

CTCP Vận tải & xếp dỡ Hải An - HAH

Trung Lập (Duy trì)

Công nghiệp

Giá thị trường	VND56.000
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND64.400 VND29.610
Giá mục tiêu	VND55.400
Giá mục tiêu cũ	VND56.460
Consensus	1,0%
Tiềm năng tăng giá	4,3%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	4,3%

Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	368
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	6,9
Sở hữu NN (tr USD)	87,9
Số CP lưu hành (tr)	168,8
Số CP pha loãng (tr) (*)	181,0

(*) sau khi phát hành chuyển đổi

	HAH	Ngành	VNI
P/E TTM	10,6	9,0	13,3
P/B hiện tại	1,86	1,5	1,7
ROA	11,5%	8,7%	2,1%
ROE	18,0%	14,7%	13,0%

* dữ liệu ngày 19/9/2025

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
HAH	21,0	11,9	74,8
Tương quan VNIndex	-8,9	-2,6	2,0

Cơ cấu sở hữu

CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà	16,8%
Khác	83,2%

Tổng quan doanh nghiệp

HAH cung cấp các dịch vụ khai thác cảng, hậu cần và vận tải biển. Công ty có đội tàu gồm 17 chiếc hoạt động trong nước và được thuê ở nước ngoài. Ngoài ra, HAH còn cung cấp các dịch vụ như xếp dỡ hàng hóa tại cảng, cho thuê kho bãi, điều hướng tàu và lưu giữ hàng hóa đường biển.

Chuyên viên phân tích:

Đặng Huy Hoàng

hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Triển vọng dài hạn hiện đã có nền tảng

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập, đồng thời nâng giá mục tiêu thêm 5,7%. Kể từ báo cáo trước, giá cổ phiếu đã tăng 15,7%. Mức tiềm năng tăng giá còn lại là 2,9%.
- Việc nâng nhẹ định giá của chúng tôi dựa trên việc áp dụng HAGSL vào mô hình định giá từng phần DCF.
- P/B hiện tại của HAH là 1,86x, cao hơn so với mặt bằng chung của các hãng tàu thế giới.

Điểm nhấn tài chính

- Chúng tôi dự phóng doanh thu 2025 tăng 16,1% svck, thúc đẩy bởi khả năng gia tăng công suất đội tàu và nền cước cho thuê cao hơn trước đó.
- Dựa trên KH mở rộng đội tàu của DN, chúng tôi dự phóng tỷ lệ D/E trong năm 2025-26 là 39,0%/29,0%.

Luận điểm đầu tư

Trong 2H25, các tuyến quốc tế sẽ hạ nhiệt, trong khi nội địa sẽ duy trì ổn định

HAH ghi nhận doanh thu thuần Q2/25 đạt 1.200 tỷ đồng (+9,0% sv quý trước, +34,3% svck), nhờ sản lượng container tăng. Chúng tôi cho rằng kết quả này đến từ hoạt động gom hàng sớm trong bối cảnh căng thẳng thương mại toàn cầu leo thang, kéo mùa cao điểm đến sớm hơn. Dù sản lượng hàng quốc tế được dự báo hạ nhiệt trong 2H25, các tuyến nội địa ổn định sẽ bù đắp. Do đó, chúng tôi giữ nguyên dự phóng cho cả năm.

LN 2025 sẽ được đảm bảo khi các hợp đồng cho thuê đã được chốt khung

Gần như toàn bộ đội tàu thuê định hạn của HAH đã được chốt hợp đồng đến hết năm 2025, với mức giá phù hợp kỳ vọng trước đó, đảm bảo biên LN gộp hấp dẫn. Ngoài trừ Haian Mind hết hạn vào tháng 10/2025, các tàu khác đã được khóa hợp đồng, mang lại tầm nhìn lợi nhuận rõ ràng.

Triển vọng lợi nhuận tích cực trong 2025 giúp bù đắp rủi ro pha loãng

HAH có thể đối mặt với áp lực pha loãng hạn chế từ lô trái phiếu chuyển đổi 293 tỷ đồng, phần lớn dự kiến được thực hiện trong FY25. Dù số cổ phiếu lưu hành tăng, chúng tôi vẫn kỳ vọng một năm kỷ lục về lợi nhuận và EPS, nhờ mở rộng công suất đội tàu và giá thuê thuận lợi. Giá mục tiêu hiện tại đã giá định toàn bộ lượng trái phiếu còn lại được chuyển đổi trong năm nay, tương ứng P/E FY25 là 11,3x và P/B 2,0x.

Triển vọng dài hạn mở ra bởi dự án hợp tác chiến lược

HAH củng cố chiến lược dài hạn thông qua liên doanh với VSC, thành lập Haian Green Shipping Lines (HAGSL). Khi hoàn tất series bốn tàu, đội tàu HAH sẽ nâng lên 21 chiếc với tổng công suất 40.297 TEUs, tăng 43% so với hiện tại. Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, liên doanh này dự kiến bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ 2028, sau đó mang lại nguồn LN đều đặn từ hoạt động tuyến xa. Tuy nhiên, định giá của chúng tôi vẫn giữ mức thận trọng, do biên LN hiện tại của ngành vận tải biển vẫn phần nào nhờ vào biến động từ Biển Đỏ – yếu tố địa chính trị khó lường.

Tổng quan tài chính	12-24A	12-25E	12-26F	12-27F
Tăng trưởng doanh thu	52,8%	16,1%	1,6%	(0,2%)
Tăng trưởng EPS	69,0%	16,5%	(22,1%)	(0,1%)
Biên LN gộp	31,7%	35,7%	34,5%	34,3%
Biên LN ròng	16,3%	19,1%	18,7%	18,7%
P/E (x)	10,76	9,24	11,87	11,88
Rolling P/B (x)	1,76	2,11	1,87	1,68
ROAE	18,2%	19,9%	16,7%	14,9%
D/E	35,5%	27,2%	10,2%	8,2%

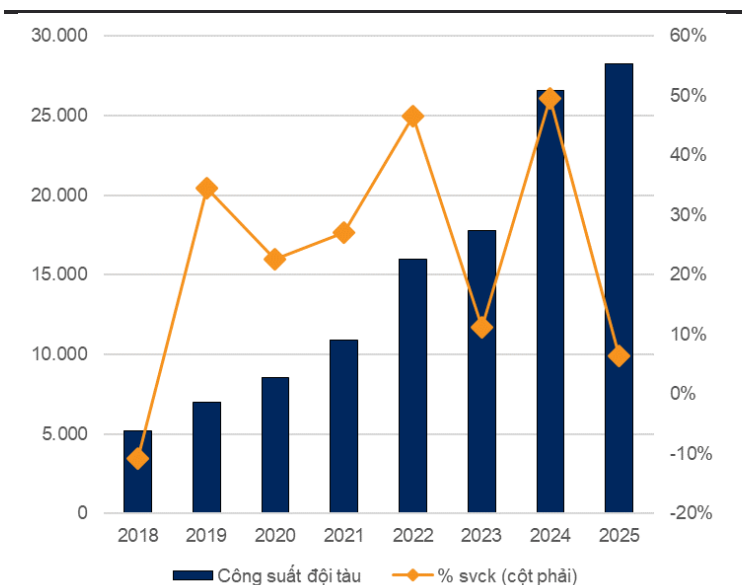
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Vận tải & Xếp dỡ Hải An là một trong số ít công ty logistics tại Việt Nam có cả năng lực cảng và vận chuyển, giúp công ty linh hoạt và hiệu quả hơn trong việc phục vụ khách hàng:

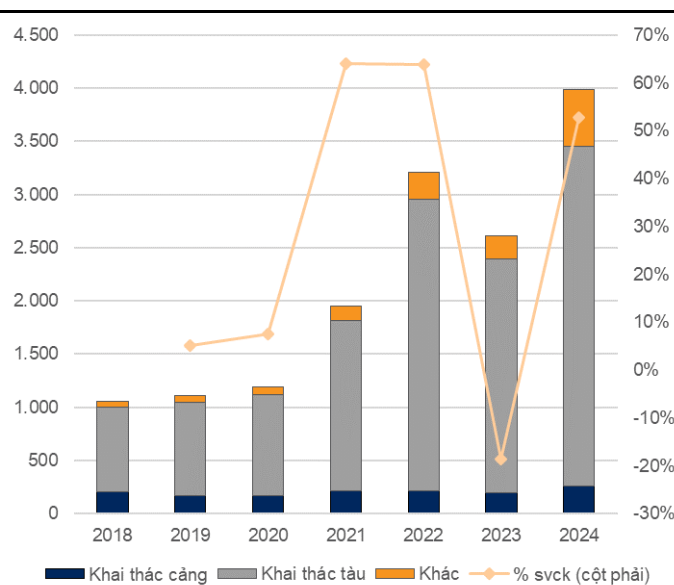
- HAH được thành lập năm 2009 và vận hành một cảng tại thành phố Hải Phòng với sản lượng thông qua trung bình 430.000 TEU/năm trong năm 2020-2024. Cảng Hải An hoạt động chủ yếu để hỗ trợ đội tàu của doanh nghiệp.
- Hoạt động vận tải biển đóng vai trò động lực tăng trưởng chính của HAH trong những năm gần đây, doanh thu thuần đạt bình quân khoảng 80%/năm. Tổng đội tàu container của công ty là 17 tàu với công suất đạt 28.200 TEU. Đội tàu HAH hiện đang phục vụ các tuyến vận tải chính của thị trường nội địa Việt Nam và các tuyến quốc tế thuộc nội Á.
- Ngoài ra, HAH còn vận hành một depot tại Hải Phòng, Việt Nam, bao gồm bãi container rộng 150.000 m², kho CFS rộng 4.000 m², bãi depot rộng 55.000 m² và dự án liên doanh với Tập đoàn Pantos Holdings - Depot Pan Hải An, rộng 154.000 m² với sức chứa 9.000 TEU.

Hình 1: Công suất đội tàu HAH...



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: ... và tỷ trọng doanh thu trong năm 2018-24 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng: KQKD 2025 sẽ duy trì ổn định, trong khi bức tranh triển vọng dài hạn nay đã có điểm tựa

Hình 3: Điều chỉnh dự phóng 2025-26

Tỷ đồng	Dự phóng cũ			Dự phóng mới		% svck		% thay đổi	
	2025	2026	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Tổng sản lượng khai thác (nghìn TEU)	1.461	1.506	1.338	1.461	1.506	9,2%	3,1%	0,0%	0,0%
- Khai thác cảng	566	571	549	566	571	3,1%	0,9%	0,0%	0,0%
- Khai thác tàu (tự khai thác)	691	726	606	691	726	14,1%	5,0%	0,0%	0,0%
- Depot	204	209	183	204	209	11,5%	2,6%	0,0%	0,0%
Doanh thu	4.633	4.642	3.992	4.633	4.706	16,1%	1,6%	0,0%	1,4%
- Khai thác cảng	271	273	262	271	274	3,1%	1,1%	0,0%	0,2%
- Khai thác tàu	4.003	4.001	3.192	4.003	4.064	25,4%	1,5%	0,0%	1,6%
- Khác	359	368	538	359	368	-33,2%	2,6%	0,0%	0,0%
LN gộp	1.653	1.556	1.267	1.653	1.623	30,5%	-1,8%	0,0%	4,3%
Biên LN gộp	35,7%	33,5%	31,7%	35,7%	34,5%	4,0đ %	-1,2đ %	0,0đ %	1,0đ %
Chi phí BH & QLDN	244	245	211	244	248	16,1%	1,6%	0,0%	1,4%
LN kinh doanh	1.409	1.311	1.056	1.409	1.375	33,4%	-2,4%	0,0%	4,8%
Thu nhập tài chính ròng	(55)	(29)	(94)	(63)	(40)	-33,0%	-36,3%	14,4%	37,1%
Doanh thu tài chính	41	52	25	33	41	33,4%	25,6%	-19,4%	-20,2%
Chi phí tài chính	96	81	119	96	81	-19,3%	-15,1%	0,0%	0,5%
Thu nhập khác	(4)	(4)	(3)	(4)	(4)	16,1%	0,2%	0,0%	0,0%
LNTT	1.377	1.305	977	1.369	1.358	40,0%	-0,8%	-0,6%	4,1%
Lợi ích từ cổ đông thiểu số	209	198	150	209	198	39,7%	-5,2%	0,0%	0,0%
LN ròng	892	846	650	887	880	36,3%	-0,8%	-0,6%	4,1%
EBITDA	1.997	1.911	1.529	1.945	1.911	27,2%	-1,7%	-2,6%	0,0%
Biên EBITDA	43,1%	41,2%	38,3%	42,0%	40,6%	3,7đ %	-1,4đ %	-1,1đ %	-0,6đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KQKD 2025 dự kiến sẽ không có nhiều biến chuyển

Hoạt động vận tải quốc tế hạ nhiệt, nhưng nội địa sẽ có cải thiện

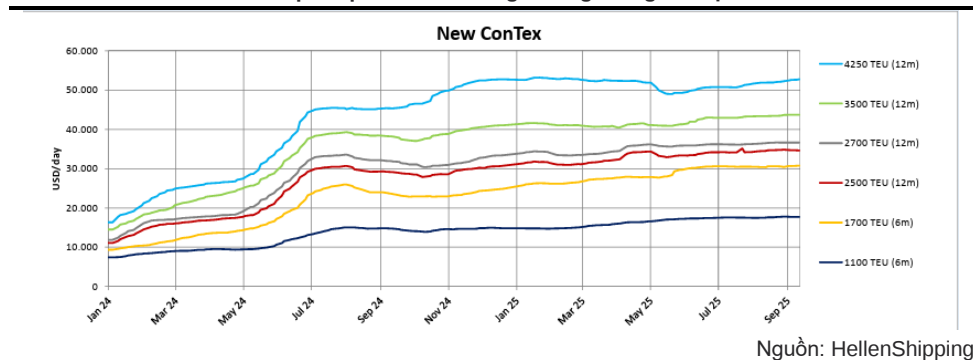
Trong Q2/25, HAH ghi nhận doanh thu thuần đạt 1.275 tỷ đồng (+9,0% sv quý trước, +34,3% svck), chủ yếu nhờ sản lượng container tăng so với quý trước. Doanh thu dịch vụ cảng tăng lên 117 tỷ đồng (+20,7% sv quý trước), trong khi mảng vận tải tăng 5,3% sv quý trước, đạt 1.007 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng kết quả tích cực này được hỗ trợ bởi hoạt động gom hàng sớm trong bối cảnh căng thẳng thương mại toàn cầu leo thang, kéo mùa cao điểm đến sớm hơn dự kiến.

Sang nửa cuối năm, chúng tôi kỳ vọng sản lượng trên các tuyến quốc tế sẽ hạ nhiệt. Tuy nhiên, điều này sẽ được bù đắp bởi sự ổn định ở tuyến nội địa, khi kinh tế Việt Nam đang tăng tốc về đích tăng trưởng GDP năm nay. Do đó, chúng tôi giữ nguyên dự phóng về ASP và sản lượng container cho cả hoạt động khai thác cảng và đội tàu tự khai thác.

Đa số các hợp đồng cho thuê tàu đã được ký kết cho đến hết năm 2025

Đa phần hợp đồng thuê tàu của HAH đã được chốt cho đến hết năm 2025, thậm chí có một số kéo dài sang nửa cuối 2026. Lần tái ký gần nhất là tàu Haian East, được gia hạn với giá 27.000 USD/ngày trong 6 tháng kể từ cuối tháng 7. Trong ngắn hạn, Haian Mind sẽ hết hạn hợp đồng vào cuối tháng 10/2025. Chúng tôi duy trì kỳ vọng HAH sẽ gia hạn thành công trong 6 tháng với mức giá khoảng 32.000 USD/ngày – một giá định thận trọng, phản ánh tác động của front-loading đã nêu. Dù vậy, chúng tôi vẫn áp dụng mức giảm trung bình 3%/năm đối với giá thuê tàu do tình trạng dư cung toàn cầu, bất chấp rủi ro từ khu vực Biển Đỏ vẫn còn phức tạp.

Hình 4: Giá cước cho thuê định hạn neo cao trong những tháng vừa qua

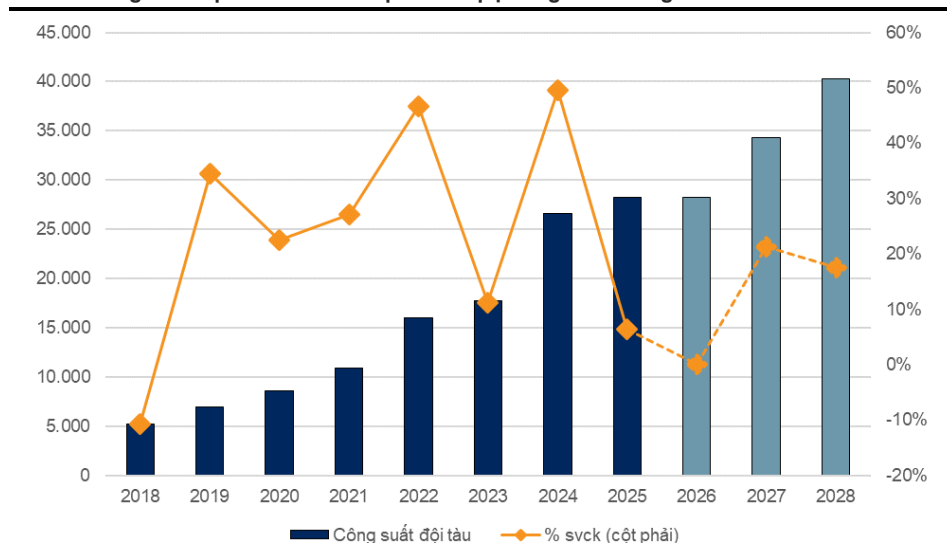


Những bước đi đầu cho lần hợp tác chiến lược với VSC

Nâng cao năng lực khai thác, tạo tiền đề cho chuyển tàu ra biển lớn

HAH đã đặt đóng mới 2 tàu container 3.006 TEUs, trong kế hoạch series bốn tàu đóng mới. Nếu hoàn thành, đội tàu sẽ đạt 21 chiếc với công suất 40.297 TEUs (+43% sv hiện tại). Các tàu này được xem là bàn đạp để tiến vào các tuyến xa như Địa Trung Hải – EU hoặc Bờ Tây Mỹ. Tuy nhiên, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định HAH sẽ tiếp tục khai thác nội Á trong giai đoạn đầu.

Hình 5: Công suất đội tàu của HAH dựa trên dự phóng của chúng tôi



Source: VNDIRECT RESEARCH

Trên hải trình mới này, HAH sẽ có đối tác đồng hành

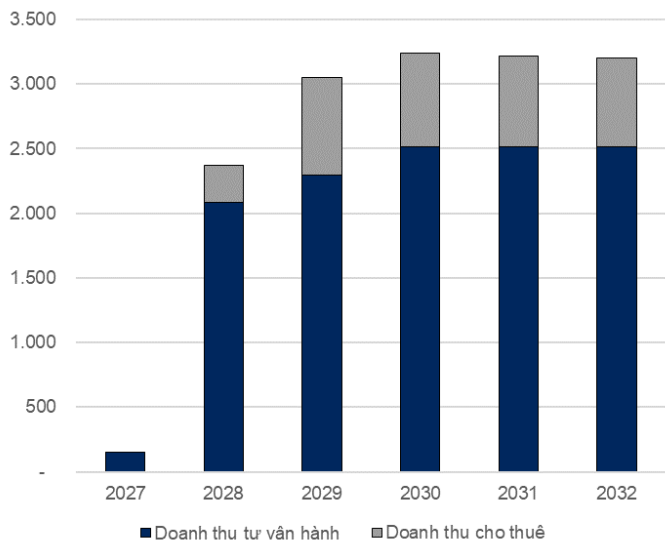
HAH và VSC đã thành lập HAGSL, vốn điều lệ ban đầu 1.000 tỷ đồng (tỷ lệ góp vốn 60:40). Chúng tôi ước tính liên doanh cần ~4.770 tỷ đồng để tài trợ cho series 4 tàu (giả định 75 triệu USD/tàu). Nguồn vốn nhiều khả năng vay ngân hàng theo tỷ lệ nợ/vốn chủ 50:50 hoặc 60:40, giải ngân theo tiến độ bàn giao.

Chúng tôi dự phóng series sẽ được chia làm hai giai đoạn:

- Giai đoạn 1: Hai tàu đầu khai thác tự vận hành tuyến nội Á, kết nối Việt Nam – Trung Quốc với các cảng Lạch Huyện hoặc Cái Mép – Thị Vải. Đây là bước đệm quan trọng để tích lũy năng lực trước khi vươn sang châu Âu hoặc Mỹ.

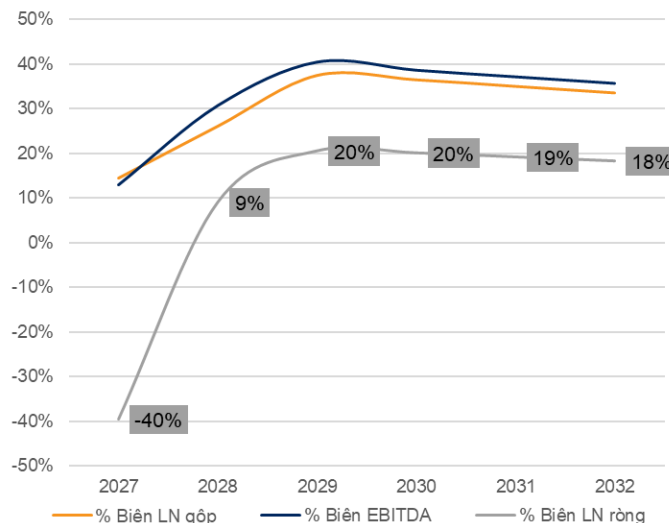
- Giai đoạn 2: Hai tàu sau sẽ cho thuê, có thể theo dạng wet-charter sang các tuyến Đại Tây Dương hoặc Mỹ. Điều này vừa đa dạng hóa nguồn thu vừa nâng cao năng lực vận hành của liên doanh.

Hình 6: Tỷ trọng doanh thu HAGSL (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Biên LN HAGSL theo dự phóng của chúng tôi



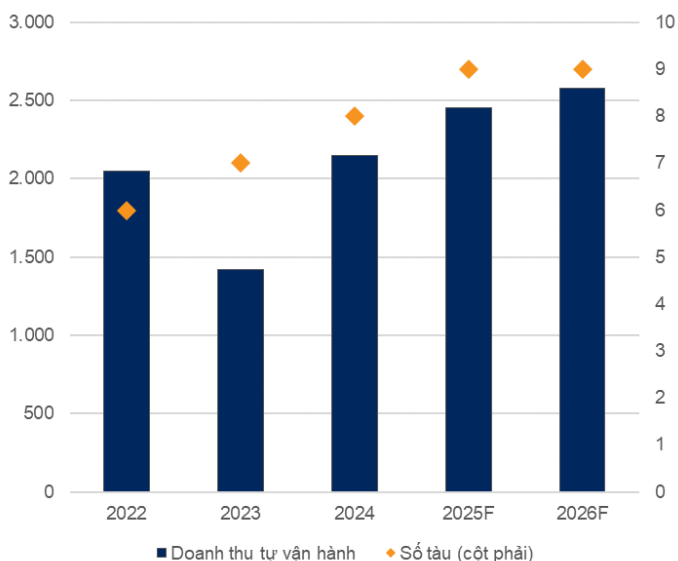
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan dự phóng

Dự phóng của chúng tôi gần như không thay đổi trong ngắn hạn

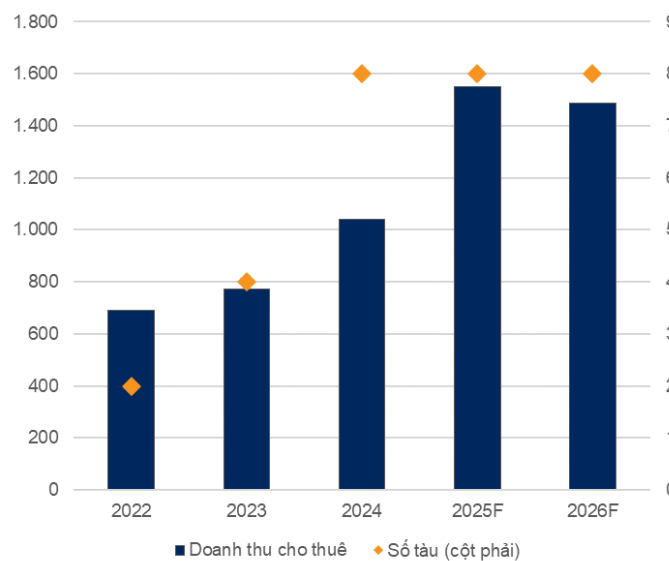
Chúng tôi nguyên dự phóng doanh thu 2025 ở mức 4.633 tỷ đồng, tăng trưởng nhờ 1) kế hoạch mở rộng đội tàu, và 2) giá thuê thuận lợi cải thiện biên LN. Từ 2026, duy trì quan điểm thận trọng do: 1) dư cung tàu container toàn cầu, và 2) những biến chuyển phức tạp tại biển Đỏ. Chúng tôi vẫn giả định mức giảm 3%/năm cho giá thuê tàu từ 2026.

Hình 8: Doanh thu tự khai thác...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: ...và doanh thu cho thuê, dựa trên dự phóng của chúng tôi



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

LN ròng 2025 tăng mạnh, bù đắp rủi ro pha loãng

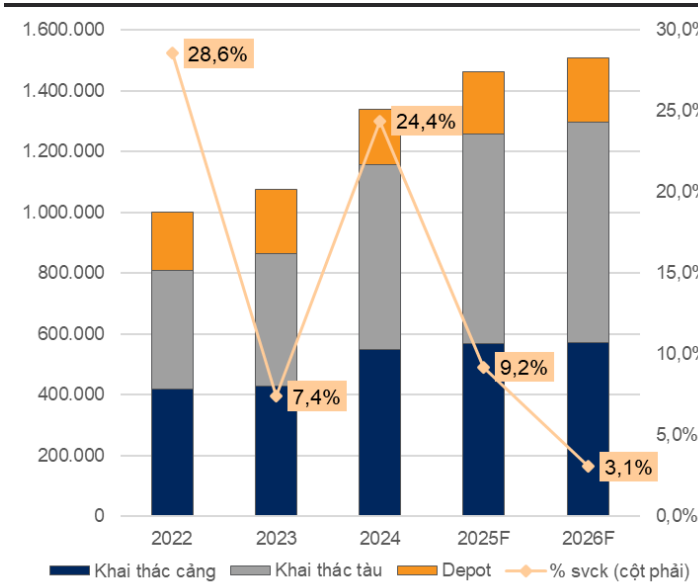
Tính đến cuối T3/25, HAH đã chuyển đổi 8,55 triệu trái phiếu thành cổ phiếu mới, tương đương 6,58% số cổ phiếu đang lưu hành, nâng vốn điều lệ lên gần 1.300 tỷ đồng. Giá chuyển đổi cho đợt này là 23.739 đồng/cp.

Với triển vọng tích cực cho 2025, chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm một đợt chuyển đổi trái phiếu trong 2H25, ước tính hơn 12 triệu cổ phiếu sẽ được phát hành thêm, nâng tổng số cổ phiếu pha loãng lên khoảng 181 triệu. Dù điều này có thể làm pha loãng EPS, áp lực chi phí lãi vay cũng sẽ giảm bớt vì trái phiếu mang lãi suất cố định 6%/năm trong 5 năm.

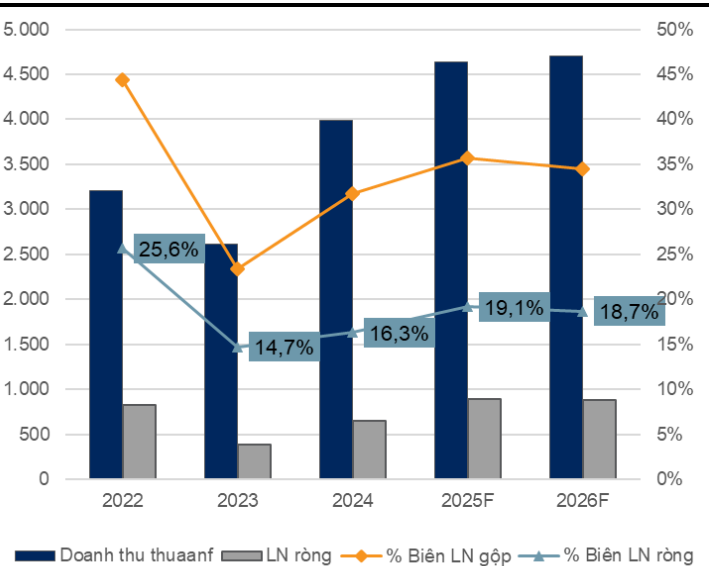
Chúng tôi dự phóng LN ròng 2025 đạt 887 tỷ đồng (+27,2% svck), trước khi giảm nhẹ xuống 880 tỷ đồng (-0,8% svck) trong 2026.

Hình 10: Dự phóng sản lượng HAH trong năm 2022-26 (Đơn vị: TEUs)

Hình 11: Doanh thu, biên LN ròng và biên LN gộp năm 2022-26 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

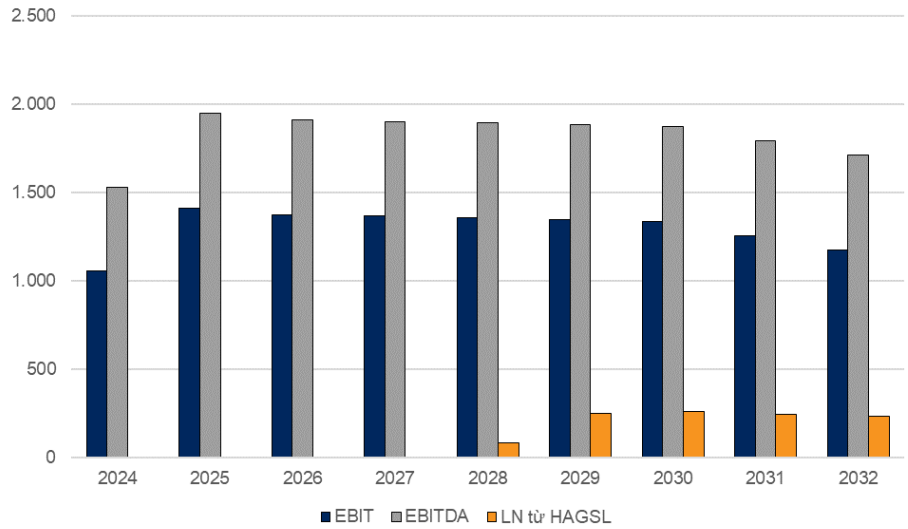


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

HAGSL sẽ bắt đầu đóng góp từ 2028

Theo kịch bản cơ sở, liên doanh với VSC (Haian Green Shipping Lines - HAGSL) sẽ bắt đầu ghi nhận LN cho HAH từ 2028 khi giai đoạn 2 khởi động. Sau đó, HAGSL có thể mang lại nguồn LN đều đặn và đáng kể, nhờ gia tăng tiếp cận các tuyến hàng xa. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng HAGSL sẽ đóng góp trung bình ~246,7 tỷ đồng/năm cho HAH giai đoạn 2029–32, với giả định tỷ lệ sở hữu 40%.

Hình 12: Dự phóng của chúng tôi về đóng góp của HAGSL (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Kịch bản này giả định series 4 tàu hoàn tất vào năm 2028, với cơ cấu vốn 40:60 giữa vốn chủ và nợ. Chúng tôi ước tính vốn góp từ VSC và HAH trong FY27–28 vào khoảng 3.680 tỷ đồng, trong đó HAH chịu trách nhiệm 40% (~1.500 tỷ đồng).

Chúng tôi cho rằng HAH sẽ không cần vay nợ bổ sung để thực hiện góp vốn tại HAGSL bởi 1) vị thế tiền mặt khá mạnh, với 930 tỷ đồng tính đến cuối T6/25 (~11,5% tổng tài sản); và 2) dự phóng LN trong năm 2027-28 vẫn duy trì ở mức cao nền cao, đem lại dòng tiền ổn định.

Định giá

Hình 13: Định giá từng phần DCF

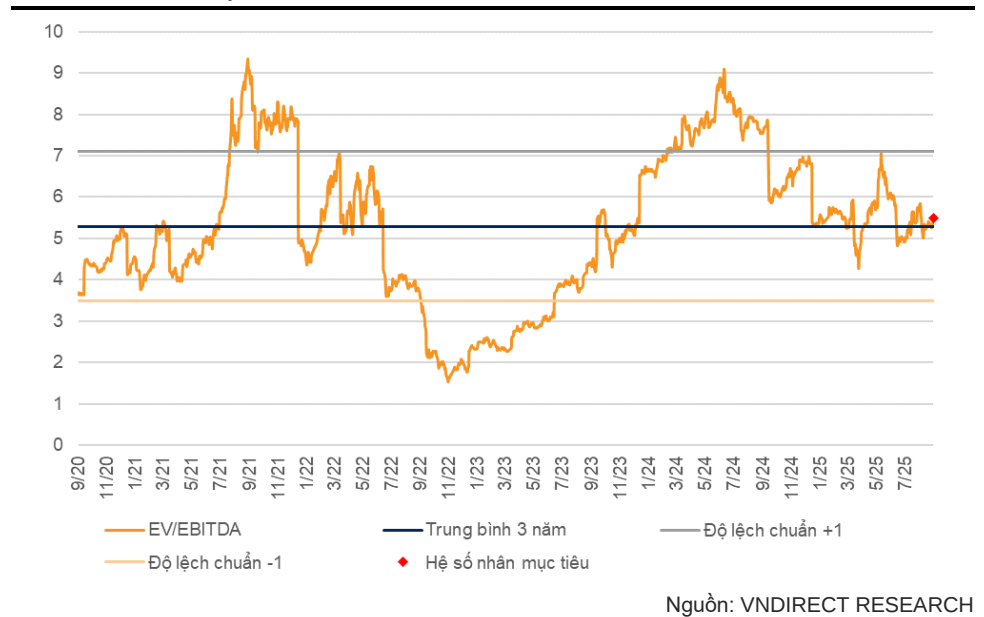
Đơn vị: tỷ đồng	Giá trị DN DCF cũ	Giá trị DN DCF mới
HĐKD cốt lõi	9.406	9.488
HAGSL		1.047
Tổng		10.535

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Với giả định HAGSL bắt đầu có lãi từ 2028, chúng tôi đã đưa mảng này vào mô hình DCF, đóng góp gần 10% vào tổng định giá HAH. Ngoài ra, phần định giá cốt lõi cũng tăng nhẹ (+0,8%) do áp dụng mức tăng trưởng dài hạn cao hơn (2,0%). Chúng tôi áp dụng WACC ở mức 12,4% dựa trên: 1) [ERPs](#) 8,35% (theo cập nhật từ Damodaran); và 2) lãi suất phi rủi ro 3,0% (theo lợi suất TPCP 10 năm VBMA) cập nhật vào T6/25. P/B 2025 dự phóng ở mức 2,0.

Định giá mới cũng đã giả định toàn bộ số trái phiếu chuyển đổi còn lại được thực hiện trong FY25, nâng tổng số cổ phiếu lưu hành lên 181 triệu.

Hình 14: EV/EBITDA lịch sử



Hình 15: Tổng quan định giá

Phương pháp	Giá tương ứng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
EV/EBITDA	52.646	50%	26.323
DCF	58.199	50%	29.100
Giá mục tiêu			55.423
Giá mục tiêu làm tròn			55.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Phương pháp định giá EV/EBITDA

Phương pháp EV/EBITDA	
EBITDA (tỷ đồng)	1.989
EV/EBITDA mục tiêu	5,5
Cộng: Tiền và tương đương tiền	921,9
Trừ: Tổng nợ vay	(2.330,3)
SLCP lưu hành (triệu cp)	181,0
Giá mục tiêu	52.646

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,00%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	8,35%
Chi phí VCSH	13,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: WACC và tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
Vốn hóa	10.032
Nợ	2.330
Chi phí nợ	8%
Mức thuế	20%
WACC	12,4%
Tăng trưởng dài hạn	2,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Định giá DCF - Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
EBIT	1.464	1.439	1.425	1.512	1.681	1.698	1.622	1.545	1.477	1.412
Trừ: Thuế	(274)	(272)	(271)	(293)	(330)	(335)	(318)	(303)	(289)	(276)
EBIAT	1.191	1.168	1.153	1.219	1.350	1.363	1.303	1.242	1.188	1.135
Cộng: Khấu hao	536	537	537	537	537	537	537	538	538	538
Trừ: Capex	(844)	(202)	(202)	(202)	(202)	(202)	(202)	(202)	(202)	(202)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(96)	10	(19)	20	38	(35)	20	16	18	16
FCFF	787	1.513	1.469	1.574	1.724	1.663	1.659	1.594	1.541	1.487
Giá trị hiện tại của FCFF	700	1.198	1.035	987	963	826	734	627	540	464
Tổng hợp FCFF	8.074									

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Giá mục tiêu theo định giá DCF

Phương pháp DCF	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	8.074
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình (tỷ đồng)	4.564
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	12.638
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	922
Trừ: Nợ ròng (tỷ đồng)	(2.330)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(695)
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	10.535
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	181
Giá mục tiêu (đồng/cp)	58.199

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: So sánh với doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 16/9/2025)

Công ty vận tải biển	Mã CP	Vốn hóa (tr USD)	P/E (lần)		Tỷ lệ D/E (%)	Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	EV/EBITDA (lần)		ROA(%)		ROE(%)	
			2024	Trượt			2024	2025	2024	2025	2024	2025
AP Moller - Maersk A/S	MAERSKB DC	34.766	4,3	4,8	28,4	24,0	3,7	5,5	7,2	8,2	11,0	12,7
COSCO SHIPPING Holdings Co Ltd	601919 CH	31.542	3,9	4,8	26,7	NA	4,0	5,8	10,2	10,3	22,8	22,5
Evergreen Marine Corp Taiwan Ltd	2603 TT	13.212	3,5	3,0	25,8	106,1	2,8	4,0	16,9	15,4	27,3	26,5
HMM Co Ltd	011200 KS	17.594	3,5	5,1	15,7	46,5	5,2	7,1	12,7	12,6	15,2	15,3
Yinson Holdings BHD	YNS MK	1.687	6,2	7,4	205,2	(6,3)	7,8	6,7	4,6	4,2	20,0	18,0
Regional Container Lines PCL	RCL TB	738	2,6	2,0	23,7	73,6	3,2	5,7	14,5	16,6	19,4	23,0
Nanjing Shenghang Shipping Co Ltd	001205 CH	440	26,1	35,5	78,1	(3,7)	8,4	7,6	3,0	1,9	7,2	4,9
Fujian Guohang Ocean Shipping Group Co Ltd	833171 CH	863	NA	NA	159,7	789,3	29,5	24,9	0,7	(1,9)	1,7	(5,0)
<i>Trung bình</i>			7,2	9,0	70,4	147,1	8,1	8,4	8,7	8,4	15,6	14,7
<i>Trung vị</i>			3,9	4,8	27,6	46,5	4,6	6,2	8,7	9,2	17,3	16,7
CTCP Vận tải & Xếp dỡ Hải An	HAH VN	368	9,8	10,6	57,6	35,4	5,4	5,3	8,9	11,5	16,4	18,0

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Phân tích độ nhạy định giá DCF

		WACC						
Tăng trưởng dài hạn		10,9%	11,4%	11,9%	12,4%	12,9%	13,4%	13,9%
	1,0%	66.059	62.298	58.878	55.755	52.891	50.255	47.820
	1,5%	67.818	63.824	60.209	56.921	53.916	51.161	48.623
	2,0%	69.775	65.513	61.675	58.199	55.037	52.147	49.494
	2,5%	71.967	67.393	63.297	59.607	56.265	53.223	50.442
	3,0%	74.438	69.498	65.103	61.166	57.618	54.404	51.477

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo KQ HĐKD

(Tỷ VND)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Doanh thu thuần	1.192	1.955	3.206	2.613	3.992	4.633	4.706
Giá vốn hàng bán	(952)	(1.241)	(1.784)	(2.002)	(2.725)	(2.980)	(3.083)
Lợi nhuận gộp	239	714	1.422	611	1.267	1.653	1.623
Chi phí quản lý DN	(68)	(85)	(114)	(125)	(211)	(244)	(248)
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	0	0	0
LN hoạt động	172	629	1.308	486	1.056	1.409	1.375
EBITDA thuần	309	793	1.586	850	1.529	1.945	1.911
Chi phí khấu hao	(137)	(164)	(278)	(364)	(473)	(536)	(537)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	172	629	1.308	486	1.056	1.409	1.375
Thu nhập tài chính	17	26	39	30	25	33	41
Chi phí tài chính	(25)	(33)	(76)	(84)	(119)	(96)	(81)
Thu nhập ròng khác	0	20	(27)	3	(3)	(4)	(4)
Thu nhập từ các công ty LDLK	6	19	29	15	18	27	27
Lợi nhuận trước thuế	170	662	1.272	450	977	1.369	1.358
Chi phí thuế	(24)	(112)	(232)	(92)	(177)	(274)	(272)
Lợi nhuận ròng	138	446	822	385	650	887	880
Lợi nhuận ròng sau điều chỉnh	138	446	822	385	650	887	880

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Tiền & Tương đương tiền	221	485	415	245	922	584	1.045
Đầu tư tài chính ngắn hạn	80	87	140	73	71	186	164
Các khoản phải thu ngắn hạn	147	234	238	228	332	386	392
Hàng tồn kho	46	48	78	97	88	126	127
Tài sản ngắn hạn khác	41	34	132	180	168	189	198
Tổng tài sản ngắn hạn	695	1.287	1.745	1.600	1.753	1.776	2.216
Tài sản cố định	1.098	1.536	2.744	3.118	4.775	4.658	4.277
Tổng tài sản đầu tư	50	148	140	155	174	598	809
Tài sản dài hạn khác	250	255	375	455	567	640	642
Tổng tài sản	2.095	3.232	5.049	5.359	7.290	7.695	7.968
Nợ vay ngắn hạn	111	234	318	394	532	618	628
Phải trả người bán ngắn hạn	85	79	148	155	206	141	133
Phải trả ngắn hạn khác	100	261	390	349	399	318	327
Tổng nợ ngắn hạn	320	621	910	937	1.210	1.133	1.144
Nợ vay dài hạn	348	559	1.004	993	1.798	1.311	988
Phải trả dài hạn khác	90	151	248	258	310	313	263
Vốn góp của chủ sở hữu	488	488	703	1.055	1.213	1.810	1.810
Lợi nhuận giữ lại	252	592	1.025	751	1.053	1.216	1.643
Vốn chủ sở hữu	1.336	1.902	2.887	3.171	3.972	4.939	5.573
Lợi ích cổ đông thiểu số	(8)	(105)	(219)	27	(150)	(208)	(206)
Tổng nợ và VCSH	2.095	3.232	5.049	5.359	7.290	7.695	7.968

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Lợi nhuận trước thuế	170	662	1.272	450	977	1.369	1.358
Khấu hao	137	164	278	364	473	536	537
Thuế đã nộp	(24)	(96)	(209)	(150)	(117)	(274)	(272)
Các khoản điều chỉnh khác	(15)	(43)	(20)	(30)	16	30	6
Thay đổi vốn lưu động	8	104	(27)	(98)	58	(96)	10
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	277	790	1.295	536	1.407	1.564	1.639
Đầu tư TSCĐ	(349)	(620)	(1.604)	(866)	(1.698)	(844)	(202)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	0	53	0	1	11	0	0
Các khoản khác	14	(58)	8	21	13	(424)	(211)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(48)	(24)	(66)	68	14	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(383)	(650)	(1.661)	(776)	(1.660)	(1.268)	(413)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	98	18	23	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(8)	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	140	92	347	57	930	90	(313)
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	(47)	(67)	(69)	(10)	(0)	(724)	(453)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	85	123	297	69	930	(634)	(765)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	243	221	485	415	245	922	584
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(22)	263	(69)	(170)	677	(338)	461
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	221	484	415	245	922	584	1.045

Chỉ số tài chính quan trọng

Chỉ số định giá	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
EPS (VND)	1.966	6.333	6.774	3.172	5.361	6.243	4.861
P/E	29,8	9,3	8,7	18,5	10,9	9,4	12,1
PEG 1 năm	(243,7)	4,2	124,4	(34,7)	15,8	57,0	(54,5)
EV/EBIT	27,1	24,0	6,6	5,4	14,6	6,7	5,9
EV/EBITDA	15,3	13,4	5,2	4,5	8,4	4,7	4,3
P/S	0,5	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
P/B	3,1	2,2	2,5	2,2	1,8	2,1	1,9
Tỷ suất cổ tức	2,2%	1,5%	2,1%	1,2%	0,2%	0,0%	8,7%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	34,2%	15,1%	8,3%	2,5%	0,0%	81,6%	51,4%
Chỉ số tăng trưởng							
Tăng trưởng doanh thu	5,2%	7,5%	64,1%	63,9%	-18,5%	52,8%	16,1%
Tăng trưởng LN gộp	9,2%	198,4%	99,0%	-57,0%	107,3%	30,5%	-1,8%
Tăng trưởng LN ròng	13,9%	222,1%	84,5%	-53,2%	69,0%	36,3%	-0,8%
Tăng trưởng EPS	13,9%	222,1%	7,0%	-53,2%	69,0%	16,5%	-22,1%
Chỉ số hiệu quả sinh lời							
Biên LN gộp	20,1%	36,5%	44,4%	23,4%	31,7%	35,7%	34,5%
Biên EBITDA	25,9%	40,5%	49,5%	32,5%	38,3%	42,0%	40,6%
Biên LN hoạt động	14,4%	32,2%	40,8%	18,6%	26,5%	30,4%	29,2%
Biên LN ròng	11,6%	22,8%	25,6%	14,7%	16,3%	19,1%	18,7%
ROAA	6,6%	13,8%	16,3%	7,2%	8,9%	11,5%	11,0%
ROAE	10,4%	23,4%	28,5%	12,1%	16,4%	18,0%	15,8%
Chỉ số đòn bẩy							
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	7,3	20	23	7	10	17	20
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	1,4	2,1	2,3	0,5	1,6	1,1	2,1
Nợ vay/ Vốn	21,9%	24,5%	26,2%	25,9%	32,0%	25,1%	20,3%
Nợ vay/ VCSH	34,4%	41,7%	45,8%	43,7%	58,7%	39,0%	29,0%
Nợ vay ròng/ VCSH	17,9%	16,2%	31,4%	36,0%	35,5%	27,2%	10,2%
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tổng tài sản	0,6	0,7	0,8	0,5	0,6	0,6	0,6
Vòng quay khoản phải thu	9,0	6,3	8,3	13,8	9,3	11,1	11,9
Số ngày phải thu	40,6	58,4	44,1	26,5	39,1	32,8	30,6
Vòng quay khoản phải trả	12,9	23,8	28,2	17,2	22,1	26,8	34,4
Số ngày phải trả	28,4	15,3	12,9	21,2	16,5	13,6	10,6
Vòng quay hàng tồn kho	19	26	28	23	29	28	24
Số ngày tồn kho	18	14	16	18	12	15	15
Hệ số thanh toán hiện hành	2,2	2,1	1,9	1,7	1,4	1,6	1,9
Hệ số thanh toán nhanh	2,0	2,0	1,8	1,6	1,4	1,5	1,8

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**Khuyến nghị cổ phiếu**

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư

Email: tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Đặng Huy Hoàng – Chuyên viên Phân tích

Email: hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>