

# BÁO CÁO NGẮN- CTCP VẬN TẢI VÀ XẾP DỠ HẢI AN(HAH-HSX)

## Báo cáo cập nhật 16/06/2016

Khuyến nghị	<b>Nắm giữ</b>
Giá mục tiêu (VND)	50.000
Tiềm năng tăng giá	22,25%
Cổ tức (VND)	3.000
Lợi suất cổ tức	0.07

## Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



## Thông tin cổ phiếu, ngày 15/06/2016

Giá hiện tại (VND)	40.900
Số lượng CP niêm yết	23.196.232
Vốn điều lệ (tỷ VND)	231,96
Vốn hóa TT(tỷ VND)	933,62
Khoảng giá 52 tuần (VND)	32.800-51.200
% sở hữu nước ngoài	13,83%
% giới hạn sở hữu NN	49%

## Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2013	2014	2015
EPS (vnd)	4223	5.899	6.904
BVPS (vnd)	13.754	18.726	22.429
Cổ tức (vnd)		1000	3000
ROA (%)	19,7%	17,8%	17,7%
ROE (%)	25,9%	30,3%	31,4%

## Hoạt động chính

Hoạt động kinh doanh chính của HAH là cung cấp các dịch vụ liên quan đến cảng biển và vận tải hàng hóa nội địa. Cảng Hải An được đánh giá là có lợi thế cạnh tranh do vị trí của cảng nằm ở hạ lưu sông Cẩm, môn nước sâu hơn, nên đường vào cảng rất rộng, mực nước sâu nên có lợi thế trong việc đón các tàu có trọng tải lớn lên tới 20.000 DWT. Bên cạnh đó, Cảng Hải An là cảng mới nên cơ sở hạ tầng kho bãi được đầu tư bài bản, hệ thống máy móc thiết bị đầu tư mới, đồng bộ, hiện đại hơn so với các cảng trong khu vực.

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH LẠC QUAN

Công ty Cổ phần Xếp dỡ Hải An (HAH) đang hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực cảng biển và vận tải hàng hóa nội địa. HAH sở hữu Cầu Cảng Hải An nằm ở hạ lưu sông Cẩm, mực nước sâu và đường vào cảng rộng, nên có lợi thế trong việc đón các tàu có trọng tải lớn lên tới 20.000 DWT. Bên cạnh đó, Cảng Hải An là cảng mới nên cơ sở hạ tầng kho bãi được đầu tư bài bản, hệ thống máy móc thiết bị đầu tư mới, đồng bộ, hiện đại hơn so với các cảng trong khu vực.

HAH có triển vọng kinh doanh ổn định nhờ năng lực cũng như nguồn công việc của cảng Hải An ổn định. Ngoài ra, nhờ những khu kinh tế mới ở Hải Phòng với cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh và kết nối giữa Hải Phòng và các cửa khẩu với Trung Quốc, nên hoạt động xuất nhập khẩu trong khu vực dự kiến sẽ đạt tốc độ tăng trưởng cao. Do đó, chúng tôi đánh giá cao các mảng hoạt động kinh doanh của Công ty trong những năm tới.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Chúng tôi nhận thấy KQKD của HAH khả năng giảm trong năm 2016 do hoạt động khai thác cảng giảm do hoạt động cạnh tranh gay gắt. Giá của HAH đã và đang phản ánh những yếu tốt này và có thể suy giảm trong ngắn hạn. Tuy nhiên, nhìn từ góc độ đầu tư trung và dài hạn, chúng tôi cho rằng HAH vẫn là một công ty tốt với cổ tức tiền mặt ở mức 30%/năm. Do đó chúng tôi khuyến nghị nắm giữ hoặc gom mua HAH trong thời gian tới với vùng giá hợp lý từ 33.000 – 36.000 đồng/CP cho trung và dài hạn. Chúng tôi định giá HAH trên cơ sở thận trọng 50.000 đồng/cp cao hơn 22,25% so với giá hiện tại 40.900 ngày 15/06/2016 trên cơ sở:**

- Triển vọng tăng trưởng ngành cảng biển, vận tải biển trong dài hạn khi hiệp định TPP được ký kết.
- Hoạt động cảng biển vẫn duy trì được sự ổn định, tiếp tục đóng góp doanh thu chính cho HAH.
- Mở rộng hoạt động kinh doanh sang mảng vận tải biển giúp HAH tăng trưởng đột phá.
- Hoạt động kinh doanh của Công ty có sự tăng trưởng bền vững trong 5 năm gần đây.
- Dòng tiền liên tục được cải thiện, HAH duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt cao.

## ■ Triển vọng phát triển của ngành cảng biển, logistics trong dài hạn khi hiệp định TPP được ký kết.

Năm 2016 sẽ mở đầu cho quá trình tăng trưởng mạnh mẽ về hoạt động giao thương của Việt Nam. Nhờ đó, sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu và thông qua các cảng biển trên cả nước được dự báo tăng trưởng tích cực. Theo lãnh đạo thành phố Hải Phòng, tổng sản lượng hàng hóa thông qua các cảng ở khu vực Hải Phòng dự báo tiếp tục tăng mạnh 16%, từ mức 70 triệu tấn năm 2015 lên khoảng 80 triệu tấn trong năm 2016.

Theo quyết định phê duyệt quy hoạch phát triển vận tải biển Việt Nam đến 2020 và định hướng đến năm 2030 của Thủ tướng Chính phủ, phát triển dịch vụ hỗ trợ vận tải biển đồng bộ, đặc biệt là dịch vụ logistic, dịch vụ vận tải đa phương thức với chất lượng cao, hướng đến cung cấp dịch vụ trọn gói và mở rộng ra nước ngoài đáp ứng yêu cầu hội nhập được đưa thành một trong những mục tiêu trọng yếu trong quy hoạch phát triển tổng thể.

Theo đó, hệ thống cảng biển Việt Nam từ nay tới năm 2020, năng lực xếp dỡ sẽ đạt 900-1.100 triệu tấn/năm, gấp 5 lần hiện nay và tới năm 2030, khả năng xếp dỡ hàng hóa lên tới 1.600-2.100 triệu tấn hàng hóa/năm. Như vậy ngành kinh doanh cảng biển vẫn được đánh giá là rất tiềm năng.

## ■ Hoạt động khai thác cảng biển vẫn duy trì được sự ổn định, tiếp tục đóng góp doanh thu chính cho HAH

Hoạt động khai thác cảng tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong hoạt động kinh doanh của HAH. Từ năm 2012, hoạt động này luôn đóng góp tới hơn 65% doanh thu cho HAH. Năm 2015, doanh thu từ hoạt động khai thác cảng đạt 350,31 tỷ đồng chiếm 67% cơ cấu doanh thu của HAH.

Hiện nay, Công ty TNHH Cảng Hải An ( công ty con HAH) là đơn vị quản lý và khai thác cảng Hải An- một trong những cảng nước sâu của thành phố Hải Phòng. Cầu cảng Hải An nằm trong khu bán đảo Đình Vũ, cách cảng Chùa Vẽ khoảng 2,5km. Bên cạnh đó, HAH đang quản

lý một bãi container có chiều dài 500m, chiều rộng 300m được bố trí vuông góc với cầu tàu để bốc xếp container, một kho ngoại quan CFS có diện tích gần 4.000m<sup>2</sup> và hơn 55.000m<sup>2</sup> bãi phục vụ việc đóng, rút, lưu kho hàng lẻ và các tác nghiệp khác. Công ty cũng cung cấp dịch vụ sửa chữa, bảo dưỡng container đáp ứng tiêu chuẩn IICL. Tuy nhiên, cảng Hải An đang hoạt động vượt 20% so với công suất thiết kế, do đó chúng tôi cho rằng trong thời gian tới hoạt động khai thác cảng biển sẽ không có nhiều đột biến.

■ **Mở rộng hoạt động kinh doanh sang mảng vận tải biển giúp HAH tăng trưởng đột phá.**

Hoạt động khai thác cảng đang phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt hơn từ các đối thủ trong nước và không còn nhiều cơ hội để phát triển, nên việc mở rộng hoạt động kinh doanh sang mảng vận tải biển là một trong những bước đột phá cho sự phát triển của HAH.

Từ năm 2014, HAH bắt đầu hoạt động khai thác mảng dịch vụ vận tải đường biển với việc và đưa vào khai thác tàu Hai An Park (800TEUS) và Hai An Song (1.121TEUS) chạy tuyến Hải Phòng – TP.Hồ Chí Minh. Đây là những tàu trẻ có tốc độ thiết kế 18-20 hải lý/giờ cao hơn trung bình các tàu chạy ở Việt Nam là khoảng 11 hải lý/giờ. Tuy thời gian khai thác ngắn nhưng tổng sản lượng vận chuyển của đội tàu trong năm 2014 đã lên tới ~45.000 TEUS. Kết quả, năm 2014 mảng dịch vụ vận tải biển đã mang lại 137,87 tỷ đồng đóng góp 32% vào cơ cấu doanh thu HAH. Năm 2015, mảng dịch vụ vận tải biển đạt doanh thu hơn 171,65 tỷ đồng tăng 24,50% so với thực hiện năm 2014.

■ **Hoạt động kinh doanh của HAH có sự tăng trưởng bền vững trong 5 năm gần đây.**

Trong những năm gần đây, hoạt động kinh doanh của HAH liên tục tăng trưởng ổn định. Tính trong giai đoạn từ năm 2011-2015, tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân của HAH đạt 68,53%/ năm và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế bình quân đạt 35,25%/năm.

Cụ thể, trong năm 2014, HAH ghi nhận doanh thu thuần gần 431 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 83% kế hoạch năm, tuy nhiên lãi ròng cả năm đạt hơn 133 tỷ đồng, vượt 67% kế hoạch. Bước sang năm 2015, doanh thu của HAH đạt 524,8 tỷ đồng, tăng gần 21,86% so với kết quả năm 2014 và hoàn thành hơn 87% kế hoạch. Theo đó, HAH ghi nhận lãi ròng 167 tỷ đồng, tăng gần 27% so với thực hiện năm trước, đồng thời vượt chỉ tiêu cả năm hơn 35%. Kết quả trên đến từ việc HAH mạnh dạn tham gia vào lĩnh vực vận tải cảng biển.

■ **Dòng tiền liên tục được cải thiện, HAH duy trì tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt cao.**

Ngoài hoạt động kinh doanh hiệu quả, HAH có bước tiến mạnh trong những năm gần đây đó là khả năng quản lý dòng tiền. Từ năm 2012, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của HAH luôn tăng trưởng một cách bền vững. Tiền và tương đương tiền tăng mạnh từ 46,2 tỷ đồng năm 2012 lên 157,64 tỷ đồng năm 2012. Nhờ đó, lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh trong năm 2015 đạt hơn 297,24 tỷ đồng tăng 67,25% so với năm 2014.

Với dòng tiền liên tục được cải thiện, trong 2 năm gần đây HAH luôn duy trì tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt cao. Năm 2015, công ty chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 30%. Với thị giá hiện tại, mức cổ tức 30% bằng tiền mặt là điểm hết sức hấp dẫn đối với nhà đầu tư.

■ **Đánh giá kết quả kinh doanh của HAH trong năm 2016**

Quý I/2016, doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ của HAH đạt 121,3 tỷ đồng, giảm 31,2% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong kỳ, doanh thu từ hoạt động khai thác cảng giảm hơn 10%, doanh thu hoạt động khai thác tàu giảm gần 50%. Trong khi đó, chi phí quản lý doanh nghiệp tăng thêm 2,3 tỷ đồng, lên mức 8,6 tỷ đồng kỳ này và khoản lỗ trong các Công ty liên doanh, liên kết tăng 4 lần, lên mức 837 triệu đồng. Kết quả, lợi nhuận sau thuế của HAH quý này đạt 36 tỷ đồng, giảm 18,9% so với quý I/2015.

Do mảng cảng và vận tải biển sẽ phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt hơn từ các đối thủ trong nước và không còn nhiều cơ hội để phát triển nhanh hơn, nên việc mở rộng hoạt động kinh doanh sang mảng logistics hợp đồng là một trong những phương thức cho sự phát triển của công ty. Do đó, kế hoạch kinh doanh năm 2016 của HAH giảm đáng kể so với kết quả thực hiện năm 2015, Công ty dự kiến đạt 523 tỷ đồng tổng doanh thu và 143 tỷ đồng lãi sau thuế, thấp hơn so với kết quả thực hiện gần 525 tỷ đồng tổng doanh thu và 167 tỷ đồng lãi sau thuế cùng kỳ. Đây là kế hoạch thận trọng và hoàn toàn phù hợp với tình hình thực tế của công ty.

■ **Định giá cổ phiếu và khuyến nghị**

Chúng tôi tiến hành sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để định giá cổ phiếu HAH. Kết quả định giá dựa trên những quan điểm thận trọng với giá mục tiêu của cổ phiếu HAH là 50.000 đồng/cp. Do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nắm giữ đối với cổ phiếu HAH. ( **Chi tiết định giá bán phía dưới**)

■ **Tổng quan doanh nghiệp:**

Công ty cổ phần Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH) tiền thân là Công ty TNHH Vận tải và Xếp dỡ Hải An được thành lập ngày 08/05/2009 với mức VDL 150 tỷ đồng. Công ty TNHH Vận tải và Xếp dỡ Hải An được hình thành trên cơ sở góp vốn của bốn đơn vị bao gồm Công ty cổ phần Cung ứng và Dịch vụ Kỹ thuật Hàng Hải, Công ty cổ phần Hàng hải Hà Nội (tên gọi cũ của Công ty cổ phần MHC), Công ty cổ phần Đóng mới và sửa chữa tàu Hải An (tên gọi cũ của Công ty cổ phần Đóng tàu Hải An) và Công ty cổ phần Hải Minh.

Hoạt động kinh doanh chính của Công ty là: cung cấp các dịch vụ liên quan đến cảng biển và vận tải hàng hóa nội địa.

**Dịch vụ khai thác cảng biển bao gồm:** Dịch vụ bốc xếp hàng hóa và container, dịch vụ giao nhận hàng hóa, khai thuê hải quan, đóng gói, nâng hạ container, vệ sinh và sửa chữa container, cho thuê kho CFS, kho ngoại quan, dịch vụ Depot, dịch vụ lưu container lạnh.

**Dịch vụ vận tải đường biển bao gồm:** Vận tải hàng hóa ven biển và viễn dương, vận tải hàng hóa đường thủy nội địa, vận tải hàng hóa bằng đường bộ.

■ **Vị thế của HAH so với các doanh nghiệp cùng ngành**

Hiện nay, trong khu vực Hải Phòng đang có tương đối nhiều cầu cảng của các công ty kinh doanh khai thác cảng bao gồm cảng Hải Phòng, cảng Đoạn Xá, cảng Transvina, cảng Greenport, cảng Hải An, cảng Đình Vũ, Tân Cảng Hải Phòng, PTSC Đình Vũ ... Cảng Hải An được đánh giá là có lợi thế cạnh tranh do vị trí của cảng nằm ở hạ lưu sông Cấm, môn nước sâu hơn, nền đường vào cảng rất rộng, mực nước sâu nên có lợi thế trong việc đón các tàu có trọng tải lớn lên tới 20.000DWT. Bên cạnh đó, cảng Hải An là cảng mới nên cơ sở hạ tầng kho bãi được đầu tư bài bản, hệ thống máy móc thiết bị đầu tư mới, đồng bộ, hiện đại hơn so với các cảng trong khu vực.

Tên cảng	Số cầu tàu	Trọng tải tàu	Độ sâu môn nước
Tân cảng	5	20000	10,5
Nam Hải	1	10000	9,0
<b>Hải An</b>	<b>1</b>	<b>20000</b>	<b>8,7</b>
Đình Vũ	2	40000	8,7
Tân Cảng 198	1	15000	8,7
Hoàng Diệu	11	10000	7,4
Chùa vẽ	5	10000	8,4
Đoạn Xá	1	10000	8,4
Cảng xanh	2	20000	8,0
Transvina	1	10000	7,8

**Nguồn:HAH**

**Hình ảnh vị trí Cảng Hải An**



Cảng Hải An nằm trong khu bán đảo Đình Vũ, cách cảng Chùa Vẽ khoảng 2,5km. Bên cạnh đó, HAH đang quản lý một bãi container có chiều dài 500m, chiều rộng 300m được bố trí vuông góc với cầu tàu để bốc xếp container, một kho ngoại quan CFS có diện tích gần 4.000m<sup>2</sup> và hơn 55.000m<sup>2</sup> bãi phục vụ việc đóng, rút, lưu kho hàng lẻ và các tác nghiệp khác. Công ty cũng cung cấp dịch vụ sửa chữa, bảo dưỡng container đáp ứng tiêu chuẩn IICL.

Cảng Hải An nằm ở hạ lưu sông Cấm, mực nước sâu và đường vào cảng rộng, nên có lợi thế trong việc đón các tàu có trọng tải lớn lên tới 20.000 DWT. Bên cạnh đó, Cảng Hải An là cảng mới nên cơ sở hạ tầng kho bãi được đầu tư bài bản, hệ thống máy móc thiết bị đầu tư mới, đồng bộ, hiện đại hơn so với các cảng trong khu vực.

#### So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành:

Chúng tôi lựa chọn những doanh nghiệp trong cùng ngành cảng biển, logistic như DVP, VSC, CLL, DXP để so sánh với những tiêu chí như doanh thu, lợi nhuận, ROE, ROA, nợ vay/VCSH, biên lợi nhuận ròng.

Mã	DT	Tăng	Lãi ròng	Tăng	ROE	ROA	Nợ /vcsh	Biên LN ròng
DVP	652,05	20,30	281,09	23,21	32,27	26,87	10,18	43,11
VSC	927,82	4,10	279,26	12,66	24,06	15,02	29,67	30,10
CLL	272,92	16,17	78,27	2,38	15,70	12,63	21,36	28,68
DXP	212,25	33,00	70,59	76,76	27,44	24,63		33,26
<b>HAH</b>	<b>524,84</b>	<b>21,86</b>	<b>166,97</b>	<b>26,89</b>	<b>33,18</b>	<b>20,14</b>	<b>36,65</b>	<b>31,81</b>

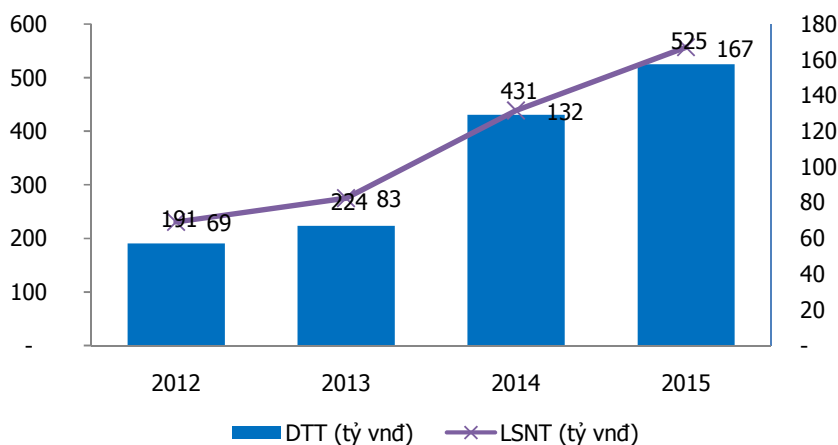
*Nguồn: BCTC các doanh nghiệp*

Các cảng ở khu vực Hải Phòng tiếp tục đạt được tốc độ tăng trưởng tốt như DVP, DXP, VSC, HAH. So với những doanh nghiệp cùng ngành, năm 2015, HAH có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đứng thứ hai chỉ sau CTCP Cảng Đoạn Xá (DXP). Các hệ số sinh lời duy trì ở mức cao hơn so với trung bình ngành.

- **Hoạt động kinh doanh của HAH cũng liên tục có sự tăng trưởng ổn định trong 5 năm gần đây.**

Trong những năm gần đây, hoạt động kinh doanh của HAH liên tục tăng trưởng ổn định. Tính trong giai đoạn từ năm 2011-2015, tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân của HAH đạt 68,53%/ năm và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế bình quân đạt 35,25%/năm.

#### Doanh thu thuần và LNST

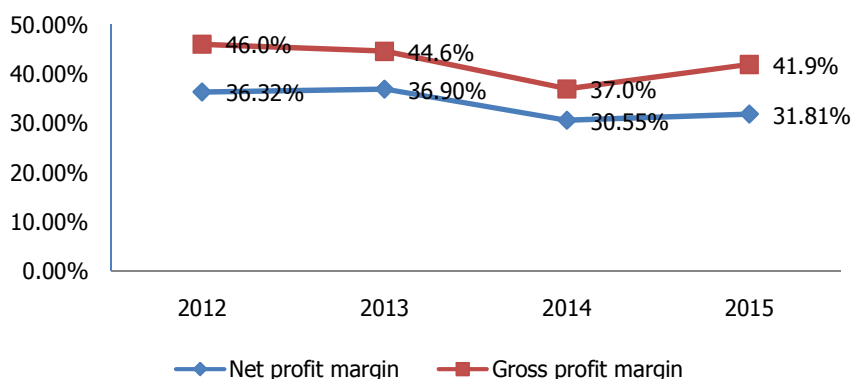


*Nguồn: HAH & MBS tổng hợp*

Năm 2015, tổng doanh thu của HAH đạt 524,83 tỷ đồng, tăng gần 21,86% so với kết quả năm 2014 và thực hiện hơn 87% kế hoạch. Trong đó, doanh thu từ hoạt động khai thác cảng đạt 350,31 tỷ đồng tăng 20,84%, doanh thu từ hoạt động khai thác tàu đạt 171,65 tỷ đồng tăng 24,50% so với thực hiện năm 2014. Bên cạnh đó, doanh thu từ mảng bán hàng duy trì ổn định. Kết quả, HAH vẫn chỉ nhận lãi ròng 167 tỷ đồng, tăng gần 27% so với thực hiện năm

trước, đồng thời vượt chỉ tiêu cả năm hơn 35%.

### Biên lợi nhuận

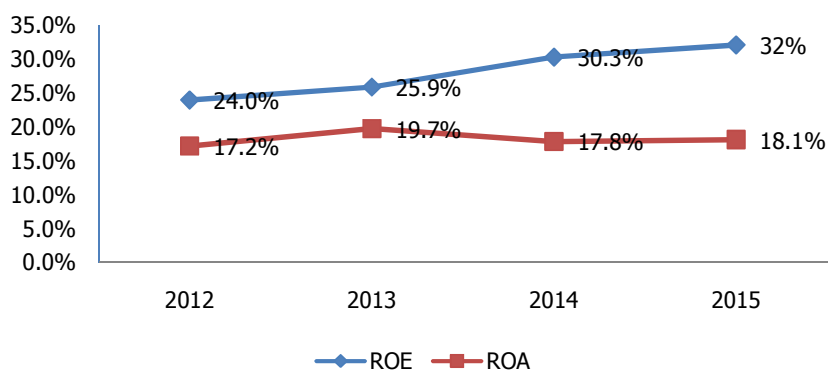


**Nguồn: HAH&MBS tổng hợp**

HAH là một trong số những công ty có khả năng sinh lời duy trì ổn định ở mức cao. Từ năm 2011 đến năm 2015, lợi nhuận ròng của công ty đạt tốc độ CAGR là 32,25/năm. Mặc dù vậy, biên lợi nhuận ròng có xu hướng giảm nhẹ từ năm 2012 đến nay. Nguyên nhân là do từ năm 2013, công ty đã hoạt động vượt công suất và phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ cạnh tranh. Trong năm 2014, công ty khai thác thêm mảng vận tải biển. Với biên lợi nhuận gộp chỉ đạt 13%, mảng vận tải biển kéo biên lợi nhuận gộp của công ty giảm từ 45% vào năm 2013 xuống mức 37%, và theo đó biên lợi nhuận ròng cũng giảm.

Chỉ số ROA và ROE của công ty đã tăng đáng kể từ năm 2012 đến nay, lần lượt đạt 17,8% và 30,3% trong năm 2015. Điều đó cho thấy, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp tăng trưởng ổn định, công tác quản lý các khoản chi phí phát sinh được đảm bảo.

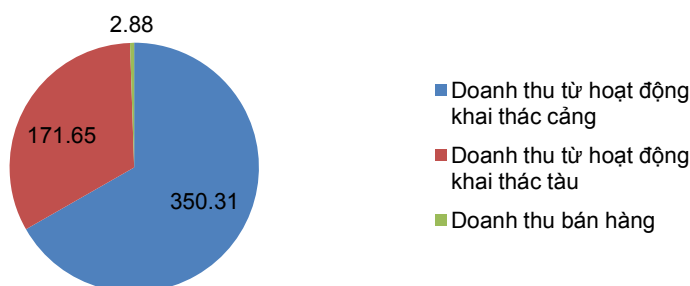
### ROE & ROA



**Nguồn: HAH&MBS tổng hợp**

### Cơ cấu doanh thu của HAH trong năm 2015

#### Cơ cấu doanh thu năm 2015



Hoạt động khai thác cảng tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong hoạt động kinh doanh của công ty. Năm 2015, doanh thu từ mảng này đạt 350,31 tỷ đồng chiếm 67% cơ cấu doanh thu. Doanh thu từ hoạt động khai thác tàu đạt 171,65 tỷ đồng chiếm 33%, trong khi doanh thu từ hoạt động khác chỉ đóng góp 1% vào tổng doanh thu chung toàn công ty.

■ **Rủi ro đối với doanh nghiệp.**

Cạnh tranh giữa các cảng ở khu vực Hải Phòng sẽ gay gắt hơn khi cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động: Cảng Lạch Huyện dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ năm 2017, có khả năng tiếp nhận các tàu lớn 100.000 DWT và sẽ thu hút một lượng lớn các tàu nhờ vị trí rất thuận lợi khi nằm gần điểm hoa tiêu. Với sự xuất hiện cảng Lạch Huyện, cạnh tranh giữa các cảng trong khu vực Hải Phòng sẽ gia tăng đáng kể và cước phí vào cảng có thể giảm so với thời điểm hiện tại.

Rủi ro cạnh tranh trong ngành: Hiện tại, Cầu Bạch Đằng đang được xây dựng tại hạ lưu của sông Cấm, một số cảng khu vực trung tâm đã có kế hoạch chuyển hướng đầu tư sang khu kinh tế Đình Vũ phía bên ngoài. Bên cạnh đó, các cảng mới này có thể đón tàu với trọng tải vượt xa những cảng cũ (Vip Green Port khả năng sẽ đón tàu có trọng tải tới 30.000 DWT). Do đó, những ưu thế trước đây của HAH sẽ dần mất đi, thậm chí HAH còn có phần yếu thế.

Một rủi ro khác, việc xây dựng Cầu Bạch Đằng có thể sẽ phải di dời một phần của cảng Hải An do địa điểm xây cầu nằm ở giữa cảng Hải An và cảng Xăng dầu 128. Điều này sẽ làm ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của HAH trong thời gian tới.

■ **Định giá và khuyến nghị**

Chúng tôi tiến hành sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do đối với doanh nghiệp (FCFF) để định giá cổ phiếu HAH. Kết quả định giá dựa trên những quan điểm thận trọng với giả mục tiêu của cổ phiếu HAH là 50.000 đồng/cp (định giá này có thể được chúng tôi xem xét lại sau khi có sự thay đổi kết quả kinh doanh, qua đó, dự phóng dòng tiền cũng thay đổi). Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nắm giữ đối với cổ phiếu HAH.

Đơn vị: Tỷ đồng	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Doanh thu thuần	467	505	548	569	591	616
EBITDA	210	202	219	228	236	246
Thuế TNDN	5%	5%	10%	10%	10%	10%
Khấu hao	(-73)	(-81)	(-84)	(-86)	(-89)	(-76)
(-) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	(-23)	(-25)	(-27)	(-28)	(-30)	(-31)
(-) Thay đổi VLD ngoài tiền mặt	(-39)	(-4)	(-4)	(-2)	(-2)	(-3)
<b>FCFF</b>	<b>132</b>	<b>159</b>	<b>174</b>	<b>183</b>	<b>190</b>	<b>196</b>
WACC	14,5%					
Kỳ chiết khấu	1	2	3	4	5	6
Hệ số chiết khấu	0.87	0.76	0.67	0.58	0.51	0.44
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền</b>	<b>554</b>	<b>917</b>	<b>110</b>	<b>136</b>	<b>142</b>	<b>152</b>
Tổng PV (FCF)	<b>1066</b>					
(+) Tiền và đầu tư	158					
(-) Nợ vay	24					
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-91					
<b>Giá trị VCSH (Tỷ VND)</b>	<b>1156</b>					
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	23					
<b>Giá trị cổ phần (VND)</b>	<b>50.000</b>					

**TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH				CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH		
Đvt: Tỷ VNĐ				2013	2014	2015
Doanh thu bán hàng và CCDV	223.58	430.67	524.84			
Các khoản giảm trừ doanh thu	0.00	0.00	0.00			
Doanh thu thuần	223.58	430.67	524.84			
Giá vốn hàng bán	123.78	271.46	304.73			
Lợi nhuận gộp	99.79	159.22	220.11			
Doanh thu hoạt động tài chính	4.46	6.74	13.22			
Chi phí tài chính	6.56	7.87	12.61			
Trong đó: Chi phí lãi vay	5.50	5.56	4.35			
Chi phí bán hàng	0.00	0.00	0.00			
Chi phí quản lý doanh nghiệp	17.61	27.37	34.20			
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	80.09	130.72	186.53			
Thu nhập khác	1.43	0.63	0.31			
Chi phí khác	1.60	1.73	7.96			
Lợi nhuận khác	(0.17)	(1.09)	(7.65)			
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	3.38	5.37	0.00			
Lợi nhuận trước thuế	83.30	135.00	178.88			
Chi phí thuế TNDN hiện hành	0.80	3.42	15.53			
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0.00	0.00	0.00			
Lợi nhuận sau thuế	82.51	131.58	163.35			
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.00	0.00	0.01			
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	82.51	131.58	163.34			
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>						
Tiền và tương đương tiền	63.56	77.09	157.64			
Đầu tư tài chính ngắn hạn	9.00	8.50	0.00			
Các khoản phải thu	36.40	58.04	66.62			
Hàng tồn kho	4.36	21.83	28.17			
Tài sản ngắn hạn khác	6.12	27.55	19.51			
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>298.46</b>	<b>544.23</b>	<b>648.94</b>			
Phải thu dài hạn	0.00	0.00	3.34			
Tài sản cố định	287.07	520.98	612.04			
Bất động sản đầu tư	0.00	0.00	0.00			
Đầu tư tài chính dài hạn	11.21	19.05	23.66			
Lợi thế thương mại	0.00	0.00	0.00			
Tài sản dài hạn khác	0.18	4.20	9.90			
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>417.90</b>	<b>737.23</b>	<b>920.88</b>			
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>						
Nợ ngắn hạn	98.86	302.87	400.60			
Vay và nợ ngắn hạn	47.08	95.47	167.66			
Phải trả người bán	18.65	43.31	48.37			
Người mua trả tiền trước	14.87	30.05	44.51			
Nợ dài hạn	0.00	0.09	0.38			
Nợ dài hạn	51.78	207.40	232.93			
Vay và nợ dài hạn	51.78	147.40	142.33			
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>319.03</b>	<b>434.36</b>	<b>520.28</b>			
Vốn đầu tư của CSH	231.96	231.96	231.96			
Thặng dư vốn cổ phần	38.39	58.79	58.79			
Cổ phiếu quỹ	(36.58)	(2.57)	(2.57)			
Lãi chưa phân phối	63.06	100.25	149.38			
Vốn và quỹ khác	22.19	45.93	82.72			
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.00	0.00	0.00			
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>417.90</b>	<b>737.23</b>	<b>920.88</b>			
<b>Hệ số về khả năng thanh toán</b>						
Hệ số thanh toán hiện thời				2.54	2.02	1.62
Hệ số thanh toán nhanh				2.44	1.79	1.45
Hệ số thanh toán tiền mặt				1.35	0.81	0.94
<b>Hệ số về hiệu quả hoạt động</b>						
Vòng quay các khoản phải thu				6.14	7.42	7.88
Số ngày thu nợ bình quân				58.61	48.51	45.69
Vòng quay hàng tồn kho				45.23	20.73	12.19
Số ngày tồn kho bình quân				7.03	18.25	19.32
Vòng quay tổng tài sản				0.54	0.58	0.57
Vòng quay tài sản cố định				0.78	0.83	0.86
Hiệu suất sử dụng vốn chủ sở hữu				0.70	0.99	1.01
<b>Hệ số về cơ cấu vốn</b>						
Tài sản ngắn hạn/ Tổng tài sản				28.6%	26.2%	29.5%
Tài sản dài hạn/ Tổng tài sản				71.4%	73.8%	70.5%
Hệ số nợ (chung)				23.7%	41.1%	43.5%
Hệ số nợ trên VCSH				31.0%	69.7%	77.0%
Hệ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản				11.3%	12.9%	18.2%
Hệ số nợ ngắn hạn trên TS ngắn hạn				39.4%	49.5%	61.7%
Hệ số nợ ngắn hạn trên VCSH				14.8%	22.0%	32.2%
Hệ số nợ dài hạn trên tổng tài sản				12.4%	28.1%	25.3%
Hệ số nợ dài hạn trên tài sản dài hạn				17.4%	38.1%	35.9%
Hệ số nợ dài hạn trên VCSH				16.2%	47.7%	44.8%
<b>Hệ số về khả năng sinh lời</b>						
Hệ số lợi nhuận gộp				44.6%	37.0%	41.9%
Hệ số lợi nhuận từ HĐSXKD				35.8%	30.4%	35.5%
Hệ số lợi nhuận khác				-0.1%	-0.3%	-1.5%
Hệ số lợi nhuận trước thuế				37.3%	31.3%	34.1%
Hệ số lợi nhuận ròng				36.9%	30.6%	31.1%
Hệ số sinh lời tổng tài sản (ROA)				19.7%	17.8%	17.7%
Hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE)				25.9%	30.3%	31.4%
Tỷ trọng lợi nhuận khác/ LNTT				-0.2%	-0.8%	-4.3%
Tỷ trọng lợi nhuận từ HĐSXKD/ LNTT				96.1%	96.8%	104.3%
<b>Hệ số đánh giá thu nhập</b>						
Thu nhập trên cổ phần (EPS)				4,223	5,899	6,904
Cổ tức trên cổ phần				0	1,000	3,000
Hệ số chi trả cổ tức				0.0%	17.0%	43.5%
Mức sinh lời cổ tức				0.0%	3.4%	11.4%
Tăng trưởng cổ tức hàng năm (gD)				0.0%	0.0%	100.0%
Giá trị sổ sách (BV)				13,754	18,726	22,429

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

## **CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

### **MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

### **Liên hệ:**

#### **Trung tâm nghiên cứu:**

- Phạm Văn Quỳnh
- [Quynh.phamvan@mbs.com.vn](mailto:Quynh.phamvan@mbs.com.vn)
- Nguyễn Thành Công
- [Cong1.nguyenthanh@mbs.com.vn](mailto:Cong1.nguyenthanh@mbs.com.vn)

### **MBS HỢI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601  
Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)