21% lên mức 3,413 USD/40ft container khi bước vào 2 tháng cuối năm – thường là cao điểm của mùa mua sắm. Trong đó giá cước vận tải trên cung đường vận tải lớn tại Trung Quốc như từ Thượng Hải tới Genoa (Ý) tăng mạnh 21% hay từ Thượng Hải tới Rotterdam (Hà Lan) tăng mạnh tới 16% so với tuần cuối cùng của tháng 10.

Hình 13: Drewry World Container Index từ 2017 – 2025F



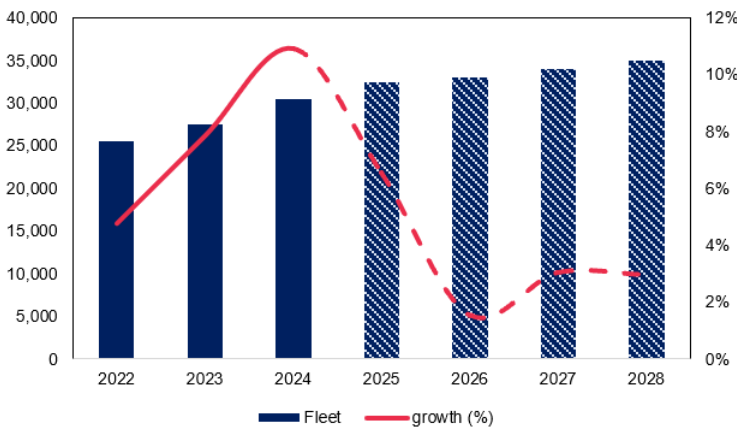
Nguồn: Drewry, MBS Research

Với các động lực sau: (1) Nhu cầu vận chuyển cải thiện kết hợp với nguồn cung tăng chậm lại, (2) Nhu cầu vận tải container tăng trong ngắn hạn để chuẩn bị cho nhiệm kỳ tổng thống Mỹ 2025, (2) Giá cước Biển đỏ và đình công tại cảng Mỹ kéo dài, chúng tôi kỳ vọng giá cước vận chuyển giữ mức cao quanh mức 4,000 USD/40ft trong cuối năm 2024 kéo dài đến hết Q1/2025, trước khi hạ nhiệt về quanh mốc 3,000USD/40ft trong giai đoạn từ nửa cuối năm 2025.

### Nhu cầu vận chuyển bằng container toàn thế giới cải thiện kết hợp với nguồn cung tàu tăng chậm lại hỗ trợ giá cước thế giới

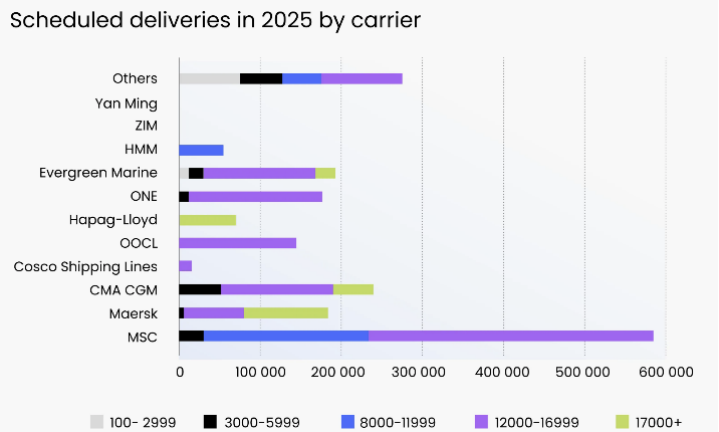
Theo công ty vận tải biển và hậu cần hàng đầu thế giới Maersk, khối lượng vận chuyển container trên toàn thế giới được dự báo sẽ tăng từ 5-7% trong năm 2025, nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ Mỹ, quốc gia đang đối mặt với nguy cơ về đình công tại cảng và chính sách áp thuế với hàng nhập khẩu. Về nguồn cung tàu, Drewry dự đoán tăng trưởng đội tàu toàn cầu dự kiến đạt 11% trong năm 2024 khi các đơn đặt hàng đóng tàu mới đạt mức 1,4 triệu TEU, cao thứ hai trong lịch sử. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng của đội tàu được Xenata dự báo sẽ chậm lại trong năm 2025 xuống mức 4.5% và đạt mức 32.5 triệu TEU, ít hơn một nửa tốc độ tăng trưởng đội tàu của năm 2024, mức giảm này chủ yếu đến từ việc số tàu bị phá dỡ thấp, đạt mức 200,000 TEU do giá cước cho thuê vẫn neo ở mức cao

Hình 14: Dự phóng công suất đội tàu toàn cầu theo Drewry



Nguồn: Drewry, MBS Research

Hình 15: Lượng tàu đóng mới dự kiến trong năm 2025 của các hãng tàu, theo Xenata



Nguồn: Xenata

### Gián đoạn tại Biển Đỏ khả năng cao sẽ tiếp diễn cùng với đình công tại cảng Hoa Kỳ tiếp tục thúc đẩy giá cước vận tải tăng trở lại

Tình hình tại Biển Đỏ hiện tại vẫn rất căng thẳng khi chưa có biện pháp chính trị nào có thể hạ nhiệt căng thẳng tại khu vực này. Qua đó việc phải đi vòng qua Mũi Hảo Vọng tiếp tục khiến quãng đường vận chuyển kéo dài, tiếp tục kéo dài đà tăng của giá cước vận chuyển. Cùng với đó cuộc đình công của khoảng 45.000 lao động thuộc hiệp hội nhân viên bốc xếp quốc tế (ILA) tại các cảng biển phía Đông và Vịnh Mexico của Mỹ trong 2024 đã góp phần làm giá cước vận tải biển tăng trở lại. Tuy ILA và Liên minh Hàng hải Mỹ (USMX) đã ra thông báo cho biết đã "đạt được thỏa thuận sơ bộ về tiền lương và nhất trí gia hạn Hợp đồng lao động chính đến ngày 15/1/2025", nhưng giải pháp tạm thời này chưa loại trừ khả năng về một cuộc đình công mới diễn ra sau đó. Từ hai biến động trên, nhiều khả năng sẽ thúc đẩy giá cước vận tải sẽ phục hồi trở lại mức cao trong 2024 và kéo dài tới Q1/2025.

Tuy nhiên khi bước sang nhiệm kỳ tổng thống mới của Donald Trump, với lời hứa mang lại hòa bình cho khu vực Trung Đông ông nói trong các cuộc vận động tranh cử, nhiều khả năng sẽ có những biện pháp chính trị mới được đưa ra với mục đích hạ nhiệt căng thẳng tại khu vực này. Ngoài ra, với mục tiêu hỗ trợ người dân Mỹ, ông Trump nhiều khả năng sẽ đưa ra nhiều biện pháp hỗ trợ người lao động, qua đó giải quyết được nguy một cuộc đình công mới có thể xảy ra và giải quyết vấn đề liên quan tới chuỗi cung ứng. Qua đó trong giai đoạn từ nửa cuối 2025 đến 2026, chúng tôi kỳ vọng giá cước vận tải sẽ hạ nhiệt.

### Nhiệm kỳ tổng thống Mỹ mới thúc đẩy nhu cầu giao thương thương mại trong ngắn hạn

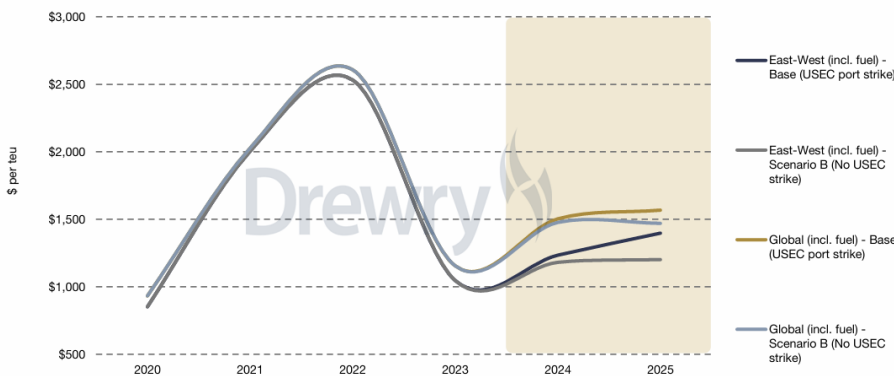
Theo Reuters, hoạt động xuất khẩu trong tháng 10 của Trung Quốc có mức tăng mạnh nhất trong vòng 2 năm trở lại đây khi các nhà sản xuất tăng cường nhập hàng chuẩn bị cho đợt tăng thuế năm 2025 khi nhiệm kỳ tổng thống mới bắt đầu và dự kiến sẽ mạnh tay hơn so với năm 2019. Trong giai đoạn 2018, tại nhiệm kỳ đầu tiên của Donald Trump, để chuẩn bị cho các chính sách thuế quan của vị tổng thống này lên các mặt hàng Trung Quốc, các nhà bán lẻ Mỹ đã tích cực tích trữ hàng tồn kho qua đó đẩy giá cước vận chuyển container tăng thêm 70%. Tương tự như vậy, xu hướng tích trữ hàng tồn kho sớm quay trở lại trong 3



tháng cuối năm 2024, thúc đẩy nhu cầu vận chuyển container tăng mạnh qua đó khiến giá cước vận tải phục hồi 21% so với mức đáy gần nhất tháng 10. Chúng tôi dự kiến xu hướng tích trữ hàng tồn kho này sẽ khiến giá cước phục hồi trở lại mức cao và duy trì đà tăng đến hết Q1/2025. Tuy nhiên, do nhà sản xuất và nhà bán lẻ tăng cường nhập khẩu hàng sớm, khiến cho lượng đơn hàng 2025 sẽ bị đẩy lên 2024, làm hàng tồn kho sẽ có xu hướng tăng lên và sẽ cần một khoảng thời gian để hấp thụ trước khi nhập lượng hàng mới. Bởi vậy chúng tôi dự kiến hoạt động xuất nhập khẩu trong năm 2025 sẽ chậm lại, qua đó khiến nhu cầu vận chuyển bằng container giảm.

Tổng kết lại, với những bất ổn xung quanh tình hình thương mại giữa 2 cường quốc lớn nhất thế giới kết hợp với việc Mỹ vẫn đóng vai trò là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Trung Quốc, việc áp dụng mức thuế cao lên hàng hóa Trung Quốc sẽ khiến hoạt động thương mại của nước này gặp nhiều khó khăn. Với việc Trung Quốc chiếm tới 14.2% kim ngạch xuất nhập khẩu toàn cầu, chúng tôi kỳ vọng việc hoạt động thương mại của Trung Quốc gặp khó khăn sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới tăng trưởng xuất nhập khẩu toàn thế giới, khiến nhu cầu vận chuyển bằng container chậm lại và làm giá cước vận tải trong nửa cuối 2025 – 2026 hạ nhiệt.

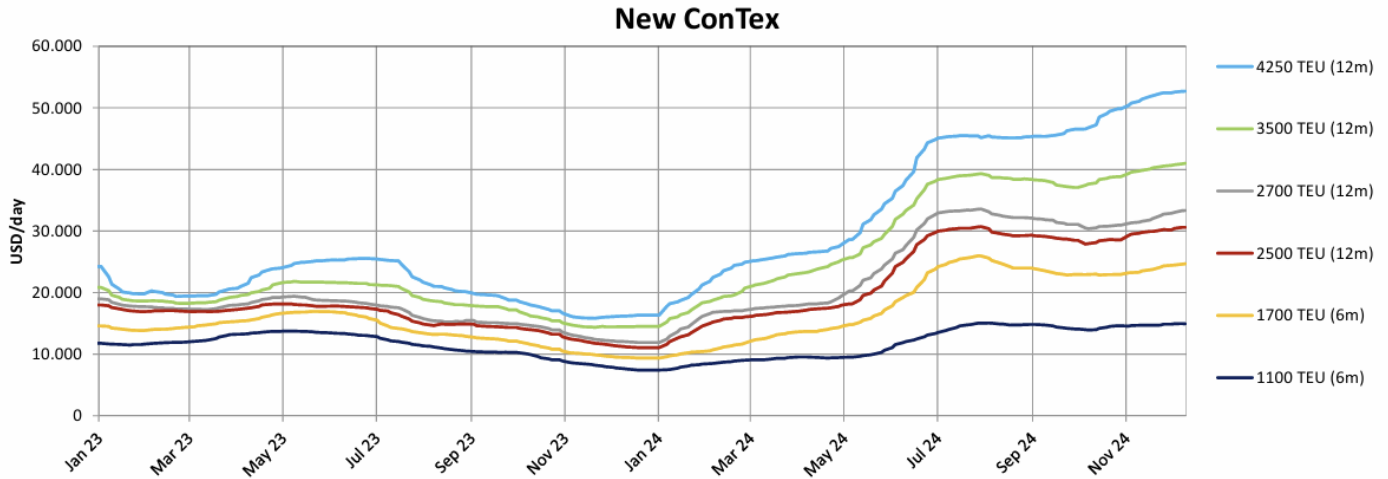
Hình 16: Dự phóng giá cước vận tải từ 2024 – 2025 theo Drewry



Nguồn: Drewry

Drewry dự đoán giá cước vận tải Đông – Tây trung bình sẽ tăng trong năm 2025, chủ yếu là giá cước theo hợp đồng, với giả định rằng cuộc đình công mới tại cảng Mỹ sẽ xảy. Tuy nhiên trong trường hợp cuộc đình công tại cảng Mỹ không diễn ra, Drewry kỳ vọng giá cước vận tải Đông – Tây sẽ không có thay đổi rõ rệt. Ngoài ra theo HellenShipping, vào 12/12/2024, giá cho thuê tàu có kích thước 1,800 TEU và 1,700 TEU vẫn ở mức cao, lần lượt ở mức 29,277USD/tàu/ngày và 24,473 USD/ngày/tàu tương ứng với mức tăng 182.8% svck và 161% svck. Với xu hướng nhập hàng sớm kết hợp với những bất ổn xung quanh căng thẳng khu vực Biển Đỏ và nguy cơ gián đoạn tại cảng Mỹ do đình công sẽ khiến tình trạng neo cao của giá cho thuê tàu sẽ kéo dài đến hết Q1/2025, qua đó chúng tôi kỳ vọng giá cước cho thuê tàu 1,800 TEU sẽ dao động quanh mức 30,000 USD/ngày/tàu (+191.7% svck) trong tháng cuối năm 2024 kéo dài đến hết Q1/2025 trước khi hạ nhiệt xuống khoảng 25,000 USD/ngày/tàu (-16.7% svck) trong năm 2025 và 2026.

Hình 17: Giá cho thuê tàu theo HellenShipping cập nhật ngày 12/12/2024



Nguồn: HellenShipping, MBS Research

**Hoạt động cho thuê tàu kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong năm 2025**

Hầu hết các hợp đồng thuê tàu của HAH sẽ hết hạn vào cuối năm nay, với kỳ vọng giá cho thuê tàu sẽ được neo mức cao trong năm 2024 và kéo dài đến hết Q1/2025, chúng tôi kỳ vọng HAH sẽ tái ký các hợp đồng thuê mới với mức giá trung bình lần lượt khoảng 16,000USD / 21,000 USD (tăng 31.25% so với cùng kỳ) trong năm 2024-25 trước khi hạ nhiệt về mức trung bình 19,600 USD/ngày/tàu (giảm 5% svck) trong năm 2026.

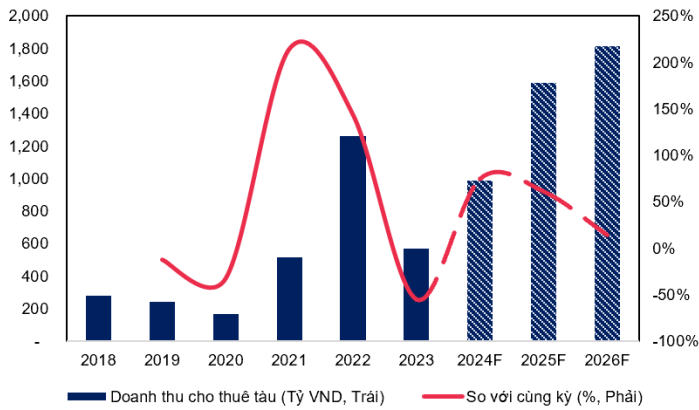
Hình 18: Kế hoạch cho thuê tàu của HAH 2024 - 2025

Tàu	Năm đóng tàu	Cỡ tàu (TEU)	2024												2025												2026											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
HaiAn Mind	2012	1,794	USD 19,000/ngày						USD 22,700/ngày						USD 22,100/ngày						USD 21,500/ngày																	
HaiAn View	2009	1,577	USD 13,400/ngày						USD 14,400/ngày						USD 13,600/ngày																							
HaiAn East	2008	1,702	USD 18,000/ngày						USD 18,000/ngày						USD 17,100/ngày																							
HaiAn West	2007	1,740	USD 14,750/ngày						USD 15,900/ngày						USD 15,000/ngày																							
Anbien Bay	2008	1,794	USD 40,000/ngày						USD 22,000/ngày						USD 21,450/ngày						USD 20,900/ngày																	
Anbien Sky	2024	1,800	USD 15,950/ngày						USD 15,950/ngày						USD 15,950/ngày																							
HaiAn Opus	2024	1,781	USD 24,000/ngày						USD 22,800/ngày																													
HaiAn Gamma	2007	3,400	USD 31,000/ngày																																			
			Hợp đồng thực tế												Giá dự phóng 2025												Giá dự phóng 2026											

Nguồn: HAH, MBS Research

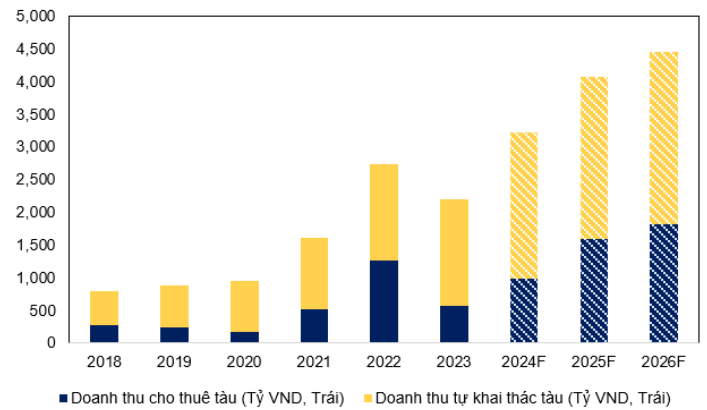
Trong tháng 11 vừa qua, HAH đã ký Biên bản ghi nhớ (MOA) để mua tàu mang tên TORO (sau được đổi tên thành HaiAn GAMA), được đóng vào năm 2007. Tàu HaiAn GAMA có sức chứa thiết kế là 3,500 TEU, tương đương với 35,573 tấn tổng trọng tải, là tàu có công suất lớn nhất trong tổng 16 tàu của doanh nghiệp, qua đó giúp Hải An nâng tổng công suất đội tàu lên hơn 26,500 TEU, tăng 50% so với cùng kỳ. Sau khi tiếp nhận thành công, tàu HaiAn GAMA đã được cho hàng tàu Maersk của Đan Mạch thuê định hạn để chạy tuyến Port Said (Ai Cập) – Mersin (Thổ Nhĩ Kỳ) – Port Said (Ai Cập). Theo HĐQT, HaiAn GAMA sẽ được thuê theo hợp đồng với mức giá thuê dự kiến 31,000 USD/ngày, hết hạn sau hai năm, tương ứng sẽ đóng góp khoảng 282.9 tỷ đồng, tương ứng khoảng 20.1% và 19.5% doanh thu cho thuê tàu trong giai đoạn 2025 – 2026, qua đó giúp doanh thu cho thuê tàu của HAH tăng 74.1% lên mức 986.7 tỷ đồng trong 2024 và tiếp tục tăng thêm 60.8% / 14.4% và đạt mức 1,586.7 tỷ đồng / 1,815.8 tỷ đồng trong giai đoạn 2025 – 2026.

Hình 19: Doanh thu cho thuê tàu của HAH từ 2018 – 2026F



Nguồn: HAH, MBS Research

Hình 20: Tỷ trọng doanh thu cho thuê tàu và doanh thu tự khai thác của HAH từ 2018 – 2026F

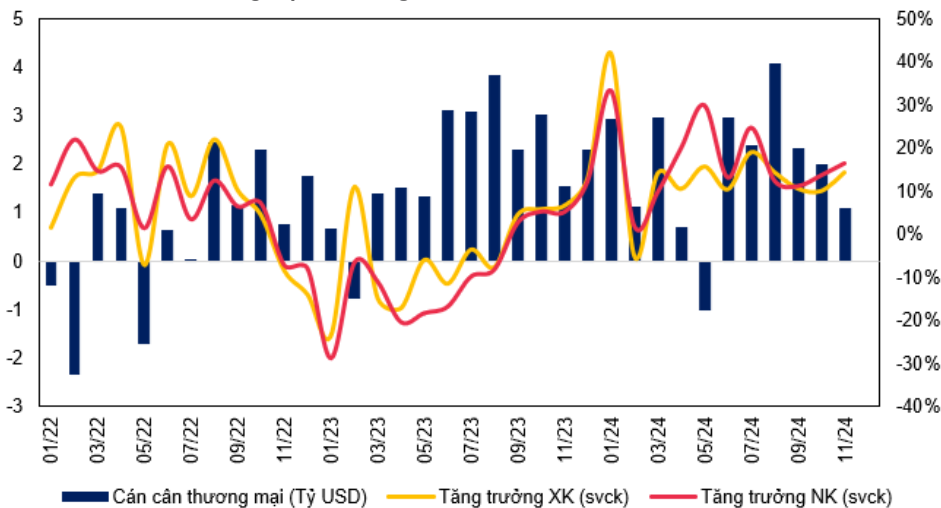


Nguồn: HAH, MBS Research

### Hoạt động tự khai thác tàu giai đoạn 2024-26 tăng trưởng ổn định nhờ xuất nhập khẩu của Việt Nam phục hồi tốt

Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, trong tháng 11, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu hàng hóa sơ bộ đạt 66,4 tỷ USD, giảm 4.1% so với tháng trước và tăng 9% so với cùng kỳ năm trước, nâng tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa 11 tháng 2024 lên mức 715.6 tỷ USD, tăng 15.4% so với cùng kỳ năm trước, cho thấy sự phục hồi rõ nét so với 2023. Với kết quả đạt được trong 11 tháng và tốc độ tăng trưởng gần đây, nhiều kỳ vọng dự đoán kim ngạch xuất nhập khẩu năm 2024 sẽ cán mốc kỷ lục mới 800 tỷ USD, nhất là trong bối cảnh xuất khẩu hàng hóa cuối năm của Việt Nam vẫn còn dư địa tăng trưởng do nhu cầu tiêu thụ cao khi các thị trường lớn bước vào mùa lễ hội.

Hình 20: Cán cân thương mại các tháng từ 2022 – 2024



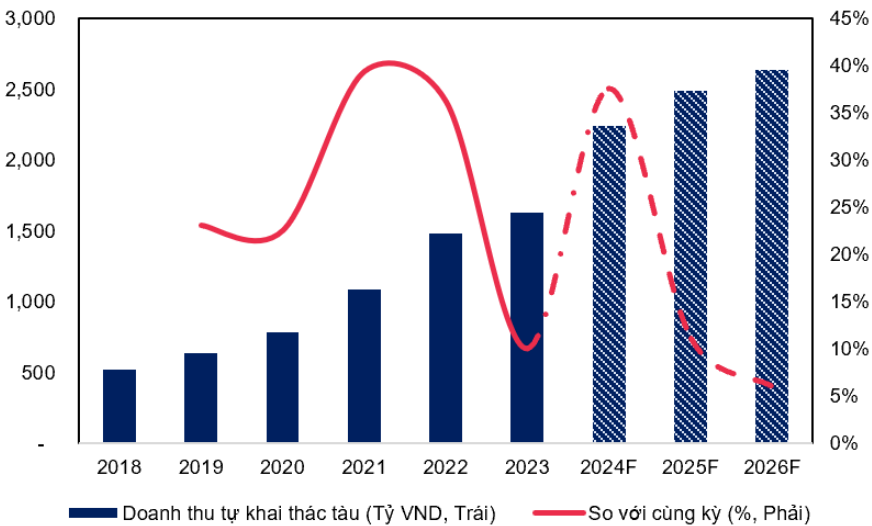
Nguồn: GSO, MBS Research

Sự kiện ông Donald Trump một lần nữa bước vào Nhà Trắng với những biện pháp tăng cường các chính sách kinh tế mạnh mẽ nhắm tới Trung Quốc, sẽ khiến các nhà bán lẻ có xu hướng dịch chuyển chuỗi sản xuất sang các quốc gia khác để né tránh hàng rào thuế quan. Với những lợi thế như chi phí lao động rẻ và vị trí địa lý thuận lợi với đường bờ biển dài có nhiều cảng biển, thuận lợi cho các hoạt động vận tải đường biển, Việt Nam trở thành điểm đến lý tưởng cho các doanh nghiệp muốn đa dạng hóa sản xuất và giảm sự phụ thuộc vào

Trung Quốc. Tương tự như năm 2019 khi nền kinh tế thế giới chứng kiến những biến động phức tạp, đa chiều từ xung đột thương mại Mỹ - Trung Quốc, Việt Nam vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng xuất khẩu khả quan trong năm này với tổng kim ngạch xuất khẩu hàng hóa cả năm đạt 264,19 tỷ USD, tăng 8,4% so với năm 2018. Trong đó, xuất khẩu sang thị trường Mỹ đạt 61,35 tỷ USD, tăng 29,1% so với năm 2018 và chiếm tới 23,2% tổng kim ngạch xuất khẩu cả nước.

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động Xuất – Nhập khẩu sẽ tiếp tục phục hồi mạnh mẽ trong các tháng cuối năm 2024 – phù hợp với xu hướng bổ sung hàng hóa tại các nước lớn như Mỹ và tiếp tục tăng trong giai đoạn 2025 – 2026 khi các nhà sản xuất và bán lẻ dịch chuyển chuỗi cung ứng sang Việt Nam để giảm phụ thuộc vào Trung Quốc, qua đó giúp sản lượng tự khai thác của HAH cải thiện 35% svck trong năm 2024 và tiếp tục tăng 10% / 5% svck trong năm 2025 / 2026, giúp doanh thu tự khai thác tàu của HAH sẽ tiếp tục phục hồi mạnh mẽ 37.5% trong năm 2024 đạt mức 2,238.8 tỷ đồng và tăng thêm 11.1% và 6.1% lên mức 2,487.3 tỷ đồng và 2,637.8 tỷ đồng trong giai đoạn 2025 – 2026.

Hình 21: Doanh thu tự khai thác tàu của HAH từ 2018 – 2026F



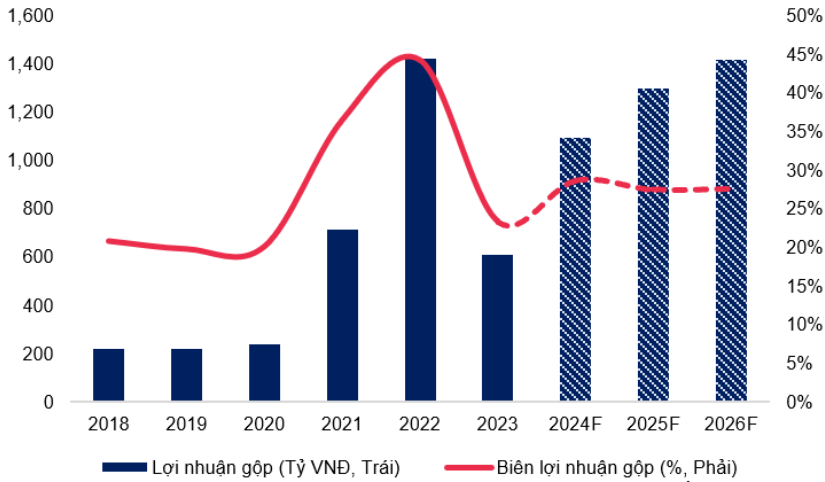
Nguồn: HAH, MBS Research

Do các cảng Hải An và cảng Depot được doanh nghiệp định hướng phụ trợ cho mảng vận tải biển nên chủ yếu nguồn hàng đi qua cảng tới từ đội tàu của doanh nghiệp, qua đó chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa qua cảng sẽ tăng 50% svck và tiếp tục tăng 8% / 5% trong năm 2025 / 2026. Ngoài ra chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất nhập khẩu qua cảng sẽ cải thiện mạnh mẽ giúp giá dịch vụ bình quân tăng 3% svck trong 2024 và 1% trong cả 2 năm 2025 và 2026, qua đó giúp doanh thu khai thác cảng của HAH sẽ có mức phục hồi lên mức 307.9 tỷ đồng tăng thêm 54.5% trong 2024 và tiếp tục tăng thêm 9.5% / 6.1% lên mức 337.2 tỷ đồng / 357.6 tỷ đồng trong năm 2025 / 2026.

Tổng kết lại, chúng tôi dự phóng doanh thu của HAH sẽ tăng 46.1% lên 3,817.5 tỷ đồng trong 2024 và tiếp tục tăng 23.7% / 9.1 % đạt mức 4,723.7 tỷ đồng / 5,155 tỷ đồng trong giai đoạn 2025 / 2026, qua đó thúc đẩy lợi nhuận gộp đạt mức 1,095 tỷ đồng (tăng 79.1% svck) trong 2024 và đạt mức 1,300 tỷ đồng (+18.7% svck) / 1,421 tỷ đồng (+9.3% svck) trong năm 2025 / 2026. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp sẽ cải thiện 5.3 điểm % trong 2024 lên 28.7%, chủ yếu đến từ việc HAH thành công ký mới các hợp đồng cho thuê với mức giá cao hơn 31.25% svck giúp doanh thu khai thác tàu tăng mạnh cùng với việc giá dầu DO giảm 11.1% svck, trước khi biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ

xuống mức 27.5% / 27.6% trong năm 2025 / 2026 khi giá cho thuê tàu hạ nhiệt và giá nhiên liệu phục hồi.

Hình 22: Lợi nhuận gộp và biên LNG trong giai đoạn 2018 – 2026F

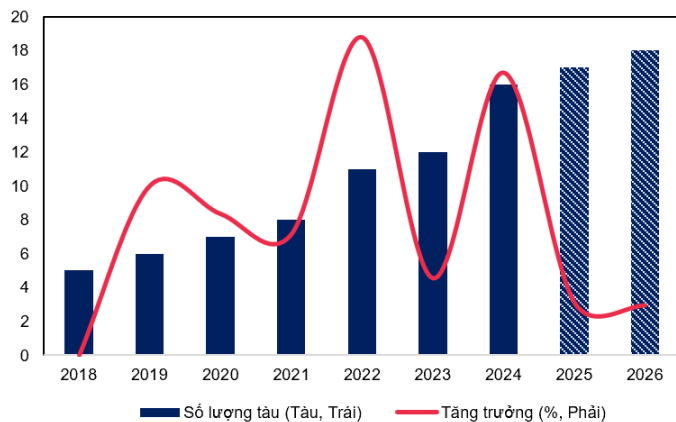


Nguồn: HAH, MBS Research

### Kế hoạch mở rộng và nâng công suất đội tàu khiến tỷ lệ đòn bẩy giữ ở mức cao

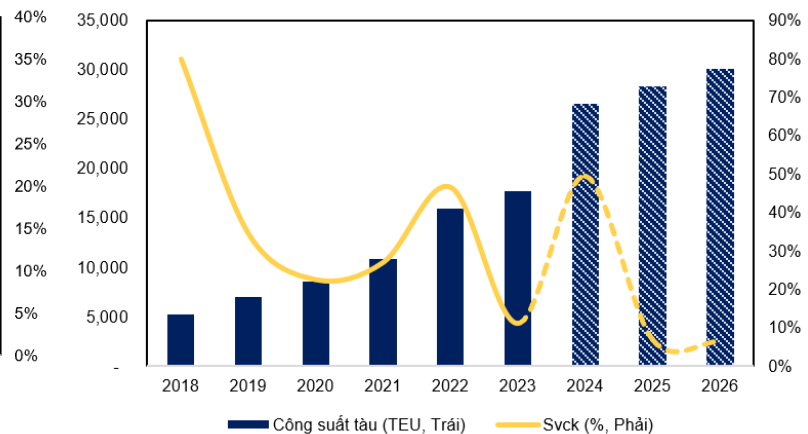
Theo thống kê của Hiệp hội Cảng biển Việt Nam, tốc độ tăng trưởng vận tải biển toàn cầu đang đạt mức 5 – 10% mỗi năm. Dự báo đến năm 2030, khoảng 12.8 triệu TEU hàng container sẽ được trung chuyển qua các cảng ở Biển Đông, giúp sản lượng khai thác cảng và tàu tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ. Qua đó để đáp ứng được nhu cầu vận chuyển tăng mạnh trong tương lai, trong các năm trở lại đây các doanh nghiệp cảng biển và vận tải biển luôn cố gắng mở rộng công suất, mở rộng đội tàu. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, HAH dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng đội tàu, nâng cao công suất để đáp ứng nhu cầu vận chuyển gia tăng và khai thác thêm các tuyến đường biển quốc tế. Chúng tôi kỳ vọng HAH sẽ mua thêm 1 tàu trong năm 2025 và 1 tàu trong 2026, nâng tổng số tàu trong đội lên 18 tàu và nâng tổng công suất lên khoảng 30,100 TEU (tăng 13.6% svck).

Hình 23: Số lượng đội tàu của HAH từ 2014 – 2026F



Nguồn: HAH, MBS Research

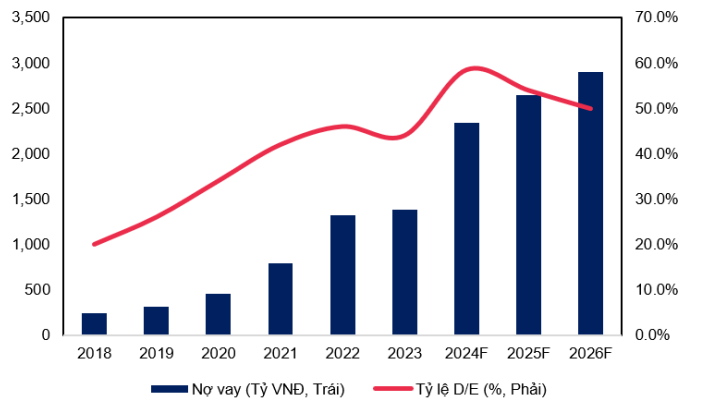
Hình 24: Công suất đội tàu của HAH từ 2018 – 2026F



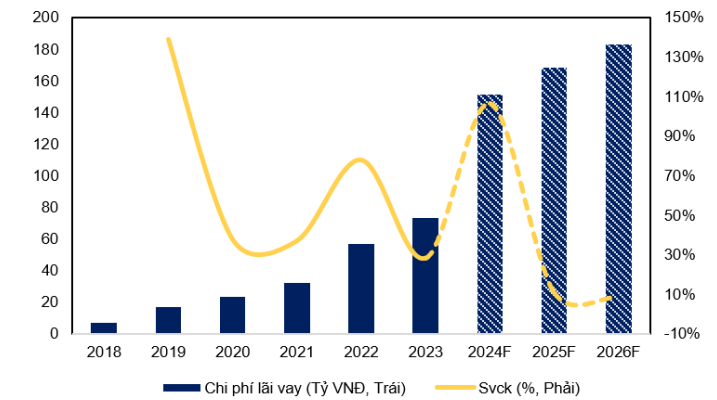
Nguồn: HAH, MBS Research

Trong Q3/2024, tổng nợ vay của HAH đạt mức 2,113 tỷ đồng tăng 155% svck, do đó đã khiến chi phí lãi vay tăng 45% svck và tỷ lệ D/E tăng lên 0.58 lần so với mức 0.51 lần trong Q2/2024. Để cấp vốn cho kế hoạch mở rộng đội tàu, HAH dự kiến vay 50% tổng giá trị tàu. Trong tháng 11 vừa qua, HAH đã ký Biên bản ghi nhớ (MOA) với Lamda Seatrading SA để mua tàu mang tên TORO (sau được đổi tên thành HaiAn GAMA), đối với tàu TORO HAH lựa chọn phương án chính là vay ngân hàng. Do đó chúng tôi kỳ vọng HAH sẽ vay dài hạn thêm 312.5 tỷ đồng trong giai đoạn 2025 – 2026 và với kế hoạch tiếp tục mở rộng đội tàu của HAH, chúng tôi đánh giá tỷ lệ đòn bẩy của doanh nghiệp sẽ tiếp tục neo ở mức cao trong thời gian tới. Chúng tôi ước tính tổng nợ của HAH sẽ đạt mức 2,344 tỷ đồng trong năm 2024 tương ứng với tỷ lệ D/E là 0.59 và tiếp tục tăng lên mức 2,646 tỷ đồng / 2,903 tỷ đồng tương ứng với tỷ lệ D/E là 0.54 và 0.49 trong năm 2025 / 2026. Do đó chi phí lãi vay tăng lên 152 tỷ đồng (tăng 106.5% svck) trong năm 2024 và tiếp tục tăng lên 168 tỷ đồng (tăng 11.1% svck) / 183 tỷ đồng (tăng 8.7% svck) trong năm 2025 / 2026.

Hình 25: Tỷ lệ nợ vay / VCSH của HAH giai đoạn 2018 – 2026F



Hình 26: Chi phí lãi vay của HAH giai đoạn 2018 – 2026F

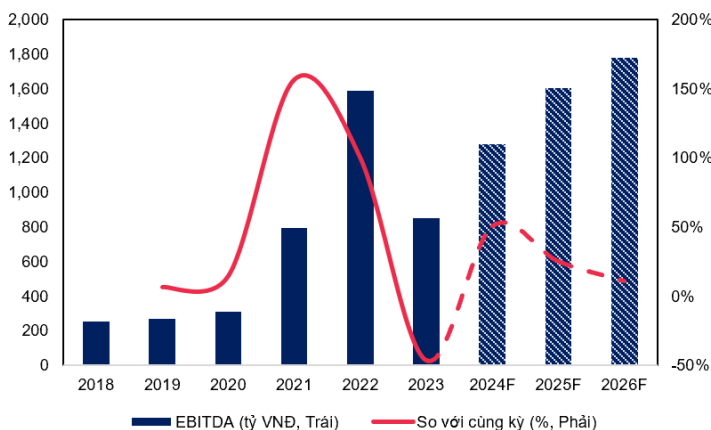


Nguồn: HAH, MBS Research

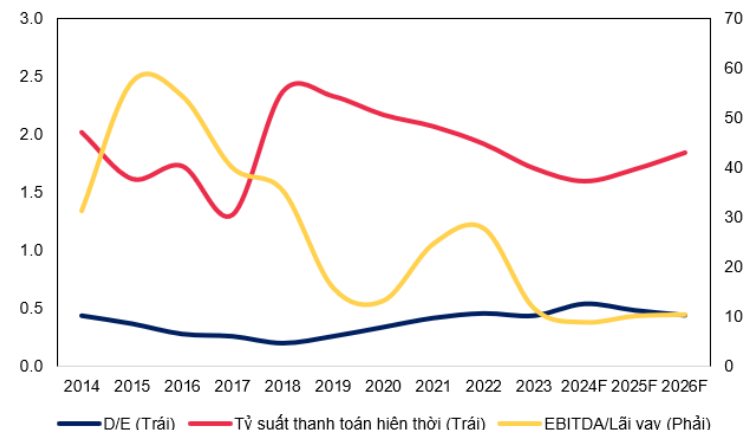
Nguồn: HAH, MBS Research

Tuy nhiên tiềm năng tăng trưởng của hoạt động kinh doanh trong tương lai sẽ làm động lực thúc đẩy EBITDA phục hồi mạnh mẽ lên 1,280.6 tỷ đồng tương ứng với mức tăng 50.7 % svck, trong năm 2024 và tiếp tục tăng lên 1,602.8 tỷ đồng / 1,778.5 tỷ đồng tương ứng với mức tăng 25.2% / 10.7% trong 2 năm 2025 / 2026. Do đó chúng tôi đánh giá tỷ lệ thanh toán lãi vay của HAH vẫn đang ở mức hợp lý, tuy có sự giảm nhẹ về mức 8.5x trong 2024 do công ty tăng khoản vay để tiếp nhận 4 tàu mới nhưng sẽ được cải thiện trong giai đoạn 2025 – 2026 lên mức 9.5x và 9.7x khi doanh thu tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ.

Hình 27: EBITDA của HAH từ 2018 – 2026F



Hình 28: Sức khỏe tài chính HAH giai đoạn 2014 -2026F



Nguồn: HAH, MBS Research

Nguồn: HAH, MBS Research

**Dự báo KQKD giai đoạn 2024 – 2026**

Các chỉ tiêu KQKD	2023	2024F	%svck	2025F	%svck	2026F	%svck	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>2,613</b>	<b>3,818</b>	<b>46.1%</b>	<b>4,724</b>	<b>23.7%</b>	<b>5,155</b>	<b>9.1%</b>	Trong năm 2024, công ty tiếp nhận tổng cộng 4 tàu mới, qua đó nâng tổng công suất đội tàu lên hơn 26,500 TEU (+49.4% svck). Để đáp ứng nhu cầu vận chuyển tăng nhanh cùng với việc hưởng giá cước cho thuê cao, chúng tôi kỳ vọng HAH sẽ tiếp tục mở rộng thêm 1 tàu trong năm 2025 và 1 tàu trong năm 2026, qua đó nâng công suất đội tàu lên hơn 30,100 TEU (+13.6%) vào cuối năm 2026.
Bao gồm								
- Khai thác cảng	199	308	54.5%	337	9.5%	358	6.1%	Hoạt động xuất nhập khẩu tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ do xu hướng chuyển dịch chuỗi sản xuất ra khỏi Trung Quốc, qua đó giúp sản lượng hàng hóa qua cảng sẽ tiếp tục tăng trong giai đoạn 2024 - 2026. Ngoài ra việc hàng hóa xuất khẩu thông qua cảng tăng sẽ giúp cải thiện giá dịch vụ trung bình tại cảng, qua đó thúc đẩy doanh thu tiếp tục tăng trưởng trong giai đoạn 2024-26
- Khai thác tàu	2,195	3,226	47.0%	4,074	26.3%	4,454	9.3%	
(+) Cho thuê	567	987	74.1%	1,587	60.8%	1,816	14.4%	Chúng tôi kỳ vọng giá cho thuê tàu sẽ tiếp tục neo ở mức cao trong năm 2025, tăng 31.5% svck khi HAH ký mới các hợp đồng cho thuê tàu vào cuối năm 2024, qua đó thúc đẩy doanh thu từ hoạt động cho thuê kéo dài đã tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025 trước khi giá cho thuê hạ nhiệt, giảm nhẹ 5% svck trong năm 2026. Nhưng với kỳ vọng về việc HAH sẽ tiếp tục mở rộng đội tàu để cho thuê, chúng tôi dự phóng doanh thu cho thuê tàu sẽ tiếp tục tăng trong 2026.
(+) Tự khai thác	1,628	2,239	37.5%	2,487	11.1%	2,638	6.1%	Hưởng lợi từ xu hướng nhập hàng sớm và dịch chuyển chuỗi sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam của các nhà bán lẻ, sản xuất của Mỹ, hoạt động thương mại của Việt Nam sẽ tiếp tục phục hồi trong giai đoạn 2025-26, qua đó giúp sản lượng tự khai thác của HAH tăng 35% / 10% / 5% trong giai đoạn 2024 – 26, qua đó kéo dài đà tăng trưởng doanh thu mảng tự khai thác tàu của HAH
- Khác	219	284	30.0%	312	10.0%	344	10.0%	
<b>LN gộp</b>	<b>611</b>	<b>1,128</b>	<b>84.7%</b>	<b>1,358</b>	<b>20.3%</b>	<b>1,475</b>	<b>8.6%</b>	
- Khai thác cảng	148	228	54.0%	236	3.9%	247	4.4%	
- Khai thác tàu	435	821	89.0%	1,041	26.7%	1,136	9.2%	
- Khác	29	79	176.4%	80	1.2%	91	13.6%	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>23.4%</b>	<b>29.6%</b>	<b>6.2%</b>	<b>28.7%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>28.6%</b>	<b>-0.1%</b>	
- Khai thác cảng	74.2%	73.9%	-0.2%	70.1%	-3.8%	69.0%	-1.1%	
- Khai thác tàu	19.8%	25.5%	5.7%	25.5%	0.1%	25.5%	0.0%	
- Khác	13.2%	28.0%	14.8%	25.7%	-2.2%	26.6%	0.8%	
<b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>	<b>125</b>	<b>159</b>	<b>27.1%</b>	<b>197</b>	<b>23.7%</b>	<b>215</b>	<b>9.1%</b>	
% Chi phí BH & QLDN	4.8%	4.2%	-0.6%	4.2%	0.0%	4%	0.0%	
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>30</b>	<b>21</b>	<b>-31.5%</b>	<b>24</b>	<b>18.2%</b>	<b>26</b>	<b>7.3%</b>	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>84</b>	<b>169</b>	<b>102.1%</b>	<b>177</b>	<b>4.6%</b>	<b>193</b>	<b>9.2%</b>	Việc mở rộng đội tàu tăng công suất để đáp ứng nhu cầu vận tải và hưởng giá cước cho thuê cao khiến tăng mức nợ vay của công ty qua đó làm chi phí tài chính tăng mạnh, trong 2025 và 2026 HAH chúng tôi dự kiến doanh nghiệp sẽ tiếp tục mở rộng đội tàu qua đó chi phí tài chính tiếp tục tăng.
Trong đó: Chi phí lãi vay	73	145	97.7%	159	9.6%	171	7.8%	
<b>LN trước thuế</b>	<b>450</b>	<b>848</b>	<b>88.4%</b>	<b>1,042</b>	<b>22.9%</b>	<b>1,129</b>	<b>8.4%</b>	
<b>LN sau thuế</b>	<b>358</b>	<b>674</b>	<b>88.4%</b>	<b>828</b>	<b>22.9%</b>	<b>898</b>	<b>8.4%</b>	
Lợi ích cổ đông thiểu số	(27)	68	-352.5%	84	22.9%	91	8.4%	
<b>Lợi nhuận công ty mẹ</b>	<b>385</b>	<b>606</b>	<b>57.4%</b>	<b>744</b>	<b>22.9%</b>	<b>807</b>	<b>8.4%</b>	Giá cho thuê tàu neo ở mức cao là động lực chính kéo dài đà tăng của lợi nhuận ròng. Ngoài ra việc hoạt động xuất nhập khẩu tại Việt Nam tiếp tục tăng trưởng giúp sản lượng khai thác tàu và cảng kéo dài đà phục hồi, qua đó thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cho giai đoạn 2024-26.
<b>EPS (VNĐ/cp)</b>	<b>3,172</b>	<b>4,992</b>	<b>57.4%</b>	<b>6,133</b>	<b>22.9%</b>	<b>6,649</b>	<b>8.4%</b>	

Nguồn: MBS Research dự phóng

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,613</b>	<b>3,818</b>	<b>4,724</b>	<b>5,155</b>
Giá vốn hàng bán	2,002	2,689	3,366	3,680
Lợi nhuận gộp	611	1,128	1,358	1,475
Chi phí BH&QLDN	125	159	197	215
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>486</b>	<b>969</b>	<b>1,160</b>	<b>1,260</b>
EBITDA thuần	850	1,281	1,603	1,778
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>486</b>	<b>969</b>	<b>1,160</b>	<b>1,260</b>
Thu nhập lãi	30	21	24	26
Chi phí tài chính	84	169	177	193
Thu nhập ròng khác	3	6	7	7
TN từ các Cty LK & LD	15	22	27	29
<b>LN trước thuế</b>	<b>450</b>	<b>848</b>	<b>1,042</b>	<b>1,129</b>
Thuế TNDN	92	174	213	231
<b>LNST</b>	<b>358</b>	<b>674</b>	<b>828</b>	<b>898</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(27)	68	84	91
<b>LN ròng</b>	<b>385</b>	<b>606</b>	<b>744</b>	<b>807</b>
Chi trả cổ tức	90	142	175	189
Lợi nhuận giữ lại	<b>295</b>	<b>464</b>	<b>570</b>	<b>617</b>
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Tiền và tương đương tiền	245	108	326	286
Đầu tư ngắn hạn	73	106	131	242
Phải thu khách hàng	228	308	382	416
Hàng tồn kho	97	130	154	166
Tổng tài sản ngắn hạn	1,600	1,820	2,436	2,686
Tài sản cố định	3,118	4,918	5,668	6,418
XDCB dở dang	30	44	55	60
BĐS đầu tư	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	342	382	425	474
Đầu tư vào Cty LD, LK	155	217	263	285
Phải thu dài hạn	113	165	204	223
Tổng tài sản dài hạn	3,759	5,725	6,615	7,460
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5,362</b>	<b>7,545</b>	<b>9,051</b>	<b>10,146</b>
Vay & nợ ngắn hạn	394	259	378	468
Phải trả người bán	155	227	281	307
Phải trả ngắn hạn khác	108	158	196	214
Tổng nợ ngắn hạn	938	1,138	1,432	1,456
Vay & nợ dài hạn	993	1,950	2,070	2,190
Các khoản phải trả khác	258	104	129	141
Tổng nợ dài hạn	1,253	2,342	2,587	2,697
<b>Tổng nợ</b>	<b>2,191</b>	<b>3,479</b>	<b>4,019</b>	<b>4,153</b>
Vốn điều lệ	1,055	1,055	1,055	1,055
Thặng dư vốn cổ phần	192	192	192	192
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	295	464	570	617
Các quỹ thuộc VCSH	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	3,171	4,066	5,032	5,993
Lợi ích CĐ thiểu số	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>5,362</b>	<b>7,545</b>	<b>9,051</b>	<b>10,146</b>

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024F	2025F	2026F
LN trước thuế	450	848	1,042	1,129
Khấu hao	364	312	442	519
CP lãi vay đã trả	(145)	(159)	(171)	(182)
Các khoản điều chỉnh khác	(35)	151	122	133
Thay đổi VLD	(98)	574	446	65
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>536</b>	<b>1,726</b>	<b>1,881</b>	<b>1,665</b>
Đầu tư TSCĐ	(776)	(2,173)	(1,239)	(1,291)
Thu từ TL TSCĐ và mua công cụ nợ	(866)	-	-	-
<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>21</b>	<b>(2,349)</b>	<b>(1,413)</b>	<b>(1,370)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	69	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	(546)	679	262	363
Dòng tiền từ HĐTC khác	23	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(90)	(142)	(175)	(189)
<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>-</b>	<b>485</b>	<b>(250)</b>	<b>(334)</b>
<b>Tiền và tương đương tiền đầu kỳ</b>	<b>415</b>	<b>245</b>	<b>108</b>	<b>326</b>
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(170)</b>	<b>(138)</b>	<b>218</b>	<b>(40)</b>
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>245</b>	<b>108</b>	<b>326</b>	<b>286</b>
<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Tăng trưởng doanh thu thuần	-18%	46%	24%	9%
Tăng trưởng EBITDA	-46%	51%	25%	11%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-63%	100%	20%	9%
Tăng trưởng LN trước thuế	-66%	88%	23%	8%
Tăng trưởng LN ròng	-55%	57%	23%	8%
Tăng trưởng EPS	-55%	57%	23%	8%
Biên LN gộp	23%	30%	29%	29%
Biên EBITDA	33%	34%	34%	34%
Biên LN ròng	14%	18%	18%	17%
ROAE	11.3%	16.6%	16.5%	15.0%
ROAA	6.7%	8.9%	9.2%	8.9%
Vòng quay tài sản	0.49	0.51	0.52	0.51
Cổ tức chi trả/LN ròng	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%
Tổng nợ vay/VCSH	0.4	0.5	0.5	0.4
Nợ vay ròng/VCSH	0.4	0.5	0.4	0.4
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	0.2	0.3	0.2	0.2
Khả năng thanh toán lãi vay	0.2	0.1	0.1	0.1
Số ngày phải thu	33	26	27	28
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	16	15	15	16
Số ngày phải trả tiền bán	21	18	20	21
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.7	1.6	1.7	1.8
Khả năng thanh toán nhanh	1.6	1.5	1.6	1.7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.5	0.3	0.5	0.5
<b>Định giá</b>				
EPS (đồng/cp)	3,172	4,992	6,133	6,649
BVPS (đồng/cp)	26,130	33,505	41,473	49,388
P/E (lần)	17.9	11.4	9.3	8.5
P/B (lần)	2.2	1.7	1.4	1.2

Nguồn: HAH, MBS dự phóng



## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG LẬP - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KÉM KHẢ QUAN - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Ngô Quốc Hưng*

*Nghiêm Phú Cường*

*Đinh Hà Anh*

*Võ Đức Anh*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Luyến*

*Nguyễn Đức Hải*

### Bất động sản – KCN - VLXD

*Nguyễn Minh Đức*

*Lê Hải Thành*

### Công nghiệp – Năng lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

*Phạm Thị Thanh Huyền*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*