

25/03/2026

KHUYẾN NGHỊ **TĂNG TỶ TRỌNG**

Giá hợp lý	60,300
Giá hiện tại	53,700
Tiềm năng tăng/giảm	12%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	189
Free float (%)	37%
Vốn hóa (tỷ VND)	10,481
KL GDTB 3 tháng (triệu CP)	3.1
Sở hữu nước ngoài (%)	40%
Ngày niêm yết đầu tiên	23/05/2017

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

CTCP Container Việt Nam	17.7%
CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà	15.7%
Khác	66.6%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	6,825
BVPS (VND)	27,261
Nợ/VCSH (%)	41%
ROA (%)	14%
ROE (%)	22%
P/E	7.6
P/B	1.9
Tỷ suất cổ tức (%)	0%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU

SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

HAH được thành lập năm 2009, là công ty điều hành cảng Hải An tại Hải Phòng. Mạng lưới logistic đã từng bước được mở rộng với 3 nhánh chính: Khai thác cảng, Vận tải và Depot & Logistics. Công ty đặt mục tiêu sở hữu một mạng lưới logistics tích hợp hoàn chỉnh tại Việt Nam.

KHỐI PHÂN TÍCH

Tô Đình Hiền Viên
viento@phs.vn

TRIỂN VỌNG KHẢ QUAN TRONG TRUNG HẠN

- Trong quý 4/2025, HAH ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 1,300 tỷ đồng (+7%yoy) và 308 tỷ đồng (+10%yoy). Theo đó, lũy kế cả năm doanh thu thuần và LNST-CĐTS tương ứng với 5,091 tỷ đồng (+28%yoy) và 1,207 tỷ đồng (+85%yoy), lần lượt hoàn thành 101% và 106% so với kế hoạch đề ra và hoàn thành tương ứng khoảng 101% và 130% so với dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** đối với triển vọng trung hạn của HAH, nhờ vào sự đóng góp của các tàu mới được kỳ vọng bàn giao mạnh trong giai đoạn 2027F và 2028F. Theo đó, CAGR LNST-CĐTS 2026F – 2028F ước tính đạt khoảng +23%/năm.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu HAH với giá mục tiêu là 60,300 VND với tiềm năng tăng giá là 12% so với giá đóng cửa tại ngày 25/03/2026.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q4/2025

Trong quý 4/2025, HAH ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 1,300 tỷ đồng (+7%yoy) và 308 tỷ đồng (+10%yoy). Theo đó, lũy kế cả năm doanh thu thuần và LNST-CĐTS tương ứng với 5,091 tỷ đồng (+28%yoy) và 1,207 tỷ đồng (+85%yoy), lần lượt hoàn thành 101% và 106% so với kế hoạch đề ra và hoàn thành tương ứng khoảng 101% và 130% so với dự phóng của chúng tôi:

- Doanh thu thuần ghi nhận mức tăng trưởng nhẹ +7%yoy, được dẫn dắt chính bởi hoạt động kinh doanh khác với ước tính đạt khoảng 151 tỷ đồng (đã bao gồm ước tính loại trừ nội bộ trên báo cáo).
- Biên lợi nhuận gộp giảm -3 điểm phần trăm, do sự sụt giảm của hoạt động khai thác tàu với mức giảm đạt khoảng 14 điểm phần trăm bởi giá cước của hoạt động tự khai thác giảm.
- LNST-CĐTS cải thiện +10%yoy nhờ biên EBIT cải thiện do tiết giảm chi phí quản lý doanh nghiệp -4.4 điểm phần trăm so với cùng kỳ và giảm tỷ lệ chia cho cổ đông thiểu số từ 19% trong Q4/2024 xuống còn 15% trong Q4/2025.

Dự báo kết quả kinh doanh 2026F

Trước bối cảnh rủi ro địa chính trị vẫn tiếp tục gia tăng, **trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST-CĐTS năm 2026 lần lượt đạt 5,290 tỷ đồng (+4% yoy) và 1,119 tỷ đồng (-9%yoy)**. Các giả định hiện tại phản ánh tác động ở mức hiện hữu của các yếu tố bất định lên hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. **Do đó, chúng tôi lưu ý rằng dự phóng này sẽ được điều chỉnh nếu diễn biến xung đột tiếp tục kéo dài và trở nên phức tạp hơn, qua đó ảnh hưởng đồng thời đến ba biến số then chốt là mặt bằng giá cước, chi phí nhiên liệu đầu vào và triển vọng cầu tiêu dùng.**

Chi tiết các giả định dự phóng kết quả kinh doanh 2026F như sau:

- Hoạt động vận tải dự phóng tăng trưởng +4%yoy chủ yếu đến từ đóng góp của mảng hoạt động cho thuê định hạn với (i) số ngày cho thuê ước tính tăng +3%yoy nhờ đóng góp bổ sung của 1 tàu feeder trong 2026 và (ii) mặt bằng giá cước cho thuê ước tính đi ngang và bình quân đạt khoảng 22 ngàn USD/ngày (+1%yoy)

2. Biên lợi nhuận gộp giảm -2.6 điểm phần trăm do áp lực giá dầu tăng +25%yoy.
3. Chi phí lãi vay dự kiến tăng mạnh +78%yoy do đẩy mạnh hoạt động đầu tư mới

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. **Tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận sau thuế +23%/năm trong trung hạn nhờ đóng góp từ các tàu bàn giao mới trong giai đoạn 2027F – 2028F:** Số lượng tàu dự kiến bàn giao lũy kế đến cuối năm 2028F ước cao hơn 20% so với đầu năm 2026, với phần lớn nguồn cung mới thuộc phân khúc feeder – nhóm tàu chủ yếu phục vụ thị trường Nội Á. Trong bối cảnh nhu cầu tàu feeder được kỳ vọng duy trì tương đối ổn định, nhờ vai trò trung chuyển giữa các cảng vệ tinh và cảng trung tâm trong mạng lưới vận tải nội vùng, chúng tôi kỳ vọng các tàu mới được cho thuê ở mặt bằng giá gần với hiện tại. Qua đó, LNST-CĐTS giai đoạn 2026F–2028F ước tính duy trì mức tăng trưởng tích cực, với CAGR 23%/năm, chủ yếu nhờ phần đóng góp gia tăng từ đội tàu mới.
2. **Định giá phù hợp cho tích lũy trong trung dài hạn:** Với triển vọng kinh doanh khả quan trong trung hạn cùng với định giá hiện đang ở mức phù hợp cho tích lũy với EV/EBITDA fw trong giai đoạn 2027F/2028F lần lượt là 3.4x / 2.8x – thấp hơn so với cùng giai đoạn tăng trưởng trong 2021 - 2022.

Rủi ro

- (1) Giá cước giảm, (2) Chi phí lãi vay, khấu hao cao hơn so với dự kiến, (3) Giá nhiên liệu tăng và cầu tiêu dùng kém hơn so với kỳ vọng

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền thay cho phương pháp EV/EBITDA trên báo cáo trước đó nhằm phản ánh đầy đủ triển vọng dài hạn của doanh nghiệp trong chu kỳ đầu tư mới, bao gồm luôn ước tính tăng số lượng cổ phiếu lưu hành cũng như tăng vốn chủ sở hữu dựa trên nghị quyết của doanh nghiệp.

Qua đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu HAH với giá mục tiêu 60,300 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá khoảng 12% so với giá đóng cửa tại ngày 25/03/2026.

Bảng 1: Chỉ tiêu tài chính của HAH giai đoạn 2023-2027

	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,613	3,992	5,091	5,290	5,655
LNST (tỷ VND)	385	650	1,207	1,119	1,422
EPS (VND/ cổ phiếu)	3,022	5,072	6,825	5,754	7,313
Giá trị sổ sách (VND/cp)	23,761	25,985	27,261	31,277	38,377
ROE (%)	7.2%	8.9%	13.8%	9.0%	8.4%
ROA (%)	12.1%	16.4%	22.4%	16.7%	17.5%
P/E (x)	6.6	6.0	7.6	9.0	7.1
P/B (x)	0.8	1.1	1.9	1.7	1.4

Nguồn: HAH, PHS tổng hợp và dự phóng

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q4/2025

Trong quý 4/2025, HAH ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 1,300 tỷ đồng (+7%yoy) và 308 tỷ đồng (+10%yoy). Theo đó, lũy kế cả năm doanh thu thuần và LNST-CĐTS tương ứng với 5,091 tỷ đồng (+28%yoy) và 1,207 tỷ đồng (+85%yoy), lần lượt hoàn thành 101% và 106% so với kế hoạch đề ra và hoàn thành tương ứng khoảng 101% và 130% so với dự phóng của chúng tôi.

Chi tiết kết quả kinh doanh trong Q4/25 như sau:

1. Doanh thu thuần ghi nhận mức tăng trưởng nhẹ +7%yoy, được dẫn dắt chính bởi hoạt động kinh doanh khác với ước tính đạt khoảng 151 tỷ đồng (đã bao gồm ước tính loại trừ nội bộ trên báo cáo), trong khi mảng khai thác cảng đi ngang (tương đương với khoảng 108 tỷ đồng) và khai thác tàu sục giảm nhẹ -3%yoy (tương đương với khoảng 1,040 tỷ đồng). Chi tiết đánh giá các mảng kinh doanh cốt lõi như sau:

1.1. Doanh thu khai thác cảng giảm nhẹ -3%yoy nhờ vào sự bù đắp đến từ tăng giá dịch vụ với mức giá bình quân trong Q4/25 ước đạt khoảng 772 ngàn VND/TEU (+13%yoy) trong khi sản lượng chỉ đạt 140 ngàn TEU (-11%yoy). Chúng tôi cho rằng mức tăng giá trên đến từ đóng góp bổ sung nâng giá các dịch vụ quan đến cho hoạt vận tải container nội địa từ trong đầu tháng 8/2025.

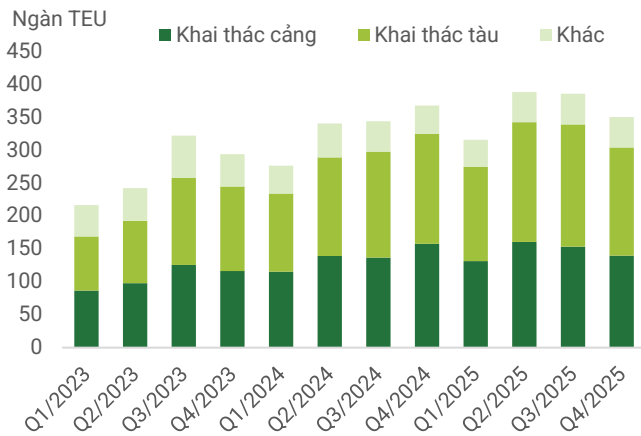
1.2. Doanh thu khai thác tàu bình quân ước tính sụt giảm nhẹ -6%yoy. Mặc dù doanh nghiệp không công bố chi tiết từng mảng, nhưng theo chúng tôi ước tính như sau:

- **Tàu cho thuê:** Ước tính doanh thu từ hoạt động cho thuê tàu định hạn đạt khoảng 551 tỷ đồng (+42%yoy), nhờ vào đóng góp từ bổ sung cho thuê 3 tàu mới (Haian Rose, Haian Zeta và Haian Iris).
- **Tàu tự vận hành:** Đạt khoảng 489 tỷ đồng (-29%yoy), chủ yếu do sự sụt giảm mạnh của giá cước vận chuyển, với ước tính đạt khoảng 2.9 triệu VND/TEU (-27%yoy)

2. Biên lợi nhuận gộp giảm -3 điểm phần trăm, do sự sụt giảm của hoạt động khai thác tàu với mức giảm đạt khoảng 14 điểm phần trăm bởi giá cước của hoạt động tự khai thác giảm

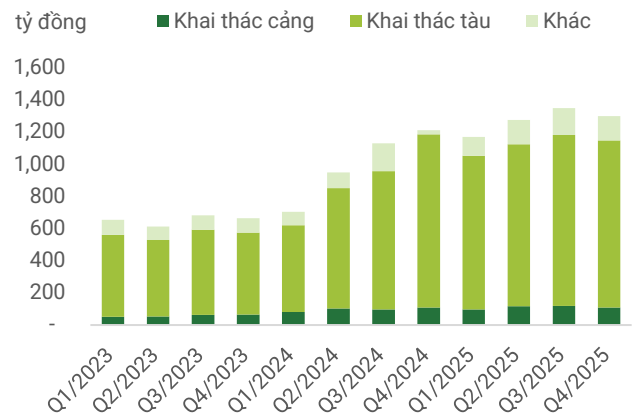
3. LNST-CĐTS cải thiện +10%yoy nhờ biên EBIT cải thiện do tiết giảm chi phí quản lý doanh nghiệp -4.4 điểm phần trăm so với cùng kỳ và giảm tỷ lệ chia cho cổ đông thiểu số từ 19% trong Q4/2024 xuống còn 15% trong Q4/2025.

Hình 1: Mặc dù sản lượng khai thác cảng đóng góp tỷ trọng lớn trong sản lượng khai thác nhưng...



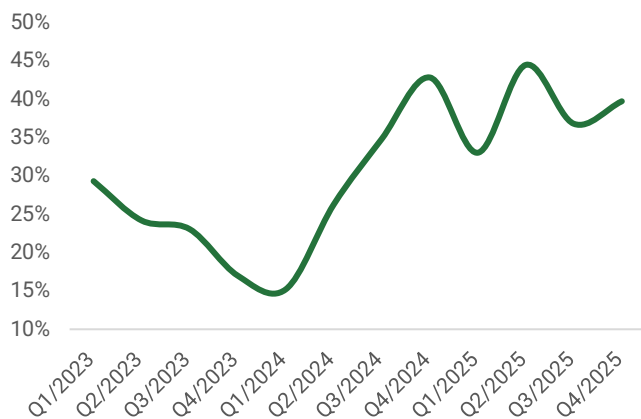
Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

Hình 2: ...Hoạt động cho khai thác tàu (gồm tự khai thác và cho thuê) mới là động lực dẫn dắt tăng trưởng của doanh nghiệp



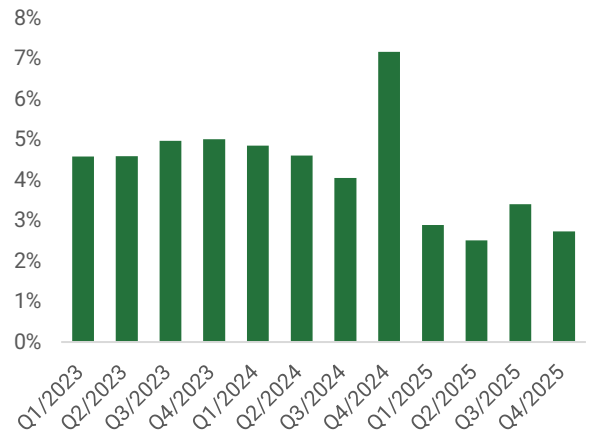
Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

Hình 3: Biên lợi nhuận gộp sụt giảm nhẹ so với cùng kỳ chủ yếu do hiệu quả kém tích cực của mảng khai thác tàu



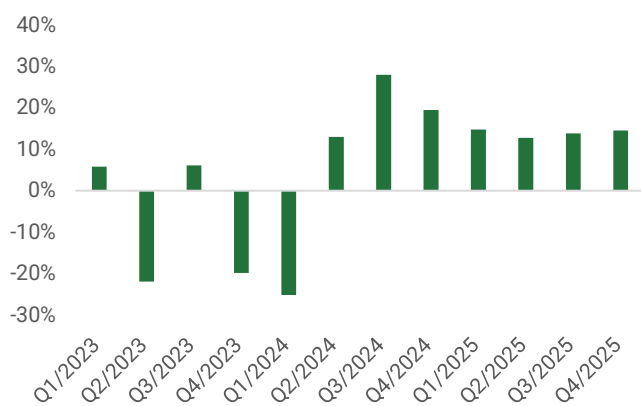
Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

Hình 4: Hiệu quả kiểm soát chi phí trong Q4/2025 được cải thiện khi tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/Doanh thu được tiết giảm mạnh so với cùng kỳ



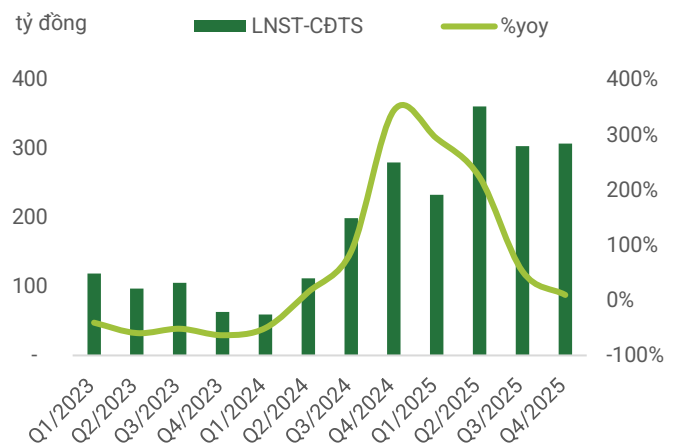
Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

Hình 5: Đồng thời, tỷ lệ chia cổ đông thiểu số cũng giảm nhẹ so với cùng kỳ



Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

Hình 6: ... Qua đó, góp phần hỗ trợ cải thiện của LNST-CĐTS trong Q4/2025

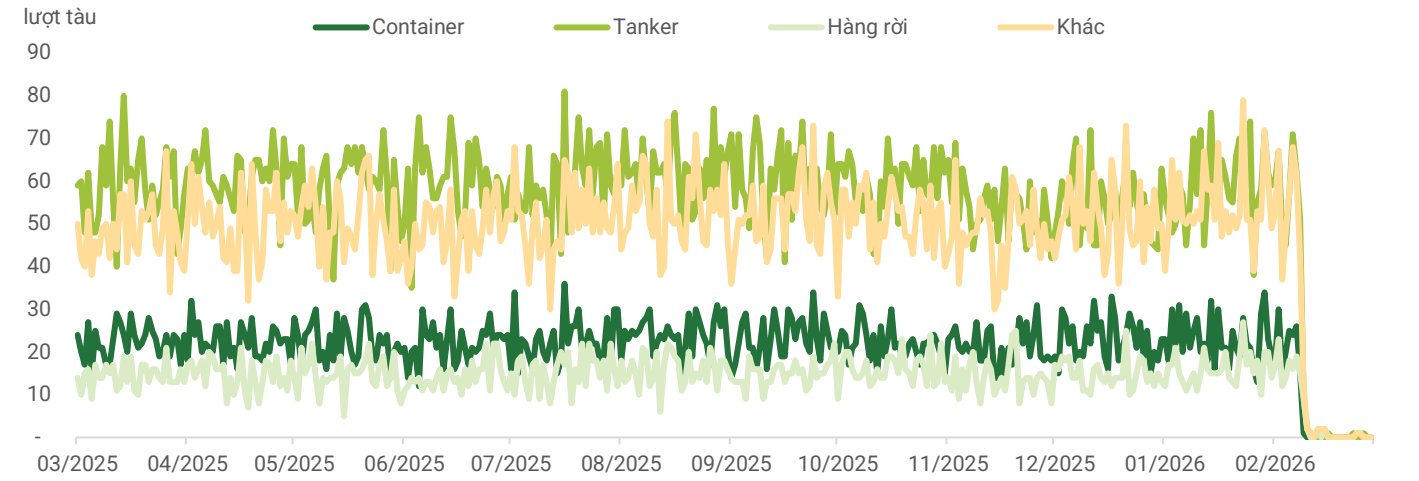


Nguồn: HAH, PHS tổng hợp

II. CẬP NHẬT NGÀNH

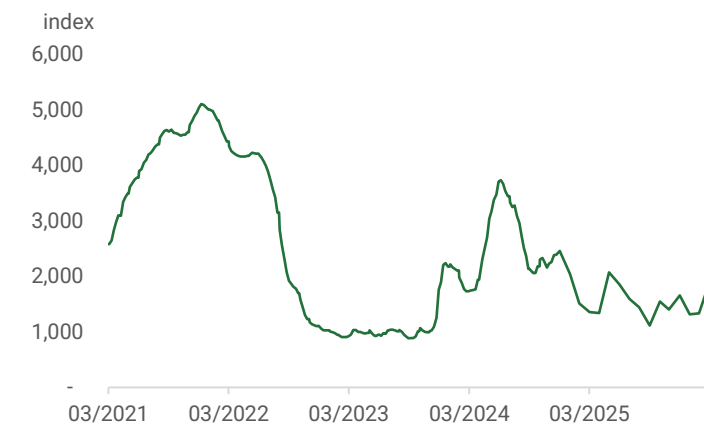
Như đã đề cập trong **báo cáo cập nhật ngành trước đó**, đến thời điểm hiện tại, căng thẳng địa chính trị tại khu vực Vùng Vịnh vẫn chưa ghi nhận tín hiệu hạ nhiệt, đồng thời có xu hướng kéo dài hơn so với kỳ vọng ban đầu. Trong bối cảnh đó, yếu tố này tiếp tục đóng vai trò là động lực chính hỗ trợ mặt bằng giá cước vận tải tăng trở lại, khi rủi ro gián đoạn chuỗi cung ứng và chi phí vận hành leo thang vẫn hiện hữu.

Hình 7: Tổng lượt tàu di chuyển qua khu vực Homuz (từ bờ Tây → bờ Đông và ngược lại) vẫn duy trì ở mức thấp do xung đột vẫn đang leo thang



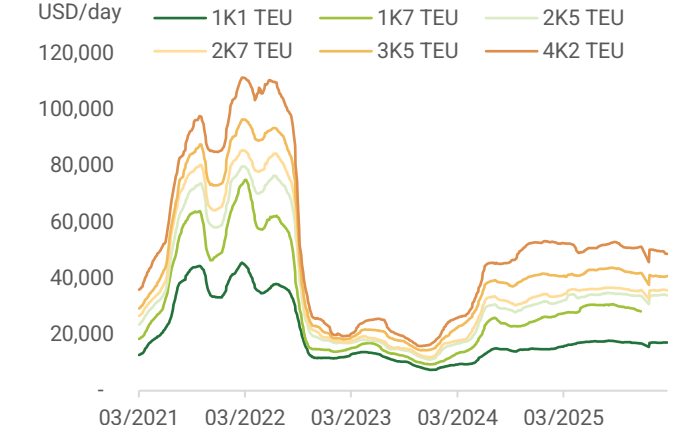
Nguồn: HAH, PHS dự phóng và tổng hợp

Hình 8: Chỉ số Shanghai Containerized Freight hiện đang duy trì xu hướng tăng +30%YTD



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Hình 9: Giá cước cho thuê định hạn bình quân các phân khúc tàu feeder hiện ở khoảng 35 ngàn USD/ngày – đi ngang so với đầu năm, cho thấy độ trễ so với cước giao ngay



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Mặc dù triển vọng ngắn hạn của ngành dự kiến sẽ đối mặt với nhiều thách thức khi tác động tích cực từ đà tăng giá cước phần nào bị bù trừ bởi nhu cầu tiêu dùng suy yếu trong môi trường giá dầu cao. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng trong trung và dài hạn khi căng thẳng địa chính trị dần hạ nhiệt, môi trường kinh doanh dự kiến sẽ ổn định trở lại, qua đó tạo điều kiện để doanh nghiệp tận dụng cơ hội tăng trưởng nhờ mở rộng đội tàu và nâng cao năng lực khai thác. Theo đó, những yếu tố này sẽ là nền tảng hỗ trợ tăng trưởng bền vững cho doanh nghiệp trong các giai đoạn tiếp theo.

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận sau thuế +23%/năm trong trung hạn nhờ đóng góp từ các tàu bàn giao mới trong giai đoạn 2027F – 2028F.

Với chiến lược mở rộng đội tàu trong trung và dài hạn, trong các tháng đầu năm 2026, HAH đã tích cực thông qua nhiều nghị quyết liên quan đến kế hoạch đầu tư và phát triển đội tàu, với tổng mức đầu tư ước tính khoảng 13,5 nghìn tỷ đồng. Kế hoạch này bao gồm khoảng 7 tàu mới, có quy mô công suất trải dài từ 3 ngàn đến 7 ngàn TEU. Theo ước tính của chúng tôi, phần lớn các tàu trong kế hoạch trên sẽ được bàn giao trong giai đoạn 2027F–2030F, qua đó nâng tổng số tàu của HAH đến cuối năm 2028F lên khoảng 22 chiếc, tương đương cao hơn khoảng 1.2 lần so với quy mô đội tàu tại cuối năm 2025.

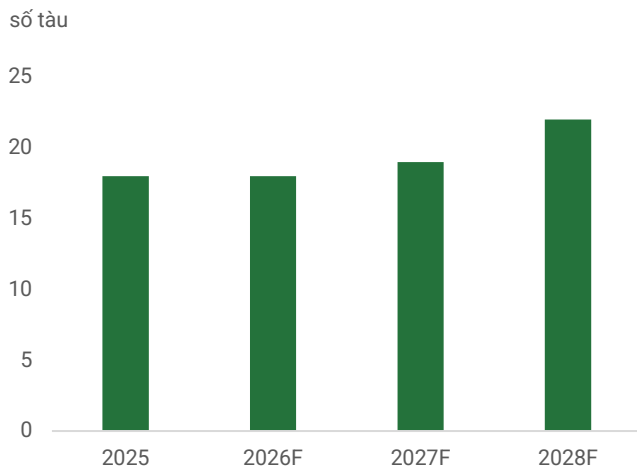
Phần lớn lượng tàu được bàn giao trong giai đoạn này dự kiến tập trung ở nhóm tàu feeder có quy mô dưới 4 nghìn TEU, vốn là phân khúc đóng vai trò chủ đạo trong mạng lưới vận tải container nội Á. Trong các năm tới, chúng tôi kỳ vọng các tàu này sẽ tiếp tục được hấp thụ trên thị trường cho thuê, nhờ nhu cầu đối với tàu feeder vẫn duy trì tương đối ổn định, được dẫn dắt bởi 3 yếu tố sau:

- (i) **Hoạt động thương mại nội Á vẫn duy trì quy mô lớn và tương đối sôi động:** Nhìn chung, sản lượng container vận chuyển trên các tuyến nội Á vẫn đứng thứ hai trong số các tuyến thương mại chính trên toàn cầu, chỉ sau tuyến châu Á – Bắc Mỹ. Chúng tôi cho rằng nhu cầu luân chuyển hàng hóa giữa các quốc gia trong khu vực vẫn duy trì ở mức cao, qua đó tiếp tục tạo nền tảng cho nhu cầu vận tải liên vùng và hỗ trợ hoạt động khai thác của nhóm tàu feeder.
- (ii) **Sự thay đổi trong thiết kế mạng lưới điểm đến của các hãng tàu tiếp tục hỗ trợ vai trò của nhóm tàu feeder:** Theo World Bank, dù số lượng quốc gia tham gia mạng lưới vận tải biển container toàn cầu chỉ tăng nhẹ từ 174 quốc gia năm 2006 lên 178 quốc gia năm 2026 (+1%), số lượng kết nối song phương trực tiếp lại giảm từ 2.444 xuống 2.243 (-9%). Chúng tôi cho rằng diễn biến này phản ánh xu hướng mạng lưới vận tải biển ngày càng tập trung hơn, với mức độ phụ thuộc lớn hơn vào các cảng trung chuyển. Theo đó, luồng hàng giữa nhiều quốc gia ngày càng có xu hướng đi qua hoạt động trung chuyển thay vì kết nối trực tiếp, qua đó tiếp tục duy trì vai trò quan trọng của các tàu cỡ nhỏ như feeder trong việc kết nối giữa cảng trung chuyển và cảng đích.
- (iii) **Nguồn cung tàu feeder được dự báo vẫn duy trì trạng thái tương đối hạn chế:** Tính tới cuối năm 2025, mặc dù hoạt động đặt đóng mới ở phân khúc feeder và Panamax/Post-Panamax đã cải thiện, nhưng đây là nhóm tàu có tỷ trọng tàu già cao nhất trong cơ cấu đội tàu toàn cầu. Do đó, áp lực phá dỡ trong trung hạn dự kiến vẫn tập trung chủ yếu ở các phân khúc này. Đồng thời, tỷ lệ orderbook-to-fleet (OB/fleet) của nhóm này hiện vẫn ở mức dưới 20%, thấp hơn đáng kể so với nhóm tàu kích cỡ lớn hơn, vốn đang ghi nhận OB/fleet khoảng 40%–90%. Chúng tôi cho rằng yếu tố này phản ánh mức độ bổ sung nguồn cung mới ở nhóm feeder dự kiến sẽ tương

đổi chậm trong trung hạn, qua đó tiếp tục thúc đẩy nhu cầu của phân khúc này trong các năm tới.

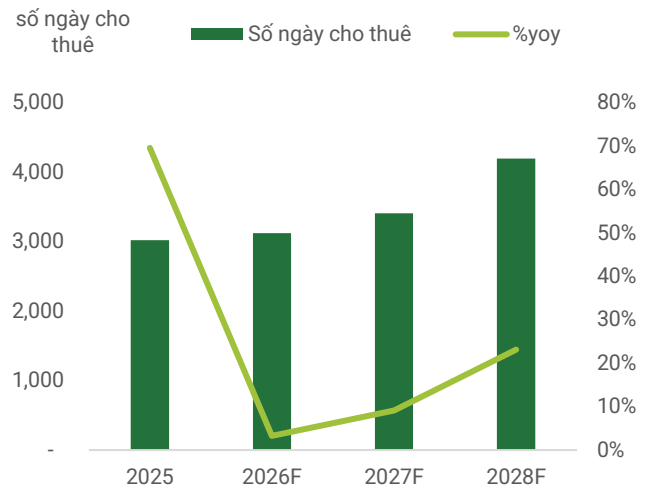
Dựa trên các cơ sở trên, chúng tôi kỳ vọng các tàu mới được bàn giao trong giai đoạn 2027F và 2028F sẽ sớm được đưa vào thị trường cho thuê, trong bối cảnh mặt bằng giá thuê nhiều kỳ vọng duy trì ổn định so với hiện tại. Theo đó, chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng của HAH trong giai đoạn 2026F–2028F sẽ đến chủ yếu từ phần đóng góp của đội tàu mới, qua đó hỗ trợ doanh thu thuần và LNST-CĐTS ghi nhận CAGR lần lượt khoảng 14%/năm và 23%/năm.

Hình 11: Ước tính số lượng tổng đội tàu tăng với quy mô tại cuối 2028F ước tính tăng gấp 1.2 lần so với cuối năm 2025...



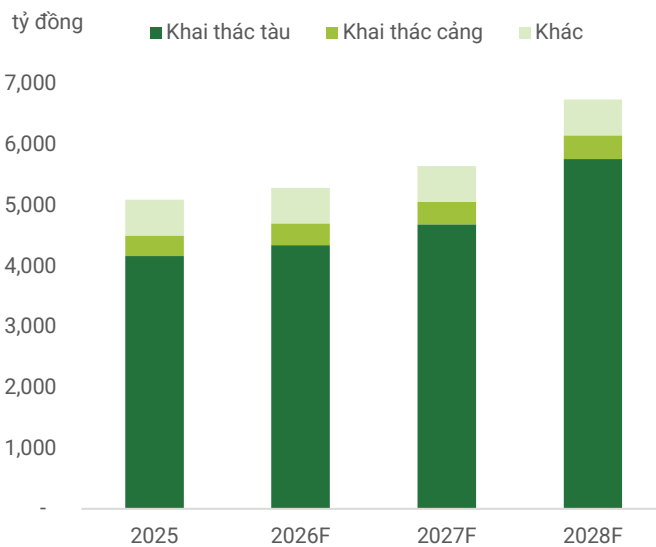
Nguồn: HAH, PHS ước tính và tổng hợp

Hình 12: ...Theo đó, chúng tôi ước tính số ngày cho thuê hoạt động của đội tàu dự kiến tiếp tục tăng trưởng trong giai đoạn trên



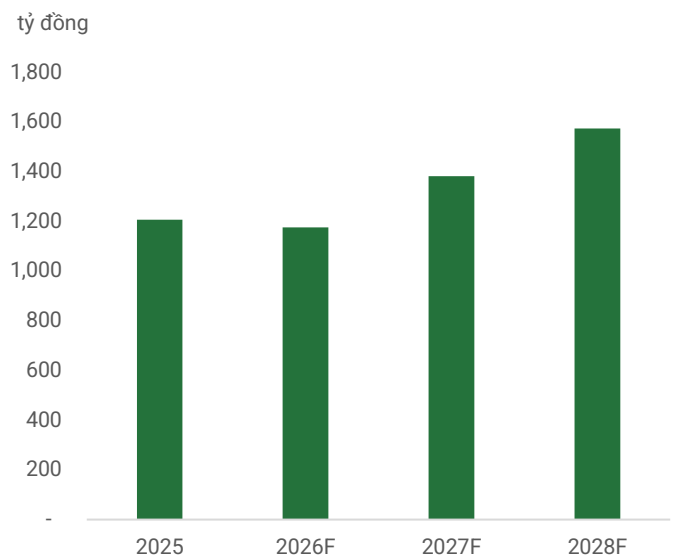
Nguồn: HAH, PHS ước tính và tổng hợp

Hình 13: Nhờ đó, góp phần hỗ trợ tăng trưởng doanh thu trong cùng giai đoạn



Nguồn: HAH, PHS ước tính và tổng hợp

Hình 14: Ước tính CAGR LNST-CĐTS trong giai đoạn 2026F – 2028F tăng trưởng 23%/năm nhờ đóng góp tích cực từ các tàu mới được bàn giao



Nguồn: HAH, PHS ước tính và tổng hợp

Bảng 2: Phần lớn điểm rơi bàn giao đội tàu rơi vào trong giai đoạn 2027F – 2028F

	Bên sở hữu	Loại hợp tác	Size tàu (TEU)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian nhận tàu				
					2026	2027	2028	2029	2030
YZJ2025-1744	HAH & VSC	BCC	3,000	3,825					
YZJ2025-1746	HAH & VSC	BCC	3,000						
YZJ2025-1747	HAH & VSC	BCC	3,000						
C7100-17	HAH & VSC	BCC	7,000	5,104					
C7100-18	HAH & VSC	BCC	7,000						
1 tàu container đóng mới	HAH	N/A	7,000	4,641					
1 tàu container đóng mới	HAH	N/A	7,000						
Tổng cộng				13,570					

Nguồn: HAH, PHS ước tính và tổng hợp

2. Định giá ở mức phù hợp tích lũy trong trung hạn

Với triển vọng kinh doanh khả quan trong trung hạn cùng với định giá hiện đang ở mức phù hợp cho tích lũy với EV/EBITDA fw trong giai đoạn trung hạn 2027F/2028F lần lượt là 3.4x / 2.8x – thấp hơn so với EV/EBITDA trong cùng giai đoạn 2021 – 2022 là 5.2x lần.

Hình 15: Định giá EV/EBITDA trong giai đoạn 5 năm



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

IV. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Trước bối cảnh rủi ro địa chính trị vẫn tiếp tục gia tăng, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST-CDTS năm 2026 lần lượt đạt 5,290 tỷ đồng (+4% yoy) và 1,119 tỷ đồng (-7%yoy). Các giả định hiện tại phản ánh tác động hiện hữu của các yếu tố bất định lên hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi lưu ý rằng dự phóng này vẫn có thể được điều chỉnh nếu diễn biến xung đột tiếp tục kéo dài và trở nên phức tạp hơn, qua đó ảnh hưởng đồng thời đến ba biến số then chốt là mặt bằng giá cước, chi phí nhiên liệu đầu vào và triển vọng cầu tiêu dùng.

Bảng 3: Dự phóng kết quả kinh doanh trong 2026

(Tỷ đồng)	2024A	2025A	2026F	%yoy (2025/2024)	%yoy (2026/2025)	Nhận định
Doanh thu thuần	3,992	5,091	5,290	28%	4%	Doanh thu thuần +4%yoy đến từ đóng góp chính của mảng vận tải và khai thác cảng. Trong đó:
<i>Vận tải</i>	<i>3,192</i>	<i>4,165</i>	<i>4,346</i>	<i>30%</i>	<i>4%</i>	Hoạt động vận tải dự phóng tăng trưởng +4%yoy chủ yếu đến từ đóng góp của mảng hoạt động cho thuê định hạn với (i) số ngày cho thuê ước tính tăng +3%yoy nhờ các tàu hiện hữu tiếp tục được tái ký và (ii) mặt bằng giá cước cho thuê ước tính đi ngang và bình quân đạt khoảng 22 ngàn USD/ngày (+1%yoy)
<i>Khai thác cảng</i>	<i>262</i>	<i>336</i>	<i>354</i>	<i>28%</i>	<i>5%</i>	Doanh thu khai thác cảng ước tính +5%yoy phần lớn đến từ tăng giá dịch vụ khai thác bình quân phản ánh đầy đủ hơn trong năm 2026
<i>Khác</i>	<i>538</i>	<i>590</i>	<i>590</i>	<i>10%</i>	<i>0%</i>	
Lợi nhuận gộp	1,267	1,965	1,902	55%	-3%	
<i>Vận tải</i>	<i>965</i>	<i>1,812</i>	<i>1,765</i>	<i>88%</i>	<i>-3%</i>	
<i>Khai thác cảng</i>	<i>89</i>	<i>66</i>	<i>70</i>	<i>-26%</i>	<i>5%</i>	
<i>Khác</i>	<i>213</i>	<i>87</i>	<i>87</i>	<i>-59%</i>	<i>0%</i>	
Biên LNG	32%	39%	36%	6.9	(2.6)	Dự phóng biên lợi nhuận gộp giảm -2.6 điểm phần trăm do áp lực giá dầu tăng +25%yoy
<i>Vận tải</i>	<i>30%</i>	<i>44%</i>	<i>41%</i>	<i>13.3</i>	<i>(2.9)</i>	
<i>Khai thác cảng</i>	<i>34%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>(14.3)</i>	<i>0.0</i>	
<i>Khác</i>	<i>40%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>(24.8)</i>	<i>-</i>	
CPBH & QLDN	(211)	(147)	(153)	-30%	4%	
EBT	1,056	1,817	1,749	72%	-4%	
Doanh thu tài chính	25	52	94	111%	81%	
Chi phí tài chính	(119)	(147)	(250)	24%	70%	
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>(101)</i>	<i>(131)</i>	<i>(234)</i>	<i>30%</i>	<i>78%</i>	Chi phí lãi vay dự kiến tăng mạnh +78%yoy do gia tăng vay nợ nhằm tài trợ cho các con tàu đóng mới
<i>Lãi/lỗ khác</i>	<i>(3)</i>	<i>(25)</i>	<i>(6)</i>	<i>683%</i>	<i>-74%</i>	
PBT	959	1,697	1,586	77%	-7%	
PAT	800	1,401	1,299	75%	-7%	
<i>Biên LNR</i>	<i>20%</i>	<i>28%</i>	<i>25%</i>	<i>37%</i>	<i>-11%</i>	
MI	150	194	180	30%	-7%	
NPATMI	650	1,207	1,119	85%	-7%	

Nguồn: HAH, PHS dự phóng và tổng hợp

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền thay cho phương pháp EV/EBITDA trên báo cáo trước đó nhằm phản ánh đầy đủ triển vọng dài hạn của doanh nghiệp trong chu kỳ đầu tư mới, bao gồm luôn ước tính tăng số lượng cổ phiếu lưu hành cũng như tăng vốn chủ sở hữu.

Qua đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu HAH với giá mục tiêu 60,300 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá khoảng 12% so với giá đóng cửa tại ngày 25/03/2026.

Bảng 4: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

DCF	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN từ HĐKD cốt lõi	1,817	1,749	2,095	2,462	2,678	2,680
(+) Khấu hao	588	673	687	972	1,191	1,338
(-) Thuế	(323)	(299)	(380)	(456)	(483)	(491)
(-) Vốn lưu động	(169)	14	(65)	(159)	(98)	(41)
(-) Capex	(1,662)	(120)	(1,316)	(5,985)	(3,683)	(2,505)
Unlevered FCFF	253	2,016	1,021	(3,166)	(395)	981
Số kỳ chiết khấu		0.76	1.76	2.76	3.76	4.76
Hệ số chiết khấu		0.90	0.96	0.97	0.98	0.98
Discounted FCFF		1,818	977	(3,077)	(387)	965
PV of FCF		296				
g	0.5%					
Normalized FCFFt+1	1,395					
Terminal value	18,080					
Present value of terminal value	11,470					
Giá trị hiện tại	11,767					
(+) Tiền và tương đương tiền	4,847					
(-) Nợ vay	(4,531)					
(-) MI	(882)					
Giá trị vốn chủ sở hữu	11,200					
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ)	186					
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	60,300					
Giá hiện tại (VND/cổ phiếu)	53,700					
Upside (%)	12%					

Nguồn: PHS dự phóng và tổng hợp

Bảng 5: Giả định WACC

WACC	8.2%
Beta	0.67
Market Risk Premium	8.1%
Risk Free Rate	4.20%
Cost of Equity	9.7%
Cost of Debt	6.5%
Corporate Tax Rate	18.7%
D/V	45.8%

Nguồn: PHS ước tính và tổng hợp

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2,613	3,992	5,091	5,290	5,655
Giá vốn hàng bán	(2,002)	(2,725)	(3,126)	(3,388)	(3,396)
Lợi nhuận gộp	611	1,267	1,965	1,902	2,259
Chi phí bán hàng và QLDN	(125)	(211)	(147)	(153)	(164)
Lợi nhuận từ HĐKD	486	1,056	1,817	1,749	2,095
Lợi nhuận tài chính	30	25	52	80	164
Chi phí tài chính	(84)	(119)	(147)	(250)	(229)
Lãi lỗ từ công ty liên kết	15	18	26	26	26
Thu nhập khác, ròng	3	(3)	(25)	(6)	(25)
Lợi nhuận trước thuế	450	977	1,724	1,598	2,032
Lợi nhuận sau thuế	358	800	1,401	1,299	1,651
LNST của cổ đông Công ty mẹ	385	650	1,207	1,119	1,422
Cân đối kế toán	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Tài Sản Ngắn Hạn	1,600	1,753	1,564	5,795	9,786
Tiền và tương đương tiền	245	922	534	4,793	8,719
Đầu tư tài chính ngắn hạn	73	71	54	54	54
Phải thu ngắn hạn	1,005	504	718	635	679
Hàng tồn kho	97	88	155	206	220
Tài sản ngắn hạn khác	180	168	103	107	114
Tài Sản Dài Hạn	3,759	5,537	7,150	6,597	7,226
Phải thu dài hạn	113	113	782	782	782
Tài sản cố định	3,118	4,775	5,085	4,532	5,161
Chi phí xây dựng dở dang	30	21	49	49	49
Đầu tư tài chính dài hạn	155	174	600	600	600
Tài sản dài hạn khác	342	454	634	635	635
Tổng cộng tài sản	5,359	7,290	8,714	12,392	17,012
Nợ phải trả	2,188	3,318	3,319	5,700	8,885
Nợ ngắn hạn	937	1,210	1,514	2,239	3,650
Nợ dài hạn	1,251	2,108	1,805	3,460	5,235
Vốn chủ sở hữu	3,171	3,972	5,395	6,692	8,127
Vốn góp và lợi nhuận giữ lại	1,806	2,267	3,008	4,034	5,124
Lợi ích cổ đông thiểu số	664	819	792	882	998
Khác	701	886	1,595	1,776	2,005
Tổng nguồn vốn	5,359	7,290	8,714	12,392	17,012

Lưu chuyển tiền tệ	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	536	1,405	1,807	1,988	2,275
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(776)	(1,660)	(2,106)	(120)	(1,316)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	69	930	(89)	2,210	2,942
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(170)	675	(387)	4,078	3,901
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	415	245	922	534	4,610
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	245	920	535	4,611	8,511
Chỉ số tài chính	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Tăng trưởng					
Doanh thu	-18%	53%	28%	4%	7%
Lợi nhuận sau thuế	-66%	124%	75%	-7%	27%
Tổng tài sản	6%	36%	20%	42%	37%
Tổng vốn chủ sở hữu	10%	25%	36%	24%	21%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	23%	32%	39%	36%	40%
Tỷ suất EBIT	19%	26%	36%	33%	37%
Tỷ suất lãi ròng	15%	16%	24%	21%	25%
ROA	7%	9%	14%	9%	8%
ROE	12%	16%	22%	17%	18%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	139	69	44	44	44
Số ngày tồn kho	16	12	14	14	14
Số ngày phải trả	28	24	28	28	28
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.7	1.4	1.0	2.6	2.7
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.4	1.2	0.9	2.4	2.5
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.6	0.4	0.8	0.9
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	26%	32%	25%	37%	45%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	44%	59%	41%	68%	94%
Vay ngắn hạn/VCSH	12%	13%	13%	21%	33%
Vay dài hạn/VCSH	31%	45%	28%	47%	61%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Tô Đình Hiền Viên, Chuyên viên phân tích** - Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

MUA: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

TĂNG TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

NẮM GIỮ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

GIẢM TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

BÁN: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

KHÔNG XẾP HẠNG: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Mỹ, Tp.HCM
Điện thoại: (84-28) 5 413 5479
Customer Service: 1900 25 23 58
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472
Call Center: (84-28) 5 413 5488
Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
P. Bến Thành, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060
Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower, 458 Nguyễn Thị
Minh Khai, Phường Bàn Cờ, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068
Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend, 251 Hoàng Văn Thụ,
Phường Tân Sơn Hòa, Tp.HCM.
Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401
Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Yên Hòa, Hà
Nội
Phone: (+84-24) 6 250 9999
Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo,
Phường Hồng Bàng, Hải Phòng
Phone: (+84-22) 384 1810
Fax: (+84-22) 384 1801