

MUA

Giá mục tiêu 2024: **47.600 VND**
Upside: **20%**
Cập nhật: **11/09/2024**

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Sản lượng khai thác tàu hồi phục cùng với giá cước vận tải biển tăng trở lại.

Tiêu cực: Chi phí lãi vay và khấu hao lớn gây ảnh hưởng tới lợi nhuận của doanh nghiệp.

Rủi ro: Khả năng dư thừa công suất khi đưa thêm các tàu mới vào khai thác, giá cước vận tải quay đầu giảm về mức thấp.

	Q2/2023	Q2/2024	2024F
DTT	611	949	3.441
% YoY	-34%	55%	32%
LNST	80	128	370
% YoY	-75%	61%	3%

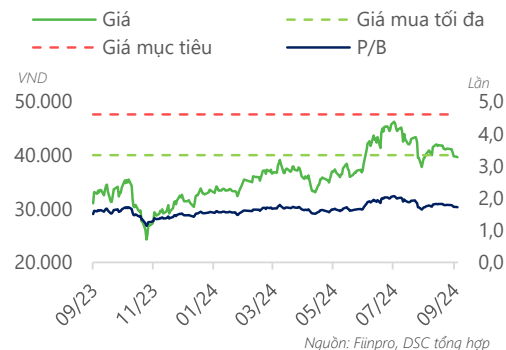
Đơn vị : tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An là doanh nghiệp sở hữu đội tàu biển container lớn nhất Việt Nam hoạt động linh hoạt giữa các tuyến trong và ngoài nước. Ngoài ra, nhằm hoàn thiện hơn chuỗi cung ứng khép kín cho khách hàng, công ty cũng đồng thời kinh doanh và khai thác Cảng Hải An cùng một số depot (điểm thông quan nội địa) nhỏ khác.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Kho bãi, hậu cần và bảo dưỡng
Giá hiện tại:	39.600 VND
Vốn hóa:	4.805 tỷ VND
Số lượng CPLH:	121,3 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	2.800 VND
P/E:	14,1 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	0,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	10,0%



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

HAH

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An

DSC

KHUYẾN NGHỊ

DSC ước tính doanh thu đạt 3.441 tỷ (+32% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 370 tỷ (+3% YoY) hoàn thành 100% kế hoạch doanh nghiệp đề ra.

Động lực tăng trưởng của HAH giai đoạn tới được thúc đẩy bởi (1) sản lượng khai thác tàu tiếp tục tích cực (2) Giá cước vận tải biển duy trì ở mức nền hiện tại (3) Khai thác hiệu quả các tuyến mới, gia tăng vận chuyển các tuyến nội Á.

Sử dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và chiết khấu dòng tiền tự do (DCF), chúng tôi khuyến nghị MUA cho HAH với mức giá mục tiêu năm 2024 là 47.600 VND.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

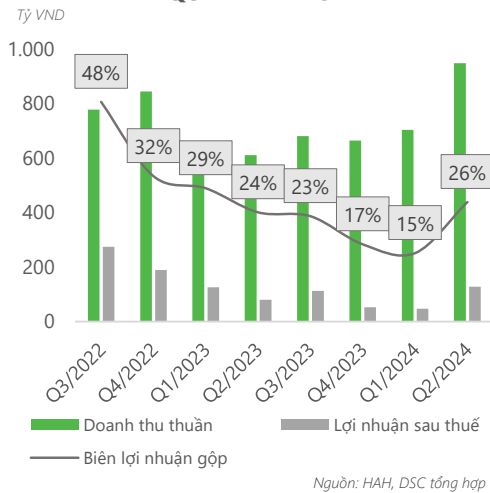
Đội tàu trẻ và năng lực vận tải hàng đầu Việt Nam

HAH là doanh nghiệp vận tải biển hàng đầu Việt Nam với đội tàu container có độ tuổi trung bình thấp hơn so với ngành, mang lại ưu thế về giá, vận hành cũng như đảm bảo duy trì cung cấp lịch tàu ổn định hàng tuần. Tháng 5 và 7 vừa qua, HAH đã tiếp nhận 2 tàu container đóng mới cuối cùng trong số 4 chiếc đặt năm 2021, nâng sức chở của đội tàu vượt 23.000 TEU. Trong số 4 chiếc tàu này, HAH cho thuê 2 chiếc nhằm tránh tình trạng dư thừa công suất. Đồng thời, HAH cũng mở rộng các tuyến vận tải Nội Á thông qua việc liên kết với hãng tàu Zim, hãng tàu lớn thứ 10 thế giới.

Hưởng lợi từ nhiều yếu tố

Hiện tại, do quy mô đội tàu của Việt Nam còn yếu cùng với một số hạn chế, các hãng tàu trong nước chủ yếu khai thác thị trường nội địa. HAH, giống như nhiều doanh nghiệp vận tải biển khác tại Việt Nam, đang tập trung khai thác thị trường này. Thị trường vận tải container đường thủy nội địa, với tiềm năng tăng trưởng lớn nhờ sự gia tăng kim ngạch xuất nhập khẩu, hứa hẹn sẽ thúc đẩy đáng kể sản lượng khai thác tàu của HAH. Ngoài ra, HAH cũng được hưởng lợi từ giá cước vận tải và cho thuê tàu định hạn hồi phục trong nửa đầu năm 2024 do các căng thẳng địa chính trị, góp phần cải thiện kết quả kinh doanh.

KẾT QUẢ KINH DOANH

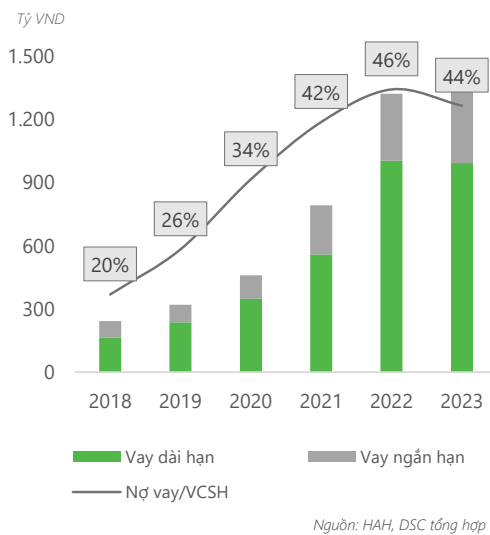


KẾT QUẢ KINH DOANH

Biên lợi nhuận hồi phục

Kết thúc Q2/2024, HAH ghi nhận sự bứt phá mạnh mẽ với doanh thu đạt 949 tỷ đồng, tăng 55% YoY, lợi nhuận sau thuế đạt 111 tỷ (+15% YoY). Động lực chính cho đà tăng đến từ các mảng kinh doanh cốt lõi, vận tải biển (+51% YoY) và khai thác cảng (+80% YoY). Các mảng kinh doanh này đều tăng trưởng tích cực nhờ tình hình xuất nhập khẩu khởi sắc và sản lượng hàng hóa thông qua các khu vực cảng Việt Nam tăng cao. Bên cạnh đó, vận tải biển - lĩnh vực đóng góp hơn 80% doanh thu của HAH - cũng hưởng lợi đáng kể từ sự biến động của giá cước. Trong quý 2, giá cước vận tải container thế giới đã tăng mạnh hơn 2 lần so với cuối quý 1 do các yếu tố căng thẳng địa chính trị. Doanh nghiệp cũng chia sẻ cước vận tải trung bình của họ cũng đã tăng 6,5% YoY. Giá cước tăng cũng kéo theo biên lợi nhuận của HAH được cải thiện mạnh mẽ, tăng 11 điểm phần trăm so với quý trước, đạt mức 26%.

TĂNG VAY MỞ RỘNG ĐỘI TÀU



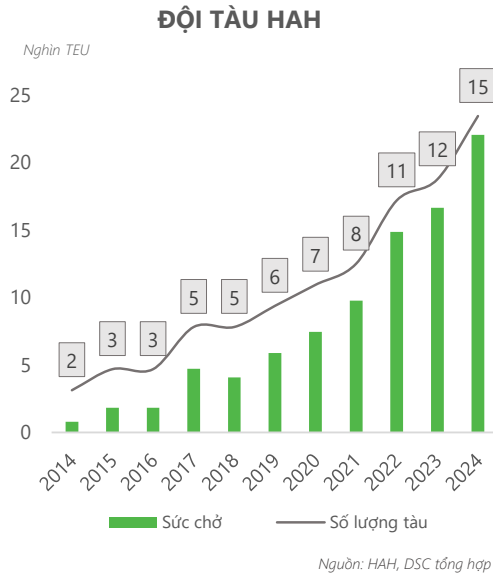
Gia tăng vay nợ mở rộng đội tàu

Nhằm mục tiêu nâng cao năng lực vận tải và trẻ hóa đội tàu, HAH đã quyết định đầu tư đóng mới 4 tàu container với sức chở 1.800 TEU mỗi chiếc vào cuối năm 2021, tổng chi phí gần 3.000 tỷ đồng. Việc mở rộng đội tàu này đã kéo theo nhu cầu vốn tăng cao, dẫn đến nợ vay của công ty gia tăng đáng kể từ năm 2021. Đến cuối năm 2023, tổng nợ vay của HAH đã đạt khoảng 1.400 tỷ đồng, với tỷ lệ nợ vay/VCSH ở mức 44%, cao hơn mức trung bình ngành (24%).

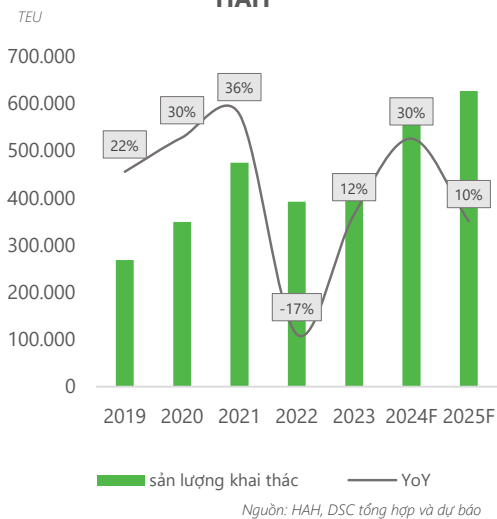
Trong năm 2024, với việc nhận thêm 3 tàu mới từ các đối tác, chúng tôi dự báo nợ dài hạn của HAH có thể tăng lên mức 1.800 tỷ đồng, đẩy tỷ lệ nợ vay/VCSH vượt 60%. Mặc dù mức đòn bẩy tài chính hiện tại khá cao so với trung bình ngành, chỉ số EBITDA/chi phí lãi vay của HAH vẫn ở mức 12,1 lần, nằm trong ngưỡng an toàn. Với tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ và lợi thế từ việc sở hữu đội tàu container lớn nhất Việt Nam, chúng tôi lạc quan về khả năng thanh toán của HAH trong tương lai.

LUẬN ĐIỂM 1:

Đội tàu trẻ và năng lực vận tải hàng đầu



SẢN LƯỢNG KHAI THÁC TÀU HAH



HAH

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An

DSC

Năng lực vận tải container đường biển hàng đầu cả nước

Cho tới trước thời điểm tháng 12 năm 2023, đội tàu của HAH mới chỉ dừng lại ở con số 11 với tổng sức chở đạt 16.000 TEU (40% năng lực đội tàu container cả nước) và là doanh nghiệp sở hữu đội tàu container lớn nhất Việt Nam. Tuy nhiên, chỉ 8 tháng sau đó, cho tới hết tháng 7 năm 2024, HAH đã nâng tổng số tàu sở hữu lên 15 chiếc với sức chở vượt 23.000 TEU (+44%) thông qua việc tiếp nhận 4 con tàu đóng mới cỡ 1.800 TEU. Qua đó, HAH tiếp tục củng cố vị thế dẫn đầu trong ngành.

Với quy mô đội tàu lớn và khả năng hoạt động trên nhiều tuyến hơn so với các đối thủ cạnh tranh, HAH có thể duy trì lịch trình vận chuyển ổn định hàng tuần, kết nối với nhiều điểm đón trả hàng. Điều này mang lại lợi ích vượt trội cho khách hàng khi hàng hóa của họ có thể được vận chuyển trực tiếp đến cảng đích mà không cần qua các cảng trung chuyển, từ đó tối ưu hóa cả chi phí và thời gian. Nhờ vào năng lực vận tải mạnh mẽ này, HAH đã đạt được sự tăng trưởng ấn tượng về sản lượng khai thác, với mức tăng bình quân 22% từ năm 2015 đến nay.

Mở rộng khai thác các tuyến vận tải mới

Song song với việc tăng cường quy mô đội tàu, HAH cũng chủ động mở rộng khai thác các tuyến vận tải mới. Năm 2022, HAH đã mở tuyến vận tải nội Á từ Hải Phòng tới Hồng Kông, Nansha, và Qinzhou, tuyến này nhanh chóng đóng góp hơn 20% vào sản lượng khai thác tàu của công ty trong năm. Đến năm 2023, HAH thành lập liên doanh với hãng tàu ZIM, hãng tàu lớn thứ 10 thế giới, nhằm phát triển các tuyến nội Á và khai trương tuyến mới kết nối Việt Nam với Malaysia và Ấn Độ. Đáng chú ý, liên doanh ZIM-HAH đã vượt qua chuỗi thua lỗ kéo dài từ tháng 3/2023, và bắt đầu có lãi từ tháng 6/2024 nhờ sự ấm lên của thị trường và sự gia tăng giá cước vận tải. Đầu năm nay, HAH tiếp tục liên kết với một hãng tàu lớn khác (ONE) để mở tuyến vận tải mới đến Singapore.

Mặc dù đã đạt được những bước tiến đáng kể, HAH vẫn phải đối mặt với nhiều thách thức do thiếu kinh nghiệm và tên tuổi trên thị trường quốc tế, khiến việc xây dựng tệp khách hàng ổn định trở nên khó khăn và phải cạnh tranh bằng giá. Tuy vậy, với tiềm năng lớn từ thị trường quốc tế, chúng tôi đánh giá đây là một hướng đi đầy triển vọng, có khả năng giúp HAH nâng cao năng lực vận tải và đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong tương lai.

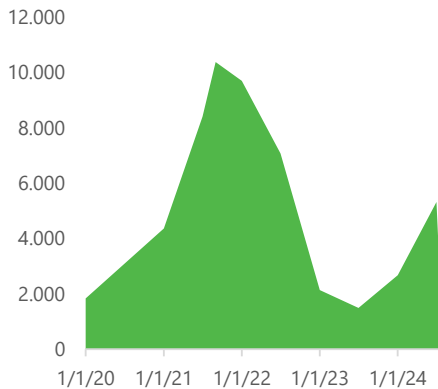
Hưởng lợi từ nhiều yếu tố

KIM NGẠCH XNK VS SẢN LƯỢNG CONTAINER THÔNG QUA CẢNG BIỂN VIỆT NAM



Nguồn: Vinamarine, GSO, DSC tổng hợp

DREWY WORLD CONTAINER INDEX



Nguồn: Drewy, DSC tổng hợp

Thị trường vận tải biển nội địa còn nhiều dư địa phát triển

Hiện tại, các đội tàu Việt Nam còn nhiều hạn chế như quy mô, kích thước tàu nhỏ, quãng đường vận tải ngắn dẫn tới không thể cạnh tranh được với các hãng tàu lớn. Bên cạnh đó, do tập quán mua CIF bán FOB, hơn 90% hàng hóa xuất nhập khẩu Việt Nam được vận chuyển bởi các hãng tàu nước ngoài. Do đó, các doanh nghiệp trong nước phải tập trung vào thị trường vận tải thủy nội địa - một phân khúc mà các hãng tàu quốc tế không thể tham gia (theo bộ luật hàng hải Việt Nam năm 2015).

Hiện tại, các hàng hóa vận chuyển qua đường thủy nội địa chủ yếu phục vụ cho việc trung chuyển giữa các cảng lớn và cảng nước sâu, nhằm tập kết và phân phối hàng hóa từ các cảng này đi khắp các khu vực. Chính vì vậy, thị trường vận tải thủy nội địa cũng sẽ phát triển cùng với xu hướng của kim ngạch xuất nhập khẩu. Với việc Việt Nam không ngừng mở rộng kết nối thương mại với thế giới, kim ngạch xuất nhập khẩu hứa hẹn sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực trong dài hạn.

Hưởng lợi từ cước cho thuê tàu định hạn

HAH hiện đang triển khai hai mảng hoạt động chính trong khai thác đội tàu: tự vận hành và cho thuê định hạn. Việc cho thuê định hạn giúp HAH linh hoạt quản lý đội tàu và tối ưu hóa doanh thu khi giá cước cao, đồng thời giảm bớt áp lực dư cung khi thị trường khó khăn.

Từ cuối năm 2023, giá cước vận tải tăng mạnh do tắc nghẽn tại các cảng lớn gây ra bởi nhiều yếu tố như bất ổn tại biển Đỏ và hạn hán ở kênh đào Panama. Tại châu Á và Việt Nam, giá cước đã hồi phục đáng kể từ đáy năm 2023. Cụ thể, doanh nghiệp chia sẻ giá cước nội địa tăng 20-30% YoY và nội Á tăng 30-40% YoY. Hơn nữa, khi hầu hết các hợp đồng cho thuê định hạn của HAH dự kiến sẽ kết thúc vào cuối năm nay, với việc giá cho thuê tàu ở mức cao so với mức đáy năm 2023 (tăng trung bình 140%), mảng kinh doanh này hứa hẹn sẽ mang lại nguồn thu lớn cho HAH trong năm 2024 và 2025.

Tuy vậy, chúng tôi đánh giá cước vận tải sẽ khó tăng mạnh hơn nữa, kỳ vọng sẽ đi ngang và giảm nhẹ vào quý 4 khi các vấn đề căng thẳng dần được giải quyết cũng như giai đoạn đỉnh điểm nhu cầu vận tải tích trữ hàng hóa (quý 3) qua đi.

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	3.206	2.613	3.441
% DTT (YoY)	64%	-18%	32%
Lợi nhuận gộp	1.422	611	753
Lợi nhuận sau thuế	1.041	358	370
% LNST (YoY)	89%	-66%	3%

DSC dự báo kết quả kinh doanh năm 2024 của HAH sẽ có sự hồi phục mạnh mẽ, với doanh thu ước đạt 3.441 tỷ đồng, tăng 32% YoY, và lợi nhuận sau thuế đạt 370 tỷ đồng (+3% YoY). Động lực chính cho sự tăng trưởng này đến từ sự gia tăng đáng kể trong sản lượng khai thác tàu, cùng với sự hồi phục mạnh mẽ của giá cước vận tải và giá cho thuê tàu định hạn từ mức thấp năm 2023. Mặc dù doanh thu năm 2024 tăng mạnh, chúng tôi đánh giá biên lợi nhuận gộp sẽ chưa có sự cải thiện đáng kể do chi phí khấu hao tăng cao khi HAH đưa thêm các tàu mới vào khai thác. Lợi nhuận trước thuế cũng chỉ tăng nhẹ do chi phí lãi vay dự kiến sẽ tăng gấp đôi so với 2023.

Định giá

Định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
FCFF	5.625 Tỷ VND	50%
P/E	5.920 Tỷ VND	50%
P/E dự phóng	13,0 lần	
P/E ngành	16,0 lần	
P/E mục tiêu	16,0 lần	
Giá trị hợp lý	5.772 Tỷ VND	
SLCPLH	121 Triệu	
Giá mục tiêu	47.600 VND	

DSC sử dụng 2 phương pháp định giá P/E và chiết khấu dòng tiền tự do với tỷ trọng tương đương, cùng kì vọng sản lượng khai thác tàu tăng 30% YoY nhờ việc HAH đưa vào khai thác thêm 2 tàu mới và mở rộng phạm vi khai thác các tuyến nội Á, giá cước vận tải duy trì quanh mức giá hiện tại cho tới hết năm. Mức giá mục tiêu năm 2024 DSC xác định cho cổ phiếu là 47.600 VND/cổ phiếu.

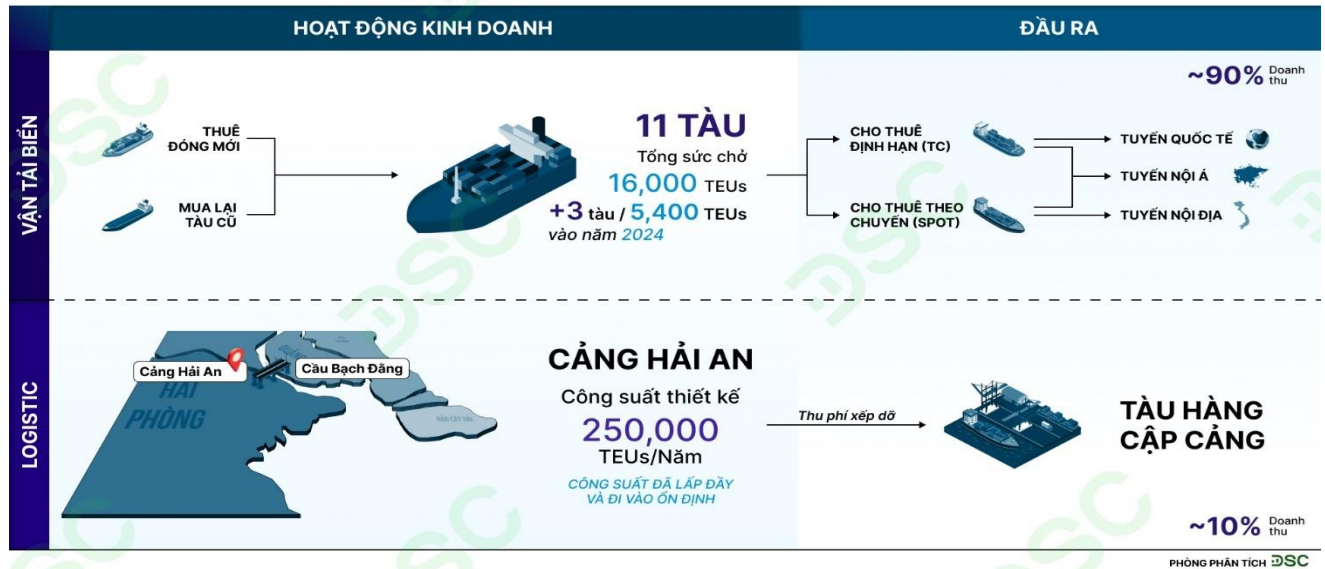
Thống kê báo cáo phân tích trong 6 tháng gần nhất của các CTCK đối với cổ phiếu HAH, giá mục tiêu bình quân là 46.200 VND/cổ phiếu.



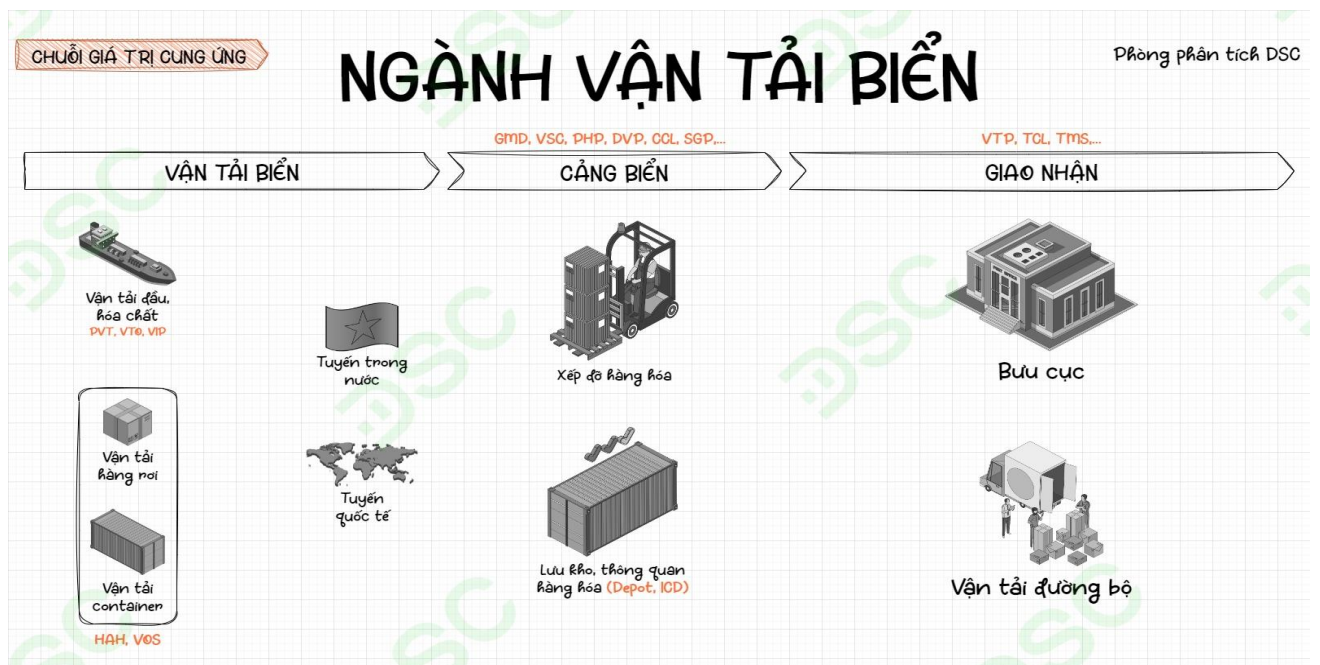
Nguồn: Fünpro, DSC tổng hợp

MÔ HÌNH KINH DOANH

MÔ HÌNH KINH DOANH CTCP VẬN TẢI & XẾP DỠ HẢI AN (HAH)



MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG NGÀNH



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Đào Đức Anh,

Chuyên viên Phân tích
anh.dd@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn