



CẬP NHẬT QUÝ

Công ty Cổ phần Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH: HOSE)

Giá mục tiêu: 63.500 Đồng

Khuyến nghị: KHẢ QUAN

Tăng giá: 26,7%

10/07/2026



Triển vọng tăng trưởng dài hạn vững chắc nhờ giá thuê tàu ở vùng cao và chiến lược mở rộng mạnh đội tàu

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HAH từ MUA xuống KHẢ QUAN với giá mục tiêu 63.500 đồng/cổ phiếu, (tiềm năng tăng giá 26,7%) do việc điều chỉnh giả định về mức tăng giá thuê tàu so với báo cáo trước để phản ánh sát hơn mặt bằng giá của các hợp đồng kỳ hạn hai năm. Triển vọng tăng trưởng trong trung hạn vẫn thuận lợi nhờ tình trạng thiếu hụt tàu trung chuyển (feeder) và hoạt động mở rộng đội tàu của HAH.

Luận điểm đầu tư

- KQKD 6T2026 tích cực, được hỗ trợ bởi giá thuê tàu duy trì ở mức cao và bổ sung thêm các tàu mới (GREEN PARK và GREEN TIME).
- Biến động thương mại toàn cầu và chuyển tuyến vận tải (Biển Đỏ/Mũi Hào Vọng) tiếp tục hấp thụ một phần công suất hiệu dụng, khiến giá thuê tàu trung chuyển duy trì ở mức cao.
- Sự mất cân đối mang tính cấu trúc trong cơ cấu đội tàu toàn cầu tiếp tục củng cố nhu cầu đối với tàu trung chuyển trong dài hạn, giúp HAH hưởng lợi nhờ tốc độ tăng trưởng công suất CAGR 5 năm đạt 26%.

Ước tính KQKD Q2/2026 và Cập nhật dự báo năm 2026

Chúng tôi cập nhật dự báo năm 2026 với doanh thu đạt 5.865 tỷ đồng (+15,2% svck), và NPATMI đạt 1.398 tỷ đồng (+15,1% svck). Tăng trưởng lợi nhuận tích cực dự kiến đến từ giá thuê tàu duy trì ở mức cao, hiệu quả vận hành cải thiện và quy mô đội tàu tiếp tục mở rộng.

Yếu tố hỗ trợ: (1) Giá thuê tàu duy trì ở mức cao do gián đoạn địa chính trị và hạn chế nguồn cung. (2) Mở rộng đội tàu giúp tăng doanh thu và cải thiện hiệu quả theo quy mô. (3) Tối ưu chi phí quản lý góp phần mở rộng biên lợi nhuận ròng đáng kể. (4) Tình trạng thiếu hụt tàu trung chuyển tiếp tục hỗ trợ định giá và tạo dư địa đàm phán tăng giá hợp đồng.

Rủi ro: (1) Giá cước vận tải toàn cầu về mức bình thường nhanh hơn dự kiến. (2) Sự dịch chuyển sang tàu trung chuyển từ phân khúc tàu lớn sẽ gây áp lực lên thị trường thuê tàu trong khu vực. (3) Mở rộng đội tàu chậm hơn dự kiến/tốn nhiều chi phí hơn dự kiến. (4) Tăng trưởng thương mại toàn cầu đảo chiều hoặc căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt đột ngột làm giảm nhu cầu chuyển tuyến vận tải.

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu	2.613	3.992	5.091	5.865
% Tăng trưởng doanh thu	-18,5%	52,8%	27,5%	15,2%
Lợi nhuận gộp	611	1.267	1.965	2.288
NPATMI	385	650	1.207	1.389
EPS (VND)	3.502	5.146	6.859	7.174
% Tăng trưởng EPS	-68,8%	47,0%	33,3%	15,1%
EV/EBITDA	5,67	4,78	4,72	4,53
D/E (x)	0,44	0,59	0,41	0,56
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	1,7%	3,9%
ROE	11,8%	22,4%	29,9%	26,3%
P/E (x)	10,7	9,6	8,5	7,2
P/B (x)	1,5	1,8	2,2	1,7

Nguồn: HAH, SSI Research

Nguyễn Hoàng Giang

Trưởng phòng Phân tích Cổ phiếu
giangnh@ssi.com.vn

Giá CP - VND (09/07/26)	50.100
Vốn hóa (USDmn):	371
SLCP lưu hành (triệu cp):	188
KLGD TB 3 tháng (triệu cp):	0,9
Giá cao/thấp 52T (k VND):	71,0/49,7
GTGD TB 3 tháng (USDmn):	2,0
Tỷ lệ SHNN (%):	10,1
GTNN còn được mua (USDmn):	74,1
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):	0,0

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản 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. Hiện tại, Hải An chủ yếu hiện diện ở miền Bắc, với cảng Hải An ở Hải Phòng và Depot PAN - HAIAN ở khu vực Đình Vũ ở Hải Phòng. Mục tiêu những năm tới là mở rộng mạng lưới logistics ở miền Trung và miền Nam.

Điểm lại KQKD Q1/2026

Tỷ đồng	1Q26	1Q25	YoY	4Q25	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận				
							1Q26	1Q25	4Q25	2024	2025
Doanh thu thuần	1.265	1.169	8,2%	1.300	-2,7%	24,6%					
Lợi nhuận gộp	495	385	28,5%	517	-4,4%		39,1%	32,9%	39,8%	31,7%	38,6%
Lợi nhuận hoạt động	468	361	29,9%	495	-5,4%		37,0%	30,8%	38,1%	26,9%	36,7%
EBIT	468	367	27,7%	477	-1,8%		37,0%	31,4%	36,7%	27,0%	36,4%
EBITDA	629	507	24,1%	628	0,2%		49,7%	43,3%	48,3%	38,5%	48,0%
Lợi nhuận trước thuế	436	333	30,9%	443	-1,5%		34,5%	28,5%	34,1%	24,5%	33,9%
Lợi nhuận ròng	351	274	28,3%	360	-2,5%		27,7%	23,4%	27,7%	20,0%	27,5%
Lợi nhuận ròng cổ đông công ty mẹ	300	233	28,6%	308	-2,5%	28,1%	23,7%	19,9%	23,7%	16,3%	23,7%

Nguồn: HAH, SSI Research

Trong Q1/2026, doanh thu thuần của HAH đạt 1.265 tỷ đồng (+8,2% svck, -2,7% so với quý trước), hoàn thành 24,6% kế hoạch kinh doanh năm 2026 và vượt kế hoạch doanh thu Q1, dù Q1 thường là mùa thấp điểm của ngành vận tải. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ việc mở rộng đội tàu cùng với việc duy trì các hợp đồng thuê tàu theo thời gian ở mức giá cao. Lợi nhuận gộp Q1/2026 đạt 495 tỷ đồng (+28,5% svck, -4,4% so với quý trước). Biên lợi nhuận vẫn duy trì ở mức cao, dù giảm nhẹ so với quý trước, chủ yếu do giá cước giao ngay yếu hơn.

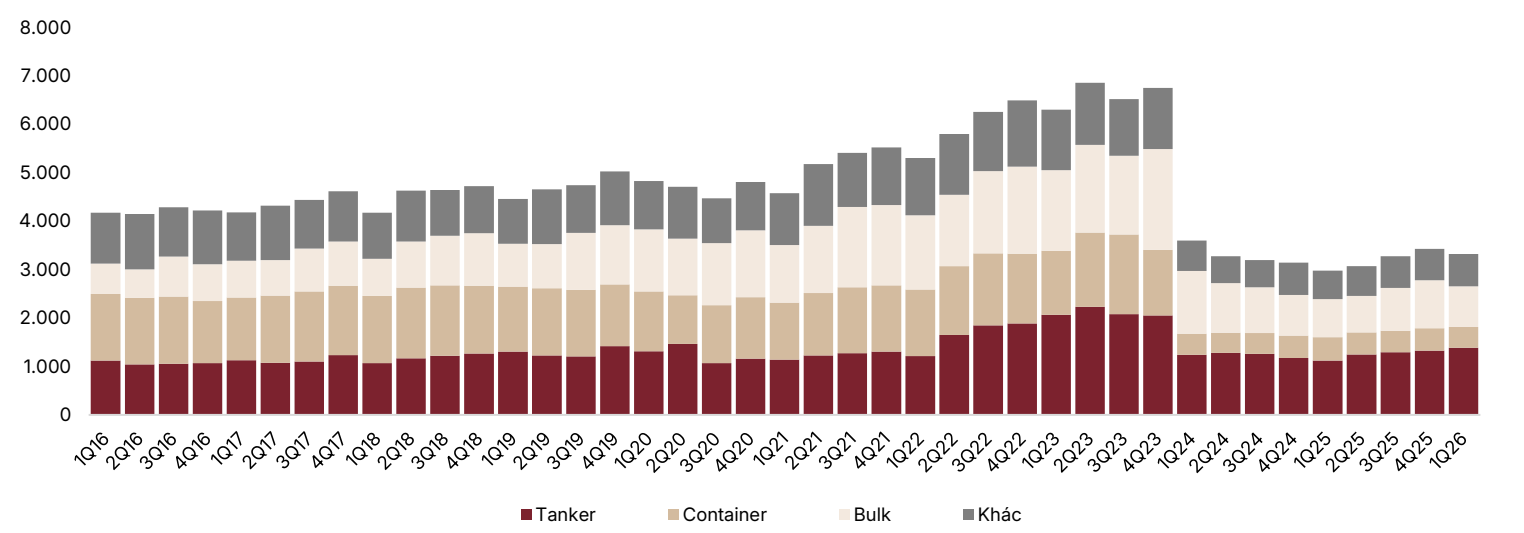
Cập nhật thị trường vận tải

Giá thuê tàu container giao ngay trong tháng 6/2026 đã tăng hơn gấp đôi mức bình quân trong 5T2026 do mùa cao điểm đến sớm hơn và tình trạng thiếu hụt nguồn cung tàu gây áp lực lên hoạt động điều tiết đội tàu. Tuy nhiên, giá thuê tàu theo thời gian (TC) chưa phản ánh đầy đủ đà tăng này, khi mức bình quân từ đầu năm 2026 đến nay của các chỉ số giá thuê tàu chỉ cao hơn khoảng 5–8% so với mức bình quân năm 2025.

Xung đột Mỹ-Israel-Iran cùng việc phong tỏa eo biển Hormuz không tạo THÊM nhiều áp lực ngoài những gián đoạn vốn đã có tại khu vực Biển Đỏ. Lưu lượng vận tải container đi qua eo biển Hormuz nhìn chung không lớn - giai đoạn eo biển bị phong tỏa ban đầu chỉ có hơn 50 tàu container bị mắc kẹt, trong đó 9 tàu đã rời khỏi khu vực tính đến tháng 5/2026. Khoảng 40–50 tàu còn lại có tổng sức chứa khoảng 300.000 TEU, chưa đến 1% tổng công suất vận tải container toàn cầu.

Sự bất ổn và bất định tiếp tục làm rối loạn chuỗi cung ứng. Các chuyên gia vận tải biển cho rằng đặc điểm nhất quán duy nhất tại vùng vịnh Trung Đông là tính khó dự đoán trong các quyết sách của các bên liên quan. Sau khi eo biển Hormuz mở cửa trở lại vào tháng 6, hầu hết các hãng tàu container toàn cầu đã điều chuyển phần lớn đội tàu ra khỏi khu vực Trung Đông. Trong khi đó, các hãng vận tải trong khu vực đã tái cấu trúc mạng lưới vận tải bằng cách kết hợp tàu trung chuyển và vận tải đường bộ nhằm duy trì luồng hàng hóa. Lưu lượng tàu qua Kênh đào Suez trong Q1/2026 cho thấy tâm lý thận trọng vẫn đang tiếp diễn.

Lưu lượng tàu qua kênh đào Suez (tổng chiều Bắc–Nam và Nam–Bắc, đơn vị: tàu)



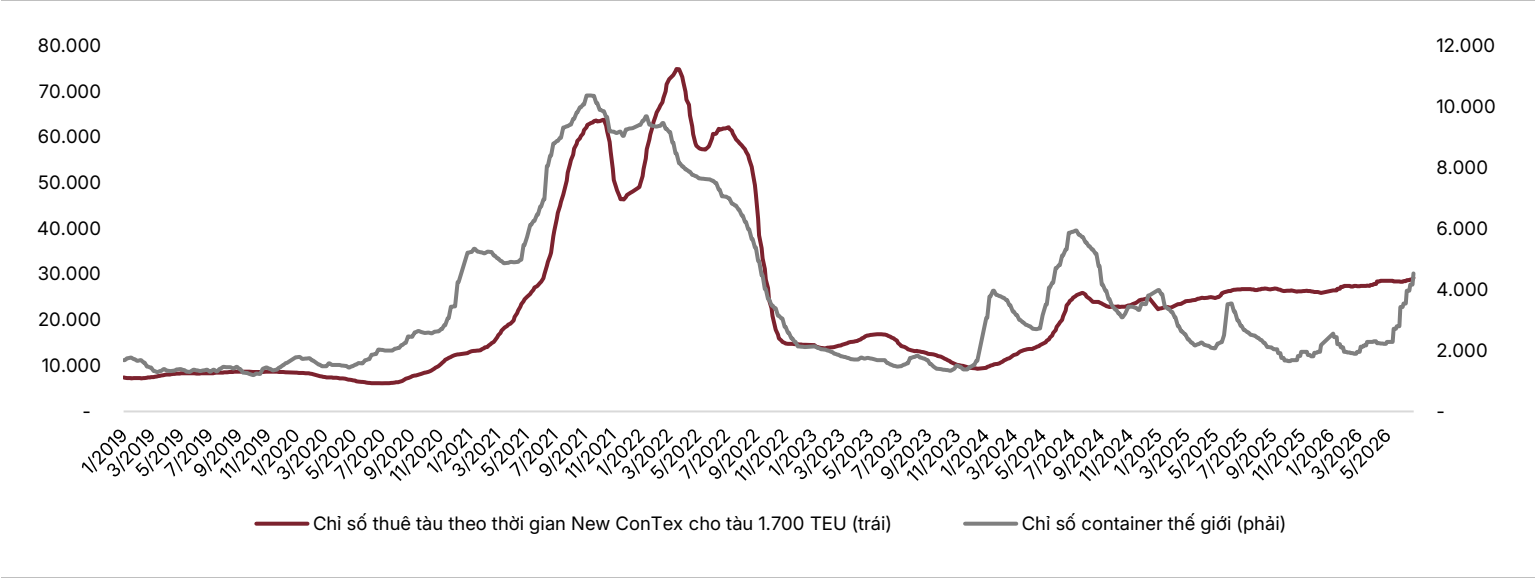
Nguồn: SCA, SSI Research

Áp lực nguồn cung vận tải toàn cầu tiếp tục gia tăng do tình trạng tránh tuyến kênh đào Suez và mùa cao điểm đến sớm trong năm 2026. Thay vì đợt cao điểm thường diễn ra vào cuối mùa hè, nhu cầu vận tải đã tăng mạnh ngay từ cuối tháng 5 và đầu tháng 6. Các doanh nghiệp nhập khẩu đẩy nhanh vận chuyển hàng hóa nhằm tránh các đợt tăng phụ phí mùa cao điểm và - nhằm tránh các mốc thời gian liên quan đến thuế quan sắp tới (bao gồm thời hạn ngày 6/7 để gửi ý kiến lên USTR về đề xuất áp thuế theo Mục 301, thời điểm áp thuế 100% đối với dược phẩm nhập khẩu có thương hiệu từ ngày 31/7, cũng như hạn chót

ngày 10/8 để các bên đăng ký tham gia phiên điều trần công khai của USTR dự kiến diễn ra vào ngày 22/9 liên quan đến các điều chỉnh thuế quan đang được xem xét).

Diễn biến giá thuê tàu

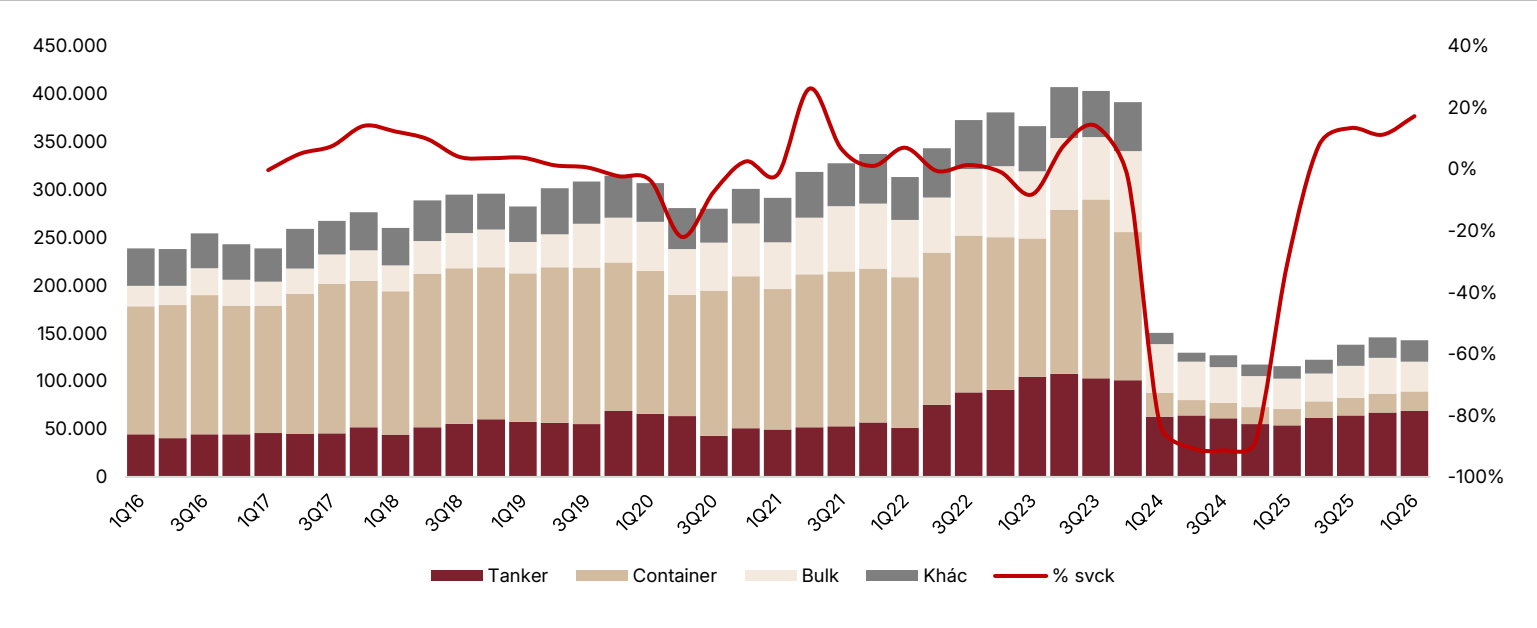
Chỉ số thuê tàu theo thời gian New ConTex cho tàu 1.700 TEU (USD/ngày) và Chỉ số container thế giới (USD) – giai đoạn 2019–2026



Nguồn: SSI Research, Bloomberg, VHBS

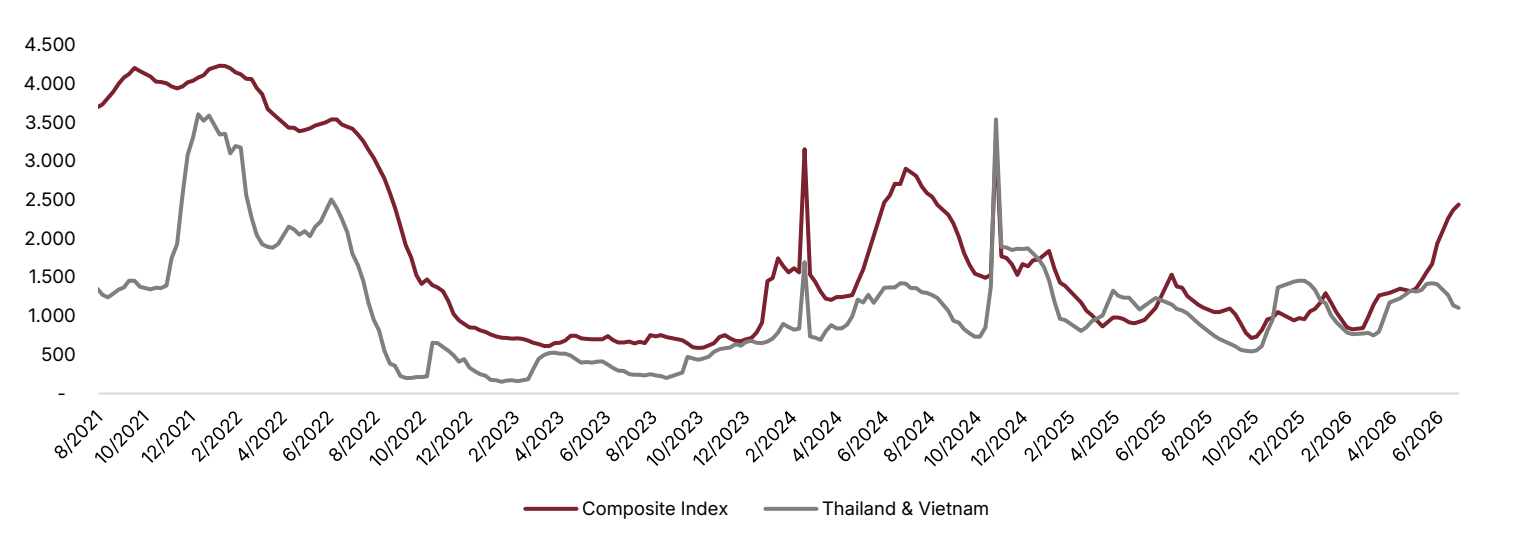
Đáng chú ý, diễn biến giá thuê tàu theo thời gian và giao ngay có sự khác biệt. Trong khi giá giao ngay (dựa theo Chỉ số giá container thế giới WCI – dữ liệu từ Drewry) đã tăng mạnh từ giữa tháng 6 nhờ nhu cầu vận tải bùng nổ trong mùa cao điểm, giá thuê tàu theo thời gian ít bị ảnh hưởng bởi các cú sốc hay đợt tăng ngắn hạn của thị trường. Chúng tôi lưu ý giá thuê tàu theo thời gian đã tăng cao kể từ Q2/2024, khi thị trường nhận thấy tình trạng gián đoạn tại khu vực Biển Đỏ/Kênh đào Suez sẽ không sớm được giải quyết và dẫn ký các hợp đồng thuê tàu với mức giá cao hơn. Khoảng 30% lưu lượng tàu container toàn cầu đi qua Kênh đào Suez, và gần 90% hàng hóa trên tuyến này đã chuyển sang các tuyến thay thế. Do việc chuyển hướng qua tuyến Mũi Hảo Vọng làm tăng 30-50% hành trình phụ thuộc vào điểm đi và điểm đến, nhu cầu vận tải theo tuyến hải lý trên toàn thị trường đã tăng khoảng 20% ngay cả trong kịch bản xấu nhất. Bên cạnh đó, tình trạng thiếu hụt nguồn cung, cùng các khoản phụ phí đã đẩy giá thuê tàu lên cao hơn đáng kể so với trước đây.

Lưu lượng hàng hóa qua kênh đào Suez (tổng chiều Bắc–Nam và Nam–Bắc, nghìn tấn)



Nguồn: SCA, SSI Research

Chỉ số cước vận tải container Ningbo trên tuyến Việt Nam, Thái Lan và Chỉ số tổng hợp.



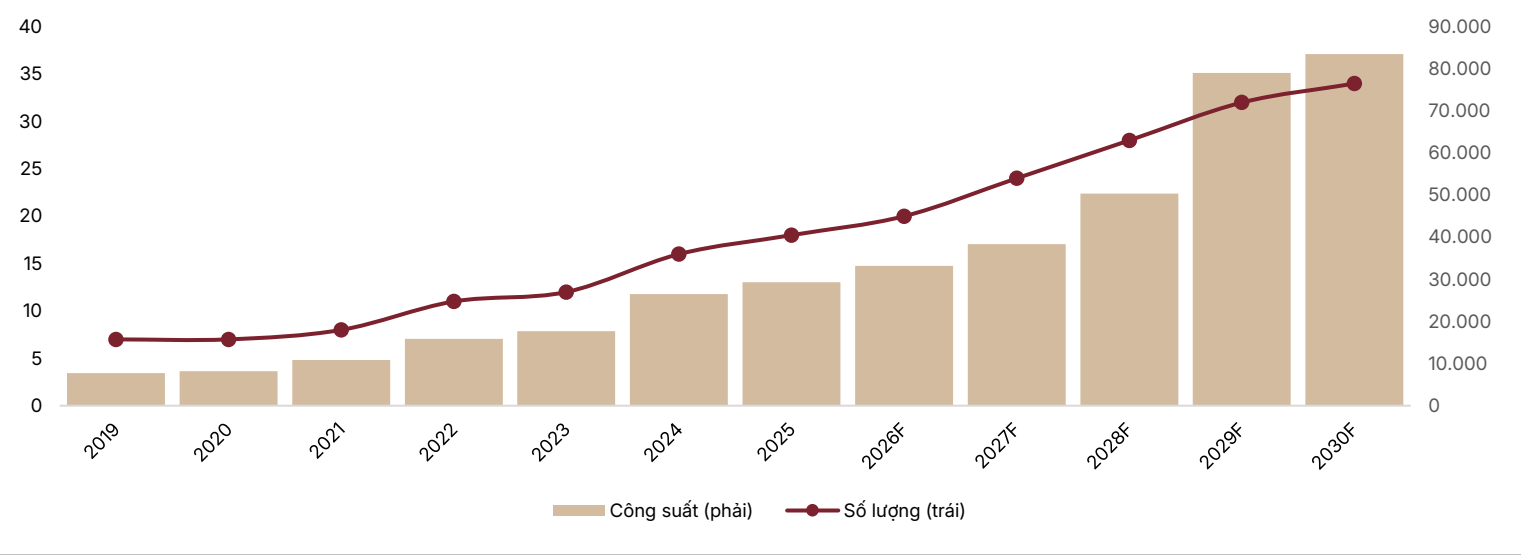
Nguồn: Sàn Giao Dịch Vận Tải Ningbo, SSI

Ở khu vực châu Á, giá cước cũng cho thấy diễn biến tương tự. Chỉ số Cước vận tải container Ningbo (NCFI) phản ánh biến động giá cước trên 21 tuyến vận tải container quốc tế xuất phát từ cảng Ningbo-Zhoushan đến các quốc gia khác. Hoạt động vận tải nội Á đã gia tăng đáng kể để đáp ứng nhu cầu xuất nhập khẩu (IMEX) trong bối cảnh các mốc thời gian liên quan đến chính sách thuế quan đến gần. Chúng tôi lưu ý mặc dù chỉ số cước vận tải tuyến Thái Lan và Việt Nam có xu hướng giảm, các doanh nghiệp vận tải quy mô lớn như HAH vẫn ghi nhận giá cước ở mức cao, phù hợp với xu hướng chung của thị trường. Trong 5T2026, tổng sản lượng hàng hóa thông qua các cảng lớn của Việt Nam vẫn tăng trưởng khả quan 13%.

Cập nhật đội tàu của HAH

HAH hiện sở hữu đội tàu gồm 20 chiếc, trong đó 6 tàu đang khai thác trên các tuyến nội địa và Đông Bắc Á, 2 tàu hoạt động trong liên doanh với ONE, và 12 tàu còn lại hoạt động theo các hợp đồng thuê tàu theo thời gian. Công ty đã nhận thêm 2 tàu mới từ liên doanh Green Shipping Lines là GREEN PARK và GREEN TIME. Hiện HAH đang triển khai đóng 8 tàu mới, bao gồm 4 tàu 3.000 TEU dự kiến được đưa vào khai thác sớm nhất từ cuối tháng 12/2027 và 4 tàu 7.000 TEU dự kiến nhận trong giai đoạn từ giữa năm 2028 đến năm 2029. Đến năm 2030, HAH đặt mục tiêu nâng quy mô đội tàu lên 30 chiếc và tăng gấp đôi công suất hiện tại. Tổng vốn đầu tư cho việc mở rộng đội tàu ước tính khoảng 16,3 nghìn tỷ đồng. Công ty cho biết nhờ sự tham gia của các đối tác tài chính mới cùng năng lực tín dụng cải thiện, các tàu mới dự kiến sẽ được huy động bằng mức đòn bẩy thấp, với nợ/vốn chủ sở hữu khoảng 30/70.

Số lượng tàu và công suất của HAH



Nguồn: HAH, SSI Research

Về chi phí nhiên liệu, HAH đã chốt giá nhiên liệu cho tháng 3 và tháng 4 từ tháng 2, nhờ đó tránh được tác động từ đợt tăng giá đột biến. Tuy nhiên, giá nhiên liệu giao ngay trong tháng 5 đã tăng khoảng 20%. Do HAH không tham gia các hợp đồng kỳ hạn hay phòng vệ giá mà thường đặt mua nhiên liệu trước khoảng một tháng theo giá thị trường, các đợt tăng giá nhiên liệu dự kiến sẽ ảnh hưởng khá nhanh đến chi phí hoạt động của công ty. Dù vậy, chi phí nhiên liệu của 12 tàu hoạt động theo các

hợp đồng thuê tàu theo thời gian do bên thuê chịu trách nhiệm. Đối với 2 tàu hoạt động trong liên doanh với ONE, hợp đồng khai thác có điều khoản điều chỉnh chi phí nhiên liệu. Với 6 tàu tự khai thác còn lại, HAH áp dụng chiến lược quản trị rủi ro thông qua việc duy trì quan hệ với 4 nhà cung cấp nhiên liệu cạnh tranh tại Hồng Kông và Singapore, nhằm tối ưu khả năng tìm kiếm mức giá nhiên liệu tốt nhất trên thị trường.

Ngoài ra, tại ĐHĐCĐ, công ty cho biết ít nhất hợp đồng cho thuê ba tàu gồm Haian West, Haian Mind và Haian East đã được tái ký gần đây. Mức giá thuê bình quân đạt 23.000 USD/ngày, cao hơn khoảng 6,4% so với bình quân năm 2025. Mặc dù mức tăng này thấp hơn tốc độ tăng của các chỉ số thị trường (khoảng 9% svck), chúng tôi cho rằng đây vẫn là kết quả tích cực đối với các hợp đồng có thời hạn hai năm, bởi các hợp đồng dài hạn thường phản ánh kỳ vọng giá thuê sẽ dẫn hạ nhiệt trong tương lai. Tàu tiếp theo được tái ký sẽ là Haian Bay vào cuối tháng 11/2026. Trong thời gian tới, Ban lãnh đạo cho biết sẽ ưu tiên các hợp đồng dài hạn nhằm giảm biến động kết quả kinh doanh, đồng thời hỗ trợ kế hoạch mở rộng đội tàu với triển vọng tốt hơn.

Điều chỉnh ước tính KQKD 2026

Trong bối cảnh thị trường duy trì ổn định, chúng tôi giữ quan điểm tích cực đối với HAH. Nhờ giá thuê tàu duy trì ở mức cao, triển vọng tăng trưởng rõ nét cùng cấu trúc cung cầu đội tàu và thị trường vận tải toàn cầu thuận lợi, chúng tôi giữ nguyên hầu hết các giả định chính trong dự báo đối với HAH. Cụ thể, chúng tôi giả định đội tàu của HAH được khai thác hết công suất như bình thường; với giá thuê tàu các hợp đồng mới và hợp đồng tái ký tăng trung bình 10% so với mức trước đây; đồng thời hoạt động khai thác cảng tăng 12,4% về giá trị trong năm 2026. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2026 của HAH đạt 5.865 tỷ đồng (+15,2% svck); biên lợi nhuận gộp tăng 1,6 điểm %; và NPATMI đạt 1.389 tỷ đồng (+15,1% svck). Dự báo trước đây của chúng tôi là doanh thu đạt 5.795 tỷ đồng và NPATMI đạt 1.428 tỷ đồng. Việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận chủ yếu do giảm giả định giá thuê tàu xuống theo mặt bằng giá của các hợp đồng kỳ hạn hai năm.

Chúng tôi kỳ vọng HAH ghi nhận KQKD tích cực trong Q2/2026, với doanh thu đạt 1.405 tỷ đồng (+10,2% svck; +11,0% so với quý trước) và NPATMI đạt 366 tỷ đồng (+1,3% svck; +22,1% so với quý trước). Mặc dù tăng trưởng lợi nhuận svck ở mức khiêm tốn, chúng tôi lưu ý Q2/2025 ghi nhận mức nền cao, do phụ phí cước vận tải tăng mạnh trong giai đoạn doanh nghiệp đẩy mạnh nhập khẩu trước khi các chính sách thuế quan trong nhiệm kỳ thứ 2 của Tổng thống Trump có hiệu lực.

Chúng tôi điều chỉnh dự báo năm 2026 như sau:

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu	2.613	3.992	5.091	5.865
% Tăng trưởng doanh thu	-18,5%	52,8%	27,5%	15,2%
Lợi nhuận gộp	611	1.267	1.965	2.288
Biên lợi nhuận gộp	23,4%	31,7%	38,6%	39,0%
EBIT	523	1.078	1.855	2.144
EBITDA	888	1.536	2.443	2.780
Lợi nhuận trước thuế	450	977	1.724	1.993
NPATMI	385	650	1.207	1.389
% Tăng trưởng NPATMI	-53,2%	69,0%	85,5%	15,1%
Biên NPATMI	14,7%	16,3%	23,7%	23,7%
EPS (VND)	3.502	5.146	6.859	7.174
% Tăng trưởng EPS	-68,8%	47,0%	33,3%	15,1%
EV/EBITDA	5,67	4,78	4,72	4,53

Nguồn: HAH, SSI Research

Theo đó, trong nửa cuối năm 2026, chúng tôi ước tính doanh thu đạt 3.195 tỷ đồng (+20,7% svck), lợi nhuận gộp đạt 1.217 tỷ đồng (biên lợi nhuận gộp đạt 38,1%, +20,1% svck), và NPATMI đạt 722,4 tỷ đồng (biên NPATMI đạt 22,6%, +18,1% svck). Dù nửa cuối năm 2025 không phải giai đoạn có mức nền thấp, giai đoạn đó vẫn có lượng hoạt động vận tải không cao, cũng như nền biên lợi nhuận tương đối vừa phải, qua đó tạo dư địa giúp HAH ghi nhận tăng trưởng tích cực trong năm 2026.

Kế hoạch phát hành Trái phiếu kèm chứng quyền và ESOP

Tại ĐHĐCĐ 2026, HAH đã thông qua kế hoạch phát hành trái phiếu kèm chứng quyền như sau:

	Terms
Giá trị phát hành	Tối đa 1.883,4 tỷ đồng, tương đương 18.834.040 trái phiếu kèm chứng quyền.
Kỳ hạn	5 năm
Tỷ lệ thực hiện	10:1 cho cổ đông hiện hữu.
Lãi suất	Tối đa 8%/năm, thanh toán định kỳ 6 tháng một lần.
Chứng quyền	Mỗi chứng quyền được tách khỏi trái phiếu và cho phép người sở hữu mua 10 cổ phiếu với giá thực hiện 20.000 đồng/cổ phiếu. Chứng quyền có thể được thực hiện trong 3 đợt, bắt đầu từ sau 2–4 năm kể từ ngày phát hành trái phiếu kèm chứng quyền (thời gian cụ thể sẽ được xác định sau).
Mục đích sử dụng vốn	Thanh toán cho các hợp đồng đóng tàu mới và hiện hữu, đồng thời phục vụ các khoản đầu tư vào dự án cảng và ICD cùng các chi phí liên quan.

Các chi tiết cụ thể của đợt phát hành này vẫn phụ thuộc vào việc điều chỉnh và phê duyệt từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC), bao gồm cả việc điều chỉnh giá cổ phiếu tham chiếu (nếu có). Một điểm quan trọng cần theo dõi là chứng quyền khi được thực hiện sẽ được xem là phát hành riêng lẻ hay phát hành cho cổ đông hiện hữu, bởi điều này sẽ ảnh hưởng đến cách thức điều chỉnh giá cổ phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý nếu toàn bộ chứng quyền được thực hiện, HAH sẽ phát hành thêm 188.340.400 cổ phiếu mới, tương đương 111,5% số lượng cổ phiếu đang lưu hành hiện tại. Do đó, các cổ đông hiện hữu sẽ có động lực để tham gia đợt phát hành và thực hiện quyền mua chứng quyền nhằm duy trì tỷ lệ sở hữu của mình. Ngoài ra, tùy thuộc vào cách SSC quy định về khả năng chuyển nhượng của chứng quyền, có thể xuất hiện một số nhà đầu tư thu gom các chứng quyền lẻ trên thị trường nhằm gia tăng tỷ lệ sở hữu tại HAH với mức chi phí tương đối thấp.

Bên cạnh đó, ĐHCĐ cũng đã thông qua kế hoạch phát hành 3,5 triệu cổ phiếu ESOP, tương đương 1,86% số cổ phiếu đang lưu hành. Các cổ phiếu này sẽ được phát hành với giá 10.000 đồng/cổ phiếu và bị hạn chế chuyển nhượng trong 2 năm. Việc phân bổ và phát hành dự kiến diễn ra trong Q3 – Q4/2026, sau khi được SSC chấp thuận.

Điều chỉnh định giá và khuyến nghị

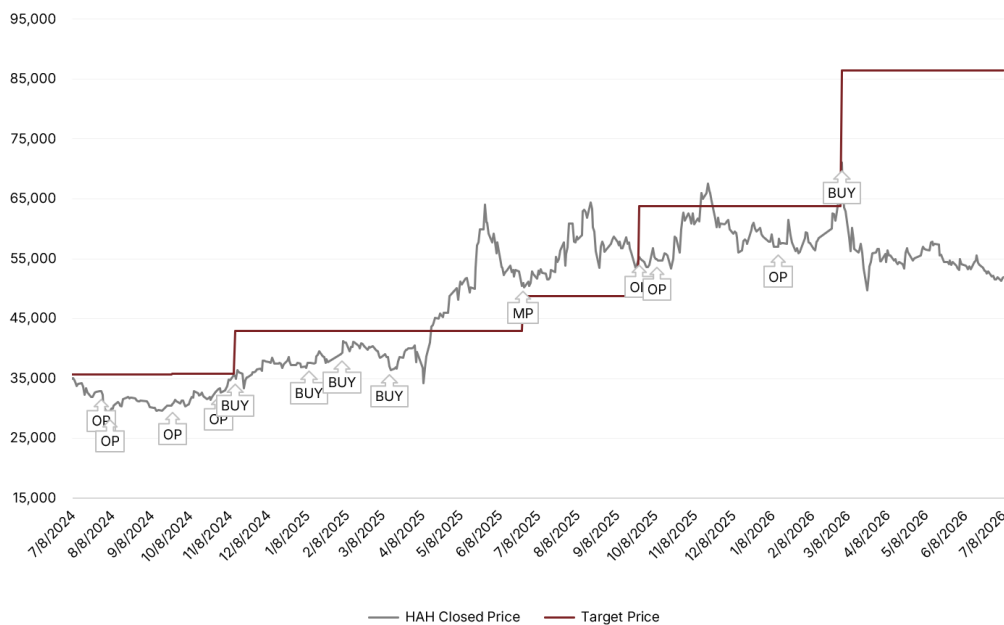
HAH hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2026 là 7,2x, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 9,52x. Chúng tôi cho rằng mức định giá này chưa phản ánh đầy đủ giá trị dài hạn của doanh nghiệp khi xét đến kế hoạch mở rộng đội tàu, dù vẫn cần lưu ý rủi ro pha loãng từ đợt phát hành trái phiếu kèm chứng quyền.

Chúng tôi sử dụng mô hình DCF với giả định WACC 13,86% và tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%, đưa ra giá mục tiêu là 63.500 đồng/cổ phiếu (giảm so với mức giá mục tiêu sau chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi trước đây là 78.600 đồng/cổ phiếu), tương đương tiềm năng tăng giá là 26,7%. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị HAH từ MUA xuống KHẢ QUAN, đồng thời giảm giá mục tiêu chủ yếu do triển vọng giá thuê tàu thấp hơn (nhưng ổn định hơn so với mức giá thuê trong ngắn hạn).

Trong ngắn hạn (3–6 tháng), chúng tôi cho rằng triển vọng thương mại toàn cầu cải thiện, tình trạng thiếu hụt tàu trung chuyển tiếp diễn và mặt bằng giá thuê tàu (cả theo thời gian và giao ngay) ở mức cao sẽ là các yếu tố hỗ trợ cho giá cổ phiếu HAH.

Rủi ro: Về dài hạn, HAH đối mặt với hai rủi ro chính, bao gồm nguy cơ chậm tiến độ hoặc đội chi phí trong quá trình mở rộng đội tàu, và khả năng tăng trưởng thương mại toàn cầu giảm mạnh hoặc căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt đột ngột, làm giảm mức hấp thụ công suất đến từ nhu cầu chuyển hướng tuyến.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương	245	922	534	473
+ Đầu tư ngắn hạn	73	71	54	54
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.005	504	718	828
+ Hàng tồn kho	97	88	155	178
+ Tài sản ngắn hạn khác	180	168	103	118
Tổng tài sản ngắn hạn	1.600	1.753	1.564	1.650
+ Các khoản phải thu dài hạn	113	113	782	901
+ GTCL Tài sản cố định	3.118	4.775	5.085	5.649
+ Bất động sản đầu tư	0	0	14	14
+ Tài sản dài hạn dở dang	30	21	49	2.473
+ Đầu tư dài hạn	155	174	600	600
+ Tài sản dài hạn khác	342	454	620	709
Tổng tài sản dài hạn	3.759	5.537	7.150	10.346
Tổng tài sản	5.359	7.290	8.714	11.996
+ Nợ ngắn hạn	937	1.210	1.514	1.732
Trong đó: vay ngắn hạn	394	532	711	814
+ Nợ dài hạn	1.251	2.108	1.805	3.387
Trong đó: vay dài hạn	993	1.798	1.489	3.026
Tổng nợ phải trả	2.188	3.318	3.319	5.119
+ Vốn góp	1.055	1.213	1.689	1.858
+ Thặng dư vốn cổ phần	192	192	306	433
+ Lợi nhuận chưa phân phối	751	1.053	1.319	2.142
+ Quỹ khác	1.173	1.513	2.081	2.444
Vốn chủ sở hữu	3.171	3.972	5.395	6.877
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	5.359	7.290	8.714	11.996
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	536	1.807	1.807	1.999
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-776	-2.061	-2.106	-3.624
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	69	929	-89	1.564
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-170	675	-387	-61
Tiền đầu kỳ	415	245	922	534
Tiền cuối kỳ	245	922	534	473
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,71	1,45	1,03	0,95
Hệ số thanh toán nhanh	1,41	1,24	0,86	0,78
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,34	0,82	0,39	0,30
Nợ ròng / EBITDA	1,15	0,83	0,63	0,91
Khả năng thanh toán lãi vay	7,13	10,66	14,12	14,20
Ngày phải thu	32,6	25,6	26,4	27,0
Ngày phải trả	27,7	24,2	28,0	30,1
Ngày tồn kho	16,0	12,4	14,2	17,0
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,59	0,54	0,62	0,57
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,41	0,46	0,38	0,43
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,69	0,84	0,62	0,74
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,44	0,59	0,41	0,56
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,12	0,13	0,13	0,12

Nguồn: HAH, SSI Research

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	2.613	3.992	5.091	5.865
Giá vốn hàng bán	-2.002	-2.725	-3.126	-3.577
Lợi nhuận gộp	611	1.267	1.965	2.288
Doanh thu hoạt động tài chính	30	25	52	13
Chi phí tài chính	-84	-119	-147	-152
Thu nhập từ các công ty liên kết	15	18	26	35
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-125	-211	-147	-165
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	447	980	1.748	2.019
Thu nhập khác	3	-3	-25	-26
Lợi nhuận trước thuế	450	977	1.724	1.993
Lợi nhuận ròng	358	800	1.401	1.612
Lợi nhuận chia cho cổ đông	385	650	1.207	1.389
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-27	150	194	224
EPS cơ bản (VND)	3.502	5.146	6.859	7.174
Giá trị sổ sách (VND)	25.218	27.005	26.704	31.036
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	1.000	2.000
EBIT	523	1.078	1.855	2.144
EBITDA	888	1.536	2.443	2.780
Tăng trưởng				
Doanh thu	-18,5%	52,8%	27,5%	15,2%
EBITDA	-44,8%	73,0%	59,1%	13,8%
EBIT	-60,6%	106,0%	72,0%	15,6%
Lợi nhuận ròng	-65,6%	123,6%	75,1%	15,1%
Vốn chủ sở hữu	9,8%	25,3%	35,8%	27,5%
Vốn điều lệ	50,0%	15,0%	39,2%	10,1%
Tổng tài sản	6,1%	36,0%	19,5%	37,7%
Định giá				
P/E	10,7	9,6	8,5	7,2
P/B	1,5	1,8	2,2	1,7
Giá/Doanh thu	1,3	1,4	1,7	1,6
Tỷ suất cổ tức	0.0%	0.0%	1.7%	3.9%
EV/EBITDA	5,7	4,8	4,7	4,5
EV/Doanh thu	1,9	1,8	2,3	1,8
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23,4%	31,7%	38,6%	39,0%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	19,3%	26,9%	36,7%	36,9%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	13,7%	20,0%	27,5%	27,5%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	4,8%	5,3%	2,9%	2,8%
ROE	11,8%	22,4%	29,9%	26,3%
ROA	6,9%	12,7%	17,5%	15,6%
ROIC	9,5%	16,3%	21,7%	18,9%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư		
Phạm Lưu Hưng		
Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư		
hungpl@ssi.com.vn		
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711		
Chiến lược thị trường		
Đào Minh Châu		
Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư		
chaudm@ssi.com.vn		
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688		
Phân tích Ngành Vận tải		Dữ liệu
Nguyễn Hoàng Giang		Nguyễn Thị Anh Thư
Trưởng phòng Phân tích cổ phiếu		Chuyên viên hỗ trợ
giangnh@ssi.com.vn		thunta2@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688		SĐT: (+84 – 24) 3936 6321