

CTCP VẬN TẢI VÀ XẾP DỠ HẢI AN (HSX: HAH)

Ngành: Công nghiệp

Xếp hạng

**TRUNG
LẬP**

Giá đóng cửa 16/02/2025	VND54,000
Giá mục tiêu	VND58,200
vs Consensus	3.5%
Lợi nhuận kỳ vọng	+7.8%

Chuyên viên phân tích

Vũ Mạnh Tuấn

tuanvm@vpbanks.com.vn

Triển vọng tăng trưởng dài hạn còn mơ hồ bởi nguy cơ giá cước vận tải giảm

Điểm nhấn tài chính

- Doanh thu Q4/24 của HAH tăng mạnh 82% svck (+7.2% sv quý trước) đạt 1.211 tỷ đồng (mức doanh thu theo quý cao nhất từ trước đến nay).
- Biên lợi nhuận gộp tăng 8.3 điểm % svck đạt 32% trong năm 2024 chủ yếu nhờ giá cước vận tải tăng svck.
- Chúng tôi dự báo doanh thu của HAH sẽ tăng 16% svck nhưng lợi nhuận ròng chỉ tăng nhẹ 1.3% svck, đạt 810 tỷ đồng trong năm 2025. Vào năm 2026, lợi nhuận ròng sẽ giảm 20% svck còn 644 tỷ đồng.

Luận điểm đầu tư

- Mở rộng đội tàu giúp ổn định doanh thu cốt lõi trong bối cảnh cước vận tải có nhiều biến động.** Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng khai thác tàu cốt lõi sẽ tăng 18% svck lên 3,957 tỷ đồng trong năm 2025 nhờ vào (1) kế hoạch thêm một tàu mới vào năm 2025, nâng công suất đội tàu của HAH lên 6.4% svck, trong bối cảnh nhu cầu vận chuyển tăng trưởng trong cả khu vực nội Á và nội địa, và (2) tái ký các hợp đồng cho thuê tàu với mức giá tốt hơn. Tuy nhiên, doanh thu hoạt động cốt lõi sẽ giảm 12% svck xuống 3,480 tỷ đồng, do chúng tôi dự phóng giá cước vận chuyển sẽ giảm sâu vào năm 2026.
- Giá cước vận tải biển giảm có thể giảm gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp.** Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ thu hẹp 2.5/2.5 điểm % svck xuống 29.1%/26.6% trong năm 2025-26, chủ yếu do áp lực giảm giá cước vận tải đến từ các yếu tố (1) tin hiệu tích cực về việc giải quyết các căng thẳng địa chính trị tại khu vực Biển Đỏ, giúp các tuyến thương mại qua kênh đào Suez hoạt động trở lại bình thường, và (2) dự báo sự gia tăng công suất đội tàu toàn cầu trong năm 2025-26 sẽ vượt quá nhu cầu vận chuyển hàng hóa.
- Chi phí lãi vay tăng trong quá trình mở rộng đội tàu sẽ kéo giảm lợi nhuận.** Chúng tôi dự báo chi phí lãi vay sẽ tăng 32% svck đạt 133 tỷ đồng trong năm 2025 dựa trên kế hoạch mở rộng đội tàu của HAH. Chi phí lãi vay dự phóng chiếm 2.9% doanh thu sẽ kéo lùi lợi nhuận ròng chỉ tăng nhẹ 1.3% svck lên 810 tỷ đồng trong khi LN gộp tăng trưởng 7.9% svck trong năm 2025.

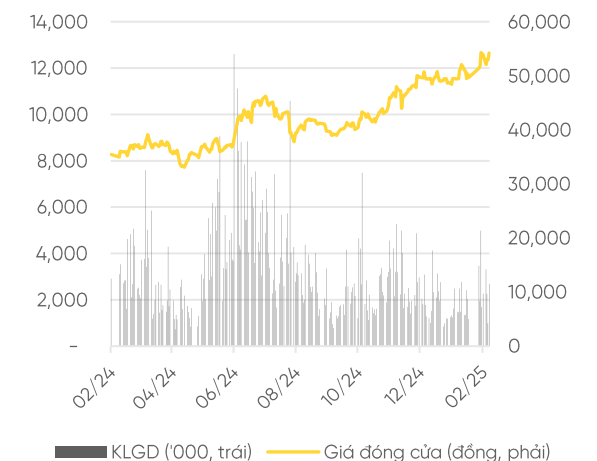
Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **Trung lập** cho cổ phiếu HAH với giá mục tiêu **58,200 đ/cp** dựa trên: 1) EV/EBITDA hiện tại ở mức 5.5 cao hơn sv trung bình ngành hiện tại (3.7) và trung bình 5 năm của HAH là 5.0 và 2) triển vọng tăng trưởng KQKD của HAH trong giai đoạn 2025-26 đã được phản ánh vào giá cổ phiếu

Thông tin giao dịch

KLGD TB 20 ngày	1,726,000
SLCP lưu hành (tr cp)	121.3
Biên độ 52 tuần (VND)	54,300/33,090
Vốn hóa doanh nghiệp (tỷ đồng)	6,553
Free float	39%
Tỷ lệ sở hữu NGTTN hiện tại	16.3%
Beta	1.3

Diễn biến giá	1T	3T	12T
HAH	4.3%	26.1%	60.1%
VNINDEX	3.5%	0.2%	14.5%



Tỷ đồng	2024	2025	2026
Doanh thu	3,992	4,647	4,201
LN gộp	1,260	1,352	1,118
LN ròng	800	810	644
LN cty mẹ	650	658	524
Biên LN gộp	31.6%	29.1%	26.6%
Biên LN ròng	16.3%	14.2%	12.5%
P/E	10.1	9.9	12.5
P/B	1.6	1.4	1.3
ROE	18.2%	15.9%	10.8%
ROA	10.3%	9.2%	6.8%

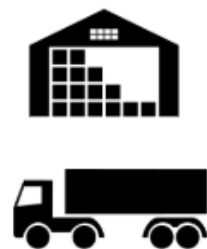
Báo cáo này được thực hiện bởi VPBankS Research, và được sử dụng như một nguồn tham khảo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tìm đọc các phương pháp xếp hạng, cam kết của chuyên viên phân tích, tuyên bố miễn trừ trách nhiệm, và các công bố quan trọng khác bởi VPBankS, được trình bày trong phụ lục tại cuối báo cáo.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Hoàn thành chuỗi giá trị khép kín hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh cốt lõi

Công ty Cổ phần Vận tải và Xếp dỡ Hải An, trước đây là Công ty TNHH Vận tải và Xếp dỡ Hải An, được thành lập vào ngày 08/05/2009 với vốn điều lệ là 150 tỷ đồng. Vào ngày 21 tháng 1 năm 2015, công ty đã được Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM chấp thuận niêm yết cổ phiếu theo Quyết định số 15/QĐ-SGDHCM. HAH là một trong số ít doanh nghiệp cung cấp chuỗi dịch vụ logistics tích hợp hoàn chỉnh với ba phân khúc: 1) Khai thác tàu, 2) Khai thác cảng, và 3) Các hoạt động khác bao gồm Khai thác depot, CFS và dịch vụ đại lý tàu.

Hình 1. Tóm tắt mô hình hoạt động của HAH

	Cơ sở vật chất	Hoạt động
Khai thác tàu	 Tàu đóng mới Tàu mua cũ 16 tàu với tổng công suất trên 26,000 TEU	Phí cước Phí cho thuê theo HĐ Tự vận hành Cho thuê tàu định hạn ~ 84% DT trong năm 2023 ~ 71% LN gộp trong năm 2023
Khai thác cảng	 Hàng hóa qua cảng chủ yếu đến từ đội tàu của HAH Cảng Hải An có công suất thiết kế đạt 250,000 TEU/năm	Phí dịch vụ Xếp dỡ hàng hóa Forwarding Đóng gói Thủ tục Hải quan ~ 8% DT trong năm 2023 ~ 24% LN gộp trong năm 2023
Khác	 - Kho bãi: 80,000 m² với công suất xếp chồng 9,000 TEU - Hai kho bãi: CFS (15,000 m²) và kho ngoại quan (5,000 m²) - Bảo trì và sửa chữa container: 5,000 m² 16 xe đầu kéo	Phí dịch vụ Quản lý kho bãi Bảo trì và sửa chữa container Cho thuê CFS và kho ngoại quan Vận chuyển đường bộ ~ 8% DT trong năm 2023 ~ 5% LN gộp trong năm 2023

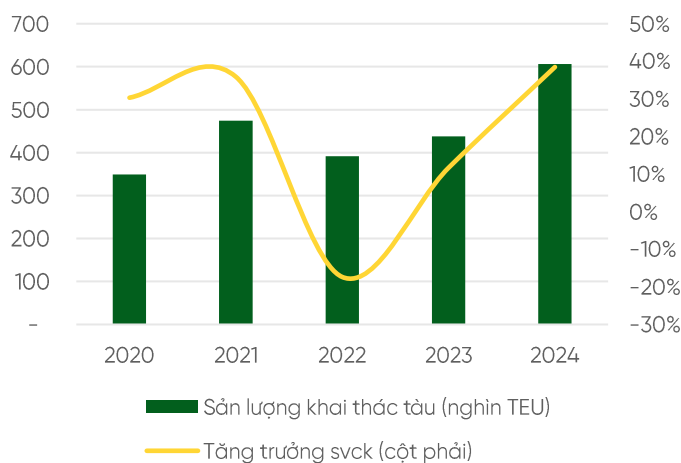
Mảng khai thác tàu: không ngừng mở rộng

Khai thác tàu là mảng kinh doanh chính thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận của HAH trong những năm gần đây. Trong giai đoạn 2019–24, doanh thu từ hoạt động khai thác tàu đã đạt tỷ lệ tăng trưởng kép 26% lớn hơn mức tăng trưởng kép doanh thu tổng của HAH là 24%. Tính đến tháng 12 năm 2024, HAH sở hữu đội tàu gồm 16 chiếc với tổng công suất đạt 26.500 TEU (tăng gấp ba lần so với năm 2019), trong đó HAH đang tự vận hành 8 tàu và cho thuê 8 tàu.

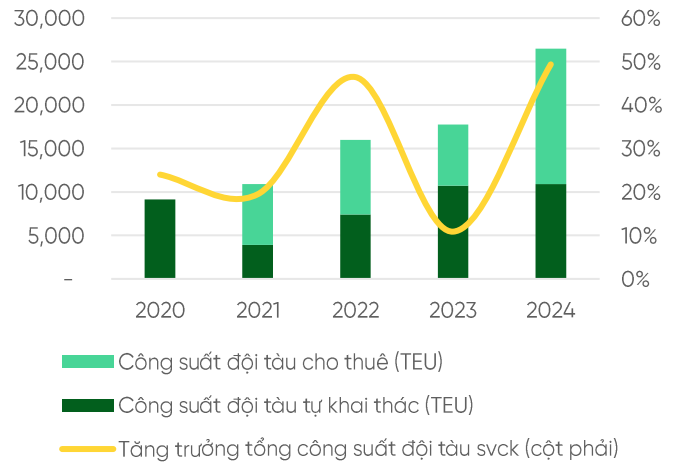
Về mảng tự vận hành tàu, đội tàu của HAH hoạt động trên tuyến trong nước và tuyến nội Á. Các tuyến trong nước bao gồm Hải Phòng – Đà Nẵng – TP.HCM với tần suất khoảng 3-4 chuyến mỗi tuần, và các tuyến nội Á (nhờ vào các liên doanh với các hãng tàu ZIM và ONE) bao gồm Hải Phòng – Tây Á (1 chuyến mỗi tháng) và Hải Phòng – TP.HCM – Singapore (2 chuyến mỗi tuần).

Đối với các tàu cho thuê, công suất các tàu của HAH phù hợp với việc chuyển tải hàng hóa cho các tàu mẹ và đến các cảng nhỏ.

Hình 2. Sản lượng khai thác tàu của HAH



Hình 3. Tổng công suất đội tàu của HAH



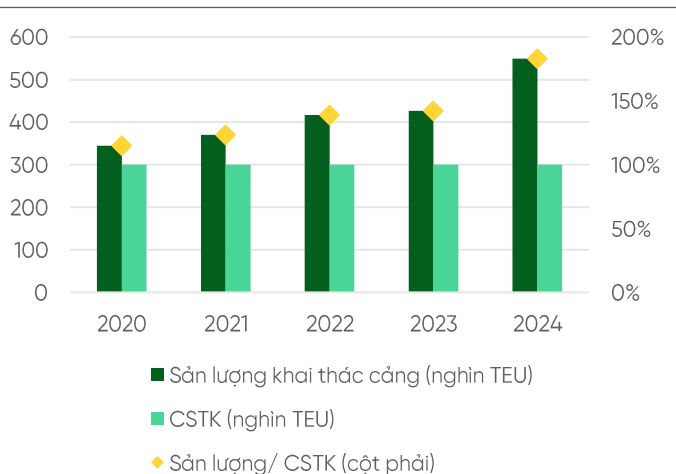
Mảng hoạt động cảng: hưởng lợi từ việc sở hữu riêng

Hiện tại, HAH sở hữu Cảng Hải An, tọa lạc ở khu vực thượng nguồn sông Cấm tại Hải Phòng, với công suất thiết kế là 300.000 TEU mỗi năm. Mặc dù Cảng Hải An không có lợi thế về vị trí so với các cảng khác trong khu vực Hải Phòng, nhưng cảng luôn hoạt động vượt công suất nhờ đội tàu riêng của HAH đảm nhận việc xếp dỡ hàng hóa tại cảng. Trong năm 2024, cảng Hải An đã hoạt động vượt quá 83% công suất thiết kế. Tuy nhiên, do vị trí địa lý, cảng không còn không gian để mở rộng thêm.

Hình 4. Mặc dù không có lợi thế về vị trí sv các cảng khác ở khu vực sông Cấm, Hải Phòng...



Hình 5. ... Cảng Haian vẫn hoạt động vượt quá CSTK nhờ đội tàu riêng của HAH về làm hàng

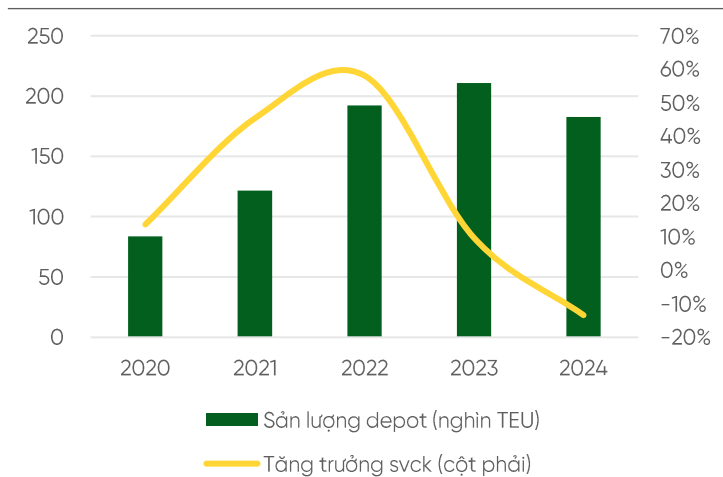


Các mảng khác (vận hành depot, CFS, dịch vụ đại lý tàu): hoàn thiện chuỗi giá trị của HAH

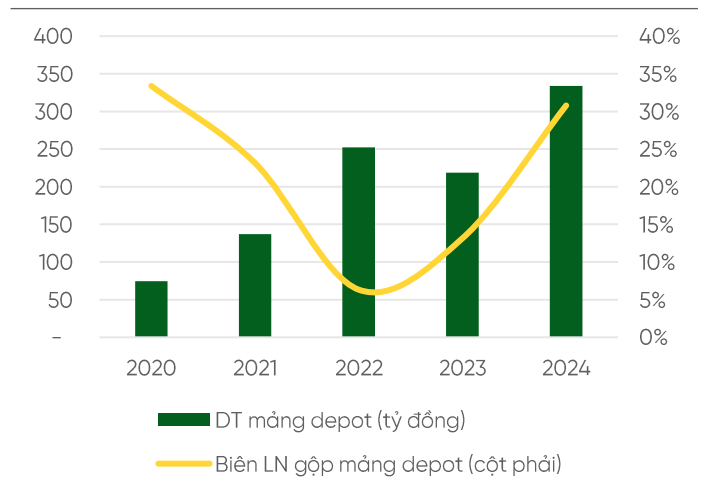
HAH, hợp tác với Pantos Holdings Incorporation từ Hàn Quốc, đã thành lập liên doanh Pan Hải An vào năm 2019, hoạt động trong lĩnh vực quản lý và vận hành depot, bao gồm kho bãi, xếp dỡ hàng hóa, thủ tục hải quan, bốc dỡ và vận chuyển container đường bộ phục vụ cho các hoạt động phân phối tại Hải Phòng. HAH sở hữu 51% cổ phần trong liên doanh này.

Depot Pan Hải An tọa lạc tại Khu công nghiệp Nam Đình Vũ, huyện Hải An, thành phố Hải Phòng (xem hình 4), với công suất thiết kế 400.000 TEU mỗi năm. Tổng diện tích hoạt động là 154.000 m², bao gồm 80.000 m² cho kho depot và 20.000 m² cho kho CFS và kho ngoại quan. Mục tiêu của việc thành lập liên doanh là hoàn thiện quy trình dịch vụ logistics tích hợp của công ty.

Hình 6. Sản lượng hành hóa depot của HAH

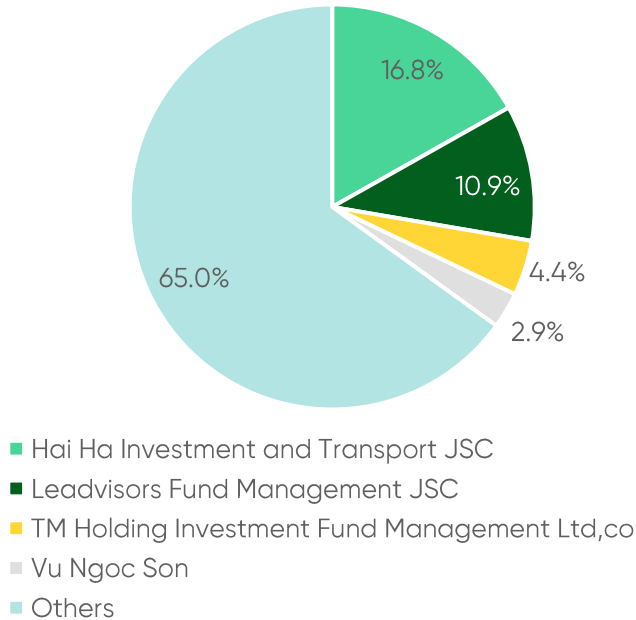


Hình 7. Doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng depot



Shareholder's structure

Hình 8. Shareholder's structure



Cơ cấu cổ đông bao gồm Công ty Cổ phần Đầu tư và Vận tải Hải Hà nắm giữ tỷ lệ cổ phần lớn nhất (17%). Ông Vũ Thanh Hải đã đảm nhận vị trí Chủ tịch Hội đồng Quản trị từ năm 2023 và cũng là đại diện vốn tại Công ty Cổ phần Đầu tư và Vận tải Hải Hà. Bên cạnh đó, ông Vũ Ngọc Sơn, nguyên Chủ tịch trong giai đoạn 2016-2023 và cũng là cha của ông Vũ Thanh Hải, hiện đang sở hữu 2.9% cổ phần tại HAH.

KQKD Q4/24: DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG VỮNG CHẮC

Hình 9. Tóm tắt KQKD Q4/24 và 2024

(VNDbn)	4Q24	4Q23	% YoY	% QoQ	2024	2023	% YoY
Doanh thu	1,211	665	82.1%	7.2%	3,992	2,613	52.8%
_Khai thác tàu	1,483	702	111.2%	30.0%	3,955	2,483	59.3%
_Khai thác cảng	149	91	64.2%	16.6%	403	270	49.4%
_Khác	36	124	-71.3%	-84.5%	460	397	15.8%
_Loại trừ nội bộ	(457)	(252)	81.1%	23.8%	(826)	(536)	54.0%
LN gộp	518	113	358.0%	32.2%	1,267	611	107.3%
Chi phí BH&QLDN	87	33	160.8%	88.8%	211	125	67.9%
Chi phí lãi vay	32	17	90.3%	14.2%	101	73	37.9%
LNTT	418	66	529.8%	30.3%	977	450	117.2%
LN ròng	348	53	561.9%	25.6%	800	358	123.6%
LNST công ty mẹ	280	63	344.9%	40.8%	650	385	69.0%
Biên LN gộp	31.7%	23.4%	8.3% pts	6.7% pts	31.7%	23.4%	6.7% pts
Biên LN ròng	20.0%	13.7%	6.3% pts	2.3% pts	20.0%	13.7%	6.3% pts

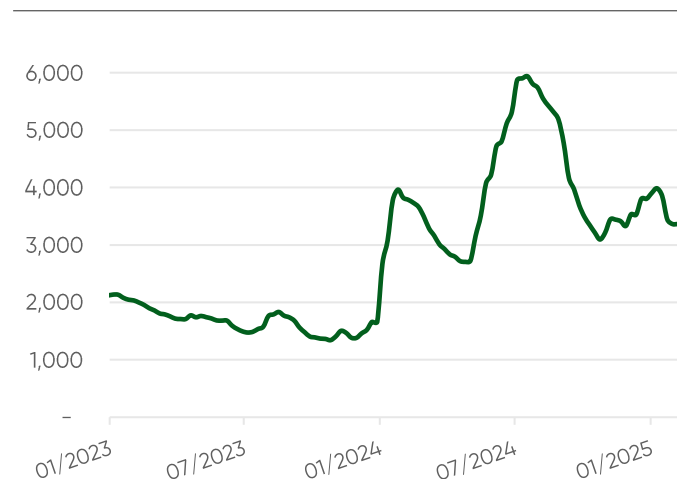
Doanh thu Q4/24 và cả năm 2024 tăng trưởng mạnh svck

Doanh thu Q4/24 của HAH tăng trưởng mạnh 82% svck (+7.2% sv quý trước) đạt 1,211 tỷ đồng. Tổng kết cả năm 2024, doanh thu của HAH tăng 53% svck, đạt 3,992 tỷ đồng nhờ (1) đưa bốn tàu mới vào hoạt động trong năm 2024, bao gồm Alfa (T1/24), Beta (T4/24), Opus (T7/24) và Gama (T12/24), giúp thúc đẩy tăng trưởng sản lượng vận tải, và (2) giá cước vận tải biển và giá cước cho thuê tàu tăng so với cùng kỳ. Cả ba mảng kinh doanh chính của HAH đều ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ bao gồm khai thác tàu (+59% svck), khai thác cảng (+49% svck) và Depot (+16% svck).

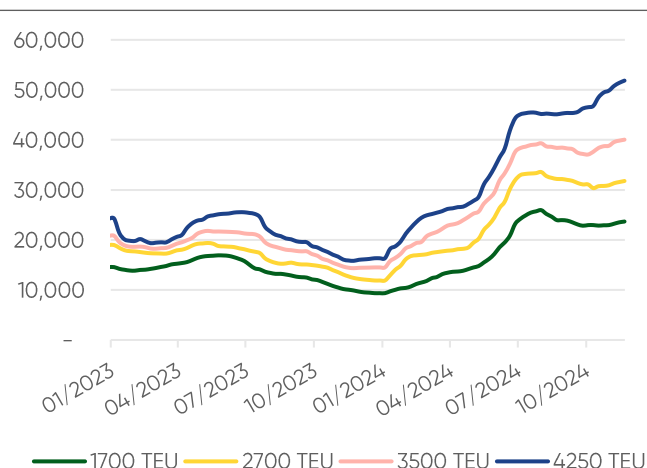
Giá cước vận tải tăng giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp

Biên lợi nhuận gộp tăng 8.3 điểm % svck đạt 32%, chủ yếu nhờ vào (1) giá cho thuê tàu cao hơn khi gia hạn hợp đồng cho thuê đối với hai tàu HAIAN MIND và HAIAN VIEW, và (2) giá cước vận tải tăng trên cả tuyến trong nước và tuyến nội Á. Kết quả là lợi nhuận gộp tăng mạnh 107% svck, đạt 1,267 tỷ đồng trong năm 2024.

Hinh 10. Giá cước vận tải toàn cầu (USD/FEU)



Hinh 11. Giá cước cho thuê tàu định hạn theo công suất tàu (USD/day)



Hinh 12. Bảng cân đối kế toán theo quý

Tỷ đồng	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Tiền và các khoản tương đương tiền	245	632	368	775	922
Đầu tư ngắn hạn	73	64	34	31	71
Các khoản phải thu	1,005	987	882	604	504
TS cố định	3,118	3,096	3,570	4,205	4,775
Chi phí khấu hao	85	100	107	134	131
Nợ ngắn hạn	351	353	433	430	532
Nợ dài hạn	1,035	917	1,285	1,684	1,798
D/E	0.44	0.39	0.51	0.58	0.59
EBIT/chi phí lãi vay	5.0	4.5	8.7	12.5	14.1
D/EBITDA	1.4	1.5	1.5	1.3	1.1

Chi phí lãi vay tăng trong quá trình mở rộng đội tàu nhưng không làm chậm lại sự tăng trưởng lợi nhuận

Sau khi vay nợ để đầu tư mở rộng đội tàu trong năm 2024, tổng nợ của HAH tăng lên 2,330 tỷ đồng (+68% svck). Kết quả là chi phí lãi vay tăng mạnh 38% svck, đạt 101 tỷ đồng. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng vẫn tăng 124% svck, đạt 800 tỷ đồng nhờ vào điều kiện kinh doanh thuận lợi trong năm 2024. Biên lợi nhuận ròng tăng 6,3 điểm % svck, đạt 20% trong năm 2024.

TRIỂN VỌNG NĂM 2025-26: TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN CÒN MƠ HỒ BỞI NGUY CƠ GIÁ CƯỚC VẬN TẢI GIẢM

Hình 13. Dự phóng KQKD năm 2025-26

Tỷ đồng	2024	% svck	2025	% svck	2026	% svck
Doanh thu	3,992	52.8%	4,647	16.4%	4,210	-9.6%
_Khai thác Cảng	305	52.8%	323	6.1%	336	4.0%
_Khai thác Tàu	3,354	52.7%	3,957	18.0%	3,480	-12.1%
_Khác	334	52.8%	367	10.0%	386	5.0%
LN gộp	1,260	106.2%	1,352	7.3%	1,118	-17.3%
Chi phí BH&QLDN	213	68.2%	245	15.3%	222	-9.6%
LNTT	969	115.8%	991	2.3%	789	-20.4%
LN ròng	800	123.6%	810	1.2%	644	-20.4%
LN công ty mẹ	650	69.0%	658	1.2%	524	-20.4%
<i>Biên LN gộp</i>	31.6%	8.2% pts	29.1%	-2.5% pts	26.6%	-2.5% pts
<i>Biên LN ròng</i>	16.3%	1.6% pts	14.2%	-2.1% pts	12.5%	-1.7% pts

LN ròng tăng nhẹ svck trong năm 2025 và sẽ giảm vào năm 2026

Chúng tôi dự báo doanh thu của HAH sẽ tăng trưởng 16.4% svck đạt 4,647 tỷ đồng trong năm 2025 dựa trên:

- (1) Hoạt động khai thác tàu cốt lõi của HAH sẽ tăng trưởng 18% svck đạt 3,957 tỷ đồng trong 2025 nhờ vào (1) kế hoạch bổ sung một tàu mới vào năm 2025, nâng công suất đội tàu của HAH lên 6.4% svck trong bối cảnh nhu cầu vận chuyển hàng hóa dự báo tăng svck cả trong khu vực nội Á và nội địa, và (2) các hợp đồng thuê tàu được tái ký với mức giá mới tốt hơn.
- (2) Doanh thu từ hoạt động khai thác cảng và depot lần lượt tăng 6.1%/10.0% svck trong năm 2025 nhờ vào sự tăng trưởng của khối lượng hàng hóa thông quan.

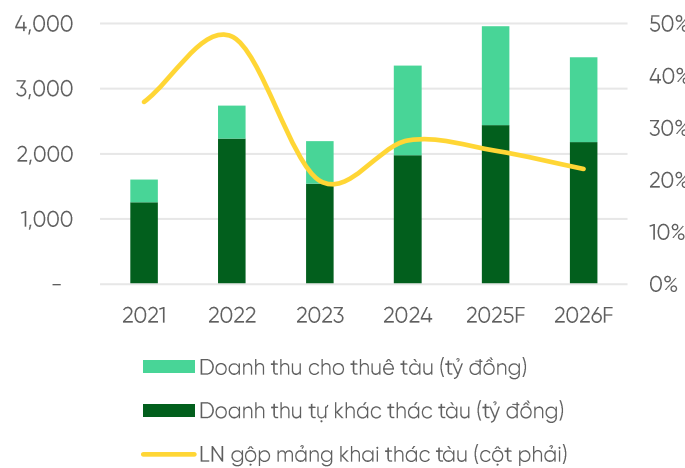
Vào năm 2026, tổng doanh thu sẽ giảm 11% svck đạt 4.160 tỷ đồng do doanh thu mảng khai thác tàu cốt lõi giảm 13% svck do giá cước vận tải sẽ giảm sâu vào năm 2026.

Biên lợi nhuận gộp sẽ thu hẹp 2.5/2.5 điểm % svck trong 2025-26 xuống còn 29.1%/26.6%, chủ yếu do áp lực giảm giá cước vận tải biển giảm từ các yếu tố bao gồm (1) những tín hiệu tích cực về việc giải quyết căng thẳng địa chính trị ở khu vực Biển Đỏ giúp mở lại tuyến thương mại qua kênh đào Suez, và (2) dự báo sự gia tăng của công suất đội tàu toàn cầu trong 2025-26 sẽ vượt quá nhu cầu vận chuyển hàng hóa.

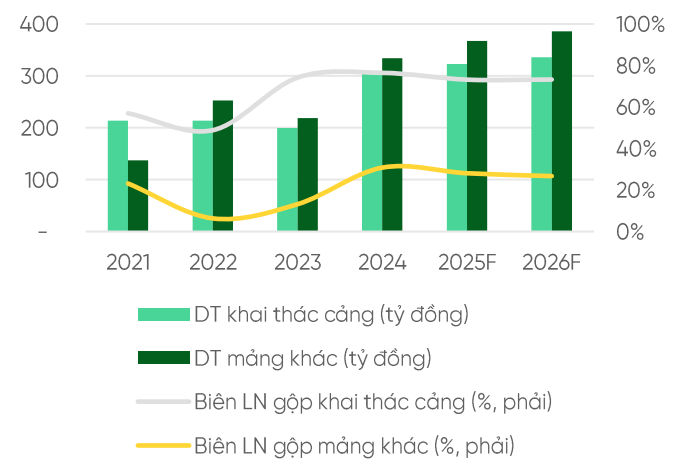
Ngoài ra, việc gia tăng chi phí lãi vay trong quá trình mở rộng đội tàu sẽ kéo giảm lợi nhuận. Chúng tôi dự báo chi phí lãi vay sẽ tăng 32% svck, đạt 133 tỷ đồng trong năm 2025 dựa trên kế hoạch mở rộng đội tàu của HAH.

Tóm lại, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của HAH sẽ tăng chỉ nhẹ lên 810 tỷ đồng (+1.3% svck) trong khi lợi nhuận gộp tăng 7.3% svck trong 2025.

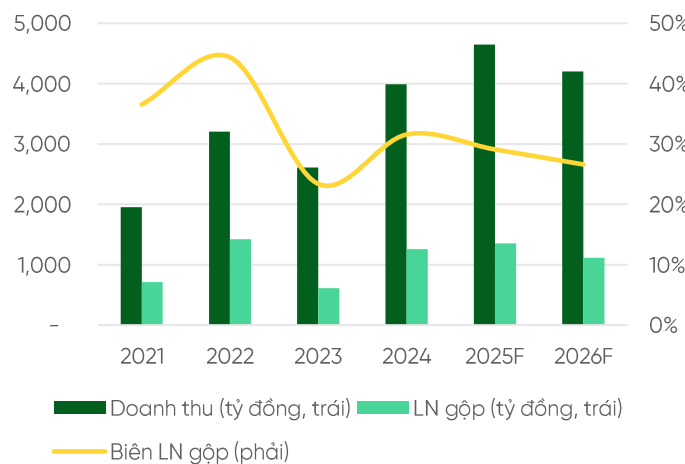
Hình 14. Dự phóng KQKD mảng hoạt động khai thác tàu của HAH trong 2025-26



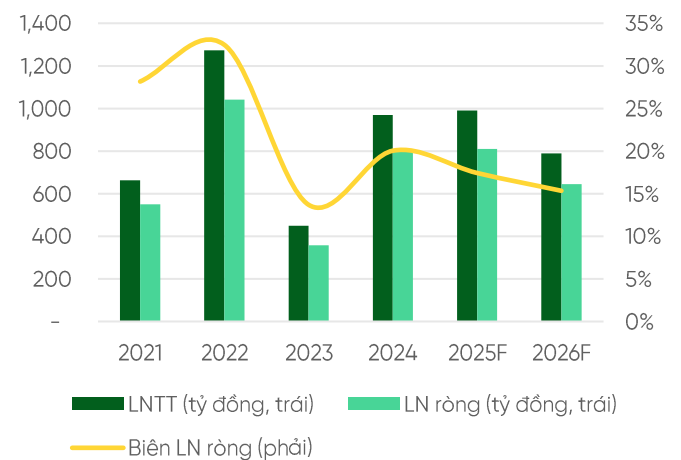
Hình 15. Dự phóng KQKD các mảng còn lại trong 2025-26



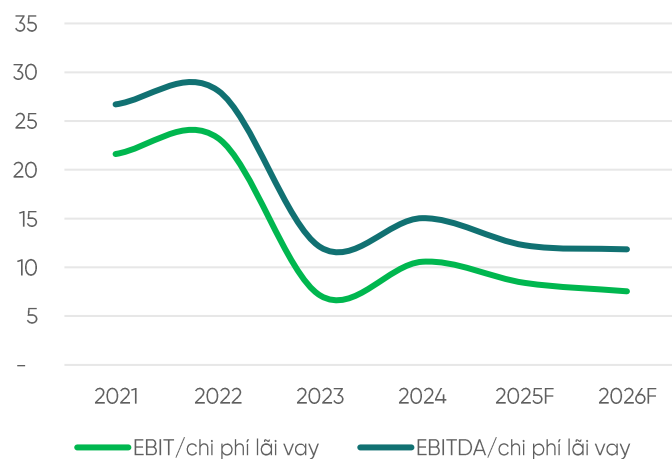
Hình 16. Dự phóng doanh thu và LN gộp của HAH trong năm 2025-26



Hình 17. Dự phóng LNTT và LN ròng của HAH trong năm 2025-26



Hình 18. Dự báo khả năng trả lãi vay của HAH



Hình 19. ROA và ROE của HAH



Mảng hoạt động tàu: Mở rộng đội tàu giúp ổn định doanh thu trong bối cảnh giá cước vận tải biến động.

Giá cước vận tải biển khó có thể duy trì ở mức cao

(1) Căng thẳng địa chính trị tại khu vực Biển Đỏ đã có những chuyển biến tích cực

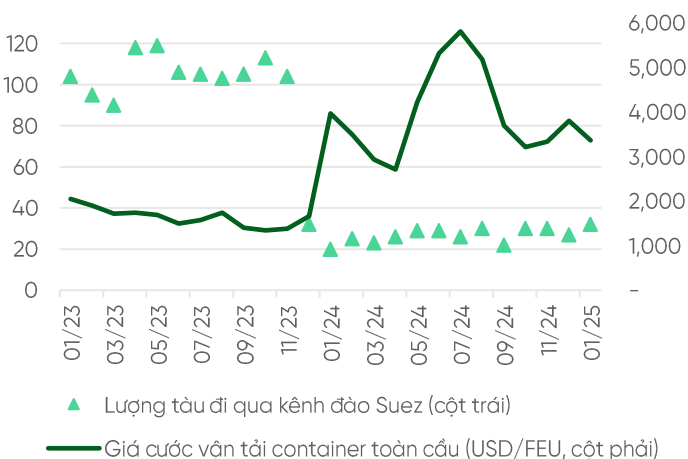
Vào ngày 19 tháng 1, lệnh ngừng bắn tại Gara đã có hiệu lực. Lực lượng Vũ trang Yemen sẽ dỡ bỏ "lệnh cấm" đối với tất cả các tàu, ngoại trừ những tàu hoàn toàn sở hữu và treo cờ của Israel, cho phép các tàu này được đi qua khu vực Biển Đỏ và Vịnh Aden. Giai đoạn đầu của lệnh ngừng bắn hiện tại sẽ kéo dài trong 42 ngày, trong khi các cuộc đàm phán cho Giai đoạn 2 dự kiến sẽ bắt đầu vào tuần thứ năm.

Tuy nhiên, các hãng tàu vẫn thận trọng khi quay lại các tuyến đường qua Biển Đỏ và Kênh đào Suez, dự kiến việc quay lại sẽ được thực hiện dần dần cho đến cuối năm 2025. Chúng tôi tin rằng việc mở lại tuyến đường Biển Đỏ sẽ tác động tiêu cực đến giá cước vận tải biển, dẫn đến việc các tuyến đường thương mại trở lại bình thường, điều này sẽ giảm chi phí nguyên vật liệu kéo theo giá cước vận tải.

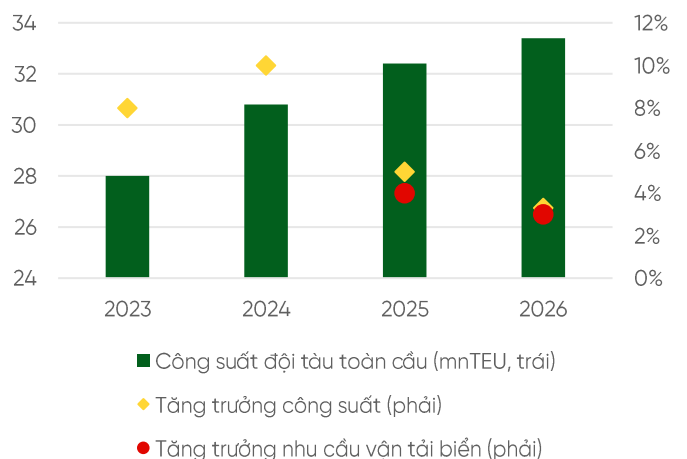
(2) Áp lực từ gia tăng công suất đội tàu toàn cầu

Các công ty vận tải lớn tiếp tục tăng cường đơn đặt hàng tàu vào năm 2024 để đáp ứng sự thay đổi các tuyến đường và bổ sung công suất khi xảy ra tắc nghẽn. Theo Bimco, tổng công suất của đội tàu toàn cầu sẽ tiếp tục tăng 5,0%/3,3% so với cùng kỳ năm trước, trong khi nhu cầu vận tải hàng hóa sẽ tăng trưởng với tốc độ chậm hơn, đạt 4,0%/3,0% trong năm 2025-2026. Áp lực từ công suất tàu dư thừa có thể tác động tiêu cực đến giá cước vận tải biển toàn cầu.

Hình 20. Mối tương quan giữa cước vận chuyển và số lượng tàu qua Kênh đào Suez



Hình 21. Công suất đội tàu toàn cầu dự báo tăng trưởng nhanh hơn so với nhu cầu vận chuyển



Mở rộng đội tàu trong bối cảnh nhu cầu vận chuyển tăng

Chúng tôi dự báo sản lượng vận hành tàu sẽ tăng 12%/5.0% svck trong năm 2025-26 nhờ vào

(1) Nhu cầu vận dự phóng tăng trên cả tuyến nội Á và nội địa

Nhu cầu đối với các tuyến vận chuyển nội Á dự báo sẽ tăng lên khi Trung Quốc thúc đẩy xuất khẩu hàng hóa bán thành phẩm sang các quốc gia không phải chịu mức thuế quan cao từ Mỹ. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ trực tiếp hưởng lợi từ điều này nhờ chi phí lao động thấp và vị trí địa lý chiến lược với đường bờ biển dài và nhiều cảng biển, thuận lợi cho các hoạt động vận tải.

Vào năm 2019, trong nhiệm kỳ đầu tiên của Tổng thống Trump, khi cuộc xung đột thương mại Mỹ-Trung xảy ra, tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam đã tăng 8.4% svck đạt 264 tỷ USD. Trong đó, xuất khẩu sang Mỹ đạt 61 tỷ USD (+29% svck), chiếm 23% tổng kim ngạch xuất khẩu của cả nước.

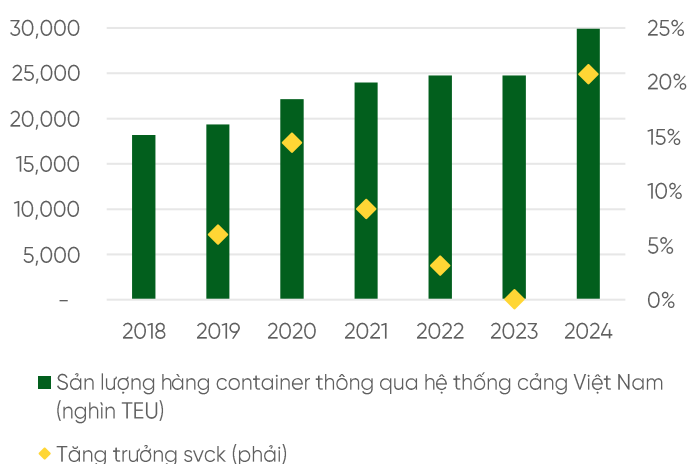
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng thương mại của Việt Nam sẽ tiếp tục trong năm 2025-26, thúc đẩy sản lượng hàng hóa container qua các cảng.

(2) Công suất đội tàu tự khai thác tăng khi HAH bổ sung thêm một tàu mới

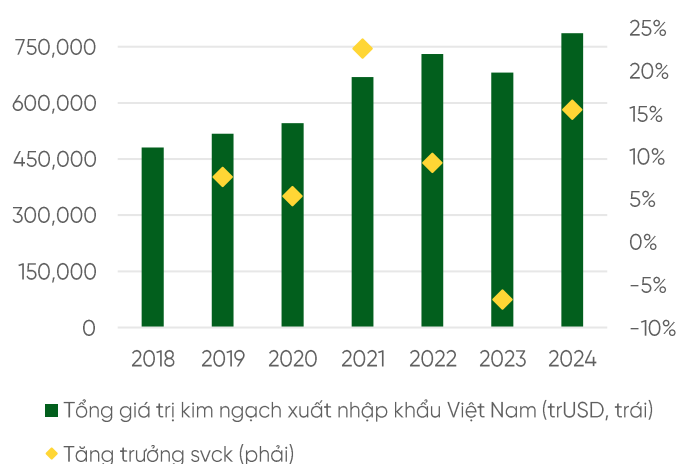
Chúng tôi dự phóng công suất đội tàu tự khai thác của HAH sẽ tăng 16% svck nhờ vào việc bổ sung một tàu mới vào năm 2025. HAH vừa thông qua quyết định mua tàu ATOUT (HAIAN MOA) với công suất thiết kế 1,675 TEU được đóng vào năm 2010. Tàu dự kiến sẽ được giao vào T3/25. HAIAN MOA sẽ được cho thuê định hạn, thay thế tàu HAIAN EAST sẽ được đưa về tự khai thác.

Tổng kết, chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng tàu tự vận hành sẽ tăng mạnh 24% svck đạt 2,442 tỷ đồng trong năm 2025 và giảm 11% svck xuống còn 2,179 tỷ đồng trong năm 2026 (Xem hình 14).

Hình 22. Xu hướng tăng trưởng lượng hàng hóa qua hệ thống cảng biển Việt Nam



Hình 23. Phù hợp với xu hướng tăng trưởng của tổng kim ngạch xuất nhập khẩu



Phân khúc cho thuê tàu: kỳ vọng các hợp đồng cho thuê sẽ được tái ký với mức giá cao hơn vào năm 2025.

Mức giá cho thuê cao vào thời điểm nhiều hợp đồng sẽ được gia hạn

Giá cước cho thuê tàu định hạn có cùng xu hướng với giá cước giao ngay nhưng có độ trễ và ít biến động hơn. Chúng tôi kỳ vọng những hợp đồng cho thuê tàu của HAH được tái ký trong nửa đầu năm 2025 vẫn được hưởng lợi ở mức nền giá cước cao. Cụ thể, các tàu HAIAN WEST, HAIAN MOA (thay thế HAIAN EAST), HAIAN VIEW và HAIAN SKY sẽ được tái ký với mức giá tốt hơn và duy trì được hợp đồng đến 2026 do chúng tôi nhận thấy nhu cầu thuê tàu định hạn vẫn còn cao. Vào năm 2026, chúng tôi dự báo giá cước cho thuê sẽ giảm theo xu hướng của cước vận tải giao ngay.

Tóm lại, doanh thu từ hoạt động cho thuê tàu sẽ tăng 10% svck trong năm 2025 đạt 1,515 tỷ VND, nhưng sẽ giảm 14% svck trong năm 2026 xuống còn 1,300 tỷ VND (Xem Hình 14).

Hình 24. Dự phóng mức giá cước cho thuê định hạn đối với đội tàu của HAH (USD/ngày)

Tàu	Công suất (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	1,794										24,000											20,000															
HAIAN WEST	1,740	18,000												26,000																							
HAIAN EAST	1,702	18,000																																			
HAIAN MOA	1,675													26,000																							
HAIAN VIEW	1,577					13,400											18,000																				
HAIAN BAY	1,800	40,000												24,000												20,000											
HAIAN OPUS	1,800								24,000															20,000													
HAIAN SKY	1,800					15,950								26,000																							
HAIAN GAMA	3,400										30,000									28,000																	
						: các hợp đồng đã ký												: Giá định của chúng tôi																			

Các phân khúc còn lại duy trì hiệu quả kinh doanh ổn định

Về mảng khai thác cảng, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng 6.1%/4.0% svck đạt 323/336 tỷ đồng trong năm 2025-26 chủ yếu nhờ vào lượng hàng hóa qua cảng tăng trưởng sự tăng trưởng 5.0%/3.0% svck. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của phân khúc cảng sẽ giảm 3.3 điểm % svck xuống 73% trong năm 2025 do chúng tôi dự phóng chi phí mua ngoài cao hơn vì cảng Hải An hiện đang vận hành vượt công suất thiết kế 80% (Xem Hình 15).

Về mảng khai thác depot, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng 10%/5.0% trong năm 2025-26, dựa trên xu hướng tăng trưởng hàng hóa thông quan tại Hải Phòng. Tuy nhiên, LN gộp mảng này sẽ giảm 2.7/1.4 điểm % svck xuống 28.1%/26.7% trong năm 2025-26 do giảm chi phí để thu hút thêm lượng hàng thông quan qua depot khi tăng trưởng sản lượng hàng đã chứng lại trong năm 2024 (giảm 13% svck).

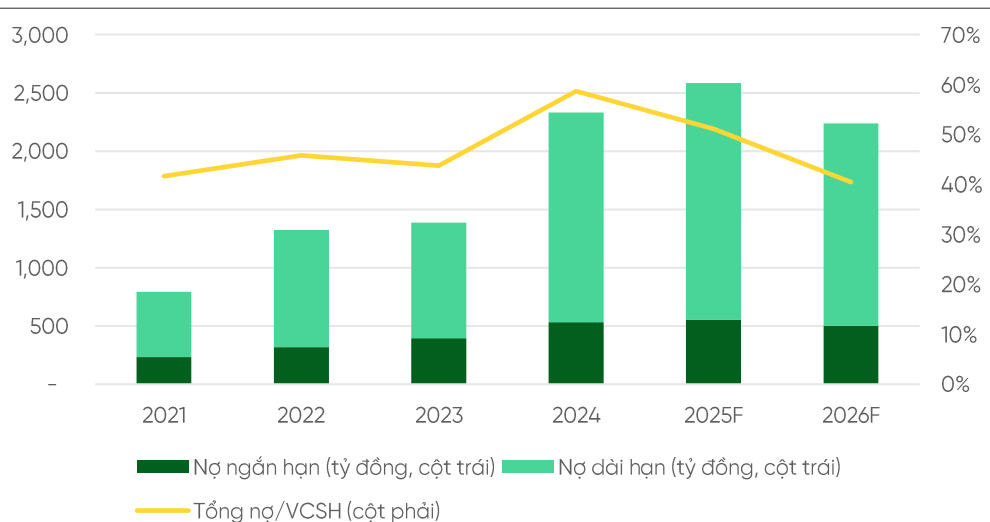
Áp lực chi phí lãi vay tăng trong năm 2025 nhưng sẽ hạ nhiệt trong năm 2026

Mức độ vay nợ đã tăng lên do việc mở rộng đội tàu, nhưng vẫn nằm trong tầm kiểm soát

Vào T2/25, HAH đã thông qua quyết định mua tàu HAIAN MOA để mở rộng đội tàu tự vận hành. Vì thông tin về giao dịch này chưa được công bố, dựa trên kích thước và tuổi tàu, chúng tôi ước tính giá trị của tàu HAIAN MOA vào khoảng 463 tỷ VND và giả định HAH sẽ vay nợ 50% giá trị tàu.

Chúng tôi dự phóng tổng nợ vay của HAH sẽ tăng 10%/-13% svck, đạt 2,569/2,228 tỷ đồng. Do đó, chi phí lãi vay sẽ tăng 32%/-10% svck đạt 133/120 tỷ đồng trong năm 2025-26.

Hình 25. Dự phóng tỷ lệ đòn bẩy của HAH trong năm 2025-26



ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị Trung Lập với giá mục tiêu 58,200đ/cp đối với HAH

Giá mục tiêu của chúng tôi cho cổ phiếu HAH được tính toán dựa trên sự kết hợp bằng nhau giữa hai phương pháp định giá FCFF và EV/EBITDA.

Đối với phương pháp định giá tuyệt đối DCF, ngoài các dự báo về KQKD kinh doanh, chúng tôi đã đưa ra các giả định bổ sung sau:

- Lãi suất phi rủi ro là 3.0% (lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm), và phần bù rủi ro thị trường là 8.35% theo [adamodar](#).
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn là 1.0%

Hình 26. Chi phí VCSH

Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.3
Phần bù rủi ro thị trường	8.4%
Chi phí VCSH	14.0%

Hình 27. WACC và tăng trưởng dài hạn

Vốn hóa (tỷ đồng)	6,553
Tổng nợ vay (tỷ đồng)	2,583
Chi phí nợ	6.0%
Chi phí thuế	20.0%
WACC	12%
Tăng trưởng dài hạn	1.0%

Hình 28. Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

VNDbn	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBIT	1,125	909	805	829	855	882	909	938	968	998
Cộng: chi phí khấu hao	515	519	539	560	581	602	623	644	665	685
Trừ: Capex	674	257	251	277	266	277	272	270	274	273
Cộng: Thay đổi vốn lưu động	(103)	(28)	(41)	(56)	(49)	(47)	(50)	(49)	(52)	(51)
Dòng tiền tự do (UFCF)	863	1,142	1,052	1,057	1,121	1,160	1,211	1,263	1,307	1,360
Giá trị năm cuối										3,795
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	5,288									
Giá trị hiện tại của năm cuối	3,538									
Giá trị doanh nghiệp	8,852									
Cộng: Tiền và các khoản tương đương tiền	1,571									
Trừ: Nợ ròng	2,583									
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	787									
Giá trị VCSH	7,026									
Số lượng cp lưu hành (triệu cp)	121									
Giá mục tiêu (VND/share)	57,902									

Đối với phương pháp định giá tương đối EV/EBITDA, chúng tôi xác định tỷ lệ mục tiêu là 5.0 bằng mức trung bình 5 năm EV/EBITDA của HAH và mức trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành dự phóng trong năm 2025.

Hình 29. EV/EBITDA lịch sử của HAH



Hình 30. Phương pháp định giá EV/EBITDA

EBITDA (tỷ đồng)	1,622
Tỷ lệ EV/EBITDA	5.0
SLCP lưu hành (triệu cp)	121
Giá mục tiêu (đ/cp)	58,511

Hình 31. Xác định giá mục tiêu dựa trên DCF và EV/EBITDA

Phương pháp	Giá tương ứng (đ/cp)	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng (đ/cp)
DCF	57,902	50%	28,951
EV/EBITDA	58,511	50%	29,256
Giá mục tiêu			58,207
Giá mục tiêu làm tròn			58,200

Chúng tôi đã thực hiện một phân tích độ nhạy của giá mục tiêu của phương pháp DCF đối với Chi phí VCSH và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn.

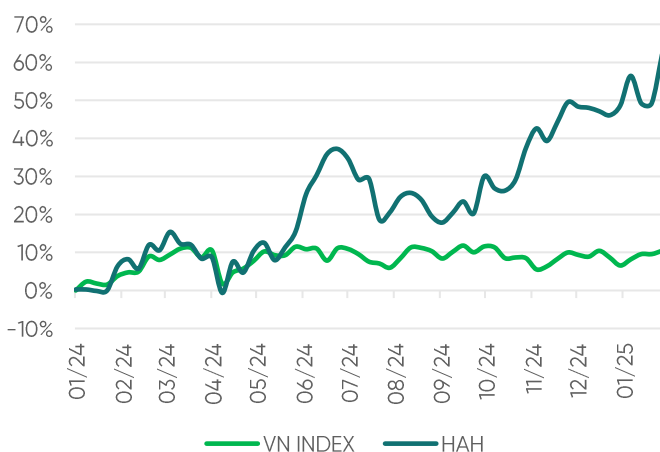
Hình 32. Bảng phân tích độ nhạy

		Tăng trưởng dài hạn				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
Chi phí VCSH	15.0%	50,492	51,571	52,743	54,022	55,420
	14.5%	52,757	53,942	55,233	56,644	58,194
	14.0%	55,174	56,478	57,902	59,465	61,186
	13.5%	57,757	59,196	60,772	62,506	64,424
	13.0%	60,525	62,115	63,864	65,795	67,939

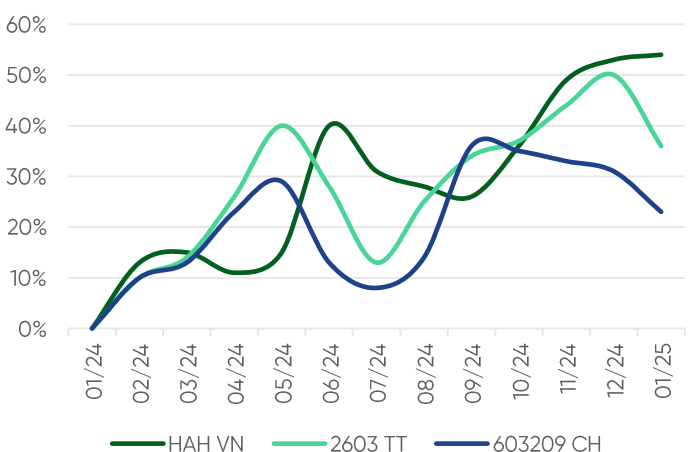
Figure 33. Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 12/02/2025)

Tên công ty	BB code	Vốn hóa (trUSD)	D/E	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROA (%)		ROE (%)	
				12T	2025	Hiện tại	2025	Hiện tại	2025	12T	2025	12T	2025F
Evergreen Marine Corp Taiwan Ltd	2603 TT	14,006	33.4	4.1	3.3	0.9	1.0	2.4	2.7	12.9	16.0	21.3	26.9
HMM Co Ltd	011200 KS	11,129	14.1	4.3	3.9	0.6	0.6	1.6	2.1	11.3	13.2	13.4	15.7
Regional Container Lines PCL	RCL TB	569	17.8	3.7	3.1	0.4	0.4	2.2	2.3	9.8	14.0	12.8	16.2
Yinson Holdings BHD	YNS MK	1,480	226.8	8.9	12.4	0.9	1.0	6.4	8.0	3.1	3.4	11.2	9.2
Xingtong Shipping Co Ltd	603209 CH	565	38.2	11.3	11.4	1.7	1.7	N/A	N/A	8.5	N/A	14.6	14.3
Fujian Highton Development Co Ltd	603162 CH	1,114	18.2	20.0	17.8	2.1	2.0	N/A	9.4	8.3	8.5	10.4	11.4
COSCO SHIPPING Energy Transportation Co Ltd	1138 HK	7,257	86.4	11.3	8.1	1.0	0.9	N/A	7.0	5.4	5.5	11.3	12.1
China Merchants Energy Shipping Co Ltd	601872 CH	7,777	54.9	12.8	11.1	1.5	1.4	N/A	7.0	7.0	7.8	12.0	12.5
Nanjing Tanker Corp	601975 CH	2,076	21.5	7.6	7.4	1.5	1.4	N/A	4.0	14.2	17.0	18.2	19.4
Great Eastern Shipping Co Ltd/The	GESCO IN	1,465	24.6	4.9	5.9	1.0	0.9	2.6	3.3	14.3	16.3	20.2	15.6
Thoresen Thai Agencies PCL	TTA TB	269	39.2	17.2	5.5	0.3	0.3	5.1	3.6	0.2	4.8	0.4	5.5
Hai An Transport & Stevedoring JSC	HAH VN	252	71.1	10.6	10.4	10.6	1.7	5.5	5.4	10.3	9.0	20.3	16.3
Trung bình		3,997	53.8	9.7	8.3	1.9	1.1	3.7	5.0	8.8	10.5	13.8	14.6
Trung vị		1,472	35.8	9.8	7.7	1.0	1.0	2.6	4.0	9.2	9.0	13.1	15.0

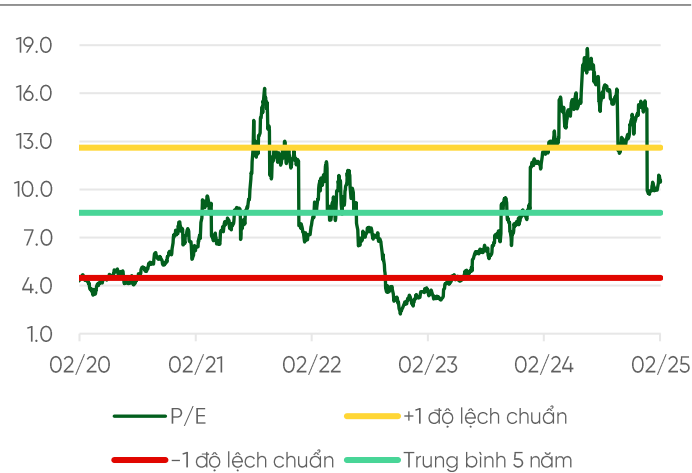
Hình 34. Diễn biến giá cổ phiếu HAH sv VNINDEX kể từ đầu năm 2024



Hình 35. Diễn biến giá cổ phiếu HAH sv các doanh nghiệp cùng ngành kể từ đầu năm 2024



Hình 36. P/E lịch sử của HAH



Hình 37. P/B lịch sử của HAH



Tiềm năng tăng trưởng đã được phản ánh trong giá cổ phiếu

Giá cổ phiếu của HAH đã tăng 62% kể từ đầu năm 2024, vượt trội so với mức tăng chỉ 10% của VNINDEX, phản ánh sự tăng trưởng trong kết quả kinh doanh năm 2024.

Hiện tại, HAH đang giao dịch với hệ số EV/EBITDA là 5.5, cao hơn so với mức trung bình ngành hiện tại là 3.7 và mức EV/EBITDA trung bình 5 năm của HAH là 5.0. Bên cạnh đó, các hệ số định giá tương đối khác cũng cao hơn mức trung bình 5 năm bao gồm P/E (10.4 sv 8,5) và P/B (1.9 sv 1.5). Chúng tôi tin rằng tiềm năng tăng trưởng của HAH trong giai đoạn 2025–26 đã được phản ánh trong giá cổ phiếu.

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Các yếu tố thúc đẩy tiềm năng tăng trưởng bao gồm: giá cước vận tải biển diễn biến tốt hơn so với dự phóng của chúng tôi và nhu cầu vận chuyển hàng hóa cao hơn kỳ vọng giúp sản lượng vận chuyển hàng hóa của HAH cao hơn.
- Mặt khác, rủi ro giảm giá bao gồm giá cước vận tải biển có thể giảm mạnh hơn dự phóng của chúng tôi do căng thẳng địa chính trị ở khu vực Biển Đỏ được giải quyết nhanh hơn.

PHỤ LỤC 1: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2024	2025	2026
TÀI SẢN NGẮN HẠN	1,753	2,400	2,785
Tiền & đương tiền	922	1,571	2,026
Đầu tư ngắn hạn	71	71	71
Phải thu ngắn hạn	504	457	413
Hàng tồn kho rỗng	88	106	99
Tài sản ngắn hạn khác	168	196	177
TÀI SẢN DÀI HẠN	5,537	5,980	5,648
Khoản phải thu dài hạn	113	186	168
Tài sản cố định	4,775	5,010	4,759
Bất động sản đầu tư	0	0	0
Tài sản đang dở dài hạn	21	24	22
Đầu tư tài chính dài hạn	174	231	220
Tài sản dài hạn khác	454	529	478
TỔNG TÀI SẢN	7,290	8,380	8,433
NỢ PHẢI TRẢ	3,318	3,329	2,904
Nợ ngắn hạn	1,210	1,102	990
Vay nợ ngắn hạn	532	554	501
Phải trả ngắn hạn khác	678	548	489
Nợ dài hạn	2,108	2,227	1,915
Vay nợ dài hạn	1,798	2,029	1,736
Phải trả dài hạn khác	310	197	179
VỐN CHỦ SỞ HỮU	3,972	5,051	5,528
Cổ phiếu phổ thông	1,213	1,213	1,213
Thặng dư vốn cổ phần	192	192	192
LNST chưa phân phối	1,053	2,040	2,437
Các quỹ	819	819	819
Khác	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	695	787	868
TỔNG NGUỒN VỐN	7,290	8,380	8,433
BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2024	2025	2026
CFO	1,405	1,127	1,047
CFI	(1,660)	(731)	(247)
CFF	930	253	(346)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	675	649	454

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH	2024	2025	2026
Doanh thu	3,992	4,647	4,201
Lợi nhuận gộp	2,732	3,295	3,083
Chi phí bán hàng	1,260	1,352	1,118
Chi phí QLDN	2	0	0
Lợi nhuận HĐKD	211	245	222
Doanh thu tài chính	1,048	1,107	897
Chi phí tài chính	25	39	33
Lợi nhuận khác	119	210	120
Chi phí khác	-3	-4	-3
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	0	0	1
Lợi nhuận trước thuế	969	991	789
Chi phí thuế	181	144	128
Lợi nhuận sau thuế	800	810	644
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	150	152	121
Lợi nhuận ròng	650	658	524
CÁC CHỈ SỐ CHÍNH	2024	2025	2026
Dupont			
Biên LN ròng	16.3%	15.4%	13.4%
Hệ số vòng quay TTS	63.1%	59.3%	50.0%
ROAA	10.3%	9.2%	6.7%
TTS/VCSH	177.1%	173.7%	158.9%
ROAE	18.2%	15.9%	10.7%
Chỉ số hiệu quả sinh lời			
Vòng quay khoản phải thu	332	387	350
Vòng quay hàng tồn kho	8	8	9
Vòng quay khoản phải trả	24	19	15
Tỷ lệ vòng quay TSCĐ	101.2%	95.0%	86.0%
Chỉ số thanh khoản			
Hệ số thanh toán hiện hành	1.4	2.2	2.8
Hệ số thanh toán nhanh	1.2	1.9	2.5
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.8	1.5	2.1
Chu kỳ tiền mặt	221	253	329
Chỉ số tăng trưởng			
Tăng trưởng DT	52.8%	16.4%	-9.6%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	116.2%	5.7%	-19.0%
Tăng trưởng LN ròng	69.0%	10.3%	-21.5%
Tăng trưởng EPS	69.0%	10.3%	-21.5%

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: research@vpbanks.com

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

Lê Anh Sơn

Email: sonla@vpbanks.com

Chuyên viên Phân tích

Vũ Mạnh Tuấn

Email: tuanvm@vpbanks.com