

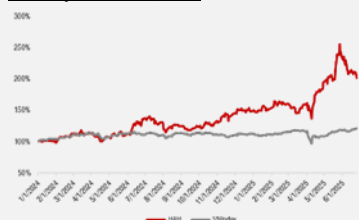
Công ty Cổ phần Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH: HOSE)

Ngày báo cáo: 26/06/2025
Ngành: Vận tải
TPPT: Nguyễn Hoàng Giang, CFA
Email: giangnh@ssi.com.vn
SĐT: +84-24 3936 6321 ext. 8703

Khuyến nghị: **TRUNG LẬP**
Giá mục tiêu 1Y: 64.300 Đồng
Giá CP ngày 26/06/2025: 67.100 Đồng
% Giảm giá: -4,2%

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 338
 Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 8.846
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 130
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 2.678.602
 Giá cao/thấp nhất 52T (ND): 84,4/37,8
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 149,5
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 5,0
 Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

HAH được thành lập năm 2009, là công ty điều hành cảng Hải An tại Hải Phòng. Mạng lưới logistic đã từng bước được mở rộng với 3 nhánh chính: Khai thác cảng, Vận tải và Depot & Logistics. Công ty đặt mục tiêu sở hữu một mạng lưới logistics tích hợp hoàn chỉnh tại Việt Nam. Hiện tại, Hải An chủ yếu hiện diện ở miền Bắc, với cảng Hải An ở Hải Phòng và Depot PAN - HAIAN ở khu vực Đình Vũ ở Hải Phòng. Mục tiêu những năm tới là mở rộng mạng lưới logistics ở miền Trung và miền Nam.

Định giá ở mức phù hợp

Tóm tắt đầu tư

- Cập nhật KQKD Q1/2025:** Lợi nhuận Q1/2025 của HAH tăng mạnh svck, tuy nhiên giảm so với quý trước do yếu tố mùa vụ. Ngoài ra, HAH đã mở rộng đội tàu qua việc mua 1 tàu 1.700 TEU và đặt hàng 2 tàu 3.000 TEU giao trong tương lai.
- Cập nhật ngành:** Mặc dù việc tạm dừng thuế quan trong 90 ngày giữa Trung Quốc và Mỹ đã giúp chỉ số WCI tăng 46% so với tháng trước, xu hướng giá cước vận chuyển trong tương lai sẽ còn phụ thuộc vào kết quả các cuộc đàm phán thương mại. Giá thuê tàu 1.700 TEU vẫn duy trì ở mức cao do tình trạng thiếu cung đối với loại tàu cỡ này.
- Hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP:** Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF và đưa ra giá mục tiêu 1 năm là 64.300 đồng/cổ phiếu (tương đương tiềm năng giảm giá là 4%), đã bao gồm việc chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu gần đây. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu HAH xuống TRUNG LẬP. Tuy nhiên, HAH vẫn là lựa chọn cổ phiếu yêu thích của chúng tôi trong ngành vận tải trên thị trường niêm yết.
- Triển vọng 3-6 tháng:** Chúng tôi dự kiến giá thuê tàu và giá cước giao ngay sẽ duy trì ở mức cao đến cuối năm do các gián đoạn hiện nay (tấn công tại kênh đào Suez, bất ổn khu vực Trung Đông, rủi ro thuế quan Mỹ...), do đó mặc dù triển vọng lợi nhuận nửa cuối năm 2025 vẫn tích cực nhưng tăng trưởng so với cùng kỳ sẽ thấp hơn do mức nền cao trong nửa cuối năm 2024.

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1.955	3.206	2.613	3.992	5.068	5.069
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	64,1%	63,9%	-18,5%	52,8%	26,9%	0,0%
Lợi nhuận gộp	714	1.422	611	1.267	1.741	1.587
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	36,5%	44,4%	23,4%	31,7%	34,4%	31,3%
Thu nhập tài chính	26	39	30	25	20	45
Chi phí tài chính	-33	-76	-84	-119	-133	-123
SG&A	-85	-114	-125	-211	-257	-269
Thu nhập ròng khác	20	-27	3	-14	0	0
Lợi nhuận trước thuế	662	1.272	450	967	1.390	1.259
Lợi nhuận ròng	551	1.041	358	789	1.135	1.028
NPATMI	446	822	385	640	920	833
<i>Tăng trưởng NPATMI</i>	222,1%	84,5%	-53,2%	66,2%	43,8%	-9,5%
EPS (VND)	8.767	11.217	2.883	5.055	6.800	5.626

Nguồn: HAH, SSI research

Cập nhật KQKD Q1/2025

Tỷ đồng	1Q25	1Q24	YoY	4Q24	QoQ	Biên lợi nhuận			
						1Q25	1Q24	4Q24	2024
Doanh thu thuần	1.169	704	66%	1.211	-3%				
Lợi nhuận gộp	385	106	262%	518	-26%	32,9%	15,1%	42,8%	31,7%
Lợi nhuận hoạt động	366	85	331%	443	-17%	31,3%	12,1%	36,6%	26,9%
EBIT	367	94	292%	450	-18%	31,4%	13,3%	37,2%	26,7%
EBITDA	367	194	89%	581	-37%	31,4%	27,6%	48,0%	38,6%
Lợi nhuận trước thuế	333	75	346%	418	-20%	28,5%	10,6%	34,5%	24,2%
Lợi nhuận ròng	274	39	606%	348	-21%	23,4%	5,5%	28,7%	19,8%
Lợi nhuận ròng thuộc cổ đông công ty mẹ	233	51	360%	280	-17%	19,9%	7,2%	23,1%	16,0%

Nguồn: HAH, SSI Research

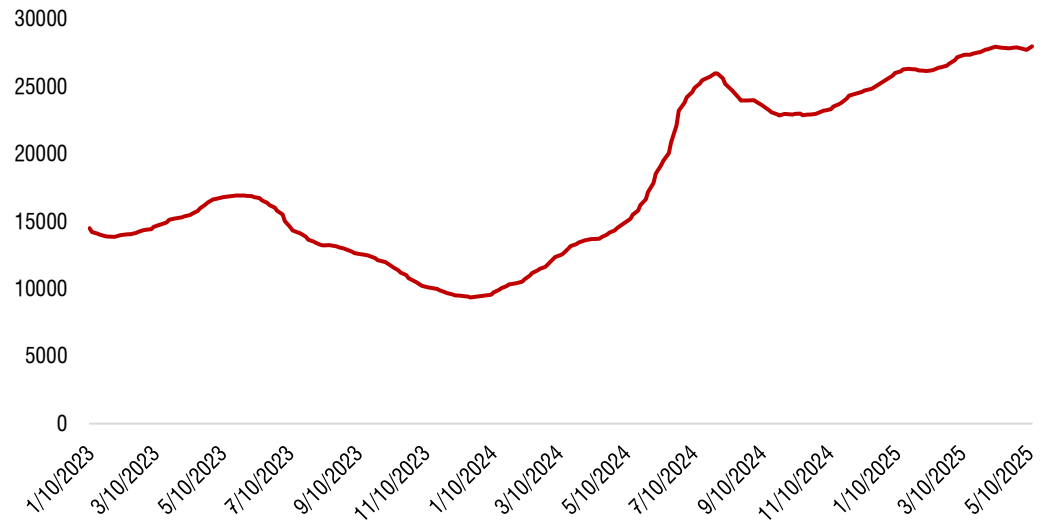
HAH ghi nhận KQKD Q1/2025 tăng mạnh svck, được thúc đẩy nhờ sự phục hồi của ngành vận tải trong năm 2024. Công ty ghi nhận doanh thu thuần tăng 66% svck, đạt 1.169 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ (NPATMI) tăng mạnh 606% svck, đạt 233 tỷ đồng, với Q1/2024 được xem là đáy của chu kỳ gần nhất. Ngoài việc mở rộng công suất, giá thuê tàu svck của hầu hết các tàu cho thuê đều tăng hơn gấp đôi, đạt khoảng 25.000–28.000 USD/ngày, góp phần thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ. Tuy nhiên, so với quý trước, lợi nhuận và biên lợi nhuận giảm do yếu tố mùa vụ ảnh hưởng đến mảng vận hành.

Trong Q1/2025, HAH đã mua thành công tàu Haian Zeta (15 năm tuổi) với tải trọng 1.700 TEU, nâng tổng số tàu trong đội lên 17 tàu với tổng công suất 28.200 TEU. Theo chiến lược mở rộng dài hạn, công ty đã đặt hàng hai tàu container 3.000 TEU từ một nhà đóng tàu Trung Quốc, dự kiến giao vào tháng 12/2027 và tháng 3/2028. Chi phí ước tính cho mỗi tàu mới vào khoảng 48–50 triệu USD, trong đó khoảng 50% sẽ được trả bằng nợ vay.

Hợp đồng cũng bao gồm quyền chọn mua thêm hai tàu tương tự với mức giá tương đương. Các tàu mới này được thiết kế thân thiện với môi trường, sử dụng nhiên liệu methanol, phù hợp với mục tiêu phát triển bền vững của HAH và tham vọng chiến lược mở rộng tuyến vận tải container trực tiếp đến Địa Trung Hải – châu Âu và/hoặc bờ Tây Hoa Kỳ. Sáng kiến này nhằm tăng cường kết nối logistics cho các nhà xuất nhập khẩu Việt Nam.

Cập nhật ngành

Chỉ số WCI (theo dõi giá cước vận tải giao ngay trên các tuyến vận tải chính) cho thấy mức tăng vượt trội, +46% so với tháng trước sau khi chính quyền Trump công bố hoãn áp thuế đối với Trung Quốc trong 90 ngày. Tính từ ngày 8/5, giá cước giao ngay tuyến Thượng Hải – New York đã tăng 81%. Diễn biến trong tương lai sẽ còn phụ thuộc vào kết quả các cuộc đàm phán thương mại. Trong khi đó, giá thuê tàu trên thị trường vẫn duy trì đà tăng. Giá thuê tàu cỡ 1.700 TEU – loại tàu chiếm phần lớn đội tàu cho thuê của HAH – hiện đang đạt gần 28.000 USD/ngày, cao nhất kể từ khi chu kỳ tăng bắt đầu từ đầu năm 2024 và đã tăng 12,5% từ đầu năm đến nay. Điều này dự kiến sẽ có lợi cho nhiều hợp đồng thuê tàu sắp được gia hạn vào cuối Q2/2025, do đó chúng tôi đã đưa mức giá này vào các giả định và ước tính cho năm 2025.

Biểu đồ: Giá cước thuê tàu New Context 1700

Nguồn: Bloomberg

Ước tính lợi nhuận

Nhìn chung, do mảng cho thuê tàu là nguồn đóng góp chính vào lợi nhuận, chúng tôi giữ quan điểm tích cực về triển vọng tài chính của công ty. Chúng tôi cập nhật các ước tính hiện nay cho năm 2025, với giả định giá thuê tàu cỡ từ 1.700–1.800 TEU sẽ dao động trong khoảng 25.000–28.000 USD/ngày. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo NPATMI lên 920 tỷ đồng, phản ánh mức tăng trưởng 43% svck, với lợi nhuận dự kiến đạt đỉnh vào nửa cuối năm 2025. Chúng tôi cũng dự báo tăng trưởng âm trong năm 2026, phù hợp với tác động chu kỳ dự kiến.

Tóm tắt ước tính của chúng tôi:

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1.955	3.206	2.613	3.992	5.068	5.069
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	64,1%	63,9%	-18,5%	52,8%	26,9%	0,0%
Lợi nhuận gộp	714	1.422	611	1.267	1.741	1.587
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	36,5%	44,4%	23,4%	31,7%	34,4%	31,3%
Thu nhập tài chính	26	39	30	25	20	45
Chi phí tài chính	-33	-76	-84	-119	-133	-123
SG&A	-85	-114	-125	-211	-257	-269
Thu nhập ròng khác	20	-27	3	-14	0	0
Lợi nhuận trước thuế	662	1.272	450	967	1.390	1.259
Lợi nhuận ròng	551	1.041	358	789	1.135	1.028
NPATMI	446	822	385	640	920	833
<i>Tăng trưởng NPATMI</i>	222,1%	84,5%	-53,2%	66,2%	43,8%	-9,5%
EPS (VND)	8.767	11.217	2.883	5.055	6.800	5.626

Nguồn: HAH, SSI research

Định giá

Tại mức giá hiện tại, HAH đang giao dịch với hệ số P/E dự phóng năm 2025–2026 lần lượt là 10x và 12x, cao hơn 20% so với mức P/E trung bình 5 năm là 8x. Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại đã phản ánh chiến lược và khả năng của HAH trong việc mở rộng đội tàu và thị trường một cách bền vững trong dài hạn.

Sau khi điều chỉnh các ước tính để bao gồm khả năng mở rộng đội tàu trong tương lai, mô hình DCF của chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 1 năm là **64.300 VNĐ/cổ phiếu**, đã tính đến việc chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu gần đây. Điều này cho thấy tiềm năng giảm giá khoảng 4%, do đó chúng tôi hạ khuyến nghị **xuống TRUNG LẬP**. Tuy nhiên, HAH vẫn là cổ phiếu yêu thích của chúng tôi trong ngành vận tải trên thị trường niêm yết.

Triển vọng 3-6 tháng: Chúng tôi dự kiến giá thuê tàu và giá cước giao ngay sẽ duy trì ở mức cao đến cuối năm do các gián đoạn hiện nay (tấn công tại kênh đào Suez, bất ổn khu vực Trung Đông, rủi ro thuế quan Mỹ...), do đó mặc dù triển vọng lợi nhuận nửa cuối năm 2025 vẫn tích cực nhưng tăng trưởng so với cùng kỳ sẽ thấp hơn do mức nền cao trong nửa cuối năm 2024.

Rủi ro giảm giá: Việt Nam chịu mức thuế đối ứng cao hơn dự kiến; Kinh tế toàn cầu và nhu cầu suy yếu.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	415	245	922	2.003
+ Đầu tư ngắn hạn	140	73	71	71
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	979	1.005	504	640
+ Hàng tồn kho	78	97	88	107
+ Tài sản ngắn hạn khác	132	180	168	212
Tổng tài sản ngắn hạn	1.745	1.600	1.753	3.033
+ Các khoản phải thu dài hạn	113	113	113	143
+ GTCL Tài sản cố định	2.744	3.118	4.775	4.763
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	45	30	21	21
+ Đầu tư dài hạn	140	155	174	174
+ Tài sản dài hạn khác	262	342	454	538
Tổng tài sản dài hạn	3.305	3.759	5.537	5.640
Tổng tài sản	5.049	5.359	7.290	8.673
+ Nợ ngắn hạn	910	937	1.210	1.477
Trong đó: vay ngắn hạn	318	394	532	650
+ Nợ dài hạn	1.252	1.251	2.108	1.926
Trong đó: vay dài hạn	1.004	993	1.798	1.548
Tổng nợ phải trả	2.162	2.188	3.318	3.403
+ Vốn góp	703	1.055	1.213	1.299
+ Thặng dư vốn cổ phần	192	192	192	306
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.025	751	1.053	1.845
+ Quỹ khác	966	1.173	1.513	1.821
Vốn chủ sở hữu	2.887	3.171	3.972	5.270
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	5.049	5.359	7.290	8.673
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.295	536	1.405	1.613
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-1.661	-776	-1.660	-599
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	299	69	930	67
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-67	-170	675	1.081
Tiền đầu kỳ	485	415	245	922
Tiền cuối kỳ	415	245	922	2.003
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,92	1,71	1,45	2,05
Hệ số thanh toán nhanh	1,69	1,41	1,24	1,84
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,61	0,34	0,82	1,40
Nợ ròng / EBITDA	0,38	1,15	0,83	0,38
Khả năng thanh toán lãi vay	23,26	7,13	10,55	11,54
Ngày phải thu	26,9	32,6	25,6	27,2
Ngày phải trả	23,3	27,7	24,2	25,0
Ngày tồn kho	13,0	16,0	12,4	10,7
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,57	0,59	0,54	0,61
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,43	0,41	0,46	0,39
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,75	0,69	0,84	0,65
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,46	0,44	0,59	0,42
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,11	0,12	0,13	0,12

Nguồn: HAH, SSI dự báo

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	3.206	2.613	3.992	5.068
Giá vốn hàng bán	-1.784	-2.002	-2.725	-3.327
Lợi nhuận gộp	1.422	611	1.267	1.741
Doanh thu hoạt động tài chính	39	30	25	20
Chi phí tài chính	-76	-84	-119	-133
Thu nhập từ các công ty liên kết	29	15	18	18
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-114	-125	-211	-257
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	1.300	447	980	1.390
Thu nhập khác	-27	3	-14	0
Lợi nhuận trước thuế	1.272	450	967	1.390
Lợi nhuận ròng	1.041	358	789	1.135
Lợi nhuận chia cho cổ đông	822	385	640	920
Lợi ích của cổ đông thiểu số	219	-27	150	215
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	11.217	2.883	5.055	6.800
Giá trị sổ sách (VND)	32.853	25.218	27.005	33.568
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	1.330	523	1.068	1.522
EBITDA	1.608	888	1.540	2.133
Tăng trưởng				
Doanh thu	63,9%	-18,5%	52,8%	26,9%
EBITDA	87,4%	-44,8%	73,5%	38,5%
EBIT	91,5%	-60,6%	104,0%	42,5%
Lợi nhuận ròng	89,0%	-65,6%	120,6%	43,8%
Vốn chủ sở hữu	51,8%	9,8%	25,3%	32,7%
Vốn điều lệ	44,2%	50,0%	15,0%	7,0%
Tổng tài sản	56,2%	6,1%	36,0%	19,0%
Định giá				
P/E	2,9	23,6	13,5	10,0
P/B	1,0	2,7	2,5	2,0
Giá/Doanh thu	0,6	1,3	1,9	1,7
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	1,9	10,8	4,8	3,1
EV/Doanh thu	0,9	3,7	2,4	1,9
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	44,4%	23,4%	31,7%	34,4%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	41,7%	19,4%	26,9%	29,7%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	32,5%	13,7%	19,8%	22,4%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	3,5%	4,8%	5,3%	5,1%
ROE	43,5%	11,8%	22,1%	24,6%
ROA	25,1%	6,9%	12,5%	14,2%
ROIC	31,5%	9,5%	16,1%	18,1%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu

Phó giám đốc Phân tích

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6732

Phân tích Ngành Vận tải

Nguyễn Hoàng Giang

Trưởng phòng Phân tích

giangnh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8703

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702