

Báo cáo lần đầu

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



MỤC LỤC

Phần I: Tổng quan về doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển
2. Cơ cấu tổ chức và cơ cấu cổ đông
3. Lĩnh vực hoạt động
4. Chuỗi giá trị hoạt động kinh doanh của CTCP Vận tải và xếp dỡ Hải An

Phần II: Tổng quan về hoạt động vận tải và khai thác cảng

Phần III: Tình hình tài chính của doanh nghiệp

Phần IV: Luận điểm đầu tư

Phần V: Dự phóng kết quả kinh doanh & định giá

Phần VI: Phụ lục

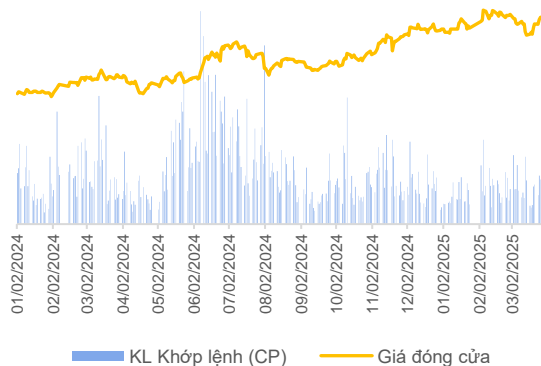
Giá hiện tại: 52,800 VND

Giá kỳ vọng: 60,180 VND (+14%)

Khuyến nghị: KHẢ QUAN

Mã cổ phiếu	HAH
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	54,300
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	33,100
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,858.43
KLGD trung bình 52 tuần (CP)	3,003,867
Số lượng cp đang lưu hành (Tr CP)	129.9
Beta điều chỉnh	1.39
P/E	9.79
P/B	1.94

Diễn biến giá cổ phiếu HAH



HAH – VỮNG VÀNG GIỮA BÓI CẢNH NHIỀU BIẾN SỐ

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH) thành lập năm 2009 trên cơ sở góp vốn của bốn đơn vị bao gồm CTCP Cung ứng và Dịch vụ Kỹ thuật Hàng hải, CTCP Hàng hải Hà Nội, CTCP Đóng mới và sửa chữa tàu Hải An và CTCP Hải Minh. Công ty hoạt động chính trên lĩnh vực khai thác cảng và vận tải, chủ yếu tại địa bàn Hà Nội, Hải Phòng, TP.HCM, Đà Nẵng, Bà Rịa - Vũng Tàu.

Luận điểm đầu tư:

• Triển vọng trong ngắn hạn:

- Năng lực vận tải số một toàn ngành. Tính đến hết năm 2024, năng lực vận tải của HAH đạt mức 26,500 TEUs, đứng số 1 toàn ngành trong nước, và lọt vào top 100 doanh nghiệp vận tải lớn nhất toàn cầu. Bên cạnh đó, công ty cũng không ngừng gia tăng đầu tư mua/ đóng tàu để nắm bắt cơ hội.
- Nhu cầu thuê tàu trong năm 2025 vẫn được kỳ vọng duy trì khả quan do (1) Gia tăng nhu cầu thuê tàu Feeder hoạt động trên tuyến nội khu hoặc gom hàng theo mô hình Hub & Spoke, (2) Giá trị thuê thấp hơn nhiều so với giá trị đầu tư tàu, (3) Linh hoạt theo mùa vụ. Giá cước thuê tàu giữ mức cao là bước đệm cho gia tăng biên lợi nhuận.

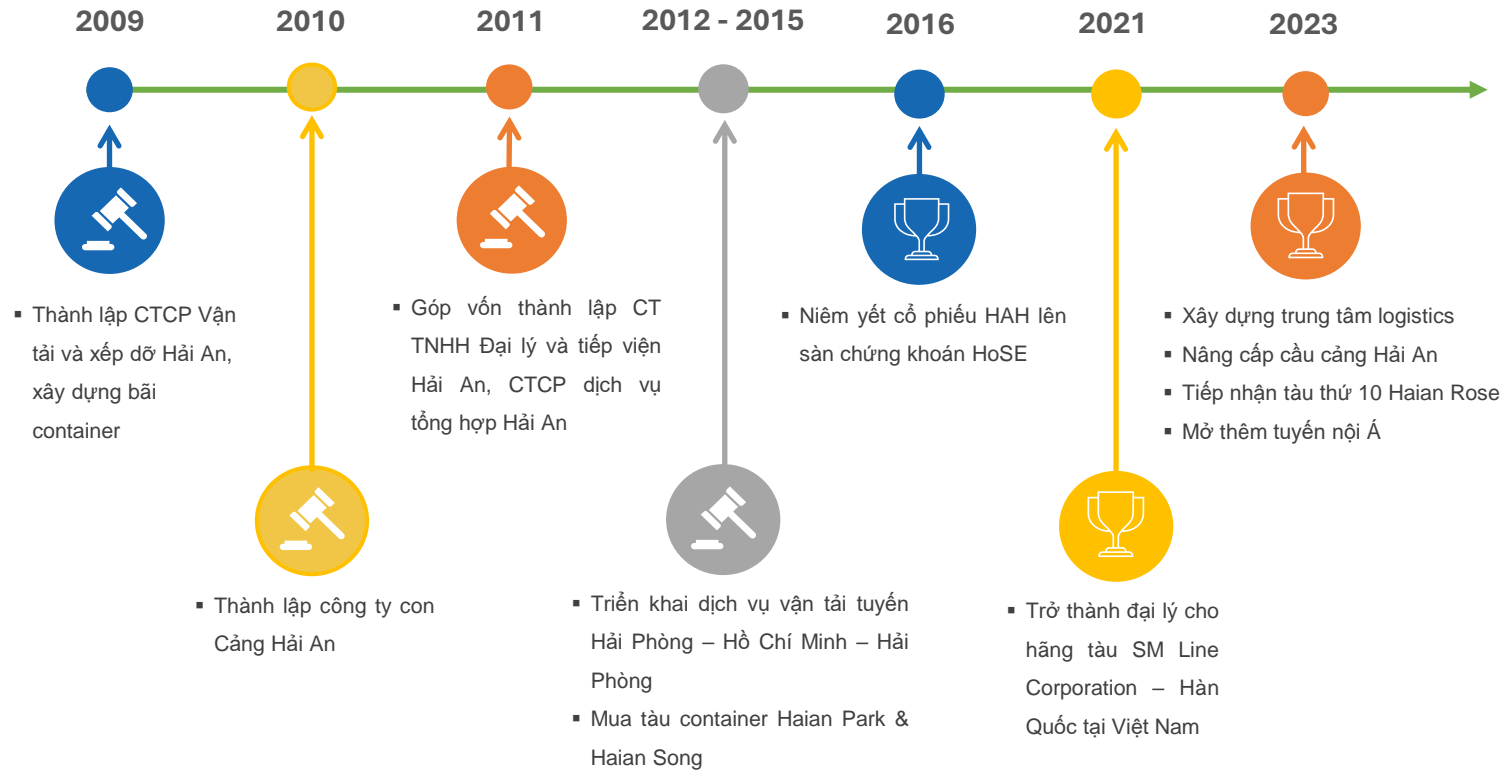
• Triển vọng trung và dài hạn:

- Nhu cầu vận tải xuất khẩu trong trung và dài hạn dự kiến tăng tốt nhờ dòng vốn FDI chảy mạnh vào Việt Nam.
- Việt Nam trong những năm qua luôn tích cực tham gia vào các hiệp định thương mại quốc tế, và là đối tác chiến lược toàn diện với 12 quốc gia trên thế giới. Đây là điều kiện thúc đẩy hoạt động thương mại trong dài hạn.

Yếu tố cần theo dõi:

- Nhu cầu tiêu dung trong nước và tình hình tăng trưởng kinh tế trong năm 2025
- Diễn biến giá cước vận tải trong và ngoài nước.
- Chính sách bảo hộ và mức độ ảnh hưởng lên tình hình thương mại toàn cầu.

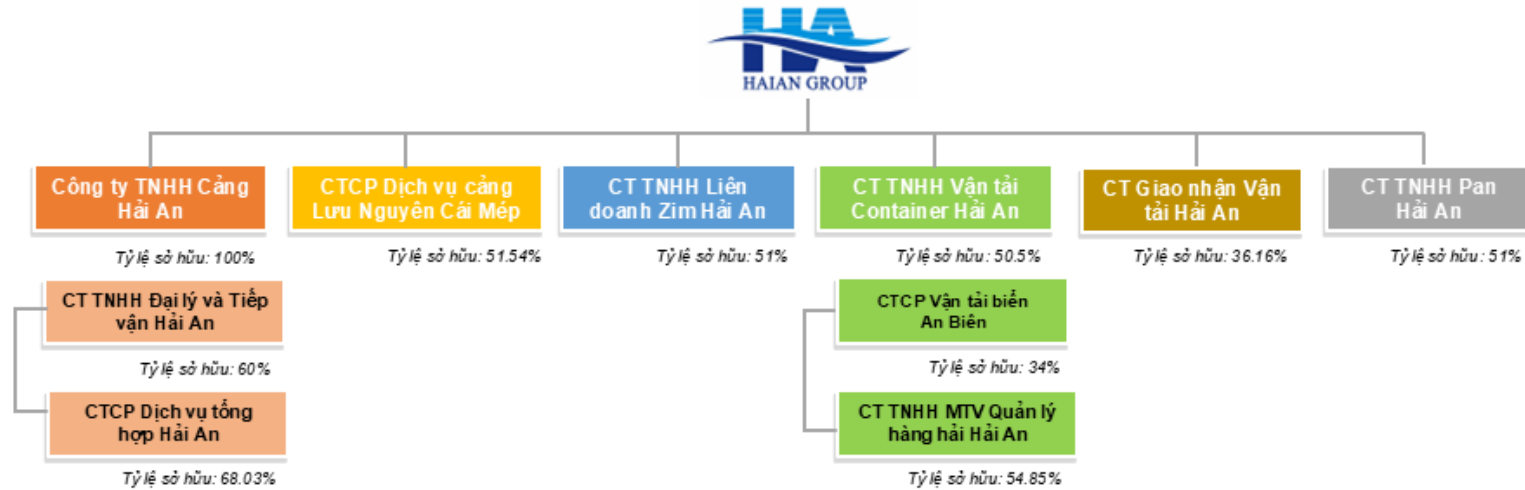
Lịch sử hình thành và phát triển của doanh nghiệp



Nguồn: HAH, NHSV Research tổng hợp

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp



I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

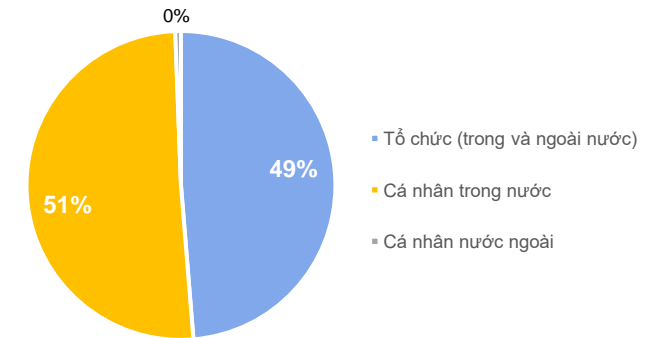
Nguồn: HAH, NHSV Research tổng hợp

Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp

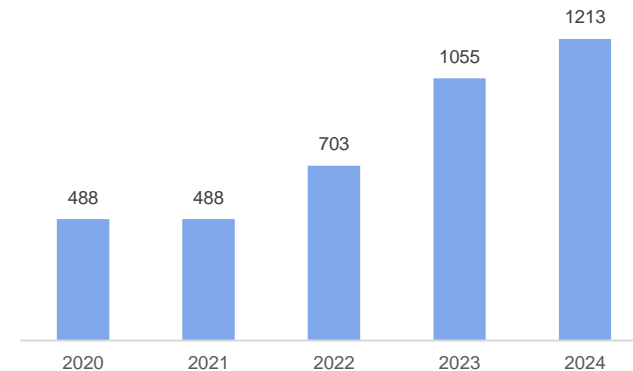
Hiện tại có gần 130 triệu cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường trong đó có hơn 8.5 triệu cổ phiếu mới được phát hành để chuyển đổi trái phiếu sang cổ phiếu. Cơ cấu cổ đông của HAH nhìn chung khá phân mảnh khi tính đến cuối năm 2024 có tới trên 48% vốn cổ phần được nắm giữ bởi các tổ chức, định chế tài chính trong và ngoài nước. Trong đó, từ năm ngoái đến nay, quỹ Leadvisors đã liên tục mua vào cổ phần của HAH, và là cổ đông lớn duy nhất với tỷ lệ nắm giữ là 11.38%. Ban lãnh đạo của doanh nghiệp hiện tại nắm giữ khoảng 4.15% tổng vốn cổ phần, trong đó, chủ tịch HĐQT – ông Vũ Thanh Hải và người than – nắm giữ khoảng 3.68%.

Từ 2021 đến nay, HAH đã thực hiện tăng vốn điều lệ trong 3 năm liên tiếp (2022 – 2024) nhằm mở rộng đội tàu, duy trì vị thế số 1 toàn ngành.

Cơ cấu sở hữu của HAH



Vốn điều lệ (tỷ đồng)



Nguồn: HAH, NHSV Research tổng hợp

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

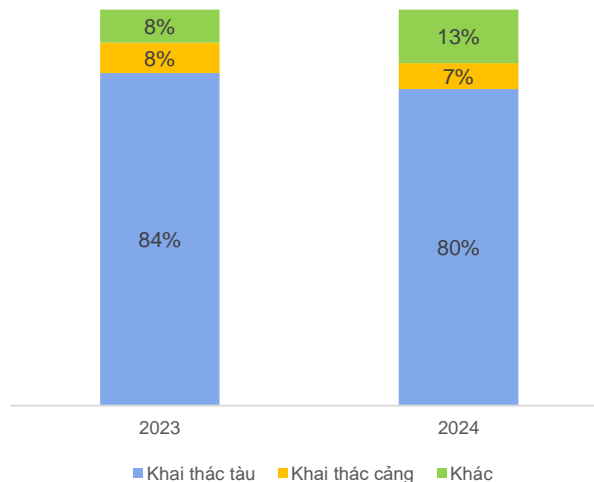
Lĩnh vực hoạt động trọng tâm và các dòng sản phẩm chính

Lĩnh vực hoạt động trọng tâm của HAH là vận tải container, cung cấp dịch vụ cảng biển, logistics,...

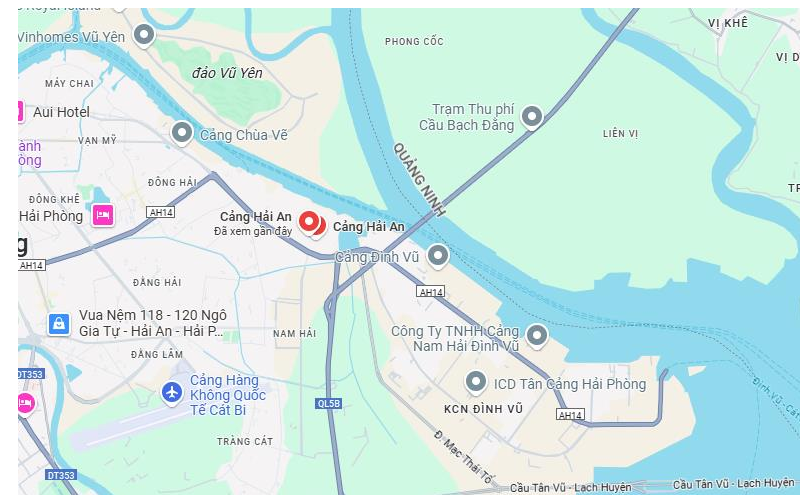
- Vận tải biển (Khai thác tàu): hoạt động kinh doanh chính của HAH hiện nay với tỷ trọng doanh thu trong năm 2024 là 80%. HAH thường khai thác tuyến vận tải nội Á. Tính đến nay, HAH là một trong những doanh nghiệp nổi trội trong ngành vận tải biển nhờ sở hữu đội tàu trẻ, năng lực vận tải lớn.
- Khai thác cảng: Cảng Hải An ở hạ lưu sông Cấm. Trước 2015, hoạt động kinh doanh chủ yếu của HAH là khai thác cảng. Tuy nhiên, từ khi cầu Bạch Đằng được triển khai xây dựng vào năm 2016, doanh nghiệp đã chuyển dần hướng sang mảng khai thác tàu. Từ đó, cảng Hải An đóng vai trò hỗ trợ cho hoạt động vận tải của doanh nghiệp.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Cơ cấu doanh thu HAH theo lĩnh vực kinh doanh



Vị trí cảng Hải An



Nguồn: HAH, Google maps, NHSV Research tổng hợp

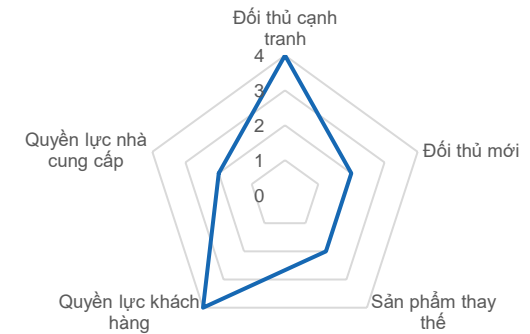
Chuỗi giá trị của doanh nghiệp vận tải biển HAH

Nguyên liệu đầu vào đối với các doanh nghiệp vận tải là dầu thô, cụ thể với HAH là dầu VLSFO nhằm giảm phát thải khi chứa lưu huỳnh. Do Việt Nam hiện chưa tự cung cấp được dầu thô đáp ứng nhu cầu trong nước, công ty chủ yếu nhập khẩu dầu từ Hong Kong. Chính vì vậy, giá nguyên liệu đầu vào của HAH thường biến động theo giá dầu quốc tế.

Về đầu ra: Chuỗi giá trị của HAH cho thấy doanh nghiệp đã phát triển hệ sinh thái tương đối toàn diện của ngành vận tải và khai thác cảng biển, từ hoạt động cho thuê và vận tải container – khai thác cảng biển – kho bãi và depot, trong đó hoạt động vận tải/ cho thuê tàu chiếm tỷ trọng lớn.

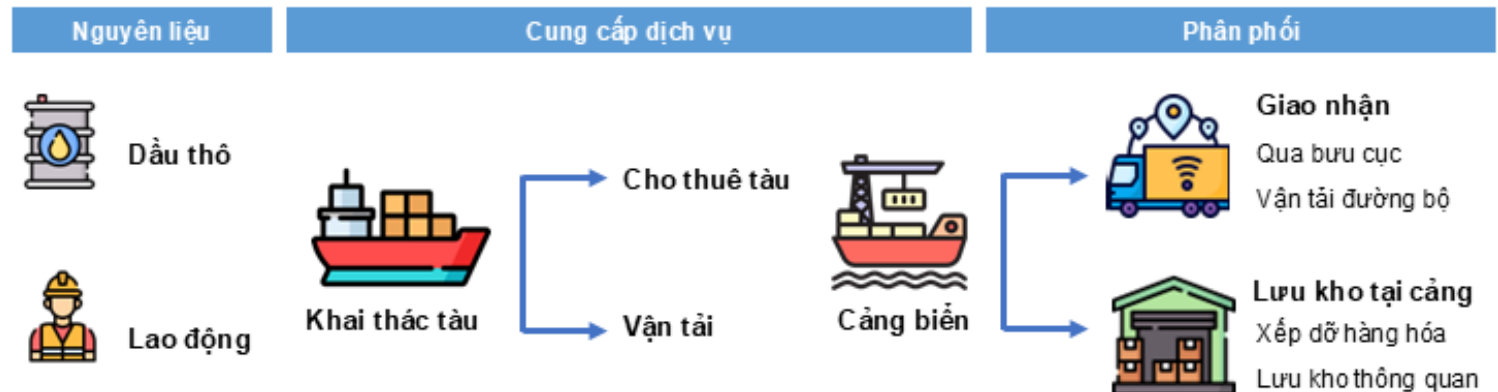
Xét về áp lực cạnh tranh, do được bảo hộ bởi điều 8 Bộ luật Hàng hải 2015 “*Hàng hóa, hành khách và hành lý vận chuyển nội địa bằng đường biển được chuyên chở bằng tàu biển Việt Nam. Tổ chức, cá nhân tham gia vận chuyển nội địa bằng đường biển phải đáp ứng điều kiện do Chính phủ quy định.*”, các doanh nghiệp vận tải trong nước thường tập trung khai thác tuyến đường nội địa, khiến mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp khá cao. Tuy nhiên, nhờ lợi thế nhất định về năng lực vận tải, chúng tôi vẫn đánh giá cao về vị thế của HAH trong ngành.

Phân tích áp lực cạnh tranh



I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Chuỗi giá trị sản xuất của HAH



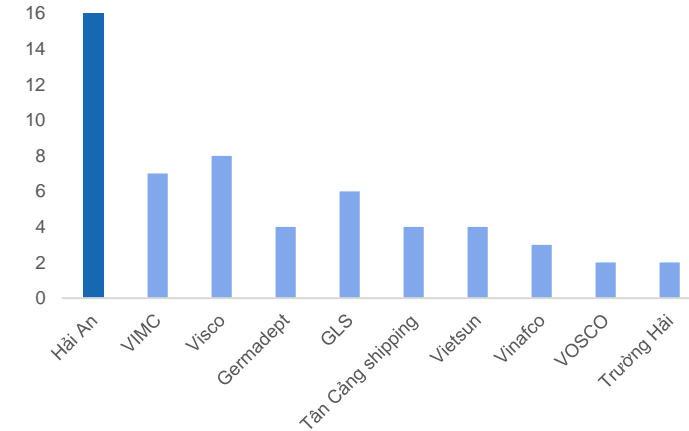
HAH là công ty hàng đầu trong ngành vận tải biển với năng lực vận tải vượt trội

Trong ngành vận tải container, HAH được coi một ngôi sao nhờ:

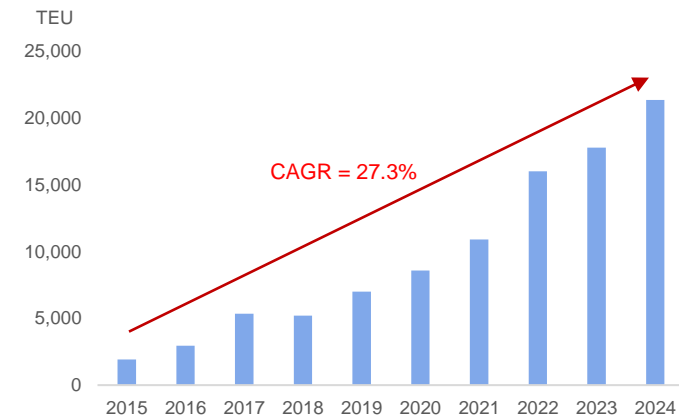
- Sở hữu đội tàu lớn với tổng số lượng khoảng 16 tàu với năng lực vận tải trung bình khoảng trên 1700 TEU/tàu
- Đội tàu trẻ với độ tuổi trung bình khoảng 13-14 năm tuổi, thấp hơn tuổi tàu trung bình của các doanh nghiệp khác cùng ngành (20 tuổi). Không những vậy, doanh nghiệp còn tích cực gia tăng năng lực vận tải bằng cách đầu tư mua/đóng tàu mới. Tính từ 2015, năng lực vận tải của HAH đã tăng lên nhanh chóng với CAGR đạt 27.3%.

Hiện nay HAH đang luân chuyển khoảng 8 tàu cho hoạt động vận tải, tuyến đường vận tải nội địa chủ yếu là tuyến Hải Phòng (HPH) – Đà Nẵng (DAN) – Hồ Chí Minh (HCM), số còn lại là để cho thuê định hạn qua hợp đồng T/C. Thị phần HAH tại thị trường nội địa chiếm khoảng 27-30% trong việc tự khai thác.

Đội tàu ngành vận tải



Năng lực vận tải



Nguồn: HAH, NHSV Research tổng hợp

II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG VẬN TẢI & KHAI THÁC CẢNG

Tổng hợp đội tàu của HAH

Ngày mua	Tàu	Sức chở (Teu)	Tuổi tàu (2024)	Năm đóng tàu	Thời điểm thanh lý
06/2014	HAIAN PARK	787	23	2001 Ba Lan	
10/2014	HAIAN SONG	1,121			01/2021
10/2015	HAIAN TIME	1,032	23	2001	
05/2017	HAIAN BELL	1,200	21	2003 Đức	
06/2017	HAIAN FAIR	1,688		2007 Đức	03/2018
11/2018	HAIAN LINK	1,060	14	2010 Nhật	
05/2019	HAIAN MIND	1,794	12	2012 Quảng Ninh	
07/2020	HAIAN VIEW	1,577	15	2009 Nhật	
04/2021	HAIAN EAST	1,702	16	2008 Đức	
05/2021	HAIAN WEST	1,740	16	2008 Trung Quốc	
04/2022	HAIAN CITY	1,577	16	2008 Nhật	
11/2022	HAIAN ROSE	1,708	16	2008 Nhật	
04/2022	ANBIEN Bay (LK)	1,794	16	2008 Nhật	
12/2023	HAIAN ALFA	1,781	Đóng mới	2023 Trung Quốc	
04/2024	HAIAN BETA	1,781	Đóng mới	2024 Trung Quốc	
05/2024	AN BIEN Sky (LK)	1,781	Đóng mới	2024 Trung Quốc	
07/2024	HAIAN OPUS	1,781	Đóng mới		
11/2024	HAIAN GAMA	3,500	18	2007 Hàn Quốc	
Tổng sức chở		26,500			

II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG VẬN TẢI & KHAI THÁC CẢNG

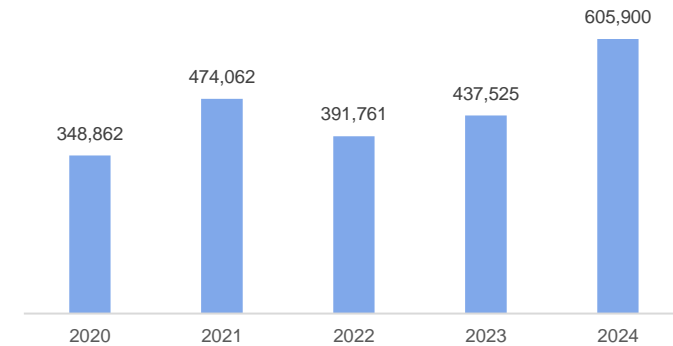
Chú thích: Xanh: Không còn khai thác, Xanh: Cho thuê, Vàng: Khai thác vận tải

Sản lượng vận tải tăng cao trong năm 2024, giá cước tăng mạnh là điều kiện để doanh nghiệp vận tải tăng trưởng lợi nhuận và doanh thu

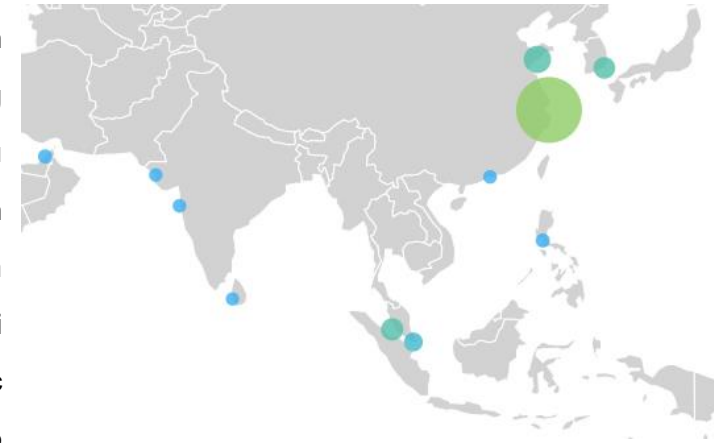
Về sản lượng, tổng sản lượng vận tải container trong năm 2024 đạt mức 605,900 TEUs, tăng 38.5% svck, vượt 9% kế hoạch năm 2024. Trong đó, sản lượng tại thị trường vận tải nội địa đạt mức 403,839 TEUs, chiếm tương đương 66.7% tổng sản lượng, tăng 21% svck. Thị trường vận tải quốc tế đạt mức 202,061 TEUs, tăng 92% svck.

Ngoài ra, trong năm 2024 ghi nhận sự tăng tích cực từ giá cước vận tải. Cụ thể, dù giá cước vận tải nội địa của HAH đối với tàu 40ft vẫn giữ mức ổn định, giá cước vận tải quốc tế tăng cao khoảng 45.7% svck do (1) hoạt động thương mại diễn biến tích cực, đặc biệt trong giai đoạn trước thêm bầu cử Tổng thống Trump, các doanh nghiệp đẩy mạnh hàng xuất khẩu trước mối lo ngại về thuế quan, (2) tắc nghẽn tại các cảng lớn khiến tình trạng thiếu hụt container và cung tàu diễn ra trầm trọng hơn. Sang đến năm 2025, chúng tôi kỳ vọng giá cước tại thị trường nội địa vẫn tương đối ổn định, giá cước vận tải quốc tế dự kiến sẽ biến động mạnh trước khi thể hiện xu hướng rõ hơn từ quý 2. Bảng giá cước niêm yết đầu năm của HAH đối với tàu 40ft tuyến vận tải quốc tế năm 2025 đã tăng 19.9% svck.

Sản lượng khai thác tàu



Tình trạng tắc nghẽn tại top 30 cảng lớn trên thế giới



Nguồn: HAH, NHSV Research tổng hợp

II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG VẬN TẢI & KHAI THÁC CẢNG

Vận tải đường biển quốc tế: tích cực liên doanh, thúc đẩy sản lượng khai thác tàu tăng 38.5% svck

HAH là một trong số ít doanh nghiệp vận tải Việt Nam khai thác tuyến đường vận tải quốc tế. Cụ thể, trong năm 2022, HAH đã khai trương tuyến Việt Nam – Trung Quốc (Hải Phòng – Khâm Châu, Hải Phòng – HongKong – Nansha). Năm 2023, HAH đã thành lập liên doanh gồm 2 công ty ZIM và Hải An, với thương hiệu là Lotus Link và chính thức khai trương tuyến Đông Nam Á (Hải Phòng – HCM – Port KeLang), Ấn Độ (Hải Phòng – HCM – Port KeLang (Malaysia) – Kattupalli (Ấn Độ)). Hiện hoạt động trong Lotus Link có 2 tàu thuộc Hải An là HaiAn Link (1,060 TEUs) và HaiAn Rose (1,708 TEUs). Theo báo cáo từ doanh nghiệp, đến quý 2/2024, Lotus Link đã bắt đầu có lãi trong quý 2/2024 và tăng trưởng lợi nhuận đều trong các quý sau đó.

Mới đây trong Q4/2024, doanh nghiệp cũng đã thành lập liên doanh với ONE để khai thác thử nghiệm tuyến Hải Phòng – Cái Mép – Singapore với 2 tàu HaiAn City (1,577 TEUs) và HaiAn Alfa (1,781 TEUs), mang lại sản lượng 85,911 TEUs, đóng góp khoảng 43% vào tổng sản lượng vận tải quốc tế của HAH. Dự kiến trong năm 2025, HAH sẽ tiếp tục mở rộng khai thác tuyến Việt Nam – Singapore, là tiền đề cho sự phát triển lâu dài.



II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG VẬN TẢI & KHAI THÁC CẢNG

Hoạt động cho thuê tàu định hạn: giá thuê tăng tích cực trong năm 2024.

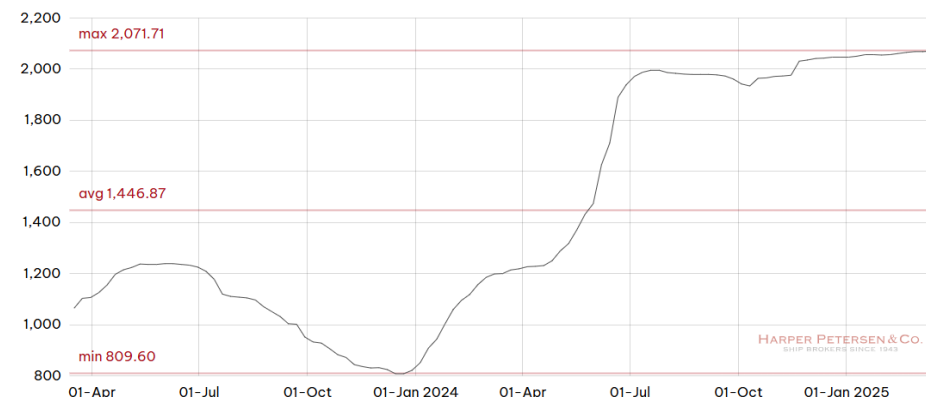
Trong năm 2024, HAH đã tăng cường cho thuê tàu định hạn trong bối cảnh giá thuê tàu hồi phục tích cực trở lại sau chuỗi giảm mạnh trong 2023. Khách hàng thuê tàu của HAH chủ yếu đến từ các hãng vận tải lớn, thuộc TOP 20 thế giới như Maersk, SeaLead, ONE, CMA-CGM,... Giá cước thuê tàu sẽ được chốt định tùy vào thương lượng giữa đôi bên. HAH thường tập trung cho thuê tàu qua hợp đồng định hạn T/C trong ngắn hạn. Cụ thể:

- HaiAn Mind, View, East, West, và AnBien Sky có thời hạn thuê là 6 tháng với mức giá thuê từ 13,400 - 19,000 USD/ngày
- An Bien Bay và HaiAn Opus cho thuê trong 2 năm với giá thuê lần lượt là trên 40,000 USD/ngày và 24,000 USD/ngày
- HaiAn Gama – con tàu được mua năm 2024, có sức vận tải vượt trội 3,500 TEUs với tổng mức đầu tư 25 triệu USD (~625 tỷ đồng) có kỳ hạn thuê đến tháng 6/2025 với giá thuê 30,000 USD/ngày. Hiện nay tàu HaiAn Gama đang được treo cờ Panama để dễ dàng hoạt động trên thị trường hàng hải quốc tế.

Dự kiến trong năm nay, doanh thu từ hoạt động cho thuê tàu vẫn tăng tích cực nhờ (1) Gia tăng nhu cầu thuê tàu Feeder hoạt động trên tuyến nội khu hoặc gom hàng theo mô hình (Hub & Spoke), (2) Giá trị thuê thấp hơn nhiều so với giá trị đầu tư tàu, (3) Linh hoạt theo mùa vụ trong bối cảnh tình hình thương mại quốc tế vẫn còn nhiều biến số

II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG VẬN TẢI & KHAI THÁC CẢNG

Giá thuê tàu tăng khả quan trong nửa cuối năm 2024



Hoạt động khai thác cảng: hậu phương vững chắc cho hoạt động vận tải, giúp tiết kiệm chi phí

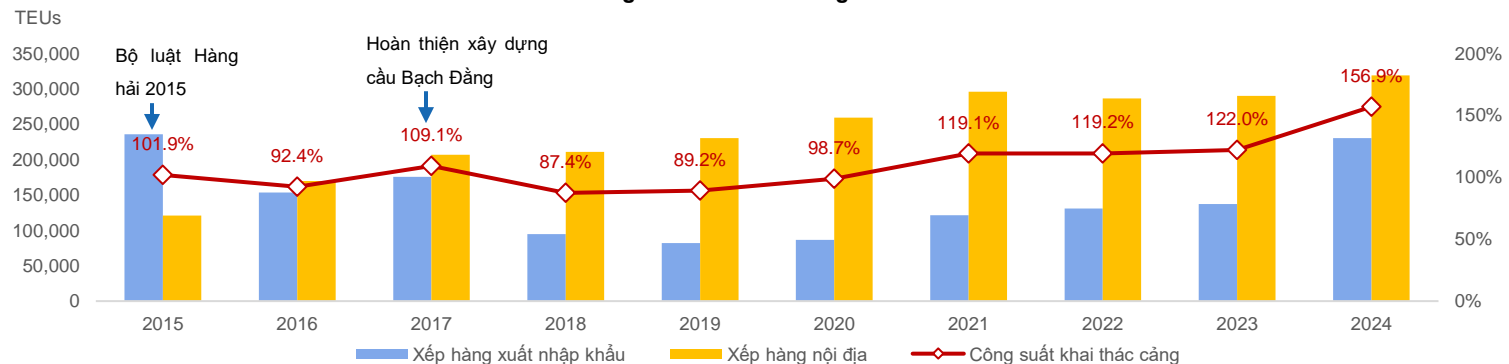
Khai thác cảng từng là hoạt động kinh doanh chính của HAH. Tuy nhiên, từ năm 2015 khi cầu Bạch Đằng được xây dựng, lưu lượng tàu vào cảng Hải An giảm đáng kể, hiện nay phần lớn các tàu vào cảng Hải An là tàu của nội bộ doanh nghiệp. Với mực nước khoảng -8.9m, cảng Hải An phù hợp với tàu chở công suất khoảng 1,800 TEUs – mức công suất của đa số tàu vận tải nội Á của HAH. Sản lượng thông quan tại cảng Hải An đạt mức 350,000 TEU/năm.



Cảng Hải An

Từ 2015, sau khi bộ luật hàng hải được thông qua, ta thấy sự chuyển dịch từ các mặt hàng nhập khẩu sang hàng nội địa tại cảng Hải An. Công suất khai thác cảng của HAH cũng tăng mạnh từ 2021 nhờ doanh nghiệp đẩy mạnh đầu tư đội tàu. Chúng tôi tin rằng trong trung và dài hạn, công suất khai thác cảng vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao trên 100% nhờ (1) triển vọng tăng trưởng tốt từ mảng vận tải (2) xu hướng gia tăng đội tàu của HAH vẫn tiếp diễn trong tương lai.

Công suất khai thác cảng của HAH



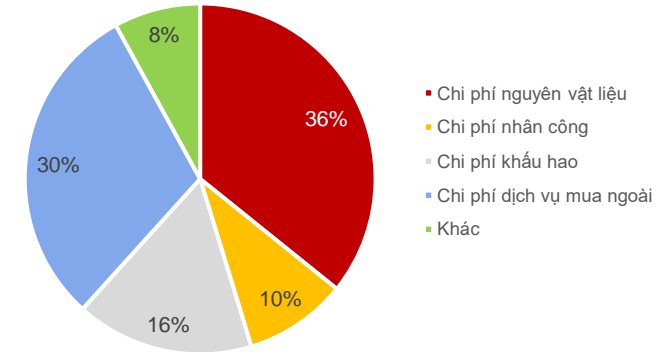
II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG VẬN TẢI & KHAI THÁC CẢNG

Nguyên liệu đầu vào: Giá dầu VLSFO giữ xu hướng giảm nhẹ ở mức nền thấp, hỗ trợ tăng biên lãi gộp

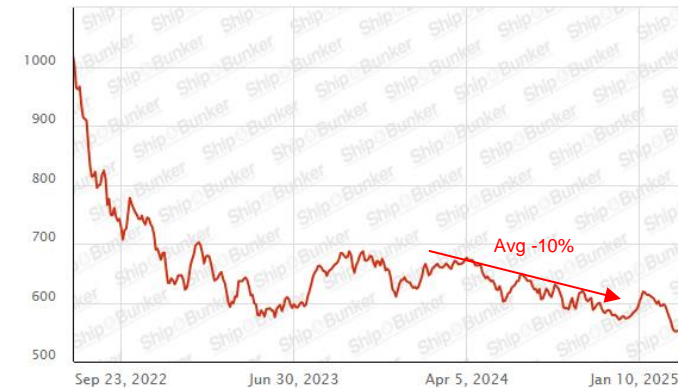
Đối với doanh nghiệp vận tải, chi phí nguyên vật liệu thường chiếm tỷ trọng cao nhất, của HAH là 36% trong năm 2024. Doanh nghiệp thường thu mua dầu VLSFO theo giá spot từ HongKong, nên chi phí nguyên vật liệu của HAH thường đi theo giá dầu trên thị trường.

Tính trong năm 2024, giá dầu VLSFO giảm khoảng 10%, trung bình cả năm đạt mức giá khoảng 610 USD/m³, hỗ trợ tăng biên lợi nhuận gộp mảng khai thác tàu của doanh nghiệp lên mức 30.2%. Chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm 30% tổng chi phí vốn năm 2024, bao gồm chi phí thuê nhà kho, máy móc và phương tiện vận tải phục vụ cho hoạt động khai thác cảng biển.

Cơ cấu chi phí vốn của HAH



Giá dầu VLSFO (USD)



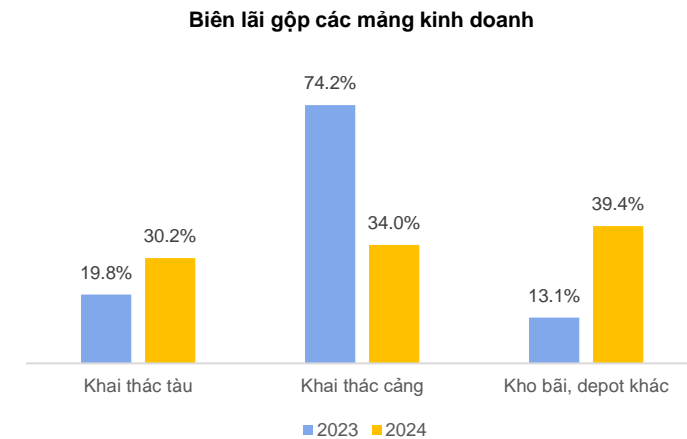
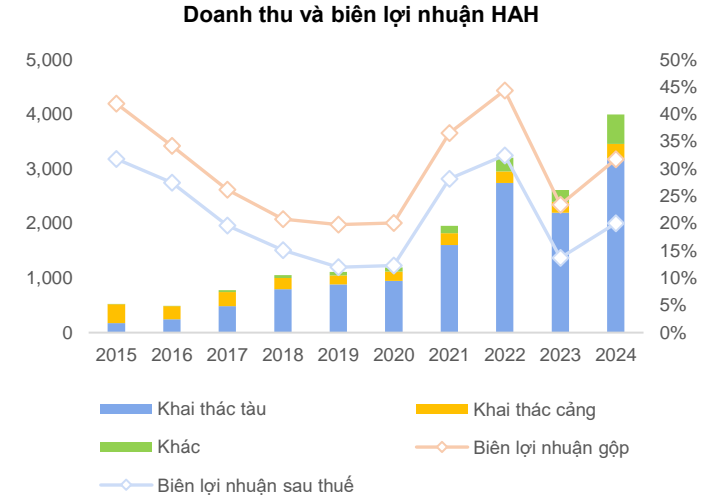
Nguồn: HAH, NHSV Research tổng hợp

II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG VẬN TẢI & KHAI THÁC CẢNG

KQKD 2024: Doanh thu và biên lợi nhuận của doanh nghiệp

Doanh thu thuần của HAH năm 2024 đạt đỉnh 3,992 tỷ đồng, tăng 52.8% svck. Biên lãi gộp HAH phục hồi từ mức 23.4% lên mức 31.7%, biên lãi sau thuế tương tự tăng lên mức 20%. Trong đó:

- Hoạt động vận tải và cho thuê tàu: doanh thu chiếm 80% tổng doanh thu thuần, tăng 45.4% svck. Biên lãi gộp mảng khai thác tàu tăng khả quan lên mức 30.2% nhờ trung bình giá cho thuê tàu vận tải quốc tế tăng 147% svck và giá đầu vào VLSFO giảm nhẹ 10% ở nền thấp.
- Hoạt động khai thác cảng: doanh thu chiếm 6.5% tổng doanh thu thuần, tăng 31.7% svck. Biên lãi gộp mảng khai thác cảng giảm mạnh chủ yếu do giá vốn nhân công và gia tăng phí thuê máy móc, song không ảnh hưởng nhiều đến hoạt động kinh doanh của HAH do tỷ trọng giảm đáng kể.
- Hoạt động khác (bao gồm kho bãi, depot): doanh thu chiếm 13.5% tổng doanh thu thuần năm 2024, tăng mạnh 145.7% svck. Biên lãi gộp tăng cao từ 13.1% lên mức 39.4% do giá thuê tăng và gia tăng nhu cầu sử dụng containers trong bối cảnh tắc nghẽn kéo dài tại các cảng lớn. Dự kiến trong 2025, giá dịch vụ cho thuê kho sẽ tăng trong biên độ 0 – 4%, hỗ trợ tăng nhẹ biên lợi nhuận mảng cho thuê kho bãi, depot này.

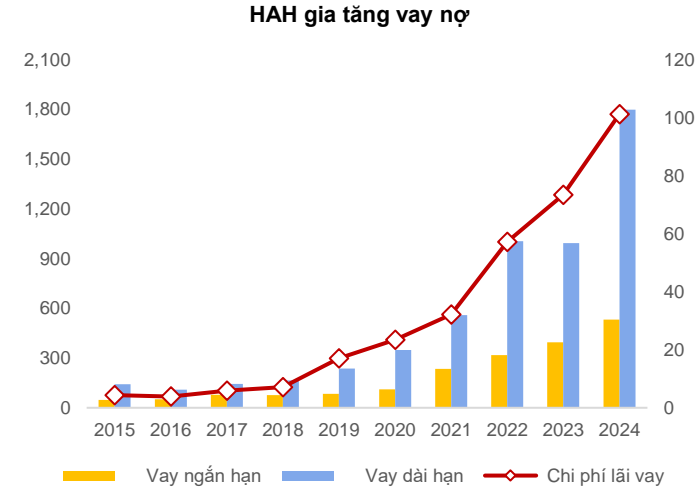


Nguồn: HAH, NHSV Research tổng hợp

III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

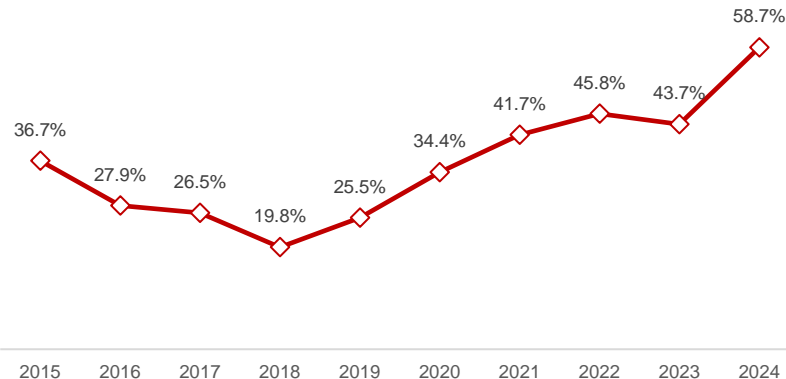
Tỷ lệ đòn bẩy tăng cao trong giai đoạn doanh nghiệp tăng vốn mua tàu

Để phục vụ cho kế hoạch mua đóng 2 tàu mới và mua tàu lớn Haian Gama trong năm 2024, HAH đã tăng mạnh nợ vay dài hạn lên mức 1,797.9 tỷ đồng (+81.1% svck). Cũng trong năm 2024, HAH phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi dài hạn nhằm nhanh chóng bổ sung vốn mua tàu. Tỷ lệ đòn bẩy tăng mạnh lên mức 58.7%. Chi phí lãi vay leo thang lên mức 101.19 tỷ đồng trong năm, tăng 37.9% svck.

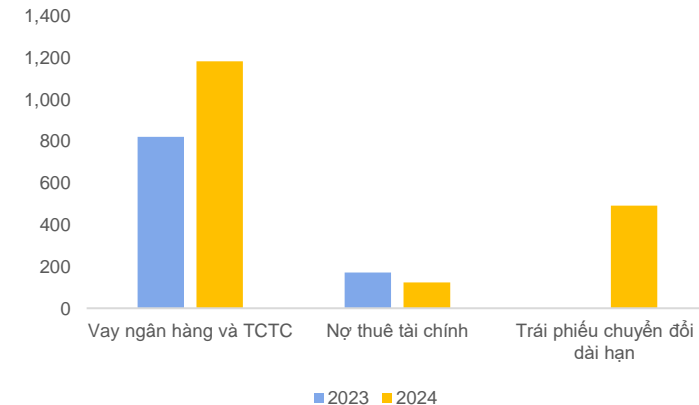


III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Tỷ lệ đòn bẩy Tổng nợ vay/VCSH



Vốn vay dài hạn

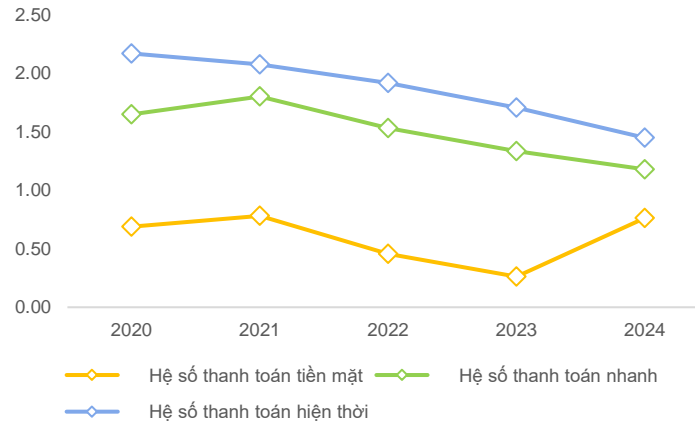


Nguồn: HAH, NHSV Research tổng hợp

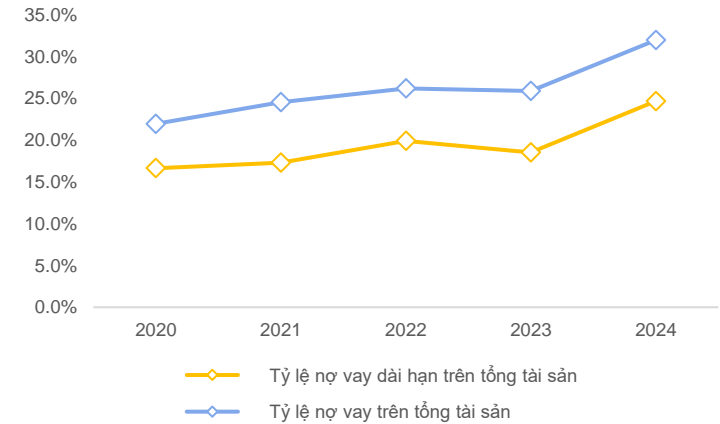
Tổng hợp một vài chỉ số tài chính về HAH

III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

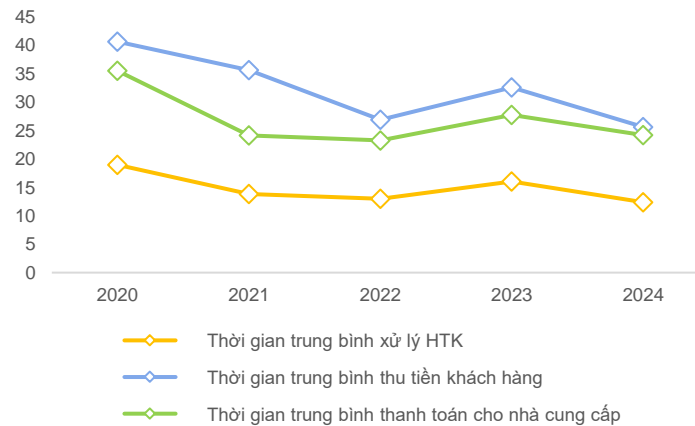
Khả năng thanh khoản



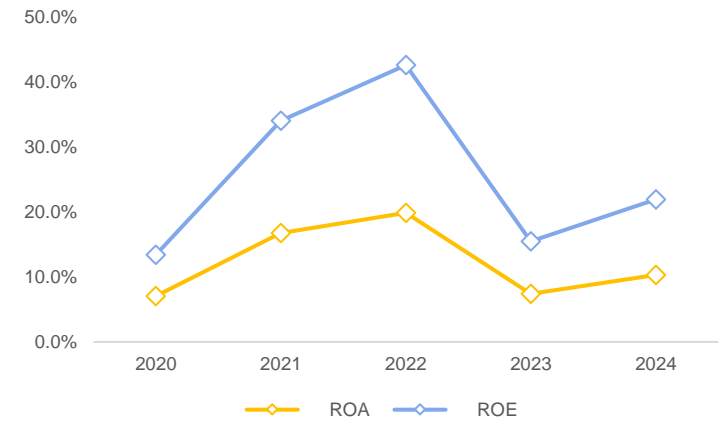
Tỷ lệ đòn bẩy



Hiệu suất hoạt động



Hiệu quả hoạt động

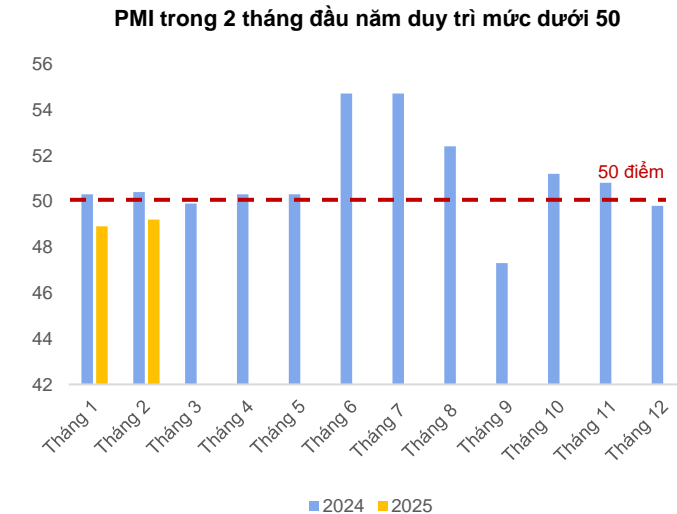


2025 – Triển vọng hay thách thức?

Nhìn chung, năm 2025 được dự đoán là năm tương đối thách thức đối với doanh nghiệp vận tải toàn cầu. Theo báo cáo của S&P Global *Supply chain outlook*, tăng trưởng vận tải biển năm 2025 dự kiến đạt 1.5% sau khi điều chỉnh lạm phát, thấp hơn mức 3% của năm 2024. Các thách thức được đề ra trong năm nay bao gồm:

- Chủ nghĩa bảo hộ gia tăng, đặc biệt từ Chính quyền Mỹ mới khiến nhu thương mại quốc tế bị chậm lại, dự kiến chỉ đạt 2.6% trong năm 2025, tiêu dùng giảm sút do giá cả tăng cao.
- Năng lực vận tải tăng 6% svck, trong khi nhu cầu giảm sút dẫn đến dư cung
- Tác động tiêu cực từ các cuộc đình công lao động tại các cảng Bờ Đông nước Mỹ, châu Âu, Hàn Quốc.
- Rủi ro địa chính trị: Xung đột tại Ukraine, Trung Đông và các khu vực khác có thể ảnh hưởng tiêu cực đến dòng chảy thương mại.

Tại thị trường nội địa, tính trong 2 tháng đầu năm 2025, chỉ số mua hàng nhà quản trị PMI vẫn ở mức dưới ngưỡng 50 điểm, phản ánh sự suy giảm nhẹ của các điều kiện kinh doanh trong bối cảnh nhu cầu còn yếu.



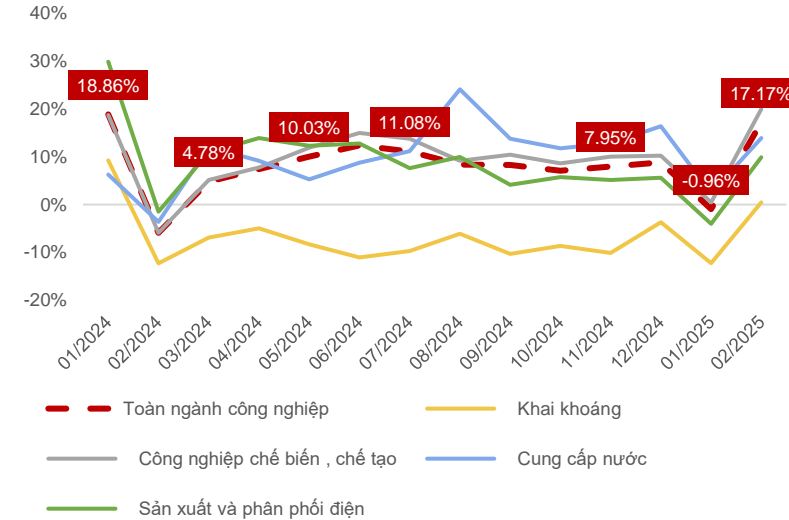
Nguồn: S&P Global, NHSV Research tổng hợp

Tình hình sản xuất trong nước và xuất khẩu chưa vượt trội trong 2 tháng đầu năm

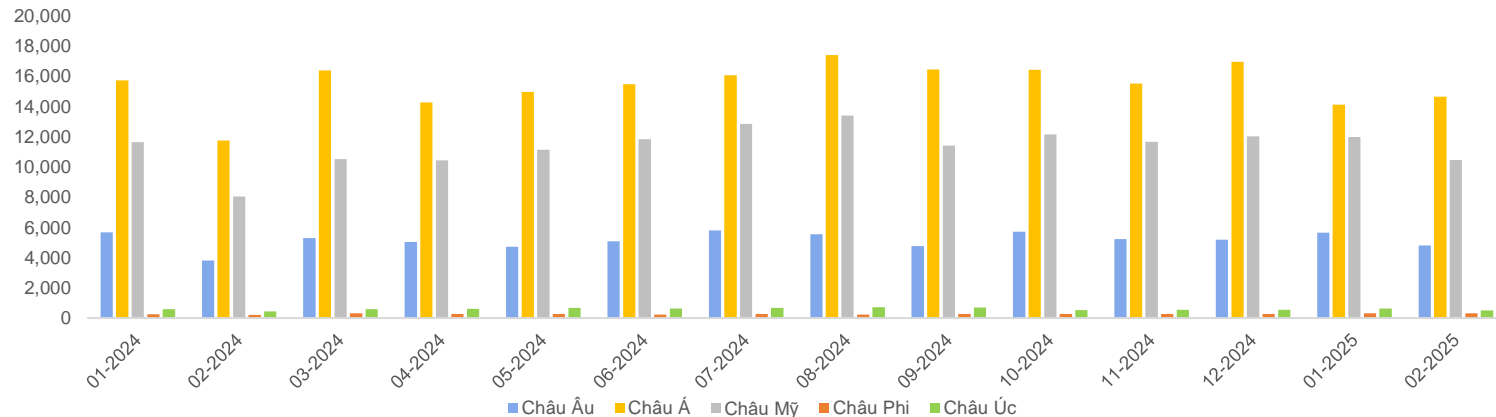
IIP trong tháng 2 tăng 17.2% svck, chủ yếu được kéo bởi mảng công nghiệp chế biến, chế tạo. Song, chúng tôi cho rằng đây là mức tăng chưa thực sự ấn tượng do tháng 2 năm 2024 rơi vào dịp Tết Nguyên đán.

Trong cả năm 2024, tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam đạt 405.53 tỷ USD, tăng 14.3% svck. Tính 2 tháng đầu năm 2025, tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 64.3 tỷ USD, tăng 8.4% svck – thấp hơn mức tăng của đầu năm 2024 (19.2% svck)– nhu cầu có khả năng song xu hướng tích cực vẫn chưa được bộc lộ rõ rệt.

IIP tăng tích cực trong tháng 2/2025



Xuất khẩu theo thị trường



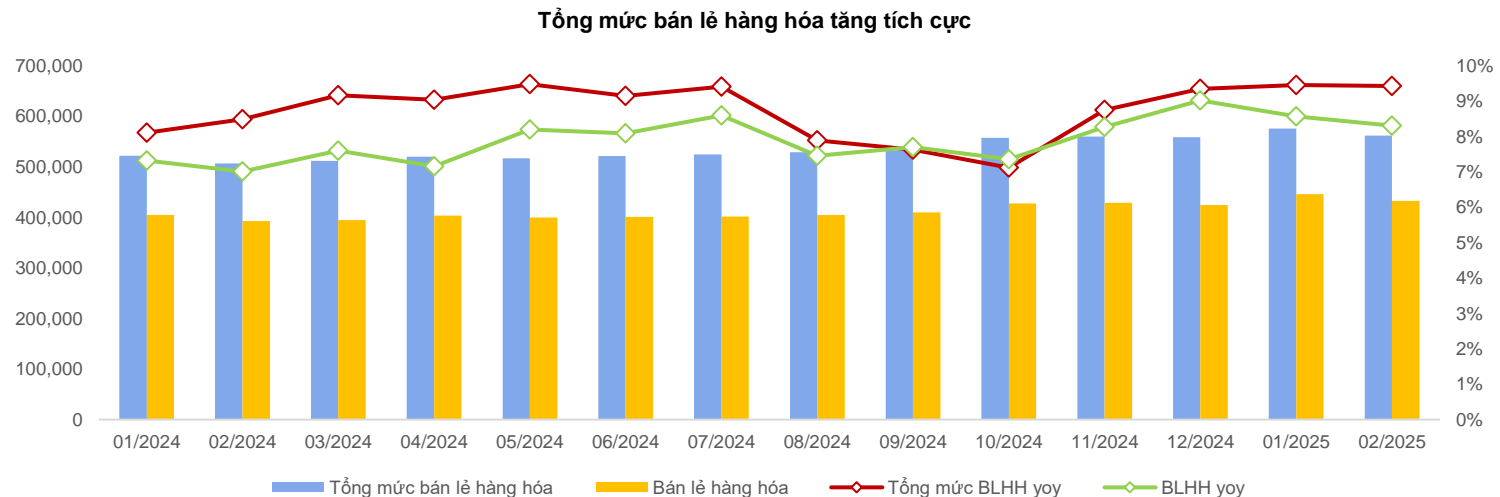
Nguồn: GSO, NHSV Research tổng hợp

IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tổng mức bán lẻ hàng hóa tăng 9.4% so với cùng kỳ, kéo bởi dịch vụ lữ hành

- Giải ngân vốn đầu tư công vẫn “ì ạch”: ước tính giải ngân vốn đầu tư công năm 2025 đến hết tháng 3 đạt 78.71 tỷ đồng, đạt 8.98% kế hoạch, thấp hơn tỷ lệ giải ngân đầu tư công trong 3 tháng đầu năm 2024 (11.64%)
- Tuy nhiên, tổng mức bán lẻ hàng hóa ghi nhận sự khả quan: Tổng mức bán lẻ hàng hóa trong 2 tháng đầu năm tăng 9.4% svck, cao hơn mức tăng của năm 2024 (8.1%), chủ yếu được kéo bởi sức tăng mạnh từ dịch vụ lữ hành, lưu trú và ăn uống. Bán lẻ hàng hóa trong 2 tháng đầu năm đạt 432.5 nghìn tỷ đồng, tăng 8.7% svck, cao hơn mức tăng trưởng bán lẻ hàng hóa trong 2 tháng đầu năm 2024 – 6.8%. Ngoài ra, niềm tin kinh doanh đã tăng tháng thứ 2 liên tiếp, trở thành mức tăng cao nhất trong 6 tháng, được thể hiện qua việc tăng mua hàng hóa đầu vào. Chúng tôi cho rằng đây là một tín hiệu tốt tại thị trường nội địa trong bối cảnh các chính sách từ Chính phủ vẫn ưu tiên cho tăng trưởng kinh tế và sản xuất kinh doanh. Mặc dù vậy, các biến số hiện vẫn chưa thể hiện rõ ràng xu hướng tích cực cho hoạt động sản xuất và thương mại.

IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ



Nguồn: GSO, NHSV Research tổng hợp

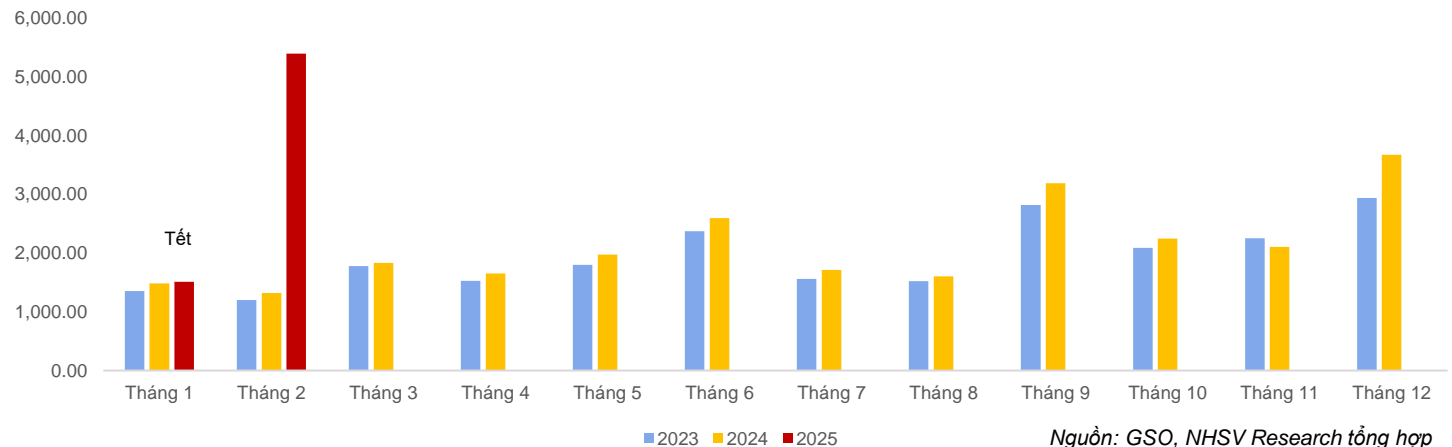
Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng một kịch bản sáng với ngành vận tải Việt Nam

Với mục tiêu tăng trưởng kinh tế 8% năm 2025 của Chính phủ, kết hợp mức lãi suất thấp duy trì để thúc đẩy sản xuất trong nước, sản xuất và tiêu dùng trong nước được kỳ vọng sẽ hồi phục tích cực hơn trong giai đoạn sau của năm 2025. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng triển vọng ngành vận tải trong nước nói chung và HAH nói riêng dự kiến tốt trong trung và dài hạn do:

- Nhu cầu vận tải xuất khẩu dự kiến tăng tốt nhờ dòng vốn FDI chảy mạnh vào Việt Nam. Tính trong 2 tháng đầu năm 2025, tổng vốn FDI thực hiện đạt 6.9 tỷ USD, tăng 146.4% svck. Trong đó ngành công nghiệp chế biến chế tạo chiếm 82.1%.
- Việt Nam tham gia nhiều hiệp định FTA lớn, và là đối tác chiến lược toàn diện của 12 nước bao gồm Trung Quốc, Liên Bang Nga, Ấn Độ, Hàn Quốc, Hoa Kỳ, Nhật Bản, Australia, Pháp, Malaysia, New Zealand, Indonesia, Singapore.
- Năng lực vận tải của HAH thuộc top đầu ngành với công suất vận tải đạt 26,500 TEUs. Các tuyến vận tải liên doanh quốc tế của HAH được kỳ vọng sẽ có kết quả kinh doanh tốt hơn trong tương lai, đặc biệt là tuyến Hải Phòng – Cái Mép – Singapore liên minh với ONE – doanh nghiệp dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng do hiện mang lại lợi nhuận tốt. Bên cạnh đó, công ty cũng có kế hoạch đầu tư máy móc tải cảng và có thể tiếp tục mua thêm 2 tàu cũ trong năm 2025.



Vốn FDI thực hiện tăng mạnh trong tháng 2 năm 2025



Nguồn: GSO, NHSV Research tổng hợp

Chỉ tiêu	2023	2024	2025 F	2026 F	Ghi chú
Doanh thu thuần	2,613	3,992	4,991	5,340	Doanh thu thuần được kỳ vọng tiếp tục tăng tốt trong năm 2025 nhờ doanh thu ghi nhận từ việc cho thuê tàu Gama mua cũ từ cuối năm 2024, giá cước thuê tàu giữ mức cao. Ngoài ra, dự kiến tuyến vận tải quốc tế liên doanh với ZIM và ONE kỳ vọng duy trì tích cực
Giá vốn hàng bán	(2,002)	(2,725)	(2,960)	(3,209)	Giá vốn tăng nhẹ 9% svck do dư cung khiến giá dầu tiếp tục giảm
Lợi nhuận gộp	611	1,267	1,662	1,675	
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	
Chi phí QLDN	(125)	(211)	(250)	(267)	Chi phí quản lý tăng cao bởi (1) mở rộng khai thác các tuyến vận tải quốc tế và gia tăng cho thuê tàu, (2) công suất khai thác cảng – hoạt động kinh doanh yêu cầu nhiều lực lượng nhân công đang có xu hướng tăng mạnh
Lợi nhuận sau thuế	358	800	1,077	1,109	
Tổng tài sản	5,359	7,290	7,502	8,156	
Tổng nợ	2,188	3,318	2,379	1,934	
Vốn chủ sở hữu	3,171	3,972	5,124	6,221	
EPS (VND/CP)	4,069	7,055	8,660	8,624	
EBITDA	850	1,513	1,960	2,021	
Tăng trưởng doanh thu	-18.5%	52.8%	25.0%	7.0%	
Biên lợi nhuận gộp	23.4%	31.7%	33.3%	31.4%	Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2025 sẽ tăng khả quan nhờ (1) giá cước các tuyến vận tải quốc tế được kỳ vọng tăng khi HAH niêm yết giá đầu năm tăng 15% svck trong khi giá cước trong nước vẫn tương đối ổn định (2) giá dầu được dự phóng tiếp tục giảm do tình trạng dư cung, (3) giá cước cho thuê tàu duy trì ở mức cao
Biên lợi nhuận	13.7%	20.0%	21.6%	20.8%	
ROE	11.3%	20.1%	21.0%	17.8%	
ROA	6.7%	11.0%	14.4%	13.6%	

V. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH & ĐỊNH GIÁ

Giá mục tiêu của HAH là 60,180 đồng/cp, upside +14% từ mức 52,800 đồng/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu của CTCP Vận tải và xếp dỡ Hải An (HAH) với giá mục tiêu là khoảng **60,180 đồng/cổ phiếu** (+14% từ mức giá 52,800 đồng/cổ phiếu ngày 31/03/2025) bằng việc sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF và P/E với tỷ trọng 70-30.

STT	Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Định giá
1	P/E	30%	63,000
2	FCFF	70%	58,974
Trung bình giá			60,180

Chiết khấu FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	8.1%
Ước tính tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	5.5%
Giá trị doanh nghiệp (tỷ VNĐ)	9,517
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn (tỷ VNĐ)	992
(+) Đầu tư vào công liên liên doanh, liên kết (tỷ VNĐ)	174
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)	(2,330)
(-) Cổ đông không kiểm soát	(695)
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	7,660
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	130
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)	~58,974

V. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng báo cáo tài chính CTCP Vận tải & Xếp dỡ Hải An (HAH)

BÁO CÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,992	4,991	5,340
Giá vốn bán hàng	(2,725)	(2,960)	(3,209)
Lợi nhuận gộp	1,267	1,662	1,675
Chi phí bán hàng	-	-	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(211)	(250)	(267)
Lợi nhuận thuần HĐKD	1,056	1,413	1,408
Thu nhập tài chính	25	31	29
Chi phí tài chính	(119)	(150)	(102)
Thu nhập khác	8	9	10
Chi phí khác	(11)	(11)	(11)
Thu nhập từ công ty liên doanh liên kết	18	21	18
Thu nhập trước thuế	800	1,077	1,109
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(177)	(236)	(243)
Lợi nhuận sau thuế	800	1,077	1,109
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	150	114	79
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ	950	963	1,030

CHỈ SỐ CHÍNH VỀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

	2024	2025F	2026F
Biên lợi nhuận gộp	31.7%	33.3%	31.4%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	26.5%	28.3%	26.4%
Biên lợi nhuận sau thuế	20.0%	21.6%	20.8%
YoY doanh thu thuần	52.8%	25.0%	7.0%
YoY lợi nhuận sau thuế	123.6%	34.6%	3.0%
Vòng quay hàng tồn kho	-31.0 x	-33.0 x	-32.0 x
Nợ vay dài hạn/tổng tài sản	24.7%	13.8%	9.9%
Tổng nợ vay/ tổng tài sản	32.0%	19.9%	13.1%
ROA	10.98%	14.36%	13.6%
ROE	20.15%	21.02%	17.8%
EPS	7,055	8,660	8,624
BVPS	32,731	39,444	47,897

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	7,290	7,502	8,156
Tài sản ngắn hạn	1,753	1,931	2,088
Tiền, tương đương tiền và ĐTNH	992	948	1,015
Các khoản phải thu	504	725	805
Hàng tồn kho	88	90	100
Tài sản lưu động khác	168	168	168
Tài sản dài hạn	5,332	5,571	6,068
Các khoản phải thu dài hạn	113	113	113
Tài sản cố định	4,570	4,874	5,366
Bất động sản đầu tư	-	-	-
Tài sản dở dang dài hạn	21	21	21
Đầu tư tài chính dài hạn	174	165	169
Tài sản dài hạn khác	454	399	399
Tổng nguồn vốn	7,290	7,502	8,156
Nợ ngắn hạn	1,210	1,058	843
Phải trả người bán	206	154	115
Chi phí phải trả ngắn hạn	59	33	43
Vay ngắn hạn	532	458	261
Nợ ngắn hạn khác	413	412	424
Nợ dài hạn	2,108	1,320	1,092
Vay dài hạn	1,798	1,036	807
Nợ dài hạn khác	310	284	284
Vốn chủ sở hữu	3,972	5,124	6,221
Vốn cổ phần	1,213	1,299	1,299
Thặng dư vốn cổ phần	192	192	192
Quỹ đầu tư phát triển	819	1,142	1,474
Lãi chưa phân phối	1,053	1,796	2,562
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	695	695	695



Trụ sở chính

Tầng 9, tòa tháp Đông, Lotte Center Hà Nội, số 54 Liễu Giai, phường Cống Vị, quận Ba Đình, Hà Nội

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hà Nội

Tầng trệt tòa Somerset Grand Hanoi & Phòng 505, tầng 5 Tòa Tháp Hà Nội, số 49 Hai Bà Trưng, phường Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, HN

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà President Place, Số 93 Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, HCM

Hotline: 0283.838.5917

Fax: 0283.620.0887

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH

Báo cáo này thuộc sở hữu của NHSV. Mọi hành vi sao chép, in ấn khi không có sự cho phép của NHSV đều bị nghiêm cấm. Báo cáo này không nên được coi là một lời đề nghị giao dịch mua bán bất kỳ cổ phiếu nào. Mặc dù những thông tin, dự báo và nhận định trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy, NHSV không thể khẳng định sự chính xác và hoàn thiện của các nguồn thông tin này. NHSV sẽ không chịu trách nhiệm trước bất kỳ thiệt hại, mất mát nào đến từ việc sử dụng bất kỳ thông tin, nhận định nào đến từ báo cáo này.