

Ngành: Vận tải biển | BSC RESEARCH

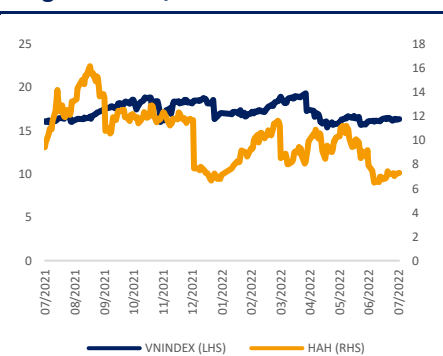
KHUYẾN NGHỊ		THEO DÕI	CTCP VẬN TẢI VÀ XẾP DỠ HẢI AN (HSX: HAH) TĂNG TRƯỞNG 2023 PHỤ THUỘC VÀO NỘI TÀI DOANH NGHIỆP		
Giá hiện tại:	64,400	Ngày viết báo cáo:	24/8/2022	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước đây		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	68	CTCP ĐẦU TƯ VÀ VẬN TẢI HẢI AN	11.4%
Giá mục tiêu mới:	78,000	Vốn hóa (tỷ đồng)	4,555	DC DEVELOPING MARKETS	3.4%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân:	1,364,817	VIETNAM HOLDING LTD	3.3%
Tiềm năng tăng giá	24%	Sở hữu nước ngoài	21.5%	CTCP Cánh Đồng Xanh	3.1%

Bộ phận Research:
Phạm Quang Minh (Hàng không, Cảng biển)
minhpgq@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Chỉ số	2021	2022	Peer	VN-Index
PE (x)	5.5	4.8	8.3	17.2
PB (x)	1.6	1.8	1.15	2.7
ROE (%)	23%	30%	12.5%	15.8%
ROA (%)	14%	19%	5.12%	2.6%

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **HAH** với giá trị hợp lý năm 2023 là **78,000/CP** (tương đương Upside **24%** so với giá tham chiếu ngày 24/08/2022), dựa trên phương pháp P/E với P/E mục tiêu 2022 = 6.5, thấp hơn so với P/E trung bình (2019-2021) = 7-8x do lo ngại về rủi ro khai thác các tàu mới trong năm 2023.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2022, BSC dự báo HAH ghi nhận DTT = 3,128 tỷ VNĐ (+60% yoy), NPATMI = 920 tỷ VNĐ (+107% yoy), tương đương EPS FW 2022 = 13,477 VNĐ, P/E FW 2022 = 4.8x, P/B FWD 2022 = 1.8x. Trong năm 2023, BSC dự báo HAH ghi nhận DTT = 3,656 tỷ VNĐ (+17% yoy), NPATMI = 819 tỷ VNĐ (-11% yoy), tương đương EPS FW 2023 = 11,991 VNĐ, P/E FW 2022 = 5.4, P/B FWD 2022 = 1.4, dựa trên giả định:

1. Hoạt động khai thác cảng: Trong năm 2022, DT = 222 tỷ VNĐ (+4% yoy) nhờ sản lượng +3% yoy, giá dịch vụ +1% yoy. Trong năm 2023, DT = 229 tỷ VNĐ (+3% yoy) nhờ sản lượng +2% yoy, giá dịch vụ +1% yoy. Biên lợi nhuận gộp khai thác cảng = 57.7% trong năm 2022 và 58.3% trong năm 2023

2. Hoạt động vận tải biển – Không bao gồm liên doanh ZIM – HAH

- Trong năm 2022, DT tự khai thác = 2,094 tỷ VNĐ (+46% yoy) nhờ sản lượng – 11% yoy (giảm đóng góp từ tàu HAIAN MIND), và giá cước + 82% yoy – thấp 5% so với giá cước trung bình 1H.2022. DTT cho thuê định hạn = 656 tỷ VNĐ (+110% yoy) nhờ đóng góp của HAIAN LINK, HAIAN MIND, HAIAN WEST, HAIAN EAST, HAIAN CITY. Biên lợi nhuận gộp vận tải biển = 49% dựa trên giả định chi phí NVL/SL +52% yoy; chi phí DVMN/số vòng giả định + 15% yoy do (1) giá dầu tăng, (2) các tuyến nội Á có cảng phí cao hơn; chi phí khấu hao + 81 tỷ VNĐ, chủ yếu từ HAIAN CITY. So với năm 2021, biên lợi nhuận gộp tăng + 14.5% do giá cước tự chạy và T/C tăng.
- Trong năm 2023, BSC đưa ra dự báo dựa trên giả định giá dầu bình quân = 90 USD/BBL (-10% yoy), giá cước – 16% yoy: DT tự khai thác = 2,238 tỷ VNĐ (+23% yoy) với giả định sản lượng + 33% yoy (chủ yếu từ HAIAN CITY và HAIAN WEST), giá cước -16% yoy. DT cho thuê định hạn = 476 tỷ VNĐ (-27% yoy) nhờ đóng góp HAIAN MIND, HAIAN WEST, HAIAN CITY. Biên lợi nhuận gộp = 40% yoy dựa trên giả định chi phí NVL/ SL -10% yoy, giả định chi phí dịch vụ mua ngoài/số vòng giảm nhẹ -6% yoy do giá dầu giảm, chi phí khấu hao +105 tỷ VNĐ do đóng góp của A ROKU, 2 tàu mới nhận Q4.2023. So với năm 2022, biên lợi nhuận gộp giảm 9.9%, do (1) giá cước giảm mạnh hơn giá dầu, (2) khấu hao tăng.

3. Liên doanh ZIM – HAH: BSC đưa ra dự báo ZIM – HAH sẽ ghi nhận DT = 12 tỷ VNĐ, LNG = -0.4 tỷ VNĐ trong năm 2022, và DT = 459 tỷ VNĐ, LNG = 2 tỷ VNĐ trong năm 2023.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- Trong 1H.2022, HAH ghi nhận DTT = 1,582 tỷ VNĐ (+96% yoy), NPATMI = 440 tỷ VNĐ (+195% yoy). Trong đó: 1. DT khai thác cảng = 112 tỷ VNĐ (+8% yoy) do sản lượng + 6% yoy, giá +2% yoy. 2. DT khai thác tàu = 1,566 tỷ VNĐ (+106% yoy) nhờ i) giá cước bình quân + 115% yoy, ii) quy mô đội tàu cho thuê định hạn +2 tàu svck với giá cước cao hơn

RỦI RO/TIỀM NĂNG THAY ĐỔI DỰ BÁO

- (1) HAH tái ký được các hợp đồng cho thuê định hạn với giá cước cao. (2) HAH khai thác các tàu mới sang các tuyến dịch vụ Nội Á có giá cước cao, sản lượng tốt hơn giả định của BSC. (3) Giá cước vận tải, giá dầu biến động tích cực hơn giả định của BSC.

Chỉ số	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1,192	1,955	3,128	3,656
Lợi nhuận gộp	239	714	1,522	1,287
NPATMI	138	446	920	819
EPS	2,835	9,133	13,477	11,991
Tăng trưởng EPS	14%	222%	48%	-11%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q2.2022

HAH_Tỷ VNĐ	Q2.2021	Q2.2022	% QoQ	% YoY	1H.2021	1H.2022	% YoY	Nhận xét
Doanh thu	449	929	42%	107%	808	1582	96%	Trong 1H.2022, HAH ghi nhận DTT = 1,582 tỷ VNĐ (+96% yoy), NPATMI = 440 tỷ VNĐ (+195% yoy). Trong đó: 1. DT khai thác cảng = 112 tỷ VNĐ (+8% yoy) do sản lượng + 6% yoy, giá +2% yoy. 2. DT khai thác tàu =1,566 tỷ VNĐ (+106% yoy) nhờ i) giá cước bình quân + 115% yoy, ii) quy mô đội tàu cho thuê định hạn +2 tàu svck với giá cước cao hơn
Khai thác cảng	80	94	27%	18%	103	112	8%	
Khai thác tàu	442	931	46%	110%	649	1,372	112%	
Khác	54	81	13%	52%	56	97	73%	
Trừ Nội bộ	(126)	(176)			-	-		
Lãi gộp	141	434	28%	207%	238	774	225%	Chi phí tài chính +66% yoy do tăng nợ vay để mua tàu HAIAN WEST, EAST, CITY
Khai thác cảng	32	41	26%	27%	64	74	17%	
Khai thác tàu	94	366	30%	288%	147	647	340%	
Khác	14	27	-3%	87%	27	53	94%	
Trừ Nội bộ	0	(1)		-954%				
Thu nhập tài chính	7	16	312%	131%	11	20	85%	Chi phí QLDN vẫn được kiểm soát ổn định
Chi phí tài chính	(8)	(15)	59%	81%	(15)	(25)	66%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(8)	(14)	55%	73%	(15)	(24)	61%	
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	3	8	-11%	146%	6	18	208%	
Chi phí BH	-	-			-	-		
Chi phí QLDN	(24)	(28)	17%	17%	(40)	(51)	27%	Chi phí khác = -19 tỷ VNĐ, chủ yếu đến từ chi phí sửa chữa HAIAN City
Lãi từ HĐKD	120	415	30%	247%	199	736	269%	
Thu nhập khác, ròng	(3)	(19)		497%	19	(19)	-201%	
LNTT	116	396	24%	240%	218	717	229%	
Thuế TNDN	(19)	(72)	25%	284%	(35)	(130)	271%	
LNST	98	324	24%	232%	183	587	220%	Biên lợi nhuận gộp khai thác cảng +5%% do tăng sản lượng Biên lợi nhuận gộp mảng khai thác tàu + 24% do tăng giá cước.
NPATMI	82	240	20%	191%	149	440	195%	
Biên lợi nhuận gộp	31%	47%			29%	49%		
Khai thác cảng	40%	44%			61%	66%		
Khai thác tàu	30%	49%			23%	47%		
Khác	27%	33%			49%	55%		
Biên lợi nhuận ròng	22%	35%			23%	37%		

Nguồn: Báo cáo tài chính HAH

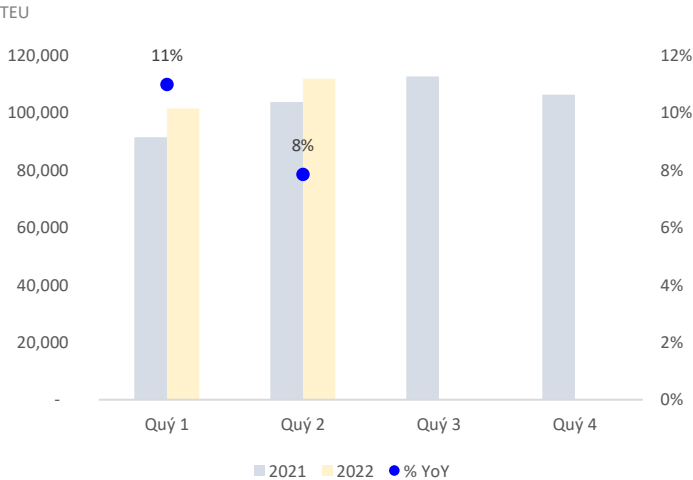
HOẠT ĐỘNG KHAI THÁC CẢNG KHẢ QUAN NHỜ SẢN LƯỢNG +6% YOY, GIÁ + 2% YOY

Kết thúc 1H.2022, HAH ghi nhận doanh thu khai thác cảng = 112 tỷ VNĐ (+8% yoy) nhờ:

- 1. Sản lượng + 6% yoy, chủ yếu đến từ đội tàu của HAH.
- 2. Giá dịch vụ bình quân +2%, do HAH tăng một số giá dịch vụ tại bãi + 10-20% yoy. Kể từ đầu năm, hầu hết các cảng tại khu vực Hải Phòng (bao gồm HAH) áp dụng biểu giá dịch vụ tại bãi mới +~15% yoy do tình trạng thiếu Container rỗng tại Châu Á. Tại T6.2022, HAH tiếp tục nâng giá dịch vụ tại bãi+ 5% ytd. BSC cho rằng xu hướng tăng giá này có thể duy trì trong 2H.2022 do việc thiếu Container chưa được tháo gỡ hoàn toàn.

Sang 2H. 2022, BSC đánh giá hoạt động khai thác cảng vẫn sẽ khả quan nhờ HAH duy trì 5-6 tàu tự chạy – so với đầu năm. Do vậy, BSC cho rằng sản lượng khai thác trong nửa cuối năm vẫn sẽ được đảm bảo 105,000-108,000 TEUS/quý, tương đương với 1H.2022. Theo đó, BSC dự báo doanh thu khai thác cảng 2H.2022 = 110-115 tỷ VNĐ.

Hình 1: Trong 1H.2022, sản lượng cảng đạt 205,000 (+6% yoy)



Hình 2: Trong Q2.2022, giá dịch vụ tại bãi + 10-20% yoy

Giá dịch vụ	T1/2021	T1/2022	%Ytd	T6/2022	%Ytd
Cước nâng hạ Cont. Nội địa					
20'					
- Có hàng	560,000	620,000	11%	650,000	5%
- Rỗng	360,000	440,000	22%	460,000	5%
40'					
- Có hàng	760,000	840,000	11%	880,000	5%
- Rỗng	520,000	630,000	21%	660,000	5%
Cước nâng hạ Cont. XNK					
20'					
- Có hàng	590,000	650,000	10%	680,000	5%
- Rỗng	360,000	440,000	22%	460,000	5%
40'					
- Có hàng	760,000	880,000	16%	920,000	5%
- Rỗng	520,000	630,000	21%	660,000	5%
Rút hàng Cont					
20'	960,000	1,060,000	10%	1,120,000	6%
40'	1,640,000	1,800,000	10%	1,890,000	5%

Nguồn: HAH, BSC Research tổng hợp

HOẠT ĐỘNG KHAI THÁC TÀU RẤT TÍCH CỰC NHỜ GIÁ CƯỚC BÌNH QUÂN + 115% YOY

Trong 1H.2022, HAH ghi nhận doanh thu khai thác tàu =1,372 tỷ VNĐ (+112% yoy). Trong đó:

1. Doanh thu cho thuê định hạn ước tính = 365 tỷ VNĐ (+450% yoy), nhờ (1) quy mô đội tàu cho thuê định hạn + 2 tàu svck (HAIAN MIND và HAIAN WEST), (2) giá cước cho thuê định hạn bình quân mỗi tàu +60% yoy.
- Sang Quý 3, cơ cấu đội tàu cho thuê định hạn -1 tàu so với đầu năm:
- Giảm: Tháng 4, tàu HAIAN LINK đã kết thúc hợp đồng cho thuê vào và được đưa về chạy nội địa. Tháng 9, tàu HAIAN EAST cũng sẽ kết thúc hợp đồng cho thuê, và có khả năng sẽ được HAH đưa vào liên doanh ZIM – Hải An. Tháng 10 + Tháng 12, tàu HAIAN MIND và HAIAN WEST lên đà định kỳ 1 tháng.

▪ Tăng: Tàu HAIAN CITY đã hoàn thành thời gian sửa chữa, đã được đưa về nhà máy tại Singapore vào Tháng 8, và dự kiến, đóng góp doanh thu cho thuê định hạn từ Tháng 9 – Tháng 3/2023.

Do đó, BSC ước tính doanh thu cho thuê định hạn = 291 tỷ VNĐ (-20% QoQ) trong 2H.2022 do (1) giảm đóng góp của tàu HAIANLINK, HAIAN EAST so với 1H và (2) có 2 tàu lên đà.

Tàu	2021												2022												2023													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
HAIAN LINK																																						
HAIAN MIND																																						
HAIANWEST																																						
HAIAN EAST																																						
HAIAN VIEW																																						
HAIAN PARK																																						
HAIAN TIME																																						
HAIAN BELL																																						
A ROKU																																						
HAIAN CITY																																						
Tàu mới 1																																						
Tàu mới 2																																						
ANBIEN BAY*																																						

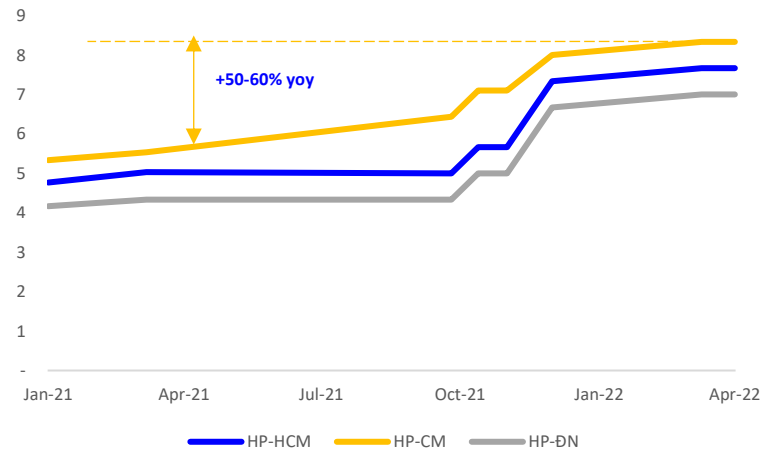
Chú thích: Màu xanh biển – thời gian thuê định hạn, màu vàng – thời gian tự chạy; màu xanh lá cây – thời gian sửa chữa *Tàu ANBIEN BAY thuộc CTLK của HAH.

Nguồn: HAH, BSC Research tổng hợp

2. Doanh thu tự khai thác ước tính = 1,007 tỷ VNĐ (+73% yoy) nhờ giá cước bình quân + 115% yoy. BSC cho rằng nguyên nhân giá cước tăng đến từ 2 yếu tố:
- (1) Mặt bằng giá cước nội địa + 50-60% yoy.

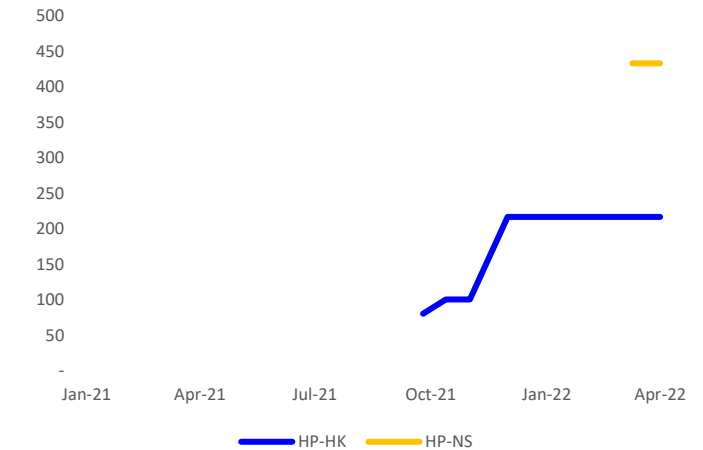
Hình 3: Giá cước Cont. tuyến nội địa +50-60% yoy

Triệu VND/20' +40'



Hình 4: Giá cước Cont. tuyến quốc tế

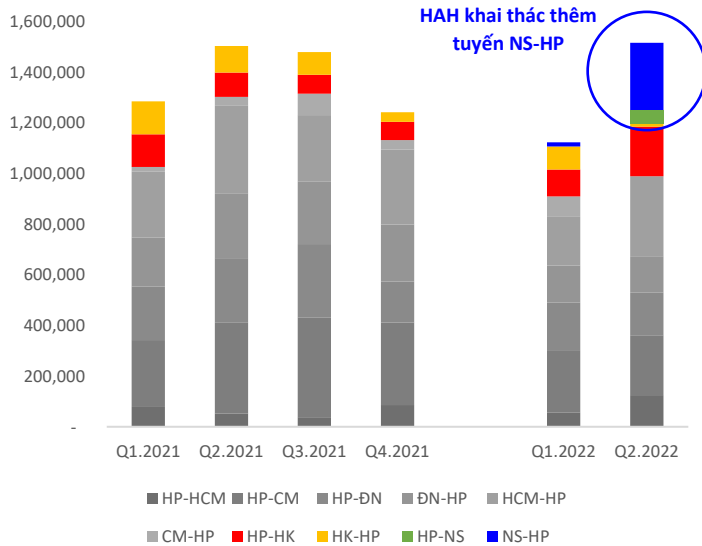
USD



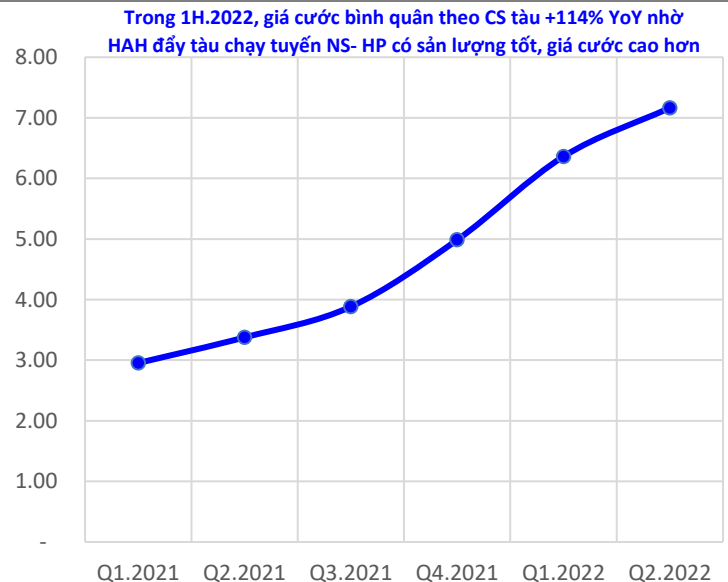
Nguồn: HAH, BSC Research tổng hợp

(2) HAH phân bổ đội tàu sang các tuyến quốc tế. Trong quý 2, HAH đẩy thêm HAIAN LINK để khai thác tuyến quốc tế Hải Phòng – NanSha (SCX) có sản lượng tốt, giá cước cao hơn 40-50% so với giá nội địa bình quân. BSC ước tính việc mở rộng sang tuyến SCX trong Q2 đã giúp cho giá cước bình quân của HAH + 15% QoQ so với Quý 1.

Hình 5: Tổng công suất tàu cập cảng Hải An theo tuyến



Hình 6: Giá cước bình quân theo công suất tàu của các tuyến dịch vụ



*BSC chưa tính đến các tuyến dịch vụ từ CM/HCM - Đà Nẵng. Tuy nhiên, tỷ trọng các tuyến này không lớn

Nguồn: HAH, BSC Research tổng hợp

Sang 2H.2022, BSC đánh giá hoạt động tự khai thác vẫn sẽ tích cực nhờ:

- Quy mô đội tàu tự khai thác vẫn duy trì 5-6 tàu và HAH tiếp tục duy trì 20-30% quy mô đội tàu tự khai thác để chạy tuyến quốc tế Hải Phòng – NanSha và Hải Phòng – QinZhou (mới mở T6) có giá cước cao.
- Mặt bằng giá cước nội địa tiếp tục neo cao so với đầu năm (*Chi tiết xem phần II*).

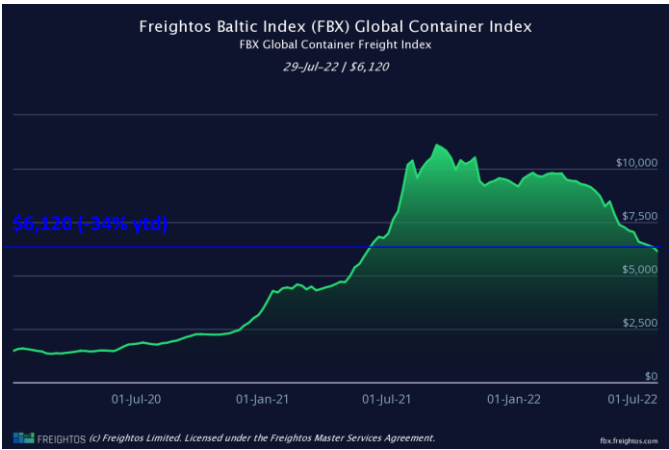
II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2H.2022 – 2023

2H.2022: HOẠT ĐỘNG VẬN TẢI BIỂN VẪN TÍCH CỰC NHỜ GIÁ CƯỚC NEO CAO

Kết thúc 1H.2022, giá cước nội địa và nội Á giảm -10-15% ytd, trong khi giá cước quốc tế giảm -25-35% ytd:

- 1. Giá cước vận tải Container quốc tế bình quân giảm 25-35% ytd; giá cước cho thuê định hạn đi ngang do nhu cầu nhập khẩu tại các quốc gia lớn như Mỹ và EU bị chậm lại trong bối cảnh lạm phát tăng cao và đứt gãy chuỗi cung ứng tại Trung Quốc.

Hình 7: Chỉ số giá cước giao ngay Container toàn cầu -35%ytd

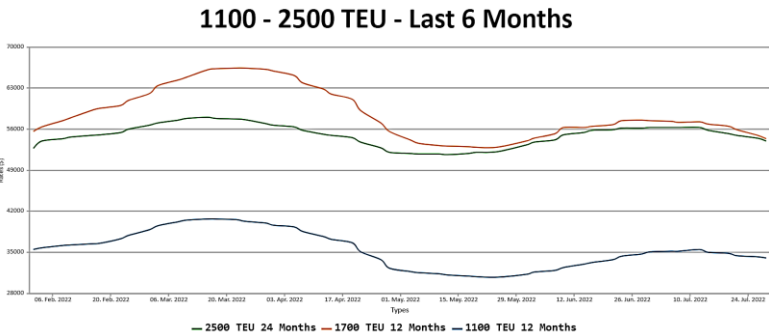


Hình 8: Giá cước tuyến chính từ Trung Quốc đi Mỹ, EU giảm 25-30% ytd

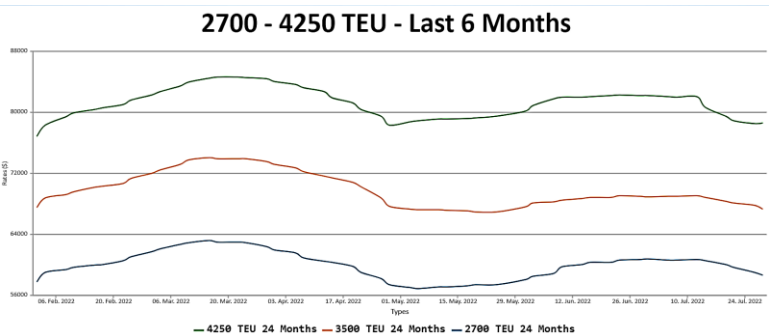
Tuyến dịch vụ	Giá cước US\$/40 feet			% YoY	% Ytd
	T7/21	T1/21	T7/22		
Thượng Hải - Rotterdam	12,954	13,658	9,182	-29.1%	-32.8%
Thượng Hải - Los Angeles	9,733	10,520	7,480	-23.1%	-28.9%
Thượng Hải - Genoa	12,685	12,779	10,829	-14.6%	-15.3%
Thượng Hải - New York	11,825	13,518	10,164	-14%	-24.8%

Nguồn: Drewry, FBX

Hình 9: Giá cước cho thuê định hạn tàu 1,100 -2,500 đi ngang ở mức 35,000-56,000 USD/ngày trong 1H.2022



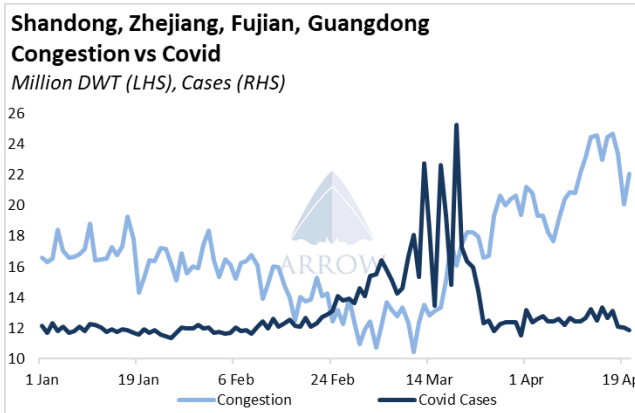
Hình 10: Giá cước cho thuê định hạn tàu 2,700-4,250 đi ngang ở mức 58,000-80,000 USD/ngày trong 1H.2022



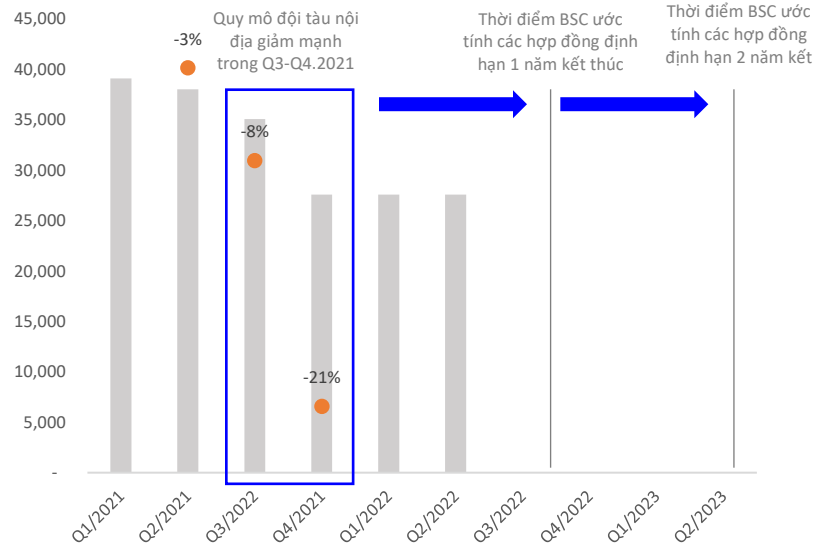
Nguồn: VHBS

- 2. Trong khi đó, giá cước vận tải nội địa và nội Á chỉ giảm -10-15% ytd. Mức độ giảm ít hơn so với mặt bằng chung giá quốc tế do :
 - (1) Chuỗi cung ứng tại Châu Á bị đứt gãy trở lại do Trung Quốc áp dụng các biện pháp phòng chống dịch trong Quý 1.2022.
 - (2) Nguồn cung tàu nội địa vẫn hạn chế. Trong năm 2021, các hãng rút tàu chạy Lines nội địa để cho thuê định hạn/ hoặc chạy Lines quốc tế. BSC ước tính tổng quy mô đội tàu Việt Nam giảm – 30% yoy trong năm 2021. Sang đầu năm 2022, nút thắt về nguồn cung vẫn chưa được tháo gỡ do (i) mặt bằng giá cước Nội Á vẫn neo cao, giúp các hãng nội địa khai thác quốc tế vẫn tốt. (ii) Bên cạnh đó, các tàu nội địa vẫn đang chạy T/C quốc tế. Do vậy, thị trường vận tải Container nội địa vẫn mất cân bằng, giúp giá cước nội địa neo cao trong nửa đầu năm.
 - (3) Yếu tố mùa vụ: Giá cước giảm do sản lượng giảm vào mùa thấp điểm giữa năm.

Hình 11: Tình trạng tắc nghẽn cảng ở TQ trong Quý 1.2022

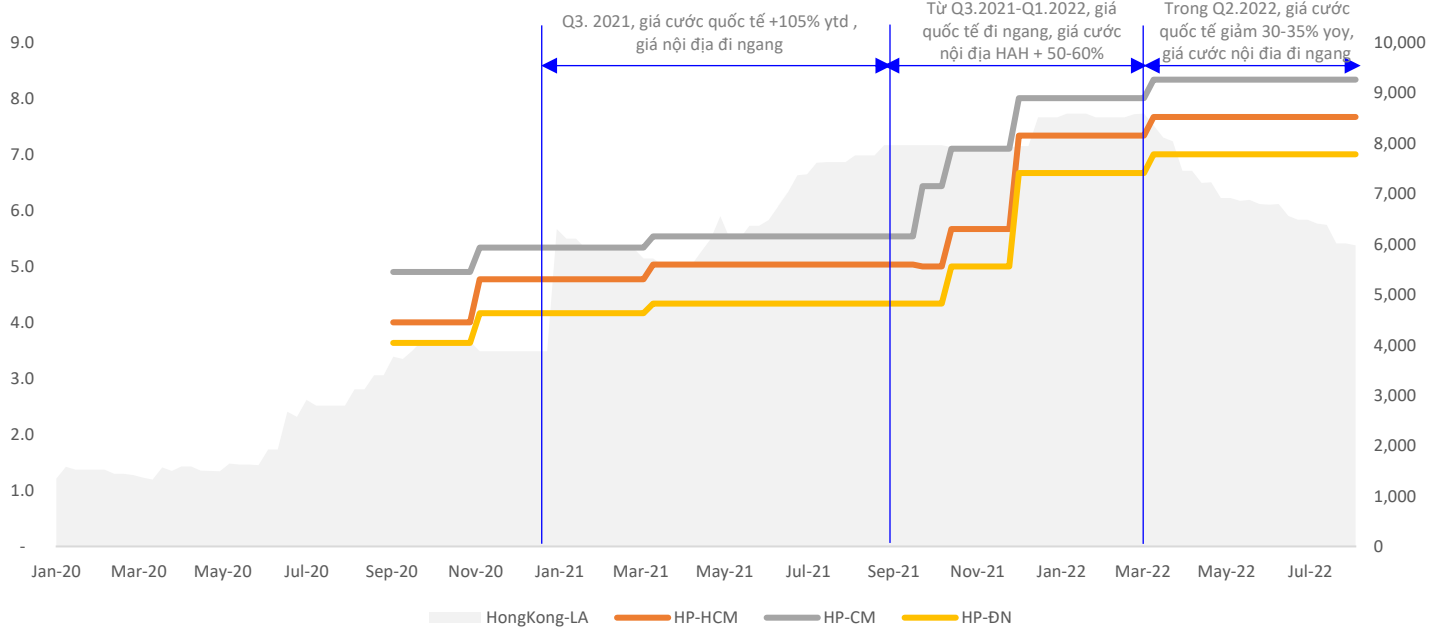


Hình 12: Quy mô đội tàu nội địa (Ước tính của BSC dựa trên số liệu cảng vụ HP)



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 13: Thị trường vận tải nội địa trở pha hơn so với thị trường quốc tế



BSC sử dụng giá cước nội địa theo biểu giá cước trung bình Container 20' và Container 40' của HAH

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Bước sang 2H.2022 – Q1.2023, BSC cho rằng thị trường nội địa và nội Á sẽ tiếp tục trở pha hơn thị trường quốc tế. Trong đó:

- Giá cước vận tại quốc tế sẽ tiếp tục giảm -10-12% QoQ** do (1) hoạt động xuất nhập khẩu vẫn chậm lại từ mức nền hàng tồn kho cao trong năm 2021 –Q1.2022, và lạm phát tăng cao, (2) điểm rơi bàn giao tàu bắt đầu từ 2H.2022.
- Tuy nhiên, giá cước nội địa sẽ đi ngang (+/-5% QoQ) do:**
 - Nút thắt nguồn cung chưa được tháo gỡ khi các hợp đồng cho thuê định hạn vẫn còn hiệu lực.** Theo ước tính của BSC, nguồn cung tàu nội địa bị sụt giảm mạnh vào Quý 3-Quý 4.2021. Do các hợp đồng T/C thường

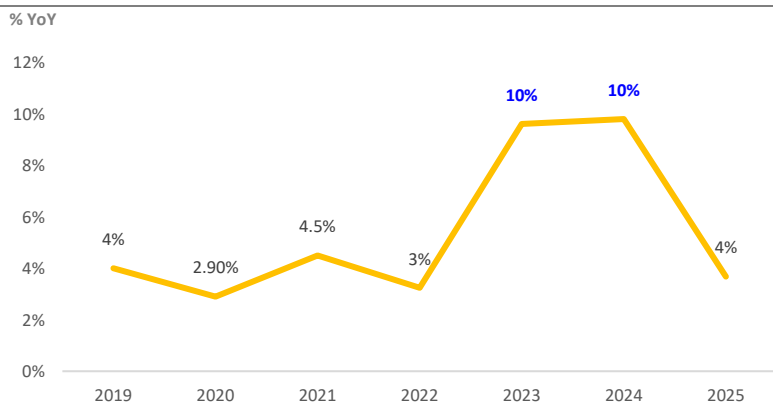
kéo dài 1-2 năm, nên BSC cho rằng sẽ phải đến hết Q1.2023, các tàu cho thuê định hạn quốc tế mới quay trở lại thị trường nội địa, giúp tăng nguồn cung.

- ii. **Thị trường nội địa gần như không có nguồn cung từ tàu mới.** Theo thống kê của BSC, các hãng VIMC, VOS, GMD, VTB, HAH - chiếm 67% thị phần vận tải nội địa - đều không có kế hoạch mua thêm tàu mới, hoặc đẩy tàu ngược về chạy nội địa trong năm 2021-2022.
- iii. **Nhu cầu vận tải sẽ bước vào mùa cao điểm trong năm (T10-T11) –** do dịp Giáng Sinh, Tết Dương Lịch.
3. **Giá nội Á sẽ giảm nhẹ (+/-8-10% QoQ).** Mức độ giảm thấp hơn so với thị trường quốc tế nói chung do tình trạng tắc nghẽn cảng ở Châu Á vẫn chưa giải quyết hoàn toàn.

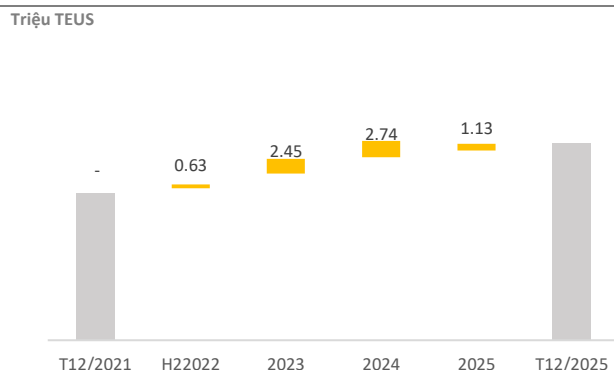
Q2-2H.2023: GIÁ CƯỚC GIẢM - TRIỂN VỌNG PHỤ THUỘC VÀO KHẢ NĂNG TĂNG SẢN LƯỢNG

1. Kể từ Q2.2023, BSC cho rằng giá cước nội địa bắt đầu có thể chịu áp lực giảm giá do (1) mặt bằng giá cước quốc tế nói chung sẽ giảm khi điểm rơi bàn giao tàu tập trung vào năm 2H.2022-2024, (2) các tàu nội địa cho thuê quốc tế hết hạn vào giữa năm, và bắt đầu quay lại thị trường nội địa. **BSC dự báo giá cước nội địa giảm 15-20% yoy trong năm 2023.**

Hình 14: Tốc độ tăng trưởng quy mô đội tàu 2019-2025F. Điểm rơi bàn giao tàu vào 2H.2022-2024.

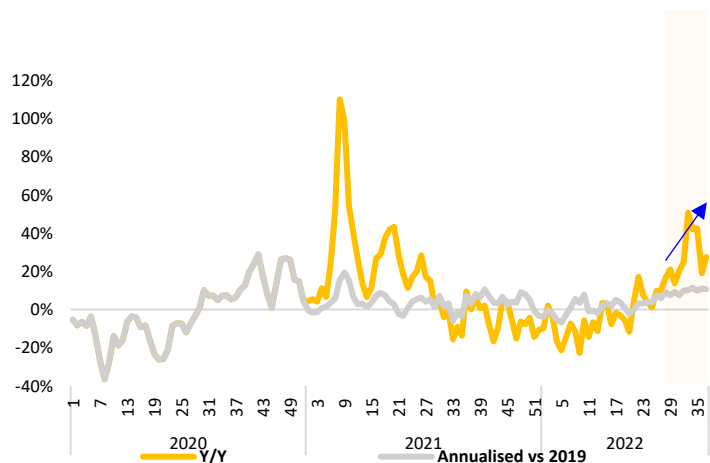


Hình 15: Trong 2H/2022, công suất tàu toàn cầu dự báo tăng thêm 630,000 TEUS – chiếm 70% tổng công suất bàn giao năm 2022.

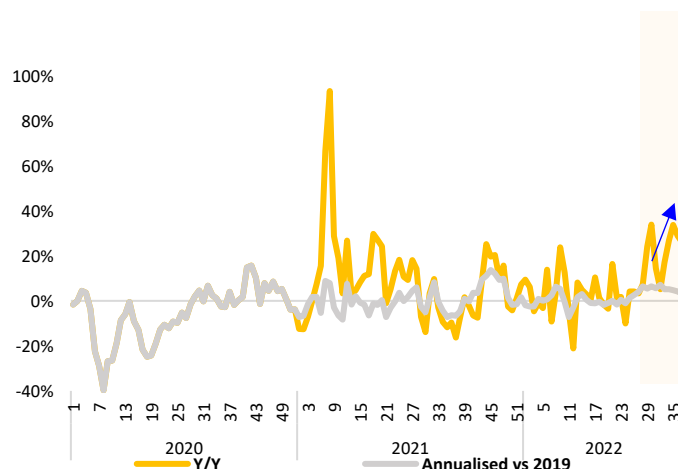


Nguồn: BIMCO

Hình 16: Trong Q3.2022, công suất đội tàu tuyến Châu Á – Bờ Tây dự báo + 10-11% so với cùng kỳ năm 2019



Hình 17: Trong Q3.2022, công suất đội tàu tuyến Châu Á – Châu Âu dự báo +5-6% so với cùng kỳ năm 2019



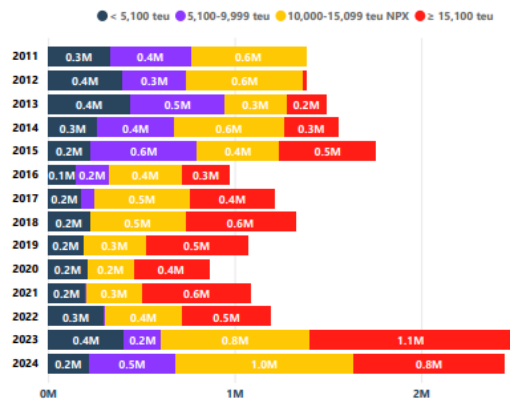
Nguồn: Sea Intelligence

2. BSC dự báo giá cước nội Á sẽ giảm 15-20% yoy trong năm 2023 do điểm rơi bàn giao các tàu mới. Tuy nhiên, BSC cho rằng mặt bằng nội Á vẫn cao hơn 30-50% so với mức trước dịch do 2 yếu tố:
- i) Các tàu được bàn giao trong 2H.2022-2024 chủ yếu là các tàu mẹ (>10,000 TEUS) phục vụ cho các tuyến dài từ Châu Á đi EU, Mỹ. Trong khi đó, nguồn cung các tàu nhỏ (<3,000 TEUS) phục vụ cho các tuyến ngắn như Nội Á ít dư thừa hơn. Theo Alphaliner, các tàu nhỏ đóng mới chỉ chiếm 7% cơ cấu đội tàu đóng mới, tương đương 12% quy mô đội tàu hiện tại. Do đó, BSC kỳ vọng thị trường nội Á sẽ không bị dư cung quá nghiêm trọng.
 - ii) BSC cho rằng nhu cầu các tuyến nội Á đã cao hơn so với trước dịch do xu hướng chuyển dịch cơ sở sản xuất từ Trung Quốc sang các quốc gia lân cận như Đông Nam Á. Do đó, đòi hỏi các tàu feeder luân chuyển hàng từ Đông Nam Á về các cảng chính tại Trung Quốc để xuất khẩu đi Mỹ, EU.

Hình 18: Chi tiết cơ cấu tàu đóng mới theo kích cỡ

Size Range	Ships On Order	TEU On Order	Of which Chartered Ships	Of which Chartered TEU	% Chartered TEU	Orderbook/Existing %
18,000-24,000	52	1,233,320	16	384,928	31.2%	40.5%
15,200-17,999	87	1,369,712	46	719,424	52.5%	139.0%
12,500-15,199	130	1,857,034	60	881,160	47.4%	50.0%
10,000-12,499	17	202,550	15	178,830	88.3%	9.8%
7,500-9,999	18	140,784	18	140,784	3.3%	
5,100-7,499	77	500,565	39	247,765	49.5%	18.3%
4,000-5,099	18	83,052			2.9%	
3,000-3,999	69	222,306	14	49,800	22.4%	24.5%
2,000-2,999	104	258,819	30	78,486	30.3%	13.4%
1,500-1,999	108	199,508	41	74,890	37.5%	17.8%
1,000-1,499	66	74,626	25	28,959	38.8%	9.1%
500-999	6	4,275			0.8%	
100-499	5	1,370	2	420	30.7%	2.4%
TOTAL	757	6,147,921	306	2,785,446	45.3%	24.6%

Hình 19: Lịch bàn giao tàu theo kích cỡ



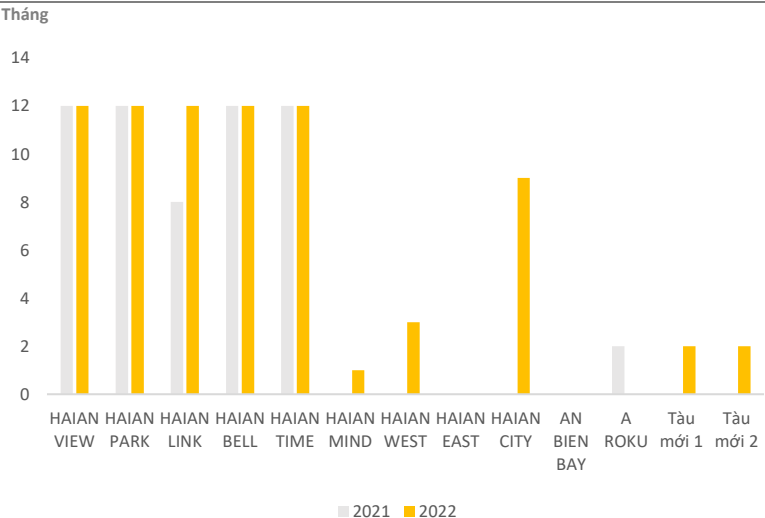
Nguồn: Alpha Liner

SỐ LIỆU TẠI T2.2022

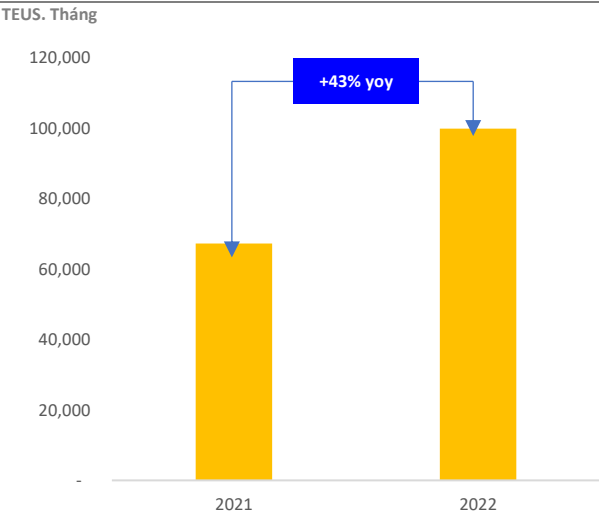
Trong bối cảnh giá cước giảm, BSC cho rằng triển vọng kinh doanh năm 2023 sẽ phụ thuộc vào việc HAH tăng sản lượng để bù đắp cho i) giá cước giảm 15-20% yoy và ii) doanh thu cho thuê định hạn giảm 180 tỷ VNĐ (-27% yoy):

1. BSC dự báo quy mô đội tàu tự khai thác của HAH + 43% yoy, chủ yếu đến từ HAIAN CITY, HAIAN WEST. Tính tới hết Quý 2.2022, HAH đang sở hữu đội tàu gồm 9 tàu (không tính ANBIEN BAY). Trong đó, có 3 tàu chạy định hạn và 6 tàu tự khai thác. Sang năm 2023, đội tàu tự khai thác dự kiến tăng từ 6 tàu lên 9-11 tàu đóng góp nhờ (1) HAIAN CITY, HAIAN MIND, HAIAN WEST hết hạn vào T3, T11, T9.2023, (2) 2 tàu nhận mới từ T10.2023.

Hình 20: Thời gian chạy dự kiến đội tàu HAH năm 2022-2023.



Hình 21: Quy mô đội tàu dự kiến +43% yoy



Nguồn: HAH, BSC Research tính toán

2. **Với quy mô đội tàu tự chạy + 43% yoy, việc tăng sản lượng sẽ phụ thuộc vào yếu tố nội tại của HAH.** Kể từ 2H.2021, HAH có kế hoạch thâm nhập sâu vào thị trường Nội Á. Trong 1H.2022, Công ty đã mở thêm 2 chuyến Hải Phòng – NanSha và Hải Phòng – Khâm Châu. Trong 3 năm tới, HAH dự kiến tiếp tục mở rộng các tuyến từ Hải Phòng lên tới các cảng miền Trung của Trung Quốc (như Thượng Hải, Ningbo) và phía Bắc (như Busan – Hàn Quốc).

BSC cho rằng việc khai thác hiệu quả đội tàu mới, sẽ đến từ vào các yếu tố nội tại của HAH như giá, chất lượng, gói dịch vụ đi kèm, quan hệ với hãng tàu mẹ, năng lực Ban lãnh đạo, ... BSC đánh giá HAH sẽ gặp các thách thức chính như sau:

- i) **Cạnh tranh cao với các hãng tàu lớn.** Theo JOC.com, thị trường vận tải Nội Á tương đối cô đặc, tập trung vào một số hãng tàu lớn như OOCL, Maersk, Evergreen, CNC, SITC, Wan Hai. So với HAH, các tàu này có lợi thế lớn hơn rất nhiều về nguồn hàng và tập khách hàng do khai thác cả các tuyến đi Mỹ, EU.
- ii) **HAH chưa có kinh nghiệm triển khai thị trường Nội Á.** Trước năm 2021, HAH chỉ khai thác tuyến Hồ Chí Minh- Singapore. Công ty chỉ mới chỉ bắt đầu thực sự đẩy mạnh sang tuyến Nội Á kể từ 2H.2021.

Tuy nhiên, BSC cũng kỳ vọng 2 yếu tố tích cực:

- i) **HAH đang tham gia vào liên doanh ZIM – HAH,** do đó, có thể học được cách triển khai các tuyến nội Á từ hãng tàu ZIM.
 - ii) **HAH đang khai thác các tuyến Hải Phòng – NanSha có sản lượng tốt.** BSC kỳ vọng nhu cầu tuyến này sẽ tiếp tục tăng trong năm 2023, theo đó, HAH đẩy thêm được 1-2 tàu khai thác.
3. **Với giả định giá cước giảm 16% yoy, giá dầu -10% yoy, BSC cho rằng kết quả kinh doanh vẫn có thể khả quan (800-900 tỷ VNĐ) nếu sản lượng tăng ít nhất+ 30% yoy trong năm 2023.** Trong đó, yếu tố then chốt để tăng sản lượng là HAH cần phải **(1)** khai thác hiệu quả HAIAN CITY và HAIAN WEST trên các tuyến Nội Á mới do 2 tàu này chiếm khoảng 70% công suất tăng thêm trong năm 2023, hoặc **(2)** tăng tốc độ quay vòng tàu/tỷ lệ lấp đầy trên các tuyến hiện có. Theo kịch bản thận trọng, BSC dự báo sản lượng + 30% yoy, mặc dù quy mô đội tàu tự khai thác + 43% yoy.

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2022, BSC dự báo HAH ghi nhận DTT = 3,128 tỷ VNĐ (+60% yoy), NPATMI = 920 tỷ VNĐ (+107% yoy), tương đương EPS FW 2022 = 13,477 VNĐ, P/E FW 2022 = 4.8x, P/B FWD 2022 = 1.8x. Trong năm 2023, BSC dự báo HAH ghi nhận DTT = 3,656 tỷ VNĐ (+17% yoy), NPATMI = 819 tỷ VNĐ (-11% yoy), tương đương EPS FW 2023 = 11,991 VNĐ, P/E FW 2022 = 5.4, P/B FWD 2022 = 1.4, dựa trên các giả định chính sau:

1. Hoạt động khai thác cảng:

- Trong năm 2022, DT = 222 tỷ VNĐ (+4% yoy) nhờ sản lượng +3% yoy, giá dịch vụ + 1% yoy.
- Trong năm 2023, DT = 229 tỷ VNĐ (+3% yoy) nhờ sản lượng +2% yoy, giá dịch vụ +1% yoy.
- Biên lợi nhuận gộp khai thác cảng = 57.7% trong năm 2022 và 58.3% trong năm 2023 dựa trên giả định chi phí biến đổi/sản lượng +1% yoy/năm, chi phí khấu hao = 47 tỷ VNĐ.

2. Hoạt động vận tải biển – Không bao gồm liên doanh ZIM – HAH

Trong năm 2022,

- DT tự khai thác = 2,094 tỷ VNĐ (+46% yoy) nhờ sản lượng – 11% yoy (giảm đóng góp từ tàu HAIAN MIND), và giá cước + 82% yoy – thấp 5% so với giá cước trung bình 1H.2022.
- DTT cho thuê định hạn (không bao gồm cho thuê Liên doanh ZIM – HAH) = 656 tỷ VNĐ (+110% yoy) nhờ đóng góp của 5 tàu: HAIAN LINK (4 tháng), HAIAN MIND (11 tháng), HAIAN WEST (11 tháng), HAIAN EAST (9 tháng), HAIAN CITY (4 tháng).
- Biên lợi nhuận gộp vận tải biển = 49% dựa trên giả định chính chi phí nguyên vật liệu/SL +52% yoy (giả định giá dầu bình quân năm 2022 = 100 USD/BBL (+52% yoy)); chi phí dịch vụ mua ngoài (chủ yếu cảng phí, chi phí lai dắt, hoa tiêu, . .)/số vòng chạy giả định + 15% yoy do (1) giá dầu tăng, (2) HAH khai thác các tuyến nội Á có cảng phí cao hơn; chi phí khấu hao + 81 tỷ VNĐ do đóng góp thêm chủ yếu từ HAIAN CITY. So với năm 2021, biên lợi nhuận gộp tăng + 14.5% do giá cước tự chạy và giá cho thuê định hạn bình quân tăng.

Trong năm 2023, BSC đưa ra dự báo dựa trên giả định giá dầu bình quân = 90 USD/BBL (-10% yoy), giá cước – 16% yoy:

- DT tự khai thác = 2,238 tỷ VNĐ (+23% yoy) với giả định sản lượng + 33% yoy (chủ yếu từ HAIAN CITY và HAIAN WEST), giá cước -16% yoy.
- DT cho thuê định hạn (không bao gồm cho thuê Liên doanh ZIM – HAH) = 476 tỷ VNĐ (-27% yoy) nhờ đóng góp của 3 tàu: HAIAN MIND (11 tháng), HAIAN WEST (9 tháng), HAIAN CITY (3 tháng).
- Biên lợi nhuận gộp = 40% yoy dựa trên giả định chi phí nguyên vật liệu/ SL -10% yoy, giả định chi phí dịch vụ mua ngoài (chủ yếu cảng phí, chi phí lai dắt, hoa tiêu, . .)/số vòng giảm nhẹ -6% yoy do giá dầu giảm, chi phí khấu hao +105 tỷ VNĐ do đóng góp của A ROKU, 2 tàu mới nhận trong Q4.2023. So với năm 2022, biên lợi nhuận gộp giảm 9.9%, chủ yếu do (1) giá cước giảm mạnh hơn giá dầu, (2) chi phí khấu hao tăng.

3. Liên doanh ZIM – HAH

BSC đưa ra dự báo ZIM – HAH sẽ ghi nhận DT = 12 tỷ VNĐ, LNG = -0.4 tỷ VNĐ trong năm 2022, và DT = 459 tỷ VNĐ, LNG = 2 tỷ VNĐ trong năm 2023, dựa trên giả định giá thuê tàu 8-10,000 USD/ngày, giá cước = 3,600 (VNĐ/TEU) trên 1 KM vận chuyển và 3,025 (VNĐ/TEU) trên 1 KM vận chuyển (-16% yoy), giá dầu IMO 380 = 555 USD/tấn và 500 USD/tấn (-10% yoy) trong năm 2022 và 2023.

Biên lợi nhuận gộp chung +12% trong năm 2022 nhờ biên lợi nhuận gộp mảng vận tải biển + 15%. Biên lợi nhuận gộp chung -13% trong năm 2023 do biên lợi nhuận gộp mảng vận tải biển – 9.9% và ghi nhận liên doanh ZIM – HAH.

- Chi phí tài chính =58 tỷ VNĐ (+77% yoy)/91 tỷ VNĐ (+56% yoy) trong năm 2022/2023 do tăng nợ vay mua tàu HAIAN CITY, A ROKU, 2 tàu mới.
- Lãi từ công ty liên kết = 57 tỷ VNĐ (+194% yoy)/76 tỷ VNĐ (+33% yoy), trong đó, lãi từ ANBIEN BAY = 17 tỷ VNĐ/34 tỷ VNĐ trong năm 2022-2023 với giả định nợ vay =60% TTS, lãi suất 7%/năm.

KQKD	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1,054	1,109	1,192	1,955	3,128	3,656
Khai thác cảng	203	168	173	214	222	229
Khai thác tàu	796	880	945	1,604	2,750	2,818
Depot	55	61	74	137	144	150
ZIM - HAH	-	-	-	-	12	459
Lợi nhuận gộp	219	219	239	714	1,522	1,287
Khai thác cảng	90	79	88	122	128	133
Khai thác tàu	111	113	126	561	1,359	1,112
Depot	19	28	25	32	36	39
ZIM - HAH	-	-	-	-	(0)	2
Biên lợi nhuận gộp	21%	20%	20%	37%	49%	35%
Khai thác cảng	44%	47%	51%	57%	58%	58%
Khai thác tàu	14%	13%	13%	35%	49%	40%
Depot	34%	45%	33%	23%	25%	26%
ZIM - HAH					-3%	0%
Thu nhập tài chính	15	15	17	26	31	60
Chi phí tài chính	(10)	(17)	(25)	(33)	(58)	(91)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(7)	(17)	(23)	(32)	(60)	(91)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	2	3	6	19	57	76
Chi phí BH	-	-	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(61)	(67)	(68)	(85)	(138)	(161)
Lãi từ HĐKD	164	153	170	642	1,415	1,171
Thu nhập khác, ròng	23	3	0	20	(50)	38
LNTT	188	156	170	662	1,365	1,209
Thuế TNDN	(29)	(23)	(24)	(112)	(227)	(197)
LNST	159	133	147	551	1,138	1,012
NPATMI	135	121	138	446	920	819
EPS	2,771	2,488	2,835	9,133	13,477	11,991

Nguồn: BSC Research dự báo

Trong năm 2023, BSC cho rằng có 2 rủi ro chính đối với HĐKD của HAH:

- Biến động giá cước vận tải và giá dầu, sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận HAH.
- HAH khai thác các tàu mới kém hiệu quả. Do vậy, sản lượng tăng không đủ mạnh để bù đắp cho giá cước giảm.

Theo đó, BSC đưa ra bảng độ nhạy về NPATMI năm 2023 theo:

- Biến động giá cước và giá dầu (giữ nguyên giả định: sản lượng +33% yoy):

		% giảm giá dầu so với năm 2022							
		-4%	-6%	-8%	-10%	-12%	-14%	-16%	-19%
% Giảm giá cước so với năm 2022	-10%	898	914	931	947	963	980	996	1,021
	-12%	855	872	888	904	921	937	953	978
	-14%	813	829	845	862	878	894	911	935
	-16%	770	786	803	819	835	852	868	893
	-21%	663	679	696	712	728	745	761	786
	-26%	556	573	589	605	622	638	654	679
	-31%	449	466	482	498	515	531	548	572

Giá cước cơ sở năm 2022 = 4.96 triệu VNĐ/TEU, giá dầu cơ sở năm 2022 = 100 USD/BBL.

Nguồn: BSC Research dự báo

2. Biến động sản lượng vận tải (giữ nguyên giả định: giá cước -16% yoy, giá dầu -10% yoy).

	% tăng sản lượng							
	42%	39%	36%	33%	30%	27%	25%	22%
NPATMI	863	848	833	819	804	790	775	761

Sản lượng cơ sở năm 2022 = 422,000 TEUS

Nguồn: BSC Research dự báo

Rủi ro/Tiềm năng thay đổi dự báo trong năm 2023:

- HAH tái ký được các hợp đồng cho thuê định hạn với giá cước cao.
- HAH khai thác các tàu mới sang các tuyến dịch vụ Nội Á có giá cước cao, sản lượng tốt hơn giả định của BSC.
- Giá cước vận tải, giá dầu nói chung biến động tích cực hơn giả định của BSC.

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **HAH** với giá trị hợp lý năm 2023 là **78,000/CP** (tương đương Upside **24%** so với giá tham chiếu ngày 24/08/2022), dựa trên phương pháp P/E với P/E mục tiêu 2022 = s6.5, thấp hơn so với P/E trung bình (2019-2021) = 7-8x do lo ngại về rủi ro khai thác các tàu mới trong năm 2023.

Phương pháp P/E	Giá trị
EPS FW 2022	11,991
P/E mục tiêu	6.5
Giá trị hợp lý	78,000

Nguồn: BSC Research dự báo

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1,192	1,955	3,128	3,656
Giá vốn hàng bán	(952)	(1,241)	(1,606)	(2,369)
Lợi nhuận gộp	239	714	1,522	1,287
Thu nhập tài chính	17	26	31	60
Chi phí tài chính	(25)	(33)	(58)	(91)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(23)	(32)	(60)	(91)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	6	19	57	76
Chi phí BH	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(68)	(85)	(138)	(161)
Lãi từ HĐKD	170	642	1,415	1,171
Thu nhập khác, ròng	0	20	(50)	38
LNTT	170	662	1,365	1,209
Thuế TNDN	(24)	(112)	(227)	(197)
LNST	147	551	1,138	1,012
Lợi ích CĐKKS	8	105	217	193
LNST Công ty mẹ	138	446	920	819
EPS	2,835	9,133	13,477	11,991

CĐKT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
Tiền và tương đương tiền	221	485	1,393	1,877
Đầu tư ngắn hạn	80	87	91	95
Phải thu ngắn hạn	308	633	257	283
Hàng tồn kho	46	48	63	92
TS ngắn hạn khác	41	34	63	73
TS ngắn hạn	695	1,287	1,866	2,420
Phải thu dài hạn	-	0	0	0
TSCĐ nguyên giá	1,822	2,386	3,660	4,910
Khấu hao	(724)	(851)	(1,134)	(1,523)
TSĐT nguyên giá	-	-	-	-
Khấu hao	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	1	7	7	7
ĐT dài hạn	50	148	205	280
TS dài hạn khác	250	255	250	293
TS dài hạn	1,400	1,945	2,987	3,966
Tổng TS	2,095	3,232	4,853	6,386
Nợ phải trả NH	209	387	413	476
Vay ngắn hạn	111	234	269	271
Tổng Nợ ngắn hạn	320	621	682	747
Vay dài hạn	348	559	981	1,503
Nợ dài hạn khác	90	151	151	151
Tổng Nợ dài hạn	438	710	1,132	1,654
Tổng Nợ phải trả	759	1,330	1,814	2,402
Vốn góp	488	488	683	683
Thặng dư vốn	116	192	192	192
Vốn chủ khác	213	280	280	280
Lãi chưa phân phối	252	592	1,317	2,069
Lợi ích CĐTS	267	350	567	761
Tổng VCSH	1,336	1,902	3,040	3,985
Tổng nguồn vốn	2,095	3,232	4,853	6,386

LCTT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
(Lỗ)/LNTT	170	662	1,365	1,209
Khấu hao và phân bổ	137	164	284	389
Thay đổi vốn lưu động	(42)	(28)	76	(332)
Điều chỉnh khác	11	(8)	3	15
LCTT từ HĐKD	277	790	1,727	1,281
Tiền chi mua TSCĐ	(349)	(567)	(1,273)	(1,250)
Đầu tư khác	(34)	(83)	(3)	(4)
LCTT từ HĐĐT	(383)	(650)	(1,277)	(1,254)
Tiền chi trả cổ tức	(47)	(67)	-	(67)
Tiền từ vay ròng	140	92	458	524
Tiền thu khác	(8)	99	-	-
LCTT từ HĐTC	85	124	458	457
Dòng tiền đầu kỳ	243	221	485	1,393
Tiền trong kì	(22)	264	908	484
Dòng tiền cuối kỳ	221	485	1,393	1,877

Chỉ số	2020	2021	2022F	2023F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	2.2	2.1	2.7	3.2
Hố TT nhanh	1.9	1.9	2.6	3.0
Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTS	36%	41%	37%	38%
Hố Nợ/VCSH	57%	70%	60%	60%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	18	14	14	14
Số ngày phải thu ngắn hạn	94	118	30	28
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	20%	37%	49%	35%
Lợi nhuận LNST	12%	28%	36%	28%
ROE	10%	23%	30%	21%
ROA	7%	14%	19%	13%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	7%	64%	60%	17%
Tăng trưởng EBIT	12%	259%	105%	-9%
Tăng trưởng LNTT	9%	289%	106%	-11%
Tăng trưởng EPS	14%	222%	48%	-11%
SLCP lưu hành (triệu)	49	49	68	68

Nguồn: BSC Research dự báo

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

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

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

