

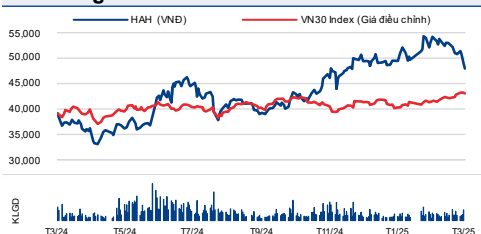
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ67,600
Tiềm năng tăng/giảm: 41.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/3/2025)	47,950
Mã Bloomberg	HAH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	33,088-54,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	49,950
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,818
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	228
Slg CP lưu hành (tr.đv)	121
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	36.4
Slg CP NN được mua (tr.đv)	19.6
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	13.8%
Tỷ lệ freefloat	67.8%
Cổ đông lớn	tư và Vận tải Hải Hà (16.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(11.2)	(2.94)	22.5
So với chỉ số	(14.2)	(6.82)	11.3
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,548	5,132	8.1
2026F	5,327	4,456	19.5
2027F	5,987	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

HAH được thành lập năm 2009 tiền thân là một cảng container tại Hải Phòng. HAH mở rộng sang hoạt động vận tải container từ năm 2014 và hiện tại đang là doanh nghiệp vận tải hàng container lớn nhất Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Nền tảng vững chắc + định giá hấp dẫn = Mua vào

- HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào đối với HAH với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 67.600đ, tiềm năng tăng giá 41%. HAH là công ty vận tải container hàng đầu tại Việt Nam, đóng góp 49% tổng sức chở đội tàu container cả nước
- Lợi nhuận thuần của HAH dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10%, được hỗ trợ bởi mức tăng trưởng 25% trong năm 2025 nhờ việc mở rộng công suất. Đáng chú ý, ngay cả trong kịch bản tiêu cực nhất mà chúng tôi giả định về giá cước container – với mức giảm 50% trong nửa cuối năm so với nửa đầu năm nếu cuộc khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc – lợi nhuận năm 2025 vẫn tăng trưởng 9%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 1 tháng vừa qua, HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,6 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm. Công ty cũng đang có EV/EBITDA 2025 là 3,7 lần, thấp hơn đáng kể so với trung vị của các công ty cùng ngành.

Công ty vận tải container hàng đầu tại Việt Nam

Thành lập năm 2009 với hoạt động chính là khai thác cảng, HAH bắt đầu mở rộng sang lĩnh vực vận tải container từ năm 2014. HAH hiện sở hữu đội tàu container lớn nhất Việt Nam, với tổng sức chở 28.295 TEU, chiếm 49% tổng sức chở cả nước, đưa HAH vào nhóm 100 hãng vận tải biển lớn nhất thế giới. HAH hiện vận hành một hệ thống tích hợp bao gồm cảng, khai thác tàu container và dịch vụ logistic, cùng với ban lãnh đạo dày dặn kinh nghiệm, cho phép Công ty tối ưu hóa tỷ suất lợi nhuận và hoạt động hiệu quả.

Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ và bảng ĐCKT lành mạnh

Trong giai đoạn 2019-2024, HAH ghi nhận KQKD ấn tượng với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt lần lượt 29% và 39%. Tỷ suất lợi nhuận vượt trội so với các doanh nghiệp vận tải biển khác tại Việt Nam là yếu tố hỗ trợ chính cho mức tăng trưởng lợi nhuận thuần này. Các yếu tố nền tảng thúc đẩy bao gồm đội tàu vượt trội, tốc độ mở rộng đội tàu nhanh chóng và quản lý tài chính hiệu quả. Tại thời điểm cuối năm 2024, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH và nợ thuần/tổng tài sản của HAH chỉ lần lượt ở mức 34% và 18%, thấp hơn nhiều so với bình quân ngành.

Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng vững chắc

Sau khi lợi nhuận thuần tăng trưởng 69% trong năm 2024 nhờ công suất mở rộng và giá cước container tăng, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ tiếp tục tăng trưởng 25%. Động lực tăng trưởng chính đến từ công suất sử dụng cao hơn (đạt 100%) của bốn tàu đã mua vào năm ngoài và việc bổ sung một tàu mới vào tháng 2/2025. Lợi nhuận thuần năm 2026 dự báo giảm 4% so với năm trước do giá cước container giảm khi chúng tôi giả định xung đột Biển Đỏ sẽ kết thúc vào nửa cuối năm 2025, nhưng chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ phục hồi 12% vào năm 2027. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 1 tháng vừa qua, HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,6 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm. Công ty cũng đang có EV/EBITDA dự phóng năm 2025 là 3,7 lần, thấp hơn so với trung vị của các công ty cùng ngành ở mức 5,0 lần. HSC cho rằng HAH xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ nền tảng cơ bản vững chắc và định giá rẻ Chúng tôi khuyến nghị lần đầu Mua vào với giá mục tiêu là 67.600đ (tiềm năng tăng giá 41%).

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	850	1,529	1,944	1,842	1,939
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	385	651	810	778	874
EPS ĐC (đồng)	3,349	4,797	5,548	5,327	5,987
DPS (đồng)	0	0	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	25,218	27,005	31,772	36,323	41,634
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.29	4.73	3.64	3.24	2.53
P/E ĐC (lần)	14.3	10.00	8.64	9.00	8.01
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	2.09	2.09	2.09
P/B (lần)	1.90	1.78	1.51	1.32	1.15
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(67.9)	43.2	15.7	(3.99)	12.4
ROAE (%)	15.5	21.9	21.9	17.6	17.3

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mục lục

Kết luận đầu tư	3
Tăng trưởng ấn tượng với tỷ suất lợi nhuận dẫn đầu ngành	3
BLĐ vững mạnh với chiến lược đầu tư hiệu quả	4
Tình hình tài chính vững mạnh với tỷ lệ nợ an toàn:	5
Triển vọng lợi nhuận tăng trưởng vững chắc	5
Định giá hấp dẫn	6
Tổng quan doanh nghiệp: Từ nhà khai thác cảng đến hãng vận tải container hàng đầu	8
Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp	8
Cơ cấu doanh thu	9
Cơ cấu cổ đông	10
Góc nhìn cận cảnh: Một công ty vận tải container hàng đầu	11
Đội tàu của HAH chiếm 49% tổng sức chở của đội tàu container của Việt Nam	11
Đội tàu có sức chở vượt trội, hiện đại và trẻ hơn so với các công ty cùng ngành	12
Vận hành đội tàu linh hoạt giúp tối ưu hóa lợi nhuận	14
Hệ thống cảng và logistic tích hợp	17
Logistic và các mảng kinh doanh khác	19
Tình hình tài chính: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ấn tượng	20
Tỷ suất lợi nhuận dẫn đầu ngành nhờ hệ thống tích hợp	20
Cơ cấu chi phí HĐKD ổn định	21
Tài sản và vốn CSH tăng trưởng mạnh mẽ	22
Tỷ lệ nợ tăng nhưng vẫn ở mức an toàn	23
Tổng quan về ngành	25
Nguồn cung: Sức chở toàn cầu tăng trưởng chậm lại	25
Thách thức: Xung đột Biển Đỏ kết thúc gây áp lực lên nhu cầu	27
Thuận lợi: Gia tăng nhập khẩu trước chiến tranh thương mại	28
Xung đột tại Biển Đỏ: Kịch bản cơ sở là xung đột kết thúc vào nửa cuối năm 2025	31
Dự báo lợi nhuận	32
Phân tích KQKD năm 2024	32
Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027	32
Định giá và khuyến nghị	37
Kết luận và phương pháp định giá	37
Bối cảnh định giá	38
Rủi ro đối với quan điểm đầu tư của HSC	39

Kết luận đầu tư

HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào đối với HAH với giá mục tiêu 67.600đ (tiềm năng tăng giá 41%). HAH là một công ty vận tải biển hàng đầu tại Việt Nam với hệ thống cảng và logistic tích hợp, cho phép Công ty nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh và tối ưu hóa tỷ suất lợi nhuận. Đáng chú ý, HAH có BLĐ dày dặn kinh nghiệm trong ngành cùng tầm nhìn chiến lược dài hạn, đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ. Tình hình tài chính vững chắc và định giá hấp dẫn giúp củng cố niềm tin của HSC vào cổ phiếu này ở mức giá hiện tại.

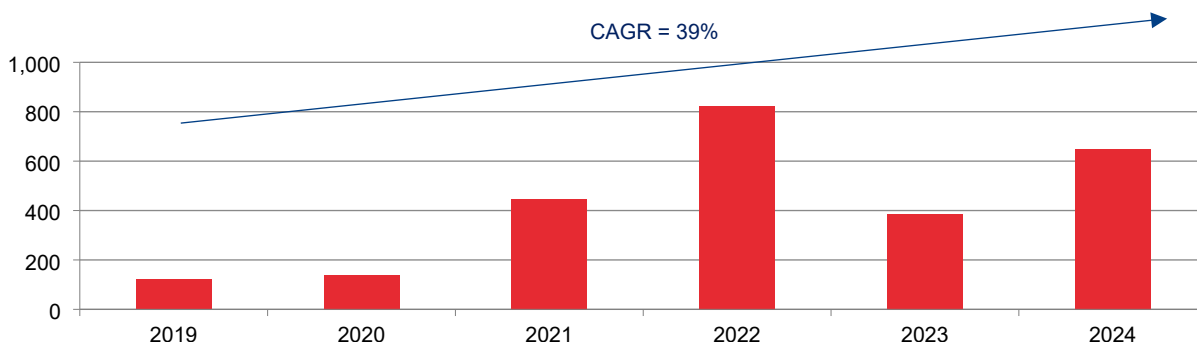
Tăng trưởng ấn tượng với tỷ suất lợi nhuận dẫn đầu ngành

HAH được thành lập vào ngày 8/5/2009, ban đầu hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng sau khi đưa cảng container Hải An tại TP. Hải Phòng vào vận hành từ ngày 15/12/2010. Từ năm 2014, HAH mở rộng sang lĩnh vực kinh doanh mới là vận tải container. Đến nay, đội tàu của Công ty đã phát triển lên 17 tàu container, đưa HAH trở thành công ty vận tải container lớn nhất Việt Nam. Hiện tại, HĐKD của HAH bao gồm ba mảng chính: vận tải container, dịch vụ logistic, khai thác cảng.

Trong giai đoạn 2019-2024, HAH ghi nhận KQKD tăng trưởng ấn tượng với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt lần lượt 29% và 39%. Tỷ suất lợi nhuận vượt trội so với các doanh nghiệp vận tải biển khác tại Việt Nam là yếu tố hỗ trợ chính cho mức tăng trưởng lợi nhuận thuần này. Trong giai đoạn 2019-2024, tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân của HAH là 29,3%, cao hơn nhiều so với mức bình quân 14,2% của các công ty vận tải biển niêm yết khác tại Việt Nam.

Biểu đồ 1: Lợi nhuận thuần giai đoạn 2019-2024 (tỷ đồng), HAH

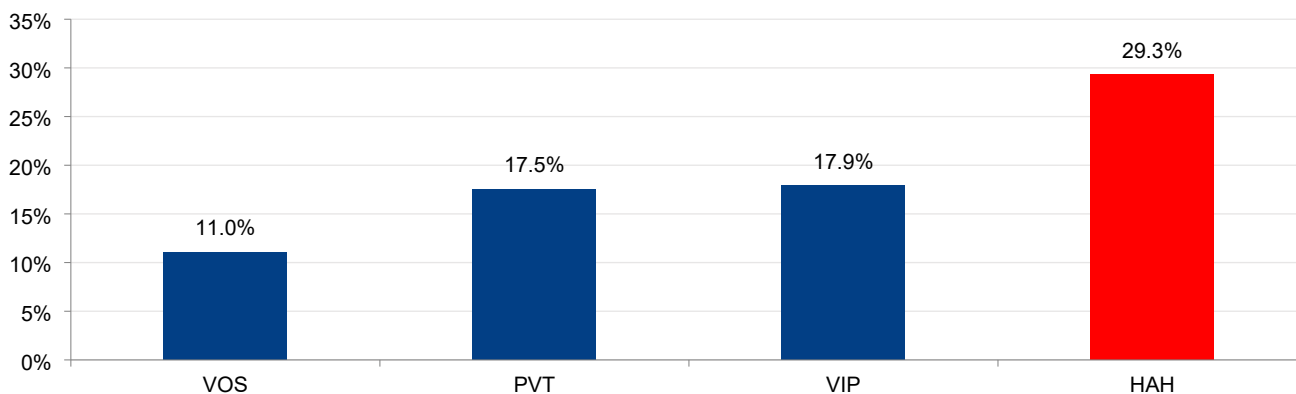
HAH ghi nhận lợi nhuận thuần 5 năm tăng trưởng ấn tượng với tốc độ CAGR là 39%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 2: Tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân (giai đoạn 2019-2024)

Tỷ suất lợi nhuận của HAH vượt trội hơn các công ty cùng ngành



Nguồn: HSC

BLĐ vững mạnh với chiến lược đầu tư hiệu quả

Người sáng lập Công ty, ông Vũ Ngọc Sơn, trước đây từng giữ các vị trí lãnh đạo tại các doanh nghiệp hàng hải hàng đầu Việt Nam bao gồm Gemadept (GMD; Mua vào, giá mục tiêu 81.800đ) và Tổng công ty Hàng hải Việt Nam (MVN; chưa khuyến nghị). Ông từng giữ chức Chủ tịch HĐQT của GMD trong giai đoạn 1989-1995 và Tổng Giám đốc/Chủ tịch HĐQT của MVN trong giai đoạn 1995-2004. Ông lãnh đạo HAH với vai trò Chủ tịch HĐQT kể từ khi thành lập cho đến năm 2017, sau đó chuyển giao vị trí Chủ tịch HĐQT cho con trai là ông Vũ Thanh Hải vào năm 2017. Về phần mình, ông Vũ Thanh Hải đã có thâm niên hoạt động trong ngành hàng hải từ năm 1995 và từng giữ nhiều vị trí lãnh đạo tại nhiều công ty trước khi chính thức đảm nhiệm vị trí Chủ tịch HĐQT tại HAH.

BLĐ giàu kinh nghiệm với chuyên môn sâu rộng trong ngành hàng hải đã triển khai các chiến lược đầu tư hiệu quả cao, thúc đẩy sự tăng trưởng mạnh mẽ của HAH trong suốt thập kỷ qua. HSC ghi nhận những thành tựu sau:

- **Mở rộng sang lĩnh vực vận tải biển để tối ưu hóa hiệu quả HĐKD:** Ban đầu, HAH hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực khai thác cảng, với một cảng duy nhất nằm ở khu vực thượng nguồn của Hải Phòng. Do vị trí không thuận lợi, cảng của HAH chỉ có thể tiếp nhận tàu có trọng tải tối đa 20.000 DWT, trong khi các cảng hạ nguồn có thể tiếp nhận tàu lên đến 40.000 DWT.

Nhận thức được những hạn chế này, HAH đã mở rộng sang lĩnh vực vận tải container vào năm 2014 để (1) thiết lập nguồn hàng ổn định cho hoạt động khai thác cảng và (2) tận dụng cảng hiện có để giảm chi phí vận hành đội tàu.

Chiến lược thông minh này đã giúp cảng của HAH trở thành cảng hiệu quả nhất tại khu vực Hải Phòng. Trong khi nhiều cảng tại Hải Phòng hoạt động dưới công suất do cạnh tranh cao và dư cung thì cảng của HAH luôn vận hành vượt công suất nhờ đội tàu nội bộ của Công ty. Sản lượng hàng hóa qua cảng đạt 542.229 TEU (tăng trưởng 29%) trong năm 2024, gần gấp ba lần sản lượng xử lý bình quân trên mỗi bến cảng tại khu vực Hải Phòng.

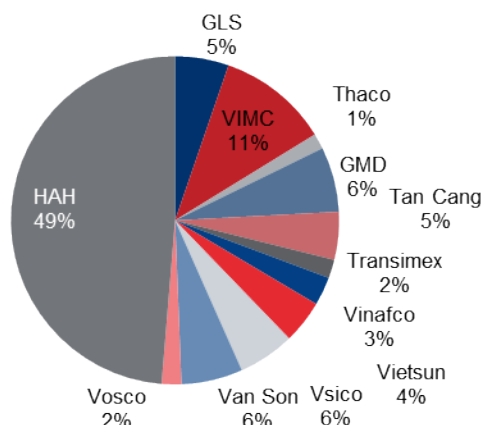
- **Mở rộng đội tàu nhanh chóng:** Sau một thập kỷ phát triển trong lĩnh vực vận tải biển, HAH hiện sở hữu 17 tàu container, chiếm 49% tổng sức chở của đội tàu container tại Việt Nam và gấp 4 lần quy mô của doanh nghiệp vận tải container lớn thứ hai trong nước.

So với các đối thủ chính, đội tàu của HAH vượt trội về quy mô, công nghệ hiện đại và đội tàu trẻ hơn. Nhờ đội tàu chất lượng cao, HAH duy trì công suất khai thác tàu cao và hưởng mức giá cho thuê tàu tốt hơn so với các công ty trong nước.

- **Chuỗi giá trị hệ thống tích hợp:** Ngoài mảng vận tải tàu, HAH còn phát triển mạnh trong mảng khai thác cảng và logistic, tạo nên một hệ thống tích hợp giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận và thúc đẩy tăng trưởng doanh thu.

Biểu đồ 3: Tỷ trọng trên tổng sức chở của đội tàu container tại Việt Nam

HAH nắm giữ 49% tổng sức chở của đội tàu container tại Việt Nam



Nguồn: HSC

Tình hình tài chính vững mạnh với tỷ lệ nợ an toàn:

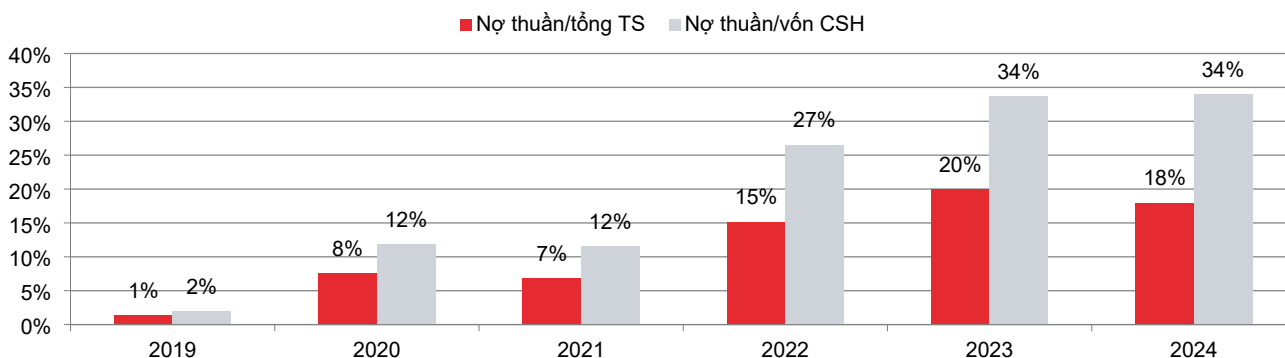
Nhờ lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ, HAH ghi nhận tổng tài sản và vốn CSH tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2019-2024 lần lượt đạt 32% và 26%. Mặc dù liên tục mở rộng đội tàu, HAH vẫn duy trì tỷ lệ nợ ở mức an toàn. Tại thời điểm cuối năm 2024, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH và nợ thuần/tổng tài sản của HAH chỉ lần lượt ở mức 34% và 18%. Công ty luôn giới hạn khoản vay ở mức tối đa 50-60% giá trị tàu để đảm bảo sự ổn định tài chính.

Ngoài ra, HAH áp dụng chính sách khấu hao thẳng trong 10 năm cho các tàu của mình. Với tỷ lệ nợ giới hạn ở mức khoảng 50-60% giá trị tàu, điều này có nghĩa là sau 5-6 năm, dòng tiền từ khấu hao sẽ đủ để trả hết nợ. Chiến lược này cho phép Công ty tái đầu tư vào việc mua tàu mới, qua đó thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong khi vẫn duy trì tỷ lệ nợ ở mức an toàn.

Nhờ sở hữu đội tàu quy mô lớn và dòng tiền khấu hao dồi dào, HAH đã liên tục mở rộng đội tàu trong những năm gần đây, qua đó tăng mạnh doanh thu và lợi nhuận, như đã đề cập ở trên.

Biểu đồ 4: Tỷ lệ nợ, HAH

Tỷ lệ nợ tăng do đầu tư mở rộng đội tàu nhưng vẫn duy trì tỷ lệ nợ an toàn



Nguồn: HAH, HSC

Bảng 5: Doanh thu và lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, HAH

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng trưởng với CAGR là 10%

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	3,206	2,613	3,992	5,140	4,934	5,250
Tăng trưởng	64%	-18%	53%	29%	-4%	6%
Lợi nhuận thuần	822	385	651	810	778	874
Tăng trưởng	84%	-53%	69%	25%	-4%	12%

Nguồn: HAH, HSC

Triển vọng lợi nhuận tăng trưởng vững chắc

HAH ghi nhận lợi nhuận thuần tăng trưởng ấn tượng 69% trong năm 2024 nhờ tăng công suất và giá cho thuê tàu cũng như cước vận tải tăng mạnh do xung đột Biển Đỏ. Triển vọng năm 2025 có thể gặp nhiều thách thức hơn do mức nền cao và khả năng giá cước container giảm nếu cuộc khủng hoảng tại Biển Đỏ chấm dứt.

Trong tình hình hiện tại, chúng tôi giả định rằng giá cho thuê tàu/cước vận tải sẽ tiếp tục được hỗ trợ trong nửa đầu năm 2025 nhờ xung đột Biển Đỏ đang diễn ra và xu hướng đẩy mạnh nhập khẩu trước thời hạn áp thuế cao hơn theo chính sách của chính quyền Trump. Trong kịch bản cơ sở, HSC kỳ vọng giá cho thuê tàu/cước vận tải bình quân trong nửa cuối năm 2025 sẽ giảm 20% so với mức hiện tại do cuộc khủng hoảng Biển Đỏ có khả năng kết thúc trong giai đoạn này.

Tuy nhiên, bất chấp triển vọng chưa chắc chắn, chúng tôi ước tính lợi nhuận thuần năm 2025 vẫn tiếp tục tăng trưởng mạnh 25% đạt 810 tỷ đồng nhờ các yếu tố sau:

- Công suất khai thác tàu tăng với bốn tàu nhận được trong năm 2024 hoạt động hết công suất, cùng với một tàu mới mua vào tháng 2/2025.

- Giá cho thuê tàu cải thiện, khi nhiều hợp đồng sẽ được gia hạn trong nửa đầu năm 2025 với mức giá tốt hơn so với các hợp đồng ký vào nửa đầu năm 2024, thời điểm thị trường kém thuận lợi.
- Ngoài ra, chúng tôi lưu ý rằng nguồn cung tàu feeder toàn cầu (loại tàu đóng vai trò quan trọng với HAH, chiếm gần 90% tổng sức chở đội tàu) dự kiến sẽ trở nên khan hiếm trong giai đoạn 2025-2027 do số lượng tàu đóng mới thấp trong khi nhu cầu dự kiến vẫn duy trì ở mức cao. Với diễn biến này, chúng tôi kỳ vọng giá cho thuê tàu và cước vận tải của HAH sẽ được hỗ trợ mạnh mẽ – ngay cả khi giá cước thị trường chung suy giảm khi khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc.

Đáng chú ý, trong kịch bản tiêu cực nhất mà HSC đánh giá về giá cước, khi giá cho thuê tàu bình quân dự kiến giảm 50% so với mức hiện tại do cuộc khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc sớm hơn dự kiến, lợi nhuận thuần cho năm 2025 của HAH dự báo vẫn tăng trưởng 9% nhờ mở rộng sức chở. Trong khi đó, trong kịch bản tích cực nhất về giá cước – khi xung đột Biển Đỏ kéo dài đến hết năm 2025, dẫn đến giá cho thuê tàu bình quân trong nửa cuối năm 2025 tương đương hoặc cao hơn 10% so với mức hiện tại, lợi nhuận thuần cho năm 2025 dự báo tăng trưởng 35-40% đạt 877-910 tỷ đồng.

Cho năm 2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ giảm nhẹ 4% xuống 778 tỷ đồng do giá cho thuê tàu bình quân giảm do tác động của tình hình Biển Đỏ. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi 12% trong năm 2027 đạt 874 tỷ đồng nhờ nhu cầu hồi phục. Nhìn chung, dự báo cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10%.

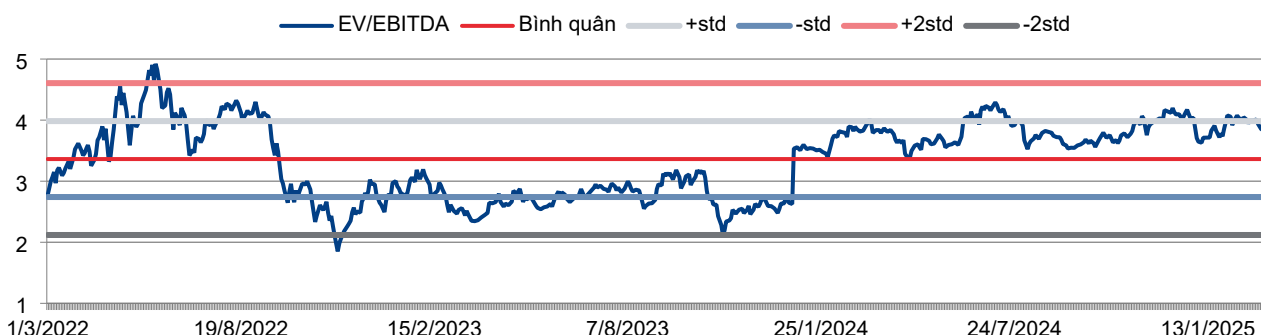
Định giá hấp dẫn

Sau khi giá cổ phiếu tăng 23% trong 1 năm qua nhờ KQKD năm 2024 tích cực nhưng giảm 11% trong 1 tháng qua, có thể do lo ngại về việc cuộc khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc kéo theo giá cước giảm, HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,6 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm từ tháng 3/2022 ở mức 3,4 lần. Trong khi đó, so với các công ty cùng ngành trong khu vực và trong nước, HAH có định giá hấp dẫn hơn và đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng năm 2025 ở mức 3,7 lần, thấp hơn đáng kể so với trung vị của các công ty cùng ngành ở mức 5,0 lần.

Cụ thể, so với các công ty vận tải biển niêm yết khác tại Việt Nam, HAH đang giao dịch với hệ số định giá cao hơn. Tuy nhiên, HSC cho rằng điều này là hợp lý do Công ty có HĐKD mạnh mẽ trong 5 năm qua, thể hiện qua tăng trưởng lợi nhuận, ROAA, ROAE và tỷ suất lợi nhuận gộp.

Biểu đồ 6: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, HAH

HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,6 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 3,4 lần



Nguồn: HSC

Bảng 7: Định giá các doanh nghiệp cùng ngành, HAH

HAH hiện giao dịch với EV/EBITDA năm 2025 là 3,7 lần, so với bình quân các công ty cùng ngành là 5,0 lần

Công ty	Mã Bloomberg	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	2024 ROE	2024 ROA	2025 EV/EBITDA	2025 P/E	2025 P/B
Các công ty trong khu vực								
COSCO SHIPPING HLDGS-H	1919 HK	T.QUỐC	29,938	11.5%	4.9%	3.4	8.0	0.7
SHIPPING CORP OF ẤN ĐỘ LTD	SCI IN	ẤN ĐỘ	796	9.4%	5.8%	N/a	N/a	N/a
COSCO SHIPPING SPEC.-A	600428 CH	T.QUỐC	1,947	8.9%	3.7%	6.7	7.7	1.0
NAVKAR CORP	NACO IN	ẤN ĐỘ	158	3.6%	2.6%	N/a	N/a	N/a
HNA TECHNOLOGY	900938 CH	T.QUỐC	1,090	3.8%	2.8%	N/a	N/a	N/a
SHIN YANG GROUP BHD	SYGROUP MK	MALAYSIA	194	10.5%	8.2%	N/a	5.8	0.6
HANGZHOU HUASU TECH.-A	301157 CH	T.QUỐC	494	4.0%	3.5%	N/a	N/a	N/a
PRECIOUS SHIPPING PCL	PSL TB	THAILAND	302	6.1%	4.3%	6.6	16.6	0.6
NANJING SHENGHANG SHIP-A	001205 CH	T.QUỐC	459	11.3%	5.3%	N/a	11.0	1.5
Trung vị* – các công ty trong khu vực			495	8.9%	4.3%	6.6	8.0	0.7
Các công ty Việt Nam								
PETROVIỆT NAM TRANSPORT	PVT VN	VIỆT NAM	357	15.1%	5.9%	3.2	7.3	N/a
VIỆT NAM PETROLEUM TRANS	VIP VN	VIỆT NAM	39	7.7%	7.0%	N/a	7.9	0.7
VIET NAM OCEAN SHIPPING	VOS VN	VIỆT NAM	85	18.3%	12.0%	N/a	N/a	N/a
VINASHIP JSC	VNA VN	VIỆT NAM	29	12.0%	9.2%	N/a	N/a	N/a
Trung vị* – các công ty Việt Nam			62	13.6%	8.1%	3.2	7.6	0.7
Trung vị* – tổng thể			357	9.4%	5.3%	5.0	7.9	0.7
HAH	HAH VN	VIỆT NAM	228	23.6%	10.3%	3.7	8.6	1.5

Ghi chú: *trung vị của các số liệu có sẵn.
Nguồn: Bloomberg, HSC

Vị thế thị trường hiện tại của HAH mạnh hơn đáng kể so với trước đây. Trong 3 năm qua, HAH đã mở rộng sức chở của đội tàu thêm 76%, giúp Công ty chiếm lĩnh 49% tổng sức chở của đội tàu vận tải container của Việt Nam và trở thành một trong 100 hãng vận tải biển lớn nhất thế giới. Với những cải thiện này chúng tôi tin rằng HAH xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Tổng quan doanh nghiệp: Từ nhà khai thác cảng đến hãng vận tải container hàng đầu

Ban đầu được thành lập vào năm 2009 với vai trò là doanh nghiệp khai thác cảng, HAH đã mở rộng sang lĩnh vực vận tải biển vào năm 2014 nhằm tạo nguồn hàng ổn định, đảm bảo triển vọng dài hạn cho hoạt động khai thác cảng. Trong 10 năm qua, mảng vận tải biển đã phát triển mạnh mẽ và đóng góp tỷ trọng cao nhất vào tổng doanh thu và lợi nhuận của HAH.

Như đã đề cập, HAH được thành lập vào ngày 8/5/2009, ban đầu hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng sau khi đưa cảng container Hải An tại TP. Hải Phòng vào vận hành từ ngày 15/12/2010. Từ năm 2014, HAH mở rộng sang lĩnh vực kinh doanh mới là vận tải container. Đến nay, đội tàu của Công ty đã phát triển lên 17 tàu container, đưa HAH trở thành công ty vận tải container lớn nhất Việt Nam. Hiện tại, HĐQT của HAH bao gồm ba mảng chính: vận tải container, dịch vụ logistic, khai thác cảng.

Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp

HAH hiện có bảy công ty con và hai công ty liên kết, hoạt động trong các lĩnh vực vận tải biển, khai thác cảng và logistic:

- **Vận tải container:** Các đơn vị chủ chốt của HAH trong mảng này gồm Công ty TNHH Vận tải Container Hải An (HACT, công ty tư nhân/chưa niêm yết, HAH sở hữu 50,5% cổ phần) và Công ty TNHH Liên doanh ZIM Hải An (công ty tư nhân/chưa niêm yết, HAH sở hữu 51% cổ phần). HACT được thành lập vào ngày 13/11/2015 trong khi ZIM Hải An được thành lập vào ngày 2/2/2023. Ngoài các công ty con này, HAH còn sở hữu 18,65% cổ phần tại CTCP Vận tải biển An Biên (ABL; công ty tư nhân/chưa niêm yết), một doanh nghiệp vận tải biển trong nước quy mô nhỏ được thành lập vào ngày 22/11/2021.

Đáng chú ý, Zim Hải An là liên doanh giữa HAH và hãng vận tải biển ZIM (hãng vận tải lớn thứ 9 thế giới, sở hữu 49% cổ phần của Zim Hải An). HAH là doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam duy nhất thành lập liên doanh với một hãng vận tải biển quốc tế lớn. Điều này chủ yếu nhờ vào đội tàu container quy mô lớn, chuyên môn vận hành sâu rộng và tình hình tài chính vững mạnh của HAH.

- **Mảng logistic:** HAH cung cấp dịch vụ vận tải đường bộ bằng xe tải, dịch vụ giao nhận hàng hóa và dịch vụ đại lý vận tải biển. Các dịch vụ này được vận hành thông qua Công ty TNHH Dịch vụ Tổng hợp Hải An (công ty tư nhân/chưa niêm yết, HAH sở hữu 40,8% cổ phần), CTCP Giao nhận Vận tải Hải An (công ty tư nhân/chưa niêm yết, HAH sở hữu 36,2% cổ phần) và CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (công ty tư nhân/chưa niêm yết, HAH sở hữu 60% cổ phần).

Ngoài ra, HAH có hai công ty kho bãi và bãi container, bao gồm Công ty TNHH Pan Hải An (công ty tư nhân/chưa niêm yết, HAH sở hữu 51,0% cổ phần) và CTCP Dịch vụ Cảng Lưu Nguyễn Cái Mép (công ty tư nhân/chưa niêm yết, HAH sở hữu 51,5% cổ phần). Pan Hải An vận hành một bãi container tại Hải Phòng. Trong khi đó, Lưu Nguyễn Cái Mép được thành lập để triển khai dự án bãi container tại khu vực Cái Mép Thị Vải. Tuy nhiên, dự án này vẫn chưa được khởi công và HAH đang có kế hoạch thoái vốn công ty này do gặp khó khăn trong quá trình triển khai.

Bảng 8: Cơ cấu doanh nghiệp, HAH

HAH có 7 công ty con và 2 công ty liên kết

	Hoạt động kinh doanh chính	Tỷ lệ lợi ích của HAH	Quyền biểu quyết
Công ty con			
Cảng Hải An	Cung cấp dịch vụ cảng biển	100.0%	100.0%
Vận Tải Container Hải An	Dịch vụ vận tải	50.5%	50.5%
Pan Hải An	Dịch vụ khai thác kho bãi	51.0%	51.0%
Zim Hải An	Vận chuyển hàng hóa bằng đường biển và đường ven biển	51.0%	51.0%
CTCP Dịch vụ Cảng Lưu Nguyên Cái Mép	Bãi container và dịch vụ cảng	51.5%	51.5%
Công ty Cổ phần Vận tải và Xếp dỡ Hải An	Dịch vụ đại lý tàu biển	60.0%	60.0%
Công ty CP Dịch vụ Tổng hợp Hải An	Dịch vụ đại lý tàu biển	40.8%	68.0%
Công ty liên kết			
Công ty Cổ phần Giao nhận Vận tải Hải An	Vận chuyển hàng hóa	36.2%	36.2%
Công ty Cổ phần An Biên Lines	Dịch vụ vận tải	18.7%	34.0%

Nguồn: HSC

- Hoạt động khai thác cảng:** Mảng kinh doanh này được vận hành bởi Cảng Hải An (HAP) – cảng container do HAH sở hữu 100% cổ phần, tọa lạc tại TP. Hải Phòng. HAP có một bến cảng dài 150m và có khả năng tiếp nhận tàu có sức chứa lớn nhất lên đến 1.800 TEU.

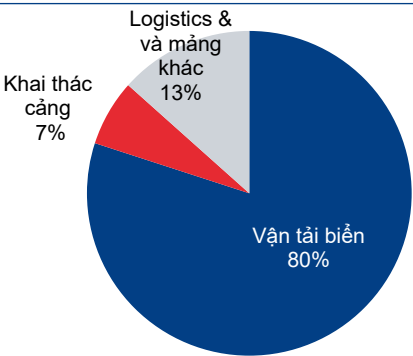
Cơ cấu doanh thu

Cơ cấu doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp của HAH trong năm 2024 được trình bày dưới đây:

- Vận tải container là mảng kinh doanh chủ chốt của HAH, đóng góp khoảng 80,0% doanh thu và 76,2% lợi nhuận gộp của HAH trong năm 2024.
- Dịch vụ logistic đóng góp 13,4% doanh thu và 16,7% lợi nhuận gộp của HAH trong năm 2024.
- Mảng khai thác cảng đóng góp khoảng 6,6% doanh thu và 7,0% lợi nhuận gộp.

Biểu đồ 9: Cơ cấu doanh thu năm 2024, HAH

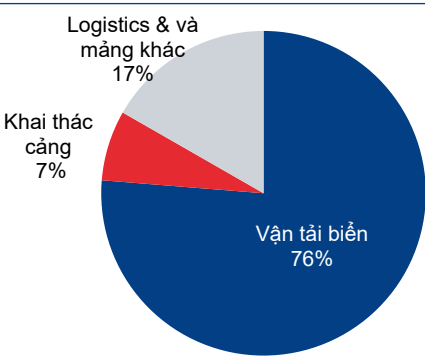
Mảng vận tải container đóng góp 84% vào tổng doanh thu...



Nguồn: HAH

Biểu đồ 10: Cơ cấu lợi nhuận gộp 2024, HAH

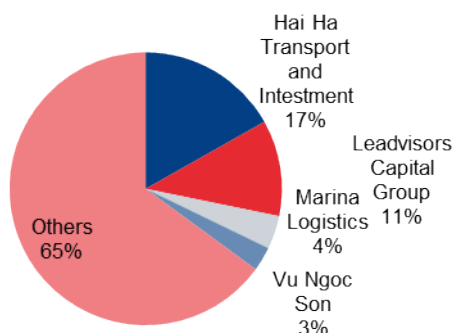
... và 71% vào tổng lợi nhuận gộp



Nguồn: HAH

Biểu đồ 11: Cổ đông chính, HAH

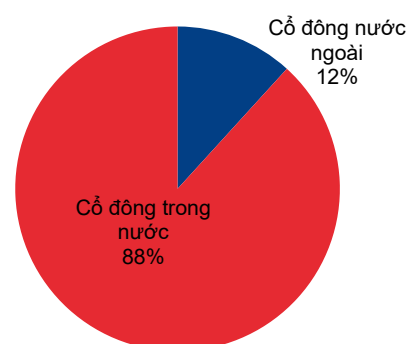
Không có cổ đông nào nắm giữ cổ phần chi phối tại HAH



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 12: Cơ cấu chủ sở hữu, HAH

Cổ đông nước ngoài và trong nước lần lượt là 12% và 88%



Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu cổ đông

HAH có cơ cấu sở hữu đa dạng với tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng cao, khoảng 65%. Không có cổ đông nào nắm giữ cổ phần kiểm soát tại Công ty. Cổ đông lớn nhất là CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà, nắm giữ 17% cổ phần của HAH. Ông Vũ Ngọc Sơn, người sáng lập và cựu Chủ tịch HĐQT của HAH, hiện là Chủ tịch HĐQT của công ty này. Cá nhân ông Sơn cũng đang nắm giữ 3% cổ phần tại HAH.

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa tại HAH là 30%. Hiện tại, nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ 11,8% cổ phần trong khi nhà đầu tư trong nước nắm giữ 88,2%.

Góc nhìn cận cảnh: Một công ty vận tải container hàng đầu

HAH là công ty vận tải container hàng đầu Việt Nam, nắm giữ 49% tổng sức chở đội tàu container cả nước. So với các công ty cùng ngành trong nước, HAH sở hữu đội tàu có sức chở lớn hơn, hiện đại hơn và độ tuổi tàu trẻ hơn. Mô hình vận hành linh hoạt, bao gồm cho thuê tàu, tự khai thác và hợp tác với các hãng tàu khác, giúp HAH tối đa hóa tỷ suất lợi nhuận và nâng cao công suất khai thác tàu.

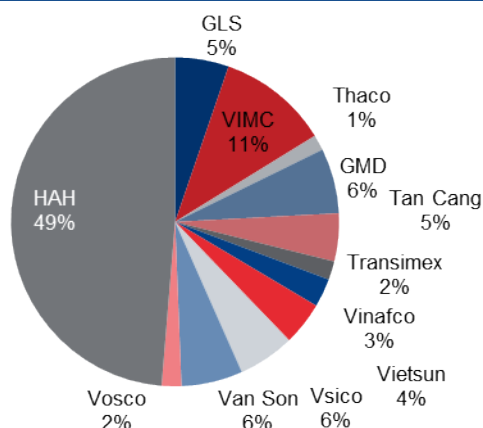
Đội tàu của HAH chiếm 49% tổng sức chở của đội tàu container của Việt Nam

Sau một thập kỷ phát triển đội tàu, HAH và các công ty liên kết hiện đang sở hữu đội tàu container lớn nhất Việt Nam:

- Ngành vận tải container Việt Nam có 58 tàu container với tổng công suất 57.905 TEU.
- HAH sở hữu 17 tàu với tổng sức chở 28.295 TEU. Theo đó, đội tàu của HAH đóng góp 29% về số lượng tàu và 49% về sức chở của ngành vận tải container Việt Nam. Công ty cũng nằm trong top 100 hãng tàu lớn nhất thế giới.

Biểu đồ 13: Tỷ trọng trên tổng sức chở của đội tàu container tại Việt Nam

Đội tàu của HAH đóng góp 49% sức chở của đội tàu container tại Việt Nam



Nguồn: HSC

Bảng 14: Số lượng tàu container, HAH

HAH có 17 tàu, đều là tàu container lớn nhất tại Việt Nam

	Tàu	Tỷ lệ sở hữu	Năm sản xuất	Bắt đầu chạy	Công suất (TEU)	Vốn đầu tư (triệu USD)
1.	Hải An Park	100.0%	2000	May-14	787	4.28
2.	Hải An Time	100.0%	2001	Oct-15	1,032	5.85
3.	Hải An Bell	81.3%	2003	May-17	1,200	4.28
4.	Hải An Link	100.0%	2010	Nov-18	1,060	9.17
5.	Hải An Mind	66.7%	2012	May-19	1,794	4.86
6.	Hải An View	70.0%	2009	Aug-20	1,577	6.37
7.	Hải An East	90.0%	2008	Apr-21	1,702	7.35
8.	Hải An West	90.0%	2007	Apr-21	1,740	8.00
9.	An Bien Bay	44.0%	2008	Feb-22	1,794	27.50
10.	Hải An City	69.9%	2008	Mar-22	1,577	24.90
11.	Hải An rose	84.3%	2008	Nov-22	1,708	29.80
12.	HaiAn Alfa	95.9%	2023	Dec-23	1,781	26.20
13.	Hải An Beta	100.0%	2024	Apr-24	1,781	26.20
14.	An Bien Sky*	18.65%	2024	May-24	1,781	27.20
15.	Hải An Opus	85.0%	2024	Jul-24	1,781	27.20
16.	Hải An Gama	100.0%	2007	Nov-24	3,400	25.00
17.	Hải An Zeta	100.0%	2010	Feb-25	1,700	19.50

*Ghi chú: An Bien Sky thuộc sở hữu của Tổng công ty Hàng hải An Biên.
Nguồn: HAH, HSC*

HAH đã mở rộng đội tàu của mình thông qua ba phương thức đầu tư:

- **Hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC):** Đây là phương thức đầu tư chính của HAH. Có 10 trong số 17 tàu được đầu tư theo phương thức này. Theo đó, HAH hợp tác với các doanh nghiệp khác để chia sẻ chi phí đầu tư tàu. Doanh thu và lợi nhuận từ khai thác tàu sẽ được phân chia theo tỷ lệ vốn góp giữa các bên.
Phương thức BCC giúp HAH mở rộng đội tàu nhanh chóng trong khi giảm tỷ lệ vay nợ so với phương thức tự đầu tư 100%.
- **Tự mua tàu:** HAH sở hữu 100% quyền sở hữu đối với 6 tàu container, bao gồm Hải An Park, Hải An Time, Hải An Link, Hải An Beta, Hải An Gama và Hải An Zeta.
- **Đầu tư gián tiếp thông qua công ty liên kết:** CTCP Vận tải biển An Biên (ABL) là một công ty vận tải biển nội địa sở hữu tàu Hải An Sky (1.781 TEU, đóng mới trong năm 2024). HAH gián tiếp sở hữu 18,65% cổ phần của con tàu này.

Đội tàu có sức chở vượt trội, hiện đại và trẻ hơn so với các công ty cùng ngành

Đội tàu của HAH có quy mô lớn hơn đáng kể và độ tuổi tàu trẻ hơn so với các doanh nghiệp vận tải biển trong nước. HSC lưu ý một số điểm sau:

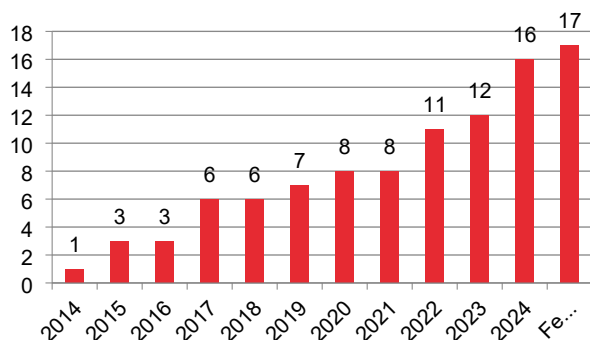
- **Quy mô lớn nhất tại Việt Nam:** Hầu hết các công ty vận tải biển Việt Nam có quy mô nhỏ, thường sở hữu chưa đến năm tàu container. Ngoài HAH, chỉ có hai công ty có hơn năm tàu container, bao gồm Tổng công ty Hàng hải Việt Nam (MVN; chưa khuyến nghị) với chín tàu và Công ty TNHH Dịch vụ Tiếp vận Toàn cầu (GLS; công ty tư nhân, chưa niêm yết) với bảy tàu.
Với đội tàu 17 tàu container và tổng sức chở 28.295 TEU, HAH có quy mô gấp 4 lần công ty lớn thứ hai (MVN).
- Ngoài ra, sau khi mua tàu Hải An Gama (3.500 TEU, đóng năm 2007) vào tháng 11/2024, HAH trở thành công ty vận tải biển Việt Nam duy nhất sở hữu dòng tàu Panamax. Trong khi đó, các công ty khác trong nước chỉ sở hữu tàu nhỏ với sức chở từ 200 đến 1.800 TEU.
- **Đội tàu trẻ hơn so với các công ty cùng ngành:** Đội tàu container tại Việt Nam có quy mô nhỏ và tuổi đời cao với sức chở bình quân 986 TEU/tàu và

tuổi đời bình quân 19,0 năm. Trong khi đó, đội tàu của HAH có sức chở bình quân 1.656 TEU và độ tuổi bình quân là 14,1 năm, lớn hơn và mới hơn nhiều so với các công ty cùng ngành.

Đội tàu chất lượng cao là lợi thế cạnh tranh chính của HAH, cho phép Công ty có giá thuê tàu cao hơn và thời hạn thuê dài hơn, từ đó đảm bảo hiệu quả vận hành vượt trội. Nhờ đó, HAH luôn duy trì tỷ suất lợi nhuận cao nhất trong ngành so với các công ty vận tải container khác tại Việt Nam.

Biểu đồ 15: Số lượng tàu, HAH

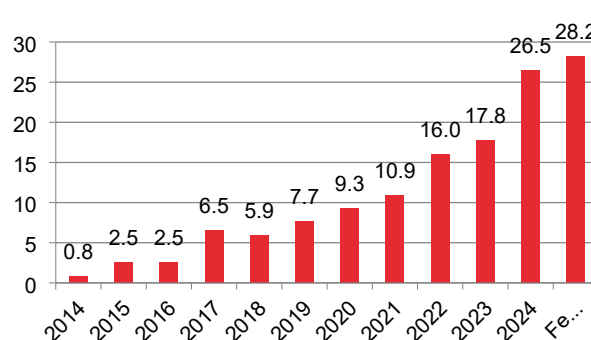
Đội tàu của HAH đã mở rộng nhanh chóng trong 10 năm qua...



Ghi chú: Số tàu năm 2018 không gồm 2 tàu và năm 2021 không 1 tàu đã bán.
Nguồn: HAH

Biểu đồ 16: Công suất tàu (nghìn TEU), HAH

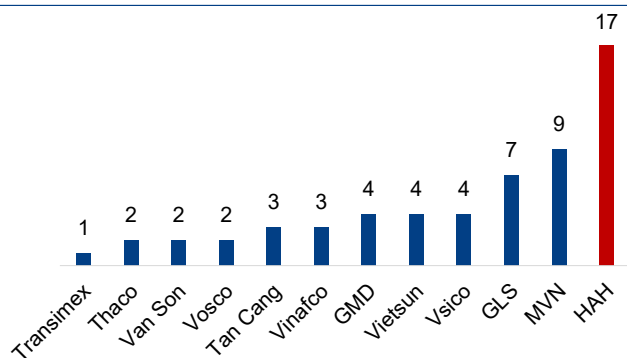
...với tổng công suất hiện là 28.200 TEU



Ghi chú: Số lượng tàu năm 2018 và 2021 không bao gồm số tàu đã bán trong.
Nguồn: HAH

Biểu đồ 17: Số lượng tàu container tại Việt Nam

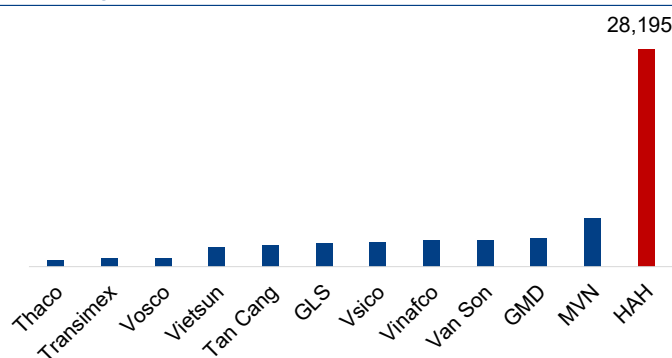
HAH có nhiều tàu container nhất...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 18: Công suất, tàu container tại Việt Nam

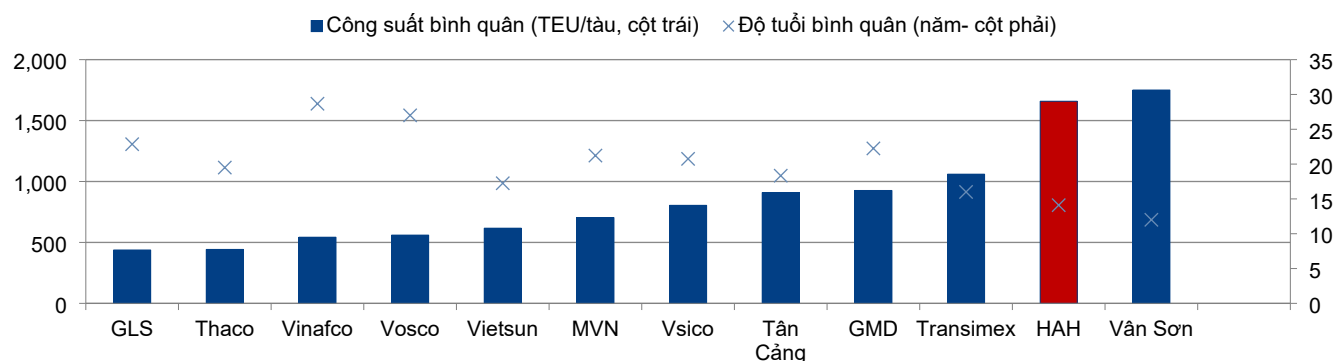
...với công suất lớn nhất



Nguồn: HSC

Biểu đồ 19: Độ tuổi và công suất bình quân, tàu container Việt Nam

HAH sở hữu đội tàu lớn và có độ tuổi trẻ hơn đội tàu của các công ty khác



Nguồn: HSC

Vận hành đội tàu linh hoạt giúp tối ưu hóa lợi nhuận

HAH áp dụng các phương thức vận hành đội tàu linh hoạt bao gồm (1) cho thuê định hạn, (2) tự khai thác và (3) hợp tác với các hãng tàu. Việc kết hợp các phương thức vận hành này giúp HAH đa dạng hóa rủi ro thị trường, tối ưu hóa công suất khai thác đội tàu và gia tăng tỷ suất lợi nhuận.

- Cho thuê định hạn đảm bảo nguồn doanh thu ổn định với mức giá cho thuê cố định trong suốt thời gian hợp đồng. Trong khi đó, tự khai thác giúp tăng trưởng doanh thu khi cước vận tải trên thị trường tăng nhưng cũng tiềm ẩn rủi ro sụt giảm khi điều kiện thị trường không thuận lợi. Do đó, việc kết hợp các mô hình vận hành giúp đa dạng hóa nguồn doanh thu và giảm thiểu rủi ro biến động thị trường đối với doanh thu và lợi nhuận.
- Ngoài ra, việc hợp tác với các hãng tàu có thể được xem là một phương thức kết hợp giữa cho thuê định hạn và tự khai thác, vì HAH sẽ cho thuê tàu cho liên doanh hợp tác đồng thời thu về doanh thu/lợi nhuận từ việc vận hành các tàu thuộc liên doanh này. HAH là công ty vận tải biển Việt Nam duy nhất hợp tác với các hãng tàu lớn trên thế giới nhờ đội tàu quy mô lớn và vượt trội, chuyên môn vận hành sâu rộng và tình hình tài chính vững mạnh.

Bảng 20: Phương thức vận hành đội tàu, HAH

Việc áp dụng các phương thức vận hành đội tàu linh hoạt giúp HAH đa dạng hóa rủi ro thị trường, tối ưu hóa công suất khai thác và gia tăng tỷ suất lợi nhuận

Phương thức vận hành	Số lượng tàu	Công suất (TEUs)	Cơ cấu công suất	Giá	Lợi ích/cơ hội	Rủi ro/thách thức
Cho thuê định hạn	8	15,669	55%	Cố định trong suốt thời hạn HĐ (6-12 tháng)	Doanh thu ổn định trong thời gian HĐ, tránh rủi ro do thị trường biến động	Không thể tăng giá cho thuê tàu ngay cả khi giá thị trường tăng
Tự khai thác	5	6,377	23%	Giá cước vận tải thay đổi theo thị trường	Giá cước vận tải tăng khi thị trường thuận lợi	Giá cước vận tải giảm trong điều kiện thị trường bất lợi
Hợp tác	4	6,249	22%	Thỏa thuận thời hạn thuê tàu 3 tháng/lần, giá cước vận tải thay đổi theo thị trường	Giá thuê tàu và cước vận tải tăng khi thị trường thuận lợi	Giá thuê tàu và cước vận chuyển giảm trong điều kiện thị trường bất lợi
Tổng cộng	17	28,295	100%			

Nguồn: HSC

Bảng 21: Tàu cho thuê, HAH

HAH hiện đang cho thuê 8 tàu

Tàu	Tỷ lệ sở hữu của HAH	Công suất (TEUs)	Năm đóng	Thời hạn cho thuê	Công ty thuê
1 Hải An Mind	67%	1,794	2012	12 tháng (T9/24- T9/25)	Sealead Shipping Pte. Ltd. Singapore
2 Hải An View	70%	1,577	2009	12 tháng (T4/24-T4/25)	Evergreen
3 Hải An East (*)	90%	1,702	2008	6 tháng (T6/24- Mar-25)	Sealead Shipping Pte. Ltd. Singapore
4 Hải An West (*)	90%	1,740	2007	7 tháng (T5/24 – Mar-25)	Sealead Shipping Pte. Ltd. Singapore
5 An Bien Bay	44%	1,794	2008	6 tháng (T12/24 - T6/25)	Sea consortium Pte Ltd.
6 An Bien Sky	18.7%	1,781	2024	10 tháng (T6/24 - T4/25)	CMACGM
7 Hải An Opus	85%	1,781	2024	24 tháng (T7/24 – T7/26)	HMM
8 Hải An Gama	100%	3,400	2007	Hết hạn vào T6/25	Maersk

Nguồn: HAH, HSC

Cho các hãng tàu quốc tế thuê tàu

HAH đang cho thuê 8 trong số 17 tàu (tương đương 55% sức chở đội tàu) cho các công ty vận tải biển quốc tế, bao gồm Maersk, Evergreen, CMA CGM, HMM (Hyundai Merchant Marine), Sealead Shipping Pte. Ltd. và Sea Consortium Pte Ltd.

Các tàu này được cho thuê định hạn trong khoảng từ sáu tháng đến hai năm và có thể đàm phán gia hạn thêm khoảng ba tháng sau khi hợp đồng hết hạn. Giá cho thuê định hạn được cố định tại thời điểm ký hợp đồng và duy trì trong suốt thời gian thuê mà không cần đàm phán lại. Do đó, HAH sẽ đảm bảo được nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định từ việc cho thuê trong suốt thời gian hợp đồng, bất chấp những biến động tiềm ẩn của cước vận tải thị trường.

Đội tàu tự khai thác chiếm 30% thị phần nội địa

HAH hiện đang tự vận hành 5 tàu (tương đương 23% sức chở đội tàu) cho các tuyến vận tải nội địa hoặc nội Á của mình. Các tàu này được sử dụng để vận chuyển hàng hóa đến (1) các cảng container trọng điểm trong nước tại TP. Hồ Chí Minh, Hải Phòng, Vũng Tàu, Đà Nẵng, Nghi Sơn và (2) các cảng khu vực tại Hồng Kông, Nam Sa và Khâm Châu.

Thị trường vận tải container nội địa hiện có 9 doanh nghiệp tham gia, tự vận hành 29 tàu trong tổng số 58 tàu của đội tàu Việt Nam như đã đề cập ở trên.

Năm công ty vận tải biển nội địa lớn nhất kiểm soát khoảng 80% thị phần về sức chở đội tàu. Trong đó, HAH giữ vị thế dẫn đầu với khoảng 30% thị phần, vượt trội so với đối thủ gần nhất là Vsico, công ty nắm giữ 16% thị phần.

Với đội tàu quy mô lớn và trẻ, HAH hưởng lợi từ mức tiêu thụ nhiên liệu thấp hơn và lợi thế kinh tế theo quy mô, giúp Công ty đưa ra mức giá cạnh tranh trong khi vẫn đảm bảo chất lượng dịch vụ tốt hơn. Lợi thế này cho phép HAH đạt được hệ số sử dụng container cao trên các chuyến tàu tự khai thác, từ đó thúc đẩy doanh thu và nâng cao tỷ suất lợi nhuận. Trong giai đoạn 2018-2024, đội tàu tự khai thác của Công ty đã ghi nhận sản lượng tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ CAGR đạt 18% nhờ đội tàu có quy mô vượt trội và chiến lược giá cho thuê hiệu quả.

Bảng 22: Tàu tự khai thác của Việt Nam

HAH hiện đang tự khai thác 5 tàu và nắm giữ 30% thị phần trong nước

	Công suất (TEU)	Số lượng tàu	Tên tàu (công suất, năm đóng)	Công suất bình quân/tàu
HAH	6,377	5	Hai An Park (787 TEU, 2000), Hai An Time (1,032 TEU, 2001), Hai An Bell (1,200 TEU, 2003), Hai An Dell (1,577 TEU, 2008), Hai An Beta (1,781 TEU, 2024)	1,275
Vsico	3,222	4	Prosper (561 TEU, 1997), Progress (908 TEU, 2008), Prime (908 TEU, 2008), Premier (840 TEU, 2004)	806
GLS	2,519	5	Phuc Hung (420 TEU, 2006), Phuc Thai (672 TEU, 2006), Phuc Khanh (672 TEU, 2004), Atlantic Ocean (376 TEU, 1996), Nasico Navigator (379 TEU, 1995)	504
Vietsun	2,467	4	Confident (629 TEU, 2007), Harmony (610 TEU, 2009), Fortune (610 TEU, 2007), Dynamic (618 TEU, 2008)	617
VIMC	2,182	3	Dong Ho (566 TEU, 1998), BD Star (600 TEU, 2000), BD Navigator (1,016 TEU, 2005)	727
GMD	1,585	2	Pacific Grace (836 TEU, 1997), Pacific Express (749 TEU, 1997)	793
Vinafco	1,208	2	Vinafco 26 (700 TEU, 1997), Morning Vinafco (508 TEU, 1996)	604
Vosco	1,120	2	F. Navigator (560 TEU, 1998), F. Freighter (560 TEU, 1998)	560
Thaco	657	2	Truong Hai Star 3 (657 TEU, 2003) Truong Hai Star 2 (228 TEU, 2008)	329
Tổng cộng	21,337	29		736

Nguồn: HSC

Bảng 23: Mức phí niêm yết, các công ty vận tải container tại Việt Nam

HAH có thể đưa ra mức giá cả cạnh tranh và chất lượng tốt nhờ đội tàu quy mô lớn

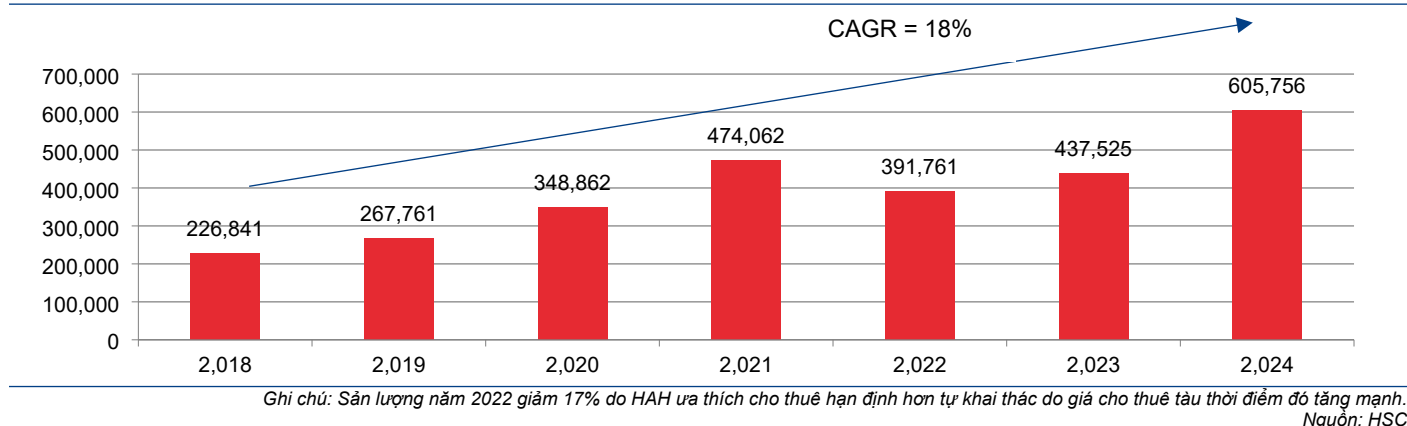
Triệu	Tuyến Hải Phòng-Hồ Chí Minh		Tuyến Hồ Chí Minh - Hải Phòng	
	20' container	40' container	20' container	40' container
Vinafco	6.40	9.20	5.55	9.25
Vietsun	6.55	9.05	5.70	9.40
HAH	6.85	10.35	5.75	9.25
Vietsun	6.85	9.65	5.70	9.40
Vsico	6.90	10.00	5.70	9.40
Vosco	6.90	10.05	5.55	9.45
GMD	7.00	10.50	5.75	9.50
GLS	7.00	9.80	5.55	9.45
Trung bình	6.80	9.83	5.65	9.38

Ghi chú: The fees are collected on 03 Feb 2025.

Nguồn: HSC

Biểu đồ 24: Sản lượng hàng hóa vận chuyển (TEU), HAH

Đội tàu vượt trội so với các công ty khác giúp HAH đạt tốc độ CAGR là 18% trong giai đoạn 2018-2024



Phương thức kết hợp: Hợp tác với các hãng tàu lớn

Ngoài hai phương thức vận hành đã đề cập ở trên, HAH còn hợp tác với các hãng tàu và phương thức này có thể được xem là sự kết hợp giữa tự khai thác và cho thuê hạn định.

HAH là công ty vận tải biển Việt Nam duy nhất hợp tác với các hãng tàu lớn trên thế giới, bao gồm Ocean Network Express (ONE) và ZIM, lần lượt là hãng tàu lớn thứ 6 và thứ 9 toàn cầu, với tổng thị phần chiếm 8,8% thị trường vận tải biển thế giới.

Với ONE, HAH hợp tác khai thác tuyến vận tải Việt Nam-Singapore và chia lợi nhuận theo tỷ lệ 50:50 từ năm 2024. Các đối tác này đang có kế hoạch mở một tuyến mới trong năm 2025 nhờ kết quả hợp tác tích cực trong năm vừa qua. Ngoài ra, với ZIM, HAH đã thành lập một công ty con (ZIM Hải An) trong đó HAH nắm giữ 51% cổ phần, còn ZIM sở hữu 49% cổ phần.

Bảng 25: Top 10 hãng tàu vận tải lớn nhất thế giới

HAH hợp tác với các hãng tàu là hãng tàu lớn thứ 6 và thứ 9 toàn cầu

		Công suất hiện tại (TEU)	Số lượng tàu	Thị phần
1	MSC	6,112,062	859	19.8%
2	APM-Maersk	4,380,760	714	14.2%
3	CMA CMG Group	3,814,319	648	12.4%
4	COSCO Group	3,282,452	510	10.6%
5	Hapag-Lloyd	2,244,615	292	7.3%
6	ONE	1,935,104	245	6.3%
7	Evergreen Line	1,712,215	221	5.5%
8	HMM	881,480	79	2.9%
9	ZIM	757,530	130	2.5%
10	Yang Ming	696,816	94	2.3%
Tổng cộng		25,817,353	3,792	83.8%

Nguồn: Alphaliner

Dưới đây là những thông tin chi tiết về các mối quan hệ hợp tác:

- Hợp tác với ONE: HAH không thành lập liên doanh như với ZIM, mà hợp tác với ONE để khai thác các tuyến vận tải đến Singapore từ đầu năm 2024.

Trong quan hệ hợp tác này, HAH sử dụng hai tàu của mình (Hải An Rose và Hải An Alfa) để khai thác tuyến này trong khi ONE hỗ trợ HAH lấp đầy hàng hóa cho các tàu này. Sự hợp tác chiến lược này giúp HAH gia tăng sản lượng hàng hóa với sự hỗ trợ từ ONE. Sau khi trừ đi tất cả các chi phí, lợi nhuận được chia đều theo tỷ lệ 50/50 giữa hai bên. Kết quả cụ thể từ mối quan hệ hợp tác này trong năm qua không được công bố nhưng BLĐ chia sẻ rằng thỏa thuận này đã mang lại lợi nhuận cho HAH.

Nhờ thành công của mối quan hệ hợp tác, HAH và ONE sẽ tiếp tục hợp tác để mở một tuyến mới trong năm 2025. Khoản đầu tư vào tàu Hải An Zeta vào tháng

2/2025 chủ yếu là để hỗ trợ việc khai thác tuyến mới này. Theo đó, HAH sẽ sử dụng ba tàu để hợp tác khai thác với ONE, bao gồm hai tàu khai thác tuyến Singapore đã vận hành từ năm 2024 và một tàu phục vụ tuyến mới đưa vào khai thác trong năm 2025.

- Hợp tác với ZIM: Theo quy định của Việt Nam, chỉ các công ty vận tải biển đăng ký trong nước mới được phép khai thác các tuyến vận tải container nội địa. Do ZIM muốn mở rộng hoạt động trong ngành vận tải biển Việt Nam, hãng đã hợp tác với HAH và thành lập ZIM Hải An vào tháng 3/2023 để khai thác các tuyến vận tải nội địa Việt Nam và nội Á. Hiện tại, HAH cho công ty con này thuê từ một đến hai tàu để khai thác các tuyến này.

ZIM Hải An ghi nhận khoản lỗ 94 tỷ đồng trong năm 2023 do cần thời gian để lấp đầy hệ số sử dụng container và đạt điểm hòa vốn sau khi mở tuyến mới. Tuy nhiên, trong năm 2024, ZIM Hải An đã tạo ra lợi nhuận 106 tỷ đồng nhờ giá cước vận tải cao hơn và sản lượng vận chuyển tăng.

- Giá cho thuê định hạn các tàu của HAH cho công ty con/liên doanh được đàm phán cứ mỗi ba tháng một lần và dựa trên giá thị trường tại thời điểm đàm phán. Do đó, nếu giá thị trường cải thiện, HAH sẽ hưởng lợi từ giá cho thuê định hạn cao hơn. Ngoài ra, việc hợp tác với các hãng tàu lớn giúp HAH mở các tuyến quốc tế mới và nhanh chóng lấp đầy hệ số sử dụng container, trong khi trước đây HAH chỉ khai thác các tuyến nội địa và tuyến Việt Nam-Trung Quốc.

Hệ thống cảng và logistic tích hợp

Cảng nội bộ phục vụ hoạt động vận tải biển

Như đã đề cập, HAH ban đầu là một doanh nghiệp khai thác cảng, quản lý Công ty TNHH Cảng Hải An (HAP, HAH sở hữu 100% cổ phần) từ năm 2010. Dưới đây là những thông tin chính về cảng này:

- HAP nằm ở TP. Hải Phòng. Cảng có một bến dài 150m, tổng diện tích bãi container là 150.000 m² với 600 container lạnh và một kho CFS rộng 4.000 m². Cảng có thể tiếp nhận tàu có kích thước lên đến 1.800 TEU (25.800 DWT).
- Hoạt động vận tải biển nội bộ giúp HAP tối ưu hóa mảng khai thác cảng. Công suất thiết kế ban đầu của cảng chỉ ở mức 250.000 TEU/năm, nhưng nhờ vận hành hiệu quả và đầu tư thiết bị, cảng đã tiếp nhận và xử lý 549.229 TEU hàng hóa trong năm 2024, tăng trưởng 29% so với năm trước và gấp đôi công suất thiết kế ban đầu.
- So với các cảng khác, sản lượng bình quân trên mỗi bến tại các cảng sông ở Hải Phòng chỉ đạt 189.472 TEU/bến trong năm 2024 và nhiều cảng đang hoạt động dưới công suất do cạnh tranh cao và tình trạng dư thừa nguồn cung trong khu vực này. Ngược lại, HAP với chỉ một bến cảng đã tiếp nhận và xử lý 549.229 TEU hàng hóa trong năm 2024, cao gấp gần ba lần so với sản lượng bình quân trên mỗi bến của các cảng khác tại Hải Phòng.
- Trong khi sản lượng hàng hóa qua các cảng khác tại Hải Phòng chỉ tăng trưởng 15% trong năm 2024 thì HAH ghi nhận mức tăng trưởng 29%. Cảng này ghi nhận sản lượng tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ CAGR trong 5 năm qua đạt 12%/năm nhờ HAH mở rộng đội tàu, vì HAP chủ yếu cung cấp dịch vụ cho hoạt động vận tải biển của HAH.
- Trong năm 2024, khoảng 58% tổng sản lượng hàng hóa qua cảng là hàng hóa nội địa, trong khi 42% là hàng hóa quốc tế. Tỷ trọng hàng nội địa/quốc tế đã thay đổi so với mức bình quân 70%/30% của các năm trước 2023 nhờ các tuyến quốc tế mới mà HAH đã mở cùng ZIM và ONE như đã đề cập ở trên.

Biểu đồ 26: Cảng Hải An

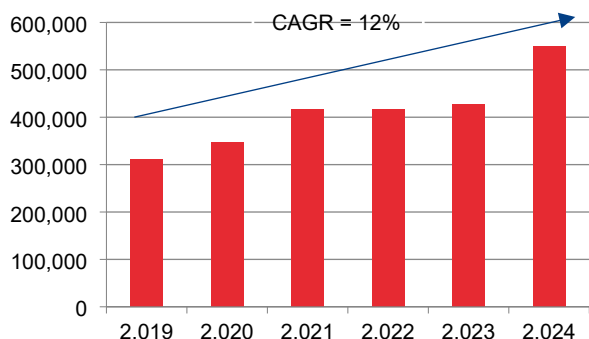
HAH ban đầu là một công ty khai thác cảng ở khu vực Hải Phòng



Nguồn: HAH

Biểu đồ 27: Sản lượng hàng hóa qua cảng, HAP

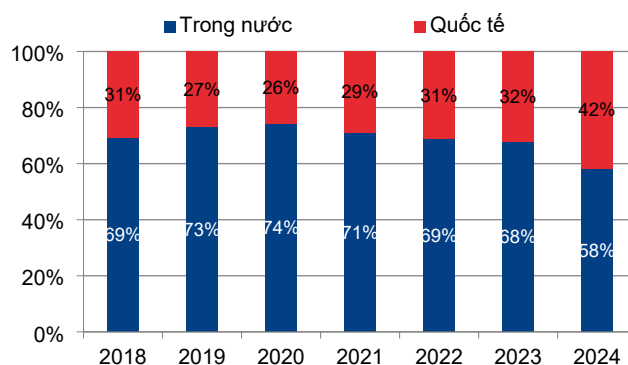
Sản lượng hàng hóa qua cảng tăng trưởng mạnh với CAGR là 12% trong giai đoạn 2019-2024



Nguồn: HAH

Biểu đồ 28: Cơ cấu sản lượng hàng hóa, HAH

Hàng hóa quốc tế đóng góp 42% tổng sản lượng cảng năm 2024



Nguồn: HAH

Bảng 29: Cảng sông khu vực Hải Phòng

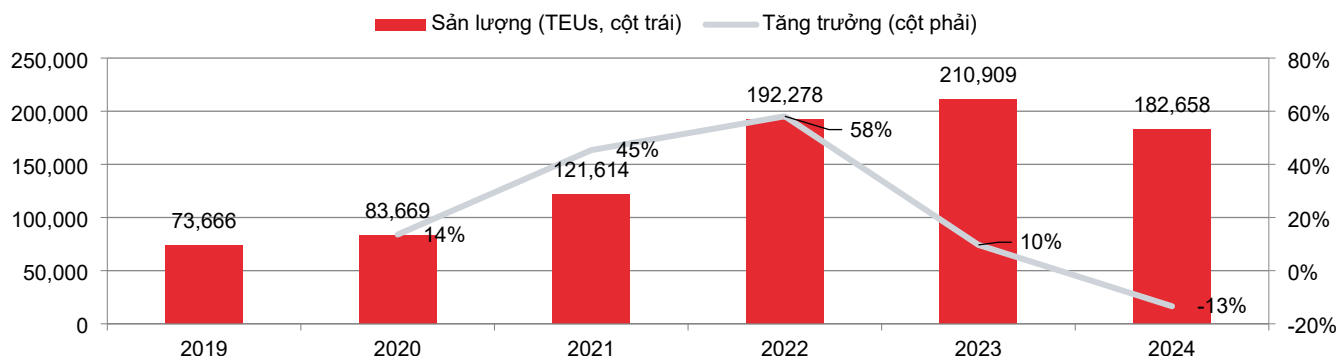
HAP ghi nhận sản lượng lớn nhờ hoạt động của đội tàu

	Chiều dài bến cảng	Số lượng bến cảng	Tổng tải trọng (DWT)	Sản lượng năm 2023	Sản lượng năm 2024	Sản lượng/bến	Tăng trưởng
Nam Đình Vũ	880	4	48,000	929,798	1,343,572	335,893	45%
Cảng Tân Vũ	956	5	40,000	994,701	1,273,214	254,643	28%
Vip Green	377	2	30,000	633,659	589,599	294,800	-7%
Cảng Đình Vũ	427	2	20,000	478,460	573,379	286,690	20%
PTSC	330	1	20,000	264,876	295,038	295,038	11%
Greenport	400	2	25,000	255,481	247,154	123,577	-3%
Nam Hải Đình Vũ	455	2	48,000	270,677	227,005	113,503	-16%
Tân Cảng 189	180	1	20,000	171,077	173,518	173,518	1%
Vinalines Đình Vũ	240	1	20,000	74,854	139,039	139,039	86%
Nam Hải	144	1	10,000	26,036	133,390	133,390	412%
Mipec	380	1	40,000	92,242	81,916	81,916	-11%
Hải Guan 128	422	1	15,000	250,339	41,664	41,664	-83%
Trung bình	562	3	30,500	592,829	720,326	265,107	22%
Hải An	150	1	25,800	427,057	549,229	549,229	29%

Nguồn: Hiệp hội Cảng biển Việt Nam, HSC

Biểu đồ 30: Số lượng depo, HAH

Tăng trưởng với CARG 30% trong giai đoạn 2019-2023 nhưng giảm 13% trong năm 2024 do ảnh hưởng của bão Yagi



Nguồn: HAH

Logistic và các mảng kinh doanh khác

Về mảng logistics, HAH sở hữu bãi container và trung tâm phân phối, dịch vụ vận tải đường bộ, đại lý vận tải biển và dịch vụ giao nhận hàng hóa. Kết hợp với mảng khai thác cảng và vận tải container, HAH có thể cung cấp cho khách hàng dịch vụ vận chuyển tận nơi nhờ hệ thống tích hợp của mình. Điều này giúp HAH tối ưu hóa lợi nhuận của toàn bộ hệ thống và cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

Bãi container và trung tâm phân phối

HAH đã thành lập một công ty con, cụ thể là Công ty TNHH Pan Hải An (công ty tư nhân/chưa niêm yết, HAH sở hữu 51% cổ phần), để đầu tư và vận hành một bãi container và trung tâm phân phối tại Hải Phòng với diện tích 154.000 m² và công suất 400.000 TEU.

Cơ sở này bao gồm một bãi container rộng 80.000 m² với khả năng xếp dỡ 9.000 TEU; hai kho hàng với tổng diện tích 20.000 m² (kho CFS: 15.000 m², kho ngoại quan: 5.000 m²); và khu vực 5.000 m² dành cho bảo trì và sửa chữa container.

Pan Hải An bắt đầu đi vào hoạt động từ cuối năm 2018. Trong giai đoạn 2019-2023, sản lượng tại đây đã tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ CAGR đạt 30%/năm. Tuy nhiên, trong năm 2024, sản lượng giảm 13% xuống 182.658 TEU do ảnh hưởng của bão Yagi.

Các hoạt động logistic khác

- **Vận tải đường bộ.** HAH có đội xe gồm 42 xe tải để vận chuyển tất cả các loại hàng hóa. Hoạt động kinh doanh này được vận hành bởi Công ty TNHH Dịch vụ Tổng hợp Hải An (công ty tư nhân/chưa niêm yết, HAH sở hữu 40,8% cổ phần).
- **Đại lý vận tải biển.** HAH là đại lý tổng hợp tại Việt Nam của SM Line, một hãng tàu Hàn Quốc chuyên khai thác các tuyến nội Á và các tuyến Á-Mỹ.
- **Dịch vụ giao nhận.** HAH cung cấp dịch vụ vận chuyển tận nơi và dịch vụ giao nhận hàng hóa cho khách hàng nhờ lợi thế về vận tải biển, vận tải đường bộ và hệ thống hạ tầng logistic.

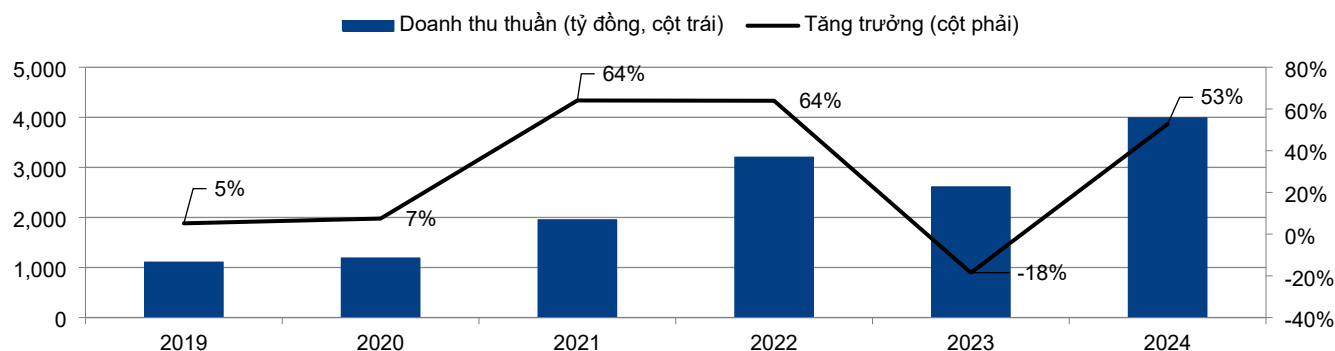
Tình hình tài chính: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ấn tượng

HAH ghi nhận tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận thuần mạnh mẽ, với tốc độ CAGR 5 năm đạt lần lượt 24,8% và 29,9%, được hỗ trợ bởi việc Công ty tích cực mở rộng sức chở. HAH vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước về tỷ suất lợi nhuận và tăng trưởng lợi nhuận nhờ hệ thống vận tải biển, khai thác cảng và logistic tích hợp của mình. Mặc dù tỷ lệ nợ tăng lên để tài trợ cho việc phát triển đội tàu mạnh mẽ nhưng vẫn duy trì ở mức an toàn.

Trong 5 năm qua, ngoại trừ năm 2023 khi lợi nhuận bị ảnh hưởng bởi giá cho thuê định hạn và cước vận tải toàn cầu giảm, HAH vẫn duy trì tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong các năm còn lại. Công ty ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng với doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm đạt lần lượt 29% và 39% nhờ mở rộng đội tàu nhanh chóng. HAH hiện sở hữu 17 tàu, tăng mạnh so với chỉ 7 tàu tại thời điểm cuối năm 2019 và tổng sức chở đội tàu hiện tại đã cao gần gấp ba lần so với năm 2019.

Biểu đồ 31: Doanh thu thuần, HAH

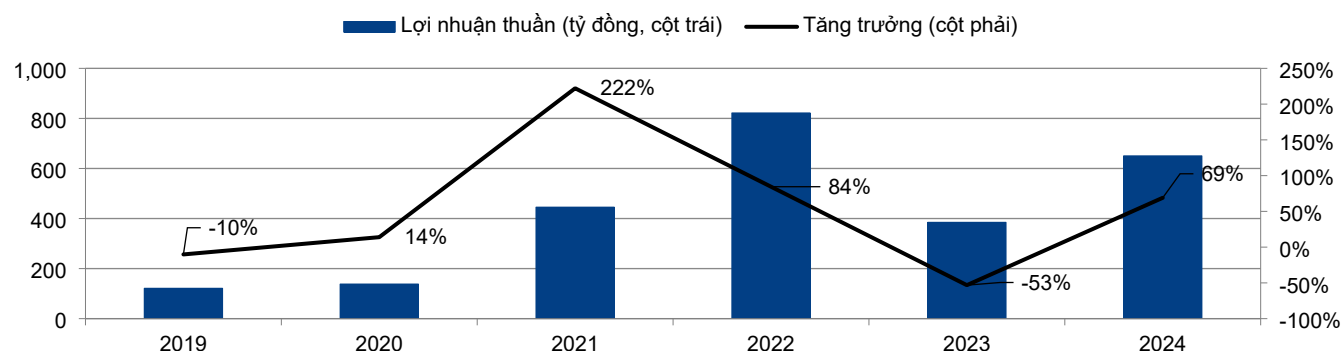
Doanh thu thuần 5 năm tăng trưởng với CAGR là 29%



Nguồn: HAH

Biểu đồ 32: Lợi nhuận thuần, HAH

Lợi nhuận thuần 5 năm tăng trưởng với CAGR là 39%



Nguồn: HAH

Tỷ suất lợi nhuận dẫn đầu ngành nhờ hệ thống tích hợp

Nhờ đội tàu quy mô lớn và hệ sinh thái tích hợp bao gồm vận tải biển, khai thác cảng và logistic – giúp HAH tối ưu hóa hiệu quả hoạt động và nâng cao tỷ suất lợi nhuận – Công ty liên tục đạt được tỷ suất lợi nhuận cao nhất trong số các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam.

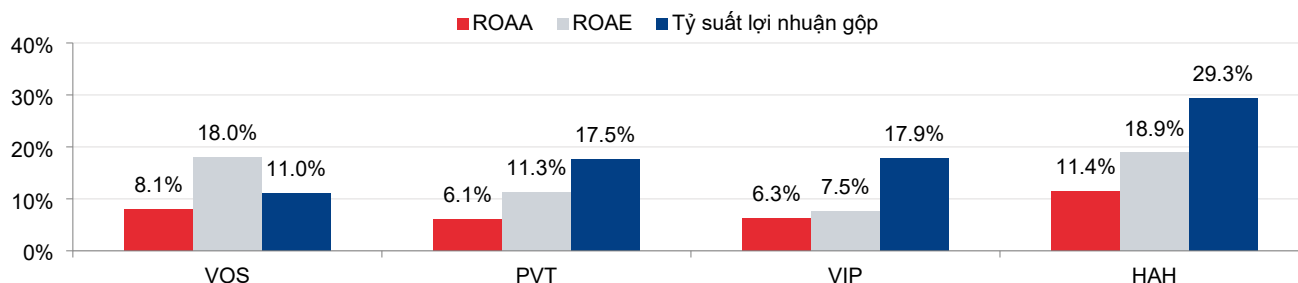
HAH vượt trội so với các công ty vận tải biển niêm yết khác, bao gồm CTCP Vận tải biển Việt Nam (VOS; chưa khuyến nghị), CTCP Vận tải Xăng dầu Việt Nam (VIP; chưa khuyến nghị), Tổng CTCP Vận tải Dầu khí (PVT; chưa khuyến nghị) và Tổng

công ty Hàng hải Việt Nam (VNA; chưa khuyến nghị) về tỷ suất lợi nhuận và tăng trưởng lợi nhuận. HSC lưu ý những điều sau:

- Trong giai đoạn 2019-2024, ROAA bình quân của HAH đạt 11,4%, cao hơn nhiều so với mức bình quân 8,5% của các công ty cùng ngành.
- ROAE bình quân của HAH trong cùng giai đoạn đạt 18,9%, so với mức bình quân 20,3% của các công ty cùng ngành. Tuy nhiên, mức bình quân cao hơn chủ yếu là do ROAE bất thường của VNA, khi công ty này có vốn CSH âm trong giai đoạn 2019-2021 do thua lỗ. Nếu không tính đến VNA, ROAE bình quân 6 năm của các công ty còn lại chỉ đạt 12,3%, thấp hơn nhiều so với HAH.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân 5 năm của HAH đạt 29,3%, cao hơn so với mức bình quân 14,2% của các công ty cùng ngành.
- Lợi nhuận thuần của HAH tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm đạt 39,9%, cao hơn so với mức bình quân 13,5% của các công ty cùng ngành.

Biểu đồ 33: ROAA, ROAE, tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2019-2024, các công ty vận tải biển niêm yết tại Việt Nam

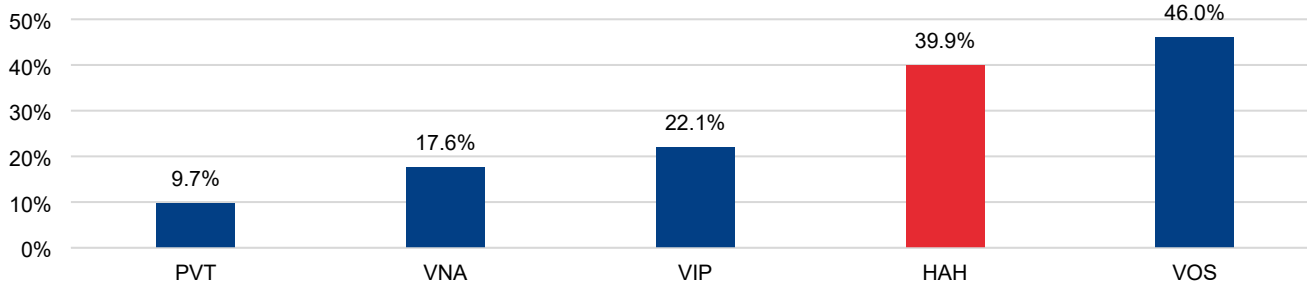
HAH vượt trội so với các công ty khác xét về tỷ suất lợi nhuận



Ghi chú: ROE trung bình của VNA cao do vốn chủ sở hữu âm trong giai đoạn 2019-2021. Nguồn: HSC

Biểu đồ 34: CAGR của lợi nhuận thuần giai đoạn 2019-2024, các công ty vận tải biển niêm yết tại Việt Nam

HAH vượt trội so với các công ty khác xét về tăng trưởng lợi nhuận



Ghi chú: CAGR của lợi nhuận ròng của VOS cao hơn HAH do mức nền thấp, và VOS ghi nhận lợi nhuận nhỏ vào năm 2019 và thậm chí lỗ vào năm 2020. Nguồn: HSC

Cơ cấu chi phí HĐKD ổn định

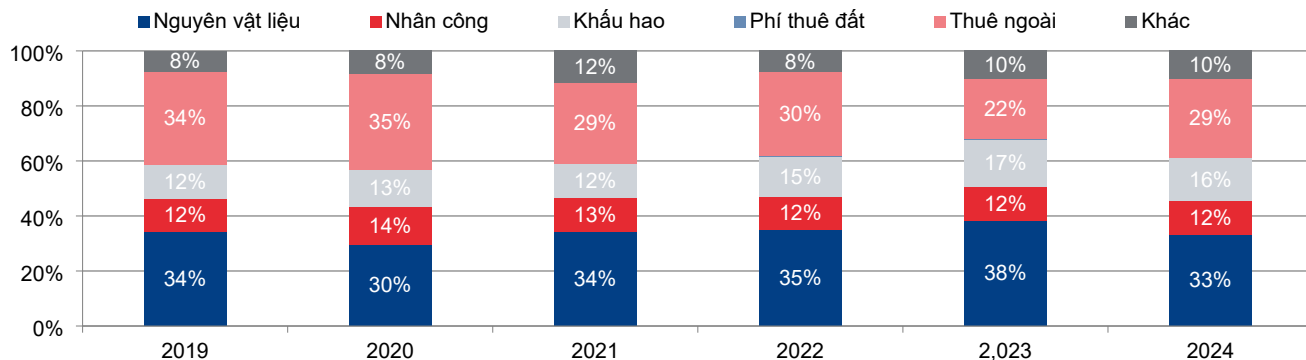
Cơ cấu chi phí của HAH tương đối ổn định:

- Chi phí nguyên vật liệu (chủ yếu là chi phí nhiên liệu cho đội tàu tự khai thác) chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí hoạt động, dao động từ 30% đến 38%.
- Chi phí nhân công chiếm khoảng 12-14% tổng chi phí hoạt động.
- Chi phí khấu hao chiếm 12-17% tổng chi phí và có xu hướng tăng trong những năm gần đây do HAH mở rộng đội tàu và giá tàu mua mới cao hơn. Các tàu này mới hơn và hiện đại hơn, giúp HAH (1) tiết kiệm nhiên liệu và (2) hưởng mức giá cho thuê tàu cao hơn.

- Chi phí thuê ngoài bao gồm chi phí thuê container, chi phí bảo trì và sửa chữa, phí cảng và phí xếp dỡ. Nhóm chi phí này chiếm khoảng 22-35% tổng chi phí hoạt động.

Biểu đồ 35: Cơ cấu chi phí hoạt động, HAH

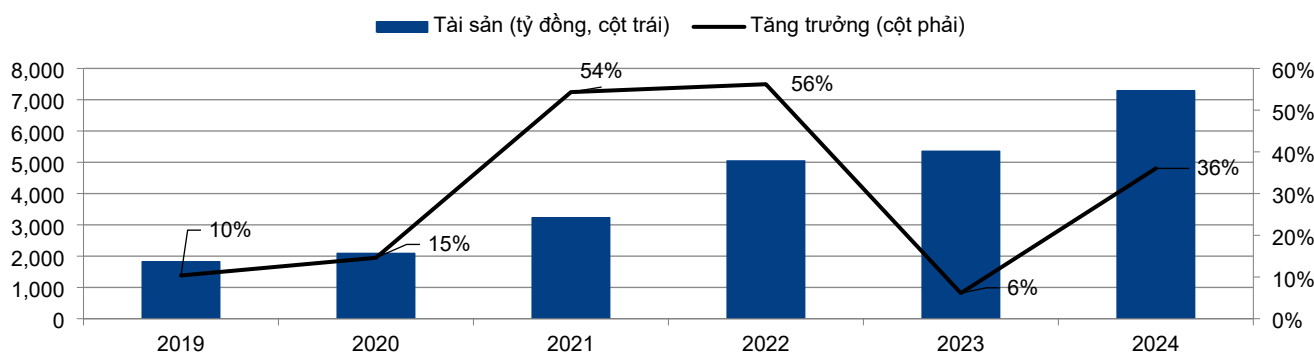
Chi phí nguyên vật liệu, chi phí nhân công và chi phí khấu hao đóng góp khoảng 60% tổng chi phí



Nguồn: HAH

Biểu đồ 36: Tổng tài sản, HAH

Tổng tài sản của HAH tăng trưởng mạnh với CAGR là 32% trong giai đoạn 2019-2024



Nguồn: HAH

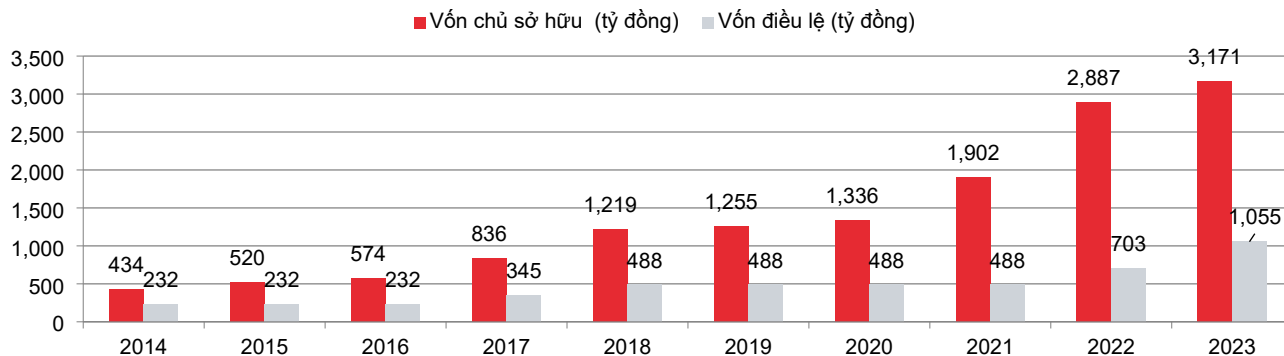
Tài sản và vốn CSH tăng trưởng mạnh mẽ

Nhờ việc mở rộng đội tàu mạnh mẽ và tăng trưởng lợi nhuận cao, HAH ghi nhận tổng tài sản và vốn CSH tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2019-2024 đạt lần lượt 32% và 26%.

Đáng chú ý, sự gia tăng vốn CSH chủ yếu đến từ lợi nhuận giữ lại, do HAH chỉ tăng vốn thông qua phát hành cổ phiếu một lần kể từ khi niêm yết vào năm 2018 để huy động 237 tỷ đồng nhằm mở rộng đội tàu. Các đợt tăng vốn điều lệ khác chủ yếu đến từ cổ tức bằng cổ phiếu.

Biểu đồ 37: Vốn chủ sở hữu và vốn điều lệ, HAH

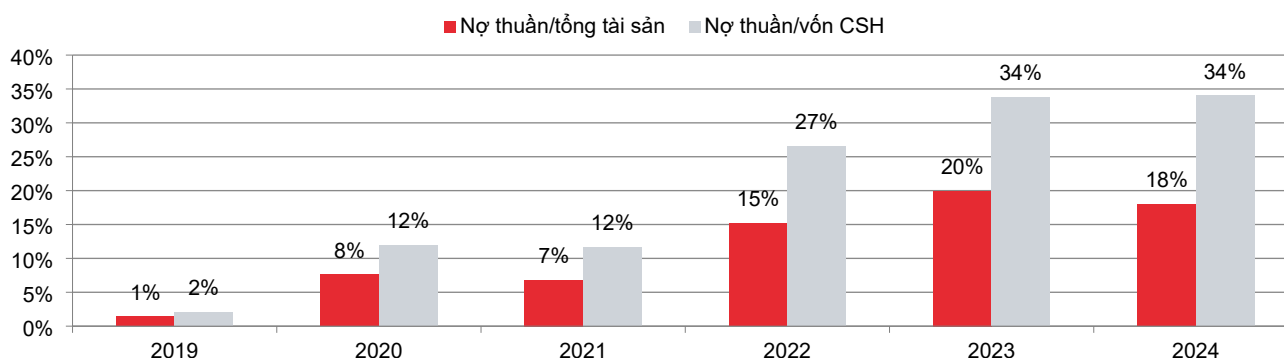
Vốn chủ sở hữu của HAH tăng trưởng với CAGR giai đoạn 2014-2023 là 25%, chủ yếu nhờ lợi nhuận tăng trưởng



Ghi chú: vốn điều lệ chủ yếu từ cổ tức, ngoại trừ năm 2018 do HAH tăng vốn thông qua phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 2:1.
Nguồn: HAH

Biểu đồ 38: Tỷ lệ nợ, HAH

Tỷ lệ nợ đang tăng lên để mở rộng đội tàu nhưng vẫn ở mức an toàn



Nguồn: HAH, HSC

Bảng 39: Lịch sử cổ tức tiền mặt và cổ tức bằng cổ phiếu, HAH

Chính sách cổ tức của HAH bao gồm cổ tức bằng cổ phiếu và tiền mặt

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cổ tức bằng cổ phiếu	0	0	50%	0	0	0	0	40%	50%	15%
Cổ tức tiền mặt	3,000	3,000	1,000	1,000	1,500	1,000	1,000	1,000	0	0
Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức	53%	42%	17%	23%	54%	40%	35%	11%	0%	0%

Nguồn: HAH

Tỷ lệ nợ tăng nhưng vẫn ở mức an toàn

Tỷ lệ nợ của HAH đang tăng lên do quá trình mở rộng đội tàu nhanh chóng. Tuy nhiên, tại thời điểm cuối năm 2024, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH và nợ thuần/tổng tài sản của HAH lần lượt ở mức 34% và 18%, vẫn duy trì ở mức rất thận trọng và an toàn.

HAH sử dụng hai nguồn tài trợ để phát triển đội tàu, bao gồm các khoản vay ngân hàng và trái phiếu chuyển đổi:

Các khoản vay ngân hàng

Trong các dự án phát triển đội tàu, HAH thường vay ngân hàng tối đa 60% giá trị tàu. Ngoại trừ tàu Hải An Beta được tài trợ bằng trái phiếu chuyển đổi như đề cập dưới đây, tất cả các tàu còn lại của HAH đều được tài trợ bằng các khoản vay ngân hàng.

Trái phiếu chuyển đổi

Vào ngày 2/2/2024, HAH đã phát hành 500 trái phiếu chuyển đổi kỳ hạn 5 năm để tài trợ cho khoản đầu tư vào tàu Hải An Beta (1.781 TEU, HAH sở hữu 100%, đóng mới năm 2024). Các điều khoản và điều kiện của trái phiếu như sau:

- Tổng giá trị trái phiếu là 500 tỷ đồng với mệnh giá 1 tỷ đồng/trái phiếu.
- Lãi suất cố định: 6%/năm.
- Hạn chế chuyển đổi 1 năm, nghĩa là trái phiếu sẽ đủ điều kiện chuyển đổi từ ngày 2/2/2025.
- Giá chuyển đổi ban đầu: 27.300đ/cp, trước khi điều chỉnh pha loãng kể từ ngày phát hành. Như đã đề cập, HAH đã phát hành cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 15% vào ngày 21/6/2024. Điều này dẫn đến giá chuyển đổi pha loãng được điều chỉnh xuống 23.739đ/cp.
- Dựa trên giá chuyển đổi đã pha loãng, nếu tất cả các trái phiếu chuyển đổi được chuyển đổi trong tương lai, HAH sẽ cần phát hành thêm 21,1 triệu cổ phiếu mới, tương đương với tỷ lệ pha loãng 17%, đưa vốn điều lệ mới lên 1.424 tỷ đồng với tổng số cổ phiếu lưu hành đạt 142 triệu cổ phiếu.

Vào ngày 2/4, 203 trong số 500 trái phiếu chuyển đổi sẽ được chuyển đổi thành 8,55 triệu cổ phiếu mới với giá chuyển đổi 23.739đ/cp (thấp hơn 50,5% so với thị giá hiện tại của HAH) cho bốn nhà đầu tư. Tổng vốn điều lệ sẽ tăng lên 1,29 nghìn tỷ đồng từ 1,21 nghìn tỷ đồng hiện tại, tương đương tăng 6,6%.

Để phản ánh tác động pha loãng tiềm năng của các trái phiếu chuyển đổi này, HSC tính toán EPS pha loãng hoàn toàn trong năm 2025 sẽ đạt 5.074đ/cp, tương đương tăng trưởng 25% (chi tiết sẽ được thảo luận trong phần sau).

Bảng 40: Trái phiếu chuyển đổi, HAH

203 trong số 500 Trái phiếu chuyển đổi sẽ được chuyển đổi trong T4/2025

Nhà đầu tư	Quỹ ngoại/quỹ nội	Số lượng TPCĐ năm giữ	Số lượng trái phiếu chuyển đổi đã đăng ký	Tỷ lệ sở hữu trước khi chuyển đổi	Số lượng cổ phiếu đã chuyển đổi	Tỷ lệ sở hữu sau khi chuyển đổi	Mối quan hệ với HĐQT, BOM và giám sát viên?
Japan Southeast Asia Finance Fund III L.P.	Quỹ ngoại	167	68	0.0%	2,864,484	2.21%	No
VIỆT NAM Growth Investment Fund L.P.	Quỹ ngoại	140	57	0.0%	2,401,112	1.85%	No
Daiwa-SSIAM VIỆT NAM Growth Fund III L.P.	Quỹ ngoại	113	46	0.0%	1,937,739	1.49%	No
SSIAM	Quỹ nội	80	32	0.0%	1,347,993	1.04%	No
Tổng cộng		500	203	0.0%	8,551,327	6.58%	

Nguồn: HAH

Tổng quan về ngành

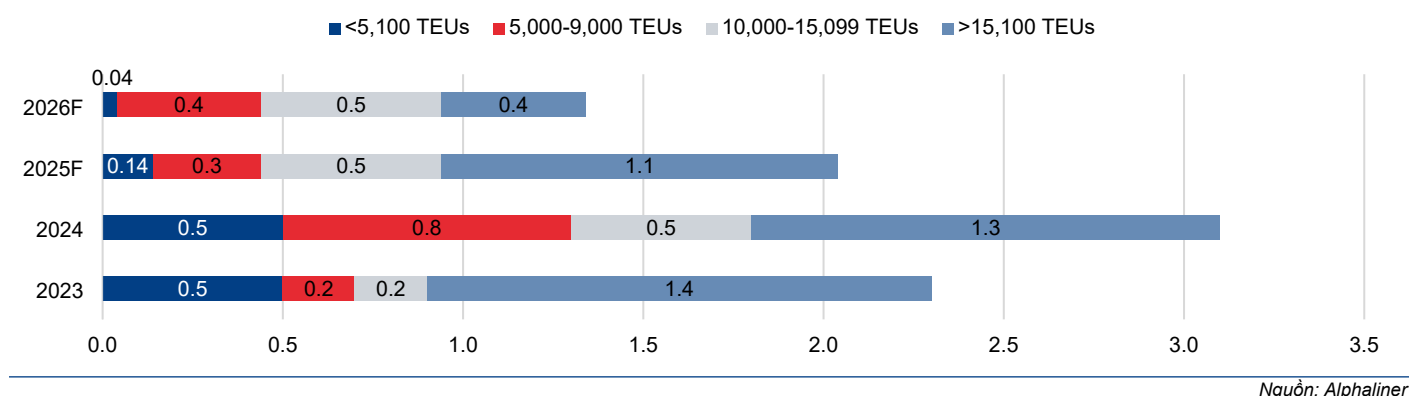
Về nguồn cung, năng lực vận tải toàn cầu dự kiến sẽ tăng trưởng chậm lại trong giai đoạn 2025-2027 so với năm 2024 do lượng tàu đóng mới giảm và số lượng tàu phá dỡ tăng. Về nhu cầu, yếu tố bất định lớn nhất là khả năng chấm dứt cuộc khủng hoảng Biển Đỏ, điều này có thể dẫn đến nhu cầu vận chuyển theo tấn-dặm giảm và tạo áp lực lên giá cước container. Tuy nhiên, với tình trạng nguồn cung tàu feeder toàn cầu vẫn đang khan hiếm (loại tàu chủ lực của HAH), HSC kỳ vọng giá cho thuê tàu và cước vận tải của HAH sẽ tiếp tục được hỗ trợ mạnh mẽ, ngay cả khi giá cước chung trên thị trường chịu áp lực khi cuộc khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc. Ngoài ra, việc áp thuế tiềm năng đối với tàu Trung Quốc hoặc bất kỳ tàu nào treo cờ Trung Quốc theo chính sách của Tổng thống Trump có thể trở thành yếu tố hỗ trợ giá cước vận tải trong những tháng tới.

Nguồn cung: Sức chở toàn cầu tăng trưởng chậm lại

Theo Alphaliner, đơn vị cung cấp dữ liệu và phân tích về ngành vận tải container, sức chở của lượng tàu đóng mới dự kiến đạt 2,1 triệu TEU trong năm 2025 và 1,5 triệu TEU trong năm 2026, so với 3,1 triệu TEU trong năm 2024. Điều này tương đương với mức giảm 32% trong năm 2025 và mức giảm 29% trong năm 2026 (Biểu đồ 41).

Biểu đồ 41: Tàu mới đóng toàn cầu (triệu TEU)

Công suất tàu mới đóng năm 2025/2026 sẽ giảm mạnh

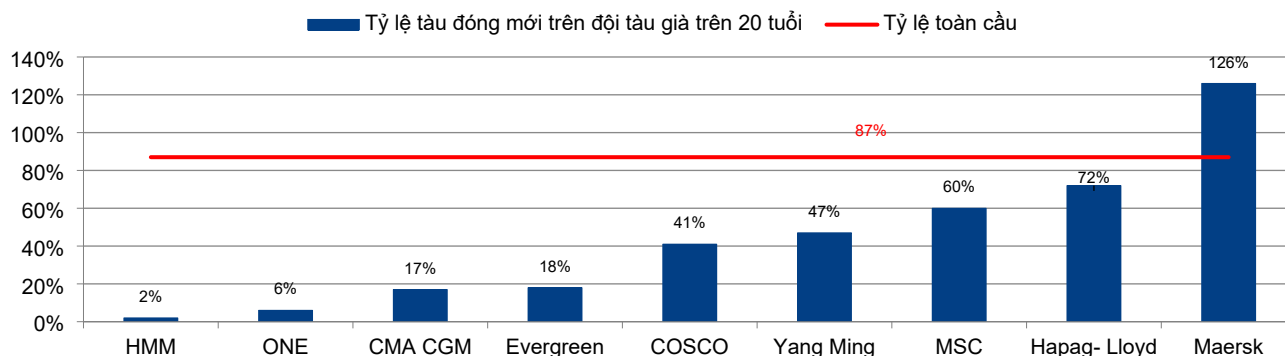


Đáng chú ý, hiện tại, 87% đơn hàng đóng tàu mới trên toàn cầu có thể được sử dụng để thay thế các tàu đã hơn 20 năm tuổi, với tổng sức chở 5,6 triệu TEU (Biểu đồ 42). Các tàu cũ này sẽ cần phải bị phá dỡ trong những năm tới do các quy định về khí thải ngày càng nghiêm ngặt. Công nghệ lỗi thời khiến các tàu này kém hiệu quả trong tiêu thụ nhiên liệu và phát thải CO₂ cao hơn, khiến chúng khó đáp ứng các quy định này. Do đó, tốc độ phá dỡ tàu sẽ tăng mạnh trong những năm tới để tuân thủ các quy định về môi trường (Biểu đồ 43).

Theo đó, khối lượng tàu bị phá dỡ sẽ tăng dần trong những năm tới. Cùng với lượng tàu đóng mới giảm, tổng công suất đội tàu toàn cầu giai đoạn 2024-2027 dự kiến sẽ chỉ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3,8%, chậm hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng CAGR 12,4% trong giai đoạn 2022-2024.

Biểu đồ 42: Tỷ lệ tàu đóng mới trên đội tàu già (trên 20 tuổi), top các hãng tàu lớn trên thế giới

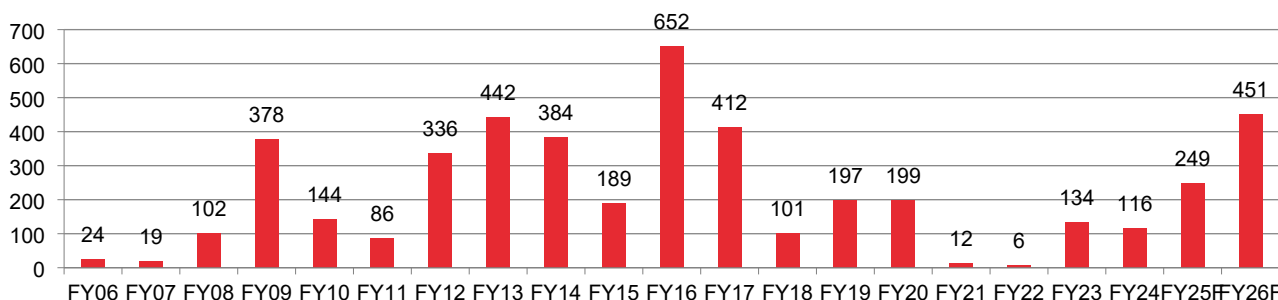
Trung bình 87% cho thấy tàu mới đóng chủ yếu được sử dụng để thay thế đội tàu già nhằm tuân thủ các quy định về môi trường



Nguồn: Alphaliner, HSC

Biểu đồ 43: Ước tính số lượng tàu bị phá dỡ toàn cầu (nghìn TEU)

Số lượng tàu bị phá dỡ toàn cầu dự báo sẽ tăng đáng kể trong giai đoạn 2025-2026



Nguồn: Alphaliner

Biểu đồ 44: Quy định về môi trường

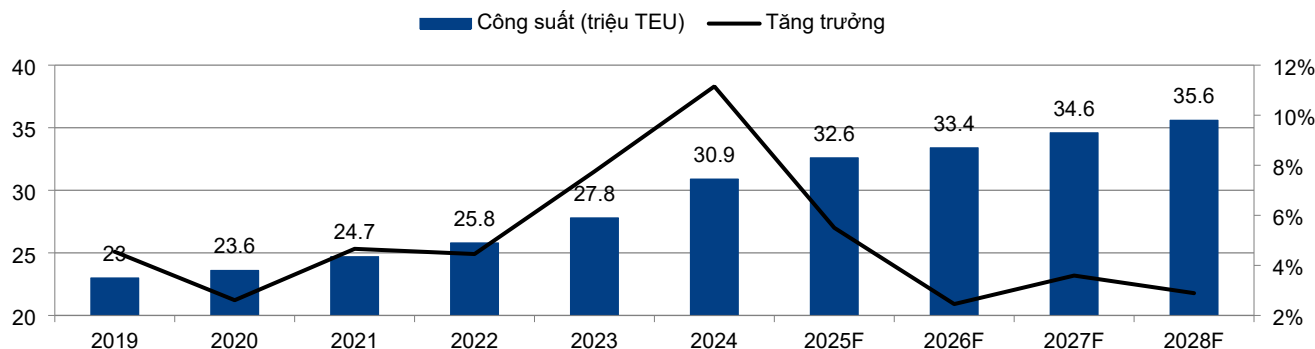
Các hãng tàu cần tuân thủ các quy định về khí thải ngày càng nghiêm ngặt

EU EMISSIONS TRADING SYSTEM (ETS)	FUEL EU MARITIME	CARBON INTENSITY INDEX (CII)
- Aims at emission reductions through trading of emission allowances under a cap-and-trade mechanism - Maritime sector included since 2024, with 40% of emissions covered - From Jan 01, 2025: 70% of emissions covered - DGF has a standard Dammar Line ETS surcharge, updated quarterly Impact: Strong increase (75% -90%) of already existing surcharge in 2025	- Vessels need to progressively use more sustainable fuels and technologies - From Jan 1st, 2025: vessels must achieve a 2% reduction in the average GHG intensity of the energy used on board compared to the 2020 baseline - Increased requirements every 5 years Impact: Most carriers seem to include the additional cost into the EU ETS surcharge	- A measure introduced by the IMO to assess the energy efficiency and carbon intensity of ships - Implemented since 2023 - Review is planned for 2026 - Very small impact of the overall carbon footprint - DGF & customers benefit indirectly from slightly lower CO2/TEU figures Impact: No explicit surcharges have been imposed by carriers yet

Nguồn: Alphaliner

Biểu đồ 45: Tổng công suất đội tàu toàn cầu

Tổng công suất đội tàu toàn cầu dự kiến sẽ tăng trưởng chậm lại so với năm 2024 do lượng tàu đóng mới giảm và số tàu bị phá dỡ tăng lên



Nguồn: Alphaliner

Thách thức: Xung đột Biển Đỏ kết thúc gây áp lực lên nhu cầu

Nhu cầu sẽ bị ảnh hưởng khi xung đột Biển Đỏ kết thúc...

- Cuộc khủng hoảng Biển Đỏ đã làm tăng mạnh nhu cầu vận tải container do đó nếu được giải quyết, nhu cầu có thể giảm do các tàu quay lại tuyến đường qua kênh đào Suez. Đây sẽ là yếu tố chính ảnh hưởng đến cán cân cung-cầu và triển vọng giá cước vận tải trong ngắn hạn. Cụ thể như sau:
- Kể từ khi phiến quân Houthi bắt đầu các cuộc tấn công ở Biển Đỏ vào tháng 11/2023, đã có hơn 100 tàu bị tấn công và hai tàu bị đánh chìm. Điều này đã buộc các tàu phải chuyển hướng qua Mũi Hảo Vọng thay vì qua Vịnh Aden (cửa ngõ vào kênh đào Suez), kéo dài quãng đường di chuyển và làm tăng thêm 10 ngày hoặc hơn đối với các chuyến hàng giữa châu Âu và châu Á.
- Hệ quả là nhu cầu vận tải container toàn cầu năm ngoái đã tăng 10-15%. Cùng với sự phục hồi nhu cầu sau giai đoạn giảm tồn kho tại Mỹ và EU, tổng nhu cầu vận tải container toàn cầu trong năm 2024 đã tăng trưởng 18%-19%. Trong khi đó, theo Alphaliner, nguồn cung tàu chỉ tăng 11% trong năm 2024. Tăng trưởng nhu cầu cao hơn so với tăng trưởng nguồn cung đã đẩy giá cước vận tải container và giá cho thuê tàu tăng mạnh trong năm qua (Biểu đồ 46).
- Do đó, nếu cuộc khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc, giá cước vận tải sẽ chịu áp lực giảm khi nhu cầu suy yếu do các tàu quay trở lại tuyến kênh đào Suez.

...nhưng thời điểm kết thúc xung đột vẫn chưa chắc chắn

- Gần đây, đã có dấu hiệu cho thấy căng thẳng tại khu vực Biển Đỏ đang hạ nhiệt, nhưng các hãng tàu vẫn rất thận trọng trong việc quay lại tuyến đường này. Cụ thể:
- Vào ngày 15/1, Israel và Hamas đã đạt được một thỏa thuận ngừng bắn tạm thời sáu tuần ở Dải Gaza, có hiệu lực từ ngày 19/1. Bên cạnh đó, vào ngày 21/1, Houthi tuyên bố sẽ hạn chế các cuộc tấn công ở Biển Đỏ, chỉ nhắm vào các tàu có liên quan đến Israel trong thời gian ngừng bắn.
- Tuy nhiên, vào ngày 12/3, phiến quân Houthi tuyên bố sẽ nối lại các cuộc tấn công vào tàu Israel lần đầu tiên sau khoảng hai tháng, sau khi yêu cầu nước này chấm dứt lệnh cấm viện trợ vào Gaza. Với tình hình vẫn còn bất ổn, các công ty vận tải biển vẫn rất thận trọng về việc nối lại hoạt động ở Biển Đỏ. Trong 23 ngày đầu tiên của tháng 2, theo Cơ quan quản lý kênh đào Suez của Ai Cập, chỉ có 47 tàu đã nối lại hoạt động qua Biển Đỏ. Ngoài ra, các tàu quay lại hoạt động cũng áp dụng mức phụ phí bảo hiểm rủi ro chiến tranh cao hơn đáng kể.
- Bên cạnh đó, ngay cả khi căng thẳng ở Biển Đỏ chính thức kết thúc, các hãng tàu cũng sẽ cần từ 3 đến 6 tháng để nối lại hoạt động trên các tuyến đường trước đây của họ. Quan trọng hơn, các hãng tàu lớn có vẻ muốn trì hoãn việc quay lại tuyến kênh đào Suez càng lâu càng tốt để tránh tình trạng dư cung và hỗ trợ nhu cầu. Ngành vận tải biển có mức độ tập trung thị trường rất cao, với

10 hãng tàu lớn nhất kiểm soát 84% thị phần toàn cầu, do đó không khó để đạt được sự đồng thuận về việc trì hoãn này.

Biểu đồ 46: Drewry World container index

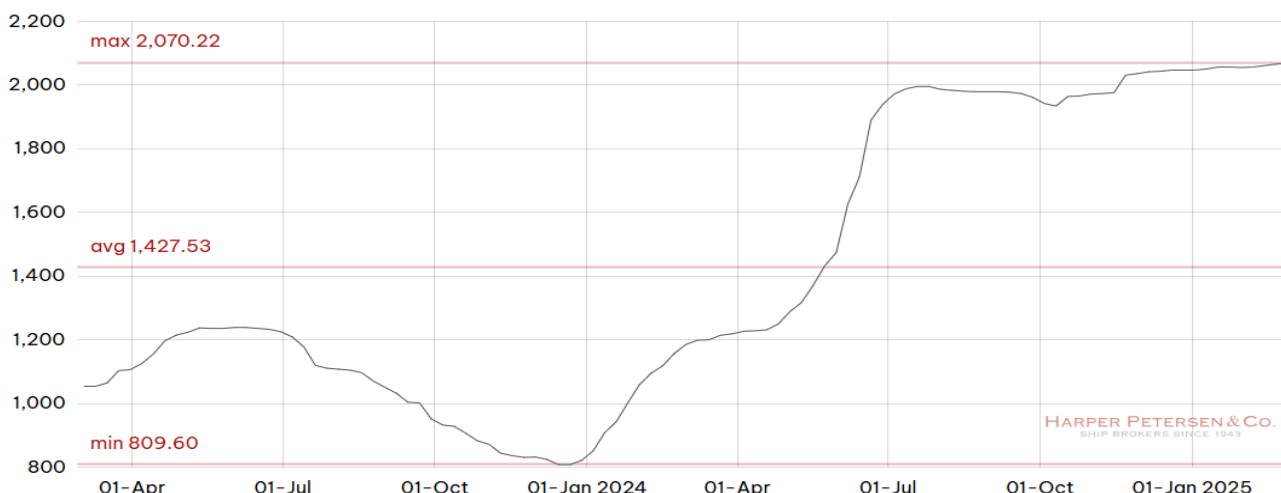
Giá cước vận tải container giao ngay gần đây đã giảm phản ánh mối lo ngại về khả năng kết thúc xung đột Biển Đỏ...



Nguồn: Drewry world container index

Biểu đồ 47: Chỉ số giá thuê tàu Harper Petersen

...tuy nhiên giá thuê tàu vẫn cao cho thấy triển vọng về nhu cầu thuê tàu lớn và khả năng xung đột Biển Đỏ kéo dài



Nguồn: Harperpetersen

- Đáng chú ý, giá cước vận tải container giao ngay gần đây đã giảm sau khi Israel và Hamas đạt được thỏa thuận ngừng bắn, phản ánh mối lo ngại ngắn hạn về khả năng kết thúc xung đột Biển Đỏ (Biểu đồ 47). Tuy nhiên, giá cho thuê tàu container vẫn duy trì ổn định và vững chắc, cho thấy nhu cầu tàu container trong 6-12 tháng tới được dự báo sẽ vẫn ở mức cao.
- Do đó, lộ trình cụ thể để khôi phục hoàn toàn tuyến qua Kênh đào Suez vẫn chưa chắc chắn tại thời điểm này. Theo Maersk – hãng tàu lớn thứ hai thế giới, kịch bản quay lại hoạt động vào giữa năm 2025 là một mục tiêu khó khả thi. Do đó, giá cước vận tải container nhiều khả năng sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi xung đột Biển Đỏ ít nhất trong nửa đầu năm 2025.

Thuận lợi: Gia tăng nhập khẩu trước chiến tranh thương mại

Bên cạnh những thách thức từ khả năng kết thúc xung đột Biển Đỏ, các yếu tố hỗ trợ sẽ đến từ chính sách thuế quan mới của chính quyền Trump. Kế hoạch của Tổng thống Trump, dự kiến áp thuế ít nhất 60% đối với hàng hóa Trung Quốc, 25% đối với hàng nhập khẩu từ Mexico và Canada, và thuế đồng loạt từ 10%-20% đối với hàng hóa từ các quốc gia khác, sẽ có khả năng thúc đẩy làn sóng nhập khẩu vào Mỹ trước thời điểm các mức thuế mới có hiệu lực nhằm tránh chi phí thuế cao hơn. Điều này

sẽ hỗ trợ nhu cầu vận tải trong ngắn hạn và giúp ổn định giá cước vận tải container trên toàn cầu.

Gia tăng nhập khẩu trước thời điểm áp thuế sẽ hỗ trợ nhu cầu ngắn hạn và giá cước vận tải

Như đã đề cập, trong nhiệm kỳ đầu tiên của Tổng thống Donald Trump, các mức thuế cao hơn đã khiến giá cước vận tải container giao ngay tăng mạnh vào nửa cuối năm 2018. Giá cước vận tải từ châu Á đến Bờ Tây Mỹ đã tăng gấp đôi từ tháng 7 đến tháng 11/2018 do các nhà nhập khẩu gấp rút vận chuyển hàng hóa trước thời hạn áp thuế.

Trong nhiệm kỳ thứ hai của mình, chính sách thuế quan cao hơn của Tổng thống Donald Trump được dự báo sẽ kích hoạt một làn sóng nhập khẩu mạnh mẽ khác, khi các doanh nghiệp đẩy nhanh việc vận chuyển hàng hóa trước thời điểm các mức thuế mới có hiệu lực. Sau khi nhậm chức, ông Trump đã bắt đầu thực hiện chính sách thuế quan của mình. Cụ thể như sau:

- Áp mức thuế bổ sung tổng cộng 20% đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc, có hiệu lực từ 1/2/2025 cho 10% đầu tiên và từ 4/3/2025 cho 10% còn lại.
- Áp mức thuế 25% đối với tất cả các sản phẩm thép và nhôm nhập khẩu vào Mỹ, có hiệu lực từ 12/3/2025, không có ngoại lệ như trong năm 2018.
- Ban hành lệnh hành pháp áp thuế 25% đối với hàng nhập khẩu từ Canada và Mexico, nhằm kiểm soát nhập cư bất hợp pháp và buôn lậu ma túy vào Mỹ. Mức thuế mới này có hiệu lực từ 4/3/2025.
- Áp thuế đối với các sản phẩm khác như ô tô, gỗ xẻ mềm, dược phẩm,... từ nhiều quốc gia.

Đáng chú ý, xuất khẩu hàng hóa thành phẩm từ Trung Quốc sang Mỹ đã tăng mạnh ngay trước khi ông Trump nhậm chức. Trong tháng 12/2024, các cảng biển Mỹ đã tiếp nhận và xử lý 451.000 container loại 40 foot từ Trung Quốc, tăng 14,5% so với cùng kỳ.

Với khả năng các mức thuế tiếp tục tăng trong thời gian tới, xu hướng đẩy mạnh nhập khẩu trước thời hạn áp thuế mới dự kiến sẽ tiếp diễn. Hoạt động nhập khẩu gia tăng trước thời hạn áp thuế sẽ hỗ trợ giá cước vận tải container và giá cho thuê tàu trong ngắn hạn.

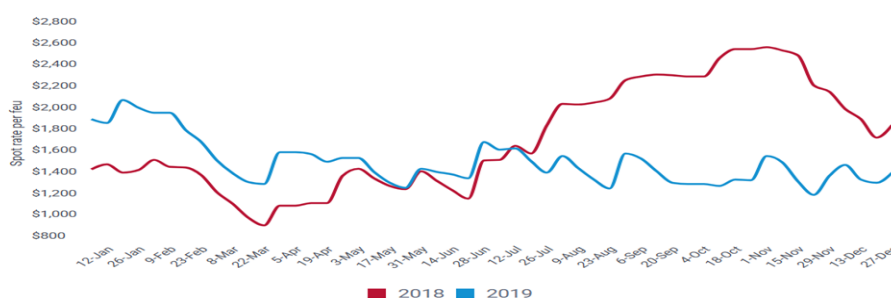
Khả năng áp thuế đối với tàu Trung Quốc

Tổng thống Mỹ Donald Trump đang xem xét áp dụng mức phí cảng lên tới 1,5 triệu USD cho mỗi lần cập cảng đối với các tàu Trung Quốc hoặc bất kỳ tàu chở hàng nào đăng ký dưới cờ Trung Quốc. Phụ phí này có thể làm tăng chi phí vận chuyển mỗi container từ Trung Quốc đến Bờ Tây Mỹ thêm khoảng 150-300 USD, ngoài chi phí bình quân hiện tại khoảng 3.000 USD.

Nếu chính sách này được ban hành, giá cước vận tải sẽ tăng cao hơn, mang lại lợi ích cho các công ty vận tải biển.

Biểu đồ 48: Giá thuê giao ngay Trung Quốc - Bờ Tây Mỹ

Giá thuê giao ngay tăng trong nửa cuối năm 2018 nhờ gia tăng nhập khẩu trước khi áp thuế



Ghi chú: SCFI = Shanghai containerized freight index.
Nguồn: Lloyd's List

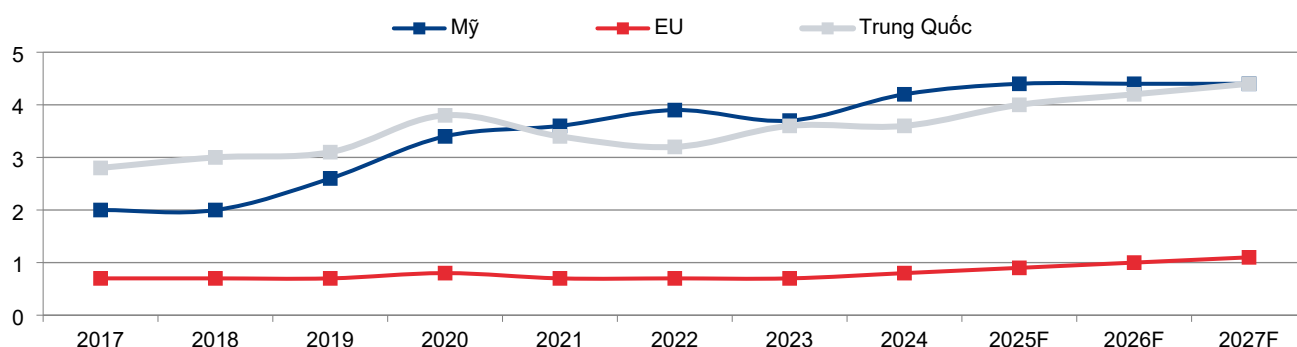
Việt Nam có khả năng giành thị phần từ Trung Quốc về xuất khẩu sang Mỹ

Với chính sách của Tổng thống Trump nhằm áp mức thuế cao hơn đáng kể đối với Trung Quốc, Việt Nam có khả năng gia tăng thị phần xuất khẩu hàng hóa sang Mỹ. Trong nhiệm kỳ đầu tiên của ông Trump, thị phần của Việt Nam trong tổng kim ngạch nhập khẩu của Mỹ đã tăng từ 2,0% trong năm 2017 lên 3,6% trong năm 2021. Trong nhiệm kỳ thứ hai, khi mức thuế đối với Trung Quốc có khả năng cao hơn so với các nước khác, bao gồm Việt Nam, Việt Nam sẽ hưởng lợi từ chính sách này và gia tăng thị phần xuất khẩu sang Mỹ.

Ngoài ra, HSC kỳ vọng xu hướng các nhà máy Trung Quốc chuyển sang Việt Nam sẽ tiếp tục diễn ra nhằm tránh mức thuế cao hơn. Điều này sẽ làm tăng khối lượng giao thương của Việt Nam nhờ nhập khẩu máy móc, thiết bị trong giai đoạn xây dựng các nhà máy này, cũng như nhập khẩu nguyên liệu đầu vào khi các nhà máy đi vào hoạt động. Vì các tuyến vận tải Việt Nam - Trung Quốc là tuyến quan trọng trong mảng vận tải biển của HAH, Công ty được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ sự gia tăng hoạt động thương mại này.

Biểu đồ 49: Tỷ trọng nhập khẩu từ Việt Nam trong tổng nhập khẩu của Mỹ, EU và Trung Quốc (%)

Việt Nam có thể sẽ giành được thị phần tại Mỹ nhờ chính sách thuế quan của Trump



Nguồn: HSC

Sự hỗ trợ mạnh mẽ từ giá cước tàu nhỏ do nguồn cung khan hiếm

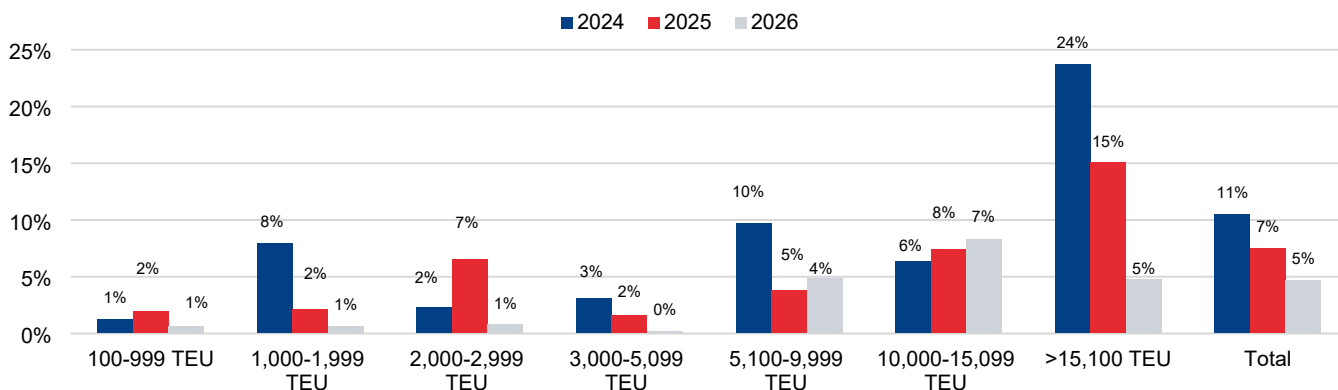
Trong năm 2025-2026, lượng tàu đóng mới chủ yếu là tàu có sức chở trên 10.000 TEU. Trong khi đó, tàu có sức chở dưới 1.999 TEU – nhóm tàu chủ lực của HAH – chỉ có mức tăng trưởng năng lực không đáng kể trong giai đoạn này. Cụ thể như sau:

- Theo Alphaliner, năng lực toàn cầu của nhóm tàu nhỏ dự kiến chỉ tăng trưởng 2% và 1% trong năm 2025 và 2026, so với mức tăng trưởng 8% trong năm 2024 (Biểu đồ 50).
- Ngoài ra, theo Clarksons – một trong những công ty môi giới tàu biển lớn nhất thế giới (và là nhà cung cấp dữ liệu ngành) – số lượng tàu có sức chở 1.500-2.000 TEU sẵn sàng cho thuê trong năm 2025 dự kiến là 190 tàu, giảm đáng kể so với 320 tàu trong năm 2024 và 225 tàu trong năm 2023.
- Hơn nữa, chỉ có 70 trong số 190 tàu này là tàu thế hệ mới thân thiện với môi trường (eco) – nghĩa là được đóng từ năm 2020 trở đi – trong khi 30 tàu đã trên 20 năm tuổi. Ngoài ra, 25 tàu trong số đội tàu này thuộc sở hữu của các chủ tàu nội địa Trung Quốc, các chủ tàu này có thể ưu tiên khai thác tuyến ven biển trong nước nếu thị trường cho thuê gặp khó khăn.
- Do đó, nhu cầu đối với tàu feeder vẫn sẽ mạnh mẽ trong khi nguồn cung các tàu loại này có khả năng khan hiếm, đặc biệt là các tàu eco-feeder hiện đại và thân thiện với môi trường.
- HAH sở hữu 12 trong số 17 tàu có sức chở từ 1.500-2.000 TEU, trong đó có bốn tàu eco được đóng trong năm 2023-2024. Ngoài ra, toàn bộ đội tàu của HAH đều đáp ứng các tiêu chuẩn môi trường toàn cầu.

- Với tình trạng nguồn cung tàu loại này khan hiếm trên toàn cầu, HSC kỳ vọng giá cho thuê tàu và giá cước vận tải của HAH sẽ tiếp tục được hỗ trợ mạnh mẽ, ngay cả khi giá cước chung trên thị trường chịu áp lực khi cuộc khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc.

Biểu đồ 50: Dự báo tăng trưởng công suất đội tàu toàn cầu

Ước tính công suất của tàu có sức chở (1,000-1,900 TEU) sẽ tăng trưởng chỉ 2% và 1% trong giai đoạn 2025-2026 so với 8% trong năm 2024



Nguồn: Alphaliner, HSC

Bảng 51: Quy mô đội tàu, HAH

Tàu có sức chở 1,500-2,000 TEU đóng góp 73% vào tổng công suất của HAH

	Số lượng tàu	Tổng cộng công suất (TEU)	% Tổng cộng công suất
< 1,000 TEU	1	787	3%
1,000-1,500 TEU	3	3,292	12%
1,500-2,000 TEU	12	20,716	73%
2,000-3,500 TEU	1	3,500	12%
Tổng cộng	17	28,295	100%

Nguồn: HAH

Xung đột tại Biển Đỏ: Kịch bản cơ sở là xung đột kết thúc vào nửa cuối năm 2025

Trong kịch bản cơ sở, HSC giả định rằng xung đột Biển Đỏ sẽ kết thúc vào nửa cuối năm 2025. Điều này được kỳ vọng sẽ khiến giá cước vận tải container và giá cho thuê tàu toàn cầu trong nửa cuối năm 2025 giảm 20% so với nửa đầu năm 2025 (tính theo mức bình quân trong kỳ) do nhu cầu vận chuyển tính theo tấn-dặm giảm khi các tàu quay lại tuyến kênh đào Suez, rút ngắn quãng đường vận chuyển. Giá cho thuê tàu trong năm 2026 có khả năng giảm xuống dưới mức bình quân của năm 2025 trước khi phục hồi trở lại vào năm 2027.

Tuy nhiên, với nguồn cung tàu feeder toàn cầu vẫn ở mức khan hiếm như đã đề cập ở trên, chúng tôi kỳ vọng giá cho thuê tàu và giá cước vận tải của HAH trong nửa cuối năm 2025 sẽ giảm với tốc độ chậm hơn nhiều so với mức giảm chung của thị trường toàn cầu sau khi cuộc khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc.

Dự báo lợi nhuận

Bất chấp triển vọng biến động của giá cước container trong nửa cuối năm 2025 nếu cuộc khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc, HSC dự báo lợi nhuận thuần của HAH trong năm 2025 sẽ tăng trưởng 25% nhờ (1) mở rộng công suất và (2) giá cho thuê tàu cao hơn đối với các hợp đồng được gia hạn trong nửa đầu năm 2025 so với mức nền thấp của nửa đầu năm 2024. Cho năm 2026, lợi nhuận thuần dự báo giảm 4% do giá cước vận tải container bình quân thấp hơn sau khi cuộc khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc. Cho năm 2027, lợi nhuận thuần dự báo sẽ quay lại đà tăng trưởng 12% nhờ nhu cầu phục hồi. Theo đó, cho giai đoạn 2024-2027, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 10%.

Phân tích KQKD năm 2024

HAH ghi nhận KQKD năm 2024 tích cực với lợi nhuận thuần đạt 651 tỷ đồng (tăng trưởng 69%) và doanh thu thuần đạt 3.992 tỷ đồng (tăng trưởng 53%). Mức tăng trưởng mạnh mẽ này được thúc đẩy bởi (1) mở rộng năng lực đội tàu và (2) giá cho thuê tàu và cước vận tải tăng cao hơn. Cụ thể:

- HAH đã nhận ba tàu mới trong năm 2024 bao gồm Hải An Beta (tháng 4/2024, HAH sở hữu 100%), Hải An Opus (tháng 7/2024, HAH sở hữu 85%), và Hải An Gama (tháng 11/2024, HAH sở hữu 100%). Công ty liên kết của HAH là CTCP Vận tải biển An Biên (HAH sở hữu 18,7% cổ phần) cũng nhận một tàu mới vào tháng 5/2024 mang tên An Biên Sky.
- Theo đó, tổng sức chở của đội tàu của HAH và các công ty liên kết tăng lên mức 26.500 TEU (tăng trưởng 48,9%).
- Trong khi đó, giá cho thuê tàu và giá cước vận tải đã tăng mạnh trong năm 2024 nhờ tác động từ cuộc khủng hoảng Biển Đỏ như đã đề cập.
- Theo đó, doanh thu của HAH tăng trưởng mạnh 53% và tỷ suất lợi nhuận gộp mở rộng lên mức 32% từ 23% của năm 2023. Nhờ đó, lợi nhuận thuần của HAH tăng trưởng mạnh 69% trong năm 2024 đạt 651 tỷ đồng.

Bảng 52: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, HAH

HSC ước tính lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng trưởng với CAGR là 10%

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	3,206	2,613	3,992	5,140	4,934	5,250
Tăng trưởng	64%	-18%	53%	29%	-4%	6%
Lợi nhuận thuần	822	385	651	810	778	874
Tăng trưởng	84%	-53%	69%	25%	-4%	12%

Nguồn: HAH, HSC

Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC có quan điểm tích cực về giá cước container trong nửa đầu năm 2025 do cuộc khủng hoảng Biển Đỏ vẫn đang tiếp diễn và sự hỗ trợ từ chính sách thuế mới của Tổng thống Trump. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng đối với giá cước container trong nửa cuối năm 2025 và năm 2026 do khả năng cuộc khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc.

Bất chấp rủi ro giá cước container có thể giảm trong nửa cuối năm 2025, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh 25% đạt 810 tỷ đồng nhờ (1) mở rộng năng lực và (2) các hợp đồng tái ký trong nửa đầu năm 2025 với mức giá cao hơn, thay thế các hợp đồng được ký trong nửa đầu năm 2024 với mức giá rất thấp.

Cho năm 2026, lợi nhuận thuần dự báo giảm 4% xuống 777 tỷ đồng do giá cước container bình quân giảm. Cho năm 2027, lợi nhuận thuần dự báo sẽ quay lại đà tăng trưởng 12% đạt 874 tỷ đồng nhờ giá cước container phục hồi. Dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 đạt 10%/năm.

Bảng 53: Các số liệu và giả định chính, HAH

Chúng tôi ước tính giá cước vận tải container trung bình sẽ tăng trong năm 2025, giảm trong năm 2026 và tăng trong năm 2027

	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Tàu biển					
Cho thuê tàu					
Thời gian cho thuê trung bình (USD/ngày) (*)	20,902	18,010	19,422	17,479	18,353
Tăng trưởng	-27%	-14%	8%	-10%	5%
Số lượng tàu cho thuê	6	10	11	11	11
Tăng trưởng	20%	67%	10%	0%	0%
Vận tải					
Giá cho thuê tàu (USD/TEU)	3.61	3.43	3.54	3.36	3.53
Tăng trưởng	-27%	-5%	3%	-5%	5%
Sản lượng hàng hóa vận tải (TEU)	437,525	605,756	761,000	783,830	807,345
Tăng trưởng	12%	38%	26%	3%	3%
Khai thác cảng					
Sản lượng hàng hóa qua cảng (TEU)	427,057	549,229	549,229	549,229	549,229
Tăng trưởng	2%	29%	0%	0%	0%
Phí xếp dỡ bình quân/TEU (triệu đồng/TEU)	0.47	0.48	0.48	0.48	0.48
Tăng trưởng	-9%	2%	0%	0%	0%

Ghi chú: Thời gian cho thuê trung bình giai đoạn 2022-2024 là số liệu HSC ước tính.
Nguồn: HSC

Bảng 54: Cơ cấu doanh thu thực tế và dự báo, HAH

HSC ước tính tổng doanh thu sẽ tăng trưởng với CAGR là 9,7% trong giai đoạn 2024-2027

Tỷ đồng	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Tàu biển	2,195	3,192	4,313	4,131	4,436
Cảng	199	262	262	262	262
Mảng khác	219	538	565	541	552
Tổng cộng	2,613	3,992	5,140	4,934	5,250
Tăng trưởng					
Tàu biển	-20%	45%	35%	-4%	7%
Cảng	-7%	32%	0%	0%	0%
Mảng khác	-13%	146%	5%	-4%	2%
Tổng cộng	-18%	53%	29%	-4%	6%

Nguồn: HSC

Bảng 55: Chi phí hoạt động thực tế và dự báo, HAH

Chúng tôi ước tính chi phí hoạt động giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng trưởng với CAGR là 9,9%

Tỷ đồng	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Chi phí hoạt động					
Nguyên vật liệu	814	975	1,262	1,235	1,335
Nhân công	263	360	464	445	473
Khấu hao	364	457	589	590	570
Chi phí thuê đất	6	6	6	6	6
Thuê ngoài	463	838	1,079	1,036	1,102
Chi phí khác	218	300	386	370	394
Tổng cộng	2,127	2,936	3,785	3,682	3,881
Tăng trưởng					
Nguyên vật liệu	23%	20%	29%	-2%	8%
Nhân công	16%	37%	29%	-4%	6%
Khấu hao	31%	25%	29%	0%	-3%
Chi phí thuê đất	0%	0%	0%	0%	0%
Thuê ngoài	-20%	81%	29%	-4%	6%
Chi phí khác	49%	38%	29%	-4%	6%
Tổng cộng	12%	38%	29%	-3%	5%

Nguồn: HSC

Bảng 56: Thu nhập tài chính thực tế và dự báo, HAH

Dự báo chi phí tài chính sẽ giảm đáng kể trong giai đoạn 2026-2027

Tỷ đồng	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Thu nhập tài chính	30.2	24.6	35.2	50.6	63.0
Chi phí tài chính	-83.7	-118.7	-129.8	-94.9	-74.7
Chi phí tài chính thuần	-53.6	-94.1	-94.6	-44.3	-11.7
Tăng trưởng					
Thu nhập tài chính	-22%	-18%	43%	44%	25%
Chi phí tài chính	10%	42%	9%	-27%	-21%
Chi phí tài chính thuần	-42%	-76%	-1%	53%	73%

Nguồn: HSC

Bảng 57: Các chỉ tiêu bảng CĐKT, HAH

HSC dự báo dòng tiền sẽ tăng mạnh

Tỷ đồng	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Nợ ngắn hạn	394	532	446	392	343
Nợ dài hạn	993	1,798	1,487	933	725
Tổng nợ	1,387	2,330	1,933	1,325	1,069
Tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn	318	992	1,274	1,753	2,583
Nợ thuần	1,069	1,338	659	(428)	(1,514)
Nợ thuần/vốn CSH	32%	42%	26%	-18%	-70%

Nguồn: HSC

Bảng 58: Cổ tức tiền mặt thực tế và dự báo, HAH

Chúng tôi dự báo công ty không trả cổ tức tiền mặt năm 2024 do đầu tư vào Hai An Zeta và đến giai đoạn 2025-2027 cổ tức chi trả là 1.000đ/cp

Đồng	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,349	3,865	4,786	4,677	5,249
Cổ tức tiền mặt	-	-	1,000	1,000	1,000
Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức	0%	0%	21%	21%	19%
Lợi suất cổ tức	0%	0%	2.1%	2.1%	2.1%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận năm 2025

HSC dự báo lợi nhuận thuần của HAH sẽ tăng trưởng 25% trong năm 2025 đạt 810 tỷ đồng. EBITDA dự kiến đạt 1,86 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 30%). Các động lực tăng trưởng chính bao gồm:

- Mở rộng năng lực đội tàu: (1) Đóng góp cả năm từ các tàu mới được nhận trong năm 2024 và (2) khoản đầu tư mới vào tàu Hải An Zeta từ tháng 2/2025. Như đã đề cập, Hải An Zeta sẽ được sử dụng cho các tuyến vận tải mới hợp tác với ONE trong năm 2025.
- Tăng giá cho thuê tàu sau khi gia hạn hợp đồng: 3 tàu Hải An View, Hải An West, và Hải An East đã được cho thuê từ nửa đầu năm 2024 với mức giá rất thấp (Biểu đồ 60). Các tàu này dự kiến sẽ được gia hạn hợp đồng vào tháng 3 và tháng 4/2025 với mức giá cho thuê cao hơn.
Như đã đề cập trước đó (Biểu đồ 47), giá cho thuê tàu trên thế giới đã chạm đáy vào tháng 1/2024 sau đó tăng dần đến tháng 6/2024 và duy trì ổn định cho đến nay. Do đó, các tàu của HAH ký hợp đồng trong nửa đầu năm 2024 nhiều khả năng sẽ hưởng mức giá cho thuê cao hơn khi gia hạn hợp đồng.
- HSC giả định rằng đối với các tàu cần gia hạn hợp đồng trong nửa đầu năm 2025, giá cho thuê mới sẽ tương đương với mức hiện tại, trong khi đối với các hợp đồng gia hạn trong nửa cuối năm 2025, giá cho thuê sẽ giảm 20% so với mức hiện tại. Theo đó, chúng tôi ước tính giá cho thuê tàu bình quân của HAH trong năm 2025 đạt 19.422 USD/ngày, tăng trưởng 8% nhờ so với mức nền thấp của nửa đầu năm 2024.
- Ngoài ra, chúng tôi giả định giá cước vận tải bình quân sẽ tăng 3% lên mức 3,54 triệu đồng/TEU nhờ so với mức nền thấp của nửa đầu năm 2024. Bên cạnh đó, sản lượng vận tải dự kiến sẽ tăng trưởng 26% đạt 761.000 TEU

nhờ mở rộng năng lực đội tàu và khai thác các tuyến mới hợp tác với ONE trong năm 2025.

Để hiểu rõ hơn tác động của xung đột Biển Đỏ đối với triển vọng lợi nhuận của HAH trong năm 2025, HSC đã chia phân tích thành hai giai đoạn riêng biệt: nửa đầu năm 2025 và nửa cuối năm 2025. Bên cạnh đó, ngoài kịch bản cơ sở, chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2025 theo biến động của giá cho thuê tàu. Cụ thể như sau:

- Trong kịch bản tiêu cực nhất mà HSC đánh giá, khi giá cho thuê tàu trong nửa cuối năm 2025 giảm 50% so với nửa đầu năm, lợi nhuận thuần năm 2025 vẫn tăng trưởng 9% đạt 710 tỷ đồng.
- Trong khi đó, trong kịch bản tích cực nhất, khi cuộc khủng hoảng Biển Đỏ kéo dài đến hết năm 2025 và giá cho thuê tàu trong nửa cuối năm tăng 10% so với nửa đầu năm, lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo tăng trưởng 35-40% đạt 877-910 tỷ đồng.

Bảng 59: Dự báo lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2025 và 6 tháng cuối năm 2025, HAH

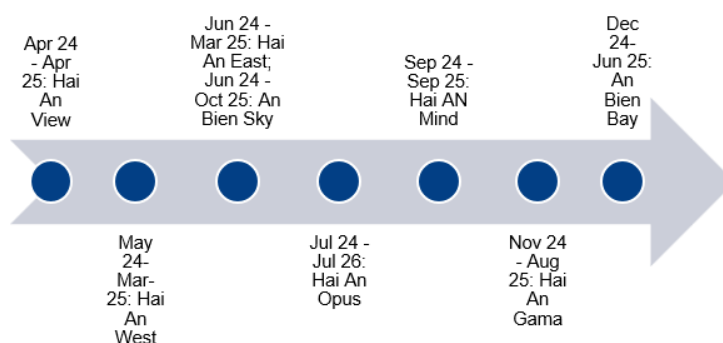
HSC ước tính lợi nhuận thuần sẽ tăng 158% trong 6 tháng đầu năm 2025 nhưng giảm 22% trong 6 tháng cuối năm 2025

	6 tháng đầu năm 2025	Tăng trưởng	6 tháng cuối năm 2025	Tăng trưởng	So với nửa năm trước đó
Doanh thu thuần	2,654	61%	2,486	6%	-6%
Lợi nhuận thuần	438	158%	372	-22%	-15%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 60: Thời hạn hợp đồng của tàu cho thuê, HAH

4 tàu cho thuê ký hợp đồng vào 6 tháng đầu năm 2024 vốn có giá cho thuê thấp



Ghi chú: Biểu đồ không bao gồm các tàu được hợp tác với các hãng tàu do thời hạn thuê tàu không cố định
Nguồn: HAH, HSC

Bảng 61: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2025 đối với giá cho thuê tàu

Kịch bản cơ sở giả định giá cho thuê tàu 6 tháng cuối năm 2025 giảm 20% so với hiện tại

Giá cho thuê, 6 tháng cuối năm so với 6 tháng đầu năm 2025	Lợi nhuận thuần 2025 (tỷ đồng)	Tăng trưởng
-50%	710	9%
-40%	744	14%
-30%	777	19%
-20% (kịch bản cơ sở)	810	25%
-10%	843	30%
0%	877	35%
10%	910	40%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận cho năm 2026

Cho năm 2026, HSC dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần đạt lần lượt 778 tỷ đồng (giảm 4%) và 4,9 nghìn tỷ đồng (giảm 4%). Chúng tôi giả định giá cho thuê tàu bình quân năm 2026 sẽ giảm 10% xuống 17.479 USD/ngày và giá cước vận tải sẽ giảm 5% xuống 3,36 triệu đồng/TEU do giả định cuộc khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc vào nửa cuối năm 2025 và lợi ích từ hoạt động đẩy mạnh nhập khẩu trước thời hạn áp thuế của chính quyền Trump suy giảm. EBITDA dự báo đạt 1,8 nghìn tỷ đồng (giảm 3%).

Bảng 62: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2026 đối với giá cho thuê tàu

Kịch bản cơ sở giả định giá cho thuê tàu bình quân năm 2026 giảm 10%

Giá, 2026 so với 2025	Lợi nhuận thuần 2026	Tăng trưởng	So với 2024
-30%	627	-23%	-4%
-20%	702	-13%	8%
-10% (kịch bản cơ sở)	777	-4%	19%
0%	852	5%	31%
10%	927	14%	43%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận năm 2027

Cho năm 2027, HSC dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần đạt lần lượt 874 tỷ đồng (tăng trưởng 12%) và 5,25 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6%). Chúng tôi giả định giá cho thuê tàu sẽ trở lại tăng trưởng 5% lên mức bình quân 18.353 USD/ngày và cước vận tải tăng trưởng 5% đạt 3,53 triệu đồng/TEU. EBITDA dự báo đạt 1,95 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 7%). Mức tăng trưởng của lợi nhuận thuần cao hơn so với mức tăng trưởng của EBITDA là nhờ lỗ tài chính giảm do các khoản vay ngân hàng giảm dần theo tiến độ trả nợ.

Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào đối với HAH với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 67.600đ (tiềm năng tăng giá 41%) HAH đang theo đuổi chiến lược mở rộng đội tàu đầy tham vọng nhằm nắm bắt tăng trưởng nhu cầu trong tương lai, với nền tảng tài chính vững mạnh, BLĐ giàu kinh nghiệm và tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi. HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,6 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm. Tuy nhiên, với EV/EBITDA dự phóng năm 2025 là 3,7 lần, Công ty đang có định giá hấp dẫn hơn đáng kể so với trung vị 5,0 lần của các doanh nghiệp cùng ngành niêm yết tại Việt Nam và trong khu vực. HSC cho rằng HAH xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn. Việc giá cổ phiếu điều chỉnh (nếu có) do chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi (vào tháng 4/2025) sẽ tạo ra cơ hội Mua vào hấp dẫn hơn.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC dự báo lợi nhuận năm 2025 sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ bất chấp khả năng cuộc khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc. Ngoài ra, với nguồn cung tàu feeder khan hiếm trong ba năm tới và sự hỗ trợ từ hoạt động đẩy mạnh nhập khẩu trước thời hạn do chiến tranh thương mại, HSC cho rằng rủi ro giảm giá cho thuê tàu đối với các tàu của HAH là không cao.

Hơn nữa, vị thế thị trường hiện tại của HAH mạnh hơn đáng kể so với trước đây. Trong ba năm qua, HAH đã mở rộng công suất đội tàu thêm 76%, giúp Công ty trở thành một trong 100 hãng vận tải biển hàng đầu thế giới và chiếm 49% tổng công suất vận tải container của Việt Nam. Với những cải thiện này, chúng tôi tin rằng HAH xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

HSC áp dụng phương pháp DCF để tính giá mục tiêu cho HAH với lãi suất phi rủi ro là 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH là 7,5%, tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% và beta là 1,3. Chúng tôi trình bày các tính toán và giả định định giá cơ bản trong các biểu đồ dưới đây.

Đáng chú ý, để tính toán giá mục tiêu, chúng tôi chia giá trị vốn CSH cho tổng số cổ phiếu pha loãng hoàn toàn là 142 triệu cổ phiếu (bao gồm cả số cổ phiếu sẽ được chuyển đổi từ trái phiếu chuyển đổi hiện tại), tương đương với mức pha loãng 17% so với số lượng cổ phiếu đang lưu hành hiện tại là 121,3 triệu cổ phiếu. Giá mục tiêu của chúng tôi cho HAH (sau rủi ro pha loãng) là 67.600đ/cp.

Bảng 63: Tính toán FCFF, HAH

Tỷ đồng	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	1,308	486	1,056	1,355	1,252	1,370	1,381	1,393	1,404
Thuế	232	92	177	231	222	250	258	268	275
Cộng: Khấu hao	278	364	457	589	590	570	597	626	656
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(1,345)	(919)	(2,079)	(520)	(396)	(371)	(390)	(411)	(433)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(36)	(113)	13	(838)	96	(147)	(79)	(83)	(86)
UFCF	(27)	(273)	(730)	315	1,292	1,148	1,233	1,247	1,261

Nguồn: HSC

Bảng 64: Giá trị vốn CSH, HAH

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF	Đơn vị	Giá trị (cuối năm-2025)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	6,479
Beta	1.3	Giá trị hiện tại của dòng tiền năm 2030	Tỷ đồng	4,708
Chi phí vốn CSH	13.8%	Tổng giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	11,187
Tỷ trọng vốn CSH	84.5%	Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	1,274
Tỷ trọng nợ	15.5%	Trừ: Nợ ngắn hạn + nợ dài hạn, điều chỉnh	Tỷ đồng	(2,864)
WACC	12.6%	Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	9,597
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (*)	mn	142.0
		Giá trị vốn CSH/CP	VND	67,564

Ghi chú: * Chúng tôi áp dụng các cổ phiếu đã pha loãng hoàn toàn của HAH bằng cách kết hợp các trái phiếu chuyển đổi.
Nguồn: HSC

Bảng 65: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn, HAH

Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	66,118	69,703	74,025	79,338	86,028
	3.5%	63,513	66,766	70,662	75,409	81,324
	4.0%	61,081	64,042	67,564	71,823	77,078
	4.5%	58,807	61,508	64,702	68,536	73,224
	5.0%	56,675	59,145	62,049	65,512	69,712

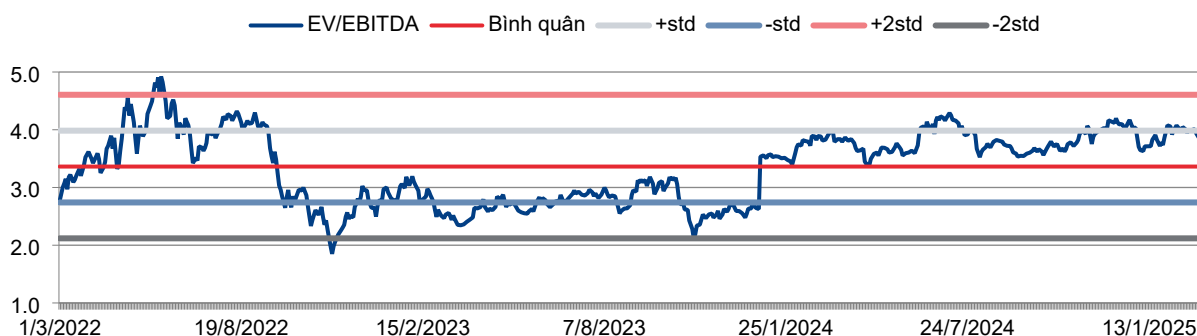
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 23% trong 1 năm qua nhờ KQKD năm 2024 tích cực nhưng giảm 11% trong 1 tháng qua, có thể do lo ngại về việc cuộc khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc kéo theo giá cước giảm, HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,6 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm từ tháng 3/2022.

Biểu đồ 66: /E trượt dự phóng 1 năm, HAH

HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,6 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm



Nguồn: HSC

Bảng 67: So sánh với các công ty cùng ngành, HAH

HAH đang giao dịch với EV/EBITDA 2025 là 3,7 lần so với 4,9 lần

Công ty	Mã Bloomberg	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	2024 ROE	2024 ROA	2025 EV/EBITDA	2025 P/E	2025 P/B
Các công ty trong khu vực								
COSCO SHIPPING HLDGS-H	1919 HK	CHINA	29,938	11.5%	4.9%	3.4	8.0	0.7
SHIPPING CORP OF INDIA LTD	SCI IN	INDIA	796	9.4%	5.8%	N/a	N/a	N/a
COSCO SHIPPING SPEC.-A	600428 CH	CHINA	1,947	8.9%	3.7%	6.7	7.7	1.0
NAVKAR CORP	NACO IN	INDIA	158	3.6%	2.6%	N/a	N/a	N/a
HNA TECHNOLOGY	900938 CH	CHINA	1,090	3.8%	2.8%	N/a	N/a	N/a
SHIN YANG GROUP BHD	SYGROUP MK	MALAYSIA	194	10.5%	8.2%	N/a	5.8	0.6
HANGZHOU HUASU TECH.-A	301157 CH	CHINA	494	4.0%	3.5%	N/a	N/a	N/a
PRECIOUS SHIPPING PCL	PSL TB	THAILAND	302	6.1%	4.3%	6.6	16.6	0.6
NANJING SHENGHANG SHIP-A	001205 CH	CHINA	459	11.3%	5.3%	N/a	11.0	1.5
Trung vị* – các công ty trong khu vực			495	8.9%	4.3%	6.6	8.0	0.7
Các công ty Việt Nam								
PETROVIET NAM TRANSPORT	PVT VN	VIỆT NAM	357	15.1%	5.9%	3.2	7.3	N/a
VIỆT NAM PETROLEUM TRANS	VIP VN	VIỆT NAM	39	7.7%	7.0%	N/a	7.9	0.7
VIET NAM OCEAN SHIPPING	VOS VN	VIỆT NAM	85	18.3%	12.0%	N/a	N/a	N/a
VINASHIP JSC	VNA VN	VIỆT NAM	29	12.0%	9.2%	N/a	N/a	N/a
Trung vị* – các công ty Việt Nam			62	13.6%	8.1%	3.2	7.6	0.7
Trung vị* – tổng thể			357	9.4%	5.3%	5.0	7.9	0.7
HAH	HAH VN	VIỆT NAM	228	23.6%	10.3%	3.7	8.6	1.5

Ghi chú: *trung vị các số liệu có sẵn.
Nguồn: Bloomberg, HSC

Tuy nhiên, với EV/EBITDA – hệ số định giá ưa thích của chúng tôi – dự phóng năm 2025 ở mức 3,7 lần, HAH đang giao dịch thấp hơn đáng kể so với trung vị 5,0 lần của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực và niêm yết tại Việt Nam. Mặc dù P/E và P/B của công ty đang ở mức cao hơn so với mặt bằng chung nhưng điều này là hợp lý nhờ ROA và ROE của HAH cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành (Bảng 67).

Rủi ro đối với quan điểm đầu tư của HSC

Giá mục tiêu và khuyến nghị của HSC đối với HAH có thể đổi mới với rủi ro từ các yếu tố sau:

- Việc xung đột Biển Đông được giải quyết sớm hơn dự kiến sẽ tạo ra rủi ro KQKD thực hiện thấp hơn dự báo hiện tại của chúng tôi. Mô hình dự báo của chúng tôi giả định xung đột sẽ được giải quyết vào nửa cuối năm 2025, dẫn đến giá cước container giảm trong nửa cuối năm 2025 do nhu cầu suy yếu. Nếu xung đột kết thúc sớm hơn dự kiến, giá cước có thể giảm nhanh hơn dự kiến kéo theo KQKD thực hiện thấp hơn so với các dự báo hiện tại của chúng tôi.

Ngược lại, nếu xung đột kéo dài đến hết năm 2025, điều này có thể tạo ra tiềm năng KQKD thực hiện cao hơn so với dự báo, vì tình trạng gián đoạn kéo dài sẽ tiếp tục hỗ trợ giá cước vận tải và giá cho thuê tàu duy trì ở mức cao.

- HAH đã mở rộng nhanh chóng trong những năm gần đây khi mua thêm trong giai đoạn thị trường suy thoái với mức giá thuận lợi, giúp Công ty nắm bắt cơ hội khi thị trường phục hồi. Tuy nhiên, nếu HAH tiếp tục mở rộng trong những năm tới và tính sai thời điểm khi mua tàu với giá cao ngay trước khi thị trường bước vào chu kỳ suy giảm, điều này có thể ảnh hưởng đáng kể đến tỷ suất lợi nhuận của Công ty.

Ngược lại, nếu HAH tiếp tục đầu tư vào tàu trong những năm tới với thời điểm hợp lý, điều này sẽ tạo ra tiềm năng KQKD thực hiện cao hơn so với dự báo hiện tại của chúng tôi.

- Tổng thống Mỹ Donald Trump đang xem xét áp dụng mức phí cảng lên tới 1,5 triệu USD cho mỗi lần cập cảng đối với tàu Trung Quốc hoặc bất kỳ tàu chở hàng nào treo cờ Trung Quốc. Mức phí tăng thêm này có thể làm chi phí vận chuyển mỗi container từ Trung Quốc đến Bờ Tây nước Mỹ tăng khoảng 150-300 USD, so với chi phí hiện tại khoảng 3.000 USD/container mà khách hàng đang chi trả. Nếu chính sách này được thực thi, chi phí vận tải toàn cầu sẽ tăng lên, qua đó mang lại lợi ích cho các công ty vận tải biển, bao gồm cả HAH.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	2,613	3,992	5,140	4,934	5,250
Lợi nhuận gộp	611	1,267	1,627	1,512	1,646
Chi phí BH&QL	(125)	(211)	(271)	(260)	(277)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	486	1,056	1,355	1,252	1,370
Lãi vay thuần	(53.6)	(94.1)	(94.6)	(44.3)	(11.8)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	14.9	18.3	20.2	22.2	24.4
Lợi nhuận khác	2.99	(3.15)	(4.05)	(3.89)	(4.14)
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	450	977	1,277	1,226	1,378
Chi phí thuế TNDN	(92.2)	(177)	(231)	(222)	(250)
Lợi ích cổ đông thiểu số	27.1	(150)	(236)	(226)	(254)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	385	651	810	778	874
Lợi nhuận thuần ĐC	353	582	721	692	778
EBITDA ĐC	850	1,529	1,944	1,842	1,939
EPS (đồng)	3,648	5,361	6,237	5,988	6,730
EPS ĐC (đồng)	3,349	4,797	5,548	5,327	5,987
DPS (đồng)	0	0	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	106	121	130	130	130
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	106	121	130	130	130
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	106	121	130	130	130

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	245	922	1,090	1,577	2,395
Đầu tư ngắn hạn	72.5	70.5	184	176	188
Phải thu khách hàng	1,005	504	912	875	932
Hàng tồn kho	97.1	87.8	103	98.7	105
Các tài sản ngắn hạn khác	180	168	283	271	289
Tổng tài sản ngắn hạn	1,600	1,753	2,571	2,999	3,908
TSCĐ hữu hình	2,869	4,566	4,573	4,408	4,235
TSCĐ vô hình	3.16	3.86	3.90	3.94	3.98
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	50.6	41.3	86.5	83.9	88.0
Đầu tư vào Cty LD,LK	135	153	229	220	234
Tài sản dài hạn khác	701	772	774	696	687
Tổng tài sản dài hạn	3,759	5,537	5,667	5,411	5,247
Tổng cộng tài sản	5,359	7,290	8,238	8,410	9,155
Nợ ngắn hạn	394	532	446	392	343
Phả trả người bán	155	206	272	261	278
Nợ ngắn hạn khác	290	357	509	489	520
Tổng nợ ngắn hạn	937	1,210	1,383	1,292	1,301
Nợ dài hạn	993	1,798	1,487	933	725
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	258	310	310	310	311
Tổng nợ dài hạn	1,251	2,108	1,798	1,244	1,036
Tổng nợ phải trả	2,188	3,318	3,181	2,536	2,337
Vốn chủ sở hữu	2,661	3,277	4,127	4,718	5,408
Lợi ích cổ đông thiểu số	510	695	930	1,156	1,411
Tổng vốn chủ sở hữu	3,171	3,972	5,057	5,875	6,819
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,359	7,290	8,238	8,410	9,155
BVPS (đ)	25,218	27,005	31,772	36,323	41,634
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,141	1,408	843	(252)	(1,326)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	486	1,056	1,355	1,252	1,370
Khấu hao	(364)	(473)	(589)	(590)	(570)
Lãi vay thuần	(53.6)	(94.1)	(94.6)	(44.3)	(11.8)
Thuế TNDN đã nộp	(150)	(117)	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(173)	(25.6)	0	0	0
Khác	(49.9)	(36.6)	(78.5)	(26.0)	8.44
LCT thuần từ HKKD	536	1,405	1,157	2,007	1,875
Đầu tư TS dài hạn	(866)	(1,698)	(520)	(352)	(371)
Góp vốn & đầu tư	(23.1)	(57.5)	2.95	2.95	2.95
Thanh lý	1.45	10.9	0	0	0
Khác	111	84.5	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(776)	(1,660)	(517)	(349)	(368)
Cổ tức trả cho CSH	(9.76)	(0.02)	0	(130)	(130)
Thu từ phát hành CP	22.6	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	147	1,029	(397)	(608)	(257)
Khác	(90.4)	(99.5)	(75.2)	(433)	(303)
LCT thuần từ HĐTC	69.4	930	(472)	(1,171)	(690)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	415	245	922	1,090	1,577
LCT thuần trong kỳ	(170)	675	168	487	818
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.35	1.63	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	245	922	1,090	1,577	2,395
Dòng tiền tự do	(330)	(293)	638	1,655	1,505

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	23.4	31.7	31.6	30.6	31.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	32.5	38.3	37.8	37.3	36.9
Tỷ suất LNT (%)	14.7	16.3	15.8	15.8	16.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.5	18.1	18.1	18.1	18.1
Tăng trưởng doanh thu (%)	(18.5)	52.8	28.8	(4.01)	6.41
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(46.4)	79.8	27.2	(5.23)	5.26
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(51.8)	64.7	23.8	(3.99)	12.4
Tăng trưởng EPS (%)	(68.8)	47.0	16.3	(3.99)	12.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(67.9)	43.2	15.7	(3.99)	12.4
Tăng trưởng DPS (%)	-	nm	nm	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	16.0	16.7	14.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.5	21.9	21.9	17.6	17.3
ROACE (%)	11.3	20.1	21.0	17.9	18.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.50	0.63	0.66	0.59	0.60
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.10	1.33	0.85	1.60	1.37
Số ngày tồn kho	17.7	11.8	10.7	10.5	10.6
Số ngày phải thu	183	67.6	94.7	93.4	94.4
Số ngày phải trả	28.3	27.5	28.2	27.8	28.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	42.9	43.2	20.5	(5.29)	(24.5)
Nợ/tài sản (%)	25.9	32.1	23.5	15.8	11.7
EBIT/lãi vay (lần)	9.06	11.2	14.3	28.2	116
Nợ/EBITDA (lần)	1.63	1.53	1.00	0.72	0.55
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.71	1.45	1.86	2.32	3.00
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.37	1.81	1.38	1.21	0.93
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.29	4.73	3.64	3.24	2.53
P/E (lần)	13.1	8.94	7.69	8.01	7.13
P/E ĐC (lần)	14.3	10.00	8.64	9.00	8.01
P/B (lần)	1.90	1.78	1.51	1.32	1.15
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	2.09	2.09	2.09

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
 76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
 T: (+84 28) 3823 3299
 F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
 T: (+84 24) 3933 4693
 F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn