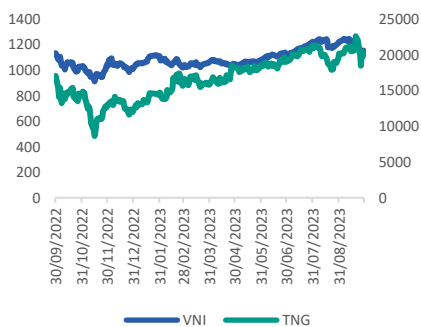


KHUYẾN NGHỊ	MUA MẠNH	CTCP VẬN TẢI VÀ XẾP DỠ HẢI AN (HSX: HAH) THỤẬN BUỒM XUÔI GIÓ		
Giá hiện tại:	46,100	Ngày viết báo cáo:	14/11/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG
Giá mục tiêu trước đây	54,000	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	121	CTCP ĐT và VT Hải Hà 16.83%
Giá mục tiêu mới:	61,700	Vốn hóa (tỷ đồng)	5,005	America LLC 3.43%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản 6M (Triệu CP):	2.1	CTCP Quỹ TM Holding 2.94%
Tiềm năng tăng giá	33%	Sở hữu nước ngoài	22.6%	

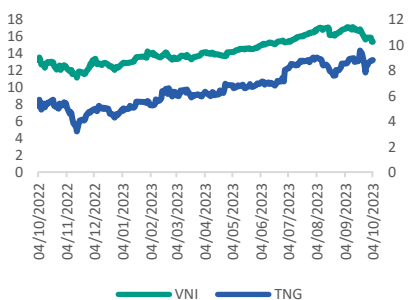
Bộ phận Research:

Trần Lâm Tùng,
(Thủy sản, dệt may, công nghệ)
Tungtl@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

So với thời điểm khuyến nghị đầu tiên vào 24/09/2024, HAH đã ghi nhận mức tăng +17% tương đối tích cực do những luận điểm và KQKD Q3.2024 đang đi theo hoặc vượt so với kỳ vọng của BSC. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu **HAH** với giá mục tiêu 1 năm bằng **61,700 VNĐ/CP** (+14% so với giá mục tiêu cũ, +33% so với giá đóng cửa ngày 14/11/2024).

- (1) Phương pháp EV/EBITDA và mức EV/EBITDA mục tiêu = 4.8 lần tương đương khuyến nghị HAH đầu tiên của chúng tôi.
- (2) Mức tăng giá mục tiêu +14% so với giá mục tiêu cũ do (i) tăng EBITDA +27% (ii) nợ ròng tăng +37% so với dự báo cũ do HAH tiếp tục đầu tư thêm tàu mới trong 2025. Dựa trên quan điểm thận trọng, BSC chưa đưa tàu mới kỳ vọng đầu tư vào dự phóng 2025, và đây sẽ tiếp tục là tiềm năng tăng giá cho cổ phiếu trong 2025.
- (3) BSC cho rằng dư địa tăng giá của HAH là vẫn còn nhiều do (i) hoạt động cho đầu tư và cho thuê tàu định hạn HAH duy trì tích cực (ii) HAH đang được giao dịch ở mức EBITDA FW 2025 = 3.3 lần thấp so với trung bình 5 năm và ngành = 4.8 lần và triển vọng KQKD +34% yoy trong 2025.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong 2024/2025, BSC duy trì kỳ vọng kết quả kinh doanh của HAH sẽ ghi nhận hồi phục tích cực so với cùng kỳ nhờ

- (1) Hoạt động tự khai thác tăng trưởng tích cực +51%/+10% yoy trong 2024/2025 nhờ (i) sản lượng cải thiện +39%/10% yoy (ii) giá cước tự khai thác +8%/0% yoy
- (2) Hoạt động cho thuê định hạn +44%/+88% yoy trong 2024/2025 nhờ (i) giá cước cho thuê định hạn cải thiện (ii) số tháng, số tàu chạy định hạn tăng mạnh so với cùng kỳ.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2024, BSC dự báo HAH ghi nhận DTT và LNST- CĐTS đạt lần lượt **3,769 tỷ đồng (+44% yoy)** và **532 tỷ đồng (+38% yoy)**, thay đổi +4%/+27% so với dự báo cũ, tương đương EPS FW 2024 = 4,709 VNĐ/CP, PE FW 2024 = 9.9 lần.

Năm 2025, BSC dự báo HAH ghi nhận DTT và LNST – CĐTS đạt lần lượt **4,627 tỷ đồng (+32% yoy)** và **714 tỷ đồng (+34% yoy)**, thay đổi +9%/+29% so với dự báo cũ, tương đương EPS FW 2025 = 5,915 VNĐ/CP, PE FW 2025 = 7.9 lần.

RỦI RO: (1) Giá cước tự khai thác/định hạn (2) sản lượng tự khai thác thấp hơn kỳ vọng

Chỉ số	2023	2024F	2025F	Peer	VNI		2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	7.8	9.9	7.9	14	14.8	Doanh thu thuần	3,206	2,613	3,769	4,627
PB (x)	1.1	1.7	1.5	2.1	1.9	Lợi nhuận gộp	1,422	611	1,053	1,481
ROE (%)	12%	14%	16%	16%	12.4%	LNST – CĐTS	829	385	532	714
ROA (%)	7%	8%	9%	8%	2.1%	EPS	12,142	5,636	4,709	5,915
						Tăng trưởng EPS	33%	-54%	-16%	26%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

HAH_Tỷ VNĐ	Q3.2023	Q3.2024	% YoY	9T.2023	9T.2024	% YoY
Doanh thu thuần	681	1,129	66%	1,948	2,781	43%
Khai thác cảng	89	128	43%	230	372	62%
Khai thác tàu	751	1,140	52%	2,072	2,859	38%
Khác	125	230	85%	363	472	30%
Trừ Nội bộ	(284)	(369)		(718)	(922)	
Giá vốn	523	736		1,450	2,033	
Khai thác cảng	47	72	53%	123	206	67%
Khác thác tàu	665	919	38%	1,778	2,444	37%
Khác	94	111	19%	262	301	
Trừ Nội bộ	(282)	(366)	30%	(714)	(918)	
Lãi gộp	158	392	148%	498	748	50%
Khai thác cảng	42	56	33%	107	166	56%
Khai thác tàu	86	220	155%	294	415	41%
Khác	31	119	284%	101	171	70%
Trừ Nội bộ	(1)	(3)	138%	(4)	(4)	
Thu nhập tài chính	11	8	-26%	23	16	-29%
Chi phí tài chính	(20)	(34)	75%	(59)	(88)	48%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(18)	(28)	56%	(57)	(69)	22%
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	16	6	-65%	22	12	-44%
Chi phí BH	-	-		-	-	
Chi phí QLDN	(34)	(46)	35%	(92)	(124)	34%
Lãi từ HĐKD	132	326	148%	391	566	45%
Thu nhập khác, ròng	(0)	(5)		(1)	(10)	736%
LNTT	135	321	139%	397	559	41%
Thuế TNDN	(22)	(45)	103%	(78)	(107)	36%
LNST	113	277	146%	319	452	42%
LNST-CĐTS	106	199	89%	322	370	15%
Biên lợi nhuận gộp	23%	35%		26%	27%	
Biên lợi nhuận ròng	17%	25%		16%	16%	

Nhận xét KQKD Q3/2024 – Sản lượng và giá cước tự khai thác ghi nhận hồi phục tích cực so với cùng kỳ

1. DTT + 65.5% yoy nhờ:

- Đóng góp 3 tàu mới Haian Beta, Haian Opus (cho thuê định hạn giá 24 nghìn USD/ngày) và tàu Haian Alfa (chạy liên doanh với ONE), ngoài ra một số tàu cũ như Haian West, East, Mind cũng được đẩy cho thuê định hạn (cùng kỳ các tàu hoạt động tự khai thác do nhu cầu yếu).
- Sản lượng tự khai thác Q3.2024 = 161,161 TEUs (+22% yoy) nhờ (i) mở rộng các tuyến dịch vụ ở tại cả thị trường nội địa và quốc tế nhờ nhu cầu duy trì xu hướng hồi phục trong Q3.2024 (ii) liên doanh với ONE, ZIM (iii) ngoài ra, giá cước tự khai thác ước tính +5% yoy.

2. LNST - CĐTS +88.5% yoy nhờ biên lợi nhuận gộp Q3.2024 = 34.7% cải thiện 11.7 điểm % svck khi:

- Giá cước, sản lượng tự khai thác cải thiện svck
- HAH đẩy được nhiều tàu cho thuê định hạn với giá tốt trên mức hòa vốn (12 - 13k USD/ngày) (chi tiết NĐT xem tại lịch tàu bên dưới)
- Biên gộp các mảng khác (depot, vận chuyển,...) = 48% cải thiện 23 điểm % svck chủ yếu do thực hiện các hợp đồng nội bộ (liên quan đến sửa chữa, vệ sinh tàu) với giá vốn rất thấp trong Q3.2024.

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

So với khuyến nghị trước đó, BSC duy trì quan điểm **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu **HAH** dựa trên quan điểm KQKD của doanh nghiệp sẽ cải thiện tích cực trong 2H.2024 và 2025 nhờ **(1)** mở rộng đội tàu và giá cước định hạn thiết lập mức nền mới cao hơn **(2)** trong khi đó hoạt động tự khai thác kỳ vọng duy trì xu hướng cải thiện trong phần còn lại của 2024/2025.

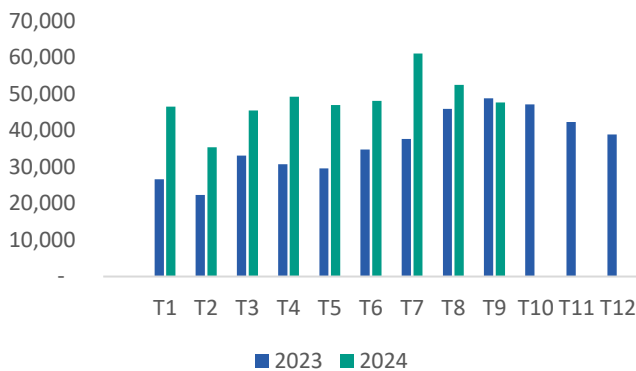
Chúng tôi duy trì quan điểm hoạt động tự khai thác +45%/+10% trong 2024/2025 nhờ sản lượng cải thiện so với cùng kỳ.

- BSC giữ kỳ vọng sản lượng tự khai thác của HAH sẽ ghi nhận +39%/10% yoy trong 2024/2025, khi lũy kế 9T.2024 sản lượng tự khai thác = 432,658 TEUs (+40% yoy) phù hợp với giả định của chúng tôi.**

BSC cho rằng xu hướng hồi phục này sẽ được duy trì trong Q4.2024 và 2025 nhờ:

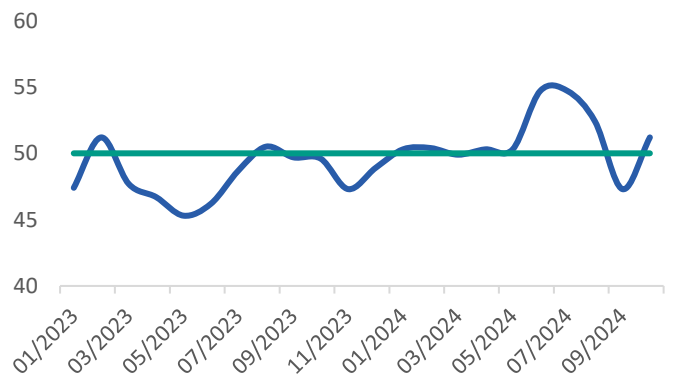
- Nhu cầu vận chuyển duy trì xu hướng hồi phục nhờ (i) đơn hàng xuất khẩu hồi phục (ii) theo yếu tố mùa vụ trong Q4.2024.
- Lượng hàng hóa bị đánh thuế từ Trung Quốc dịch chuyển sang Việt Nam và các nước ĐNÁ khác nhằm tránh thuế nhập khẩu của Mỹ và EU, đặc biệt sau khi ông Donald Trump tái đắc cử tổng thống Mỹ. HAH cũng chia sẻ sản lượng containers từ xu hướng này ước tính sẽ tăng khoảng 10% - 15% mỗi năm.
- Xu hướng tập kết hàng hóa tại CMTV khi các hãng tàu đa dạng tuyến dịch vụ sau khi các tại CMTV bắt đầu có thể đón tàu mẹ vào lấy hàng.

Hình: Sản lượng vận tải của HAH duy trì xu hướng hồi phục trong 9T.2024



Nguồn: HAH, BSC tổng hợp

Hình: PMI T10 = 51.2 hồi phục trở lại sau bão Yagi



Nguồn: S&P Global

- Đối với triển vọng giá cước tự khai thác, BSC lặp lại quan điểm giá cước tự khai thác của HAH sẽ đi ngang trong 2025 do (i) tình trạng dư cung và cạnh tranh về giá tại thị trường nội địa (ii) kỳ vọng giá cước quốc tế đi ngang trong 2025 do nguồn cung tàu được cải thiện ([chi tiết NĐT xem trong báo cáo trước đó](#)).**

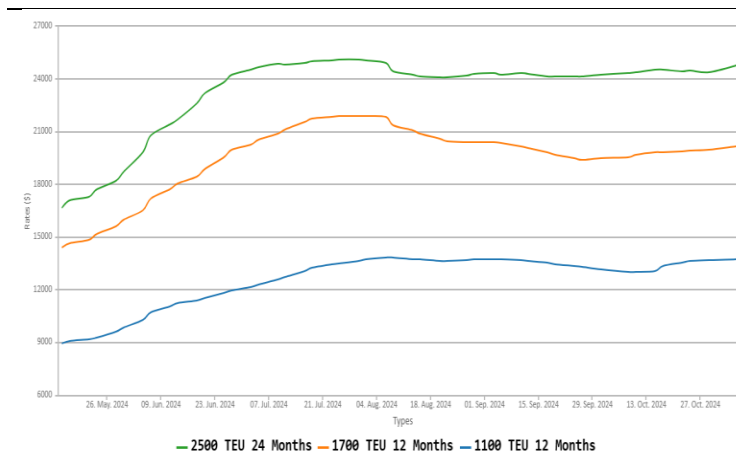
So với báo cáo khuyến nghị trước đó, BSC duy trì quan điểm (1) giá cước định hạn đã thiết lập một mức nền mới cao hơn so với 2H.2023 và 1H.2024 (2) số lượng tháng và tàu cho thuê định hạn của HAH tăng mạnh nhờ bổ sung tàu mới.

- BSC duy trì quan điểm về giá cước định hạn, hoạt động cho thuê tàu của HAH đã thiết lập một mức nền mới so với 2H.2023 và 1H.2024 trong báo cáo trước đó khi cơ bản diễn biến giá cước định hạn trong T11.2024 vẫn đang đi theo kỳ vọng của BSC, cụ thể:**

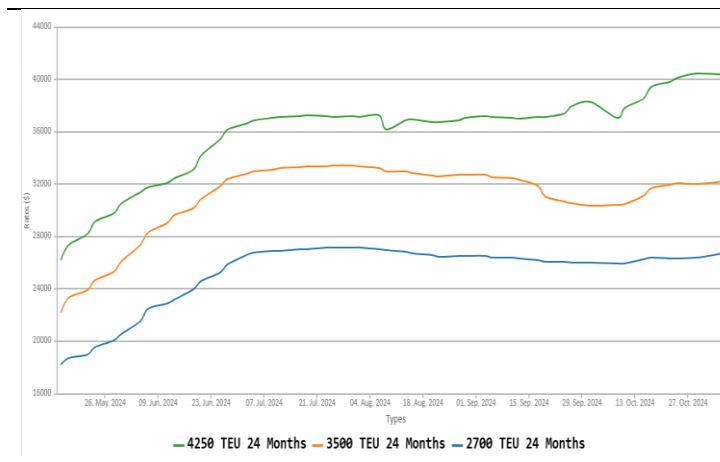
- Giá cước định hạn size tàu 1,700 TEU = 21 nghìn USD/ngày (+31% yoy)
- Giá cước định hạn size tàu 3,500 TEU = 32 nghìn USD/ngày (+60% yoy)

Hình: Giá cước định hạn size tàu 1,700 TEU +31% yoy

Hình: Giá cước định hạn size tàu 3,400 TEU +60% yoy



Nguồn: VHBS



Nguồn: VHBS

Chi tiết về luận điểm NĐT tham khảo trong báo cáo trước đó của BSC tại [link](#).

Tuy nhiên, so với báo cáo trước đó, chúng tôi đưa tàu Haian Gama vào trong giả định dự phóng của KQKD và nâng giá thuê định hạn tàu Haian Mind từ 20 nghìn USD/ngày lên 22 nghìn USD/ngày do:

- (i) Sau khi thông qua nghị quyết đầu tư hồi T9.2024, HAH đã thực hiện mua lại 1 tàu cũ (Paramax TORO, sau đổi tên thành Haian Gama) để phục vụ nhu cầu gia tăng của thị trường. Tàu Haian Gama (size 3,400 TEUs) có TMĐT 25 triệu USD (625 tỷ đồng) với nguồn tài trợ 50% vốn chủ và 50% vốn vay, nguồn vốn vay được VCB – Hải Phòng tài trợ với lãi suất khoảng 8%/năm, tàu sẽ được HAH khấu hao trong 10 năm.
- (ii) Tàu Haian Gama hiện đang thực hiện hợp đồng cho thuê định hạn đã ký từ trước với giá 30 nghìn USD/ngày, thời gian hợp đồng sẽ hết hạn vào T6.2025.
- (iii) Đối với Tàu Haian Mind, hiện tại HAH đang thực hiện đàm phán tái ký hợp đồng ở mức 22 nghìn USD/ngày cho năm 2025 cao hơn giá thị trường chủ yếu do đây là tàu thuê chạy ở khu vực biển Đỏ.

Hình: Lịch tàu định hạn của HAH 2023/2024 và giả định mới trong 2025 của BSC

Tàu	Công suất	2023												2024												2025																																			
		T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12																								
Spot	HAIAN LINK	1,060																																																											
TC	HAIAN MIND	32KS/ngày												13KS/ngày												13KS/ngày												20KS/ngày												22KS/ngày											
TC	HAIANWEST	30.5KS/ngày												13KS/ngày												18KS/ngày												18KS/ngày																							
TC	HAIAN EAST	15KS/ngày												13KS/ngày												15KS/ngày												18KS/ngày																							
TC	HAIAN VIEW	1,577																																																											
Spot	HAIAN PARK	787																																																											
Spot	HAIAN TIME	1,032																																																											
Spot	HAIAN BELL	11.75KS/ngày																																																											
Lotus link	HAIAN ROSE	13.75KS/ngày																																																											
Lotus link	HAIAN CITY	1,577																																																											
ONE	HAIAN Alfa	1,800																																																											
TC	HAIAN Beta	1,800																																																											
TC	HAIAN Opus	15KS/ngày												24KS/ngày												18KS/ngày												18KS/ngày																							
TC	HAIAN Charlie	18KS/ngày												30KS/ngày												18KS/ngày												30KS/ngày																							
TC	HAIAN Gama	3,400																																																											

Nguồn: HAH, BSC tổng hợp

BSC cho rằng việc tiếp nhận tàu Haian Gama sẽ củng cố tăng trưởng 2025 của HAH:

- (i) Dựa trên TMĐT (625 tỷ đồng), BSC ước tính giá cho thuê hòa vốn của tàu Haian Gama sẽ tương đương các tàu mới đầu tư khác trong năm 2024, tức khoảng 12 – 13 nghìn USD/ngày do cùng định mức đầu tư (625 – 675 tỷ đồng/tàu; chi tiết giả định tính giá hòa vốn NĐT tham khảo [tại đây](#)). Do vậy, việc có sẵn hợp đồng cho thuê định hạn ở giá 30k

USD/ngày đến hết T6.2025 sẽ đảm bảo tăng trưởng KQKD cho HAH trong 1H.2025 (lưu ý: trong cùng kỳ HAH cho thuê tàu ở giá khá thấp ~ 13 nghìn USD/ngày).

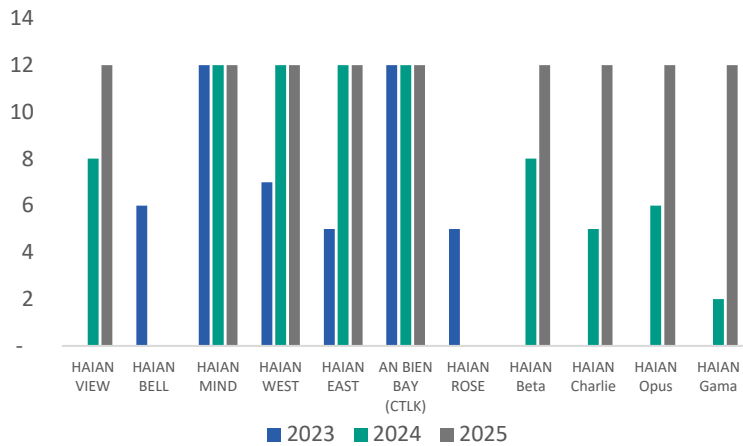
- (ii) Trong 2H.2025, BSC cho rằng HAH sẽ tiếp tục đẩy tàu Hai-an Gama đi cho thuê định hạn với giá ít nhất tương đương thời điểm hiện tại do (i) nhu cầu thuê tàu kỳ vọng tiếp tục cải thiện khi nền kinh tế được dự báo phục hồi trong 2H.2025 sau khi FED hạ lãi suất (ii) hiện tại, tàu Hai-an Gama đang được treo cờ Liberia sẽ thuận lợi hơn trong việc cho thuê định hạn tại các thị trường Quốc Tế.

2. So với báo cáo trước đó, BSC điều chỉnh tăng ước tính số tháng cho thuê định hạn +3%/+14% trong 2024/2025.

BSC ước tính tổng số tháng cho thuê định hạn của HAH = 65/96 tháng (+80%/+48% yoy) trong 2024/2025 (chi tiết NĐT xem lịch tàu phía trên) nhờ:

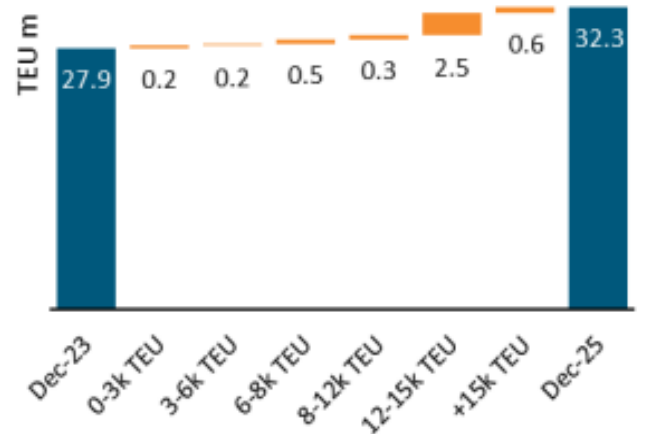
- i) Thêm tàu Hai-an Gama vào dự phóng sẽ đóng góp thêm 2/12 tháng cho thuê định hạn trong 2024/2025 so với ước tính cũ.
- ii) Đối với triển vọng năm 2025, BSC kỳ vọng những tàu được đẩy đi thuê định hạn sẽ tiếp tục được tái ký đến hết năm 2025 (i) nhu cầu thuê tàu feeder (loại tàu 1200 – 1700 TEU, phục vụ lưu chuyển tập kết hàng hóa) hay các tàu Panamax (3 – 6k TEU) được dự báo vẫn lớn trong 2025 do chủ yếu hiện tại các hãng tàu định hướng tập trung phát triển đội tàu mẹ và đi thuê các tàu feeder (ii) hầu hết các hợp đồng định hạn hiện tại của HAH đều đi kèm điều khoản gia hạn.

Hình: Thời gian chạy định hạn dự kiến của đội tàu HAH năm 2023 – 2024 (tháng) và giả định 2025



Nguồn: HAH, BSC tổng hợp

Hình: Lượng công suất tăng thêm chủ yếu tập trung vào các tàu mẹ có trọng tải lớn (8-12k TEU) trong 2025 (Triệu TEU)



Nguồn: Clarkson, Bimco

Như vậy, tổng kết lại, so với báo cáo trước đó, BSC đã điều chỉnh tăng dự phóng hoạt động cho thuê định hạn +6%/+23.5% trong 2024/2025 do (1) thêm tàu Hai-an Gama vào giả định (2) điều chỉnh giá cước thuê tàu Hai-an Mind từ 20 nghìn USD/ngày lên 22 nghìn USD/ngày

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2024, BSC dự báo HAH ghi nhận DTT và LNST- CĐTTS đạt lần lượt 3,769 tỷ đồng (+44% yoy) và 532 tỷ đồng (+38% yoy), thay đổi +4%/+27% so với dự báo cũ, tương đương EPS FW 2024 = 4,709 VNĐ/CP, PE FW 2024 = 9.9 lần.

Năm 2025, BSC dự báo HAH ghi nhận DTT và LNST – CĐTTS đạt lần lượt 4,627 tỷ đồng (+32% yoy) và 714 tỷ đồng (+34% yoy), thay đổi +9%/+29% so với dự báo cũ, tương đương EPS FW 2025 = 5,915 VNĐ/CP, PE FW 2025 = 7.9 lần.

Mức thay đổi chủ yếu đến từ những giả định sau:

1. Hoạt động khai thác cảng:

- DTT 2024 = 251 tỷ đồng (+26% yoy) điều chỉnh tăng 13% so với dự báo trước, do sản lượng khai thác cảng cao hơn 13% so với kỳ vọng của BSC.
- DTT 2025 = 259 tỷ đồng (+10% yoy) nhờ sản lượng +2% yoy, giá +1% yoy, sản lượng đi ngang so với năm 2024 chủ yếu do cảng Hải An đã đầy công suất.

2. Hoạt động khai thác tàu:

Trong năm 2024,

- DT tự khai thác = 2,458 tỷ đồng (+49% yoy) +3% so với dự báo trước do giá cước tự khai thác trong Q3.2024 cao hơn 3% so với ước tính ban đầu của BSC.
- DT cho thuê định hạn = 812 tỷ đồng (+44% yoy) +6% so với dự báo cũ (chi tiết NĐT xem bên trên)
- Biên lợi nhuận gộp = 25.6% +2% so với dự báo do (1) duy trì giả định về chi phí NVL/SL, chi phí dịch vụ mua ngoài/số vòng chạy (2) chi phí khấu hao tăng thêm 10 tỷ do HAH nhận tàu Haian Gama từ T11.2024 so với dự báo cũ (3) điều chỉnh giá tự khai thác +3% so với dự báo cũ (4) tàu Haian Gama được thêm vào giả định.

Trong năm 2025, BSC đưa ra giả định giá dầu +5% yoy và giá cước đi ngang so với cùng kỳ:

- DT tự khai thác = 2,698 tỷ đồng (+10% yoy) +3% so với dự báo trước chủ yếu do điều chỉnh tăng giá cước tự khai thác do trong Q3.2024 giá cước tự khai cao hơn kỳ vọng
- DT cho thuê định hạn = 1,526 đồng (+88% yoy) +23.5% so với dự báo cũ (chi tiết NĐT xem bên trên).
- Biên lợi nhuận gộp = 32% +4% so với dự báo cũ do (1) duy trì giả định về chi phí NVL/SL, chi phí dịch vụ mua ngoài/số vòng chạy (2) chi phí khấu hao tăng thêm 62 tỷ so với dự báo cũ do tính đầy đủ thời gian hoạt động của tàu Haian Gama (3) giả định tàu Haian Gama được cho thuê với giá 30 nghìn USD/ngày (cao hơn nhiều so với giá hòa vốn 12-13 nghìn) trong toàn bộ năm 2025.

3. Các chi phí hoạt động khác:

- Điều chỉnh chi phí SG&A = 4.6% giảm 0.2% so với dự báo cũ do chi phí SG&A 9T.2024 thấp hơn 0.2% so với dự báo ban đầu của BSC.

Chi tiết giả định NĐT xem bảng bên dưới

KQKD	2022	2023	%yoy	2024F mới	%yoy	2025F mới	%yoy
Doanh thu thuần	3,206	2,613	-18%	3,769	44%	4,627	23%
Khai thác cảng	214	199	-7%	251	26%	259	3%
Khai thác tàu	2,740	2,195	-20%	3,270	49%	4,224	29%
Depot, khác	243	219	-10%	248	14%	254	2%
Lợi nhuận gộp	1,422	611	-57%	1,053	72%	1,481	41%
Khai thác cảng	105	148	41%	128	-13%	132	3%
Khai thác tàu	1,302	435	-67%	836	92%	1,368	64%
Depot	6	29	358%	89	211%	91	2%
Biên lợi nhuận gộp	44%	23%	-21%	28%	5%	32%	4%
Khai thác cảng	49%	74%	25%	51%	-23%	51%	0%
Khai thác tàu	48%	20%	-28%	26%	6%	32%	7%
Depot	3%	13%	11%	36%	23%	36%	0%
Thu nhập tài chính	69	30	-57%	23	-22%	19	-21%
Chi phí tài chính	(93)	(84)	-10%	(109)	30%	(144)	32%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(59)	(73)	25%	(105)	43%	(134)	28%
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	29	15	-49%	18	19%	18	0%
Chi phí BH	-	-	-	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(114)	(125)	10%	(173)	38%	(213)	23%
Lãi từ HĐKD	1,313	447	-66%	812	82%	1,161	43%
Thu nhập khác, ròng	(31)	(11)	-63%	(16)	44%	(20)	23%
LNTT	1,283	450	-65%	796	77%	1,141	43%
Thuế TNDN	(232)	(92)	-60%	(148)	60%	(213)	44%
LNST	1,051	358	-66%	648	81%	928	43%
LNST-CĐTĐTS	829	385	-54%	532	38%	714	34%
EPS	12,142	5,636	-54%	4,709	-16%	5,915	26%

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

So với thời điểm khuyến nghị đầu tiên vào 24/09/2024, HAH đã ghi nhận mức tăng +17% tương đối tích cực do cơ những luận điểm và KQKD Q3.2024 đang đi theo hoặc vượt so với kỳ vọng ban đầu của BSC. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu **HAH** với giá mục tiêu 1 năm bằng **61,700 VNĐ/CP** (+14% so với giá mục tiêu trước đó, +33% so với giá đóng cửa ngày 14/11/2024)

- (1) Phương pháp EV/EBITDA và mức EV/EBITDA mục tiêu = 4.8 lần tương đương khuyến nghị HAH đầu tiên của chúng tôi.
- (2) Mức tăng giá mục tiêu chủ yếu +14% so với giá mục tiêu cũ chủ yếu do (i) tăng EBITDA +27% (ii) nợ ròng tăng +37% so với dự báo cũ do HAH tiếp tục đầu tư thêm tàu mới trong 2025. Tuy nhiên, dựa trên quan điểm thận trọng, BSC chưa đưa tàu mới kỳ vọng đầu tư trong dự phóng 2025, chúng tôi cho rằng khi các yếu tố thị trường diễn biến như kỳ vọng và HAH nhận tàu mới thì đây sẽ tiếp tục là tiềm năng tăng giá cho cổ phiếu trong 2025.
- (3) BSC cho rằng dư địa tăng giá của HAH là vẫn còn nhiều do (i) hoạt động cho đầu tư và cho thuê tàu định hạn HAH vẫn đang duy trì tích cực đặc biệt sau khi bổ sung thêm 1 tàu mới nữa (Hai-an Gama) (ii) HAH đang được giao dịch ở mức EBITDA FW 2025 = 3.3 lần thấp so với trung bình 5 năm và ngành = 4.8 lần và triển vọng KQKD +34% yoy trong 2025.

Chi tiết định giá

Định giá theo EV/EBITDA	
EV/EBITDA mục tiêu	4.8 lần
EBITDA FY 2024	1,924
Giá trị doanh nghiệp (EV) 2024	9,233
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	496
(-) Nợ	(2,280)
Giá trị VCSH	7,449
SLCP lưu hành (triệu)	121
Giá mục tiêu 2024	61,700

HAH EV/EBITDA



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	1,955	3,206	2,613	3,769	4,627
Giá vốn hàng bán	(1,241)	(1,784)	(2,002)	(2,716)	(3,146)
Lợi nhuận gộp	714	1,422	611	1,053	1,481
Thu nhập tài chính	26	69	30	23	19
Chi phí tài chính	(33)	(93)	(84)	(109)	(144)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(32)	(59)	(73)	(105)	(134)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	19	29	15	18	18
Chi phí BH	-	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(85)	(114)	(125)	(173)	(213)
Lãi từ HĐKD	642	1,313	447	812	1,161
Thu nhập khác, ròng	20	(31)	(11)	(16)	(20)
LNTT	662	1,283	450	796	1,141
Thuế TNDN	(112)	(232)	(92)	(148)	(213)
LNST	551	1,051	358	648	928
Lợi ích CĐKKS	105	222	(27)	117	213
LNST Công ty mẹ	446	829	385	532	714
EPS	9,133	12,142	5,636	4,709	5,915

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tiền và tương đương tiền	485	415	245	83	496
Đầu tư ngắn hạn	87	140	73	75	78
Phải thu ngắn hạn	633	984	1,005	1,131	1,388
Hàng tồn kho	48	78	97	132	153
TS ngắn hạn khác	34	132	180	188	231
TS ngắn hạn	1,287	1,750	1,600	1,609	2,346
Phải thu dài hạn	0	113	113	113	113
TSCĐ nguyên giá	2,386	3,904	4,651	6,421	7,171
Khấu hao	(851)	(1,160)	(1,533)	(2,056)	(2,704)
TSĐT nguyên giá	-	-	-	-	-
Khấu hao	-	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	7	45	30	30	30
ĐT dài hạn	148	182	155	173	191
TS dài hạn khác	255	272	342	494	606
TS dài hạn	1,945	3,356	3,759	5,176	5,407
Tổng TS	3,232	5,106	5,359	6,785	7,753
Nợ phải trả NH	387	598	543	610	650
Vay ngắn hạn	234	318	394	470	472
Tổng Nợ ngắn hạn	621	916	937	1,080	1,122
Vay dài hạn	559	1,004	993	1,719	1,808
Nợ dài hạn khác	151	248	258	258	258
Tổng Nợ dài hạn	710	1,252	1,251	1,976	2,065
Tổng Nợ phải trả	1,330	2,168	2,188	3,056	3,188
Vốn góp	488	703	1,055	1,055	1,055
Thặng dư vốn	192	192	192	192	192
Vốn chủ khác	280	391	664	664	664
Lãi chưa phân phối	592	1,068	751	1,192	1,816
Lợi ích CĐTS	350	584	510	627	840
Tổng VCSH	1,902	2,938	3,171	3,729	4,566
Tổng nguồn vốn	3,232	5,106	5,359	6,785	7,753

LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
(Lỗ)/LNTT	662	1,283	450	796	1,141
Khấu hao và phân bổ	164	279	364	523	649
Thay đổi vốn lưu động	(28)	(464)	(337)	(507)	(741)
Điều chỉnh khác	(8)	19	59	87	116
LCTT từ HĐKD	790	1,117	536	899	1,165
Tiền chi mua TSCĐ	(567)	(1,642)	(1,642)	(1,770)	(750)
Đầu tư khác	(83)	(13)	69	(3)	(3)
LCTT từ HĐĐT	(650)	(1,655)	21	(1,773)	(753)
Tiền chi trả cổ tức	(67)	(69)	(90)	(90)	(90)
Tiền từ vay ròng	92	518	147	802	91
Tiền thu khác	99	20	82	-	-
LCTT từ HĐTC	124	470	-	712	1
Dòng tiền đầu kỳ	221	485	415	245	83
Tiền trong kì	264	(67)	(170)	(163)	413
Dòng tiền cuối kỳ	485	415	245	83	496

Chỉ số	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán					
H số TT ngắn hạn	2.1	1.9	1.7	1.5	2.1
H số TT nhanh	1.9	1.7	1.4	1.2	1.7
Cơ cấu vốn					
H số Nợ/TTS	41%	42%	41%	45%	41%
H số Nợ/VCSH	70%	74%	69%	82%	70%
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	14	16	18	18	18
Số ngày phải thu ngắn hạn	118	112	140	110	110
Tỉ suất lợi nhuận					
Lợi nhuận gộp	37%	44%	23%	28%	32%
Lợi nhuận LNST	28%	33%	14%	17%	20%
ROE	23%	28%	12%	14%	16%
ROA	14%	16%	7%	8%	9%
Tăng trưởng					
Tăng trưởng DTT	64%	64%	-18%	44%	23%
Tăng trưởng EBIT	259%	93%	-61%	72%	41%
Tăng trưởng LNTT	289%	94%	-65%	77%	43%
Tăng trưởng EPS	222%	33%	-54%	-16%	26%
SLCP lưu hành (triệu)	49	68	68	113	121
BVPS	31,809	34,467	38,962	27,483	30,857

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà President palace, 93 Nguyễn Du
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

