

CÔNG TY CỔ PHẦN VẬN TẢI & XẾP DỠ HẢI AN (HSX: HAH)

Nguyễn Gia Bách

Chuyên viên phân tích

 Email: bachng@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4306

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Giám đốc Khối Phân tích đầu tư

Giá hiện tại: 37.550

 Giá mục tiêu: **49.500**

 Tăng/(giảm): **+32,0%**
Khuyến nghị
MUA

ĐỘI TÀU VẬN TẢI BIỂN LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN

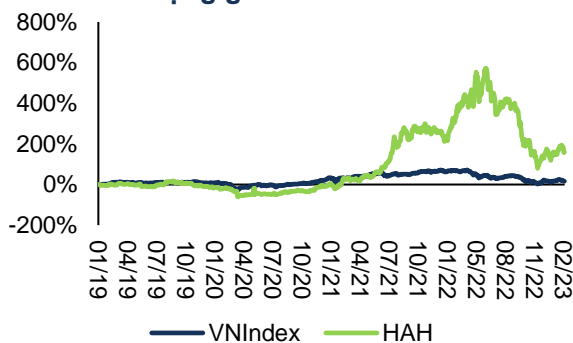
Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu HAH của Công ty cổ phần Vận tải và Xếp dỡ Hải An, niêm yết trên sàn HSX. Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE và FCF, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu HAH là **49.500 VND/cp**, cao hơn 32% so với giá đóng cửa ngày 21/02/2023 với khuyến nghị **MUA**.

Các luận điểm chính như sau:

- Sản lượng vận tải biển của HAH dự kiến giảm 21% trong năm 2023:** trong bối cảnh hoạt động thương mại đang tăng chậm lại do cắt giảm tiêu dùng tại Mỹ và châu Âu, hoạt động cảng và vận tải container của HAH đều sẽ chịu ảnh hưởng giảm sản lượng do thiếu hụt nguồn hàng khai thác trong ngắn hạn ([Chi tiết triển vọng](#))
- Đẩy mạnh đầu tư tàu vận tải container đón đầu nhu cầu vận tải biển nội Á và nội địa trong dài hạn.** Tuyển vận tải nội Á mới cùng đơn vị liên doanh giữa Hải An và Zim Integrated Shipping Ltd. (hãng tàu lớn thứ 10 thế giới) giúp HAH gia nhập thị trường nội Á và mang lại nguồn hàng xuất nhập khẩu cho hoạt động cảng và vận tải biển. Liên doanh kỳ vọng mang lại lợi nhuận 120 tỷ VND/năm (tương đương 9% lợi nhuận trước thuế HAH 2022) ([Chi tiết liên doanh](#))
- Mức giá thị trường hiện tại của cổ phiếu đang rẻ dù triển vọng kém khả quan:** HAH đang được giao dịch với mức giá rẻ, tương ứng với P/E trailing 12 tháng đạt 3,37x ([Chi tiết định giá HAH](#))

Rủi ro đầu tư chính:

- Biến động giá cước vận tải:** Áp lực dư cung trong hoạt động vận tải biển khiến kỳ vọng giá cước vận tải nội địa của HAH giảm 15% so với giai đoạn đỉnh điểm trong năm 2022 ([Chi tiết giá cước vận tải biển](#))
- Biến động giá dầu:** là khoản chi phí lớn nhất trong hoạt động vận tải biển (chiếm 35% chi phí vận hành), giá dầu tăng 10% có thể làm lợi nhuận HAH giảm 4,7% ([Chi tiết giá dầu](#))

Biến động giá VNINDEX & HAH

Thông tin giao dịch 21/02/2023

Giá hiện tại (VND/cp)	37.550
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	90.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	24.100
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	70,34
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	70,34
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	1.446.840
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	13,33%
Vốn hóa (tỷ VND)	2.641
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	11.117
P/E Trailing 12 tháng	3,37x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An
Địa chỉ	Tầng 7, số 45 Triệu Việt Vương, Nguyễn Du, Hai Bà Trưng, Hà Nội
Hoạt động kinh doanh chính	Khai thác cảng container Vận tải container đường biển nội địa và nội Á Dịch vụ logistic khác
Chi phí chính	Nhiên liệu, lao động, khấu hao tài sản cố định
Rủi ro chính	Biến động giá cước và giá dầu

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành



08/05/2009: Công ty TNHH Vận tải và Xếp dỡ Hải An được thành lập với vốn điều lệ 150 tỷ VND. Kinh doanh trong lĩnh vực cảng container.

09/2011: Chuyển đổi thành công ty cổ phần Vận tải và Xếp dỡ Hải An.

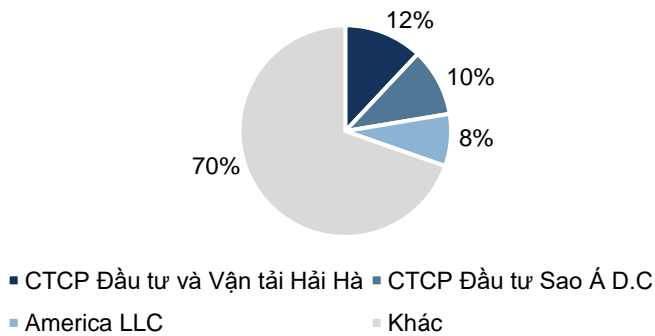
01/09/2013: Bắt đầu khai thác dịch vụ vận tải container nội địa.

11/03/2015: Niêm yết lên sàn HSX với gần 23,2 triệu cổ phiếu mã HAH.

11/2022: Công ty dần tập trung vào mảng kinh doanh vận tải container đường biển cùng đội tàu lớn nhất cả nước với mức vốn điều lệ đạt 703,4 tỷ VND.

2. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông (21/02/2023)



Nguồn: HAH

Tính đến ngày 21/02/2023, HAH có 03 cổ đông lớn là CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà (một trong những cổ đông sáng lập), CTCP Đầu tư Sao Á D.C và quỹ đầu tư America LLC. Các cổ đông lớn lần lượt nắm giữ 12%, 10,38% và 7,98% cổ phần của HAH.

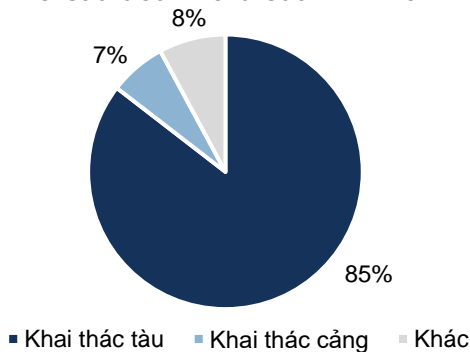
CTCP Đầu tư Sao Á D.C là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng depot tại khu công nghiệp Đình Vũ, Hải Phòng. Đây là cổ đông có tần suất giao dịch lớn (14 lần trong 02 năm) chủ yếu với mục đích điều chỉnh danh mục đầu tư tại HAH. Ngoài ra còn có nhóm cổ đông Dragon Capital với tổng tỷ lệ sở hữu đạt 5,03%.

3. Cơ cấu doanh nghiệp

Tính đến ngày 31/12/2022, công ty có sở hữu trực tiếp tại 03 công ty con và 01 công ty liên kết, tập trung hoạt động trong lĩnh vực khai thác container. Ngoài ra, HAH còn có 01 đơn vị làm đại lý cho hãng tàu SM Lines, 01 chi nhánh tại Vũng Tàu và 01 chi nhánh tại Hồ Chí Minh. ([Chi tiết công ty con và công ty liên kết của HAH](#))

4. Cơ cấu hoạt động kinh doanh

Cơ cấu doanh thu của HAH 2022



Nguồn: HAH

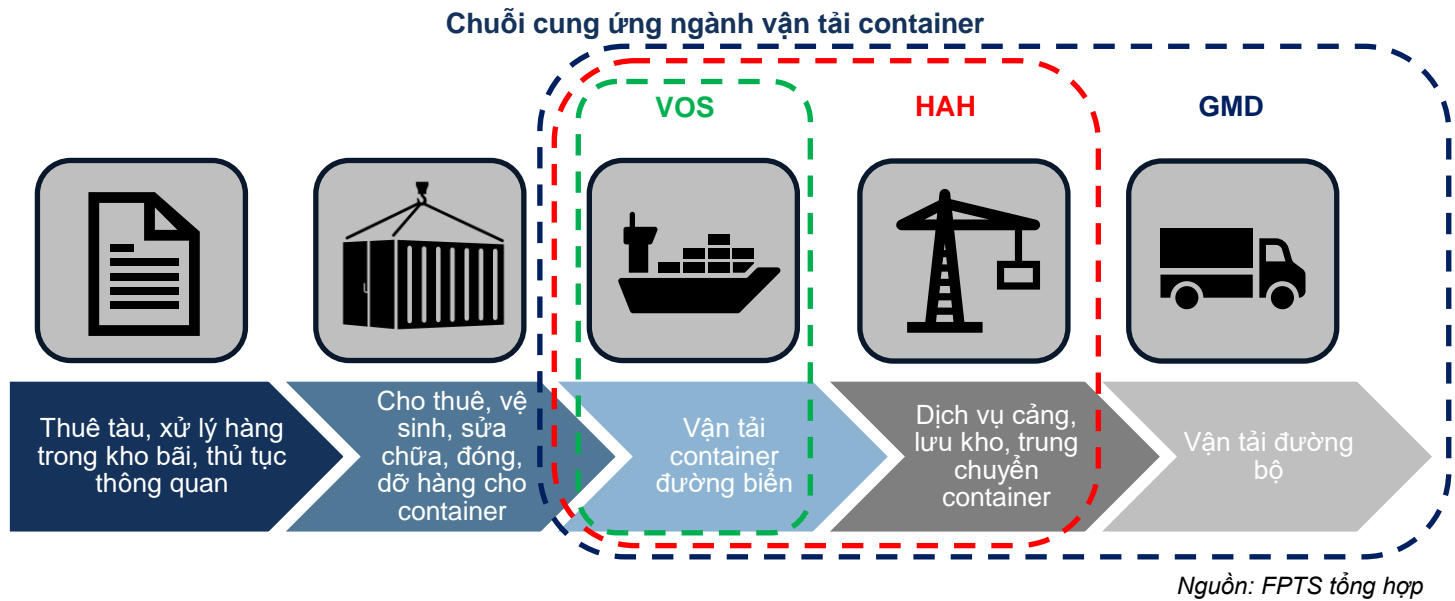
HAH kinh doanh trong lĩnh vực logistics, tập trung vào hai mảng dịch vụ lớn là dịch vụ cảng biển container và kinh doanh vận tải container đường biển, với tỷ trọng doanh thu trong năm 2021 lần lượt là 11% và 82%.

Cơ cấu doanh thu của HAH trong giai đoạn trước phân bổ chủ yếu vào lĩnh vực cảng, nhưng do hạn chế về vị trí khiến cảng không thể mở rộng công suất, ban lãnh đạo công ty đã có định hướng và dần chuyển sang tập trung vào lĩnh vực vận tải biển. Các dịch vụ khác của doanh nghiệp chủ yếu phục vụ khép kín chuỗi logistics và có đóng góp không đáng kể vào doanh thu công ty.

II. TỔNG QUAN NGÀNH VẬN TẢI CONTAINER ĐƯỜNG BIỂN

Chuỗi giá trị ngành vận tải container

Theo MergeGlobal (2008), chuỗi cung ứng ngành vận tải container được chia làm 05 phần với các lĩnh vực riêng biệt. Do dịch vụ cảng và vận tải container đường biển có đóng góp lớn cho doanh thu và lợi nhuận của HAH, chúng tôi sẽ tập trung phân tích hai mảng kinh doanh này.

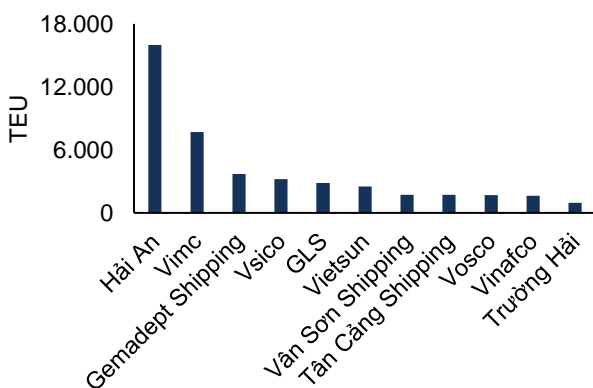


1. Quy mô đội tàu Việt Nam còn yếu nên chỉ tập trung chủ yếu tại thị trường nội địa

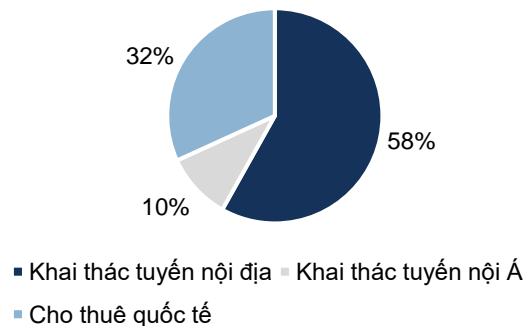
Các hãng tàu thế giới không thể tham gia thị trường nội địa do quyền bảo hộ vận tải. Theo Điều 08, Bộ luật hàng hải Việt Nam 2015, chỉ các doanh nghiệp vận tải biển nội địa mới có thể khai thác hàng hóa nội địa. Nhờ vậy, đội tàu Việt Nam đảm nhận 100% công việc vận chuyển hàng hóa giữa các cảng trong nước và không phải cạnh tranh với các hãng tàu thế giới.

Ngược lại, tàu container của Việt Nam chủ yếu là các tàu nhỏ, khó cạnh tranh với thị trường quốc tế. Tính đến cuối năm 2022, đội tàu container Việt Nam có 50 con tàu được vận hành bởi 11 hãng tàu, với tổng sức chở đạt gần 44.000 TEU, tàu lớn nhất cũng chỉ đạt 1.800 TEU. Với kích cỡ đội tàu hiện tại, các hãng tàu Việt Nam chỉ có thể hoạt động trên thị trường nội địa và nội Á, không thể cạnh tranh với các hãng tàu quốc tế quy mô lớn và mạng lưới phân phối ổn định. Vậy nên các đa số các doanh nghiệp trong nước tập trung khai thác trên thị trường nội địa.

Đội tàu container Việt Nam (2022)



Cơ cấu thị trường khai thác đội tàu Việt Nam (theo công suất) (02/2023)

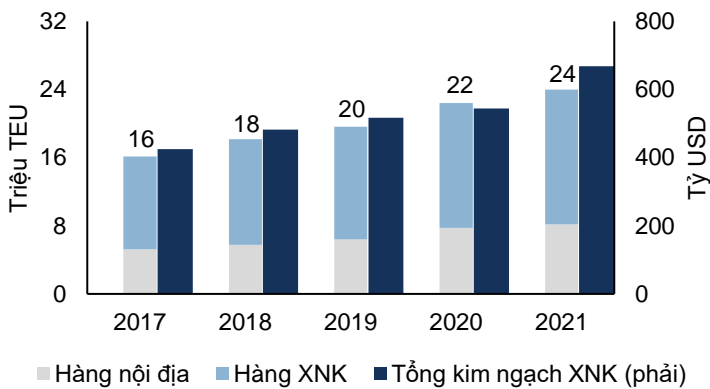


Nguồn: FPTIS tổng hợp

Tại thị trường quốc tế, chỉ có 02 hãng tàu container nội địa Việt Nam tham gia là Vận tải container Hải An và VIMC Shipping. Các tuyến quốc tế do đội tàu Việt Nam khai thác là tuyến nội Á đi qua các cảng tại Trung Quốc, Singapore và Malaysia. Tổng công suất tàu thế giới tại thị trường nội Á đạt khoảng 2,9 triệu TEU, trong khi công suất đội tàu Việt Nam tại đây chỉ đạt gần 4.400 TEU nên thị phần rất nhỏ và sản lượng vận tải thấp (ước đạt hơn 100 nghìn TEU). Thay vì cạnh tranh tự khai thác trên thị trường quốc tế, một vài doanh nghiệp thực hiện cho thuê tàu để hưởng lợi giá cước cao và tránh dư thừa nguồn cung nội địa. Hiện nay, có 12 con tàu của đội tàu Việt Nam được cho thuê ra thị trường quốc tế và 04 con tàu khai thác các tuyến nội Á. Chỉ còn lại 34/50 con tàu khai thác thị trường nội địa. Tuyến hoạt động nội địa chính là tuyến vận chuyển giữa Hải Phòng – Hồ Chí Minh. Tất cả các hãng tàu nội địa đang khai thác tuyến này với tần suất đạt hơn 28 chuyến/tuần.

Thị trường vận tải biển nội địa mở rộng nhờ cảng biển Việt Nam cải thiện năng lực xếp dỡ và hoạt động xuất nhập khẩu phát triển. Trước đây, các cảng Việt Nam không thể đón được tàu mẹ do bến cảng ngắn và độ sâu trước bến khá nông, giới hạn khả năng làm hàng đối với tàu 1.800 TEU. Điều này buộc hàng hóa trong nước phải được trung chuyển qua các cảng ở Trung Quốc hay Singapore để có thể xuất khẩu tới các khu vực khác trên thế giới. Nhưng kể từ khi các cảng nước sâu trong nước (Lạch Huyện tại Hải Phòng và Cái Mép – Thị Vải tại Bà Rịa – Vũng Tàu) có thể đáp ứng khai thác các tàu mẹ, các hãng tàu quốc tế đã đưa các tuyến đi châu Âu và châu Mỹ đi trực tiếp qua Việt Nam. Nhờ vậy, hoạt động vận tải biển nội địa được thúc đẩy, phục vụ mục tiêu trung chuyển hàng hóa giữa các cảng biển và thủy nội địa và tập kết tại cảng lớn trước khi đưa lên tàu quốc tế.

Sản lượng container qua cảng biển và tổng kim ngạch XNK Việt Nam

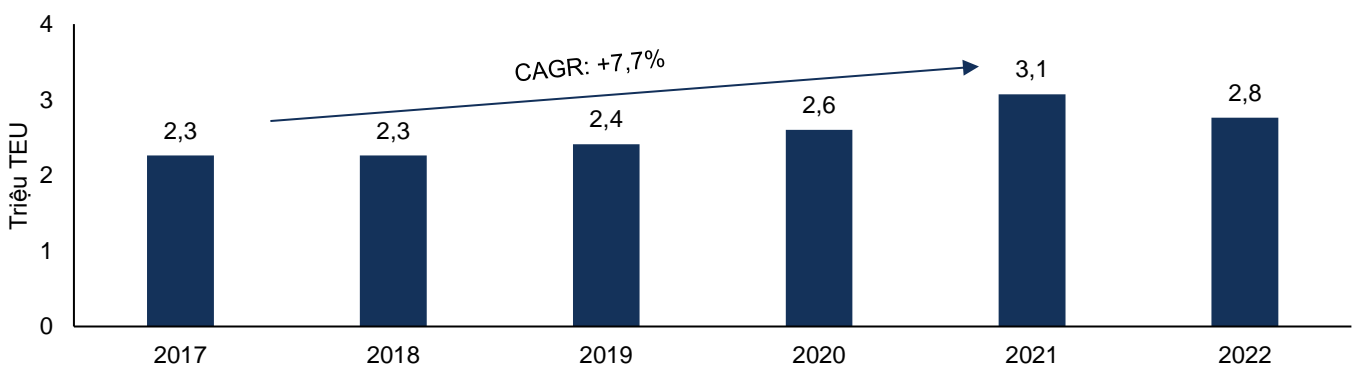


Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam, Tổng cục Thống kê

Hơn nữa, nhu cầu xuất nhập khẩu tăng trưởng hàng năm cũng là động lực kéo các hãng tàu quốc tế về làm hàng tại cảng trong nước. Thị trường vận tải biển được hưởng lợi nhờ hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam phát triển trong các năm qua khi chiếm 56% sản lượng ngành cảng biển. Thông qua kết nối thương mại Việt Nam với thế giới, sản lượng container qua cảng biển có mức tăng trưởng bình quân CAGR +10,4%/năm giai đoạn 2017 – 2021. Năm 2021, sản lượng container nội địa đạt gần 8,2 triệu TEU, được vận chuyển hoàn toàn bởi đội tàu biển giữa 03 miền và tàu xà lan cho các cảng khu vực miền nam của Việt Nam.

Do các nước đối tác xuất khẩu của Việt Nam đối mặt với tình hình lạm phát tăng cao, nhu cầu chi tiêu suy yếu khiến hoạt động xuất nhập khẩu giảm tốc những tháng cuối năm. Đến hết năm 2022, sản lượng container thông qua cảng biển Việt Nam đạt 25,1 triệu TEU, tăng 5% so với năm 2021. Trong đó, đội tàu container Việt Nam chỉ vận chuyển 2,76 triệu TEU, giảm 10% so với cùng kỳ.

Sản lượng container do đội tàu Việt Nam vận chuyển

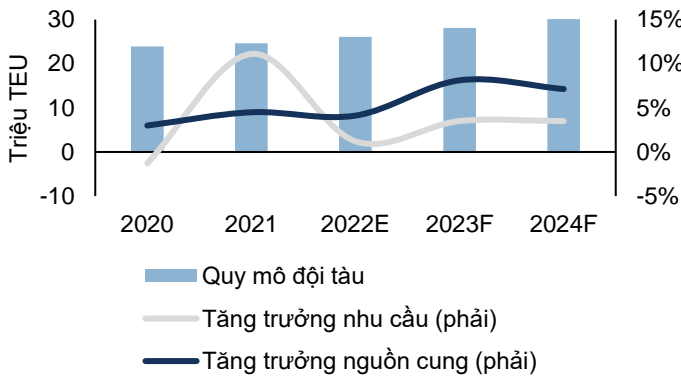


Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam

2. Giá cước vận tải đạt đỉnh và bắt đầu giảm từ năm 2022 (Quay lại phần **Rủi ro đầu tư chính**) (Quay lại phần **Giá cước vận tải HAH**)

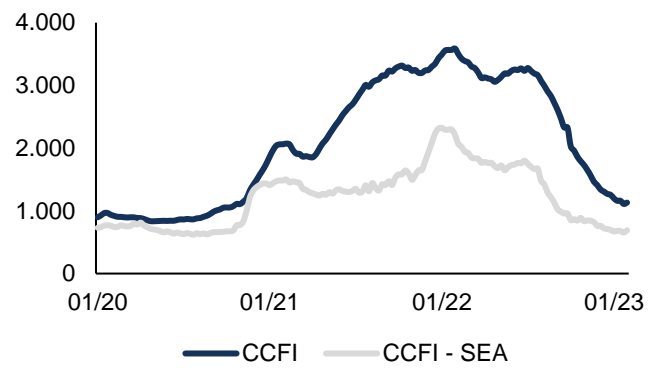
Các hãng tàu đẩy mạnh đầu tư đội tàu khi giá cước vận tải leo thang. Do dịch Covid – 19 bùng nổ từ năm 2020, các quốc gia đồng loạt thực hiện giãn cách xã hội khiến cho chuỗi cung ứng bị đứt gãy. Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ lúc này vẫn còn cao khiến cho giá cước tăng mạnh kỷ lục. Giá cước với tuyến Đông Nam Á đã tăng gấp 04 lần vào đầu năm 2022. Nhờ vậy, các hãng tàu thu mức lợi nhuận khủng và đẩy mạnh tái đầu tư đội tàu với kỳ vọng mức giá cước sẽ vẫn tiếp tục duy trì cho tới năm 2024. Nguồn cung đội tàu trong 03 năm tới dự báo sẽ tăng bình quân 8%/năm, cao hơn mức giai đoạn 2015 – 2020 (3,5%/năm).

Dự phóng cung cầu vận tải container thế giới



Nguồn: BIMCO, UNCTAD

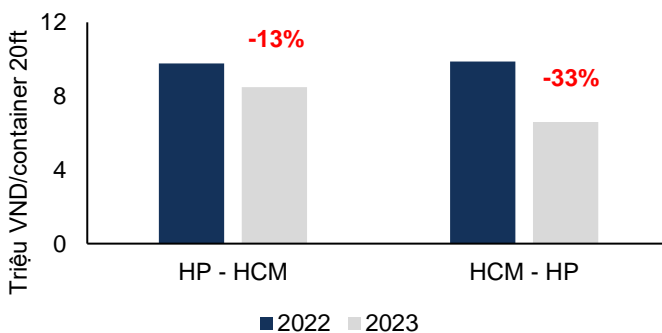
Chỉ số cước container tuyến Trung Quốc và Đông Nam Á



Nguồn: Shanghai Shipping Exchange

Giá cước vận tải thế giới đã đạt đỉnh và quay đầu giảm trong năm 2022. (1) chuỗi cung ứng logistics phục hồi trở lại sau khi hết giãn cách dịch bệnh, (2) nguồn cung tàu thế giới tăng mạnh và (3) thu hẹp nhu cầu tiêu dùng để chống lạm phát là các tác nhân gây ra mức giá rơi không ngừng kể từ khi lập đỉnh vào tháng 02/2022. Tính đến tháng 02/2023, chỉ số giá cước container CCFI đã có mức giảm 70%.

Bình quân giá cước vận tải nội địa tuyến Hải Phòng ↔ Hồ Chí Minh

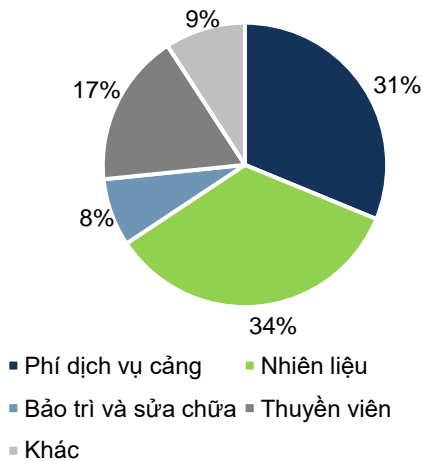


Nguồn: FPT S tổng hợp

Áp lực dư cung tại thị trường nội địa khiến giá cước vận tải giảm. Nhân cơ hội giá cước thế giới tăng cao, các hãng tàu Việt Nam cũng đã đẩy mạnh cho thuê tàu ra thị trường quốc tế. Tương tự với thế giới, giai đoạn giá cước tăng cao đã giúp các doanh nghiệp vận tải biển nội địa mở rộng khai thác và đầu tư làm mới đội tàu. Ước tính, nguồn cung đội tàu container trên thị trường nội địa đã tăng 56% so với năm 2021, trong khi sản lượng hàng container tại thị trường nội địa cả năm này giảm 10% so với cùng kỳ (đạt 2,76 triệu TEU theo số liệu từ Cục Hàng hải Việt Nam). Sự chênh lệch trong cung – cầu nội địa đã khiến một vài doanh nghiệp thực hiện giảm giá cước vận tải nội địa nhằm cạnh tranh thu hút hàng hóa, khoảng 13% và 33% đối với cả hai chiều tuyến Hải Phòng – Hồ Chí Minh.

3. Các quy định về khí thải khiến chi phí vận hành biến động mạnh ([Quay lại phần Rủi ro đầu tư chính](#)) ([Quay lại phần Giá cước vận tải Hải An](#))

Chi phí vận hành tàu container 2.000 TEU



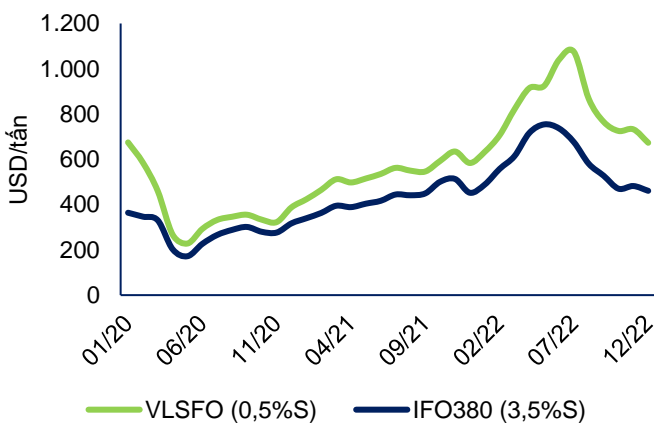
Nguồn: Ting and Tzeng (2003)

Khoản chi phí lớn nhất trong vận hành tàu vận tải biển là phí nhiên liệu (chiếm gần một nửa chi phí vận hành tàu). Do thời gian vận chuyển dài bởi các máy móc có công suất tiêu hao lớn, biến động chi phí nhiên liệu có tác động lớn tới hoạt động khai thác tàu. Còn phí dịch vụ cảng biển là chi phí lớn thứ hai, thường được hãng tàu thu từ khách hàng nhằm bù đắp khoản này.

Trước đây các loại tàu thuyền thường sử dụng dầu nhiên liệu nặng (Heavy fuel oil – HFO), một sản phẩm dư thừa sau quá trình chưng cất dầu thô, bởi các đặc tính như giá thành rẻ, tính sẵn có cao và sản sinh nhiều năng lượng khi vận hành. Trái lại, loại nhiên liệu này có nhược điểm lớn là vấn đề gây ô nhiễm đặc biệt nghiêm trọng mà không có bất cứ giới hạn và quy định kiểm soát nào.

Tổ chức hàng hải quốc tế (IMO) đã thực thi quy định thay đổi nhiên liệu sạch hơn từ năm 2020. Quy định này buộc tất cả các tàu chở hàng biển phải sử dụng nhiên liệu có chứa hàm lượng 0,5% lưu huỳnh (mức hàm lượng cho phép trước quy định là 3,5% lưu huỳnh) nhằm làm giảm lượng phát thải gây ô nhiễm môi trường. Giá thành đối với loại nhiên liệu được cho phép này cũng cao hơn so với nhiên liệu các hãng tàu đã sử dụng, khiến cho hoạt động vận tải biển chịu thêm chi phí.

Giá nhiên liệu cho tàu thuyền



Nguồn: Ship&Bunker

Các hãng tàu lúc này phải đứng trước 02 lựa chọn nhằm đáp ứng quy định về phát thải nhiên liệu:

- (1) Thay thế nhiên liệu sử dụng sang các sản phẩm có chứa 0,5% lưu huỳnh (các tàu Việt Nam sử dụng lựa chọn này) hoặc sang các loại nhiên liệu ít gây ô nhiễm hơn (như LNG, methanol, ammonia,...).
- (2) Lắp các bộ lọc khí thải với chi phí khoảng 1 – 5 triệu USD (thường dành cho các tàu quy mô lớn 5.000 TEU trở lên).

Ngoài ra, tình hình căng thẳng chiến tranh Nga – Ukraine cũng là một yếu tố làm chi phí nhiên liệu biến động đáng kể.

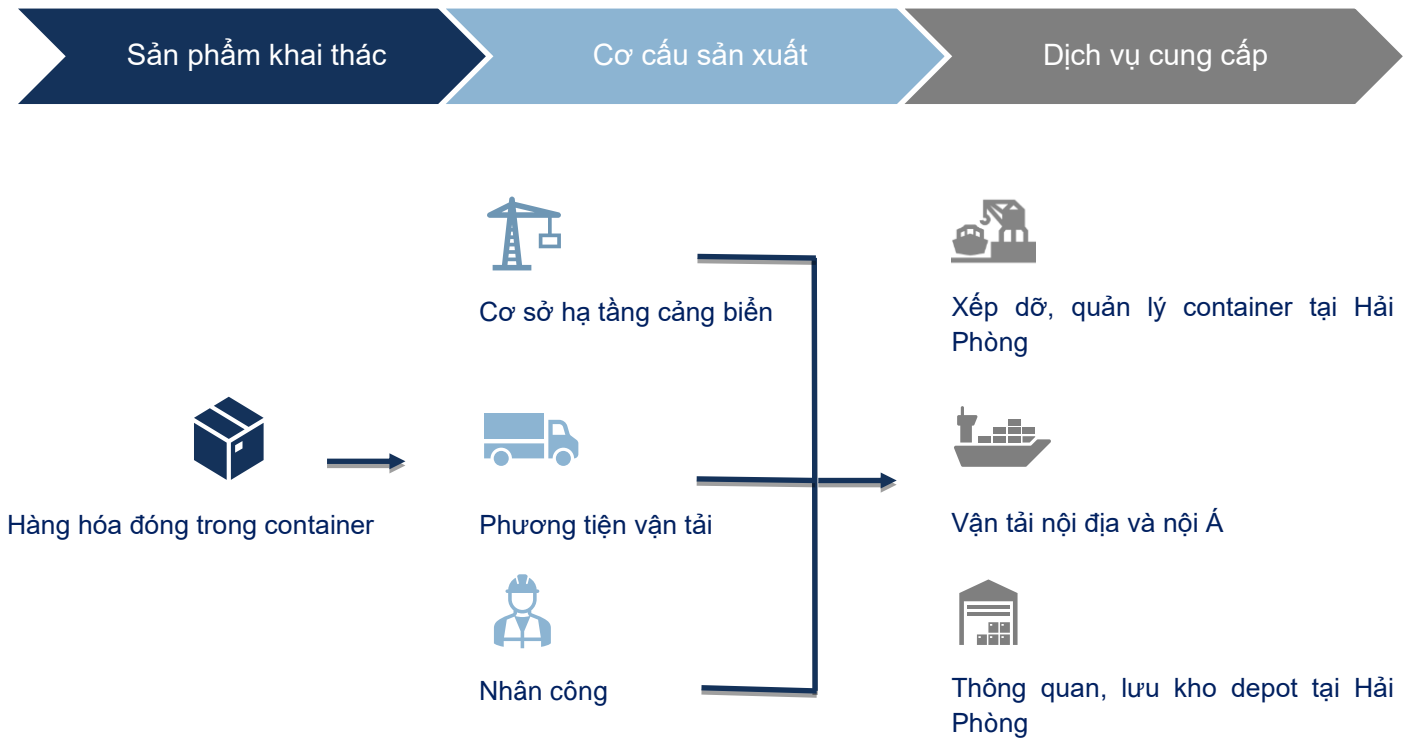
Không chỉ vậy, kể từ ngày 01/01/2023, IMO cũng sẽ thực hiện 02 quy định mới nhằm làm giảm lượng phát thải khí nhà kính từ hoạt động vận tải biển, đó là quy định về hiệu quả năng lượng cho tàu (EEXI) và quy định về hiệu quả chở hàng (CII). Hai quy định này sẽ buộc các hãng tàu phải cải tổ đội tàu để đảm bảo mức khí thải dưới ngưỡng cho phép bằng việc thay tàu quá tuổi, lắp đặt bộ lọc hay giảm công suất máy móc. Theo UNCTAD, khoảng 30 – 40% số tàu container và tàu hàng khô trong năm 2021 vẫn chưa tuân thủ quy định này. Việc đẩy mạnh yêu cầu về phát thải khí nhà kính sẽ là một yếu tố tiêu cực lớn cho các hãng tàu khi phải chịu thêm chi phí vận hành và bảo dưỡng cho tàu thuyền.

III. Hoạt động kinh doanh HAH

Tổng quan hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh HAH gồm nhiều mảng lĩnh vực khép kín chuỗi cung ứng cho khách hàng, tuy vậy, 03 mảng kinh doanh đem lại doanh thu đáng kể bao gồm: dịch vụ cảng, dịch vụ vận tải đường biển và khai thác cảng depot.

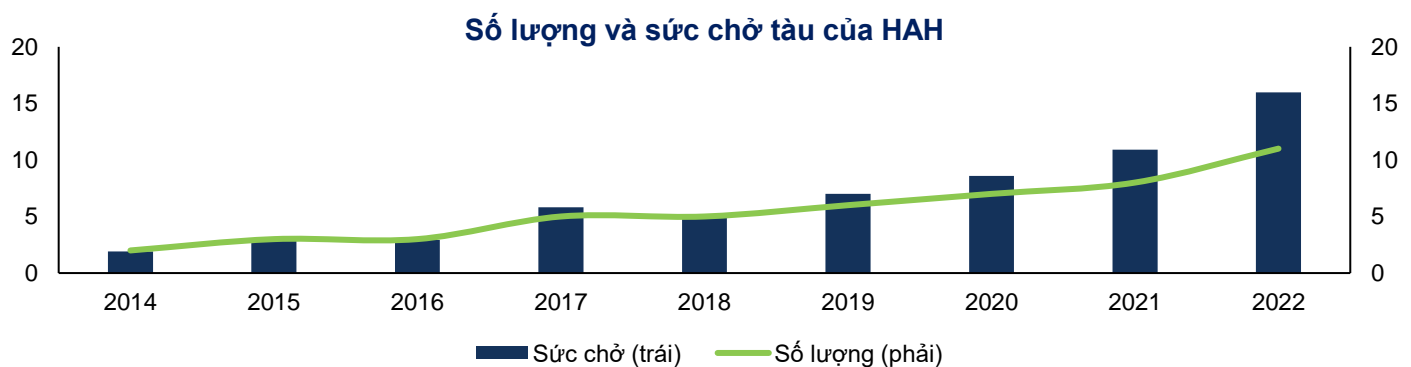
Quy trình khai thác của HAH



1. Vận tải biển Hải An trở thành mục tiêu phát triển chính

1.1. Đội tàu vận tải Hải An

Bắt đầu từ 2014, thấy được rủi ro cạnh tranh từ cảng nước sâu Lạch Huyện, ban lãnh đạo HAH đã chuyển hướng mục tiêu kinh doanh sang vận tải biển container (trước đó chỉ kinh doanh khai thác cảng). Tính đến cuối năm 2022, HAH đã sở hữu 11 tàu với tổng công suất hơn 16.000 TEU, trở thành doanh nghiệp với đội tàu biển container lớn nhất Việt Nam. [\(Chi tiết đội tàu\)](#)



Nguồn: HAH

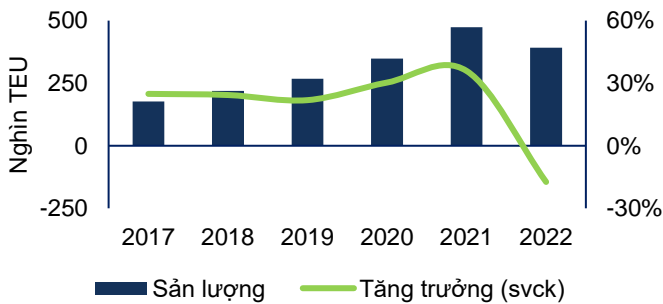
Trong giai đoạn 2021 – 2025, doanh nghiệp có kế hoạch đóng mới 2 – 3 con tàu loại 1.800 TEU. HAH dự kiến tiếp tục mở rộng đội tàu trong tương lai nhằm góp thêm 05 tàu cho hoạt động liên doanh Zim – Hải An. [\(Chi tiết liên doanh\)](#)

1.2. Hoạt động khai thác tàu

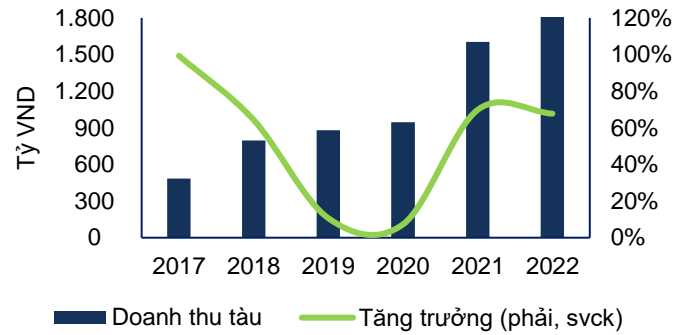
Hoạt động khai thác tàu của HAH bao gồm: (1) tự vận hành (07 tàu, chiếm 56% công suất) và (2) cho thuê định hạn.

Tăng trưởng nhu cầu vận tải hàng hóa nội địa cũng như xuất nhập khẩu giúp hoạt động khai thác tàu của HAH giữ đà phát triển với mức tăng trưởng bình quân CAGR +28%/năm trong giai đoạn 2017 – 2021. Nhu cầu vận tải hàng hóa tăng mạnh trong giai đoạn gần đây nhờ việc tàu mẹ dừng tại các cảng nước sâu trong nước và thuê đội tàu Việt Nam làm nhiệm vụ trung chuyển hàng hóa.

Sản lượng khai thác tàu container của HAH



Doanh thu khai thác tàu HAH



Nguồn: HAH

Sản lượng khai thác của HAH trong năm 2022 đạt gần 392 nghìn TEU, thấp hơn 17% so với cùng kỳ do doanh nghiệp giảm số tàu tự khai thác và chuyển sang cho thuê tàu. HAH đẩy mạnh đưa đội tàu cho thuê định hạn nhằm hưởng lợi mức giá cước trên tuyến quốc tế tăng cao. HAH đã cho thuê 07 con tàu với công suất bình quân đạt 6.937 TEU năm 2022, trong khi số lượng tàu cho thuê và công suất bình quân năm 2021 lần lượt là 04 chiếc và 2.470 TEU. Đồng thời, việc giảm công suất tự khai thác giúp doanh nghiệp tránh dư thừa nguồn cung trên tuyến nội địa trong bối cảnh nhu cầu vận tải suy yếu. Công suất bình quân đội tàu tự khai thác của HAH năm 2022 đã giảm 15% so với cùng kỳ năm trước.

Định hướng đầu tư đội tàu container mới nâng công suất cho hoạt động vận tải biển giúp tỷ trọng doanh thu dịch vụ khai thác tàu đã có mức tăng mạnh từ 62% (2017) lên 84% (2022). Đồng thời, doanh thu trong 02 năm trở lại đây cũng có sự bùng nổ do giá cước ở cả hai thị trường đều tăng mạnh. Doanh thu tàu năm 2022 của HAH ước đạt 2.691 tỷ VND (tăng +68% so với cùng kỳ năm trước).

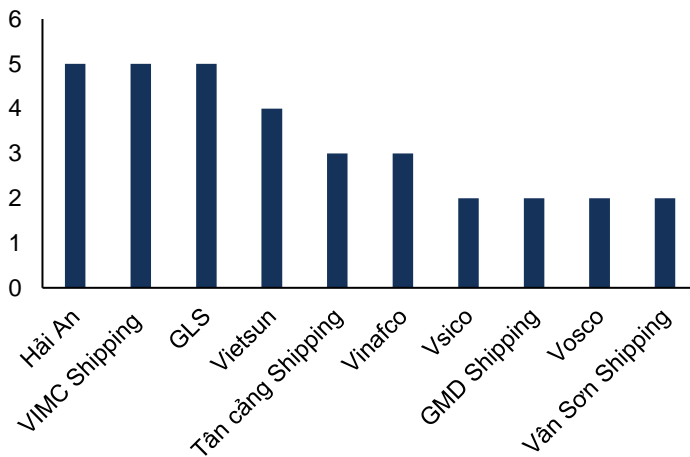
1.2.1. Tự khai thác tàu

HAH tự vận hành khai thác hãng tàu của mình với 02 tuyến hoạt động chính: (1) tuyến nội địa đi qua Hải Phòng và các cảng trong nước tại miền Trung và miền Nam và (2) tuyến nội Á vận chuyển hàng giữa Hải Phòng và Trung Quốc.

(1) Tuyến nội địa: đi qua các cảng Hải Phòng, Đà Nẵng, Thừa Thiên Huế, Bà Rịa – Vũng Tàu và Tp. Hồ Chí Minh, với tần suất 04 chuyến/tuần. Trong đó, tuyến hoạt động chính của HAH là tuyến đi qua hai cảng Hải Phòng – Tp. Hồ Chí Minh. Công suất khai thác của HAH trên tuyến này hiện đạt khoảng ~6.600 TEU (tương đương ~26% công suất đội tàu cả nước trên tuyến nội địa). Sản lượng khai thác trên tuyến này đạt 306 nghìn TEU (chiếm 78% tổng sản lượng tự khai thác năm 2022 của HAH).

Hoạt động vận tải biển nội địa của HAH ổn định nhờ có đội tàu sức chở lớn và nguồn hàng từ các khách hàng quen thuộc. Trong khi sản lượng vận tải nội địa toàn ngành có mức tăng trưởng bình quân gần 8%/năm, hầu hết các hãng tàu trong nước không có tiềm lực tài chính mạnh và hoạt động thiếu hiệu quả khi mạng lưới đội tàu nhỏ và tần suất khai thác thay đổi theo từng tuần. Vì vậy, chỉ một vài doanh nghiệp lên kế hoạch phát triển và đầu tư đội tàu nhằm đáp ứng nhu cầu vận tải tăng trưởng hàng năm. Các hãng tàu chủ yếu hoạt động trên tuyến Hải Phòng – Đà Nẵng – TP. Hồ Chí Minh do đây là các cảng có sản lượng làm hàng lớn nhất khu vực.

Số cảng làm hàng của các hãng tàu nội địa



Nguồn: FPTs tổng hợp

Với quy mô đội tàu lớn hơn và hoạt động trên nhiều tuyến hơn các đối thủ cạnh tranh, HAH có thể cung cấp lịch trình tàu ổn định mỗi tuần với nhiều điểm đón trả hàng. Điều này giúp nhiều khách hàng có thể vận chuyển trực tiếp đến cảng đích thay vì phải chịu thêm chi phí trung chuyển hàng hóa giữa các cảng trong khu vực. Vậy nên HAH có thể ký kết hợp đồng vận chuyển lâu dài với khoảng 70 khách hàng lớn, đảm bảo nguồn cung hàng hóa khai thác thường xuyên, tỷ lệ lấp đầy mỗi chuyến đạt 80%. Nhờ vậy mà sản lượng khai thác tăng trưởng bình quân 28%/năm giai đoạn 2017 – 2021. Trái lại, việc duy trì lịch trình cố định cũng khiến biên lợi nhuận gộp mảng vận tải của HAH thấp, thậm chí giảm từ 16% (2017) xuống còn 13% (2019) trước khi giá cước tăng cao do dịch bệnh Covid - 19.

Chúng tôi đánh giá HAH không khác biệt lớn về chi phí làm hàng so với các hãng tàu nội địa khác. Về vị trí cảng làm hàng của HAH, doanh nghiệp đang làm hàng tại cảng Hải An tại Hải Phòng, cảng Tiên Sa tại Đà Nẵng, cảng Chân Mây tại Thừa Thiên – Huế, cảng Container quốc tế Việt Nam (VICT) tại TP Hồ Chí Minh và cảng Quốc tế Tân cảng – Cái Mép (TCIT) tại Vũng Tàu. Đây đều là các cảng có khả năng làm hàng cùng mức giá dịch vụ tương đương các cảng khác trong khu vực. Các cảng HAH đang làm hàng cũng không có nhiều khác biệt về lợi thế và khả năng kết nối logistics so với các cảng mà hãng tàu nội địa khác đang khai thác. Vậy nên, khách hàng không có nhiều sự khác biệt về bến cảng sẽ chọn mà thường chú ý đến năng lực vận chuyển của hãng tàu

(2) Tuyến nội Á: bắt đầu được đưa vào vận hành từ đầu năm 2022, trung chuyển hàng container từ các cảng Khâm Châu, Nam Sa và Hồng Kông từ Trung Quốc và đưa về đến cảng Hải Phòng. Lịch trình khai thác của tuyến này vận hành với tần suất 01 chuyến/tuần vận chuyển qua mỗi cảng trên. Sản lượng tuyến nội Á năm 2022 đạt 85,5 nghìn TEU (tương đương gần 22% tổng sản lượng khai thác tàu của HAH).

Hoạt động của tuyến vận tải nội Á không khả quan trong ngắn hạn do không có lợi thế cạnh tranh và thương mại quốc tế suy yếu. Ngược lại với tuyến nội địa, quy mô trên tuyến nội Á của HAH nhỏ và không có mạng lưới vận chuyển bao quát. Nhằm thu hút hàng hóa khai thác, HAH đã cạnh tranh với mức giá cước thấp hơn so với các hãng tàu khác. Trong năm 2022, mức giá vận chuyển đối với tuyến Hải Phòng – Nam Sa (Trung Quốc) có giá thị trường giao động khoảng 15 – 25 triệu VND/container 20ft. Còn mức giá cước của HAH cho cùng tuyến vào khoảng 14,5 – 15 triệu VND/container 20ft. Tuy vậy, đối mặt với áp lực nhu cầu vận tải suy yếu, các hãng tàu quốc tế đã giảm giá xuống chỉ còn 5 – 7 triệu VND/container 20ft đầu năm 2023, làm mất đi sức cạnh tranh về giá của HAH.

Trước đây, doanh nghiệp có khai thác tuyến Tp. Hồ Chí Minh – Singapore, nhưng đã hủy tuyến này khi không mang lại nhiều hiệu quả và tập trung vào hoạt động khai thác cho hàng hóa từ Trung Quốc.

1.2.2. Hoạt động cho thuê tàu định hạn

Ngoài việc tự vận hành khai thác tàu, HAH đồng thời ký hợp đồng định hạn cho thuê 04 tàu (tương đương 44% công suất) ra thị trường quốc tế để hưởng lợi từ giá cước cao. Do giá cước khu vực quốc tế năm 2021 và 2022 có mức tăng gấp 04 lần, HAH và nhiều hãng tàu nội địa đã đưa đội tàu cho thuê định hạn giúp mang lại doanh thu lớn từ thị trường quốc tế và giảm cạnh tranh trên thị trường nội địa. Doanh thu đến từ hoạt động cho thuê của HAH đạt 283 tỷ VND năm 2021 và 708 tỷ VND năm 2022 (lần lượt chiếm 14% và 22% tổng doanh thu trong năm).

Các hợp đồng cho thuê định hạn hiện tại của HAH

Tên tàu	Sức chở (TEU)	Thời hạn thuê	Giá (FPTS ước tính)
HAIAN MIND	1.804	11/2023	33.000 USD/ngày
HAIAN WEST	1.740	09/2023	31.000 USD/ngày
ANBIEN BAY	1.794	10/2024	40.000 USD/ngày
HAIAN EAST	1.702		14.500 USD/ngày

Nguồn: HAH

Chúng tôi cho rằng HAH sẽ lại tiếp tục thực hiện các hợp đồng cho thuê trong tương lai nhằm tránh việc dư thừa tàu đối với nhu cầu vận tải biển nội địa. Việc đẩy mạnh đầu tư đội tàu trong giai đoạn giá cước vận tải tăng cao giúp doanh nghiệp thu về khoản lợi nhuận lớn, nhưng lại gây ra vấn đề dư thừa nguồn cung khi nhu cầu trong nước có tốc độ tăng trưởng chậm hơn. Công suất đội tàu Hải An cuối năm 2022 tăng 86% so với năm 2020, trong khi sản lượng vận tải nội địa toàn ngành chỉ tăng 6% so với cùng kỳ. Hầu hết các tàu cho thuê hiện tại của doanh nghiệp sẽ kết thúc hợp đồng và quay trở lại thị trường nội địa trong năm 2023. Bởi vậy, nhu cầu vận tải suy yếu và tình trạng dư cung sẽ khiến HAH phải duy trì các hợp đồng thuê định hạn mới trong một vài năm tới, đảm bảo không tạo áp lực lên giá cước nội địa cho hoạt động tự khai thác.

1.2.3. Thành lập liên doanh Zim – Hải An [\(Quay lại phần Luận điểm đầu tư\)](#) [\(Quay lại phần Đội tàu vận tải Hải An\)](#)

Theo kế hoạch dự kiến vào đầu năm 2023, Hải An sẽ thành lập liên doanh cùng Zim Integrated Shipping Ltd. (hãng tàu lớn thứ 10 thế giới) với vốn điều lệ 02 triệu USD (tương đương khoảng gần 50 tỷ VND). Trong đó, Hải An sẽ là bên góp tàu và Zim sẽ đóng góp quy trình quản lý và vận hành. Việc đưa liên doanh này đi vào hoạt động nhằm mục đích phát triển tuyến vận tải nội Á, kết nối lưu thông hàng hóa thông qua Trung Quốc, Đông Nam Á đến các khu vực quốc tế khác. Trước mắt, HAH sẽ đóng góp 02 tàu cho hoạt động khai thác này.

Kế hoạch khai thác của liên doanh Zim – Hải An

Tên tuyến	Tuyến Đông Nam Á	Tuyến Trung Quốc
Mục đích	Kết nối đến Malaysia, chuyển tải tới các thị trường quốc tế như Nam Á, Trung Đông, Úc và Mỹ.	Thông thương nguyên phụ liệu từ Trung Quốc và hàng nông sản từ Việt Nam, giảm tải ùn tắc tại cửa khẩu phía Bắc.
Phương án khai thác	02 tàu 1.100 – 1.700 TEU.	03 tàu 1.700 TEU.
Hiệu quả kinh tế (ước tính)	Doanh thu: 250 tỷ VND/năm Lợi nhuận: 50 tỷ VND/năm	Doanh thu: 350 tỷ VND/năm Lợi nhuận: 70 tỷ VND/năm

Nguồn: HAH

Hợp tác liên doanh giúp HAH mở rộng sang các tuyến quốc tế. HAH sẽ khó có thể tham gia cạnh tranh vào tuyến quốc tế khi chưa có lợi thế so với các hãng tàu khác. Đồng thời, các bên cung cấp dịch vụ giao nhận hàng hóa quốc tế sẽ thường chọn các hãng tàu lớn quen thuộc và vận hành với chi phí thấp hơn nhờ lợi thế về quy mô, vốn đã có nhiều kinh nghiệm và tệp khách hàng. Nhờ liên doanh với Zim, Hải An có thể phát triển tuyến vận tải này phục vụ mục tiêu làm đội tàu feeder, chuyên thực hiện công việc gom hàng hay trung chuyển hàng hóa tại các cảng trước khi được đưa lên tàu mẹ của Zim. Điều này giúp tuyến vận tải ít gặp phải khó khăn tìm kiếm nguồn hàng cạnh tranh khi đã có hãng tàu mẹ bao tiêu cho hoạt động khai thác.

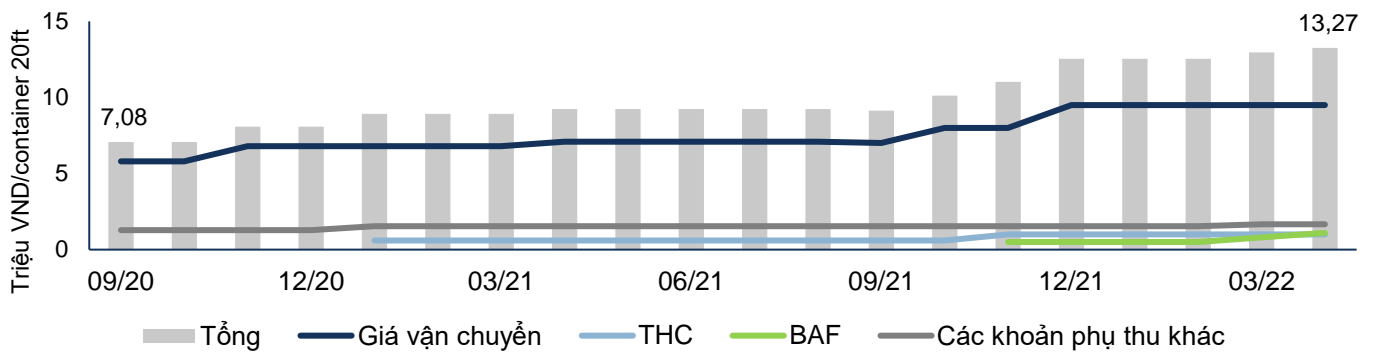
Tương tự với việc đánh giá về hoạt động vận tải nội Á của Hải An, **chúng tôi không đánh giá cao hoạt động từ liên doanh Zim – Hải An trong ngắn hạn khi giá cước vận tải đã giảm mạnh.** Kế hoạch thành lập liên doanh được trình bày trong tài liệu đại hội cổ đông năm 2022. Với các giả định về doanh thu chi phí tại thời điểm doanh nghiệp đưa ra, chúng tôi ước tính doanh thu bình quân của liên doanh đạt ~200 USD/TEU. Tuy vậy, do nhu cầu

vận tải suy yếu cùng tình trạng dư cung tàu đang diễn ra, mức giá cước đối với các tuyến này hiện chỉ còn 70 – 80USD/TEU, thấp hơn 60% so với kế hoạch. Điều này đồng nghĩa với việc liên doanh Zim – Hải An sẽ dự báo không mang lại lợi nhuận trong năm 2023.

1.3. Giá cước vận tải

Giá cước vận tải nội địa của HAH vẫn giữ được mức cao kỷ lục giúp biên lợi nhuận ổn định. Trong bối cảnh thị trường nội địa phải đối mặt với việc nguồn cung dư thừa và nhu cầu suy yếu, giá cước các hãng tàu vận tải Việt Nam đã có mức giảm 10 – 15%. Riêng HAH, nhờ có lợi thế nguồn hàng từ khách hàng quen thuộc chưa giảm mạnh mà doanh nghiệp có thể giữ giá cho tới cuối năm 2022 và giúp hiệu suất tự khai thác tàu ổn định (chỉ giảm 3% so với năm 2021). Biên lợi nhuận gộp của hoạt động tự khai thác tàu năm 2022 đạt 27% (tăng 03 điểm phần trăm so với cùng kỳ) bất chấp chi phí nhiên liệu tăng cao. [\(Chi tiết giá cước vận tải Việt Nam và thế giới\)](#)

Giá cước vận tải tuyến Hải Phòng → Hồ Chí Minh của HAH

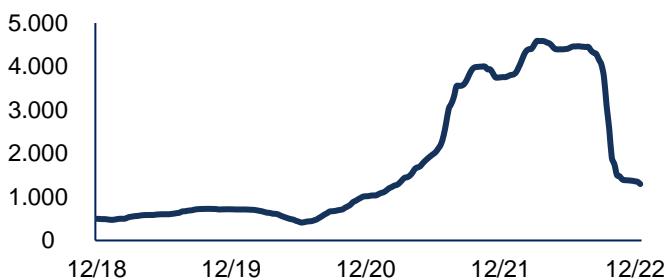


Nguồn: HAH

Áp lực từ việc giá nhiên liệu tăng mạnh khiến cho HAH tính thêm các khoản phụ phí mới. Do chi phí lắp đặt bộ lọc khá đắt đỏ so với đội tàu, HAH phải sử dụng nhiên liệu 0,5% lưu huỳnh có giá cao hơn cùng mức biến động lớn. Chi phí nhiên liệu có tỷ trọng lớn nhất, chiếm 35% giá vốn hàng bán. Vậy nên, doanh nghiệp tính thêm khoản phí phụ thu THC (phụ phí xếp dỡ) và BAF (phụ phí xăng dầu) trong năm 2021 nhằm bù đắp chi phí trong bối cảnh giá nhiên liệu tăng mạnh cùng những rủi ro từ chiến tranh Nga – Ukraine. Ước tính năm 2022, chi phí nhiên liệu bình quân của HAH đã tăng 77% so với cuối năm 2021. Việc bao gồm hai khoản phí này giúp giá cước của HAH tăng khoảng 19%. [\(Chi tiết giá dầu nhiên liệu\)](#)

Doanh thu từ hoạt động cho thuê tàu định hạn quốc tế phụ thuộc rất lớn vào giá cước vận tải thế giới. Việc giá cước giảm khiến cho doanh thu từ các hợp đồng cho thuê tàu mới trở nên kém hấp dẫn hơn, đặc biệt khó bù vào mức giá mua tàu cao mà trước đó doanh nghiệp đã thực hiện. Hơn thế nữa, một lượng lớn tàu hết hạn hợp đồng quay trở lại hoạt động trong nước sẽ khiến nguồn cung đội tàu khai thác dư thừa và làm tăng nguy cơ giảm giá cước khi phải đối mặt với việc thiếu hụt đơn hàng trong năm tới.

Chỉ số cước thuê tàu container Harpex Index



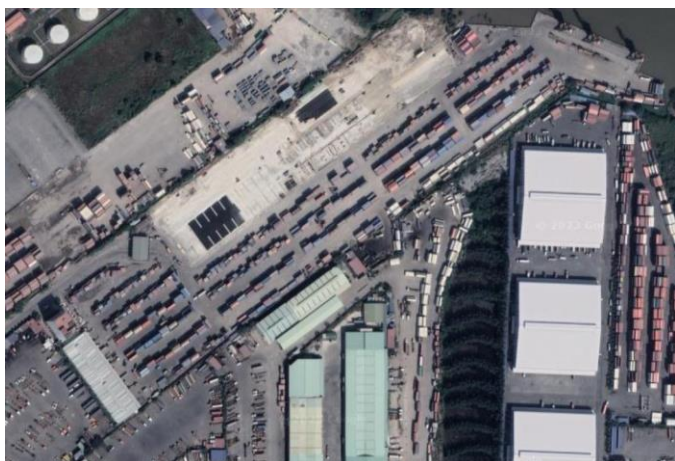
Nguồn: Harper Peterson

Mức giá cước trong thời gian tới dự kiến thấp hơn nhiều so với khoảng thời gian đầu năm 2022 sẽ khiến doanh thu hoạt động cho thuê định hạn của HAH sụt giảm đáng kể. Tính đến tháng 11/2022, giá cho thuê tàu định hạn đối với tàu 1.700 TEU chỉ còn 14.000 USD/ngày, thấp hơn một nửa mức 30.000 USD/ngày đối với 02 hợp đồng sẽ kết thúc trong năm 2023 của HAH.

2. Cảng Hải An định hướng phụ trợ cho hoạt động vận tải của doanh nghiệp

2.1. Cơ sở hạ tầng cảng

Ảnh chụp cảng Hải An



Cảng Hải An là cảng container nằm ở trên sông Cẩm, tại vị trí Km38+800, phía trước cầu Bạch Đằng, cách cửa ngõ khoảng 10km.

- Cảng có độ sâu trước bến -8,9m.
- Có thể tiếp nhận được tàu có sức chứa 25.800 dwt (tương đương 1.800 TEU).
- Công suất khai thác ban đầu là 250.000 TEU/năm. ([Chi tiết cơ sở hạ tầng cảng Hải An](#))

Vị trí của cảng Hải An nằm sâu hơn trong sông so với các đối thủ khác, không những vậy, cảng cũng nằm ở phía trước cầu Bạch Đằng. Điều này không quá ảnh hưởng tới khả năng tiếp nhận của của cảng, vì kích cỡ tàu có thể đi vào sông Cẩm tối đa là 1.800 TEU do bị giới hạn bởi mực nước -9m, tương đương mức giới hạn bởi khoang thông thuyền từ cầu Bạch Đằng cũng cho phép khai thác tàu với sức chở tối đa 1.800 TEU.

Với hoạt động kinh doanh cảng của HAH, doanh nghiệp tuy hoạt động đa dạng trong nhiều công đoạn vận chuyển, nhưng vẫn tập trung vào hoạt động chính như: xếp dỡ container; nâng, hạ container; đóng rút hàng, kiểm hóa, giám định, lấy mẫu hàng; vệ sinh, lưu kho, vận tải nội địa;...

2.2. Hoạt động khai thác cảng



Cảng Hải An không thể mở rộng dù đã vượt công suất từ năm 2014 do hạn chế về vị trí địa lý. Không chỉ nằm sâu trong sông hơn các đối thủ cạnh tranh, các khu đất xung quanh cảng đều đã được sử dụng làm khu depot bởi doanh nghiệp khác. Hoạt động đầu tư xây cảng mới thời gian gần đây cũng được quy hoạch cẩn thận hơn nhằm tránh tình trạng dư cung tái hiện. Sản lượng thông qua của cảng dự kiến sẽ đi ngang trong tương lai khi khả năng khai thác không còn dư địa tăng trưởng.

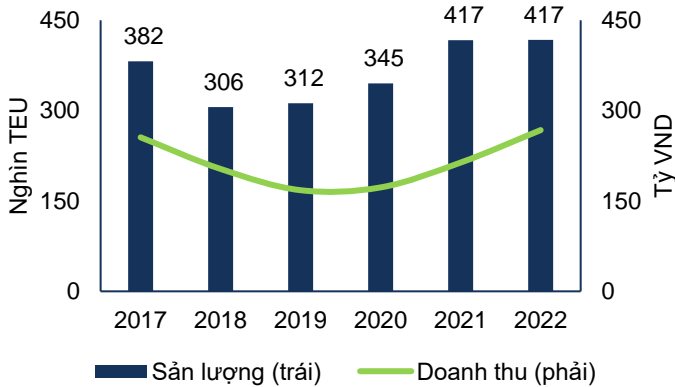
Nguồn: HAH

Năm 2018, sản lượng khai thác của HAH cũng như các doanh nghiệp trong ngành tại Hải Phòng có mức sụt giảm đột ngột do cảng Tân cảng Hải Phòng chính thức đi vào hoạt động, khiến các hãng tàu quốc tế thay đổi tuyến vận tải nhằm hạn chế thời gian di chuyển vào cảng và nâng quy mô tàu khai thác tại đây. Sản lượng khai thác cảng 2018 của HAH giảm gần 20%, chủ yếu ở nhóm hàng xuất nhập khẩu.

Hoạt động vận tải biển tăng mạnh đã giúp HAH thay đổi nhóm khách hàng sử dụng dịch vụ cảng. Do các cảng tại Hải Phòng liên tục được đầu tư nâng công suất trong các năm qua, hoạt động cảng cần phải có lợi thế thu hút hàng hóa riêng biệt để tránh cạnh tranh trong thời kỳ dư cung. Cảng Hải An có dư địa phát triển kể từ năm 2018 là do (1) dịch vụ vận tải biển cung cấp nguồn hàng khai thác, (2) tối ưu hóa quy trình khai thác, nâng cao năng suất lao động (60 → 70 container/giờ) và (3) gia tăng số chuyến tàu khai thác (4-5 → 6-7 chuyến/tuần). Nhờ vậy, sản lượng cảng Hải An phục hồi và đạt kỷ lục gần 417 nghìn TEU năm 2021 (đạt gần 167% công suất thiết kế).

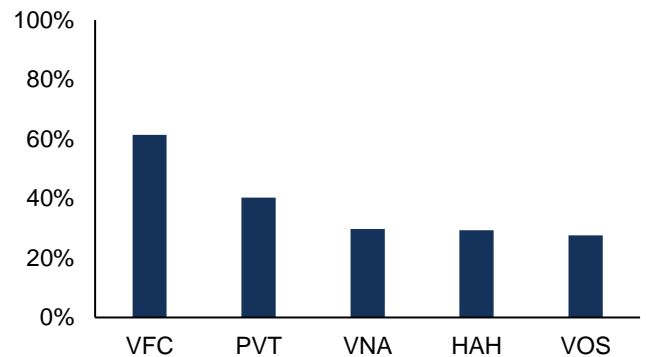
Định hướng dịch vụ cảng làm phụ trợ cho mảng vận tải biển giúp HAH khép kín chuỗi cung ứng và gia tăng giá trị. Việc kết hợp hai mảng kinh doanh đảm bảo mang lại nguồn hàng cho hoạt động cảng, hạn chế áp lực cạnh tranh với các cảng khác trong khu vực Hải Phòng. Trung bình mỗi tháng cảng Hải An đón 24 chuyến tàu, trong đó, 20 tàu là từ đội tàu của chính doanh nghiệp, 04 tàu là từ hãng SM Line mà HAH làm đại lý. Có cảng Hải An phụ trợ cho hoạt động xếp dỡ hàng giúp doanh nghiệp thu thêm được khoản phí dịch vụ làm hàng tại cảng và cắt giảm chi phí cho các bên thứ ba (chiếm 29% chi phí sản xuất kinh doanh).

Sản lượng và doanh thu cảng Hải An



Nguồn: HAH

Tỷ trọng chi phí dịch vụ mua ngoài của các hãng tàu niêm yết (2021)

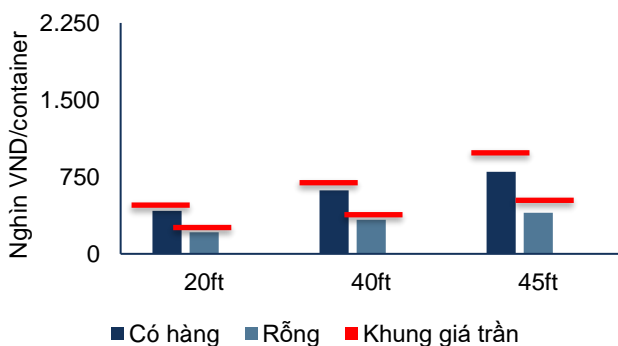


Nguồn: FPTS tổng hợp

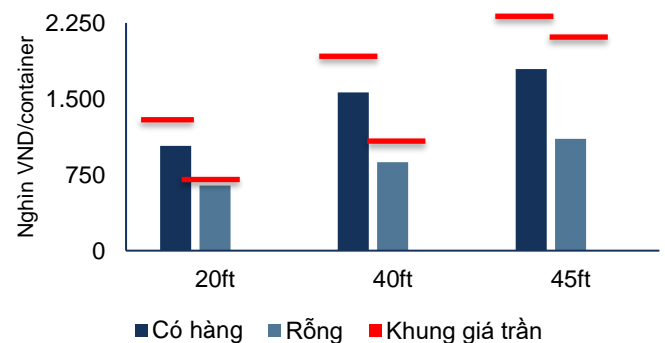
2.3. Giá dịch vụ xếp dỡ container

Nguồn hàng ổn định từ hoạt động vận tải biển giúp cước dịch vụ cảng Hải An chạm trần khung giá. Nhờ nguồn hàng đảm bảo từ hoạt động vận tải biển, cảng Hải An ít gặp phải cạnh tranh so với các cảng cùng khu vực như trước khi Tân Cảng Hải Phòng đi vào khai thác. Vì vậy, doanh nghiệp có thể nâng mức giá dịch vụ cảng mà không gặp khó khăn trong việc thu hút hàng hóa. Tương tự như các cảng hạ nguồn khác tại Hải Phòng, giá cước dịch vụ xếp dỡ nội địa của HAH đã chạm trần khung giá quy định tại thông tư 54/2018/TT-BGTVT nên giá cước từ 2018 tới nay không có nhiều sự thay đổi.

Cước xếp dỡ nội địa tàu ↔ cảng (2022)



Cước xếp dỡ quốc tế tàu ↔ cảng (2022)



Nguồn: HAH

Thay vào đó, HAH có mức tăng giá ở các dịch vụ không được quy định khung giá dịch vụ như cước nâng hạ (460.000 VND đối với container 20ft năm 2017 lên 650.000 VND năm 2022), đóng rút hàng (800.000 VND năm 2017 lên 1.120.000 VND năm 2022),...

3. Dịch vụ khai thác cảng depot giúp mở rộng hoạt động logistics của hãng tàu

3.1. Cơ sở hạ tầng cảng depot

Tháng 10/2017, HAH và công ty Pantos Holdings Incorporation Hàn Quốc thực hiện thành lập liên doanh Pan Hải An, kinh doanh trong lĩnh vực vận hành và khai thác cảng depot cho hoạt động phân phối hàng hóa tại Hải Phòng, với mục tiêu khép kín quy trình dịch vụ logistics trọn gói của doanh nghiệp. Tỷ lệ sở hữu tại liên doanh của Hải An là 51%.

Ảnh chụp cảng depot Pan – Hải An



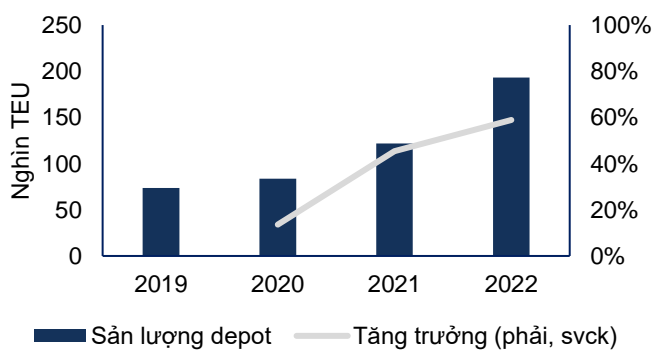
Cảng depot Pan Hải An nằm tại khu công nghiệp Nam Đình Vũ, quận Hải An, thành phố Hải Phòng. Tổng vốn đầu tư thực hiện dự án gần 600 tỷ VND, riêng vốn điều lệ là 274 tỷ VND, với tổng diện tích khai thác là 154.000 m², trong đó, có 80.000 m² cho kho depot và 20.000 m² cho kho CFS và kho ngoại quan. Dịch vụ kinh doanh tập trung trong việc: Lưu kho, bốc xếp hàng hóa, thủ tục hải quan, đóng rút hàng và vận chuyển container đường bộ.

Về công suất thiết kế, cảng depot dự kiến có thể khai thác được 400.000 TEU/năm.

3.2. Hoạt động khai thác depot

HAH phải đầu tư thêm cảng depot khi cảng Hải An đã vượt công suất thiết kế. Với mục tiêu lấy hoạt động vận tải làm trung tâm, các mảng khai thác logistics là phụ trợ giúp HAH cung cấp dịch vụ trọn vẹn và cắt giảm chi phí cho các bên thứ ba. Trong bối cảnh cảng Hải An đã không còn khả năng tiếp nhận thêm hàng, còn hoạt động vận tải biển liên tục được đầu tư nâng công suất, doanh nghiệp buộc phải mở rộng chuỗi cung ứng thông qua cảng depot tại Hải Phòng. Tính đến năm 2022, sản lượng khai thác tại cảng depot Pan Hải An đạt 193 nghìn TEU (tăng gần 60% svck), đạt 48,3% công suất thiết kế.

Sản lượng khai thác cảng depot Pan Hải An



Nguồn: HAH

Hoạt động cảng depot giúp HAH mở rộng chuỗi logistics và cắt giảm chi phí. Do hoạt động cảng không còn khả năng đáp ứng lịch trình toàn bộ đội tàu, HAH phải chịu thêm chi phí xếp dỡ tại các cảng khác tại Hải Phòng như cảng Nam Đình Vũ và PTSC Đình Vũ. Việc triển khai cảng depot giúp hãng tàu có thể hạn chế các hoạt động lưu kho và bốc xếp cho bên thứ ba. Ngoài ra, HAH cũng có thể chủ động hơn trong hoạt động phân phối và vận chuyển đường bộ. Tuy nhiên, việc đầu tư sớm khiến cho lượng hàng hóa từ hoạt động vận tải biển của HAH chưa đủ để cảng depot có thể hòa vốn. Tính đến năm 2021, doanh thu dịch vụ depot của Hải An đạt 95,8 tỷ VND, còn lợi nhuận sau thuế lỗ gần 12 tỷ VND.

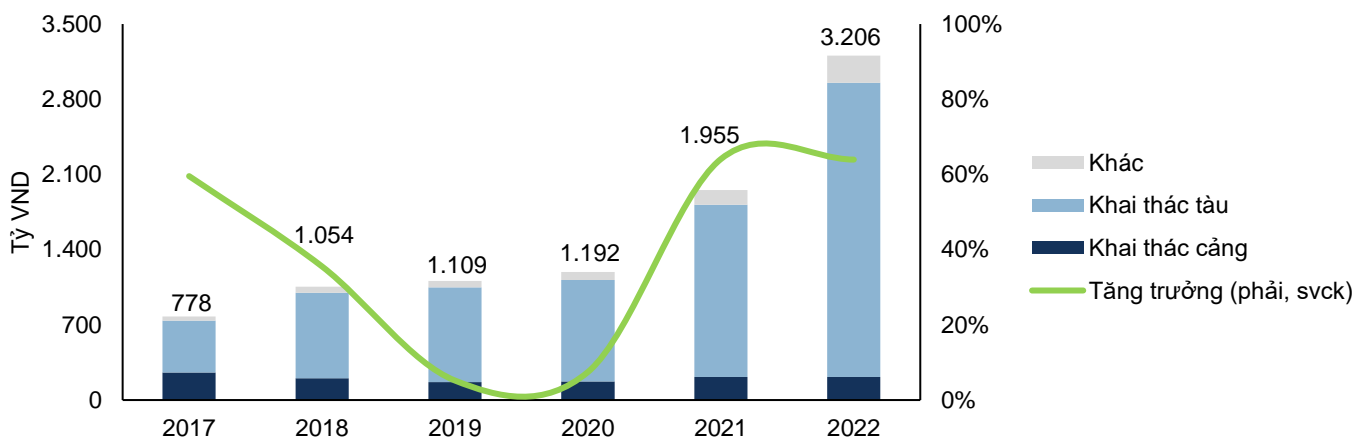
Hiện nay, doanh nghiệp vẫn duy trì kế hoạch đầu tư thêm một cảng depot tại Cái Mép để có thể phục vụ tuyến vận tải tại đầu miền Nam. Dự tính, chi phí đầu tư cho cảng depot này sẽ rơi vào khoảng 300 tỷ VND, tương đương khoảng 5,9% tổng tài sản của HAH tính đến báo cáo tài chính năm 2022. Chúng tôi không đánh giá cao khả năng thực hiện dự án này trong tương lai gần do nguồn cung hàng hóa từ đội tàu của HAH chưa đủ để có thể đảm bảo hoạt động cảng depot có thể vận hành đủ mức hòa vốn.

IV. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu tăng trưởng mạnh nhờ giá dịch vụ tăng cao

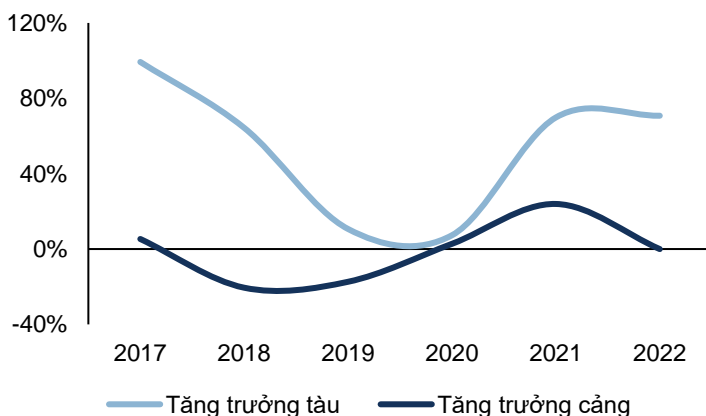
Nhờ hưởng lợi từ giá dịch vụ vận tải tăng mạnh, doanh thu năm 2022 của HAH đạt 3.206 tỷ VND, tăng 64% so với cùng kỳ. Trong đó, doanh thu từ dịch vụ khai thác tàu tăng gần 71%, đạt 2.740 tỷ VND khi doanh nghiệp đẩy mạnh đầu tư đội tàu. Doanh thu dịch vụ cảng biển đi ngang so với cùng kỳ năm 2021 bởi công suất khai thác cảng đã đạt tối đa.

Cơ cấu doanh thu HAH (2017 - 2022)



Nguồn: HAH

Tăng trưởng doanh thu theo bộ phận



Nguồn: HAH

Tốc độ tăng trưởng doanh thu phục hồi trong năm 2021 khi giá cước tàu và cảng đều tăng. Giai đoạn 2017 – 2020, doanh thu từ bộ phận khai thác cảng giảm do áp lực cạnh tranh từ cảng Lạch Huyện khiến tỷ trọng hàng xuất nhập khẩu giảm, vốn là mặt hàng có giá cước cao hơn. Còn với mảng vận tải biển, việc mở rộng đội tàu khi giá tăng cao giúp HAH có mức tăng 70% trong năm 2021.

Đến năm 2022, doanh thu HAH có dấu hiệu đạt đỉnh khi hoạt động xuất nhập khẩu trong nước chậm lại. Sản lượng khai thác nửa cuối năm của Hải An sụt giảm khiến doanh thu Q4/2022 dịch vụ tàu và cảng biển lần lượt giảm 13,5% và 17,7% so với quý Q2/2022.

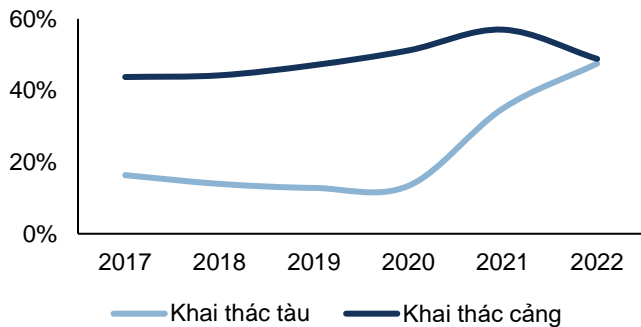
2. Biên lợi nhuận cải thiện trong giai đoạn giá cước cao

Biên lợi nhuận gộp năm 2022 của HAH đạt 44,4%, cao hơn so với năm 2020 và 2021 với giá trị lần lượt là 20% và 36,5% do giá cước hoạt động vận tải biển tăng cao. Trong khi các chi phí khác như nhiên liệu, thuyền viên và phí cảng có mức tăng mạnh khiến giá vốn hoạt động tàu tăng 44%, giá cước bình quân năm 2022 của HAH đã cao hơn 86% giúp biên lợi nhuận gộp mảng này đạt kỷ lục 48% kể từ trước đến nay. Đồng thời, hoạt động cho

thuê tàu định hạn không phải chịu các chi phí vận hành (chiếm tỷ trọng 22% tổng doanh thu năm 2022) giúp HAH cắt giảm tác động từ việc giá nhiên liệu tăng cao.

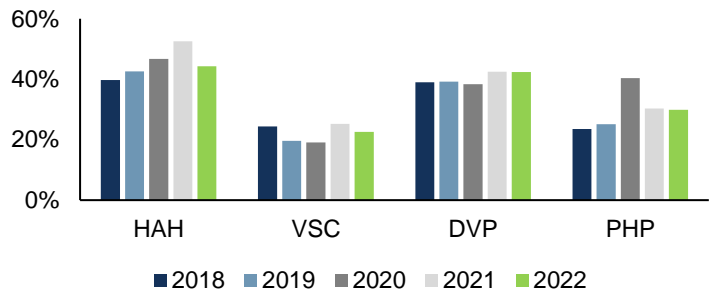
Một điểm đáng lưu ý là việc đầu tư đội tàu trong giai đoạn giá cước cao khiến chi phí mua tàu của HAH tăng đáng kể. Ước tính, chi phí đầu tư tài sản đối với tàu HAIAN ROSE (mua cuối năm 2022) là 730 tỷ VND, trong khi chi phí với tàu HAIAN EAST (cùng kích cỡ, mua năm 2021) là 187 tỷ VND. Điều này sẽ khiến chi phí khấu hao tàu ước tính sẽ tăng mạnh (tỷ trọng chi phí khấu hao trong giá vốn sẽ tăng từ 6% lên 15% trong năm 2023) và kéo giảm biên lợi nhuận đối với hoạt động vận tải biển của HAH trong các năm tới.

Biên lợi nhuận gộp theo bộ phận HAH



Nguồn: HAH

Ước tính biên lãi hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp cảng container niêm yết



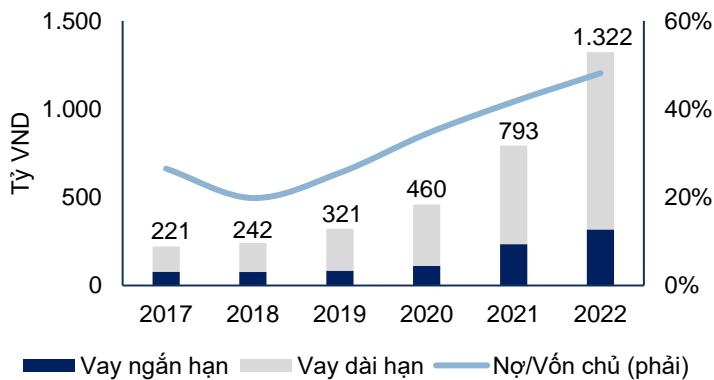
Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

Biên lợi nhuận gộp của hoạt động khai thác cảng biển của HAH cải thiện khi hoạt động tối đa công suất.

Trong khi các doanh nghiệp cảng khác liên tục đầu tư cơ sở hạ tầng khiến cho cảng hoạt động dưới công suất làm gia tăng chi phí, cảng Hải An chỉ tập trung khép kín chuỗi dịch vụ logistics mà không mở rộng thêm. Vì vậy, HAH nâng cao công suất bằng các phần mềm quản lý, máy móc chuyên dụng và nâng cấp hệ thống cảng. Điều này giúp biên lãi từ hoạt động kinh doanh mảng cảng biển của HAH cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh tại khu vực Hải Phòng. Giá vốn của hoạt động khai thác cảng trước khi loại trừ nội bộ không biến động lớn giai đoạn 2018 – 2022 trong khi doanh thu dần hồi phục đã kéo biên lợi nhuận gộp tăng từ 44% lên 49%. Biên lợi nhuận hoạt động cảng năm 2021 đạt 57% và rơi xuống 49% năm 2022 do chi phí cho các hoạt động thuê ngoài tăng khi cảng đang thực hiện sửa chữa mặt bằng.

3. Rủi ro về nợ và tỷ giá của HAH vẫn được kiểm soát an toàn

Cơ cấu nợ vay của HAH



Nguồn: HAH

Nhằm đạt được mức chi phí vốn hợp lý, HAH sử dụng khá nhiều các khoản vay cho việc thực hiện đầu tư cho đội tàu và các khoản nợ thuê tài chính cho container với thời hạn vay 05 năm. Tuy việc cơ cấu nợ vay có xu hướng tăng lên đến 40% vốn chủ sở hữu, doanh nghiệp vẫn đảm bảo mức chi phí an toàn trong hoạt động kinh doanh nhờ mức giá cước cao. Tỷ lệ thanh toán lãi vay EBIT/chi phí lãi vay năm 2022 đạt 22 lần.

Chúng tôi đánh giá rủi ro tỷ giá đối với nợ vay sẽ không quá đáng kể khi so sánh với khả năng thanh toán lãi. Khoảng hơn 300 tỷ VND giá trị các khoản thuê tài chính và một vài khoản vay của HAH được thực hiện bằng

USD. Nhưng hoạt động cho thuê tàu của doanh nghiệp cũng mang lại nguồn ngoại tệ giúp bù đắp cho áp lực chênh lệch tỷ giá với doanh thu ước tính 2022 đạt 708 tỷ VND.

4. Kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi

Theo nghị quyết hội đồng quản trị số 0515-2022/NQ-HĐQT của HAH, doanh nghiệp có xây dựng phương án phát hành trái phiếu chuyển đổi như sau:

Loại trái phiếu: Trái phiếu chuyển đổi.

Giá trị dự kiến phát hành: 500 tỷ VND. Giá trị khoản vay này sẽ khiến tổng nợ vay của HAH tăng lên 1.822 tỷ VND (tương đương mức tăng 38% so với cuối năm 2022), tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu sẽ đạt 66%.

Mục đích phát hành: tài trợ vốn cho dự án phát triển đội tàu, phát triển hạ tầng cảng biển, trung tâm logistics. Chúng tôi cho rằng mục đích chính nhằm huy động vốn cho việc đầu tư đội tàu theo kế hoạch của doanh nghiệp. Trước bối cảnh lãi suất tăng cao và thực trạng cạn room tín dụng trong năm 2022, HAH sẽ sử dụng khoản trái phiếu thay cho các khoản vay ngân hàng đầu tư tài sản. Khoản trái phiếu trị giá 500 tỷ VND sẽ giúp doanh nghiệp bổ sung vốn mua 02 tàu cỡ 1.700 TEU.

Kỳ hạn trái phiếu: 3 – 5 năm. Chúng tôi cho rằng kỳ hạn của trái phiếu này sẽ là 05 năm, tương đương với kỳ hạn của các khoản vay đầu tư đội tàu trước đó của HAH.

Lãi suất: Với mục đích tránh thực hiện vay vốn trong giai đoạn lãi suất tăng cao, chúng tôi cho rằng mức lãi vay sẽ thấp hơn so với các khoản vay lãi suất thả nổi mà doanh nghiệp đang thực hiện. Đồng thời, trái phiếu đi kèm quyền lợi chuyển đổi sang cổ phiếu sẽ là một khoản bù đắp cho trái chủ với điều kiện lãi suất thấp hơn mức lãi thị trường. Hiện nay, mức lãi suất các khoản vay của HAH là khoảng 10%. Chúng tôi giả định mức lãi suất của trái phiếu này sẽ là 7%

Thời gian phát hành: Chúng tôi cho rằng thời gian phát hành sẽ trùng với thời gian HAH thực hiện đầu tư thêm 02 tàu vào cuối năm 2023 theo kế hoạch đầu tư đội tàu của doanh nghiệp.

Bảng ước tính kế hoạch trả lãi trái phiếu chuyển đổi (đơn vị: tỷ VND)

Thời gian (năm)	0	1	2	3	4
Giá trị đầu kỳ	500	413	320	220	114
Chi phí lãi vay phát sinh (7%)	35	29	22	14	8
Chi phí lãi vay phải trả phát sinh	122	122	122	122	122
Giá trị cuối kỳ	413	320	220	114	0

Nguồn: FPTS ước tính

Giá chuyển đổi: Chúng tôi giả định mức giá chuyển đổi của trái phiếu sẽ là 60.000 VND, cao hơn 20% so với mức giá cổ phiếu khuyến nghị chúng tôi đưa ra trong báo cáo định giá này.

Tỷ lệ chuyển đổi: Với giả định mức giá chuyển đổi trên, 100 triệu VND mệnh giá trái phiếu sẽ đổi được 1.667 cổ phiếu HAH. Tổng số cổ phiếu sẽ tăng thêm nếu chuyển đổi toàn bộ trái phiếu là 8,33 triệu cổ phiếu, tương đương mức tăng 11,85% vốn góp chủ sở hữu (tính đến cuối năm 2022).

Kết hợp với dự phóng về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, chúng tôi đưa ra các giả định trong trường hợp trái phiếu được chuyển đổi như sau:

Trường hợp không chuyển đổi:

Thời gian (năm)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Chi phí lãi vay (tỷ VND)	35	29	22	14	8
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	565	373	356	495	618
EPS (VND)	5.722	3.784	4.079	5.805	7.040

Trường hợp chuyển đổi sau 01 năm:

Thời gian (năm)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Chi phí lãi vay (tỷ VND)	35	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	565	400	378	512	631
EPS (VND)	5.722	3.713	3.920	5.403	6.437

Trường hợp chuyển đổi sau 02 năm:

Thời gian (năm)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Chi phí lãi vay (tỷ VND)	35	29	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	565	373	378	512	631
EPS (VND)	5.722	3.784	3.920	5.403	6.437

Trường hợp chuyển đổi sau 03 năm:

Thời gian (năm)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Chi phí lãi vay (tỷ VND)	35	29	22	0	0
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	565	373	356	512	631
EPS (VND)	5.722	3.784	4.079	5.403	6.437

Trường hợp chuyển đổi sau 04 năm:

Thời gian (năm)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Chi phí lãi vay (tỷ VND)	35	29	22	14	0
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	565	373	356	496	631
EPS (VND)	5.722	3.784	4.079	5.805	6.437

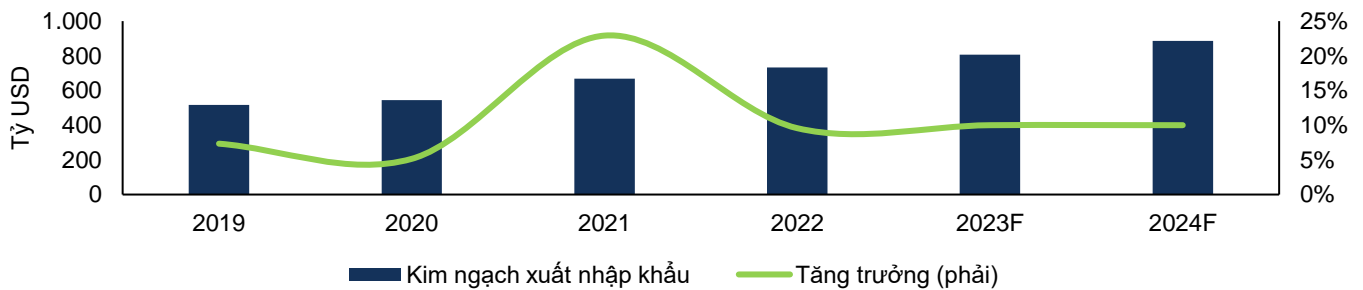
Chúng tôi đánh giá rủi ro về nợ của HAH sẽ vẫn được kiểm soát an toàn với việc phát hành trái phiếu chuyển đổi. Với các giả định trên, chúng tôi ước tính tỷ lệ khả năng thanh toán lãi vay của HAH sẽ trong khoản 3,4x đến 10,2x. Tuy tỷ lệ này sẽ thấp hơn giai đoạn 2017 – 2022 (thấp nhất đạt 7,3x) do doanh nghiệp đẩy mạnh nợ vay nhằm đầu tư đội tàu kể từ sau dịch Covid – 19, lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh vẫn đủ dư địa để đảm bảo thanh toán các khoản vay trong thời gian tới.

V. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

1. Triển vọng vận tải biển Hải An [\(Quay lại phần Luân điểm đầu tư chính\)](#)

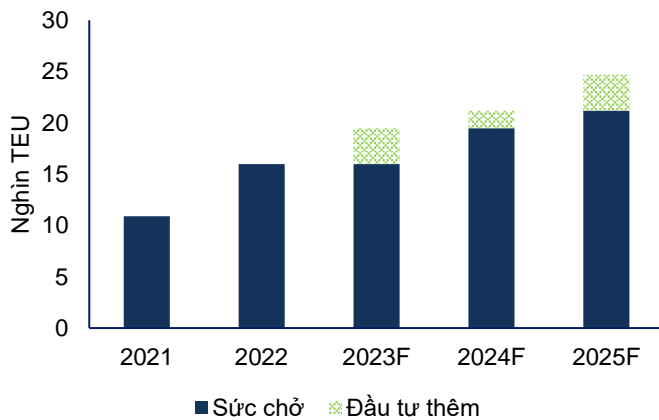
Nhu cầu vận chuyển đường biển năm 2023 được dự báo sẽ có tốc độ tăng trưởng chậm hơn trước bởi cảnh tiêu dùng thế giới suy giảm. Do áp lực từ lạm phát và lãi suất tăng cao, tăng trưởng hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam sẽ phải đối mặt với việc giảm tốc trong năm 2023. Fitch Solutions ước tính tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam 2023F và 2024F sẽ chỉ còn 10%/năm, thấp hơn so với giai đoạn 2016 – 2021 (tăng trưởng gần 14%/năm). Đây là yếu tố tiêu cực đối với các doanh nghiệp cảng và vận tải biển khi mà kim ngạch xuất nhập khẩu là động lực tăng trưởng chính của ngành, tác động tới cả thị trường nội địa và quốc tế.

Dự phóng kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam



Nguồn: Fitch Solutions

Kế hoạch mở rộng đội tàu của HAH



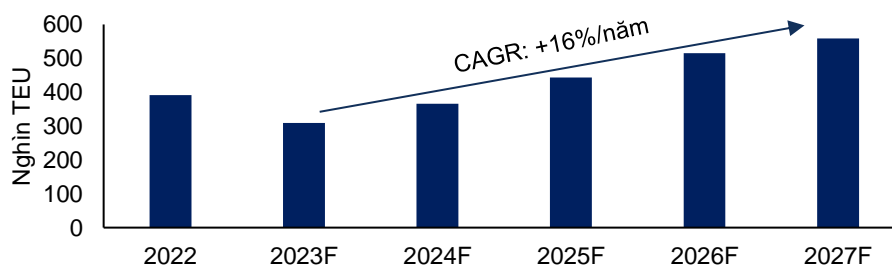
Nguồn: HAH, FPT S ước tính

Chúng tôi ước tính giá cước vận tải nội địa của HAH sẽ giảm 15% trong năm 2023 do áp lực dư cung. Đối với hoạt động vận tải container đường biển của Hải An, việc đẩy mạnh đầu tư đội tàu trong giai đoạn này sẽ khiến doanh nghiệp dư thừa nguồn cung khi tốc độ mở rộng nhanh hơn so với tăng trưởng nhu cầu vận tải. Kế hoạch ước tính nâng sức chở của HAH lên 24.700 TEU (tăng +54% với 16 con tàu) vào năm 2025.

Dù việc ký kết hợp đồng với các khách hàng giúp HAH giữ được giá cước trong năm 2022, nhu cầu vận tải nội địa chung được dự báo suy yếu sẽ khiến doanh nghiệp buộc phải hạ giá cước cho hoạt động tự khai thác tàu nhằm tránh dư thừa công suất tàu mới.

Trước triển vọng kém khả quan do tăng trưởng nhu cầu vận tải suy yếu và dư thừa nguồn cung, chúng tôi cho rằng sản lượng vận tải của HAH sẽ giảm 21% trong năm 2023. Giai đoạn 2023F – 2027F, sản lượng vận tải của HAH kỳ vọng sẽ tăng trưởng bình quân 16%/năm khi nhu cầu tại thị trường nội địa phục hồi.

Dự phóng sản lượng vận tải HAH



Nguồn: FPT S ước tính

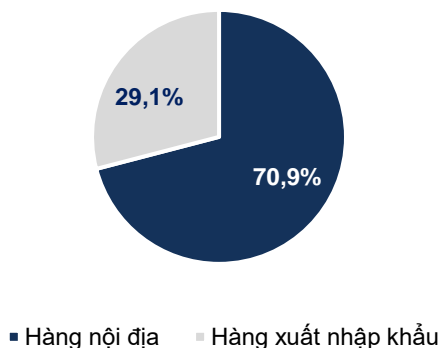
Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng vận tải biển năm 2023 sẽ giảm còn 35% do sự sụt giảm của giá cước. Việc quy định khí thải từ IMO có hiệu lực từ 2023 sẽ buộc hoạt động khai thác tàu của Hải An giảm công suất bằng cách cho đội tàu chạy chậm hơn. Việc giảm 10% công suất có thể giúp doanh nghiệp cắt giảm ước tính 15 – 20% chi phí nhiên liệu. Nhưng với dự báo giá cước giảm 15%, biên lợi nhuận gộp của bộ phận này vẫn sẽ thấp hơn so với năm 2022 (đạt 48%) khi các điều kiện thuận lợi đối với ngành vận tải biển qua đi.

Dù việc đưa 05 con tàu vào hợp tác với Zim sẽ đảm bảo cho HAH nguồn hàng xuất nhập khẩu ổn định và giảm rủi ro dư cung, với những đánh giá về triển vọng thị trường và liên doanh ở trên, chúng tôi kỳ vọng hoạt động này sẽ mang lại lợi nhuận cho Hải An vào năm 2025. Về mặt tích cực, chúng tôi ước tính hoạt động từ liên doanh Zim sẽ khiến sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu tại cảng của HAH tăng 30 – 35 nghìn TEU/năm đến năm 2027, giúp cho doanh thu dịch vụ cảng có dư địa tăng trưởng.

2. Triển vọng cảng Hải An

Có thể thấy rõ hoạt động khai thác cảng của HAH không còn nhiều khả năng duy trì mức tăng trưởng mạnh mẽ trong tương lai khi: (1) sản lượng thông qua bị giới hạn bởi cơ sở hạ tầng và (2) giá dịch vụ cảng đối với hàng container nội địa đã chạm trần.

Tỷ trọng hàng hóa khai thác cảng Hải An (2021)



Nguồn: HAH

Doanh nghiệp dự kiến chuyển hướng khai thác hàng xuất nhập khẩu trong giai đoạn tới.

Hải An sẽ có thêm nguồn hàng xuất nhập khẩu bằng việc kết hợp mảng khai thác vận tải biển trong tuyến nội Á cùng liên doanh Zim – Hải An. Doanh thu của loại hàng hóa này cao hơn và còn nhiều dư địa hơn để nâng giá dịch vụ hơn so với hàng container nội địa. Từ đó, HAH có thể nâng tỷ trọng hàng xuất nhập khẩu, góp phần cải thiện biên lợi nhuận và thúc đẩy tăng trưởng doanh thu. Chúng tôi dự báo tỷ trọng hàng hóa xuất nhập khẩu tại cảng sẽ tăng lên 37% trong năm 2023 và đạt 70% sản lượng cảng Hải An năm 2027, trong khi tổng sản lượng khai thác không đổi.

Đối với lượng hàng hóa vận tải nội địa, HAH vẫn có thể xếp dỡ hàng tại các cảng khác trong khu vực và tập kết tại cảng depot Pan Hải An của chính doanh nghiệp. Điều này giúp cảng Hải An có dư địa cho việc gia tăng tỷ trọng hàng xuất nhập khẩu mà vẫn đảm bảo hoạt động lưu kho và phân phối hàng hóa cho hàng hóa nội địa.

3. Dự phóng kết quả kinh doanh

Chỉ tiêu	Giá định
Doanh thu thuần	<p>Doanh thu năm 2023: dự kiến đạt 2.366 tỷ VND (giảm -26% svck) do các yếu tố:</p> <ul style="list-style-type: none"> Doanh thu hoạt động khai thác cảng tăng 24% so với năm 2022 nhờ nâng tỷ trọng hàng xuất nhập khẩu trong khi sản lượng không đổi. Sản lượng khai thác tàu giảm -21%, giá cước vận tải nội địa giảm -15% trong bối cảnh nhu cầu vận tải sụt giảm. Doanh thu từ hoạt động cho thuê giảm -26% do các hợp đồng mới có mức giá cước thấp hơn năm 2022. <p>Doanh thu năm 2027: dự kiến đạt 3.092 tỷ VND (tăng trưởng bình quân CAGR giai đoạn 2023 – 2027 đạt +6,9%/năm) do nhu cầu phục hồi giúp sản lượng vận tải tăng trung bình +16%/năm.</p>

Chỉ tiêu	Giá định
Biên lợi nhuận gộp	Biên lợi nhuận gộp năm 2023 giảm còn 38%, tương đương mức lợi nhuận gộp đạt 894 tỷ VND (-37% svck). Từ năm 2023 trở đi , mức biên dự kiến đạt trung bình trong khoảng 21 – 23% bởi giá cước dịch vụ vận tải biển thấp so với năm 2022.
Lợi nhuận trước thuế	Lợi nhuận trước thuế năm 2023 : ước tính đạt 707 tỷ VND (giảm -45% svck) với giả định chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm 4,5% doanh thu và không bao gồm lãi/lỗ công ty liên doanh, liên kết.
Lợi nhuận sau thuế	Lợi nhuận sau thuế năm 2023 : ước đạt 565 tỷ VND (giảm -46% svck). Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ năm 2023 : ước đạt 421 tỷ VND (giảm -49% svck). Chúng tôi không đưa vào giả định về thời gian trái phiếu chuyển đổi sẽ được chuyển đổi sang cổ phiếu do sự phụ thuộc vào bối cảnh thị trường.

VI. RỦI RO

1. Rủi ro giá cước vận tải

Rủi ro đáng chú ý đối với hoạt động vận tải container đường biển là vấn đề **giá cước sụt giảm mạnh trong năm tới**. Nhờ hưởng lợi từ mức giá cước tăng cao trong giai đoạn Covid – 19, HAH đã đẩy mạnh đầu tư vào đội tàu và mang về mức doanh thu đáng kể. Tuy vậy, việc đầu tư mở rộng trong thời kì đỉnh điểm của ngành vận tải biển khiến cho thị trường nội địa chịu nhiều áp lực dư cung khi tăng 56% trong năm 2022.

2. Rủi ro chi phí nhiên liệu

Rủi ro về chi phí nhiên liệu cũng là vấn đề với đội tàu do đây là khoản chi phí vận hành lớn nhất, chiếm 35% chi phí kinh doanh. Ảnh hưởng từ cuộc chiến tranh Nga – Ukraine đã kéo chi phí này của HAH tăng bình quân 77% so với năm trước. Đội tàu của HAH không có phương án thay thế nhiên liệu khác, nên chỉ có thể áp các khoản phí dịch vụ mới nhằm hạn chế tác động.

3. Rủi ro cạnh tranh tự khai thác tuyến nội Á

Ngoài ra, một rủi ro khác đối với hoạt động tự khai thác tàu là **rủi ro cạnh tranh trong tuyến nội Á**. HAH đang phải đối mặt với khó khăn gia nhập thị trường với các hãng tàu đã có nhiều kinh nghiệm cũng như tệp khách hàng từ trước. Doanh nghiệp cũng không có lợi thế về nguồn hàng đối với tuyến quốc tế mới. Do tình hình giá cước quốc tế giảm sâu, chúng tôi đánh giá HAH sẽ không thể cạnh tranh thu hút về giá với các hãng tàu khác.

VII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ (Quay lại phần Luân điểm đầu tư chính)

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu HAH là **49.500 VND/cp** (+32% so với giá đóng cửa ngày 21/02/2023) và khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HAH.

1. Kết quả định giá

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Hệ số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	48.346	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	50.785	50%
Giá trị bình quân		49.565	

2. Giả định mô hình định giá chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T02/2023	Giả định mô hình	T02/2023
Chi phí sử dụng VCSH	19,09%	Phần bù rủi ro thị trường	11,47%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	14,21%	Tăng trưởng dài hạn	1,00%
Lãi suất phi rủi ro 5 năm	4,4%	Thời gian dự phóng	5 năm
Hệ số beta	1,28		

3. Kết quả định giá chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu	3.980.182
(+) Tiền và đầu tư tài chính	4.966
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	(584.273)
Giá trị vốn chủ sở hữu	3.400.875
Số lượng cổ phiếu HAH (triệu cp)	70,345
Giá mục tiêu (VND/cp)	48.346

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	5.473.869
(+) Tiền và đầu tư tài chính	4.966
(-) Vay nợ	(1.322.130)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	(584.273)
Giá trị vốn chủ sở hữu	3.572.432
Số lượng cổ phiếu HAH (triệu cp)	70,345
Giá mục tiêu (VND/cp)	50.785

VIII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3.206	2.366	2.348	2.540
- Giá vốn hàng bán	1.784	1.472	1.694	2.009
Lợi nhuận gộp	1.422	895	654	530
- Chi phí bán hàng	0	0	0	0
- Chi phí quản lý DN	114	106	94	89
- Lợi nhuận khác	-31	0	0	0
Lợi nhuận HĐKD	1.308	788	560	442
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-24	-81	-94	-71
LN trước thuế, lãi vay	1.253	707	466	370
- Chi phí lãi vay	59	148	160	128
Lợi nhuận trước thuế	1.283	707	466	370
- Thuế TNDN	232	141	93	74
Lợi nhuận sau thuế	1.051	565	373	356
EPS (đ)	11.117	5.772	3.784	4.079

Khả năng sinh lợi	2022A	2023F	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	44,4%	37,8%	27,9%	20,9%
Tỷ suất LNST	32,8%	23,9%	15,9%	14,0%
ROE DuPont	34,3%	13,2%	7,9%	8,2%
ROA DuPont	19,9%	7,9%	5,1%	5,7%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	39,1%	29,9%	19,8%	14,6%
LNST/LNTT	64,7%	59,5%	59,2%	80,3%
LNTT / EBIT	102,3%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	76,9%	44,5%	43,1%	48,4%
Đòn bẩy tài chính	172,3%	167,4%	155,9%	144,1%

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022A	2023F	2024F	2025F
Thanh toán hiện hành	1,91	2,23	2,02	1,59
Thanh toán nhanh	1,83	2,16	1,94	1,50
Thanh toán tiền mặt	0,61	1,14	1,09	0,63
Nợ / Tài sản	0,26	0,27	0,22	0,15
Nợ / VCSH	0,56	0,55	0,42	0,27
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,13	0,16	0,18	0,16
Nợ dài hạn / VCSH	0,43	0,39	0,24	0,12

CĐKT	2022A	2023F	2024F	2025F
Tài sản				
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	556	933	948	533
+ Các khoản phải thu	984	742	637	640
+ Hàng tồn kho	78	60	69	70
+ Tài sản ngắn hạn khác	132	101	100	107
Tổng tài sản ngắn hạn	1.750	1.836	1.754	1.350
+ Nguyên giá TSCĐHH	3.450	4.177	4.554	5.281
+ Khấu hao lũy kế	-1.044	-1.348	-1.748	-2.220
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	2.407	2.829	2.806	3.062
+ Đầu tư tài chính dài hạn	182	182	182	182
+ Tài sản dài hạn khác	262	262	262	262
Tổng tài sản dài hạn	3.356	3.702	3.602	3.781
Tổng tài sản	5.106	5.538	5.357	5.132
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	148	110	109	118
+ Vay và nợ ngắn hạn	318	442	491	442
+ Nợ ngắn hạn khác	450	270	270	292
Nợ ngắn hạn	916	821	870	852
+ Vay và nợ dài hạn	1.004	1.050	668	327
+ Nợ dài hạn khác	248	248	248	248
Nợ dài hạn	1.252	1.298	916	574
Tổng nợ	2.168	2.119	1.786	1.426
+ Thặng dư	192	192	192	192
+ Vốn điều lệ	703	703	703	703
+ LN chưa phân phối	1.068	1.362	1.390	1.436
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	584	729	826	885
Vốn chủ sở hữu	2.354	2.690	2.745	2.821
Tổng cộng nguồn vốn	5.106	5.538	5.357	5.132

Hiệu quả vận hành	2022A	2023F	2024F	2025F
Số ngày phải thu	27	31	31	26
Số ngày tồn kho	13	15	15	13
Số ngày phải trả	17	17	17	17
Thời gian luân chuyển tiền	23	29	29	22
COGS / Hàng tồn kho	23	24	24	29

IX. PHỤ LỤC

1. Danh sách công ty con, công ty liên kết của HAH [\(Quay lại phần Cơ cấu doanh nghiệp\)](#)

	Tên công ty	Vốn điều lệ	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh
Công ty con	Công ty TNHH Cảng Hải An	30 tỷ VND	100%	Khai thác dịch vụ cảng biển, bốc xếp, kho bãi
Công ty con	Công ty TNHH Vận tải container Hải An	200 tỷ VND	50,5%	Vận tải container đường biển
Công ty con	Công ty TNHH Pan Hải An	273,77 tỷ VND	51%	Khai thác depot
Công ty con của công ty con	Công ty TNHH Đại lý và Tiếp vận Hải An	75 tỷ VND	60%	Vận tải đa phương thức, kho CFS, đại lý hãng tàu
Công ty con của công ty con	CTCP Dịch vụ Tổng hợp Hải An	10 tỷ VND	40,82%	Vận tải đường bộ, khai thuê hải quan, đóng gói, vệ sinh
Công ty liên kết	CTCP Giao nhận vận tải Hải An	8,1 tỷ VND	36,89%	Giao nhận vận chuyển từ kho đến kho
Công ty liên kết của công ty con	CTCP Vận tải biển An Biên	250 tỷ VND	17,17%	Vận tải container đường biển

Nguồn: HAH

2. Danh sách đội tàu container HAH [\(Quay lại đội tàu vận tải Hải An\)](#)

Tên tàu	Sức chở (TEU)	Năm đóng	Thời gian mua	Tình hình hiện tại
HAIAN PARK	787	2000	05/2014	Tự khai thác
HAIAN SONG	1.121	2001	10/2014	Bán 04/2021
HAIAN TIME	1.032	2001	10/2015	Tự khai thác
HAIAN BELL	1.200	2003	05/2017	Tự khai thác
HAIAN FAIR	1.688	2007	06/2017	Bán 03/2018
HAIAN LINK	1.060	2010	11/2018	Tự khai thác
HAIAN MIND	1.807	2012	05/2019	Cho thuê định hạn
HAIAN VIEW	1.577	2009	07/2020	Tự khai thác
HAIAN EAST	1.702	2008	04/2021	Cho thuê định hạn
HAIAN WEST	1.740	2007	04/2021	Cho thuê định hạn
ANBIEN BAY	1.794	2008	02/2022	Cho thuê định hạn
HAIAN CITY	1.577	2008	03/2022	Tự khai thác
HAIAN ROSE	1.708	2008	11/2022	Tự khai thác

Nguồn: HAH

3. So sánh hạ tầng cảng Hải An và một vài cảng cùng quy mô tại Hải Phòng ([Quay lại cơ sở hạ tầng cảng Hải An](#))

Tên cảng	Hải An	Tân cảng 128	PTSC Đình Vũ
Công suất (TEU/năm)	250.000	250.000	300.000
Cầu bến	01 cầu 150m	02 cầu 150m 01 cầu 127m	01 cầu 250m
Cần cẩu	03 chiếc 45 tấn	07 chiếc 40 tấn 01 chiếc 25 tấn 03 chiếc 40 tấn	04 chiếc
Xe nâng	15 chiếc các loại	18 chiếc các loại	08 chiếc 45 tấn
Cân điện tử	01 chiếc 120 tấn		
Bãi container (m ²)	150.000	160.000	80.000
Kho CFS (m ²)	4.000	5.000	1.620
Sản lượng 2021 (TEU)	417.000	251.000	279.000

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu HAH, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Số 52 Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3 Tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888