FPT Securities

BÁO CÁO CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ

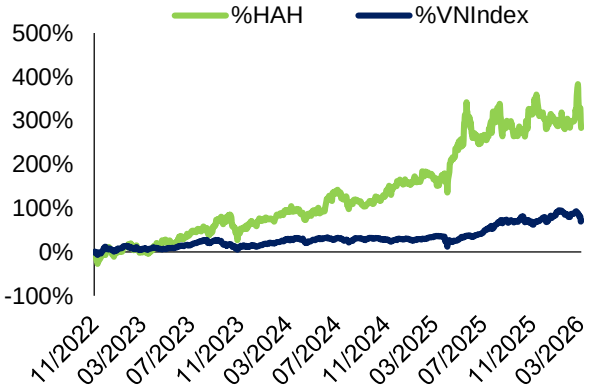
NGÀNH VẬN TẢI BIỂN | **NGÀY 17 THÁNG 03 NĂM 2026**

CÔNG TY CỔ PHẦN VẬN TẢI VÀ XẾP DỠ HẢI AN (HSX: HAH)

Phùng Thị Vân Anh
Chuyên gia Tư vấn đầu tư
Email: Anhptv@fpts.com.vn
Điện thoại: 1900 6446/ 5958

Người phê duyệt báo cáo:
Bùi Đức Duy
Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

Biểu đồ 1: Biến động giá cổ phiếu HAH & VNIndex



Thông tin giao dịch	17/03/2026
Giá đóng cửa (VNĐ/cp)	56.400
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	71.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	34.200
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)	168,8
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	168,8
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	1.763.035
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	6,43%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	9.520
EPS Trailing 12 tháng (VNĐ/cp)	6.830
P/E Trailing 12 tháng	8,2x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An
Địa chỉ	Tầng 7, số 45 Triệu Việt Vương, P. Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội, VN.
HĐKD chính	Vận tải container đường biển nội địa và nội Á. Khai thác cảng container.
Chi phí chính	Chi phí nhiên liệu; dịch vụ mua ngoài; khấu hao tài sản cố định.
Rủi ro chính	Biến động giá cước và giá dầu.

Giá hiện tại: **56.400**

Giá mục tiêu: **63.200**

Tăng/(Giảm): **+12,1%**

THEO DÕI

LỢI NHUẬN ĐI NGANG SAU GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MẠNH

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu HAH với mức giá mục tiêu là **63.200 VNĐ/cp**, cao hơn 12,1% so với giá đóng cửa ngày 17/03/2026 (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF) (chi tiết). Nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu HAH ở mức giá 52.700 VNĐ/cp tương đương mức sinh lời kỳ vọng 20%, dựa trên:

TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Triển vọng về doanh thu:

Giai đoạn 2026F-2027F, chúng tôi ước tính doanh thu trung bình đạt 5.189 tỷ đồng, tăng 1,9% so với năm 2025. Nguyên nhân là do giá cước vận tải trung bình giảm lần lượt 3% và 5% YoY trong bối cảnh dư cung tàu.

Giai đoạn 2028F-2030F, ước tính doanh thu phục hồi với CAGR đạt 6,2%, nhờ tăng trưởng nguồn cung tàu chậm lại trong khi hoạt động thương mại phục hồi thúc đẩy nhu cầu vận tải container. Cụ thể:

- Mảng khai thác tàu: Doanh thu ước tính tăng trưởng CAGR đạt 6,9% nhờ giá cước vận tải trung bình đạt 4,1 triệu đồng/TEU, phục hồi 13,8% so với giai đoạn 2026F-2027F. (chi tiết)
- Mảng khai thác cảng: Doanh thu ước tính tăng trưởng CAGR đạt 1,9% nhờ nguồn hàng từ đội tàu của HAH. Mảng này tiếp tục đóng vai trò phụ trợ cho mảng khai thác tàu với tỷ trọng đóng góp 5,4% doanh thu cho doanh nghiệp.

Triển vọng về lợi nhuận:

Lợi nhuận dự kiến đi ngang trước khi phục hồi vào 2028F. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế trung bình 2026F-2027F giảm 2,9% so với 2025, do giá cước vận tải trung bình giảm và chi phí lãi vay tăng khi doanh nghiệp mở rộng vay nợ đầu tư đội tàu. Từ 2028F-2030F, lợi nhuận kỳ vọng tăng trưởng với CAGR đạt 10,9% nhờ thị trường vận tải container tái cân bằng và giá cước phục hồi.

YẾU TỐ THEO DÕI

Giá cước vận tải suy giảm: giai đoạn 2026F-2027F, thị trường vận tải tiếp tục dư cung khi tăng trưởng nguồn cung tàu (3,5-3,6% YoY) cao hơn so với nhu cầu vận chuyển (2,5-3% YoY) khiến giá cước vận tải trung bình của HAH giảm 3-5% YoY. (chi tiết)

Chính sách thuế quan từ Mỹ: Việc Mỹ áp thuế toàn cầu 10% với thời hạn 150 ngày (áp dụng từ 24/02/2026) giúp cải thiện tâm lý thị trường và hỗ trợ sản lượng vận tải container của HAH tích cực hơn trong 1H2026. (chi tiết)

Lãi suất cho vay tăng: Sau hai năm gần đây, dư nợ của HAH đạt mức 2.200 tỷ đồng, tăng 62,4% so với trung bình giai đoạn 2022-2023 để đầu tư đội tàu. Chúng tôi ước tính nếu lãi suất cho vay tăng 1% thì lợi nhuận sau thuế giảm 1,5-2% trong giai đoạn 2026F-2027F.

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử tăng vốn điều lệ

Vốn điều lệ của HAH tăng trưởng nhanh với mục đích gia tăng quy mô đội tàu. Hai hình thức tăng vốn chủ yếu là (1) chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và (2) phát hành thêm cổ phiếu.

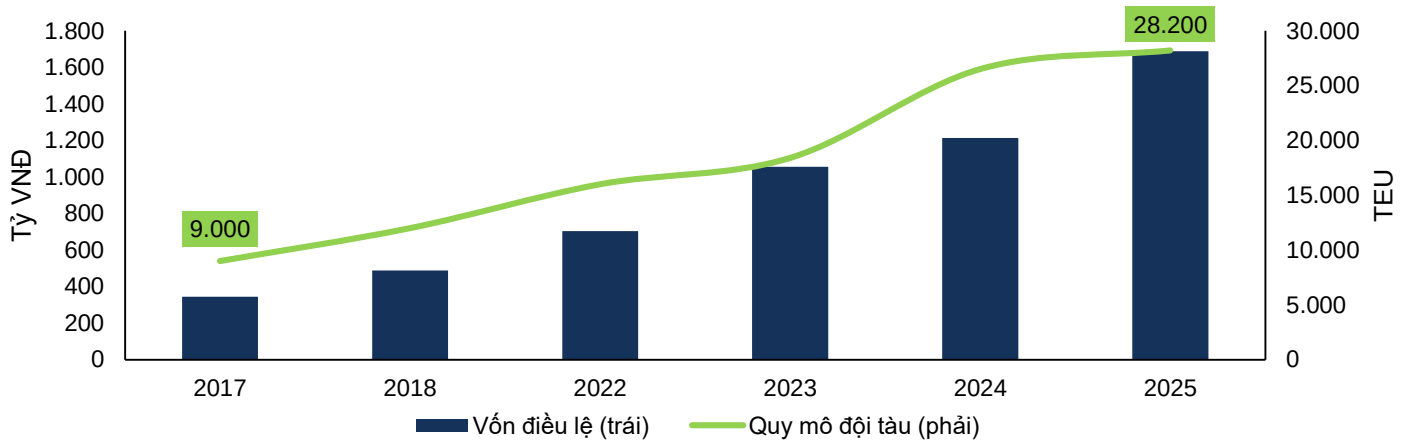
Riêng trong năm 2025, HAH đã có 2 lần tăng vốn điều lệ với:

Lần 1: Tháng 3/2025, HAH đã hoàn tất việc phát hành hơn 8,55 triệu cổ phiếu để chuyển đổi 203 trái phiếu.

Lần 2: Tháng 8/2025, HAH đã phát hành gần 39 triệu cổ phiếu để trả cổ tức cho cổ đông.

Sau 2 lần phát hành, vốn điều lệ tại kết thúc năm 2025 của HAH đạt 1.688 tỷ đồng, tăng trưởng 39,1% YoY, tương ứng quy mô đội tàu tăng 6,4% YoY.

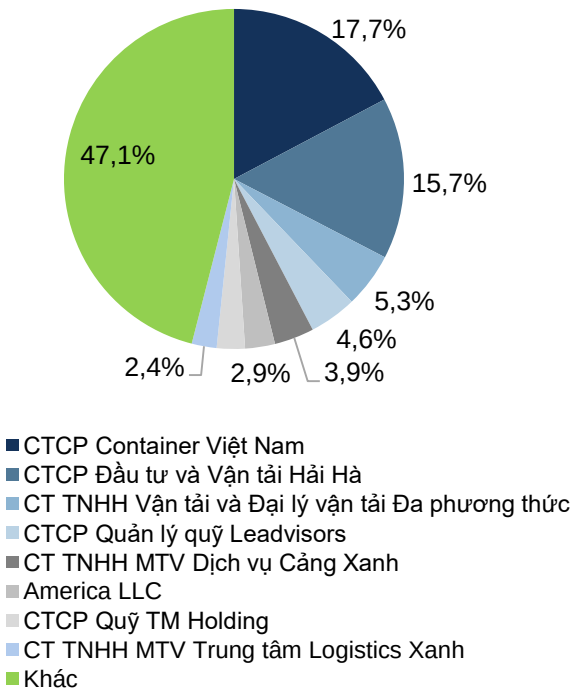
Biểu đồ 2: Vốn điều lệ của HAH tăng trưởng nhanh giai đoạn 2017-2025 với CAGR là 18%/năm để đầu tư đội tàu



Nguồn: HAH, FPTS Research

2. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 3: Viconship trở thành cổ đông lớn nhất của HAH (17/03/2026)



Nguồn: HAH, FPTS Research

Nhóm Viconship liên tục nâng tỷ lệ sở hữu HAH.

Trong tháng 12/2025: Nhóm cổ đông Viconship liên tục mua vào để nâng tỷ lệ sở hữu tại HAH lên gần 24%.

Cụ thể:

- CTCP Container Việt Nam (Viconship) nâng tỷ lệ sở hữu từ 12,5% lên 17,7%.
- Công ty TNHH MTV Dịch vụ Cảng Xanh (công ty con của Viconship) đã nâng tỷ lệ sở hữu từ 1,5% lên 3,9%.
- Công ty TNHH MTV Trung tâm Logistics Xanh (công ty con của Viconship) đã nâng tỷ lệ sở hữu từ 1,3% lên 2,4%.

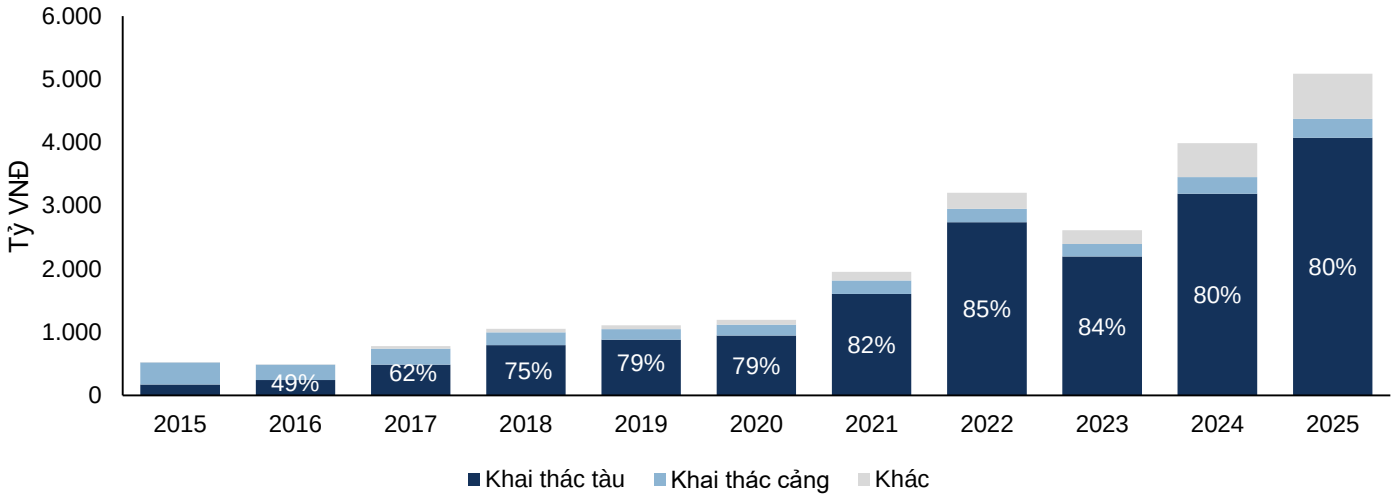
Viconship và HAH có mối quan hệ hợp tác mang tính bổ trợ chiến lược, tạo ra lợi ích cho cả hai bên trong chuỗi giá trị logistics và vận tải container. (chi tiết mục Cơ cấu cổ đông trong báo cáo cập nhật tin tức tháng 07/2025)

Hai cổ đông lớn còn lại vẫn giữ nguyên tỷ lệ sở hữu là:

- CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà nắm giữ 15,7%.
- Công ty TNHH Vận tải và Đại lý vận tải Đa phương thức đang nắm giữ 5,3%.

3. Lĩnh vực hoạt động kinh doanh của HAH

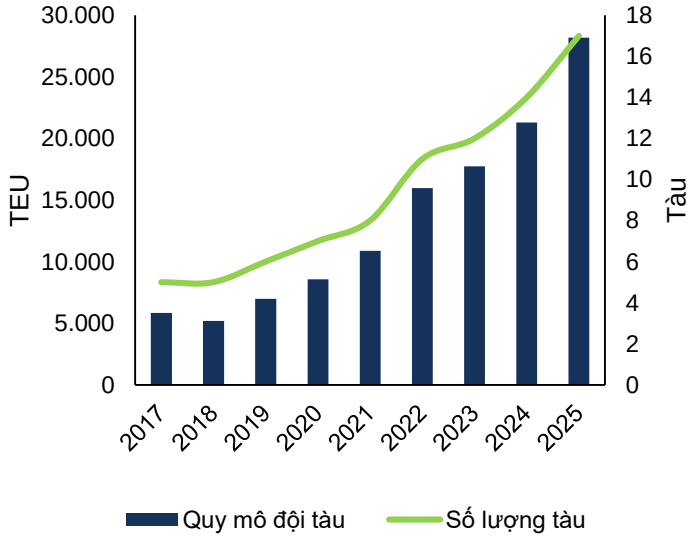
Biểu đồ 4: Mảng khai thác tàu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của HAH kể từ năm 2017



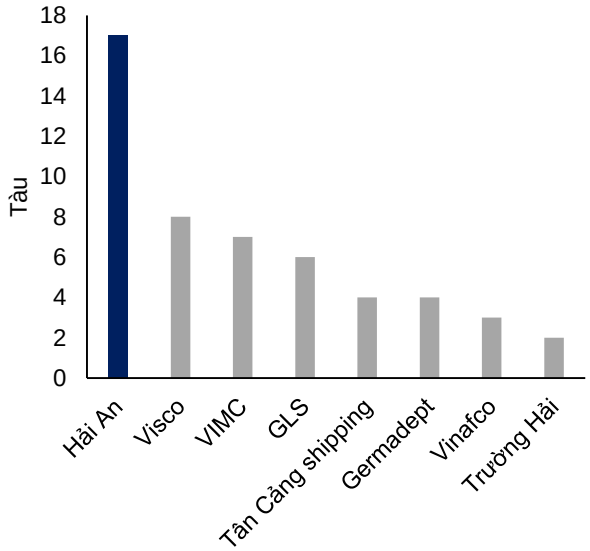
Nguồn: HAH, FPTS Research

- ✓ Đẩy mạnh đầu tư mảng khai thác tàu giúp HAH duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh từ năm 2017 đến nay. Quy mô đội tàu gia tăng liên tục cả về số lượng và sức chở, tạo nền tảng mở rộng năng lực khai thác tàu của doanh nghiệp. Nhờ đó, doanh thu mảng khai thác tàu ghi nhận mức tăng trưởng CAGR đạt 26,7% trong giai đoạn 2017-2025.
- ✓ **HAH là doanh nghiệp nội địa sở hữu quy mô đội tàu container lớn nhất Việt Nam.**

Biểu đồ 5: HAH liên tục mở rộng đội tàu



Biểu đồ 6: Số lượng tàu container của các doanh nghiệp trong ngành năm 2025



Nguồn: HAH, FPTS Research

B. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q4/2025 VÀ CẢ NĂM 2025 CỦA HAH

Bảng 1: Kết quả kinh doanh của HAH quý 4/2025 và cả năm 2025

Đơn vị: tỷ đồng	Q4/2025	%YoY	2025	%YoY	%KH2025
Doanh thu thuần	**1.299**	**+7%**	**5.091**	**+28%**	**101%**
✓ Khai thác tàu	1.032	-6%	4.075	+28%	
✓ Khai thác cảng	74	-3%	300	+14%	
✓ Khác	193	+415%	716	+33%	
Lợi nhuận gộp	**517**	**-0,2%**	**1.965**	**+55%**	
✓ Khai thác tàu	404	-9%	1.570	+63%	
✓ Khai thác cảng	61	+9%	133	+154%	
✓ Khác	52	+202%	257	+21%	
Doanh thu tài chính	12	+44%	52	+112%	
Chi phí tài chính	39	+24%	147	+24%	
Chi phí QLDN	36	-59%	147	-30%	
Lợi nhuận thuần HĐKD	**463**	**+12%**	**1.748**	**+78%**	
Lãi/(lỗ) công ty liên kết	8	+31%	26	+43%	
Lãi/(lỗ) khác	-21	N/A	-25	N/A	
Lợi nhuận trước thuế	**443**	**+6%**	**1.724**	**+76%**	
Lợi nhuận sau thuế	**360**	**+4%**	**1.401**	**+75%**	**123%**
LNST Công ty mẹ	**308**	**+10%**	**1.206**	**+85%**	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	40%	-3 đpt	39%	7 đpt	
Chi phí QLDN/DTT	3%	-4 đpt	3%	-2 đpt	
Tỷ suất LNTT	34%	-1 đpt	34%	10 đpt	
Tỷ suất LNST	28%	-1 đpt	28%	8 đpt	

Nguồn: HAH, FPTS Research

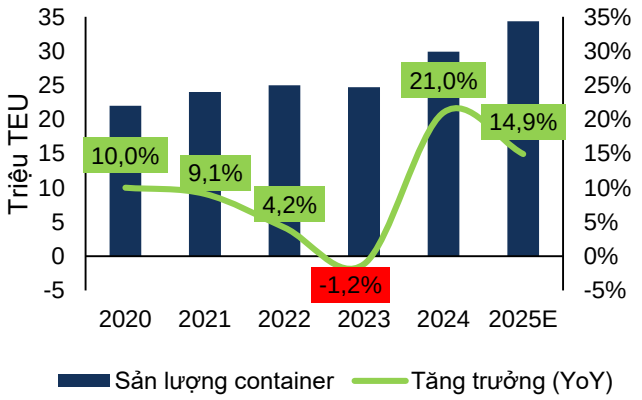
I. Cập nhật ngành cảng biển năm 2025

1. Sản lượng tiếp tục duy trì tăng trưởng trong năm 2025 nhờ hoạt động xuất nhập khẩu sôi động.

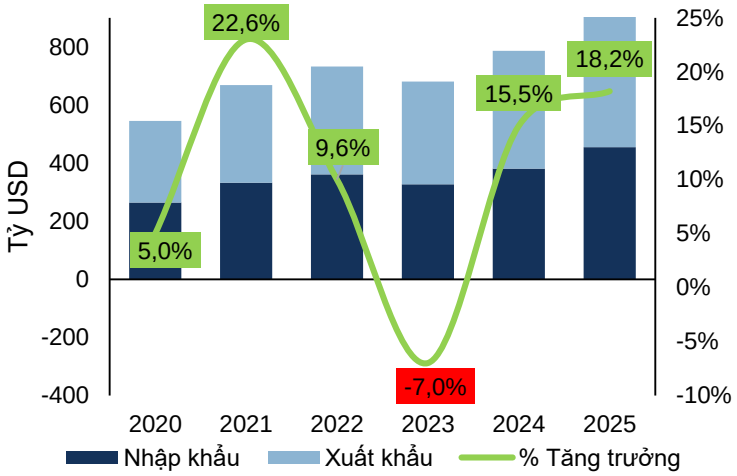
Trong năm 2025, hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam tăng tốc đà tăng trưởng về kim ngạch, đóng vai trò động lực chính cho lưu lượng container qua hệ thống cảng biển. Kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam năm 2025 đạt hơn 930 tỷ USD, tăng 18,2% YoY, trong đó xuất khẩu tăng 17,1% YoY và nhập khẩu tăng 19,5% YoY. Nhờ đó, sản lượng container thông qua cảng biển Việt nam năm 2025 ước tính đạt 34,4 triệu TEU, tăng 14,9% YoY và giảm tốc so với cùng kỳ.

Chúng tôi nhận định sự giảm tốc này đến từ sự thay đổi trong cơ cấu hàng hóa. Cụ thể, tăng trưởng xuất nhập khẩu năm 2025 được dẫn dắt bởi các nhóm hàng có giá trị cao như điện tử, máy tính, linh kiện (giá trị xuất khẩu tăng 48,4% YoY, chiếm tỷ trọng 22,7%; giá trị nhập khẩu tăng 40,7% YoY, chiếm 33,1%). Đây là các mặt hàng có giá trị trên mỗi đơn vị vận chuyển lớn nên không kéo theo tốc độ tăng tương ứng về nhu cầu container. Vì vậy, kim ngạch thương mại vẫn tăng nhanh trong khi sản lượng container tăng chậm hơn, phản ánh xu hướng gia tăng tỷ trọng hàng hóa giá trị cao trong cơ cấu xuất nhập khẩu của Việt Nam.

Biểu đồ 7: Sản lượng container thông qua cảng biển Việt Nam tiếp tục tăng trưởng trong 2025



Biểu đồ 8: Tổng kim ngạch XNK Việt Nam tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2025

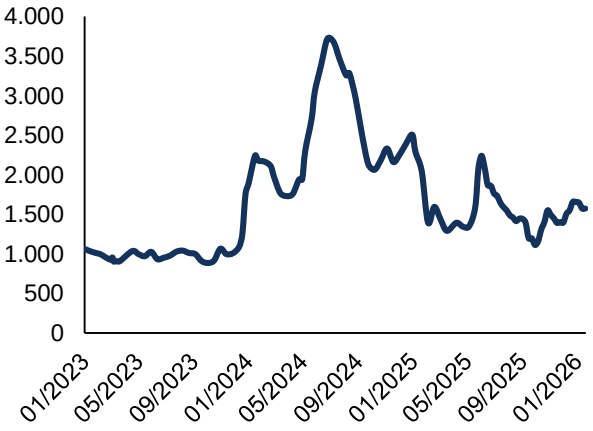


Nguồn: Cục Hải quan, GSO

2. Giá cước vận tải biển suy giảm trong khi giá cho thuê tàu định hạn vẫn tăng và neo cao cả năm 2025

✓ **Giá cước vận tải biển suy giảm sau khi tăng mạnh vào giữa năm 2025 do nguồn cung tàu dư thừa và sự phục hồi kênh đào Suez**

Biểu đồ 9: Chỉ số giá cước vận tải container Thượng Hải (SCFI) suy giảm trong năm 2025



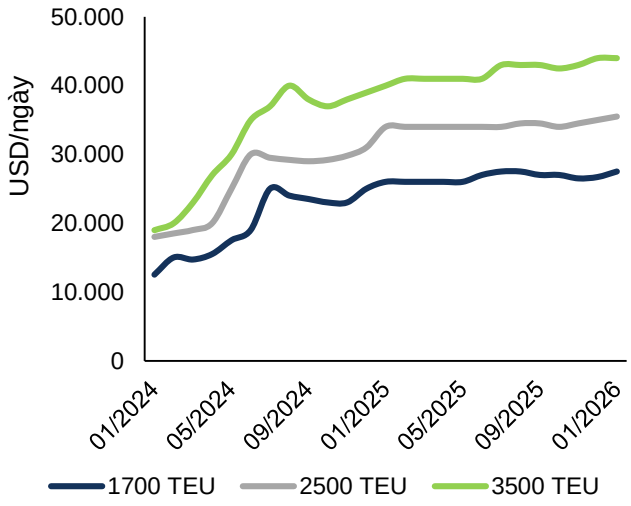
Nguồn: Tradingeconomics

Giá cước vận tải biển có sự phục hồi mạnh trong nửa đầu năm 2025 nhờ thông tin áp thuế từ Mỹ, các doanh nghiệp đẩy mạnh tích trữ hàng hóa trước khi chính sách thuế được áp dụng. Điều này đã đẩy nhu cầu vận chuyển hàng hóa tăng mạnh, kéo theo giá cước cũng phục hồi trở lại. Ngoài ra xung đột giữa Israel – Iran trong thời gian đó cũng gây ra lo ngại địa chính trị lan rộng, ảnh hưởng đến tuyến hàng hải từ Trung Đông đi châu Âu và châu Á, từ đó thúc đẩy giá cước tăng mạnh.

Tuy nhiên, giá cước vận tải biển đã tiếp tục sụt giảm mạnh ngay sau đó khi nguồn cung tàu tăng nhanh hơn nhu cầu và sự phục hồi của kênh đào Suez. Sau khi thỏa thuận hòa bình Gaza được ký kết, chấm dứt căng thẳng ở khu vực Biển Đỏ, các tập đoàn hàng hải bắt đầu nối lại hoạt động vận tải qua kênh đào Suez trong tháng 12/2025. Điều này kỳ vọng khiến giá cước vận tải tiếp tục giảm trong năm 2026.

✓ **Giá cước cho thuê tàu định hạn vẫn duy trì ở mức cao nhờ xu hướng các hãng tàu ký hợp đồng dài hạn hơn để bảo đảm ổn định hoạt động trong bối cảnh địa chính trị bất ổn kéo dài.**

Biểu đồ 10: Giá cước cho thuê tàu định hạn neo cao



Nguồn: Harpex Petersen, FPTS Research

Trong bối cảnh rủi ro địa chính trị và thương mại toàn cầu gia tăng, các hãng tàu ngày càng ưu tiên yếu tố ổn định, tin cậy và bền vững của đội tàu thay vì tối ưu hóa chi phí ngắn hạn. Những biến động về xung đột khu vực, chính sách bảo hộ thương mại, cũng như gián đoạn chuỗi cung ứng đã khiến các hãng tàu đối mặt với nguy cơ thiếu công suất, chậm trễ giao hàng và chi phí vận hành biến động mạnh.

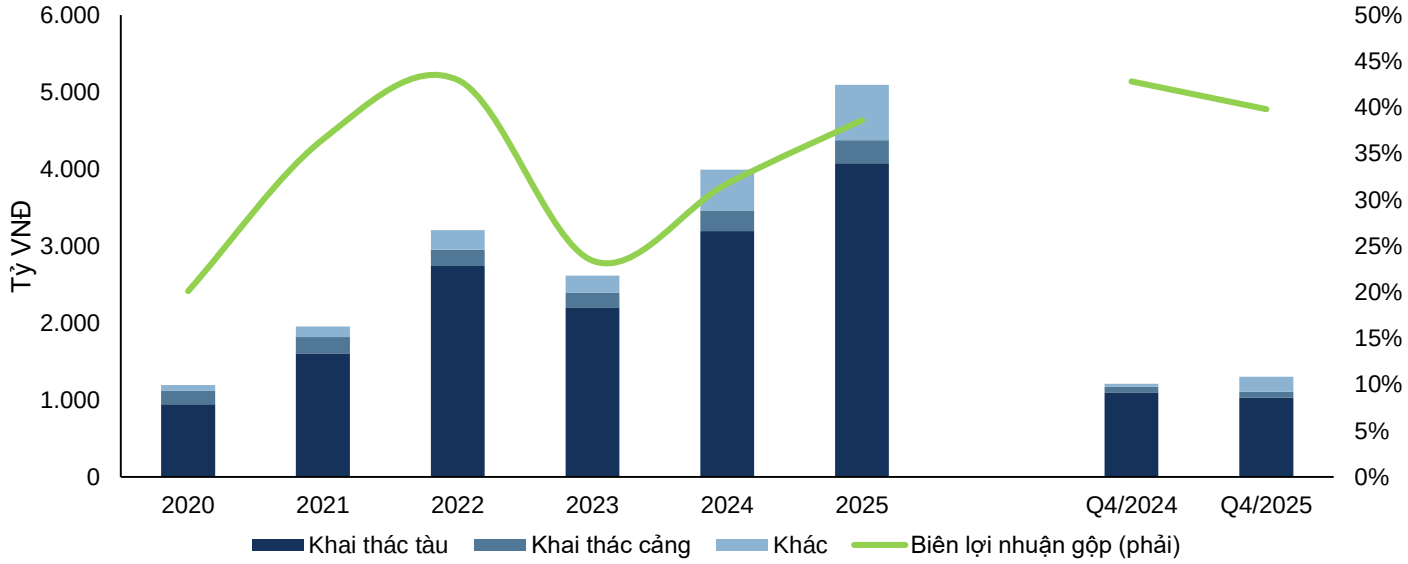
Do đó, các hãng tàu có xu hướng tăng tỷ trọng thuê tàu theo hợp đồng dài hạn nhằm đảm bảo khả năng cung ứng công suất ổn định và giảm thiểu rủi ro gián đoạn hoạt động, Trong bối cảnh đó, họ sẵn sàng chấp nhận mức giá thuê tàu cao hơn so với mặt bằng giá cước vận chuyển giao ngay để đảm bảo hoạt động ổn định.

Trong quý 4/2025, giá cước cho thuê tàu định hạn tiếp tục neo cao và tính đến đầu năm 2026, giá cước cho thuê tiếp tục tăng 6-10% so với cùng kỳ.

Chúng tôi đánh giá với những tác động tích cực về sản lượng và giá cho thuê tàu định hạn trong năm 2025 giúp cho kết quả hoạt động kinh doanh của HAH tăng trưởng mạnh.

II. Cập nhật kết quả kinh doanh của HAH năm 2025.

Biểu đồ 11: Kết quả kinh doanh năm 2025 của HAH tiếp tục tăng trưởng mạnh mặc dù có sự chậm lại trong quý 4.



Nguồn: HAH, FPTS Research

Kết quả kinh doanh quý 4/2025 của HAH tăng trưởng chậm lại so với cùng kỳ. Tổng doanh thu tăng 7% YoY, đạt 1.299 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế tăng 4% YoY, đạt 360 tỷ đồng. Trong đó:

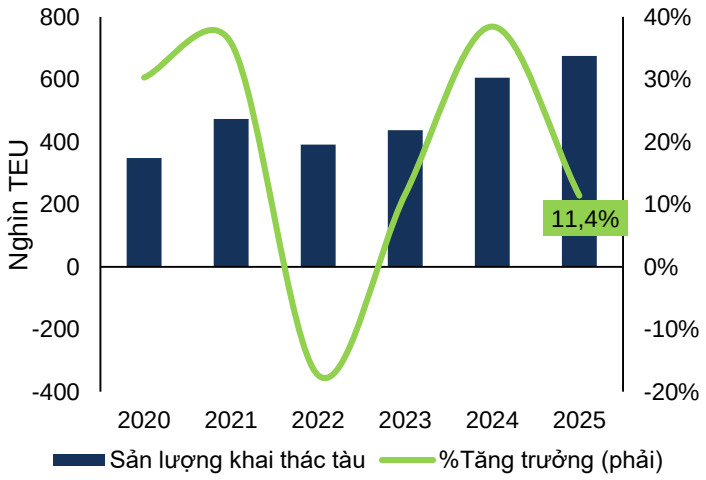
- Doanh thu khai thác tàu giảm 6% YoY, đạt 1.032 tỷ đồng do nhu cầu vận tải hàng hoá chững lại trong quý 4/2025 làm cho sản lượng vận tải container giảm 2% YoY, chỉ đạt 164 nghìn TEU, cùng với đó áp lực dư cung khiến giá cước vận tải giảm 4% YoY.
- Doanh thu khai thác cảng giảm 3% YoY, đạt 74 tỷ đồng do lượng hàng bốc dỡ container từ đội tàu của HAH giảm khiến sản lượng khai thác cảng của HAH trong quý 4/2025 giảm 11,3% YoY, chỉ đạt 139,8 nghìn TEU.

Kết quả kinh doanh cả năm 2025 của HAH tiếp tục khởi sắc với doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt 28% YoY và 75% YoY, đạt lần lượt 5.091 tỷ đồng và 1.401 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp tăng 7 đpt YoY, đạt 38,6% nhờ hoạt động cho thuê tàu định hạn được ký với mức giá cao từ cuối năm 2024 và thời gian cho thuê dài hạn hơn (số ngày cho thuê năm 2025 tăng 66,3% YoY).

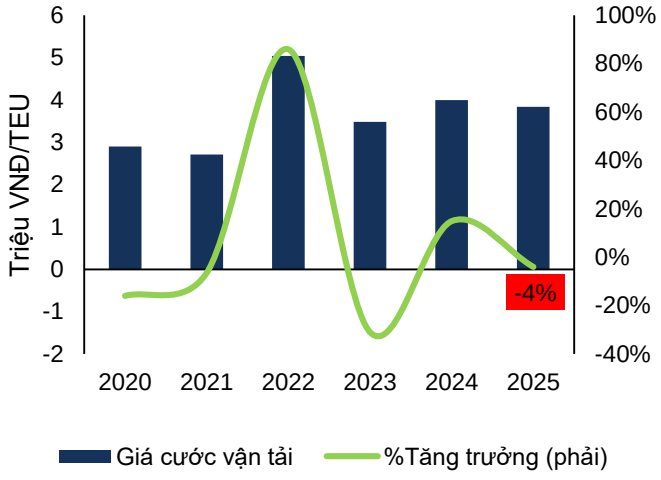
1. Mảng khai thác tàu

✓ **Đối với đội tàu tự khai thác:** Doanh thu năm 2025 ước đạt 2.592 tỷ đồng (+7% YoY), trong đó sản lượng container và giá cước vận tải diễn biến trái chiều.

Biểu đồ 12: Sản lượng vận tải container tăng trưởng năm thứ 3 liên tiếp nhưng giảm tốc so với cùng kỳ



Biểu đồ 13: Giá cước vận tải bình quân năm 2025 của HAH giảm so với cùng kỳ do áp lực dư cung tàu

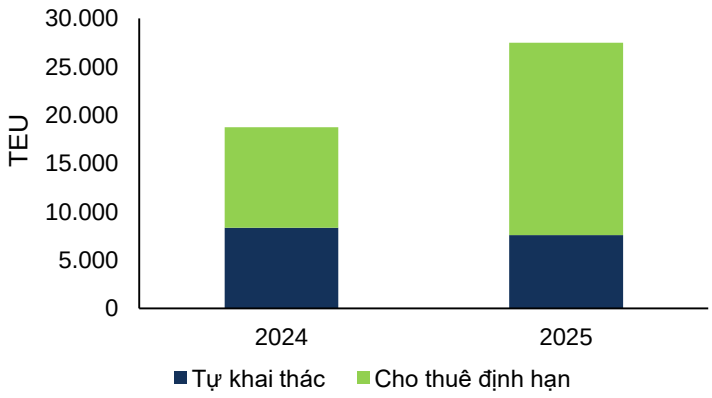


Nguồn: HAH, FPTS Research

- Sản lượng vận chuyển container của HAH trong năm 2025 tăng trưởng 11,4% YoY, đạt 675 nghìn TEU. Nguyên nhân chủ yếu là nhờ nhu cầu vận tải nội địa tăng cao trong nửa đầu năm và HAH đã đưa vào khai thác thêm 4 tàu với tổng trọng tải là 8.762 TEU. Tuy nhiên, mức độ tăng trưởng đang giảm tốc so với cùng kỳ theo xu hướng chung từ ngành trong bối cảnh thay đổi cơ cấu hàng hóa vận chuyển (gia tăng tỷ trọng hàng hóa có giá trị cao nhưng chiếm ít dung tích container, từ đó làm giảm tốc độ tăng trưởng về sản lượng vận chuyển)
- Giá cước vận tải bình quân của HAH ước tính giảm 4% YoY, đạt 3,84 triệu đồng/TEU do áp lực dư cung tàu trên thị trường nội địa khi các hãng tàu kết thúc hợp đồng cho thuê định hạn tại thị trường quốc tế và đưa đội tàu quay trở lại khai thác thị trường trong nước.

✓ **Đối với đội tàu cho thuê định hạn.** Doanh thu năm 2025 ước tính tăng 92,9% YoY, đạt 1.483 tỷ đồng nhờ tái ký hầu hết các tàu cho thuê với giá cước cho thuê định hạn neo ở mức cao. Ước tính giá cước cho thuê định hạn năm 2025 tăng trưởng 7% YoY. Thời gian cho thuê trong năm 2025 ước tính tăng 65% YoY nhờ vào việc các đội tàu cho thuê được tái ký với thời hạn dài hơn và HAH đưa thêm 4 tàu vào cho thuê.

Biểu đồ 14: HAH đẩy mạnh đội tàu cho thuê



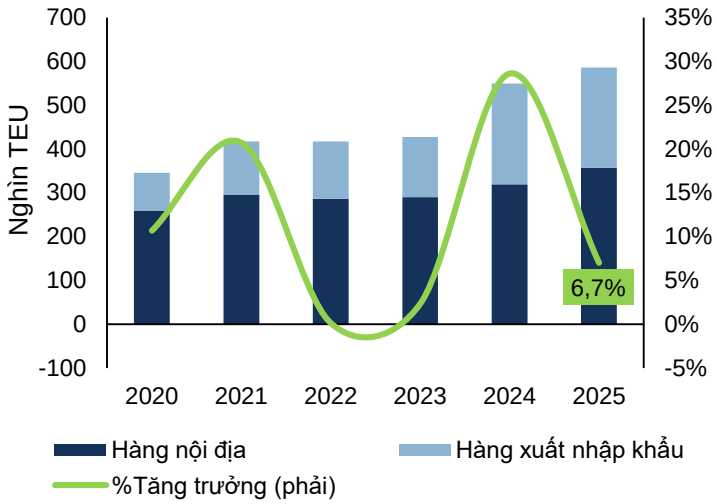
Nguồn: HAH, FPTS Research

Năm 2025, HAH đã đưa thêm 04 tàu vào cho thuê định hạn (Opus, Beta, Gama, Zeta) với mức giá giao động từ 18.000-30.000 USD/ngày. Đây là mức giá cao so với các tàu có tải trọng 1.700 TEU, khoảng 15.000 USD/ngày. Trong đó, Gama là tàu có tải trọng 3.500 TEU và 03 tàu còn lại có tải trọng cỡ 1.700 TEU.

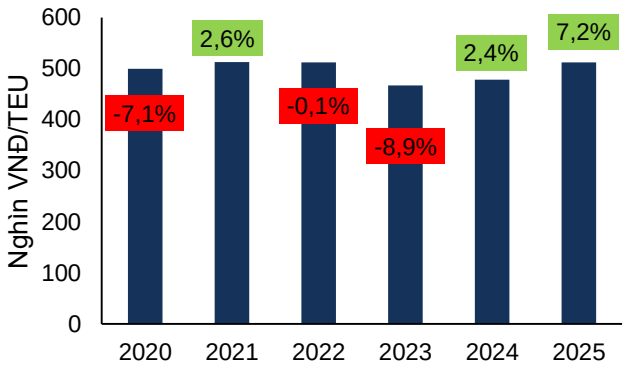
Tính đến cuối năm 2025, HAH đang cho thuê 11/17 tàu, tương đương với 72,4% tỷ trọng sức chở đội tàu của HAH (+17 đpt YoY). Việc HAH gia tăng tỷ trọng cho thuê là tích cực khi giá cho thuê định hạn đang ở mức cao và giảm bớt áp lực dư cung trên thị trường nội địa.

2. Mảng khai thác cảng

Biểu đồ 15: Sản lượng khai thác cảng HAH tăng nhờ khai thác hàng nội địa



Biểu đồ 16: Giá cước dịch vụ khai thác cảng bình quân của HAH tăng 7,2% YoY trong năm 2025



Nguồn: HAH, FPTS Research

Doanh thu mảng khai thác cảng của HAH năm 2025 tăng 14,3% YoY, đạt 300 tỷ đồng nhờ sản lượng bốc dỡ hàng cho đội tàu của doanh nghiệp và giá cước dịch vụ cảng tăng. Cụ thể:

- Sản lượng bốc dỡ hàng hóa tại cảng Hải An tăng 6,7% YoY, đạt 585,8 nghìn TEU, phản ánh sự gia tăng từ sản lượng container của đội tàu HAH và một số tàu chuyển sang khai thác tại cảng Nam Hải Đình Vũ (theo hợp tác giữa HAH và VSC).
- Giá cước dịch vụ khai thác cảng bình quân tăng 7,2% YoY là do HAH điều chỉnh tăng biểu phí dịch vụ cảng trong bối cảnh chi phí nhân công và chi phí vận hành cảng gia tăng.

Bảng 2: Biểu phí xếp dỡ container tại cảng Hải An

		Tàu/Sà lan <-> Bãi			Tàu/Sà lan <-> Sà lan, Ô tô		
		2024	2025	%YoY	2024	2025	%YoY
Hàng nội địa (VNĐ/container)							
20 feet	Có hàng	420.000	427.000	+1,7%	340.000	384.000	+12,9%
	Rỗng	210.000	218.000	+3,8%	170.000	196.000	+15,3%
40 feet	Có hàng	620.000	627.000	+1,1%	500.000	564.000	+12,8%
	Rỗng	330.000	331.000	+0,3%	260.000	298.000	+14,6%
45 feet	Có hàng	800.000	816.000	+2,0%	620.000	713.000	+15,0%
	Rỗng	400.000	498.000	+24,5%	310.000	356.000	+14,8%
Hàng xuất nhập khẩu (USD/container)							
20 feet	Có hàng	45	45	0%	33	40	+21,2%
	Rỗng	28	28	0%	22	25	+13,6%
40 feet	Có hàng	68	68	0%	50	63	+26,0%
	Rỗng	38	38	0%	31	36	+16,1%
45 feet	Có hàng	78	78	0%	56	71	+26,8%
	Rỗng	48	48	0%	37	41	+10,8%

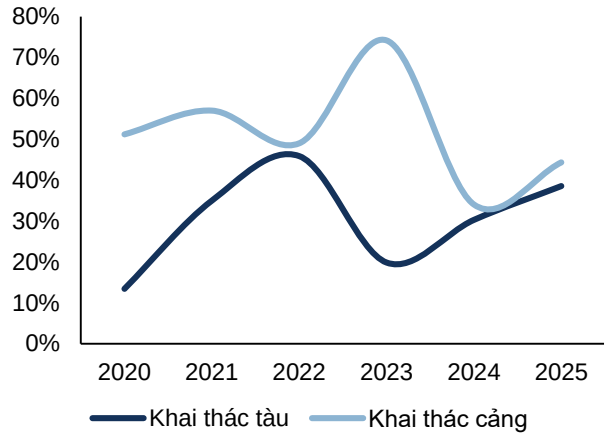
Nguồn: HAH, FPTS Research

III. Phân tích tình hình tài chính của HAH

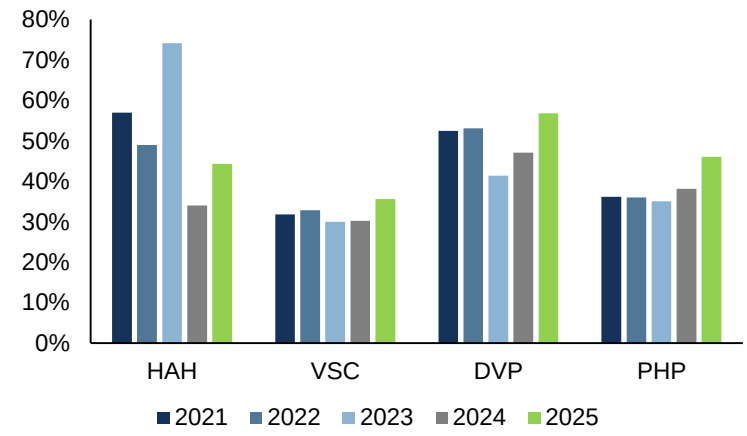
1. Biên lợi nhuận cải thiện nhờ hoạt động cho thuê tàu định hạn được đẩy mạnh.

Biên lợi nhuận gộp của HAH tăng 7 đpt YoY, đạt 38,6% nhờ đẩy mạnh hoạt động cho thuê tàu định hạn trong bối cảnh giá cước cho thuê neo cao giúp cho biên lợi nhuận gộp mảng khai thác tàu tăng 9 đpt YoY. Ngoài ra, giá dịch vụ bốc dỡ tăng cũng giúp cho biên lợi nhuận mảng khai thác cảng phục hồi 10 đpt YoY. Trong khi đó, về mặt chi phí sản xuất kinh doanh: chi phí nhân công chiếm 12% (+49,4% YoY), chi phí khấu hao chiếm 15% (+30,1% YoY) và chi phí vận hành khác chiếm 30% (+10,7% YoY) phản ánh tác động của lương cơ bản tăng và gia tăng đầu tư mua tàu. Mặt khác, giá dầu giảm trong năm 2025 đã giúp cho chi phí nhiên liệu của HAH chiếm 34% tổng chi phí cũng giảm 6,4% YoY.

Biểu đồ 17: Biên lợi nhuận gộp các mảng hoạt động của HAH đều phục hồi trong năm 2025



Biểu đồ 18: Biên lợi nhuận gộp khai thác cảng của một số doanh nghiệp trong ngành phục hồi nhờ tăng giá cước

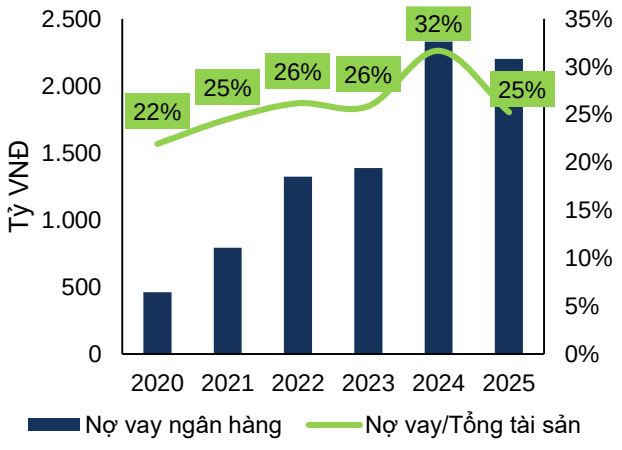


Nguồn: HAH, VSC, DVP, PHP, FPTS Research

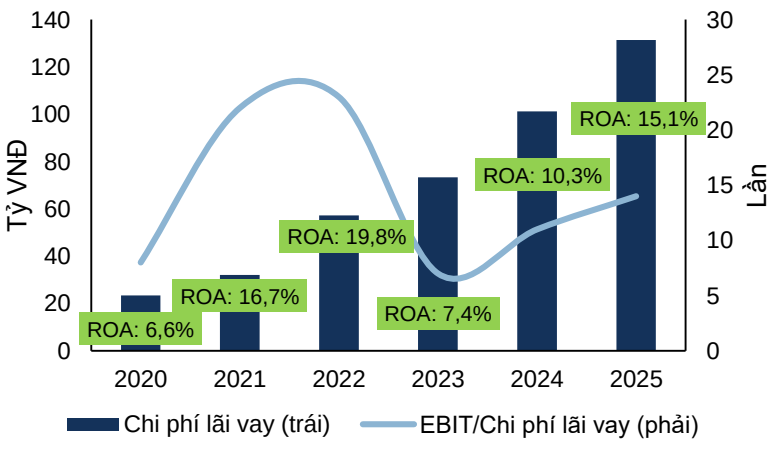
2. Chi phí lãi vay tiếp tục tăng do tăng vay nợ để đầu tư đội tàu

Nợ vay ngân hàng của HAH tăng mạnh, đặc biệt là trong giai đoạn 2021-2024, gắn liền với quá trình mở rộng nhanh đội tàu. Cụ thể, tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản tăng lên mức 32% vào cuối năm 2024, cùng với đó, chi phí nợ vay cũng tăng mạnh và bào mòn lợi nhuận. Năm 2025, xu hướng tài chính tiếp tục cải thiện rõ rệt khi hoạt động kinh doanh tiếp tục khởi sắc, HAH chủ động cân đối lại cấu trúc vốn, trả bớt nợ vay. Vào cuối năm 2025, nợ vay ngân hàng của HAH giảm 5,6% YoY, đạt 2.200 tỷ đồng. Mặc dù chi phí lãi vay tiếp tục tăng trong năm 2025 theo quy mô vay nợ trước đó, tuy nhiên tỷ lệ EBIT/chi phí lãi vay tiếp tục được cải thiện khi tăng lên 14 lần (năm 2024 là 11 lần), phản ánh hiệu quả khai thác đội tàu và khả năng tạo ra kết quả kinh doanh tốt để giảm áp lực về chi phí tài chính. Đồng thời, ROA cũng duy trì xu hướng cải thiện trong hai năm gần đây, cho thấy hiệu quả sinh lời từ việc đầu tư vào đội tàu đang được nâng cao.

Biểu đồ 19: HAH gia tăng nợ vay để phát triển đội tàu…



Biểu đồ 20: …dẫn đến chi phí lãi vay tăng nhưng không gây áp lực mạnh đến lợi nhuận



Nguồn: HAH, FPTS Research

C. TRIỂN VỌNG KINH DOANH CỦA HAH

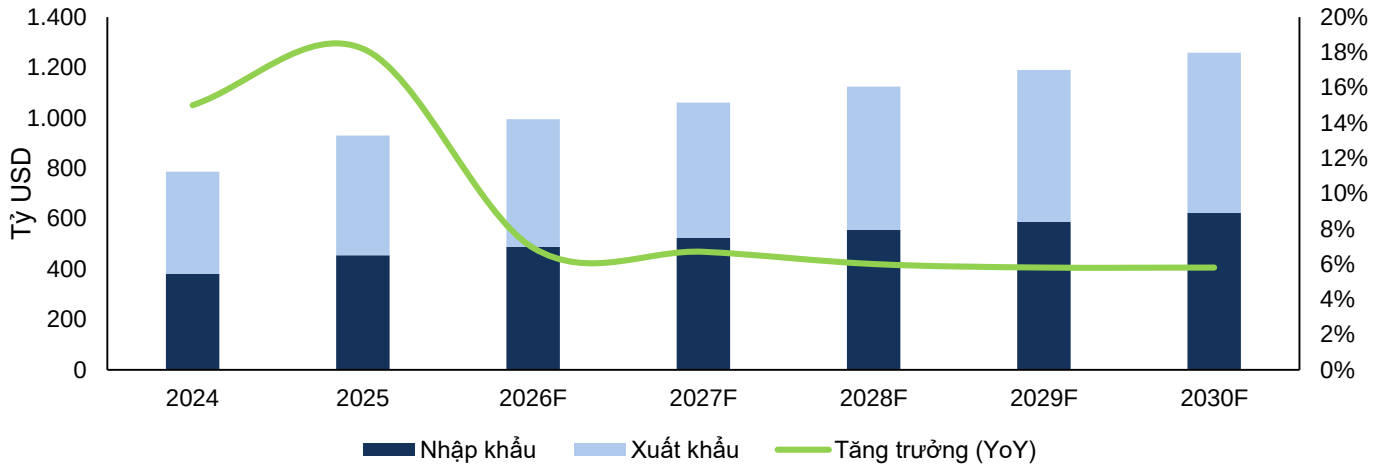
1. Triển vọng mảng khai thác tàu

1.1 Đội tàu tự khai thác.

✓ **Hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam được dự báo tiếp tục tăng trưởng trong năm 2026.** Theo dự báo của S&P Global, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam có thể tăng gần 7% YoY, trong đó xuất khẩu dự kiến tăng 6,5% YoY và nhập khẩu tăng 7,3% YoY. Tốc độ tăng trưởng dự báo giảm tốc so với năm 2025 từ sự hiện hữu của rủi ro bất ổn địa chính trị và thương mại toàn cầu.

Giai đoạn 2027F-2030F, S&P Global tiếp tục dự báo tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam sẽ chậm lại quanh mức 6%/năm. Theo đó, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng về kết quả kinh doanh của HAH trong giai đoạn 2026F-2030F sẽ chậm lại khi kim ngạch xuất nhập khẩu là động lực tăng trưởng chính của ngành, tác động cả thị trường nội địa và quốc tế.

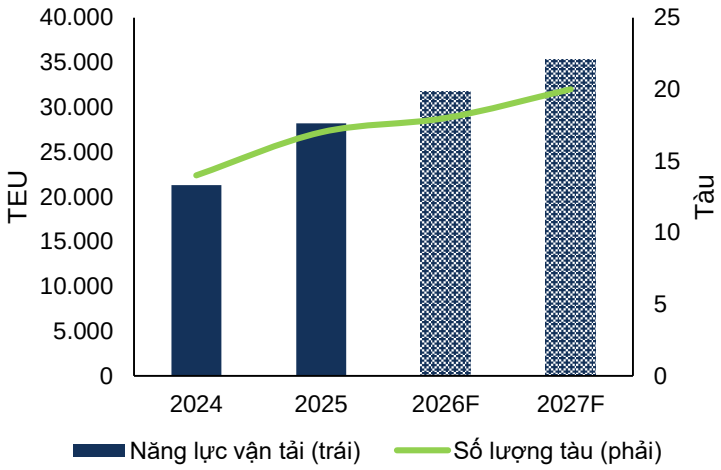
Biểu đồ 21: Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam dự báo tăng trưởng 6-7% trong 2026F-2030F



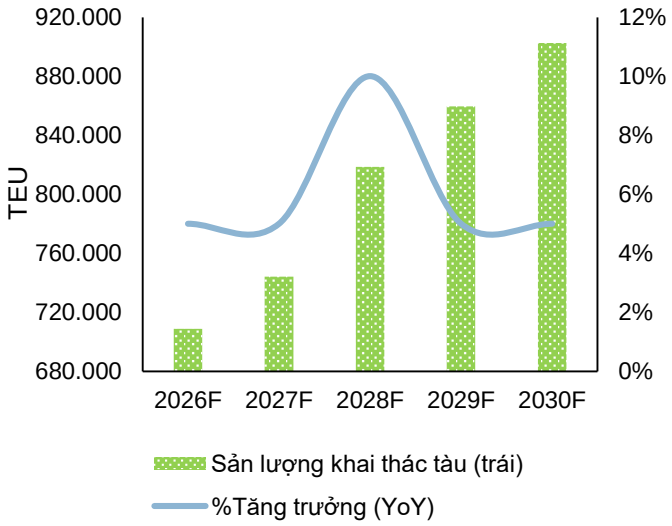
Nguồn: S&P Global, HAH, FPTS Research

✓ **HAH tiếp tục đầu tư mở rộng quy mô trong giai đoạn 2026F-2027F.**

Biểu đồ 22: Năng lực vận tải tiếp tục mở rộng quy mô trong 2026F và 2027F



***Biểu đồ 23: Sản lượng khai thác tàu dự phóng của HAH trong giai đoạn 2026F-2030F**



Nguồn: HAH, FPTS Research

**Biểu đồ 23: trục tung bên trái bắt đầu từ 680.000 TEU*

Đội tàu của HAH chủ yếu hoạt động các tuyến nội địa Hải Phòng – Đà Nẵng – Hồ Chí Minh, đóng góp khoảng 80% sản lượng khai thác. Đây là tuyến chính của thị trường vận tải container nội địa với hoạt động sản xuất và phân phối các mặt hàng tiêu dùng.

Theo kế hoạch phát triển đội tàu, HAH dự kiến đầu tư thêm 2 tàu/năm trong giai đoạn 2025-2027F, tập trung vào tàu container cỡ nhỏ và trung bình, phù hợp với đặc thù tuyến nội địa. Vì vậy quy mô đội tàu khai thác của HAH sẽ tiếp tục tăng trưởng trong 2026F và 2027F.

Chúng tôi ước tính sản lượng khai thác tàu của HAH tiếp tục duy trì tăng trưởng trong giai đoạn 2026F-2030F với CAGR đạt 5% (ngang với tốc độ tăng trưởng CAGR của kim ngạch xuất nhập khẩu) nhờ triển vọng về tăng trưởng xuất nhập khẩu và kế hoạch mở rộng đội tàu.

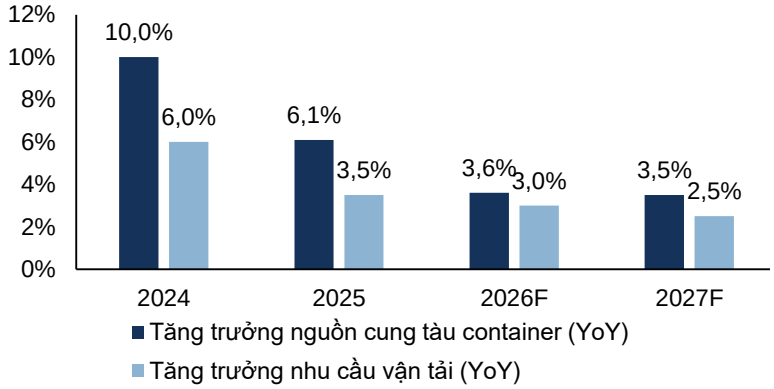
✓ **Giá cước vận tải biển dự báo chịu áp lực giảm trong giai đoạn 2026F-2027F do áp lực dư cung trước khi phục hồi vào năm 2028F khi tăng trưởng nguồn cung chậm lại và các hãng tàu lớn bình ổn giá cước.**

Áp lực dư cung vẫn tiếp diễn khiến giá cước tiếp tục suy giảm trong giai đoạn 2026F-2027F

Trong năm 2025, nhu cầu vận tải container toàn cầu tăng trưởng ở mức thấp, đạt khoảng 3,5% YoY, trong khi nguồn cung đội tàu tiếp tục mở tộng với tốc độ tăng trưởng cao hơn, đạt khoảng 6,1% YoY. Sự chênh lệch cung – cầu này tạo ra áp lực dư cung đáng kể và đây cũng là một trong những nguyên nhân khiến giá cước vận tải container giảm mạnh trong năm 2025.

Dự báo trong giai đoạn 2026F-2027F, tình trạng mất cân bằng cung – cầu vẫn tiếp diễn khi tăng trưởng nguồn cung đạt lần lượt là 3,6% và 3,5%. Trong khi đó, nhu cầu vận tải container chỉ đạt lần lượt là 3% và 2,5%.

Biểu đồ 24: Nhu cầu vận tải container toàn cầu được dự báo tiếp tục tăng trưởng thấp hơn nguồn cung tàu



Nguồn: BIMCO, Alphaliner, FPTS Research

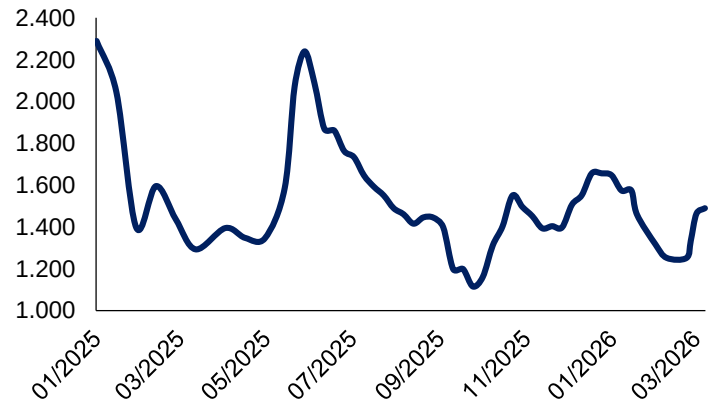
Tại khu vực Hải Phòng, mức độ cạnh tranh khá gay gắt khi các doanh nghiệp vận tải biển liên tục mở rộng quy mô đội tàu. Theo thống kê của Cục Hải quan, trong giai đoạn 2020-2025, tốc độ tăng trưởng CAGR về quy mô đội tàu nội địa tại khu vực Hải Phòng là 9%/năm, trong khi sản lượng container thông qua cảng chỉ tăng 6,1%/năm đã tạo ra chênh lệch giữa nguồn cung tàu và nhu cầu vận tải hàng hoá ngày càng lớn, từ đó tạo áp lực dư cung tại khu vực này.

Gián đoạn vận tải tại Hormuz giúp giá cước phục hồi trong 1H2026 trước khi tiếp tục suy giảm trong 2H2026

Vào cuối tháng 2/2026, căng thẳng địa chính trị leo thang tại khu vực Hormuz đã gây gián đoạn hoạt động vận tải hàng hải, buộc nhiều hãng tàu phải điều chỉnh lịch trình và thay đổi tuyến hành trình nhằm tránh các khu vực rủi ro. Điều này đã đẩy giá cước vận tải container phục hồi mạnh sau giai đoạn suy giảm kéo dài trước đó.

Chúng tôi cho rằng mặt bằng giá cước sẽ tiếp tục được hỗ trợ trong 1H2026 khi rủi ro địa chính trị vẫn hiện hữu và gây ra những gián đoạn nhất định đối với chuỗi vận tải toàn cầu. Tuy nhiên, sang 2H2026, khi các yếu tố hỗ trợ này dần suy yếu giá cước vận tải sẽ tiếp tục quay trở lại xu hướng giảm.

Biểu đồ 25: Chỉ số giá cước vận tải container Thượng Hải (SCFI) tăng vọt khi căng thẳng địa chính trị diễn ra



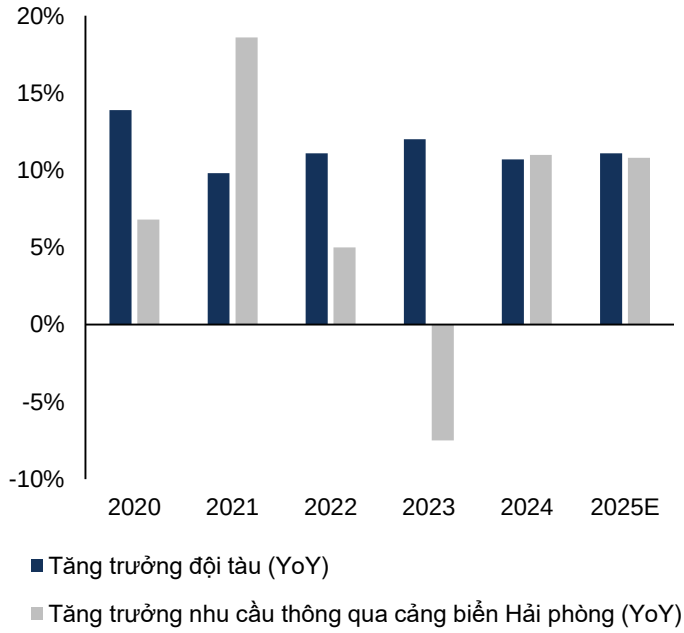
Nguồn: Tradingeconomics

Dựa trên các cơ sở đó, chúng tôi ước tính giá cước vận tải của HAH sẽ giảm lần lượt 3% YoY và 5% YoY trong giai đoạn 2026F-2027F đạt lần lượt 3,7 và 3,5 triệu đồng/TEU.

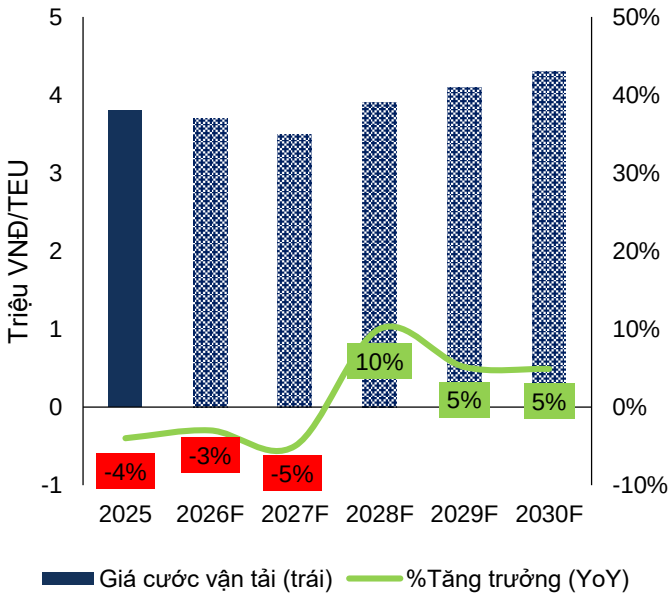
Giá cước vận tải biển kỳ vọng phục hồi từ năm 2028F trở đi. Ngoài yếu tố mất cân bằng cung cầu gây áp lực giảm giá cước, mức độ tập trung thị phần ngày càng cao của các hãng tàu lớn như Maersk, MSC hay CMA CGM cũng là yếu tố quan trọng giúp giá cước vận tải tránh rơi vào chu kỳ giảm sâu kéo dài. Theo dữ liệu ngành, top 5 hãng tàu container lớn nhất hiện nắm giữ gần 70% tổng sức chở toàn cầu. Mức độ tập trung này cho phép các hãng tàu chủ động hơn trong việc quản lý công suất thông qua các biện pháp như điều chỉnh tuyến dịch vụ hoặc tái phân bổ tàu giữa các khu vực, qua đó bình ổn và phục hồi giá cước sau một giai đoạn giảm sâu.

Đồng thời tốc độ tăng trưởng nguồn cung đội tàu đang chậm lại rõ rệt. Sau giai đoạn bùng nổ đơn hàng đóng mới giai đoạn 2021–2024, lượng tàu bàn giao mới dự kiến giảm dần từ năm 2026 trở đi, trong khi tỷ lệ tàu cũ trên 20 năm tuổi chiếm khoảng 8–10% tổng đội tàu toàn cầu – nhóm tàu có chi phí vận hành cao và khó đáp ứng các tiêu chuẩn môi trường mới. Điều này tạo dư địa đáng kể cho hoạt động tháo dỡ tàu cũ trong các năm tới, qua đó giúp thu hẹp nguồn cung và giảm áp lực dư cung lên thị trường. (quay lại)

Biểu đồ 26: Tăng trưởng nguồn cung tàu đang dần cân bằng với tăng trưởng nhu cầu vận tải hàng hoá tại Hải Phòng trong vài năm gần đây



Biểu đồ 27: Giá cước vận tải bình quân của HAH giảm trong 2026F-2027F do dư cung tàu trước khi phục hồi vào 2028F



Nguồn: Cục Hải quan, HAH, FPTS Research

1.2 Đội tàu cho thuê định hạn

✓ **Tiếp tục tái ký hợp đồng cho thuê định hạn với giá cước cho thuê đang neo ở mức cao.**

+ Số ngày cho thuê tiếp tục duy trì tích cực như năm 2025 trong bối cảnh giá cước cho thuê tàu định hạn cao. Việc các hãng tàu ưu tiên thuê tàu trung – dài hạn để đảm bảo hoạt động ổn định khi rủi ro địa chính trị và thương mại toàn cầu sẽ giúp tối ưu tỷ lệ khai thác đội tàu, hạn chế thời gian tàu nhàn rỗi. Điều này cũng giúp cho các hợp đồng cho thuê tàu được tái ký với thời hạn dài hơn. Đối với HAH, các hợp đồng cho thuê định hạn giai đoạn trước năm 2025 thường dao động từ 6-8 tháng. Tuy nhiên từ năm 2025, các hợp đồng tái ký có xu hướng kéo dài hơn, dao động từ 9 tháng đến 2 năm, phản ánh nhu cầu thuê tàu ổn định hơn. Vì vậy, chúng tôi dự phóng các hợp đồng cho thuê tàu của HAH sẽ tiếp tục được tái ký với thời hạn dài như năm 2025 trong bối cảnh giá cước cho thuê đang neo cao.

+ Giá cho thuê định hạn vẫn duy trì ở mức cao. Đầu năm 2026, giá cho thuê định hạn tiếp tục tăng 6-10% YoY và vẫn tiếp tục neo cao từ giữa năm 2025 đến nay. Chúng tôi kỳ vọng giá cước cho thuê tàu định hạn của HAH trong năm 2026F sẽ tiếp tục được tái ký với mức giá bình quân đạt gần 21.000 USD/ngày, tương đương cùng kỳ.

Bảng 3: Danh sách các tàu cho thuê định hạn của HAH năm 2026F

Tên tàu	Năm mua	Tải trọng (TEU)	Thời hạn thuê	Giá thuê năm 2026F (USD/ngày)	% YoY
HAIAN VIEW	2020	1.577	12/2026	14.500	0%
HAIAN WEST	2021	1.740	12/2026	16.000	0%
HAIAN EAST	2021	1.702	12/2026	18.000	0%
HAIAN MIND	2019	1.804	11/2026	19.500	-2,5%
ANBIEN BAY	2022	1.794	12/2026	40.000	0%
ANBIEN ROSE	2022	1.708	12/2026	15.000	0%
ANBIEN SKY	2024	1.781	12/2026	17.000	0%
HAIAN OPUS	2024	1.781	12/2026	24.000	0%
HAIAN BETA	2025	1.781	12/2026	18.000	0%
HAIAN GAMA	2025	3.400	11/2026	30.000	0%
HAIAN ZETA	2025	1.781	06/2026	16.000	0%

Nguồn: HAH, FPTS Research

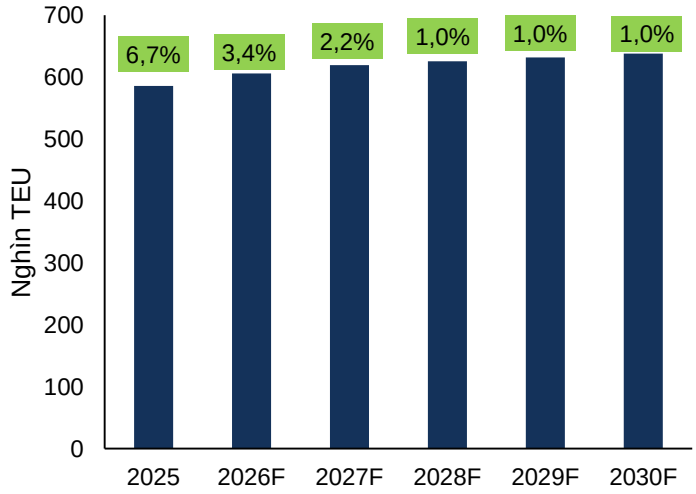
2. Triển vọng mảng khai thác cảng

✓ **Cảng HAH tiếp tục vai trò phụ trợ cho hoạt động vận tải của doanh nghiệp.**

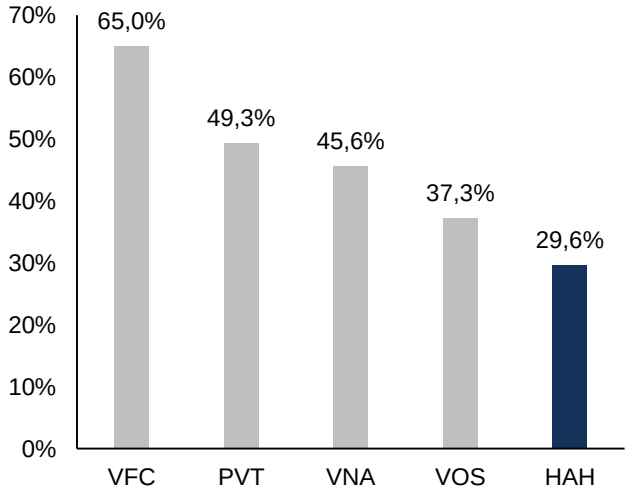
Việc kết hợp hai mảng kinh doanh đảm bảo mang lại nguồn hàng cho hoạt động khai thác cảng, hạn chế áp lực cạnh tranh với các cảng khác trong khu vực Hải Phòng. Cùng với đó, giá bốc dỡ container của HAH cũng cao hơn so với các cảng khác trong cùng khu vực (chi tiết mục triển vọng khai thác cảng trong báo cáo cập nhật tin tức tháng 07/2025).

Ngoài ra, việc có cảng Hải An phụ trợ cho hoạt động xếp dỡ hàng hóa giúp doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí dịch vụ mua ngoài (chiếm khoảng gần 30% chi phí sản xuất kinh doanh).

Biểu đồ 28: Sản lượng khai thác cảng của HAH tăng trưởng nhẹ trong thời gian tới



Biểu đồ 29: Tỷ trọng chi phí dịch vụ mua ngoài của các doanh nghiệp vận tải niêm yết

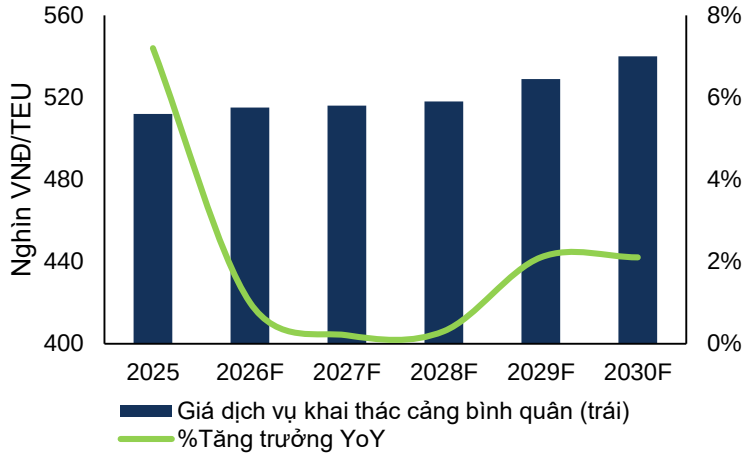


Nguồn: HAH, FPTS Research

+ Sản lượng khai thác cảng được đảm bảo nhờ nguồn hàng bốc dỡ của đội tàu HAH. Chúng tôi kỳ vọng với sản lượng hàng bốc dỡ từ đội tàu của HAH, cảng Hải An sẽ vẫn duy trì sản lượng khai thác đạt bình quân mỗi năm quanh 600 nghìn TEU trong giai đoạn 2026F-2030F, trong đó cũng phản ánh một số chuyến tàu của HAH sẽ cập bến tại cảng Nam Hải Đình Vũ theo hợp tác với VSC.

+ Giá cước dịch vụ khai thác cảng cải thiện theo xu hướng chung của ngành và lợi thế từ vai trò phụ trợ cho hoạt động khai thác tàu của HAH.

***Biểu đồ 30: Giá cước dịch vụ khai thác cảng bình quân của HAH tiếp tục cải thiện**



Nguồn: HAH, FPTS Research

**Biểu đồ 29: trục tung bên trái bắt đầu từ 400 nghìn VNĐ/TEU*

Chúng tôi kỳ vọng giá cước dịch vụ khai thác cảng bình quân của HAH sẽ tiếp tục cải thiện trong các năm tới nhờ:

(1) áp lực chi phí đầu vào gia tăng như chi phí nhân công, chi phí vận hành cảng.

(2) vị thế khai thác tích hợp của HAH giữa vận tải và cảng giúp doanh nghiệp giảm rủi ro canh tranh về giá.

Ước tính giá cước dịch vụ khai thác cảng bình quân của HAH sẽ đạt tốc độ tăng trưởng CAGR là 1,1% trong giai đoạn 2026F-2030F (ngang với CAGR giai đoạn 2020-2025)

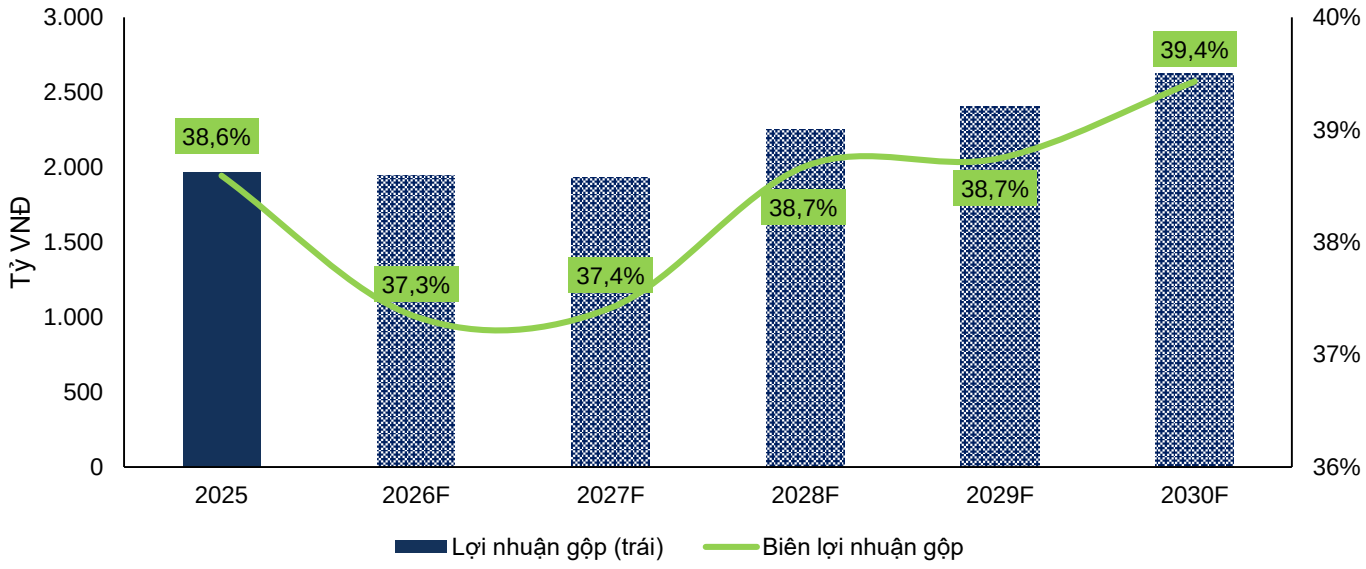
3. Lợi nhuận đi ngang trong giai đoạn 2026F-2027F trước khi bật tăng trở lại vào 2028F

✓ **Lợi nhuận đi ngang trong giai đoạn 2026F-2027F khi áp lực dư cung vẫn còn hiện hữu.**

Chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp của HAH trong 2026F-2027F sẽ đạt lần lượt 1.946 tỷ đồng (-1%YoY) và 1.930 tỷ đồng (-0,8% YoY) gần như đi ngang sau mức tăng trưởng đột biến của năm 2025.

Trong giai đoạn 2026F–2027F, nguồn cung tàu được dự báo tiếp tục gia tăng với tốc độ cao hơn so với tăng trưởng nhu cầu, qua đó, tạo áp lực dư cung và kéo giá cước vận tải đi xuống. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, căng thẳng địa chính trị tại Hormuz khiến giá cước phục hồi trong 1H2026. Dù vậy, khi yếu tố này suy yếu thì dự kiến giá cước vận tải sẽ tiếp tục suy giảm trong 2H2026. Sang 2027F, áp lực dư cung vẫn còn hiện hữu khi đội tàu vẫn tiếp tục tăng trưởng vượt nhu cầu vận tải, qua đó làm cho giá cước vận tải vẫn sẽ tiếp tục giảm. Trong bối cảnh này, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của HAH sẽ thu hẹp 1,2–1,3 đpt YoY.

Biểu đồ 31: Biên lợi nhuận gộp thu hẹp trong giai đoạn 2026F-2027F trước khi phục hồi vào 2028F



Nguồn: HAH, FPTS Research
Trục tung bên phải bắt đầu bằng 36%

✓ **Lợi nhuận kỳ vọng phục hồi từ năm 2028F.**

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp của HAH sẽ quay lại xu hướng tăng trưởng khi thị trường vận tải tái cân bằng. Tốc độ tăng trưởng nguồn cung chậm lại cùng với đó nhu cầu vận tải hàng hoá phục hồi theo đà mở rộng thương mại và sản xuất toàn cầu sẽ hỗ trợ phục hồi giá cước. Ước tính lợi nhuận gộp năm 2028F đạt mức 2.249 tỷ đồng (+16,5% YoY) và biên lợi nhuận mở rộng lên mức 38,7% (+1,3 đpt YoY).

✓ **Về chi phí sản xuất kinh doanh của HAH:**

Tổng chi phí sản xuất kinh doanh bao gồm 04 chi phí chính là chi phí nguyên vật liệu (chiếm 30%), chi phí khấu hao (chiếm 18%), chi phí dịch vụ mua ngoài (chiếm 29,6%) và chi phí nhân công (chiếm 13,2%). Cụ thể:

- Chi phí nguyên vật liệu chủ yếu là chi phí mua dầu cho hoạt động vận tải của đội tàu.
  Đầu tháng 3/2026, giá dầu thế giới tăng mạnh trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông làm dấy lên lo ngại gián đoạn nguồn cung, đặc biệt tại khu vực Hormuz – tuyến vận chuyển dầu quan trọng của thế giới. Giá dầu Brent đã có thời điểm tiệm cận ngưỡng 120 USD/thùng (+66,7% so với cuối tháng 2) trước khi điều chỉnh trở lại, cho thấy mức độ biến động mạnh của thị trường năng lượng trong giai đoạn này. Chúng tôi ước tính giá dầu bình quân đạt 72 USD/thùng (+3,9% YoY) tương đương với mức chi phí nguyên vật liệu của HAH sẽ tăng 2,2% YoY trong năm 2026F và giảm 7% YoY trong năm 2027F khi giá dầu giảm về mức 67 USD/thùng (theo dự báo của JP Morgan).
- Việc đưa thêm tàu mới vào khai thác sẽ khiến cho chi phí khấu hao ước tính của HAH tăng mạnh trong giai đoạn 2026F-2027F lần lượt đạt 28,1% và 6,3% YoY.
- Đối với chi phí dịch vụ mua ngoài chủ yếu là chi phí thuê nhà kho, máy móc và phương tiện vận tải, phục vụ cho hoạt động khai thác cảng (do mảng này luôn hoạt động vượt công suất nên HAH cần thuê thêm các dịch vụ bên ngoài). Chúng tôi ước tính chi phí dịch vụ mua ngoài sẽ neo theo tốc độ tăng trưởng về doanh thu của HAH.

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của HAH giai đoạn 2026F-2027F ước tính giảm lần lượt 1,2% và 3,5% YoY và sau đó phục hồi 19,6% YoY trong năm 2028F với giả định tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần duy trì ổn định quanh mức 2,5% và chi phí tài chính tăng lần lượt 23,1% YoY và 6,8% YoY do tăng vay nợ để đầu tư mở rộng đội tàu.

D. YẾU TỐ THEO DÕI (quay lại)

1. Giá cước vận tải biển chịu áp lực dư cung tàu.

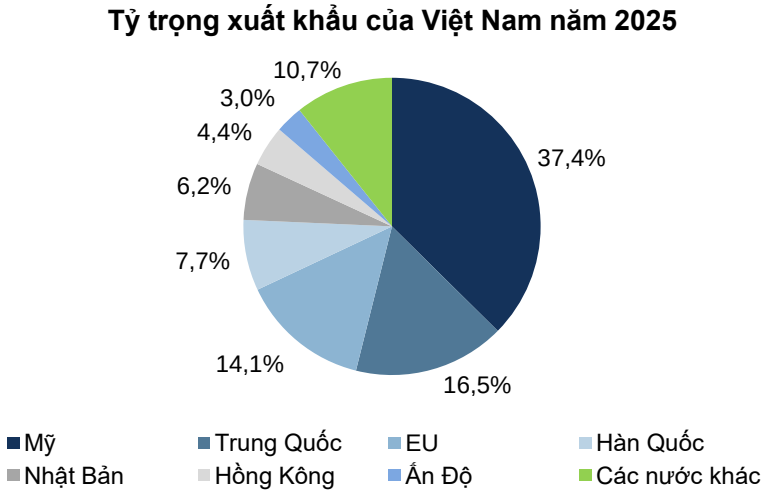
Tốc độ tăng trưởng nhu cầu thương mại toàn cầu thấp hơn mức gia tăng của nguồn cung tàu mới bàn giao. Làn sóng đặt đóng tàu trong giai đoạn 2021–2024 đang bước vào chu kỳ giao nhận, trong khi triển vọng nhu cầu vận tải chỉ hồi phục ở mức trung bình, tạo áp lực dư cung trên phạm vi toàn cầu, gây áp lực lên giá cước vận tải.

Tại khu vực Hải Phòng, đội tàu container nội địa ghi nhận xu hướng gia tăng đáng kể trong các năm gần đây nhờ các doanh nghiệp tích cực đầu tư tàu mới và gia hạn hợp đồng thuê tàu trong bối cảnh giá cho thuê định hạn neo cao. Trong khi đó, tăng trưởng sản lượng hàng hóa chưa theo kịp tốc độ mở rộng công suất, khiến hệ số sử dụng tàu suy giảm. Điều này tạo áp lực cạnh tranh về giá giữa các hãng tàu. Cụ thể, chỉ số giá cước vận tải container Thượng Hải (SCFI) trong tháng 2/2026 đã giảm 24,5% so với cuối năm 2025 và giảm 21,5% YoY.

Tuy nhiên, căng thẳng địa chính trị tại khu vực Hormuz khiến một số tuyến vận tải bị gián đoạn và kéo dài hành trình, giúp giá cước vận tải biển phục hồi ngay lập tức (chỉ số giá cước vận tải container Thượng Hải (SCFI) tăng 19% so với đáy tháng 2). Khi căng thẳng địa chính trị vẫn còn leo thang, chúng tôi kỳ vọng giá cước sẽ phục hồi trong 1H2026. Dù vậy, khi các yếu tố hỗ trợ này dần suy yếu và nguồn cung tàu mới tiếp tục gia tăng, giá cước sẽ quay trở lại xu hướng giảm trong 2H2026. Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính giá cước vận tải của HAH giảm lần lượt 3% YoY và 5% YoY trong giai đoạn 2026F–2027F.

2. Chính sách thuế quan từ Mỹ: Kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam phụ thuộc rất lớn vào thị trường Mỹ.

Biểu đồ 32: Mỹ là khách hàng lớn nhất của Việt Nam



Nguồn: FPTS Research

Năm 2025, xuất khẩu sang Mỹ chiếm khoảng 37,4% tổng kim ngạch xuất khẩu cả nước, qua đó khẳng định vai trò là đối tác thương mại lớn của Việt Nam. Vì vậy, việc thay đổi chính sách thương mại hoặc thuế quan từ phía Mỹ, đặc biệt là các biện pháp áp thuế lên hàng hóa nhập khẩu, đều tác động mạnh đến hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam.

Trong bối cảnh đó, việc gia tăng thuế quan từ phía Mỹ có thể làm suy giảm sức cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam, đồng thời ảnh hưởng đến dòng chảy thương mại và kế hoạch sản xuất của doanh nghiệp xuất khẩu. Hệ quả là nhu cầu vận chuyển hàng hóa bị ảnh hưởng và tác động trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp vận tải biển, đặc biệt là HAH – doanh nghiệp nội địa sở hữu đội tàu vận tải contaier lớn nhất Việt Nam.

Vào ngày 20/02/2026, Tòa án Tối cao Hoa Kỳ đã tuyên bố vô hiệu các mức thuế đối ứng ban hành theo IEEPA. Ngay sau đó, Donald Trump đã ký sắc lệnh áp thuế 10% toàn cầu theo Mục 122 của Đạo luật Thương mại 1974. Sau đó, Cơ quan hải quan và Bảo vệ Biên giới Mỹ đưa ra thông báo hệ thống chính thức dừng thu các loại thuế dựa trên Đạo luật IEEPA và áp dụng mức thuế toàn cầu là 10% đối với hàng hóa xuất khẩu sang Mỹ (trừ các mặt hàng chiến lược) có hiệu lực từ ngày 24/02/2026, tối đa thời gian áp dụng là 150 ngày.

Trong ngắn hạn, việc loại bỏ khung thuế cũ và thay thế bằng một mức thuế tạm thời với thời hạn rõ ràng đã phần nào cải thiện tâm lý thị trường, thúc đẩy các hoạt động thương mại trước khi mức thuế quan dài hạn được xác lập. Điều này sẽ hỗ trợ tích cực cho nhu cầu vận chuyển hàng hóa trong nửa đầu năm 2026. Sau khi hết thời hạn 150 ngày (dự kiến cuối tháng 7/2026), nếu mức thuế này tiếp tục được gia hạn thì hoạt động kinh doanh của HAH có thể tốt hơn kịch bản định giá hiện tại. Chúng tôi sẽ cập nhật các giả định và đánh giá trong báo cáo tiếp theo.

3. Lãi suất tăng sẽ gây áp lực lên lợi nhuận của HAH.

HAH đẩy mạnh vay nợ trong giai đoạn 2024-2025, nâng tỷ lệ nợ vay lên mức 25-30% tổng tài sản (trước đó duy trì quanh 20%) cho việc đầu tư mở rộng đội tàu. Với kế hoạch đầu tư tàu trong giai đoạn 2026F-2027F, HAH tiếp tục tăng vay nợ để đáp ứng nhu cầu vốn mua tàu. Chúng tôi ước tính nếu lãi suất tăng 1% sẽ khiến lợi nhuận sau thuế của HAH giảm lần lượt 1,5% và 2% trong năm 2026F và 2027F.

D. CHI TIẾT CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ (quay lại)

Chúng tôi tiến hành định giá HAH bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu HAH theo các phương pháp có mức bình quân là 63.200 VNĐ/cp, cao hơn 12,1% so với mức giá đóng cửa ngày 17/03/2026. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu trung và dài hạn.

Kết quả định giá

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VNĐ/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do doanh nghiệp FCFF	64.708	50%
2	Dòng tiền tự do chủ sở hữu FCFE	61.825	50%
	Giá mục tiêu (làm tròn)	**63.200**	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T2/2026	Thay đổi so với T2/2023	Giả định mô hình	T2/2026	Thay đổi so với T2/2023
WACC 2026	12,17%	-6,92 đpt	Phần bù rủi ro	10,34%	-1,13 đpt
Chi phí sử dụng nợ	8,2%	+1,26 đpt	Hệ số beta	0,85	-0,53
Chi phí sử dụng vốn	14,09%	-0,12 đpt	Tăng trưởng dài hạn	1%	-
Lãi suất phi rủi ro	4,22%	-0,18 đpt	Thời gian dự phóng	10 năm	+5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VNĐ)	8.415
(+) Tiền mặt (tỷ VNĐ)	533
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)	2.200
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	10.935
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	168,8
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	**64.708**
Tổng hợp định giá FCFE	**Giá trị**
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	6.343
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	**61.825**

Lịch sử khuyến nghị

STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị (VNĐ/cp)	Chi tiết báo cáo
1	MUA	21/02/2023	37.550	Báo cáo định giá lần đầu
2	THEO DÕI	05/02/2024	38.300	Báo cáo cập nhật tin tức
3	MUA	12/09/2024	39.000	Báo cáo cập nhật tin tức
4	THEO DÕI	15/07/2025	67.900	Báo cáo cập nhật tin tức

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

HĐKD (Tỷ VNĐ)	2025A	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	**5.091**	**5.212**	**5.166**	**5.814**
Giá vốn hàng bán	(3.126)	(3.266)	(3.235)	(3.565)
Lợi nhuận gộp	**1.965**	**1.946**	**1.930**	**2.248**
Chi phí bán hàng	-	-	-	-
Chi phí quản lí DN	(147)	(119)	(129)	(139)
Lợi nhuận thuần HĐKD	**1.817**	**1.826**	**1.801**	**2.109**
(Lỗ)/lãi HĐTC	36	34	28	24
Lợi nhuận khác	2	23	16	33
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	1.855	1.884	1.846	2.166
Chi phí lãi vay	(131)	(164)	(177)	(169)
Lợi nhuận trước thuế	1.724	1.719	1.669	1.996
Thuế TNDN	(323)	(335)	(333)	(399)
Lợi nhuận sau thuế	**1.401**	**1.384**	**1.335**	**1.597**
Lợi ích cổ đông thiểu số	194	186	180	215
LNST của CĐ CT mẹ	**1.207**	**1.198**	**1.155**	**1.381**
EPS	6.830	6.512	5.965	7.185
Khấu hao	594	753	801	914
Tăng trưởng doanh thu	27,5%	2,4%	-0,9%	12,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	72,1%	0,5%	-1,3%	17,1%
Tăng trưởng EBIT	72,0%	1,6%	-2,0%	17,3%

Chỉ số khả năng sinh lời	2025A	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất LN gộp	38,6%	37,3%	37,4%	38,7%
Tỷ suất LNST	23,7%	23,0%	22,4%	23,8%
ROE	31,0%	24,4%	20,8%	22,0%
ROA	15,1%	13,0%	11,7%	13,3%
Vòng quay tổng tài sản	0,6x	0,6x	0,5x	0,6x
Đòn bẩy tài chính	2,1x	1,9x	1,8x	1,6x

Chỉ số hiệu quả vận hành	2025A	2026F	2027F	2028F
Số ngày phải thu	43,84	50,89	51,71	48,61
Số ngày tồn kho	14,19	17,74	18,21	17,29
Số ngày phải trả	70,27	73,24	75,2	71,38
Thời gian luân chuyển tiền	(12,25)	(4,62)	(5,29)	(5,48)
COGS / Hàng tồn kho	35,6x	21,0x	19,9x	22,2x
Chỉ số TT/đòn bẩy TC	**2025A**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
CS thanh toán hiện hành	1,0x	1,3x	1,4x	2,5x
CS thanh toán nhanh	0,9x	1,2x	1,3x	2,4x
CS thanh toán tiền mặt	0,4x	0,6x	0,6x	1,5x
Nợ/TTS	0,4x	0,3x	0,3x	0,2x
Nợ/VCSH	0,6x	0,5x	0,4x	0,3x

CĐKT (Tỷ VNĐ)	2025A	2026F	2027F	2028F
Tài sản				
Tiền, tương đương tiền	587	801	709	1.560
Các khoản phải thu	718	662	680	755
Hàng tồn kho	155	153	160	176
TSNH khác	103	101	105	116
Tổng tài sản ngắn hạn	**1.564**	**1.780**	**1.599**	**2.662**
Tài sản CĐHH	5.099	5.690	6.231	5.336
Nguyên giá	7.696	9.041	10.383	10.402
Khấu hao lũy kế	(2.597)	(3.351)	(4.152)	(5.066)
Đầu tư tài chính dài hạn	600	600	600	600
Tài sản dài hạn khác	1.402	1.362	1.362	1.533
Xây dựng cơ bản dở dang	49	49	49	49
Tổng tài sản dài hạn	7.150	7.701	8.241	7.518
Tổng tài sản	**8.714**	**9.481**	**9.840**	**10.180**
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Vay và nợ ngắn hạn	711	585	418	284
Các khoản phải trả	641	637	663	730
Quỹ khen thưởng	162	157	157	177
Nợ ngắn hạn	**1.514**	**1.379**	**1.238**	**1.191**
Vay và nợ dài hạn	1.489	1.534	1.444	854
Phải trả dài hạn khác	316	353	353	384
Nợ dài hạn	**1.805**	**1.887**	**1.797**	**1.238**
Tổng nợ	**3.319**	**3.266**	**3.035**	**2.429**
Vốn góp chủ sở hữu	1.689	1.689	1.689	1.689
LN chưa phân phối	1.319	1.985	2.412	3.066
VCSH	**5.395**	**6.215**	**6.805**	**7.751**
Tổng nguồn vốn	**8.714**	**9.481**	**9.840**	**10.180**

LCTT (tỷ VNĐ)	2025A	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	**921**	**587**	**801**	**709**
LNST	**1.401**	**1.384**	**1.335**	**1.597**
+ Khấu hao	594	753	801	914
+ Điều chỉnh	-	-	-	-
+ Thay đổi vốn lưu động	(334)	(365)	(259)	(339)
Tiền từ HĐKD	**1.708**	**1.773**	**1.878**	**2.172**
+ Chi mua sắm TSCĐ	(1.689)	(1.344)	(1.341)	(19)
+ Tăng (giảm) đầu tư	-	-	-	-
+ Các HĐ đầu tư khác	(317)	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	**(2.006)**	**(1.344)**	**(1.341)**	**(19)**
+ Cổ tức đã trả	(156)	(168)	(337)	(337)
+ Thay đổi nợ ngắn hạn		(126)	(166)	(134)
+ Thay đổi nợ dài hạn		45	(90)	(590)
Tiền từ HĐTC	**(89)**	**(214)**	**(627)**	**(1.062)**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(387)	214	(91)	1089
Tiền cuối năm	**587**	**801**	**709**	**1.560**

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS không nắm giữ cổ phiếu HAH, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại http://ezsearch.fpts.com.vn hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ, Thành phố Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: 2437739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, Tòa nhà 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: 028 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: 02363553888