

**CTCP VẬN TẢI VÀ XẾP DỠ HẢI AN (HAH)**
**CÔNG NGHIỆP**
**XẾP HẠNG 12 THÁNG  
MUA**

Giá mục tiêu 12T	<b>70,300 đ/cp</b>
Lợi nhuận kỳ vọng	<b>25.5%</b>
Giá đóng cửa gần nhất	<b>56,000 đ/cp</b>

**MỞ RỘNG ĐỘI TÀU TẠO NỀN TẢNG TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN**
**Luận điểm đầu tư**

- **Giá cước vận tải được hưởng lợi trong ngắn hạn, tuy nhiên rủi ro giảm giá trong dài hạn vẫn hiện hữu.** Giá cước vận tải trong năm 2026 được hỗ trợ bởi căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông, khiến gián đoạn tuyến Biển Đỏ, kéo dài hải trình và làm giảm nguồn cung tàu hiệu dụng, qua đó duy trì mặt bằng giá cước ở mức cao. Tuy nhiên, sang năm 2027, khi các tuyến vận tải dần quay lại hoạt động bình thường cùng với nguồn cung tàu mới gia tăng, thị trường có thể đối mặt với tình trạng dư cung, tạo áp lực điều chỉnh giảm lên giá cước.
- **Các tuyến vận tải quốc tế là động lực tăng trưởng sản lượng và cải thiện biên lợi nhuận.** Việc đẩy mạnh khai thác các tuyến feeder nội Á giúp HAH mở rộng thị trường sang các khu vực có nhu cầu tăng trưởng cao, đồng thời hưởng mức giá cước và biên lợi nhuận tốt hơn so với tuyến nội địa. Xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng sang Đông Nam Á và tăng trưởng thương mại nội khối là yếu tố hỗ trợ dài hạn cho sản lượng vận chuyển, chúng tôi dự phóng tăng trưởng lần lượt 12%/10% svck trong giai đoạn 2026–27.
- **Triển vọng dài hạn được củng cố nhờ chiến lược mở rộng đội tàu.** HAH đang triển khai kế hoạch mở rộng đội tàu thông qua cả đóng mới và mua tàu cũ, chúng tôi kỳ vọng đội tàu của HAH sẽ tăng gấp đôi công suất lên khoảng 58,500 TEU vào năm 2030. Việc gia tăng quy mô đội tàu không chỉ hỗ trợ tăng trưởng sản lượng mà còn giúp công ty linh hoạt hơn trong việc phân bổ giữa tự khai thác và cho thuê, tối ưu hiệu quả theo chu kỳ ngành.
- **Nền tảng tài chính lành mạnh hỗ trợ cho chu kỳ đầu tư lớn.** Mặc dù đã trải qua giai đoạn tăng mạnh đòn bẩy để mở rộng đội tàu, HAH đang cải thiện cấu trúc tài chính nhờ dòng tiền kinh doanh tích cực. Tỷ lệ đòn bẩy được kiểm soát, trong khi khả năng trả lãi (EBIT/chi phí lãi vay ~14x) ở mức cao, tạo dư địa cho công ty tiếp tục triển khai kế hoạch đầu tư mà không gây áp lực lớn lên rủi ro tài chính.

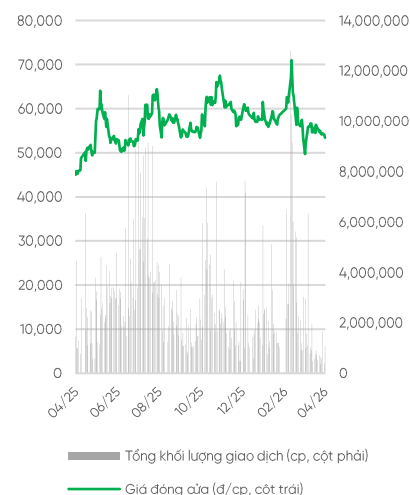
**Rủi ro đầu tư**

- Giá cước vận tải về mức bình thường sớm hơn dự phóng của chúng tôi.
- Mở rộng đội tàu tốn nhiều chi phí hơn dự kiến.
- Tăng trưởng nhu cầu thương mại toàn cầu chậm lại do căng thẳng địa chính trị kéo dài.

**Định giá**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu HAH với giá mục tiêu **70,300 đ/cp** dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP). HAH hiện tại đang giao dịch ở mức P/E là 7.7 thấp hơn so với mức trung bình 5 năm là 9.4 và ở mức hấp dẫn đối với kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp.

Vốn hóa (tỷ đồng)	10,416
Số CP lưu hành (tr CP)	186
Room NN còn lại	18.3%
KLGD TB 10 phiên (CP)	691,214
Giá cao nhất 52 tuần	71,000
Giá thấp nhất 52 tuần	45,020
Beta (lần)	0.9

**Diễn biến giá cổ phiếu**


Tỷ đồng	2025	2026	2027
Doanh thu	5,091	6,011	6,021
% svck	27.5%	18.1%	0.2%
LN gộp	1,965	2,473	2,246
% svck	55.1%	25.8%	-9.2%
LN ròng	1,207	1,552	1,403
% svck	85.5%	28.6%	-9.6%
Biên LN gộp	38.6%	41.1%	37.3%
Biên LN ròng	23.7%	25.8%	23.3%
P/E	8.2	6.4	7.1
P/B	1.8	1.5	1.3
ROE	25.8%	25.7%	19.3%
ROA	15.1%	16.6%	13.1%

**Cổ đông lớn**

VSC	24%
CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà	16%
Khác	60%

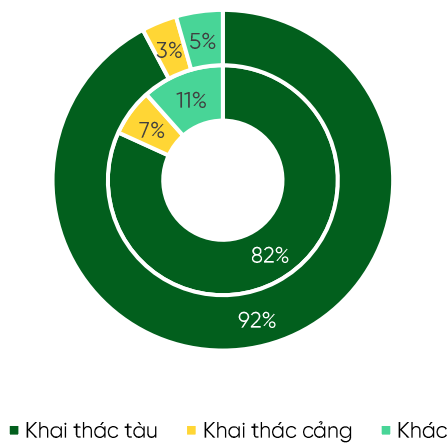
**Chuyên viên phân tích**
**Vũ Mạnh Tuấn**
[tuanvm@vpbanks.com.vn](mailto:tuanvm@vpbanks.com.vn)

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Chuỗi giá trị khép kín hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh cốt lõi

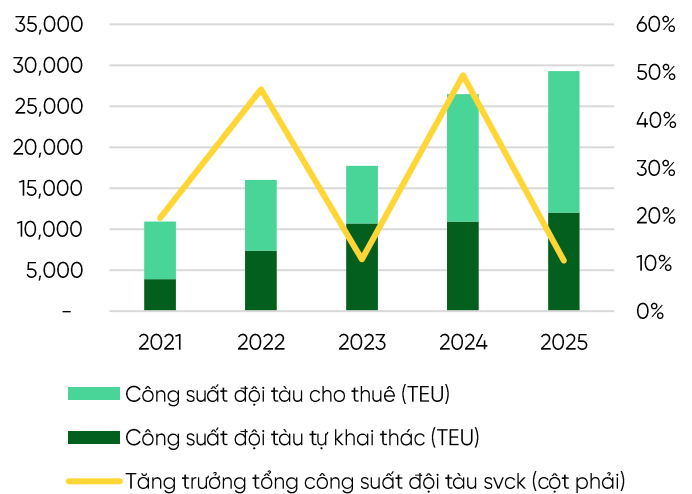
Công ty Cổ phần Vận tải và Xếp dỡ Hải An, trước đây là Công ty TNHH Vận tải và Xếp dỡ Hải An, được thành lập vào ngày 08/05/2009 với vốn điều lệ là 150 tỷ đồng. Vào ngày 21 tháng 1 năm 2015, công ty đã được Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM chấp thuận niêm yết cổ phiếu theo Quyết định số 15/QĐ-SGDHCM. HAH là một trong số ít doanh nghiệp cung cấp chuỗi dịch vụ logistics tích hợp hoàn chỉnh với ba phân khúc: 1) Khai thác tàu, 2) Khai thác cảng, và 3) Các hoạt động khác bao gồm Khai thác depot, CFS và dịch vụ đại lý tàu.

**Hình 1: Cơ cấu doanh thu (vòng trong) và LN gộp (vòng ngoài) theo mảng kinh doanh của HAH trong năm 2025**



Nguồn: HAH, VPBankS Research

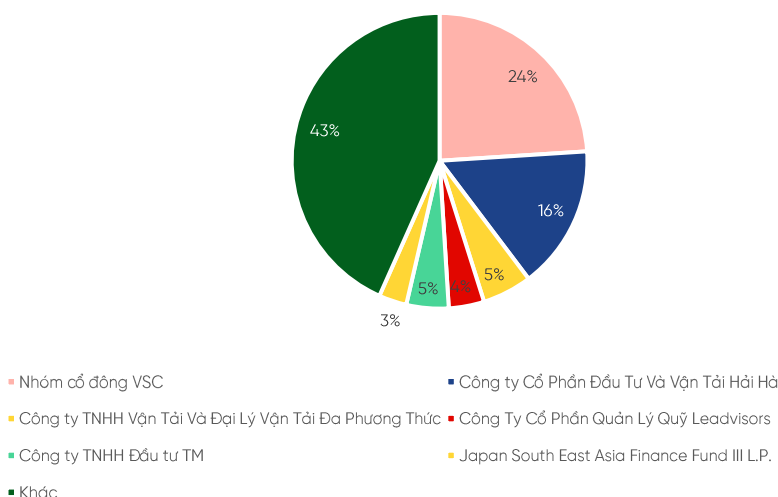
**Hình 2: Công suất đội tàu của HAH (TEU) giai đoạn 2020-2025**



Nguồn: HAH, VPBankS Research

Trong năm 2025, nhóm cổ đông VSC liên tục gia tăng tỷ lệ sở hữu tại HAH. Tính đến ngày 02/04/2026, VSC đã sở hữu 24% cổ phần tại HAH. Hai cổ đông lớn còn lại là CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà nắm giữ 15.7% và Công ty TNHH Vận tải và Đại lý vận tải Đa phương thức nắm giữ 5.3%.

**Hình 3: Cơ cấu cổ đông của HAH (dữ liệu tại ngày 19/04/2025)**



Nguồn: Fiinpro, VPBankS Research

## TÓM TẮT KQKD Q4/2025: BIÊN LN GỘP CẢI THIỆN THEO QUÝ NHỜ TĂNG CƯỜNG CÁC TUYẾN VẬN TẢI QUỐC TẾ

**Hình 4: KQKD Q4/2025**

Tỷ đồng	Q4/25	Q3/25	Q4/24	% sv quý trước	% svck	2025	2024	% svck
Doanh thu	1,300	1,348	1,211	-3.6%	7.3%	5,091	3,992	27.5%
_Khai thác tàu	1,040	1,062	1,076	-2.1%	7.3%	4,065	3,224	26.1%
_Khai thác cảng	108	119	108	-8.9%	-0.2%	440	388	13.4%
_Depot	152	167	26	-9.2%	487.1%	586	381	53.8%
LN gộp	517	496	518	4.3%	-0.2%	1,965	1,267	55.1%
CPBH&QLDN	(35)	(46)	(87)	-22.7%	-59.1%	(147)	(211)	-30.1%
Thu nhập tài chính ròng	(27)	(19)	(23)	n/a	n/a	(96)	(94)	n/a
LN từ cty LDLK	8	7	6	15.5%	29.5%	26	18	42.9%
Thu nhập khác ròng	(21)	(3)	3	n/a	n/a	(25)	(3)	n/a
LNTT	443	435	418	1.7%	5.9%	1,724	977	76.4%
LNST	360	353	348	2.0%	3.5%	1,401	800	75.1%
LNST Công ty mẹ	308	304	280	1.2%	9.8%	1,207	650	85.5%
Biên LN gộp	39.8%	36.8%	42.8%	3.0 đ %	-3.0 đ %	38.6%	31.7%	6.9 đ %
Biên LN ròng	23.7%	22.6%	23.1%	1.1 đ %	0.5 đ %	23.7%	16.3%	7.4 đ %

Nguồn: HAH, VPBankS Research

### Doanh thu khai thác tàu tăng trưởng svck nhờ đóng góp của đội tàu mua mới

Trong Q4/25, doanh thu mảng khai thác tàu tăng 7.3% svck (-3.6% sv quý trước) đạt 1,062 tỷ đồng nhờ ghi nhận thêm doanh thu từ 3 tàu mua mới bao gồm HAIAN GAMA (T12/24), HAIAN ZETA (T2/25) và HAIAN IRIS (T10/25). Hiện tại, HAH đã sở hữu đội tàu bao gồm 18 chiếc với tổng sức chở đến 29,300 TEU đảm bảo cho kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận bền vững trong trung và dài hạn.

### Doanh thu các mảng còn lại giảm khi HAH đẩy mạnh các tuyến vận tải quốc tế

Trong Q4/25, doanh thu mảng khai thác cảng giảm 8.9% sv quý trước (-0.2% svck) đạt 108 tỷ đồng tương ứng với thông lượng container qua cảng Hải An giảm 11% sv quý trước do (1) tăng tỷ trọng khai thác các tuyến quốc tế và (2) chuyển bớt các tuyến dịch về cảng Nam Hải Đình Vũ nhằm giảm áp lực cho cảng Hải An. Tương tự, doanh thu mảng Depot giảm 9.2% sv quý trước (+487% svck) đạt 167 tỷ đồng.

### Biên LN gộp mở rộng theo quý nhờ tham gia nhiều hơn vào thị trường quốc tế

Biên LN gộp Q4/25 tăng 3.0 điểm % sv quý trước (-3.0 điểm % svck) đạt 39.8%. Chúng tôi cho rằng mức giảm của biên LN gộp svck chủ yếu đến từ giá cước vận tải giao ngay của đội tàu tự hành giảm svck trong khi các hợp đồng thuê tàu hầu hết đã được tái ký và không có nhiều thay đổi trong quý này. Điểm sáng là biên lợi nhuận gộp mở rộng theo quý nhờ vào việc HAH tham gia nhiều hơn vào các tuyến vận tải quốc tế (vốn có biên LN gộp tốt hơn các tuyến nội địa). Kết quả, LN gộp của HAH tăng 4.3% sv quý trước (-0.2% svck) đạt 517 tỷ đồng.

Tổng kết năm 2025, HAH ghi nhận lợi nhuận ròng tăng 86% svck đạt 1,207 tỷ đồng (mức kỷ lục từ trước đến nay của công ty).

## TRIỂN VỌNG 2026-27: KẾ HOẠCH MỞ RỘNG ĐỘI TÀU ĐẢM BẢO CHO TĂNG TRƯỞNG TRONG DÀI HẠN

Hình 5: Tóm tắt dự phóng 2025-27

Tỷ đồng	2024	% svck	2025	% svck	2026	% svck	2027	% svck	CAGR 2024-27
Doanh thu	3,992	52.8%	5,091	27.5%	6,011	18.1%	6,021	0.2%	10.8%
Khai thác tàu	3,192	45.4%	4,165	30.5%	5,009	20.3%	4,959	-1.0%	11.6%
Khai thác cảng	262	31.7%	336	28.2%	371	10.3%	386	4.0%	10.1%
Khác	538	146.0%	590	9.6%	631	7.1%	676	7.1%	5.9%
LN gộp	1,267	107.3%	1,965	55.1%	2,473	25.8%	2,246	-9.2%	15.4%
Khai thác tàu	965	121.7%	1,812	87.7%	2,286	26.2%	2,034	-11.0%	20.5%
Khai thác cảng	89	-39.6%	66	-26.4%	82	24.8%	87	6.0%	-0.7%
Khác	212	637.6%	87	-58.9%	104	19.8%	124	18.9%	-12.5%
Chi phí BH&QLDN	211	67.9%	147	-30.1%	174	18.1%	174	0.2%	-4.6%
LN từ cty LDLK	18	22.7%	26	42.9%	38	46.9%	44	15.4%	24.8%
Thu nhập tài chính ròng	(94)	75.5%	(96)	1.5%	(113)	18.6%	(129)	14.0%	8.2%
Thu nhập khác ròng	(3)	-205.3%	(25)	682.6%	(29)	18.1%	(29)	0.2%	74.4%
LNTT	977	117.2%	1,724	76.4%	2,195	27.3%	1,958	-10.8%	19.0%
LNST	800	123.6%	1,401	75.1%	1,784	27.3%	1,591	-10.8%	18.7%
LNST công ty mẹ	650	69.0%	1,207	85.5%	1,552	28.6%	1,403	-9.6%	21.2%
Biên LN gộp	31.7%	8.3 đ %	38.6%	6.9 đ %	41.1%	2.5 đ %	37.3%	-3.8 đ %	
Khai thác tàu	30.2%	10.4 đ %	43.5%	13.3 đ %	45.6%	2.1 đ %	41.0%	-4.6 đ %	
Khai thác cảng	34.0%	-40.1 đ %	19.5%	-14.5 đ %	22.1%	2.6 đ %	22.5%	0.4 đ %	
Khác	39.4%	26.3 đ %	14.8%	-24.6 đ %	16.5%	1.8 đ %	18.4%	1.8 đ %	
Biên LN ròng	16.3%	1.6 đ %	23.7%	7.4 đ %	25.8%	2.1 đ %	23.3%	-2.5 đ %	
ROAE	18.2%	5.5 đ %	25.8%	7.5 đ %	25.7%	0.0 đ %	19.3%	-6.5 đ %	
ROAA	10.3%	2.9 đ %	15.1%	4.8 đ %	16.6%	1.5 đ %	13.1%	-3.5 đ %	

Nguồn: HAH, VPBankS Research

### Dự phóng KQKD của HAH trong năm 2026-27

Chúng tôi dự phóng LN ròng của HAH sẽ tăng trưởng lần lượt 29%/-9.6% dựa trên kịch bản cơ sở của chúng tôi (trang 12) trong giai đoạn năm 2026-27 nhờ:

- Sản lượng khai thác container của đội tàu tự vận hành duy trì đà tăng trưởng lần lượt 12%/10% svck.
- Giá cước vận tải giao ngay 2026 dự kiến tăng 5% svck, giá cước cho thuê định hạn tiếp tục neo cao ổn định đến 2026.
- HAH đang triển khai kế hoạch mở rộng đội tàu thông qua cả đóng mới và mua tàu cũ, chúng tôi kỳ vọng đội tàu của HAH sẽ tăng gấp đôi công suất lên khoảng 58,500 TEU vào năm 2030.

**Hoạt động kinh doanh cốt lõi dự kiến duy trì tích cực trong năm 2026**

**Giá cước vận tải hưởng lợi trong ngắn hạn từ xung đột tại Trung Đông**

Giá cước vận tải giao ngay trong thời gian tới được kỳ vọng tiếp tục duy trì xu hướng tăng, chủ yếu do tác động từ căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông giữa Mỹ, Israel và Iran, làm gián đoạn đáng kể lưu thông qua eo biển Hormuz – một trong những tuyến vận tải năng lượng và hàng hóa quan trọng của thế giới. Diễn biến này không chỉ đẩy giá dầu thô tăng cao, kéo theo chi phí nhiên liệu hàng hải gia tăng, mà còn buộc các hãng tàu phải áp dụng đồng thời nhiều loại phụ phí như phụ phí nhiên liệu và phụ phí rủi ro chiến tranh nhằm bù đắp chi phí vận hành.

Theo thông báo vận hành từ các hãng tàu lớn như Maersk, Hapag-Lloyd và CMA CGM, việc các tuyến vận tải bị gián đoạn hoặc phải điều chỉnh hành trình khiến thời gian vận chuyển kéo dài thêm khoảng 10–14 ngày, qua đó làm giảm nguồn cung tàu hiệu dụng trên thị trường toàn cầu khoảng 5–6%. Sự suy giảm về cung trong khi nhu cầu vận tải vẫn duy trì ổn định đã góp phần nâng mặt bằng giá cước trong ngắn hạn, đặc biệt tại các tuyến nội Á và các tuyến kết nối với Trung Đông. Chúng tôi kỳ vọng giá cước đối với đội tàu tự khai thác của công ty sẽ tăng trung bình khoảng 5% svck trong năm 2026, qua đó hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận.

Đối với mảng cho thuê định hạn, mặt bằng giá thuê được dự báo tiếp tục neo ở mức cao trong năm 2026 khi các hãng tàu quốc tế vẫn thận trọng trong việc khôi phục các tuyến vận tải qua Biển Đỏ và kênh đào Suez. Việc kéo dài hành trình vận chuyển khiến thời gian quay vòng tàu gia tăng, qua đó giữ cho nguồn cung tàu hiệu dụng trên thị trường ở mức thấp. Trong khi đó, nhu cầu thuê tàu vẫn duy trì ổn định nhằm đảm bảo năng lực vận chuyển, tạo điều kiện cho các chủ tàu như HAH duy trì mức giá thuê thuận lợi. Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng đội tàu cho thuê định hạn của HAH sẽ được tái ký hợp đồng với mức giá cao tương đương năm 2025.

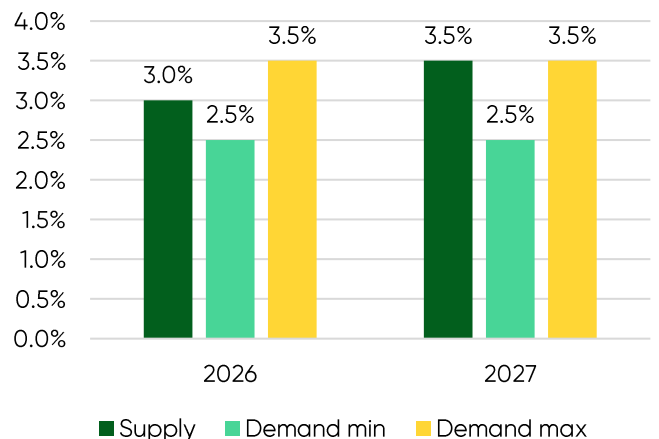
Sang năm 2027, chúng tôi cho rằng mặt bằng giá cước vận tải, đặc biệt là giá thuê định hạn, sẽ bắt đầu chịu áp lực điều chỉnh khi các tuyến vận tải quốc tế dần quay trở lại trạng thái bình thường. BIMCO dự báo cung và cầu toàn cầu sẽ tương đối cân bằng trong năm 2026, với tăng trưởng cung khoảng 3.0% và cầu dao động 2.5–3.5%. Sang năm 2027, nguồn cung có xu hướng tăng nhanh hơn (3.5%) so với cầu (2.5–3.5%), khiến cán cân thị trường suy yếu nhẹ. Trong bối cảnh đó, sự mất cân đối cung – cầu nhiều khả năng sẽ đảo chiều, tạo áp lực giảm lên mặt bằng giá cước trong trung hạn.

**Hình 6: World container index (WCI)**



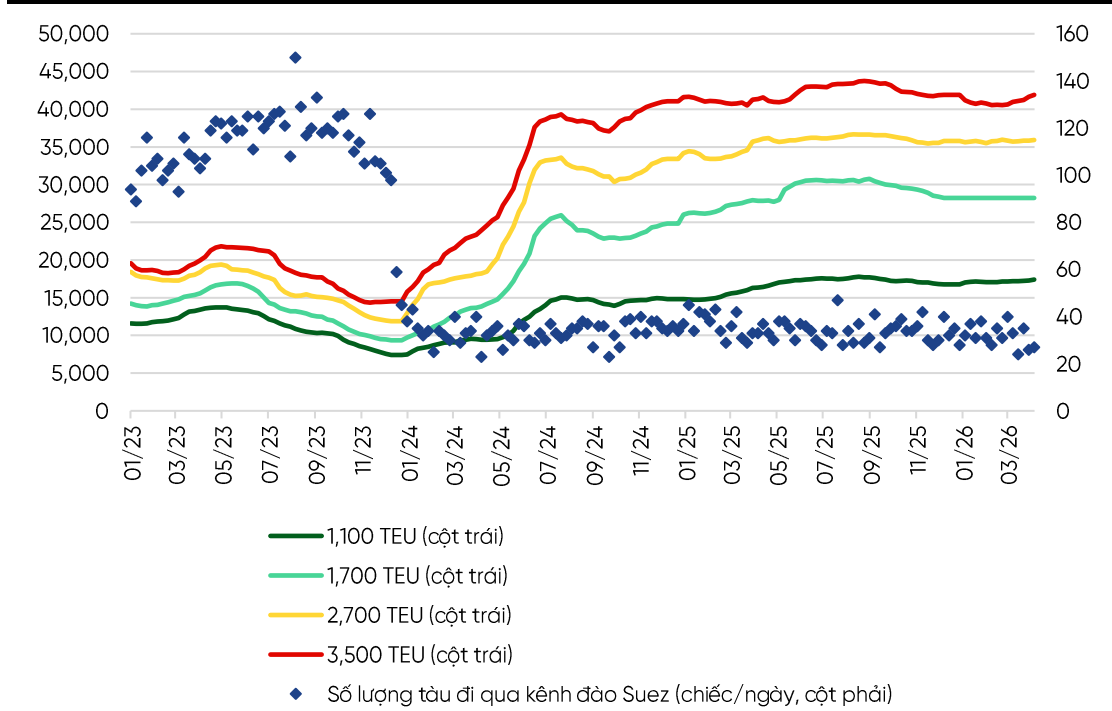
Nguồn: HAH, VPBankS Research

**Hình 7: Cung/cầu thị trường vận tải container**



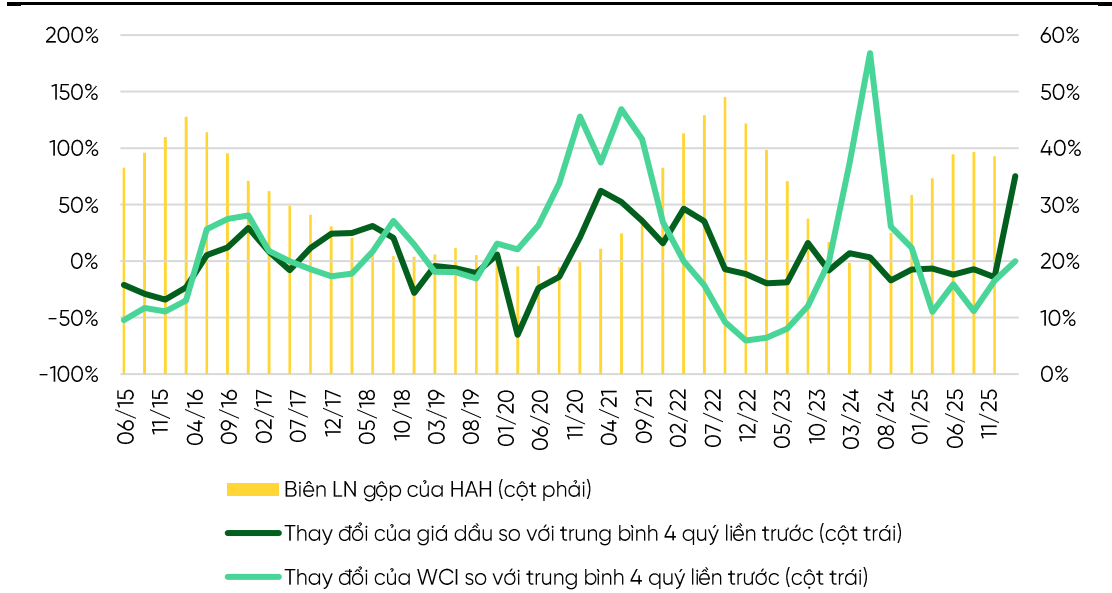
Nguồn: BIMCO, VPBankS Research

**Hình 8: Giá cước cho thuê tàu định hạn theo kích cỡ tàu (USD/ngày)**



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

**Hình 9: Tương quan giữa thay đổi giá dầu, chỉ số WCI và biên LN gộp của HAH**



Nguồn: Bloomberg, HAH, VPBankS Research

Hình 10: Dự phóng giá tái ký các hợp đồng của đội tàu cho thuê

Tàu	Kích cỡ tàu (TEU)	2026		2027	
		Giá tái ký trung bình (USD/ngày)	% svck	Giá tái ký trung bình (USD/ngày)	% svck
Haian Mind	1,794	28,000	4%	25,200	-10%
Haian View	1,577	20,500	2%	18,860	-8%
Haian East	1,702	28,000	12%	26,600	-5%
Haian West	1,704	25,500	11%	22,950	-10%
Anbien Bay	1,794	29,000	-6%	26,680	-8%
Anbien Sky	1,781	26,500	2%	24,910	-6%
Haian Opus	1,781	26,500	10%	23,850	-10%
Haian Gamma	3,400	31,000	0%	27,900	-10%
Haian Zeta	1,702	27,200	9%	26,656	-2%

Nguồn: HAH, VPBankS Research

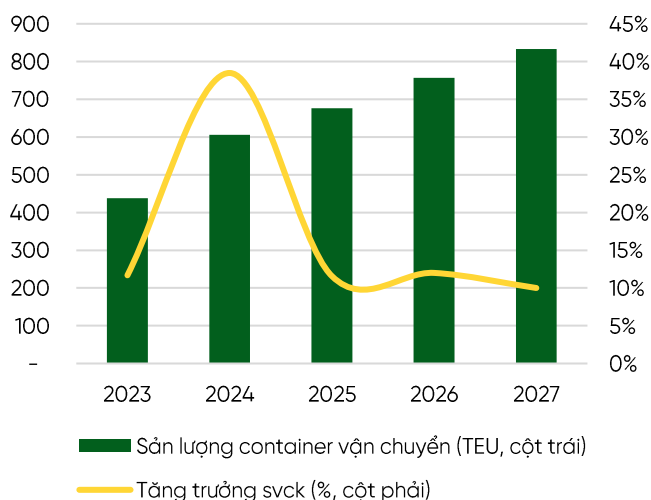
### Mở rộng các tuyến nội Á thúc đẩy tăng trưởng sản lượng hàng bền vững

Việc mở rộng mạng tuyến feeder nội Á trên các trục thương mại trọng yếu giúp HAH gia tăng tính linh hoạt trong phân bổ đội tàu giữa hoạt động tự khai thác và cho thuê định hạn, qua đó tối ưu hiệu quả vận hành và lợi nhuận theo từng giai đoạn của chu kỳ ngành. Thông qua chiến lược này, HAH đang từng bước chuyển dịch từ mô hình vận tải nội địa sang nền tảng feeder khu vực, với chất lượng tăng trưởng bền vững hơn. Chúng tôi đánh giá đây là bước đi mang tính chiến lược, phù hợp với lộ trình mở rộng đội tàu và định hướng nâng cao vị thế của công ty trong chuỗi logistics khu vực.

Việc đẩy mạnh khai thác thị trường quốc tế phù hợp với mục tiêu duy trì thị phần vận chuyển container nội địa ở mức khoảng 30% của HAH bên cạnh việc mở rộng sang các thị trường có tốc độ tăng trưởng cao hơn và biên lợi nhuận hấp dẫn hơn. Động lực tăng trưởng của thị trường feeder nội Á đến từ (1) xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng sang Đông Nam Á, thúc đẩy nhu cầu trung chuyển nội vùng, và (2) tăng trưởng thương mại nội khối châu Á nhờ sự gia tăng kết nối giữa các cảng trung chuyển và hiệu lực của các hiệp định thương mại khu vực. Bên cạnh đó, việc gia tăng tỷ trọng các tuyến vận tải quốc tế với mặt bằng giá cước cao hơn so với tuyến nội địa được kỳ vọng sẽ hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận gộp của đội tàu tự khai thác trong các năm tới.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng sản lượng vận chuyển của HAH sẽ tăng trưởng lần lượt 12% và 10% trong giai đoạn 2026–2027, với động lực chính đến từ mảng vận tải quốc tế.

**Hình 11: Dự phóng tăng trưởng sản lượng hàng hóa vận chuyển của đội tàu HAH**



Nguồn: HAH, VPBankS Research

**Hình 12: Các tuyến quốc tế khu vực nội Á của HAH**



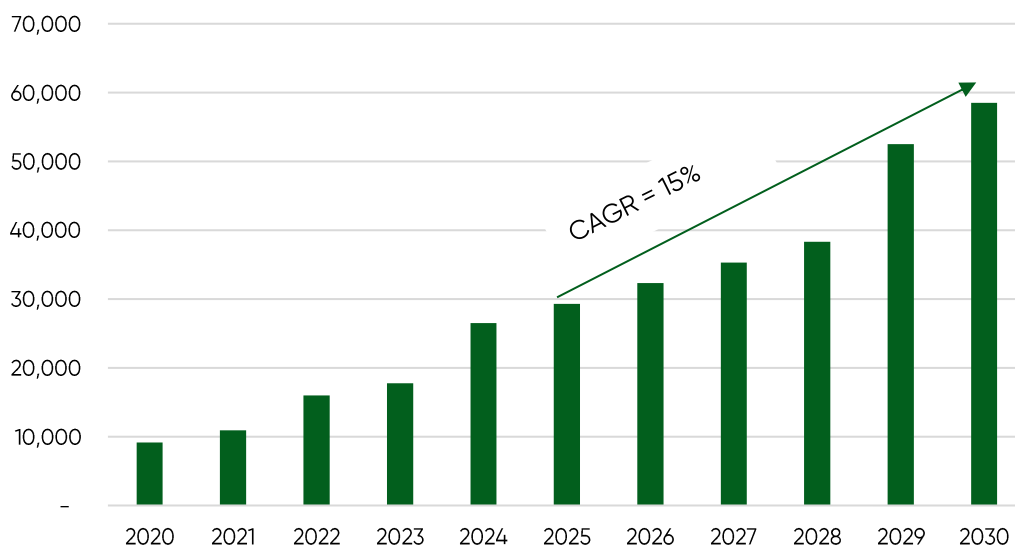
Nguồn: HAH, VPBankS Research

**Kế hoạch mở rộng đội tàu đảm bảo cho tăng trưởng dài hạn**

**Kế hoạch tăng gấp đôi công suất đội tàu cho đến năm 2030**

Bên cạnh các hợp đồng đóng mới, HAH cũng tìm kiếm cơ hội mua từ 01 đến 02 tàu container cũ size từ 1,100 – 3,500 TEU khi có cơ hội để đáp ứng nhu cầu sử dụng của đội tàu. Bên cạnh đó, công ty cũng đang có những hợp đồng đóng mới. HAH đã ký hợp đồng đóng mới tổng cộng 4 tàu cỡ 3,000 Teu, dự kiến đưa vào khai thác từ cuối 2027 và giữa 2028. Trong đại hội cổ đông tới đây, công ty cũng định trình phê duyệt phương án đầu tư 2 tàu cỡ 7,100 TEU được đóng ở Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng kế hoạch có thể được được thông qua trong kỳ cổ đông này và bắt đầu đặt hàng trong năm nay và có thể nhận bàn giao trong năm 2029. Như vậy, chúng tôi kỳ vọng đến năm 2030, đội tàu sẽ tăng gấp đôi công suất so với cuối năm 2025 lên 58,500 TEU.

**Hình 13: Dự phóng công suất đội tàu của HAH (TEU) (\*) trong giai đoạn 2026-2030**



(\*) Tính riêng cho những tàu đóng góp vào doanh thu hợp nhất của HAH

Nguồn: HAH, VPBankS Research

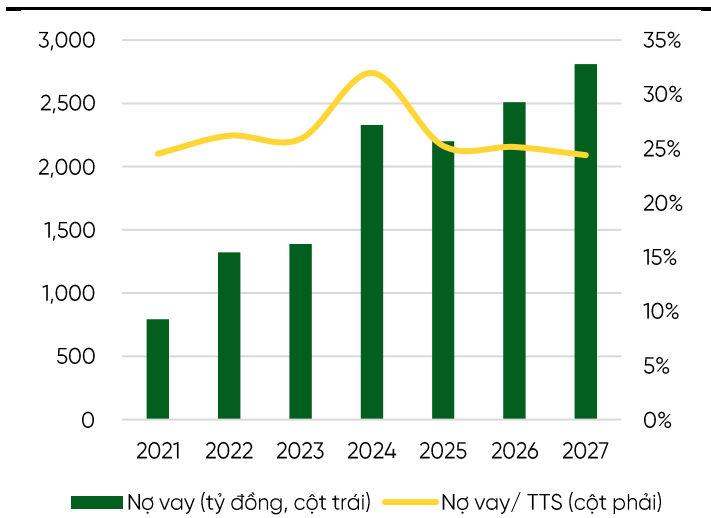
### Chỉ số tài chính lành mạnh hỗ trợ kế hoạch mở rộng đội tàu

Nợ vay ngân hàng của HAH ghi nhận xu hướng gia tăng mạnh trong giai đoạn 2021–2024, gắn liền với chiến lược mở rộng nhanh đội tàu. Theo đó, tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản tăng lên mức 32% vào cuối năm 2024, kéo theo chi phí lãi vay gia tăng đáng kể và tạo áp lực nhất định lên lợi nhuận trong ngắn hạn.

Sang năm 2025, cấu trúc tài chính của công ty có sự cải thiện rõ rệt khi hoạt động kinh doanh khởi sắc, cho phép HAH chủ động tái cân đối nguồn vốn và từng bước giảm dư nợ. Cụ thể, dư nợ vay ngân hàng giảm 5,6% YoY, xuống còn 2.200 tỷ đồng vào cuối năm. Mặc dù chi phí lãi vay vẫn duy trì ở mức cao do độ trễ từ các khoản vay trước đó, khả năng trả lãi của doanh nghiệp tiếp tục được cải thiện, thể hiện qua hệ số EBIT/chi phí lãi vay tăng lên 14 lần (so với 11 lần trong năm 2024). Điều này phản ánh hiệu quả khai thác đội tàu cũng như khả năng tạo dòng tiền tốt hơn để hấp thụ chi phí tài chính.

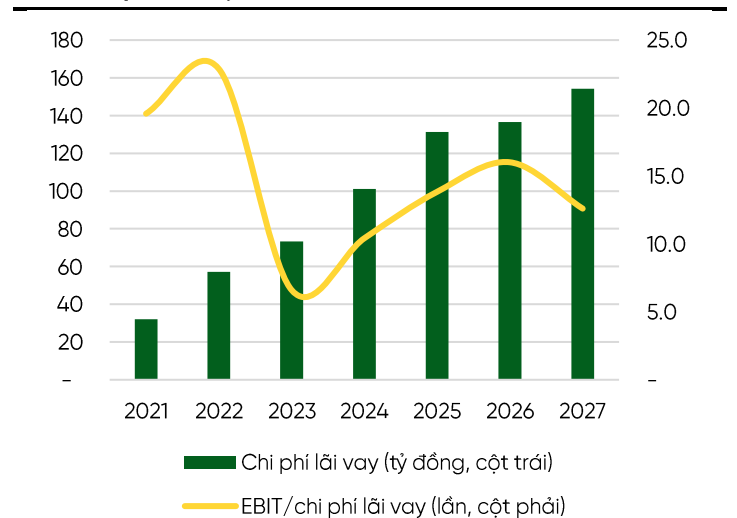
Trong giai đoạn 2026–2030, chúng tôi cho rằng tỷ lệ đòn bẩy tài chính có thể đạt đỉnh vào năm 2027–2028, tương ứng với thời điểm ghi nhận phần lớn các tàu mới được bàn giao. Tuy nhiên, với triển vọng tăng trưởng tích cực của hoạt động vận tải và chiến lược quản trị vốn thận trọng, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản sẽ duy trì trong vùng an toàn khoảng 30–35%, trong khi hệ số khả năng trả lãi (EBIT/chi phí lãi vay) tiếp tục được duy trì ở mức cao, qua đó hạn chế rủi ro tài chính trong chu kỳ đầu tư mở rộng.

**Hình 14: Dự phóng nợ vay của HAH năm 2026–27**



Nguồn: HAH, VPBankS Research

**Hình 15: Dự phóng chi phí lãi vay và khả năng chi trả lãi vay (EBIT/Chi phí lãi vay)**



Nguồn: HAH, VPBankS Research

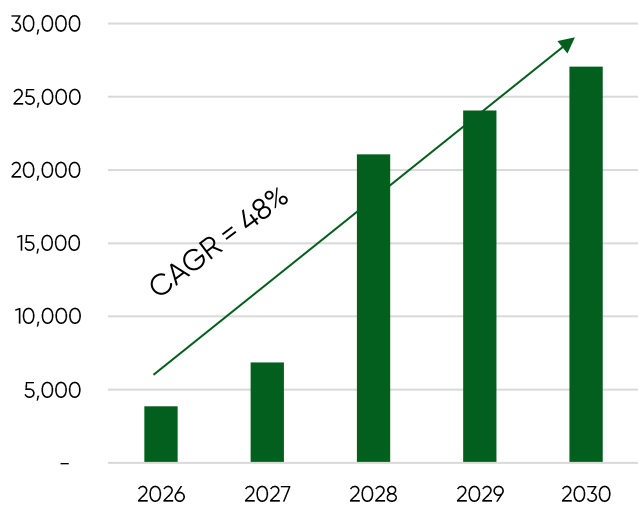
### Hai An Green Shipping Lines có thể bắt đầu đóng góp lợi nhuận dương từ năm 2026

Hai An Green Shipping Lines (HAGR) là liên doanh giữa HAH (40%) và VSC (60%), trong đó HAH đảm nhiệm vai trò quản lý và vận hành đội tàu. Trong năm 2026, HAGR đã mở rộng quy mô khai thác thông qua việc mua 2 tàu cũ với tổng sức chở 3,860 TEU. Đồng thời, liên doanh cũng đã ký hợp đồng đóng mới 2 tàu cỡ 7,100 TEU, dự kiến bàn giao trong năm 2028, qua đó tạo nền tảng tăng trưởng công suất trong trung và dài hạn.

Mặc dù mới được thành lập, chúng tôi đánh giá cao triển vọng sinh lời của HAGR nhờ được vận hành bởi HAH – doanh nghiệp có kinh nghiệm trong khai thác tàu container, cùng khả năng tận dụng hệ sinh thái khách hàng, mạng lưới tuyến và nguồn hàng sẵn có.

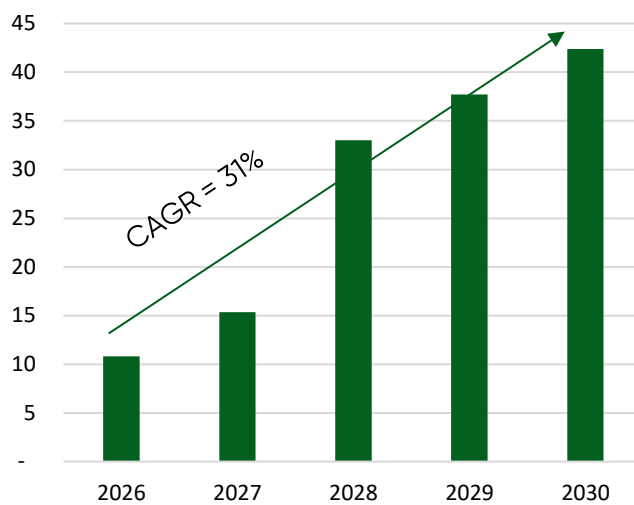
Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng HAGR có thể sớm ghi nhận lợi nhuận dương và bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh hợp nhất của HAH ngay từ năm 2026.

**Hình 16: Dự phóng công suất đội tàu (TEU) của HAGR trong giai đoạn 2026-30**



Nguồn: HAH, VPBankS Research

**Hình 17: Đóng góp của HAGR cho lợi nhuận của HAH trong giai đoạn 2026-30 (tỷ đồng)**



Nguồn: HAH, VPBankS Research

## ĐỊNH GIÁ

### Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 70,300 đ/cp cho HAH

Giá mục tiêu cho HAH của chúng tôi tới từ phương pháp định giá từng phần (SoTP) do sự đóng góp lớn từ các công ty liên doanh liên kết

- 1) Mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi được chúng tôi định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền
- 2) CTCP Giao nhận Vận tải Hải An và CTCP Vận tải biển An Biên, chúng tôi định giá theo phương pháp tương đối P/E lần lượt là 9 lần và 10 lần, tương đương với mức trung bình các cổ phiếu trong ngành hiện nay.
- 3) Công ty TNHH Hải An Green Shipping Lines, chúng tôi định giá theo phương pháp P/B là 1.3 lần, tương đương với trung vị ngành trong năm 2026.

Đối với phương pháp định giá DCF, chúng tôi đưa ra những giả định bổ sung sau:

**Hình 18: Chi phí vốn**

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	0.9
Phần bù rủi ro thị trường	8.4%
Chi phí VCSH	12%

Nguồn: VPBankS Research

**Hình 19: Giả định WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn**

D/E (2025)	20%
Chi phí nợ	9%
Chi phí thuế	20%
WACC	11%
Tăng trưởng dài hạn	1.5%

Nguồn: VPBankS Research

**Hình 20: Định giá DCF – tóm tắt dự phóng dòng tiền cho HĐKD cốt lõi (tỷ đồng)**

Tỷ đồng	2026	2027	2028	... 2035
EBIT	2,185	1,942	2,198	3,716
Chi phí thuế	437	388	440	743
Cộng: Chi phí khấu hao	649	744	934	1,997
Trừ: CAPEX	1,772	1,869	3,137	2,676
Thay đổi vốn lưu động	(233)	(66)	(111)	(93)
Dòng tiền tự do (UFCF)	392	363	(556)	2,945
Giá trị hiện tại của FCFF	354	296	(410)	793
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	5,955			
Giá trị hiện tại của năm cuối	8,696			
Giá trị doanh nghiệp	14,651			
Cộng: Tiền và tương đương tiền	534			
Trừ: Nợ vay	(2,200)			
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	(885)			
<b>Giá trị VCSH từ hoạt động kinh doanh cốt lõi</b>	<b>12,099</b>			

Nguồn: VPBankS Research

Hình 21: Tổng hợp định giá SoTP

Mảng hoạt động	Phương pháp định giá	Giá trị VCSH (tỷ đồng)	% sở hữu của HAH	Đóng góp cho định giá (tỷ đồng)
Hoạt động kinh doanh cốt lõi	FCFF	12,099	100%	12,099
CTCP Giao nhận Vận tải Hải An	P/E (9x)	184	36.16%	67
Công ty TNHH Hải An Green Shipping Lines	P/B (1.3x)	1,755	40.00%	702
CTCP Vận tải biển An Biên	P/E (10x)	1,067	19.02%	203
<b>Tổng</b>				<b>13,071</b>
SLCP (triệu cổ)				186
Giá mục tiêu (đ/cp)				70,334
<b>Giá mục tiêu làm tròn (đ/cp)</b>				<b>70,300</b>

Nguồn: VPBankS Research

Diễn biến căng thẳng tại Trung Đông giữa Iran và liên minh Mỹ - Israel đã diễn ra được 2 tháng và hiện vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt, chúng tôi đưa ra 3 kịch bản cho giá mục tiêu của HAH.

- 1) Kịch bản 1 (kịch bản cơ sở): kéo dài trong khoảng thời gian < 6 tháng, qua đó hỗ trợ giá cước vận tải duy trì ở mức cao trong nửa đầu năm 2026 trước khi dần hạ nhiệt về cuối năm.
- 2) Kịch bản 2: kéo dài trong khoảng thời gian 6 tháng đến 1 năm, tác động hỗ trợ giá cước trong giai đoạn đầu suy yếu dần khi các hãng tàu thích nghi với lịch trình vận hành mới, trong khi chi phí nhiên liệu vẫn duy trì ở mức cao, gây áp lực lên biên lợi nhuận.
- 3) Kịch bản 3: kéo dài lớn hơn 1 năm, tác động tích cực lên giá cước có thể suy giảm khi các hãng tàu thích nghi với điều kiện vận hành mới và nhu cầu thương mại toàn cầu suy yếu, dẫn đến áp lực điều chỉnh giảm giá cước và ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận của doanh nghiệp.

Hình 22: Giá mục tiêu theo kịch bản xung đột chính trị tại khu vực Trung Đông

	Kịch bản 1 (cơ sở)	Kịch bản 2	Kịch bản 3
LNST công ty mẹ 2026 (tỷ đồng)	1,552	1,420	1,280
Tăng trưởng svck	28.6%	17.7%	6.1%
Giá mục tiêu (đ/cp)	70,300	63,000	56,000
Upside	25.5%	12.5%	0.0%

Nguồn: VPBankS Research

HAH đang được giao dịch ở mức P/E hiện tại là 7.7 thấp hơn so với mức trung bình 5 năm là 9.4.

**Hình 23: P/E lịch sử của HAH**



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

**Hình 24: P/B lịch sử của HAH**



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

**Hình 25: Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tại ngày 19/04/2025)**

Công ty	Mã CP	Vốn hóa (trUSD)	Tỷ lệ D/E (%)	P/E (lần)		P/B		Tăng trưởng EPS 3	EV/EBITDA (lần)		ROA (%)		ROE (%)	
				Trượt	2026	Current	2026		Current	2026	TTM	2026	TTM	2026
Evergreen Marine Corp Taiwan Ltd	2603 TT	13,568	31.2	6.3	9.0	0.8	0.7	90.7	3.8	4.7	7.4	6.1	11.8	8.5
HMM Co Ltd	011200 KS	13,521	19.5	10.7	17.5	0.8	0.8	8.4	4.5	5.7	5.6	3.6	6.9	4.4
Regional Container Lines PCL	RCL TB	814	29.9	3.2	5.5	0.5	0.4	62.1	2.8	n/a	11.2	6.1	15.6	8.3
Yinson Holdings BHD	YNS MK	1,627	250.6	15.0	10.3	0.9	1.1	(3.4)	7.1	6.9	2.3	2.6	6.6	10.7
Xingtong Shipping Co Ltd	603209 CH	690	49.9	16.0	17.7	1.4	1.4	11.8	n/a	8.0	5.3	5.6	9.1	8.4
Fujian Highton Development Co Ltd	603162 CH	1,947	13.5	21.7	14.8	2.9	2.5	31.7	n/a	7.2	9.3	12.3	13.7	16.5
COSCO SHIPPING Energy Transportation Co Ltd	1138 HK	16,398	71.5	19.1	7.5	1.9	1.6	47.9	15.0	8.4	4.2	10.5	8.9	21.0
China Merchants Energy Shipping Co Ltd	601872 CH	21,955	66.0	24.8	13.2	3.5	2.9	1.6	18.3	11.4	6.7	13.3	12.3	22.1
Nanjing Tanker Corp	601975 CH	2,964	6.0	15.7	11.0	1.7	1.5	(0.5)	8.3	5.3	10.1	13.9	11.9	14.3
Great Eastern Shipping Co Ltd/The	GESCO IN	2,190	15.2	8.7	9.2	1.4	1.3	117.7	5.9	2.8	11.6	12.2	15.0	n/a
Thoresen Thai Agencies PCL	TTA TB	287	41.7	6.1	8.8	0.3	0.3	(45.9)	7.7	4.2	0.1	3.7	0.1	3.7
Hai An Transport & Stevedoring JSC	HAH VN	364	71.1	9.0	10.4	9.0	2.2	35.4	5.3	5.2	15.3	13.4	30.1	29.3
<b>Trung bình</b>		<b>6,360</b>	<b>55.5</b>	<b>13.0</b>	<b>11.2</b>	<b>2.1</b>	<b>1.4</b>	<b>29.8</b>	<b>7.9</b>	<b>6.4</b>	<b>7.4</b>	<b>8.6</b>	<b>11.8</b>	<b>13.4</b>
<b>Trung vị</b>		<b>2,068</b>	<b>36.4</b>	<b>12.8</b>	<b>10.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>21.7</b>	<b>6.5</b>	<b>5.7</b>	<b>7.1</b>	<b>8.3</b>	<b>11.8</b>	<b>10.7</b>

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

## Phụ lục 1: Báo cáo tài chính

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2025	2026	2027
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	1,564	1,883	2,301
Tiền & đương tiền	534	866	1,270
Đầu tư ngắn hạn	54	54	54
Phải thu ngắn hạn	718	667	668
Hàng tồn kho rỗng	155	176	187
Tài sản ngắn hạn khác	103	121	121
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	7,150	8,093	9,220
Khoản phải thu dài hạn	782	240	241
Tài sản cố định	5,085	6,344	7,468
Bất động sản đầu tư	14	14	14
Tài sản đang dở dài hạn	49	58	58
Đầu tư tài chính dài hạn	600	705	706
Tài sản dài hạn khác	620	732	733
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	8,714	9,977	11,521

<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	3,319	3,318	3,617
<b>Nợ ngắn hạn</b>	1,514	1,364	1,363
Vay nợ ngắn hạn	711	773	774
Phải trả ngắn hạn khác	803	591	589
<b>Nợ dài hạn</b>	1,805	1,954	2,254
Vay nợ dài hạn	1,489	1,736	2,036
Phải trả dài hạn khác	316	218	218

<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	5,395	6,659	7,904
Cổ phiếu phổ thông	1,689	1,858	1,858
Thặng dư vốn cổ phần	306	306	306
LNST chưa phân phối	1,319	2,181	3,238
Các quỹ	792	792	792
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	885	1,118	1,306
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	8,714	9,977	11,521

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2025	2026	2027
CFO	1,807	2,103	2,156
CFI	(2,106)	(1,877)	(1,870)
CFF	(89)	107	119
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	(387)	332	405

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH	2025	2026	2027
<b>Doanh thu</b>	5,091	6,011	6,021
Giá vốn hàng bán	3,126	3,539	3,775
<b>Lợi nhuận gộp</b>	1,965	2,473	2,246
Chi phí bán hàng & QLDN	147	174	174
<b>Lợi nhuận HĐKD</b>	1,817	2,299	2,071
Doanh thu tài chính	52	39	41
Chi phí tài chính	156	122	145
Lợi nhuận khác	(25)	(29)	(29)
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	26	38	44
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	1,724	2,195	1,958
Chi phí thuế	411	366	417
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	1,401	1,784	1,591
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	262	334	298
<b>Lợi nhuận ròng</b>	1,139	1,450	1,294

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH	2025	2026	2027
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	23.7%	25.8%	23.3%
Hệ số vòng quay TTS	63.6%	64.3%	56.0%
ROAA	15.1%	16.6%	13.1%
TTS/VCSH	170.9%	155.1%	147.6%
ROAE	25.8%	25.7%	19.3%

Chỉ số hiệu quả sinh lời	2025	2026	2027
Vòng quay khoản phải thu	403	476	477
Vòng quay hàng tồn kho	9	10	11
Vòng quay khoản phải trả	27	23	17
Tỷ lệ vòng quay TSCD	103.3%	105.2%	87.2%

Chỉ số thanh khoản	2025	2026	2027
Hệ số thanh toán hiện hành	1.0	1.4	1.7
Hệ số thanh toán nhanh	0.9	1.2	1.5
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.4	0.7	1.0
Chu kỳ tiền mặt	178	189	227

Chỉ số tăng trưởng	2025	2026	2027
Tăng trưởng DT	27.5%	18.1%	0.2%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	72.4%	26.5%	-9.9%
Tăng trưởng LN ròng	85.5%	28.6%	-9.6%
Tăng trưởng EPS	85.5%	28.6%	-9.6%

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

### Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, quận Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: [cskh@vpbanks.com.vn](mailto:cskh@vpbanks.com.vn)

Website: [www.vpbanks.com.vn](http://www.vpbanks.com.vn)

### Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: [equityresearch@vpbanks.com.vn](mailto:equityresearch@vpbanks.com.vn)