

CTCP VẬN HẢI VÀ XẾP DỠ HẢI AN (HSX: HAH)

Gã khổng lồ trong vận tải container nội địa

- **Dẫn đầu thị trường vận tải container đường biển nhờ vào các lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ**
- **Giá thuê tàu và cước phí vận tải nội địa tăng cao, do nhu cầu vận tải phục hồi và nguồn cung vận chuyển bị thắt chặt, sẽ thúc đẩy lợi nhuận**

Kể từ con tàu đầu tiên mua vào năm 2014, HAH đã không ngừng mở rộng đội tàu mỗi năm. Nhờ đó, đến năm 2021, HAH sở hữu đội tàu container lớn nhất Việt Nam gồm 8 tàu với tổng sức chở 11.000 TEU, trở thành đơn vị dẫn đầu thị trường vận tải container nội địa. Chúng tôi tin rằng việc sở hữu tàu có kích thước trung bình lớn, HAH có nhiều lợi thế hơn các đối thủ khác, bao gồm 1) được ưu tiên hơn trong việc cung cấp dịch vụ trung chuyển cho các MLO, 2) giá thuê cao hơn cho các tàu cỡ lớn và 3) lịch trình vận chuyển ổn định hơn và hiệu suất hoạt động tốt hơn. Bên cạnh đó, nhờ sở hữu đội tàu container lớn nhất, HAH có thể hoạt động trên một mạng lưới các tuyến vận tải nội địa rộng khắp, từ đó đa dạng hóa nguồn hàng.

Hoạt động kinh doanh cho thuê tàu sẽ có sự tăng trưởng đáng kể do HAH đã tăng số lượng tàu thuê tàu lên 3 tàu là Haian Link, Haian East và Haian West. Nhờ mức cước thuê tàu hấp dẫn và thời hạn thuê tàu lâu dài từ một đến hai năm, chúng tôi tin rằng các hoạt động cho thuê tàu sẽ là động lực chính cho sự tăng trưởng của HAH trong năm 2021F-22F.

Nhu cầu vận tải phục hồi sau khi nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt sẽ thúc đẩy tăng trưởng sản lượng vận chuyển trong quý 4/2021 và 2022F. Bên cạnh đó, nguồn cung tàu thu hẹp do các hãng tàu đã thuê tàu, cộng với nhu cầu vận tải phục hồi sẽ nâng cước phí vận tải trong quý 4/2021 cũng như năm 2022F.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng tổng doanh thu của HAH sẽ lần lượt đạt 1.675 tỷ đồng (+ 41% YoY) và 2.044 tỷ VND (+ 22% YoY) vào năm 2021F và 2022F. Nhờ mảng thuê tàu tăng trưởng mạnh, cùng với nhu cầu vận tải phục hồi và giá cước cao hơn, LNST của cổ đông công ty mẹ sẽ là 320 tỷ đồng (+ 131% YoY) / 506 tỷ đồng (+ 58% YoY) vào năm 2021F/22F. EPS đạt 6.558 đồng/10.376 đồng năm 2021F/22F.

Sử dụng phương pháp hệ số P/E mục tiêu 9x (50%) và FCFE (50%), chúng tôi đưa ra **giá trị hợp lý cho mỗi cổ phiếu là 80.300 đồng**, bằng **tổng lợi nhuận là 16%**, dựa trên giá đóng cửa vào ngày 22/10/2021. Chúng tôi khuyến nghị **"TÍCH LŨY"** cổ phiếu.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Doanh thu thuần	1.109	1.192	1.675	2.044
Tăng trưởng (%)	5,2	7,5	40,6%	22,0%
LNST	121	138	320	506
Tăng trưởng (%)	-16,4	13,9	131,3%	58,2%
Tỷ suất LNST (%)	10,9	11,6	19,1%	24,8%
ROA (%)	7,0	7,1	14,6%	20,1%
ROE (%)	12,4	13,4	27,2%	34,4%
EPS (VND)	2.488	2.835	6.558	10.376
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	20.416	21.908	26,226	34,073
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.500	1.000	1.000	1.000
P/E (x)	4,2	6,1	10,7	6,7
P/BV (x)	0,4	0,6	2,7	2,1

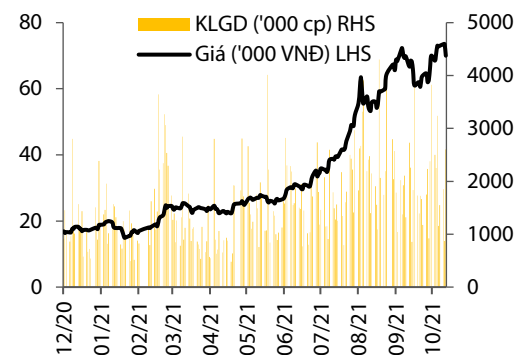
Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 22/10/2021.

TÍCH LŨY +16%

Giá thị trường (VND)	69.900
Giá mục tiêu (VND)	80.300

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vận tải – Hàng hải
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.318
SLCPDLH (triệu cp)	47,4
Beta	0,84
Free Float (%)	N/A
Giá cao nhất 52 tuần	73.500
Giá thấp nhất 52 tuần	12.090
KLGD bình quân 20 phiên	2.039.815



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
HAH	80,4	432,2	500,2
VN30 Index	9,5	63,9	61,2
VN-Index	12,1	46,7	37,2

Cổ đông lớn (%)

VẬN TẢI HẢI HÀ	11,8
SAO Á DC JSC	8,3
CÁNH ĐỒNG XANH	5,2
Cổ đông nước ngoài còn lại (%)	38,3

Trần Thu Anh

(084) 28 6288 2006 – Ext: 2221

anh.tt@vdsc.com.vn

HAH – dẫn đầu ngành vận tải container trong nước với nhiều lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ

HAH hiện đang sở hữu đội tàu container lớn nhất Việt Nam. Kể từ khi mua con tàu đầu tiên là “HAIAN PARK” vào năm 2014, HAH đã mở rộng đội tàu của mình lên 8 tàu container vào năm 2021, cung cấp sức chở gần 11.000 TEU lớn nhất tại Việt Nam, cao gấp gần 4 lần sức chở của đối thủ cạnh tranh nhất - Biển Đông Shipping - 3,850 TEU. Việc liên tục đầu tư vào đội tàu container thể hiện tầm nhìn của HAH trở thành đơn vị tiên phong đón đầu xu hướng phát triển vận tải container tại Việt Nam, đồng thời giúp HAH có thêm cơ hội để nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng của thị trường trong tương lai.

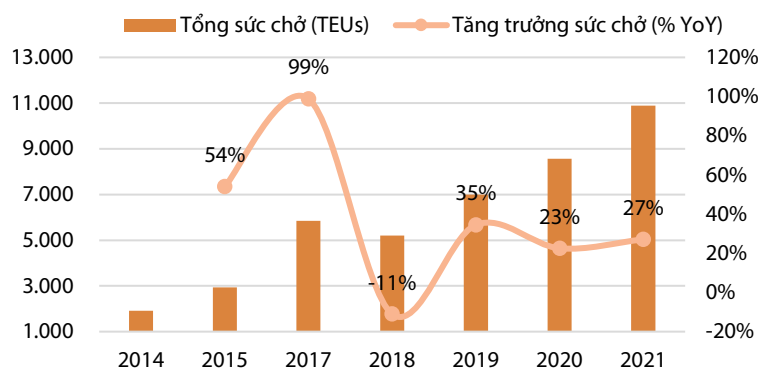
Hơn nữa, kích thước tàu trung bình của HAH là 1,362 TEU cao gấp đôi mức trung bình của các đối thủ khác là 681 TEU. Kích thước lớn hơn mang lại cho HAH những lợi thế như 1) được ưu tiên hơn các đối thủ khác trong việc cung cấp dịch vụ trung chuyển cho các MLO và 2) giá thuê cao hơn cho các tàu cỡ lớn và 3) lịch trình vận chuyển ổn định hơn do các tàu cỡ lớn hoạt động hiệu quả hơn các tàu cỡ nhỏ tàu trong điều kiện thời tiết xấu.

Bảng 1. Đội tàu của HAH

Tên tàu	Ngày mua / thanh lý	Sức chứa (TEUs)	Tuổi	Mục đích sử dụng hiện tại
HAIAN PARK	05/2014	787	21	Vận chuyển
HAIAN TIME	09/2015	1.032	19	Vận chuyển
HAIAN BELL	05/2017	1.200	18	Vận chuyển
HAIAN LINK	11/2018	1.060	12	Thuê định hạn
HAIAN MIND	06/2019	1.794	12	Vận chuyển
HAIAN VIEW	07/2020	1.577	12	Vận chuyển
HAIAN WEST	04/2021	1.740	13	Thuê định hạn
HAIAN EAST	04/2021	1.702	12	Thuê định hạn
Tổng		10.892		
Tàu thanh lý				
HAIAN SONG	02/2021	1.121	N/A	N/A
HAIAN FAIR	2018	1.706	N/A	N/A
HAIAN GATE	04/2021	707	N/A	N/A

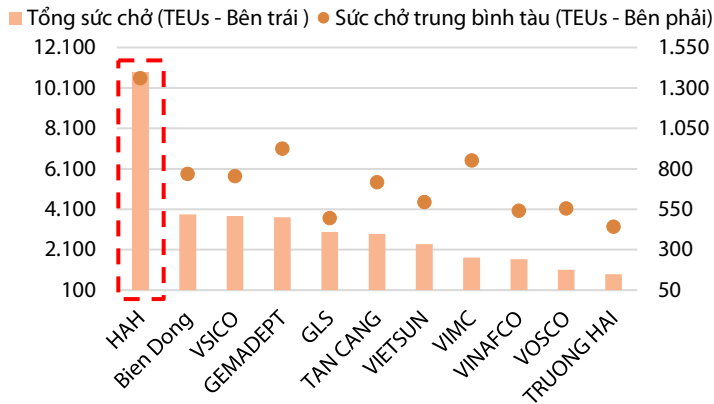
Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Tăng trưởng đội tàu của HAH



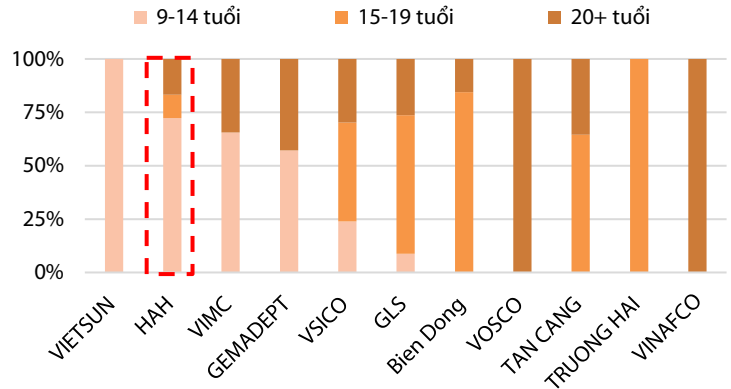
Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sức chở đội tàu container nội địa



Nguồn: HAH, Cục đăng kiểm Việt Nam, CTCK Rông Việt

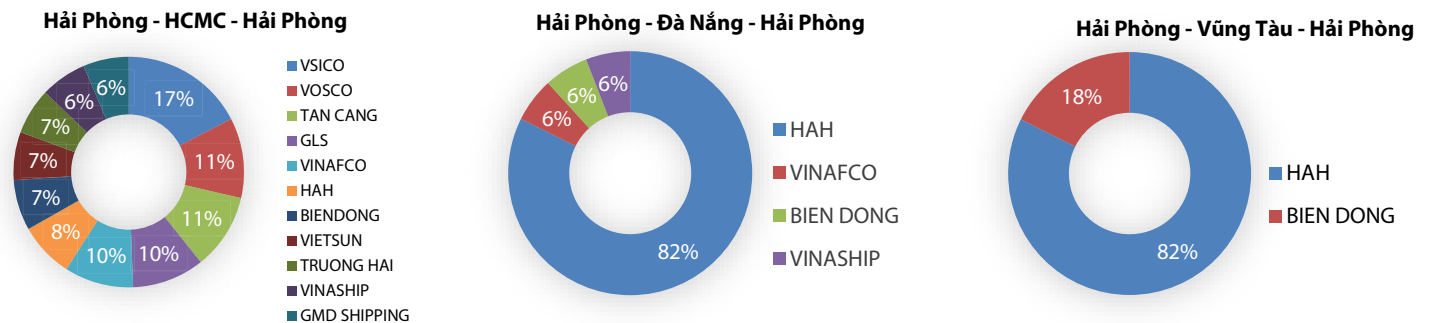
Hình 3: HAH sở hữu đội tàu trẻ thứ hai tại Việt Nam dựa trên độ tuổi tính theo % tổng sức chở



Nguồn: HAH, Cục đăng kiểm Việt Nam, CTCK Rông Việt

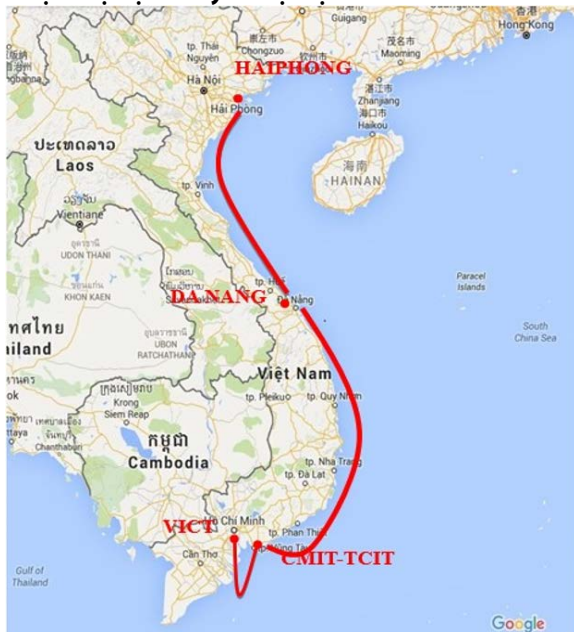
Sở hữu đội tàu container lớn nhất, HAH có khả năng hoạt động trên mạng lưới các tuyến vận tải nội địa rộng rộng khắp. Thực tế, đội tàu của công ty không chỉ cập các cảng chính ở Hải Phòng và Hồ Chí Minh mà còn cập các bến khác ở Đà Nẵng và Cái Mép. Chẳng hạn, bên cạnh tuyến trọng điểm Hải Phòng-TP.HCM-Hải Phòng với sự cạnh tranh cao từ các hãng tàu khác (như VINAFCO, Gemadept, Biển Đông, VOSCO), HAH cung cấp dịch vụ kết nối Hải Phòng với Đà Nẵng/Vũng Tàu mà ít gặp phải cạnh tranh, bằng chứng là phần lớn thị phần các tuyến này thuộc về HAH (Hình 4). Đáng chú ý, tuyến Hải Phòng - Cái Mép được HAH khai thác chuyên chở hàng hóa nội địa kết hợp với hàng trung chuyển cho các hãng tàu chạy tuyến xa (MLOs), chẳng hạn như Hapag-Lloyd và ONE. Hiện tại, lịch trình vận chuyển nội địa là bốn chuyến/tuần, với ba chuyến cho các tuyến liên kết Hải Phòng với Vũng Tàu, HCM và một chuyến mỗi tuần cho Hải Phòng - Đà Nẵng. Mạng lưới giao thông rộng khắp càng củng cố lợi thế của HAH trong việc đa dạng hóa nguồn hàng từ ba miền Bắc - Trung - Nam của đất nước. Bên cạnh đó, việc hoạt động thường xuyên trên các tuyến Hải Phòng - Vũng Tàu cho thấy mong muốn của HAH trong việc bổ sung hàng hóa trung chuyển như một nguồn hàng khác khi các cảng nước sâu (ví dụ như Cảng Quốc tế Tân Cảng) đã và đang phát triển như một trung tâm trung chuyển tại Việt Nam. Ngoài ra, số lượng tàu lớn giúp công ty duy trì tần suất vận chuyển cao (bốn chuyến/tuần), từ đó đảm bảo lịch trình vận chuyển ổn định. Đáng chú ý, khi thị trường thuê tàu phát triển, việc sở hữu nhiều tàu hơn các đối thủ cạnh tranh giúp HAH có lợi thế trong việc duy trì lịch trình vận chuyển trong khi vẫn có tàu cho thuê.

Hình 4: Các tuyến nội địa của HAH và thị phần tương ứng về số chuyến vận chuyển trong 9T/2021



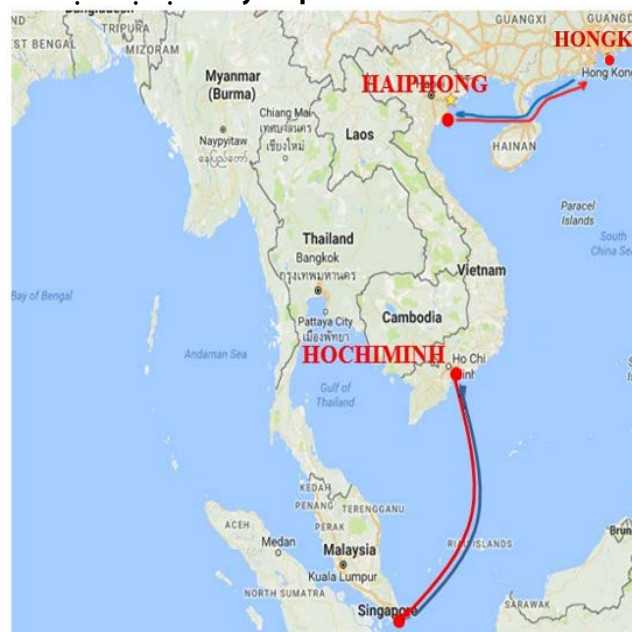
Nguồn: Cảng vụ Cảng Hải Phòng, CTCK Rông Việt

Hình 5: Dịch vụ vận chuyển nội địa của HAH



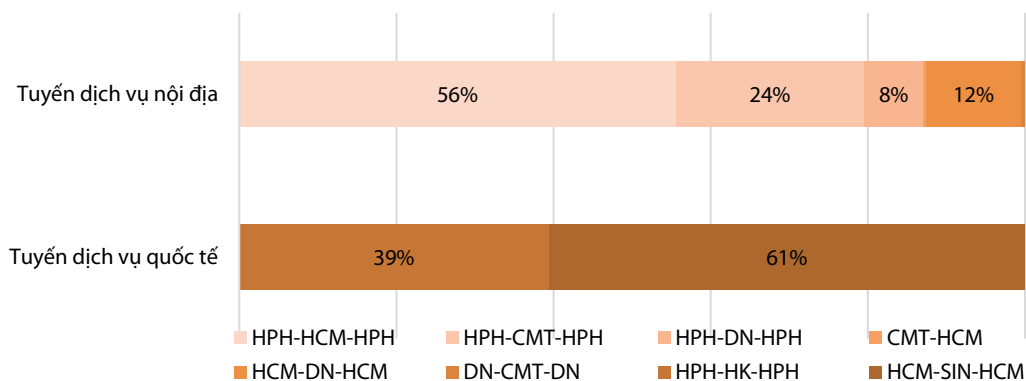
Nguồn: HAH

Hình 6: Dịch vụ vận chuyển quốc tế của HAH



Nguồn: HAH

Hình 7: Tỷ trọng sản lượng vận tải theo tuyến dịch vụ trong 9T 2021

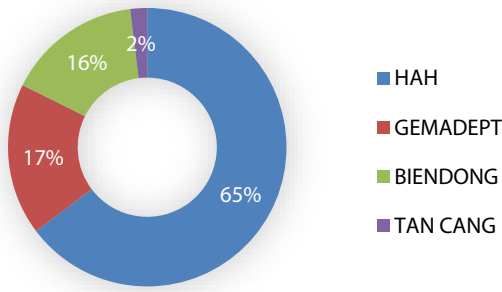


Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Bên cạnh đó, **HAH có nhiều cơ hội để cung cấp các tuyến dịch vụ quốc tế hơn các công ty trong nước khác do các tàu của HAH đều có đăng kiểm kép (quốc tế và nội địa)**. Ngoài các tuyến nội địa, các tàu thường xuyên được luân chuyển cho các tuyến trung chuyển quốc tế là Hải Phòng - Hồng Kông - Hải Phòng và TP.HCM - Singapore - TP.HCM với tần suất một chuyến/tuần. Đáng chú ý, với các tàu cỡ lớn, HAH có khả năng duy trì lịch trình vận chuyển trong điều kiện thời tiết xấu, từ đó dẫn đầu về tần suất vận chuyển trên tuyến Hải Phòng - Hồng Kông (Hình 8) so với các hãng tàu khác trong nước.

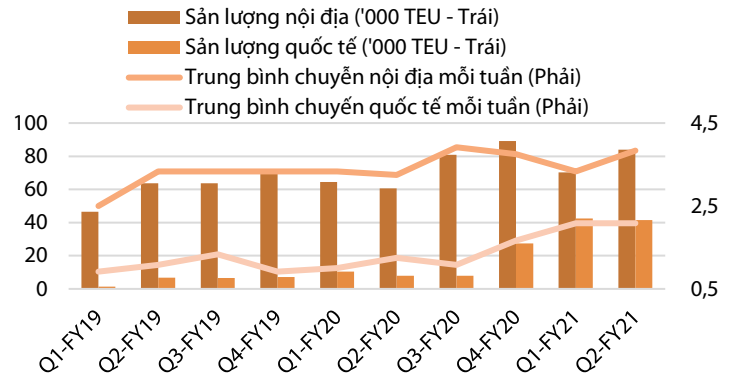
Với các tàu cỡ lớn, HAH có lợi thế trong việc đấu thầu cung cấp dịch vụ trung chuyển cho các MLO, cụ thể là Hapag-lloyd, ONE, HMM và OOCL. Do hiện tại không có hãng tàu nội địa nào ngoài HAH phục vụ dịch vụ trung chuyển cho các hãng tàu chạy tuyến xa (MLOs) trên các tuyến nối Việt Nam và Hong Kong/Singapore, chúng tôi cho rằng HAH có lợi thế lớn trong việc đảm bảo ổn định nguồn hàng quốc tế cho đội tàu. **Không chỉ mở rộng mạng lưới vận tải, các tuyến dịch vụ quốc tế này còn mang lại cơ hội đồ nhiên liệu cho tàu với chi phí thấp hơn trong nước do các ưu đãi về thuế quan.**

Hình 8: Thị phần về số chuyến vận chuyển trên tuyến Hải Phòng - Hồng Kông trong 9T/2021



Nguồn: Cảng vụ Cảng Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

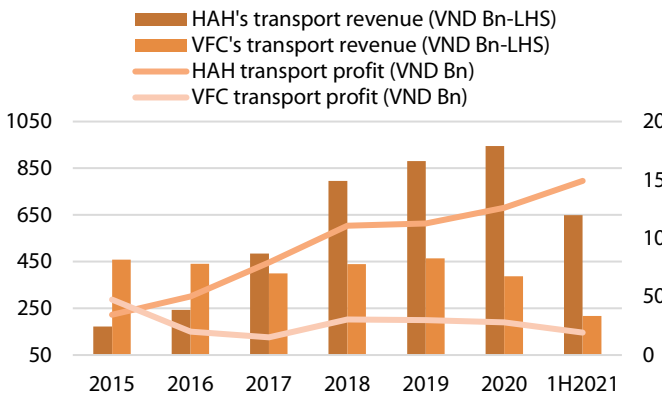
Hình 9: Sản lượng vận tải và tần suất vận tải trong nước/quốc tế



Nguồn: HAH, Cảng vụ Cảng Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

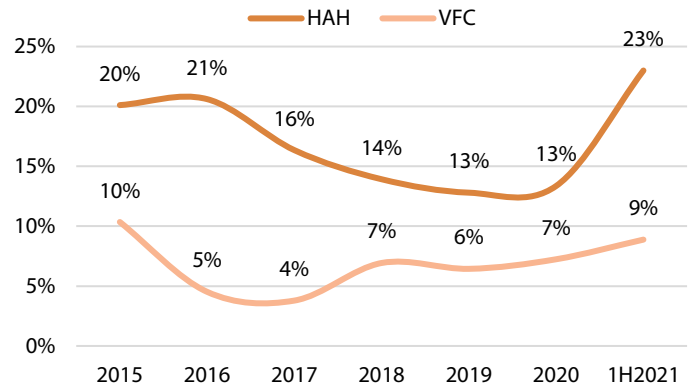
So với đối thủ niêm yết cùng ngành trên thị trường vận tải đường biển container là Vinafco (UPCom: VFC), mảng khai thác tàu của HAH vượt trội hơn về doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp (hình 10-11). Trong khi việc mở rộng đội tàu container thường xuyên là nguyên nhân chính giúp HAH đạt doanh thu tốt, không như đội tàu của VFC không có thay đổi kể từ năm 2015, chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn do các yếu tố sau: (1) lợi nhuận bổ sung từ việc cho thuê tàu, (2) mặc dù DWT trung bình trên mỗi tàu lớn hơn hệ số tải trọng cao hơn (lên đến 90% so với ước tính 70% của VFC) nhờ lịch trình vận chuyển ổn định hơn và (3) khả năng đổ nhiên liệu ở nước ngoài như đã đề cập ở trên.

Hình 10: Doanh thu/lợi nhuận vận tải của HAH và VFC



Nguồn: HAH, VFC, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Biên lợi nhuận gộp vận tải của HAH và VFC



Nguồn: HAH, VFC, CTCK Rồng Việt

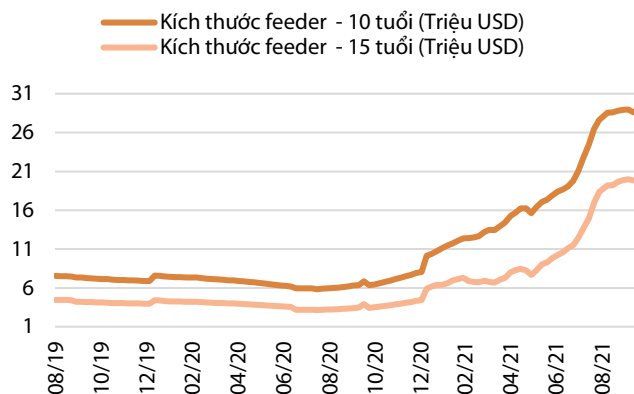
Quy mô đội tàu khó có thể mở rộng cho đến năm 2023F do giá mua tàu cũ tăng cao

Với định hướng phát triển đội tàu container hùng mạnh, HAH đã ký hợp đồng đóng một tàu mới, tải trọng 1.800 TEU với tổng chi phí là 26,2 triệu USD. Tàu này dự kiến sẽ được giao vào tháng 9 năm 2023. Trong khi đó, HAH không có kế hoạch mua tàu mới trong 2-3 năm tới do giá mua lại tàu cũ đã tăng đáng kể (hình 12).

Mặt khác, HAH hiện không có kế hoạch thanh lý các tàu cũ là Hai-an Park (21 tuổi), Hai-an Time (19 tuổi) và Hai-an Bell (18 tuổi) trong ba năm tới vì các tàu này gần đây đã được bảo dưỡng định kỳ và vẫn đáp ứng các tiêu chí đăng kiểm cho việc vận chuyển.

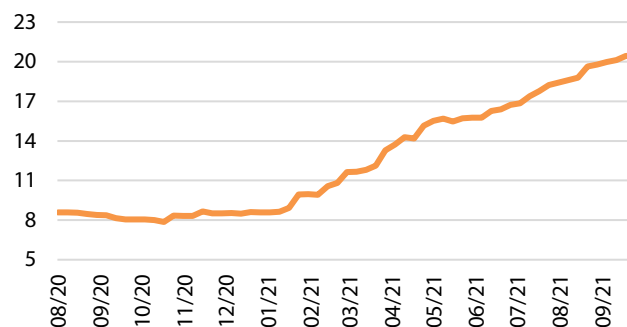
Nhìn chung, quy mô đội tàu sẽ không thay đổi cho đến năm 2023F.

Hình 12: Giá tàu container cũ cỡ feeder 10-15 tuổi



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Hình 13: Tổng tải trọng tàu đóng mới theo % tải trọng chuyên chở hiện tại theo DWT



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Giá thuê tàu tăng cao giúp mảng kinh doanh cho thuê tàu của HAH được hưởng lợi mạnh mẽ

Tình trạng tắc nghẽn cảng nghiêm trọng ở Mỹ và Trung Quốc đã tác động đến giá vận chuyển, thông qua tăng giá cước thuê tàu

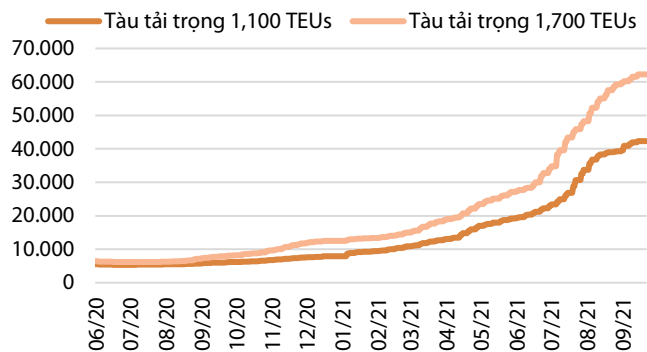
Sản lượng nhập khẩu tăng vọt đã gây ra tình trạng tắc nghẽn tại các cảng của Hoa Kỳ từ đầu năm đến nay. Các bến cảng bờ Tây Hoa Kỳ, đặc biệt là cảng Los Angeles và cảng Long Beach, đã chứng kiến sản lượng nhập khẩu tăng liên tục kể từ tháng 6/2020 khi người tiêu dùng Hoa Kỳ chuyển chi tiêu cho các dịch vụ sang chi tiêu hàng hoá tiêu dùng chủ yếu được nhập khẩu, nguyên nhân do hạn chế đi lại trong thời kỳ đại dịch. Theo đó, lượng container nhập khẩu trong 8T2021 đã tăng 29% YoY tại cảng Long Beach và 30% YoY tại cảng Los Angeles. Bên cạnh khối lượng hàng nhập khẩu tăng đột biến, tình trạng thiếu nhân công cảng khiến việc xếp dỡ hàng hóa chậm trễ hơn, khiến tình trạng ùn tắc tại các cảng trở nên trầm trọng hơn.

Trong khi đó, việc phát hiện các ca nhiễm Covid-19 tại các cảng biển Trung Quốc (cụ thể là Yantian và Ningbo-Zhoushan) đã khiến chính quyền Trung Quốc phải đóng cửa một số cảng biển liên quan kể từ giữa năm 2021. Năng lực xếp dỡ hàng hóa sụt giảm cũng khiến cảng lâm vào tình trạng tắc nghẽn nghiêm trọng.

Các tàu phải đợi từ 9 đến 11 ngày mới có thể cập cảng tại Los Angeles hoặc Long Beach (như bản cập nhật mới nhất của Hapag Lloyd's vào ngày 24/9/2021), trong khi các tàu phải chờ từ 4.5 ngày tại Cảng Yangsan Thượng Hải, theo Maersk.

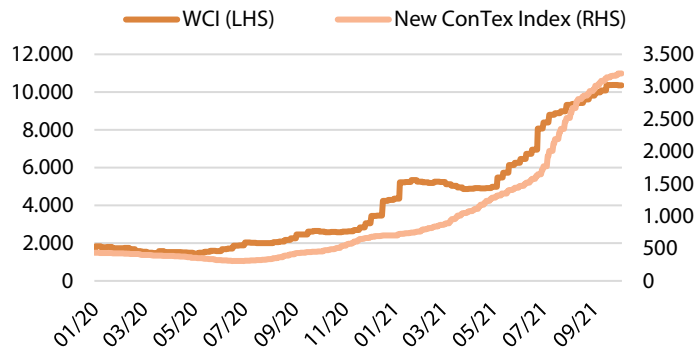
Qua đó, năng lực vận tải biển trên toàn cầu bị sụt giảm, dẫn đến nhu cầu thuê tàu tăng cao nhằm bù đắp cho công suất bị ảnh hưởng. Giá thuê tàu do đó đã tăng đáng kể kể từ tháng 4/2021 (hình 14).

Hình 14: Chỉ số New Contex - Chỉ số đánh giá cước thuê tàu container định hạn kích thước feeder (USD/ngày)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 15 New ConTex so với WCI - chỉ số cước phí vận tải toàn cầu



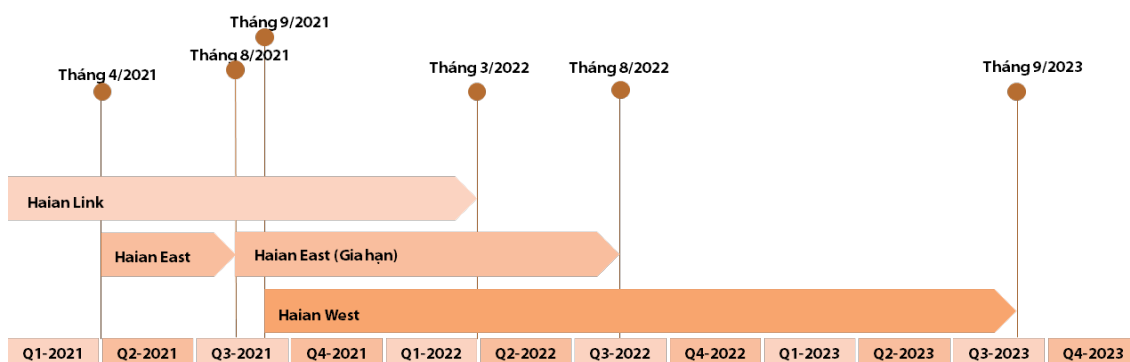
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi cho rằng tình trạng tắc nghẽn cảng sẽ vẫn tiếp diễn đến suốt năm 2022 do 1) khó thay đổi mô hình tiêu dùng đã hình thành trong đại dịch và 2) sự thiếu hụt lao động (đặc biệt là ở Mỹ). Theo báo cáo của McKinsey & Company về "Sự phục hồi ở nhu cầu của người tiêu dùng và các hệ quả của Covid-19", mua sắm online và sinh hoạt tại gia (gồm chi tiêu cho các mặt hàng gia đình như dụng cụ tập thể dục tại nhà, sân vườn và các thiết bị chơi game) vẫn được ưu chuộng ngay cả khi đại dịch được kiểm soát. Do đó, chúng tôi tin rằng tình trạng hàng hóa nhập khẩu tăng vọt từ Châu Á vào Mỹ sẽ không dừng lại trong thời gian ngắn, điều này khiến tình trạng tắc nghẽn cảng biển sẽ khó có thể giải quyết trong ngắn hạn. Ngoài ra, sự thiếu hụt lao động sẽ tiếp tục là thách thức lớn đối với việc giải quyết vấn đề ùn tắc tại các cảng biển. Bên cạnh đó, mặc dù số lượng đơn đặt hàng tàu container mới có sự gia tăng, thể hiện qua việc tăng tỷ lệ đặt đóng mới tàu theo % DWT lên 20,33% (+12,32% YoY) trong tháng 10/2021, sẽ phải mất từ 2 đến 3 năm để hoàn tất việc bàn giao, do đó sự mất cân đối giữa nhu cầu ở năng lực vận tải và nguồn cung sẽ vẫn còn tiếp diễn. Do đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu thuê tàu sẽ vẫn duy trì ở mức cao trong năm 2022.

Về hoạt động kinh doanh thuê tàu của HAH:

- Trước đó, HAH đã cho thuê tàu Haian Link với bên thuê là SITC Container Lines từ tháng 3/2021 với mức cước 10.000 USD/ngày với thời hạn hợp đồng một năm.
- Vào tháng 4/2021, HAH đã cho thuê tàu Haian East với bên thuê là Samudera Shipping, ngay sau khi con tàu này được bàn giao, và gần đây đã gia hạn hợp đồng với cước phí cao hơn, tăng từ \$9.600 USD/ngày lên \$17.750 USD/ngày vào tháng 8/2021, và thời gian thuê được kéo dài đến tháng 4/2022.
- Do các điều kiện ở thị trường thuê tàu gần đây trở nên hấp dẫn hơn (gồm cước phí cao và thời gian thuê dài) HAH đã ký kết thêm hợp đồng cho Hyundai Merchant Marine thuê tàu Haian West (1.740 TEUs) với cước phí thuê ước tính khoảng \$30.500 USD/ngày trong hai năm vào cuối tháng 9/2021.

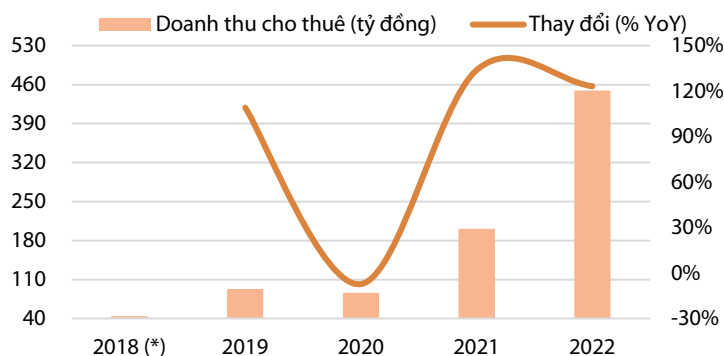
Hình 16: Các hợp đồng cho thuê tàu hiện tại của HAH



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Với tình trạng tắc nghẽn cảng biển và mất cân bằng vận tải trên toàn cầu có khả năng tiếp tục kéo dài vào năm 2022, chúng tôi kỳ vọng rằng HAH sẽ có thể gia hạn thành công hợp đồng cho Haian Link và Haian East với giá thuê cao hơn 20% vào năm 2022. Trong khi đó, hợp đồng của Haian West sẽ vẫn có hiệu lực trong 2 năm tới. Do vậy, chúng tôi ước tính doanh thu thuê tàu của HAH sẽ ở mức cao, với 201 tỷ đồng trong năm 2021F (+134% YoY) và 449 tỷ đồng trong năm 2022F (+123% YoY).

Hình 17: Doanh thu cho thuê tàu dự phóng



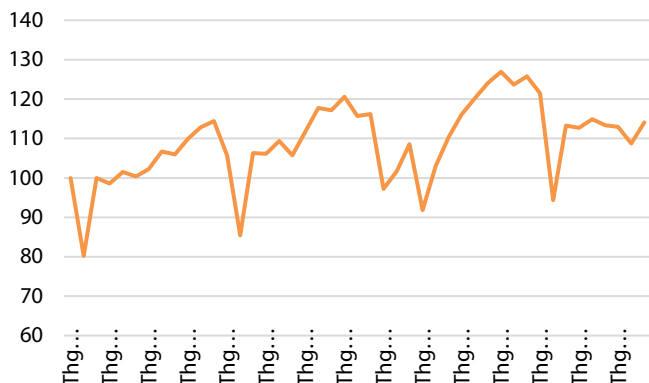
Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt, (*) ước tính doanh thu thuê tàu năm 2018

Nhu cầu vận tải và giá cước phục hồi giúp củng cố mảng vận tải

Sự tăng trưởng nhu cầu vận tải biển sẽ bị siết chặt hơn trong Q3/2021 do các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt đã gây sức ép lên các chỉ số sản xuất công nghiệp trong nước (IIP) và PMI (hình 18-19), các chỉ số phản ánh nhu cầu vận chuyển hàng hóa, trong những tháng gần đây. Thực tế, tổng sản lượng container thông qua các cảng của Việt Nam vào tháng 8/2021 đã giảm nhẹ 7% MoM xuống còn 1.913 TEU, theo Cục hàng hải Việt Nam. Trong đó, thông lượng container nội địa/EX-IM đã giảm 11% MoM/5% MoM.

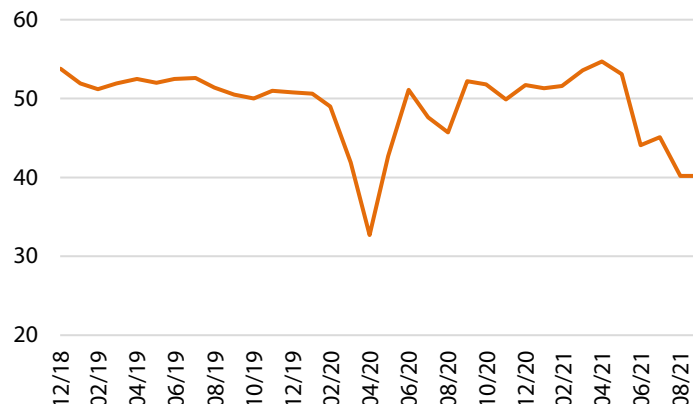
Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng nhu cầu vận tải biển sẽ phục hồi trong Q4/2021 nhờ vào (1) hiệu ứng mùa vụ trong vận tải và (2) việc nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt, trước khi tiếp tục tăng trưởng vào năm 2022 do nhu cầu trong nước được phục hồi và thị trường xuất khẩu được mở rộng nhờ vào sự hồi phục kinh tế toàn cầu.

Hình 18: Chỉ số sản xuất công nghiệp của Việt Nam từ năm 2018 đến nay



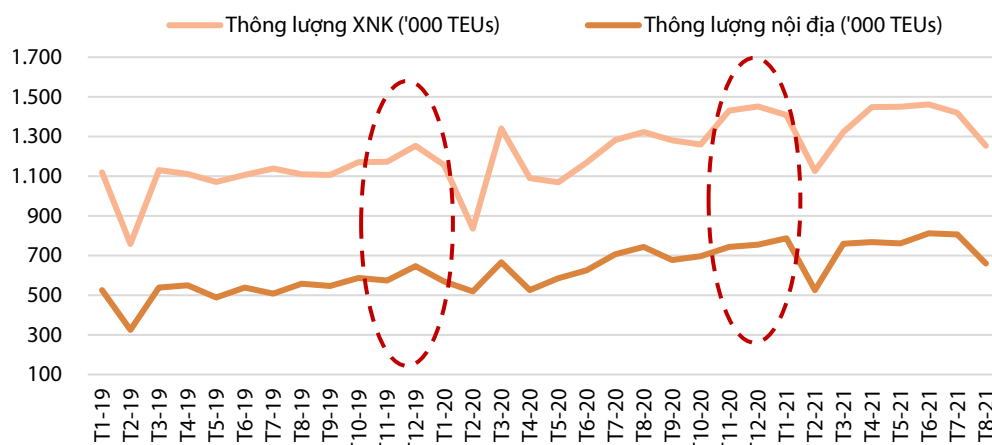
Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 19: PMI của Việt Nam



Nguồn: HIS Markit, CTCK Rồng Việt

Hình 20: Hiệu ứng mùa vụ của thông lượng container tại cảng biển Việt Nam



Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Về dịch vụ quốc tế, do HAH đã cho thuê thêm một tàu (Haiyan East như đã đề cập ở trên) vào cuối tháng 9/2021, tuyến TP.HCM – Singapore sẽ bị cắt giảm, dẫn đến sản lượng quốc tế của HAH bị giảm trong Q4/2021.

Theo đó, chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng nội địa/quốc tế của HAH sẽ lần lượt là 142.000 TEU (-17% YoY) và 54.000 TEU (+54% YoY) trong 2H2021, dẫn đến tổng sản lượng của năm 2021 đạt 434.000 TEU (+24% YoY). Đối với năm 2022, sản lượng vận chuyển dự kiến sẽ đạt 405.000 TEU (-7% YoY), với sản lượng nội địa và quốc tế lần lượt là 332.000 TEU (+12% YoY) và 73.000 TEU (-48% YoY).

Mặc dù đại dịch đã làm suy giảm nhu cầu, **nhưng chúng tôi tin rằng cước phí vận tải nội địa sẽ khó có thể giảm trong thời gian tới**, lý do các hãng vận tải trong nước đang gấp rút thuê tàu do cước phí thuê tăng mạnh như đã đề cập đến. Trên thực tế, Biển Đông, Tân Cảng, GLS và Vsico đã cùng với HAH tham gia vào thị trường cho thuê tàu với nhiều hợp đồng thuê tàu có thời hạn kéo dài lên đến 1 năm đã được ký kết. Hơn nữa giá tàu tăng cao cản trở việc mở rộng thêm đội tàu nội địa trong ngắn hạn khiến chúng tôi cho rằng nguồn cung tàu hạn hẹp sẽ tiếp tục duy trì như trong 1H 2021, hỗ trợ giá cước vận tải nội địa ở mức cao. Thực tế, HAH lên kế hoạch tăng giá cước trong Q4/2021 từ 10-15% so với mức trung bình

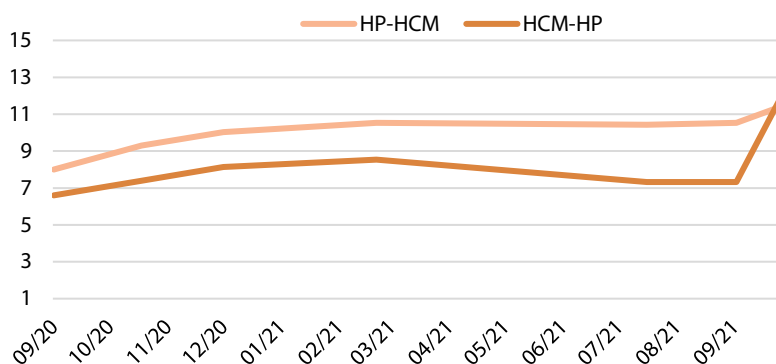
trong 9T2021. Do đó chúng tôi cho rằng giá cước vận tải nội địa trung bình sẽ tăng 23% YoY trong Q4/2021 và 7% YoY vào năm 2022.

Bảng 2: Các hãng tàu và số lượng tàu cho thuê tàu tương ứng cập nhật vào ngày 1/10/2021

Hãng tàu	Số lượng tàu đã cho thuê	Tổng sức chở giảm do thuê tàu	% Sức chở nội địa bị giảm
GLS	2	1.370	46%
VIMC	5	3.954	71%
VOSCO	1	560	50%
GEMADEPT	3	2.956	80%
HAH	3	4.502	41%
VSICO	2	1.808	48%
TÂN CẢNG	3	2.455	85%
TỔNG	19	17.605	49%

Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Giá cước vận tải nội địa bao gồm phụ phí cho tuyến HP-HCM và HCM-HP (40 'Container-triệu đồng)

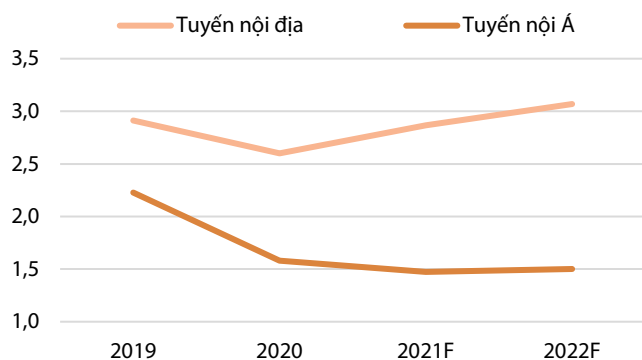


Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Giá cước cho tuyến Hải Phòng – Hồng Kông sẽ vẫn duy trì ở mức khả quan do HAH đã thỏa thuận được mức cước mới với MLOs tăng 7-10% YoY với thời hạn hợp đồng kéo dài đến tháng 4/2022.

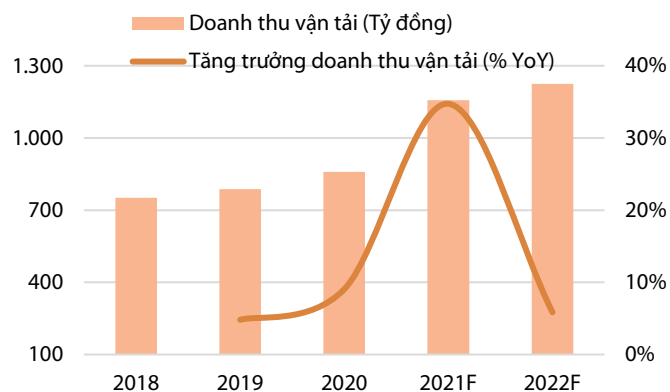
Chúng tôi ước tính **doanh thu vận tải sẽ đạt khoảng 1.157 tỷ đồng vào năm 2021F (+35% YoY) và 1.225 tỷ đồng (+7% YoY) vào năm 2022F.**

Hình 22: Giá dịch vụ giả định trung bình trên mỗi TEU (triệu đồng)



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 23: Dự phóng doanh thu vận tải



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Rủi ro đối với khuyến nghị

• **Thay đổi về số lượng tàu đã cho thuê và/hoặc thời gian thuê**

Chúng tôi cho rằng rủi ro này có thể gây ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh không chỉ vì hoạt động này đóng góp một phần lớn vào lợi nhuận của HAH mà còn làm thay đổi doanh thu vận tải.

• **Giá thuê tàu biến động nhiều hơn dự kiến**

Sự thay đổi bất ngờ của giá thuê tàu cho Haian Link (hết hạn vào tháng 3/2022) và Haian East (hết hạn vào tháng 9/2022) sẽ gây ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận ròng của HAH trong năm 2022F.

Bảng 3: Phân tích mức độ nhạy cảm thay đổi lãi suất thuê

2022F LNST thay đổi so với trường hợp cơ sở		Thay đổi cước giá hạn thuê tàu Haian Link											
		-30%		-20%		-10%		+10%		+20% (Trường hợp cơ sở)		+30%	
Thay đổi cước giá hạn thuê tàu Haian East	-30%	463	-9%	468	-8%	473	-7%	483	-5%	487	-4%	492	-3%
	-20%	466	-8%	471	-7%	476	-6%	486	-4%	491	-3%	496	-2%
	-10%	470	-7%	475	-6%	480	-5%	490	-3%	495	-2%	500	-1%
	+10%	478	-6%	483	-5%	488	-4%	497	-2%	502	-1%	507	0%
	+20% (Trường hợp cơ sở)	481	-5%	486	-4%	491	-3%	501	-1%	506	0%	511	1%
	+30%	485	-4%	490	-3%	495	-2%	505	0%	510	1%	515	2%

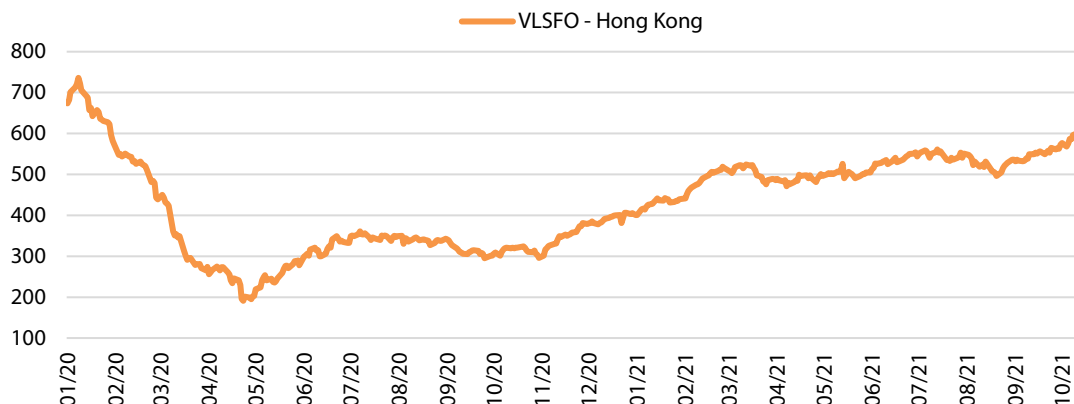
Nguồn: CTCK Rồng Việt

• **Biến động chi phí nguyên liệu**

Chúng tôi ước tính rằng chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 30-35% COGS của HAH. Vì vậy, bất kỳ biến động nào về chi phí nhiên liệu sẽ dẫn đến sự thay đổi ở chi phí nguyên vật liệu trung bình trên mỗi TEU và ảnh hưởng đến dự báo LNST của chúng tôi.

Do giá thị trường trung bình của VLSO đã tăng khoảng 10% trong 2H2021, chúng tôi dự kiến chi phí nhiên liệu phát sinh của HAH trong 2H2022 sẽ cao hơn chi phí trong 1H2021 là 10% và sẽ tiếp tục tăng 10% YoY trong năm 2022. Theo đó, giả định cơ sở cho sự biến động giá phụ phí nhiên liệu trong 2H2021 và 2022 là +10%.

Hình 24: Giá dầu nhiên liệu có hàm lượng lưu huỳnh rất thấp (VLSFO) (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Phân tích độ nhạy đối với sự thay đổi chi phí nhiên liệu

% Thay đổi chi phí nhiên* liệu trên mỗi TEU	LNST 2021F (tỷ đồng)	LNST 2021F thay đổi so với nền cơ sở	LNST 2022F (tỷ đồng)	LNST 2022F thay đổi so với nền cơ sở
344 USD/mt (-30%)	382	19%	643	27%
394 USD/mt (-20%)	367	15%	609	20%
443 USD/mt (-10%)	351	10%	575	14%
541 USD/mt (+10%) (nền cơ sở)	320	0%	506	0%
(590 USD/mt) +20%	304	-5%	472	-7%
(640 USD/mt) +30%	289	-10%	438	-14%

Nguồn: CTCK Rồng Việt, (*) giả định giá nhiên liệu trung bình dựa trên mức giá trung bình trong 6T đầu năm 2021

- **Sự tái bùng phát Covid-19 tại Việt Nam**

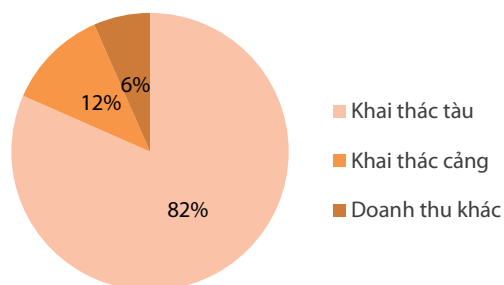
Tình hình phức tạp của đại dịch ở Việt Nam gây rủi ro lớn nhất đối với nhu cầu vận tải, cũng như sản lượng vận chuyển do các biện pháp thắt chặt giãn cách xã hội có thể khiến sản xuất đình trệ và suy giảm việc tiêu thụ hàng hoá.

Tổng quan công ty

Sau khoảng thời gian tập trung vào mảng kinh doanh cảng biển từ 2010-2016, HAH đã chuyển sang mảng khai thác tàu và ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ từ mảng kinh doanh tàu biển, động lực chính thúc đẩy lợi nhuận cho công ty kể từ năm 2016 cho tới nay. Bên cạnh mảng hoạt động cảng và tàu biển, HAH còn tham gia vào việc cung cấp dịch vụ đại lý cho SM Line cũng như dịch vụ Depot và CFS. Các dịch vụ này đã và đang hỗ trợ hoạt động cho cảng và đội tàu do:

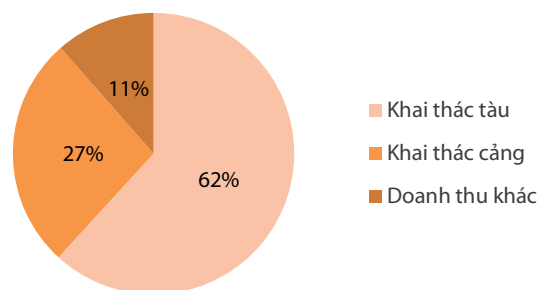
- Là đại lý cho SM Line giúp HAH duy trì tuyến quốc tế cho cảng Hải An;
- Depot mới tại KCN Đình Vũ giúp điều hòa lượng hàng hóa tồn đọng tại cảng Hải An, từ đó đảm bảo các hoạt động của cảng và tàu thuyền được lưu thông; và
- CFS sẽ củng cố hoạt động cạnh tranh của HAH thông qua việc cung cấp cho khách hàng các dịch vụ xếp/dỡ hàng hóa bổ sung.

Hình 25: Cơ cấu doanh thu 1H2021



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 26: Cơ cấu lợi nhuận gộp 1H2021



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 27: Chuỗi logistics của HAH



Nguồn: CTCK Rồng Việt

(1) Hoạt động cảng biển:

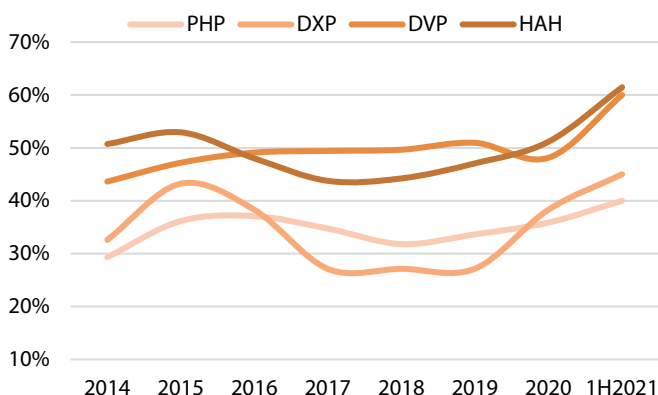
Cảng Hải An đi vào hoạt động từ năm 2010 với 1 bến container dài 150m, công suất 15ha/năm cho công suất hàng năm 350.000 TEU/năm, có khả năng tiếp nhận tàu đến 20.000 DWT

Cảng Hải An đóng góp tỷ suất lợi nhuận gộp cao và ổn định so với các cảng khác trong khu vực Hải Phòng (Hình 28). Trên thực tế, sau giai đoạn có tỷ suất lợi nhuận gộp cao trên 50% trong năm 2014-2015, tỷ suất lợi nhuận của cảng Hải An đã giảm khoảng còn 45% trong giai đoạn 2016-19 do thâm hụt sản lượng quốc

tế khi các hãng tàu quốc tế (RCL, Pendulum Express) ngừng hoạt động để chuyển đến các cảng hạ nguồn khác (ví dụ: Tân Cảng 128, HITEC Lạch Huyện). Do đó, sản lượng cảng có nhiều biến động trong giai đoạn này. Hơn nữa, việc phải giảm cước phí trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt càng làm thu hẹp biên lợi nhuận của cảng.

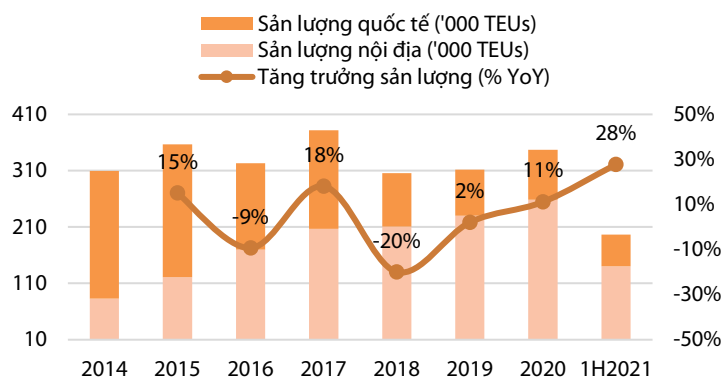
Tuy nhiên, nhờ sự hỗ trợ từ đội tàu của Hải An, sản lượng đã ghi nhận được sự tăng trưởng liên tục kể từ năm 2019. Do đội tàu của HAH cập Cảng Hải An cho tất cả các dịch vụ vận chuyển đi/đến Hải Phòng nên cảng có nguồn hàng tương đối ổn định. Trong khi toàn bộ lượng container nội địa do đội tàu HAH đảm nhận, chiếm tới 70% tổng sản lượng khai thác cảng, thì lượng container quốc tế được hỗ trợ bởi SM Line. Tần suất cập cảng trong một tuần hiện tại là khoảng 4/5 lần (trong nước hoặc quốc tế) từ đội tàu HAH và 1 lượt từ SM Line.

Hình 28: Tỷ suất lợi nhuận gộp của các cảng tại Hải Phòng



Nguồn: Các công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 29: Lượng container thông qua Cảng Hải An

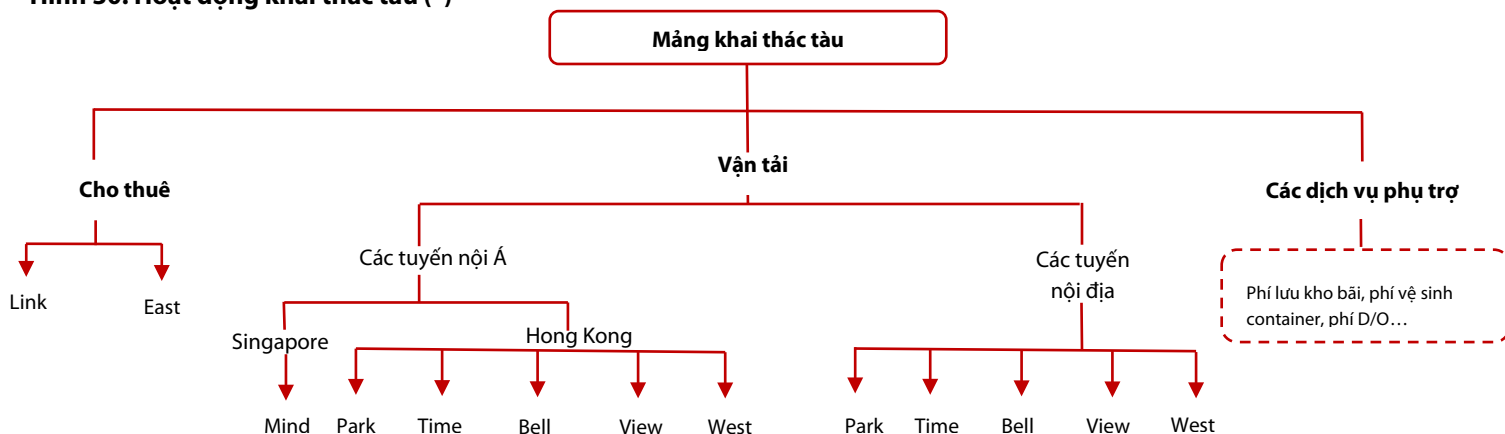


Nguồn: HAH, Quản lý hàng hải Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

(2) Hoạt động kinh doanh tàu:

Khai thác tàu biển bao gồm ba mảng phụ: **1) Vận tải;** **2) cho thuê tàu,** và **3) các dịch vụ đi kèm khác** (ví dụ: phí lưu kho bãi container, phí vệ sinh container, phí D/O,...). Trong 6 tháng đầu năm 2021, HAH đã sử dụng hai tàu Hải An Link và Hải An East vào tháng 8/2021 vào dịch vụ cho thuê tàu. Nhóm tàu vận chuyển bao gồm Hải An Mind, Hải An Park, Hải An Time, Hải An Bell, Hải An View và Hải An Tây. Trong đó, HAH đặc biệt triển khai Hải An Mind cho tuyến TP.HCM-Singapore-TP.HCM, còn các tàu khác được luân chuyển cho các tuyến nội địa và tuyến Hải Phòng-Hồng Kông-Hải Phòng. Sự kết hợp giữa vận tải và thuê tàu này giúp HAH tối ưu hóa hiệu quả sử dụng đội tàu một cách tốt nhất do lịch trình vận chuyển phù hợp với công suất thiết kế tối đa của cảng Hải An.

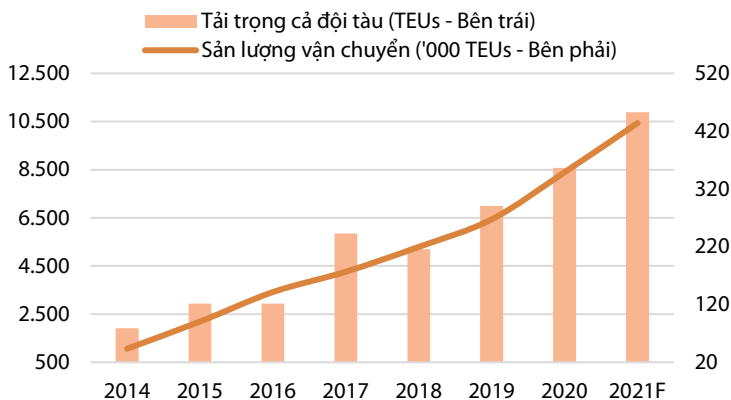
Hình 30: Hoạt động khai thác tàu (*)



Nguồn: Chứng khoán Rồng Việt (*) Cấu cấu đội tàu trong 6 tháng đầu năm 2021. Cơ cấu hoạt động của đội tàu có thể thay đổi trong nhu cầu thuê và vận chuyển của HAH.

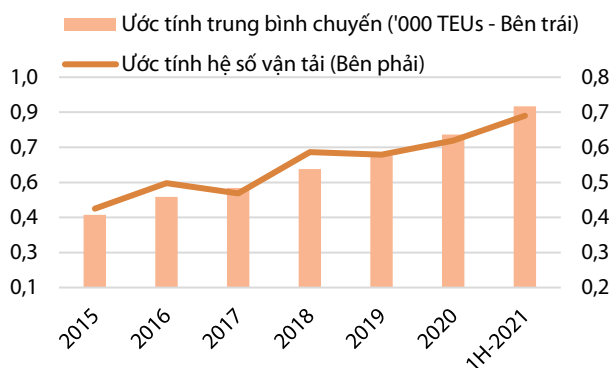
Động lực tăng trưởng cho doanh thu vận tải đến từ tăng trưởng sản lượng nhờ việc nâng cấp đội tàu mang lại cơ hội cho HAH hoạt động với tần suất vận chuyển cao hơn và mạng lưới vận tải rộng hơn. Sản lượng container vận chuyển tăng trưởng với tốc độ CAGR là 41% trong giai đoạn phát triển đội từ 2014-20. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng HAH đã liên tục cải thiện hệ số vận tải của đội tàu (hình 31), giúp nâng cao hiệu quả vận tải và cải thiện biên gộp của mảng vận tải

Hình 31. Sản lượng vận chuyển và quy mô đội tàu



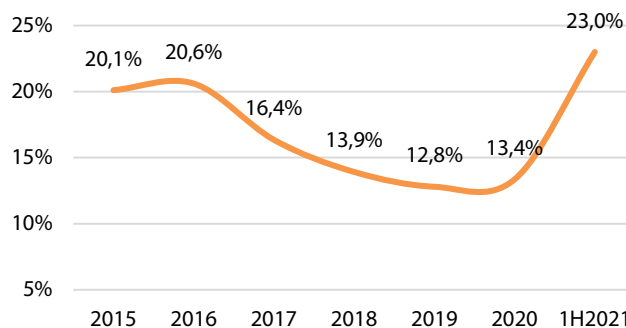
Nguồn: HAH, CTCK Rông Việt

Hình 32: Hệ số vận tải ước tính của đội tàu HAH (*)



Nguồn: HAH, CTCK Rông Việt, (*) hệ số vận tải ước tính chung cho vận tải nội địa và quốc tế

Hình 33: Biên lợi nhuận gộp hoạt động tàu biển của HAH



Nguồn: HAH, CTCK Rông Việt

(3) Khác - Dịch vụ đại lý, kho bãi và CFS

Đối với dịch vụ đại lý tàu biển, HAH chính thức là Tổng đại lý cho Tập đoàn SM Line - Hàn Quốc tại Việt Nam kể từ ngày 01/01/2017. Bên cạnh đó, nằm trong chiến lược kinh doanh nhằm thiết lập chuỗi logistics Vận tải, Cảng biển, Dịch vụ xếp dỡ hàng hoá và Thông quan, HAH hợp tác với Pantos (Hàn Quốc) xây dựng trung tâm logistics Pan-Haian với tổng diện tích 15,4 ha, bao gồm 80.000 m² depot và 20.000 m² kho CFS, đặt tại Khu công nghiệp Nam Đình Vũ, Hải Phòng. Depot được khánh thành vào tháng 7/2018 trong khi CFS đi vào hoạt động vào tháng 6/2020. Trung tâm dịch vụ logistics này dự kiến sẽ cung cấp cho khách hàng gói dịch vụ từ trọn gói từ đóng gói, vận chuyển, xếp dỡ đến giao hàng với giá cả phải chăng. Đặc biệt, chúng tôi cho rằng depot sẽ giúp điều hòa lượng hàng hóa tồn đọng tại Cảng Hải An, từ đó đảm bảo hoạt động lưu thông của cảng và tàu thuyền. Trong khi đó, CFS sẽ thúc đẩy sự cạnh tranh của HAH thông qua việc cung cấp cho khách hàng các dịch vụ bổ sung về xếp/dỡ hàng hóa.

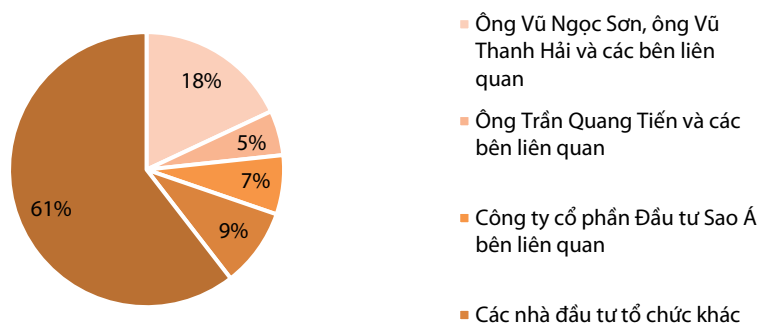
Ngoài Pan Hải An, HAH có kế hoạch thành lập thêm hai depot và trung tâm logistics tại Cái Mép và TP. Hồ Chí Minh. Mặc dù các dự án này đang trong giai đoạn lập kế hoạch và đăng ký cấp phép, nhưng sau khi hoàn thành, chúng tôi tin rằng các dự án sẽ hỗ trợ mạnh mẽ chuỗi logistics của HAH.

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của HAH bao gồm các nhóm lớn sau:

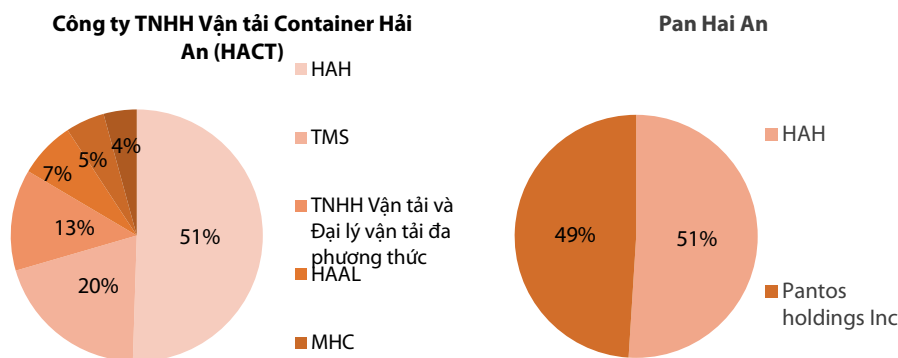
- Nhóm cổ đông tổ chức không liên quan: Công ty cổ phần Đầu tư Sao Á D.C (trực tiếp sở hữu 6% và gián tiếp sở hữu 1.3% qua TM Holding), có 19 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực depot và CFS ở Hải Phòng, và các cổ đông là các quỹ đầu tư lớn khác (ước tính chiếm 9% cổ phần).
- Ban điều hành và các bên liên quan:
 - o Ông Vũ Ngọc Sơn, chủ tịch, và các thành viên trong gia đình, bao gồm CEO của HAH ông Vũ Thanh Hải, nắm giữ 3% cổ phần. Ông Vũ Ngọc Sơn và ông Vũ Thanh Hải là thành viên HĐQT của Công ty CP Đầu tư và vận tải Hải Hà (sở hữu 11%) và công ty TNHH Vận tải và Đại lý Vận tải đa phương thức (sở hữu 4%). Trong khi chỉ riêng TNHH Vận tải và Đại lý cung cấp dịch vụ đại lý cho HACT, cả hai công ty đều có vốn góp vào các hợp đồng hợp tác (BCC) với HAH để quản lý một số tàu container cũng như góp vốn vào HACT.
 - o Ông Trần Quang Tiến, thành viên Hội đồng quản trị của HAH, và gia đình sở hữu 3% cổ phần. Ông đồng thời cũng là thành viên của Công ty Cổ phần Cánh Đồng Xanh, đơn vị có sở hữu 2% cổ phần trong HAH.

Hình 34: Cơ cấu cổ đông của HAH tính đến tháng 10/2021



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Hình 35: Cơ cấu sở hữu của các công ty con của HAH



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

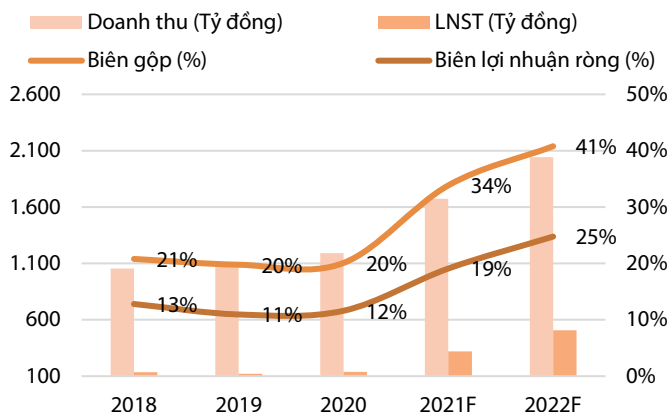
Dự báo và Định giá
Bảng 5: Dự báo năm 2021F/22F

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2021F	YoY %	2022F	YoY %	Giải thích
Doanh thu	1.675	41%	2.044	22%	
<ul style="list-style-type: none"> Mảng khai thác tàu container 	1.358	43,8%	1.674	23,2%	<p>Hoạt động cho thuê tàu: chúng tôi kỳ vọng giá thuê tàu Hải An Link và Hải An East lần lượt là 10.000 USD/ngày và 17.750 USD/ngày. Vào năm 2022, chúng tôi giả định giá cước sẽ tăng 20% cho mỗi hợp đồng do tình trạng thiếu năng lực vận tải sẽ duy trì mức cước thuê tàu cao. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuê tàu từ Hải An West (giá thuê tàu 30.500 USD/ngày) sẽ được đảm bảo trong suốt năm 2022F do thời hạn cho thuê sẽ kết thúc vào năm 2023F</p> <p>Hoạt động vận chuyển: Do HAH có kế hoạch cắt giảm tuyến TP Hồ Chí Minh - Singapore, chúng tôi tin rằng HAH sẽ cơ cấu đội tàu với 5 tàu vận tải (4 tuyến nội địa cộng với tuyến Hải Phòng - Hồng Kông) và 3 tàu cho hoạt động thuê trong Q4/2021. Chúng tôi giả định rằng tỷ lệ sử dụng đội tàu này sẽ duy trì vào năm 2022F. Các biện pháp giãn cách nghiêm ngặt gần đây khiến chúng tôi kỳ vọng rằng khối lượng trung bình trên mỗi tuyến vận chuyển nội địa sẽ giảm trong Q3/2021 xuống 66.000 TEU trước khi hồi phục trong Q4/2021 lên 76.000 TEU khi nền kinh tế mở cửa trở lại. Do đó, tổng sản lượng vận chuyển nội địa sẽ đạt 296.000 TEU vào năm 2021F (+0,2% YoY), trước khi tăng 12% YoY lên 332.000 TEU vào năm 2022F do chúng tôi kỳ vọng hoạt động công nghiệp và nhu cầu tiêu dùng sẽ phục hồi mạnh mẽ trở lại. Theo đó, chúng tôi dự báo khối lượng quốc tế sẽ là 138.000 TEU (+158% YoY)/73.000 TEU (-48% YoY) cho năm 2021F/22F. Về cước phí, chúng tôi kỳ vọng cước vận tải bình quân ổn định cho các dịch vụ nội Á trong nửa cuối năm 2021 trong khi giá cước vận tải nội địa sẽ tăng 7% trong Q4/2021. Vào năm 2022, chúng tôi kỳ vọng cước phí sẽ tăng lần lượt 7% YoY đối với vận tải nội địa và mức cước ổn định đối với vận tải nội Á.</p>
<ul style="list-style-type: none"> Mảng khai thác cảng 	204	18,4%	224	9,5%	Lịch trình cập cảng sẽ được duy trì, phục vụ đội tàu HAH (bốn/năm chuyến mỗi tuần) và SM Lines (một chuyến mỗi tuần) trong tương lai do đã hết công suất. Tốc độ tăng trưởng trong năm 2021F/22F chủ yếu được thúc đẩy bởi sự gia tăng thông lượng qua cảng. Với sự phục hồi của nền kinh tế và nhu cầu vận tải khởi sắc như đã đề cập ở trên, chúng tôi kỳ vọng thông lượng qua cảng sẽ đạt 389.000 TEU (+12% YoY) / 422.000 TEU (+8% YoY).
<ul style="list-style-type: none"> Khác 	112	51,1%	146	30,0%	Mảng kho bãi (CFS và depot) sau giai đoạn đầu hoạt động sẽ cải thiện tập khách hàng và do đó thúc đẩy tăng trưởng doanh thu khác.
Lợi nhuận gộp	567	137%	834	47%	Tỷ suất lợi nhuận gộp 2021F/22F sẽ tăng lên 33,9% (+1.376 bps)/40,8% (+694 bps). Chúng tôi tin rằng với việc chỉ chịu chi phí cố định (nhân công, khấu hao và chi phí sửa chữa và bảo dưỡng thường xuyên) cho hoạt động kinh doanh thuê tàu, HAH sẽ mở rộng biên lợi nhuận gộp một cách mạnh mẽ.
Chi phí bán hàng và quản lý	84	23%	102	22%	Chúng tôi giả định chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp sẽ chiếm 5% tổng doanh thu
EBIT	483	282%	732	151%	
Thu nhập tài chính	19	9%	28	52%	
Chi phí tài chính	36	44%	26	-26%	Các khoản vay bổ sung cho đóng mới tàu container sẽ bắt đầu trong cuối cùng vào năm 2023, vì vậy chúng tôi dự kiến không có chi phí lãi vay từ các khoản vay mới để đóng tàu được ghi nhận trong 6 tháng cuối năm 2021 và 2022.
Thu nhập khác	21	5127%	2	-91%	Trong Q1-2021, HAH ghi nhận 20,5 tỷ đồng từ thanh lý Hai An Song. Chúng tôi giả định công ty sẽ không bán bất kỳ tàu nào trong 2H2021F và 2022F.
Lãi (lỗ) từ công ty liên doanh/liên kết	10	67%	11	10%	Chúng tôi cho rằng Công ty TNHH Đại lý và Tiếp vận Hải An và Công ty Cổ phần Giao nhận Vận tải Hải An duy trì hoạt động tốt trong suốt năm 2021, với sự hỗ trợ của hoạt động kinh doanh vận tải của HAH. Trong năm 2022F, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng 10%.
LNTT	498	192%	747	50%	
LNST công ty mẹ	320	131%	506	58%	

EPS (đồng)	6.558	131%	10.376	57%	Đã tính toán bao gồm bán cổ phiếu quỹ (tương ứng 3% tổng phiếu lưu hành) trong năm 2021F.
-------------------	--------------	-------------	---------------	------------	---

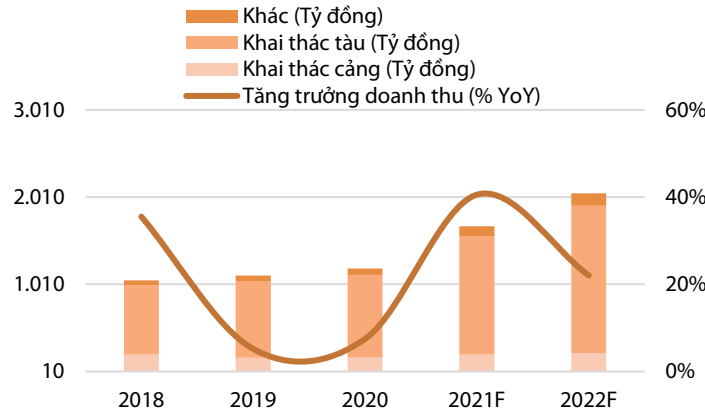
Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 36: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 37: Cơ cấu doanh thu dự phóng



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp P/E (50%) và FCFE (50%) để xác định giá mục tiêu một năm cho HAH. Đối với phương pháp P/E, chúng tôi áp dụng P/E với hệ số mục tiêu là 9x với EPS dự báo giữa năm 2022F là 8.689 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý đối với cổ phiếu HAH là **80.300 đồng/cổ phiếu**, tương đương với **tổng mức sinh lời là 16%**, dựa trên giá đóng cửa vào ngày 22/10/2021.

Bảng 6: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Đóng góp
P/E	78.199	50%	39.099
(P/E mục tiêu 9x @ EPS giữa năm 2022: 8,689 đồng)			
FCFE (Ke: 16.2%, tăng trưởng vĩnh viễn: 2%)	82.567	50%	41.284
Giá mục tiêu tương ứng			80.383
2021F P/E tương ứng			12,3
2022F P/E tương ứng			7,7

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 7: FCFE dự phóng

DÒNG TIỀN FCFE	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Lợi nhuận ròng	320	506	550	619	704
+ Khấu hao	139	142	145	149	149
+ Lãi vay sau thuế	22	17	24	29	26
- Thu nhập tài chính	19	28	43	60	81
- Thay đổi vốn lưu động	44	67	77	75	59
- CAPEX (FCF)	294	50	50	50	50
FCFF	124	520	549	612	689
- Lãi vay sau thuế	22	17	24	29	26
+ Nợ ròng	-79	-79	233	-62	-22
FCFE	23	424	758	521	642

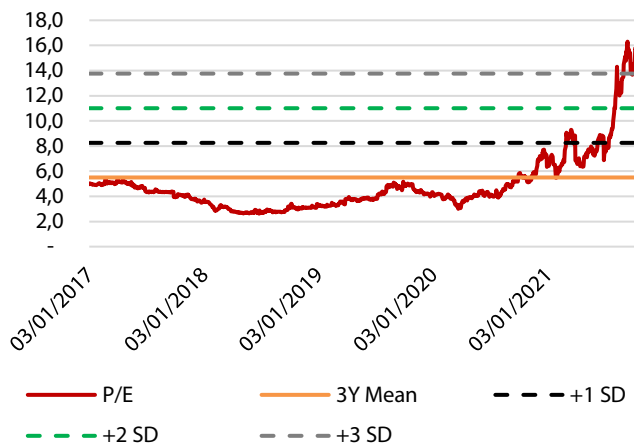
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Giá định về chi phí vốn chủ sở hữu

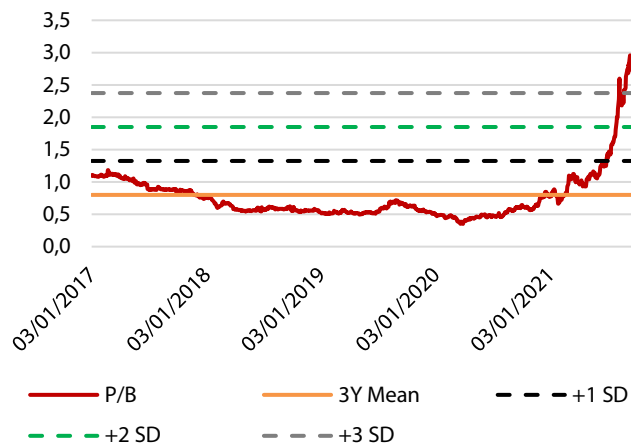
Chi phí vốn chủ sở hữu	FCFE	Tỷ đồng
Beta	0,8	Giá trị hiện tại của FCFE tích lũy
Lãi suất phi rủi ro	1,2%	Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	18,8%	(-) Tiền & Các khoản tiền tương ứng
Chi phí vốn chủ sở hữu	16,2%	(+) Nợ
		Giá trị hợp lý Doanh nghiệp
		Số lượng cổ phiếu (triệu)
		Giá mục tiêu (đồng)
		82.567

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 38: Lịch sử định giá P/E của HAH



Hình 39: Lịch sử định giá P/B của HAH



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 9: So sánh cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	Doanh thu 2020 (triệu USD)	LNST 2020 (triệu USD)	2017-20			2020 ROE (%)	P/E Trượt (x)	2021F P/E	EV/EBITDA (x)	P/B (x)
					Doanh thu 3Y CAGR (%)	EPS 3Y CAGR (%)	Biến LNTT trung bình					
HAH	VN	149	51	7	16,1	-9	15,4	12,6	16,2	10,7	4,7	2,9
Vận tải container												
APM Maersk	DK	48.531	39.740	3.307	9,4	592	3,4	10,0	5,8	4,7	4,4	1,4
COSCO	CN	34.241	24.846	2.024	24,0	242	4,6	24,2	2,9	2,7	N/A	1,6
Hapag-Lloyd	DE	35.585	14.583	1.120	8,8	427	3,9	15,5	9,1	8,6	7,3	3,4
Evergreen	TW	17.910	7.033	1.081	11,2	8.344	5,5	29,4	4,9	3,9	7,6	2,8
Yang Ming	TW	11.572	5.138	549	4,9	N/A	1,1	47,8	4,1	3,5	5,6	3,1
OOCL	HK	9.676	8.191	914	11,2	203	5,5	17,0	2,6	2,0	2,8	1,2
HMM	KR	10.318	5.445	109	8,6	32	-7,9	-6,3	23,7	3,2	5,5	2,4
MOL	JP	6.766	9.352	946	-15,3	N/A	6,0	20,1	4,1	3,7	18,2	1,1
MVN	VN	2.376	429	22	-9,7	N/A	5,2	-0,4	N/A	N/A	10,0	7,5
RCL	TH	1.040	550	56	17,6	N/A	1,8	19,8	4,5	2,9	4,8	2,2
VOSCO	VN	135	55	-8	-7,1	N/A	-2,8	-39,7	20,1	N/A	5,3	4,2
Vinafco	VN	24	45	1	2,0	27	2,7	1,7	83,8	N/A	6,2	1,1
Mean*		13.717	20.659	1.749	10,9	1.144	3,4	17,9	6,4	4,6	5,1	2,2
Median		9.676	5.445	549	8,8	222	3,9	15,5	5,3	3,6	5,5	2,4
Cảng biển												
GMD	VN	679	112	22	-11,9	-15	42,3	5,7	37,8	20,0	15,6	2,5
PHP	VN	441	87	30	-0,6	15	31,1	11,5	19,1	16,2	7,1	2,4
DXP	VN	24	5	3	11,3	26	49,7	10,4	9,5	N/A	2,6	1,1
DVP	VN	101	22	12	-6,0	-6	53,2	19,3	9,9	N/A	3,7	1,9
VSC	VN	147	73	14	10,0	2	20,6	12,2	12,1	10,5	5,3	1,8
Mean*		257	88	21	-3,1	-3	35,2	9,6	25,6	15,5	10,1	2,4
Median		148	62	13	4,7	-2	36,7	11,8	14,2	13,5	5,0	2,1

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, *Tỷ trọng vốn hóa thị trường

<i>Đvt: tỷ đồng</i>					<i>Đvt: tỷ đồng</i>				
KQ HKKD	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F	BẢNG CĐKT	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Doanh thu thuần	1.109	1.192	1.675	2.044	Tiền	243	221	162	599
Giá vốn	890	952	1.108	1.210	Đầu tư tài chính ngắn hạn	52	80	80	84
Lãi gộp	219	239	567	834	Các khoản phải thu	267	308	368	450
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	Tồn kho	53	46	66	73
Chi phí quản lý	67	68	84	102	Tài sản ngắn hạn khác	49	41	45	49
Thu nhập từ HĐTC	15	17	19	28	Tài sản cố định hữu hình	862	1.097	1.247	1.151
Chi phí tài chính	17	25	36	26	Tài sản cố định vô hình	4	3	4	6
Lợi nhuận khác	3	0	21	2	Đầu tư tài chính dài hạn	44	50	47	55
Lãi/lỗ từ liên doanh/liên kết	3	6	10	11	Tài sản dài hạn khác	252	250	280	280
Lợi nhuận trước thuế	156	170	498	747	TỔNG TÀI SẢN	1.828	2.095	2.301	2.746
Thuế TNDN	23	24	88	142	Tiền hàng phải trả và ứng trước	183	184	222	242
Lợi ích cổ đông thiểu số	11	8	90	99	Vay và nợ ngắn hạn	84	111	84	111
Lợi nhuận sau thuế	121	138	320	506	Vay và nợ dài hạn	237	348	270	191
EBIT	152	171	483	732	Khoản phải trả dài hạn khác	50	90	84	78
EBITDA	269	309	622	873	Quý khen thưởng phúc lợi	20	25	25	25
				<i>Đvt: %</i>	Quý đầu tư & phát triển	-	-	-	-
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F	Tổng nợ	573	759	684	648
Tăng trưởng					Vốn chủ sở hữu	603	603	603	603
Doanh thu	5,2	7,5	40,6	22,0	Cổ phiếu quỹ	-15	-23	-23	-23
EBITDA	4,0	14,8	101,4	40,5	Lợi nhuận giữ lại	201	252	434	750
EBIT	-3,7	12,8	181,8	51,4	Các quỹ	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	-10,1	13,9	131,3	58,2	Quý đầu tư & phát triển	207	236	265	332
Tổng tài sản	17,3	14,6	9,8	19,3	Nguồn vốn chủ sở hữu	996	1.069	1.279	1.662
Vốn chủ sở hữu	4,1	7,3	19,7	29,9	Lợi ích CĐTS	259	267	337	435
Khả năng sinh lợi					LƯU CHUYỂN TIẾN TỆ	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
LN gộp / Doanh thu	19,8	20,1	33,9	40,8	LNTT	156	170	498	747
EBITDA/ Doanh thu	24,3	25,9	37,1	42,7	Khấu hao	120	148	139	142
EBIT/ Doanh thu	13,7	14,4	28,9	35,8	Các điều chỉnh	-11	1	-	-
LNST/ Doanh thu	10,9	11,6	19,1	24,8	Thay đổi vốn lưu động	-92	-42	-136	-213
ROA	6,6	6,6	13,9	18,4	Tiền thuần từ HKKD	173	277	500	675
ROIC	9,7	9,5	24,2	30,6	Thay đổi TSCĐ	-160	-389	-326	-52
ROE	12,2	12,9	25,0	30,5	Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-63	0	3	12
Hiệu quả hoạt động (x)					Lãi cho vay, cốt tức, LN được chia	3	6	-20	-
Vòng quay kh. phải thu	4,1	3,9	4,5	4,5	Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-220	-383	-343	-64
Vòng quay hàng tồn kho	16,7	20,8	16,7	16,7	Nhận/trả lại vốn góp	0	-8	-	-
Vòng quay khoản phải trả	4,9	5,2	5,0	5,0	Vay mới/trả nợ vay	79	139	-106	-51
Khả năng thanh toán (x)					Cổ tức, LN trả cho CĐ	-72	-47	-110	-124
Hiện hành	2,5	2,4	2,4	3,5	Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	7	85	-217	-175
Nhanh	2,3	2,2	2,1	3,3	Tiền đầu năm	272	243	221	162
Cấu trúc tài chính					Tiền thuần trong kỳ	-40	-22	-59	436
Tổng nợ/ Vốn CSH	32,2	43,0	27,6	18,2	Tiền cuối kỳ	243	221	162	599
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	8,4	10,4	6,5	6,7					
Vay dài hạn/ Vốn CSH	23,8	32,6	21,1	11,5					

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)
• Dầu khí
• Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm
Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Ngân hàng
• Bảo hiểm

Đỗ Thanh Tùng
Manager

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Bán lẻ
• Hàng không
• Logistics
• Thị trường

Đào Phước Toàn
Manager

toan.dp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1518)
• Thực phẩm & Đồ uống

Bernard Lapointe
Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Phạm Minh Tú
Analyst

tu.pm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1536)
• Vật liệu xây dựng
• Dược

Nguyễn Ngọc Thành
Analyst

thanh.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1535)
• Ngân hàng
• Bảo hiểm
• Chứng khoán

Trần Hoàng Thế Kiệt
Analyst

kiet.tht@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1528)
• BĐS dân dụng
• Thị trường

Nguyễn Hồng Loan
Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)
• Dệt may
• Thủy sản

Trần Thị Hà My
Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Ngọc Thảo
Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Tiện ích công cộng

Trần Thu Anh
Analyst

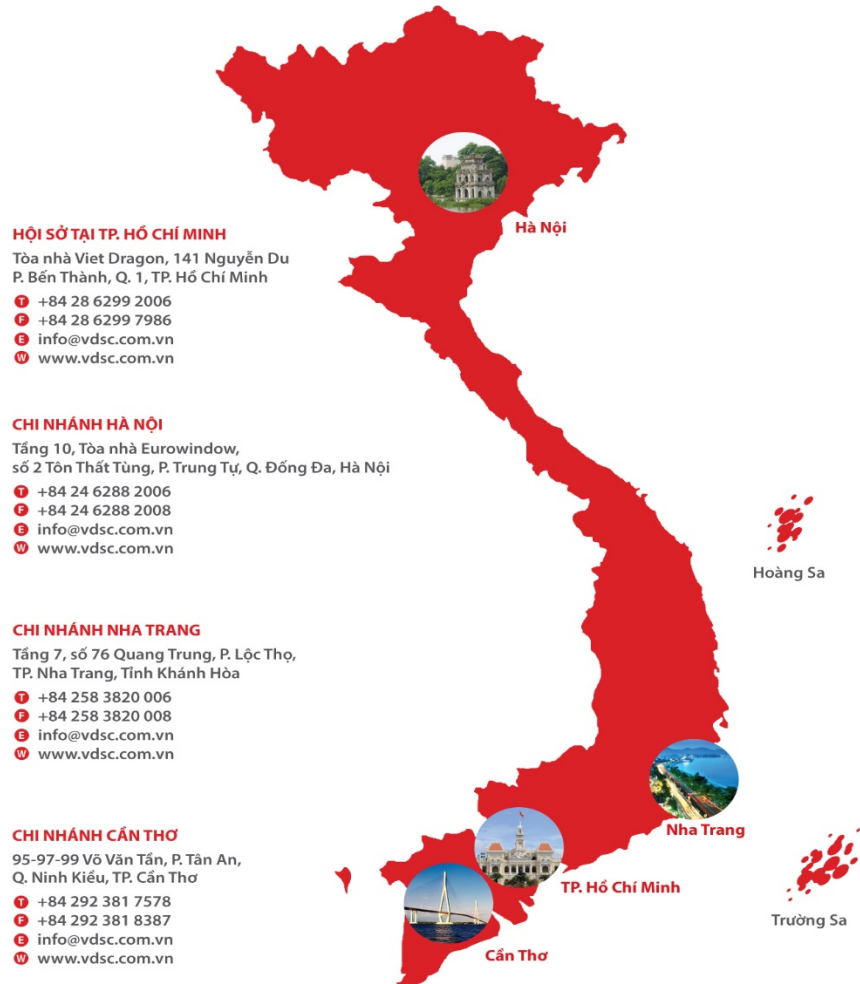
anh.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6288 2006 (2221)
• Cảng biển
• Logistics

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Trần Ngọc Thảo Trang
Assistant

trang.tnt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình, Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được CTCK Rông Việt thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của CTCK Rông Việt. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của CTCK Rông Việt đều trái luật, **Bản quyền thuộc CTCK Rông Việt, 2021.**