

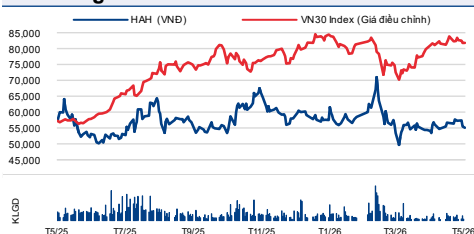
Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

Giá mục tiêu: VNĐ62,400 (từ VNĐ66,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 13.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/5/2026)	55,100
Mã Bloomberg	HAH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	49,700-71,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	55,925
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,378
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	393
Slg CP lưu hành (tr.đv)	188
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	56.5
Slg CP NN được mua (tr.đv)	38.5
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.56%
Tỷ lệ freefloat	61.0%
Cổ đông lớn	tư và Vận tải Hải Hà (15.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.18	(5.81)	(3.73)
So với chỉ số	2.07	(6.29)	(32.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	6,064	5,947	2.0
2027F	5,462	6,570	(16.9)
2028F	6,238	6,971	(10.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

HAH được thành lập năm 2009 tiền thân là một cảng container tại Hải Phòng. HAH mở rộng sang hoạt động vận tải container từ năm 2014 và hiện tại đang là doanh nghiệp vận tải hàng container lớn nhất Việt Nam.

Chuyên viên phân tích**Trần Thị Thu Nga, CFA**

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & nga.ttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Chê Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành Công Nghiệp
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Đẩy mạnh mở rộng đội tàu; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị đối với HAH lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) sau khi giá cổ phiếu gần đây suy yếu không hợp lý. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 6% giá mục tiêu xuống 62.400đ do giả định WACC mới cao hơn. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 13% và EV/EBITDA dự phóng là 5,2 lần cho cả năm 2026 và 2027.
- HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027 nhưng tăng 7% dự báo năm 2028 trên cơ sở công suất mở rộng. Trong 3 năm tới, HAH có kế hoạch mở rộng đội tàu hiện tại (gồm 20 tàu) thông qua việc nhận bàn giao 8 tàu đóng mới và mua thêm tàu đã qua sử dụng.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% kể từ báo cáo doanh nghiệp gần nhất của HSC (vào đầu tháng 3), HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 4,5 lần, chỉ cao hơn tương đối so với bình quân 5 năm ở mức 3,7 lần.

Sự kiện: KQKD Q1/2026 tích cực và kế hoạch mở rộng đội tàu

KQKD Q1/2026 tích cực và sát với dự báo của HSC với lợi nhuận thuần đạt 300 tỷ đồng (tăng 29% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần 1,3 nghìn tỷ đồng (tăng 8% so với cùng kỳ), tương ứng 24% và 25% dự báo cho cả năm 2026 của chúng tôi trước kỳ công bố KQKD.

Trong khi đó, trong tháng 4 và 5, HAH đã nhận bàn giao hai tàu đã qua sử dụng, nâng quy mô đội tàu lên 20 chiếc (so với 18 chiếc vào cuối năm 2025 và cao hơn kỳ vọng của HSC là chỉ bổ sung một tàu trong năm này), với tổng công suất đạt 33.100 TEU (tăng 13% so với cuối năm 2025). Trong tháng 3/2026, HAH cũng ký hợp đồng đóng mới hai tàu có sức chở 7.100 TEU (chưa được đưa vào dự báo trước đó của HSC). Cùng với các hợp đồng đã ký trong năm 2025, HAH dự kiến sẽ nhận bàn giao tổng cộng tám tàu đóng mới (gồm bốn tàu 3.000 TEU và bốn tàu 7.100 TEU), dự kiến được bàn giao trong giai đoạn 2027-2029. Sau khi được bàn giao đầy đủ, các tàu này sẽ bổ sung thêm 40.400 TEU công suất (tương đương 122% công suất hiện tại).

Tác động: Giữ nguyên dự báo các năm 2026-2027, tăng 7% dự báo năm 2028

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027 nhưng tăng 7% dự báo năm 2028 nhờ kế hoạch mở rộng đội tàu mạnh hơn. Dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 của HSC – tương đối thấp hơn so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 3% trong năm nay, giảm 8% trong năm tới (do HSC dự kiến cước vận tải sẽ hạ nhiệt), trước khi tăng trưởng 14% trong năm 2028 khi phần lớn các tàu đóng mới được bàn giao.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua và 13% kể từ báo cáo doanh nghiệp gần nhất của HSC (vào đầu tháng 3), HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 4,5 lần, chỉ cao hơn tương đối so với bình quân từ năm 2021 ở mức 3,7 lần. Mặc dù tăng dự báo lợi nhuận nhưng HSC giảm 6% giá mục tiêu xuống 62.400đ do thay đổi các giả định định giá (giả định WACC cao hơn do tăng giả định beta và chi phí nợ vay, trong khi thời điểm định giá được lùi thêm 6 tháng sang giữa năm 2027); theo đó tiềm năng tăng giá là 13% và tương ứng EV/EBITDA dự phóng là 5,2 lần cho cả năm 2026 và 2027.

HSC nâng khuyến nghị đối với HAH lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ). Kế hoạch đẩy mạnh mở rộng đội tàu của HAH sẽ giúp đảm bảo tăng trưởng dài hạn và bù đắp cho khả năng cước vận tải giảm trong tương lai.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,529	2,406	2,624	2,613 ▲	3,326 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	651	1,207	1,241	1,148	1,311 ▲
EPS ĐC (đồng)	4,797	6,431	6,064	5,462	6,238 ▲
DPS (đồng)	0	2,000	3,000 ▲	3,000 ▲	3,000 ▲
BVPS (đồng)	27,005	26,704	27,628 ▼	30,722 ▼	34,682 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.29	4.56	4.18	4.32	3.42
P/E ĐC (lần)	11.5	8.57	9.09	10.1	8.83
Lợi suất cổ tức (%)	0	3.63	5.44	5.44	5.44
P/B (lần)	2.04	2.06	1.99	1.79	1.59
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	43.2	34.1	(5.69)	(9.94)	14.2
ROAE (%)	21.9	31.0	25.6	20.9	21.3

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Đẩy mạnh mở rộng đội tàu để hỗ trợ tăng trưởng dài hạn

HSC nâng khuyến nghị đối với HAH lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) mặc dù giảm 6% giá mục tiêu xuống 62.400đ (tiềm năng tăng giá 13%) sau khi giá cổ phiếu gần đây suy yếu không hợp lý. Dự báo của HSC – gần như giữ nguyên cho các năm 2026-2027 và tăng 7% cho năm 2028 nhờ kế hoạch mở rộng đội tàu tích cực hơn kỳ vọng – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 3% trong năm nay, giảm 8% trong năm 2027 (do HSC dự kiến cước vận tải điều chỉnh), sau đó tăng trưởng 14% trong năm 2028 khi các tàu đóng mới được bàn giao. Công suất đội tàu của HAH sẽ tăng hơn gấp đôi vào năm 2028, qua đó giúp đảm bảo tăng trưởng dài hạn và bù đắp các yếu tố bất lợi của ngành.

Đẩy mạnh mở rộng đội tàu hơn nữa

Trong tháng 4 và 5 năm nay, công ty liên doanh do HAH sở hữu 40% cổ phần là Hải An Green Shipping Lines (công ty tư nhân/chưa niêm yết, được thành lập vào tháng 8/2025 dưới hình thức liên doanh giữa HAH và VSC (CTCP Container Việt Nam; chưa khuyến nghị)), đã nhận bàn giao hai tàu là Green Park (1.060 TEU) và Green Time (2.800 TEU). Hai tàu này có tuổi đời từ 10-15 năm và là hai tàu đầu tiên của liên doanh này. Sau các thương vụ mua tàu này, tổng số tàu của HAH đã tăng lên đạt 20 chiếc (so với 18 chiếc vào cuối năm 2025) với tổng công suất đạt 33.100 TEU (tăng 13,2% so với cuối năm 2025). Trong tổng số 20 tàu hiện tại, có 10 tàu được cho thuê theo hợp đồng thuê tàu định hạn, trong khi 10 tàu còn lại do Công ty tự vận hành.

Trong khi đó, HAH cũng đang có kế hoạch đóng mới tàu quy mô lớn. Cụ thể:

- Trong tháng 5/2025, HAH đã ký hợp đồng với Jiangsu New Yangzi Shipbuilding của Trung Quốc để đóng mới bốn tàu container 3.000 TEU với tổng vốn đầu tư 184 triệu USD. Tàu đầu tiên dự kiến được bàn giao vào tháng 12/2027, trong khi các tàu tiếp theo sẽ được bàn giao cách nhau mỗi 3 tháng.
- Trong tháng 11/2025, Hải An Green Shipping Lines đã ký hợp đồng với China Shipbuilding Trading Co., Ltd (CSTC) và Dalian Shipbuilding Industry Co., Ltd (DSIC) của Trung Quốc để đóng mới hai tàu container 7.100 TEU với tổng vốn đầu tư 184 triệu USD. Hai tàu này dự kiến bàn giao vào tháng 6/2028 và tháng 9/2028.
- Trong tháng 3/2026, HAH cũng đã ký hợp đồng với CSTC và DSIC để đóng mới hai tàu container 7.100 TEU với tổng vốn đầu tư 184 triệu USD. Hai tàu này dự kiến bàn giao vào tháng 1/2029 và tháng 4/2029.

Bảng 1: Kế hoạch đóng tàu mới, HAH

Kế hoạch đóng mới tàu tham vọng của HAH với 8 tàu (tổng công suất 40.400 TEU sẽ được bàn giao trong năm 2027-2028

Hợp đồng đã ký kết	Nhà đầu tư	HAH sở hữu	Số lượng tàu	Công suất/tàu (TEU)	Công suất (TEU)	Dự kiến bàn giao
T5-25	HAH	100%	4	3,000	12,000	T12-27, T3-28, T6-28, T9-28
T11-25	Haian Green Shipping Lines	40%	2	7,100	14,200	T6-28 & T9-28
T3-25	HAH	100%	2	7,100	14,200	T1-29 & T4-29
Tổng cộng			8		40,400	

Nguồn: HAH

Bảng 2: Tổng vốn đầu tư cho 8 tàu mới, HAH

Tổng vốn đầu tư cho 8 tàu mới đạt 442 triệu USD

Kích thước tàu (TEU)	Nhà đầu tư	Số lượng tàu	Vốn đầu tư/tàu (triệu USD)	Vốn đầu tư (triệu USD)	HAH sở hữu	Vốn đầu tư của HAH (triệu USD)
3,000	HAH	4	46	184	100%	184
7,100	Haian Green Shipping Lines	2	92	184	40%	74
7,100	HAH	2	92	184	100%	184
Total				552		442

Nguồn: HAH

Theo đó, HAH sẽ nhận bàn giao tám tàu đóng mới trong các năm 2027-2028 (tàu đầu tiên dự kiến được bàn giao vào tháng 12/2027 và bảy tàu còn lại dự kiến được bàn giao trong năm 2028) với tổng công suất đạt 40.400 TEU, cao hơn công suất hiện tại của HAH là 33.155 TEU. Tổng vốn đầu tư cho các tàu này là 552 triệu USD (14,6 nghìn tỷ đồng), trong đó phần vốn góp thực tế của HAH là 441,6 triệu USD (11,7 nghìn tỷ đồng). Về tiến độ thanh toán, HAH sẽ thanh toán trước 10% khi ký hợp đồng, 30% sẽ được thanh toán theo từng giai đoạn và 60% còn lại sẽ được thanh toán khi tàu được bàn giao.

Các tàu này được định hướng cho thuê theo hợp đồng thuê tàu định hạn. Theo BLĐ, các tàu này dự kiến sẽ được cho thuê ngay sau khi bàn giao nhờ nhu cầu mạnh đối với phân khúc tàu này. HSC đồng tình với quan điểm này do nguồn cung tàu feeder vẫn còn hạn chế, qua đó hỗ trợ giá cho thuê tàu của phân khúc này trong những năm gần đây, trong khi các chủ tàu lớn chủ yếu tập trung đóng mới các tàu cỡ lớn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các tàu này sẽ được cho thuê ngay sau khi bàn giao và đóng góp vào tăng trưởng doanh thu cũng như lợi nhuận từ năm 2028 trở đi. Các tàu mới này có thể khai thác các tuyến vận tải quốc tế đường dài thay vì các tuyến nội Á như phần lớn đội tàu hiện tại (có sức chở 1.100-1.800 TEU).

Cập nhật tài liệu ĐHCĐ năm 2026

HAH sẽ tổ chức ĐHCĐ năm 2026 vào ngày 6/6 tại Hải Phòng. Tài liệu ĐHCĐ (công bố vào ngày 15/6) bao gồm một số điểm chính như sau.

Kế hoạch HĐKD năm 2026

Năm 2026, HAH đặt kế hoạch doanh thu thuần đạt 5.140 tỷ đồng (tăng trưởng 1% so với năm trước) và lợi nhuận thuần đạt 1.250 tỷ đồng (giảm 11%). Các kế hoạch này tương ứng 102% và 101% dự báo cho cả năm 2026 trước đó của HSC. Kế hoạch trên được đánh giá là tương đối thận trọng trong bối cảnh các yếu tố bất lợi có thể gây áp lực giảm lên cước vận tải container, bao gồm (i) việc bàn giao các tàu đóng mới và (ii) khả năng các hãng tàu nổi lại hoạt động vận tải qua kênh đào Suez.

Bảng 3: Kế hoạch kinh doanh năm 2026, HAH

Năm 2026, HAH đặt kế hoạch doanh thu thuần đạt 5.140 tỷ đồng (tăng trưởng 1%) và lợi nhuận thuần đạt 1.250 tỷ đồng (giảm 11%).

Tỷ đồng	2025	KH công ty 2026	Tăng trưởng	Dự báo cũ của HSC 2026F	Tăng trưởng	KH/dự báo cũ
Doanh thu thuần	5,091	5,140	1.0%	5,034	-1.1%	102.1%
Lợi nhuận thuần	1,207	1,250	3.6%	1,240	2.8%	100.8%

Nguồn: HAH, HSC

Cổ tức tiền mặt cho năm 2025 là 2.000đ/cp

Cho năm 2025, HAH đề xuất phương án chi trả cổ tức tiền mặt ở mức 2.000đ/cp (cao hơn kỳ vọng trước đây của HSC là 1.000đ/cp). Mức cổ tức này tương ứng tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức là 31,2% và lợi suất cổ tức là 3,5% tại thị giá hiện tại. Cho năm 2026, HAH dự kiến chia cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 30%.

Phát hành 3,5 triệu cổ phiếu ESOP cho năm 2026 (tương đương 1,86% tổng số cổ phiếu đang lưu hành)

HAH đề xuất phát hành tối đa 3,5 triệu cổ phiếu ESOP cho năm 2026, tương đương 1,86% tổng số cổ phiếu đang lưu hành hiện tại, với giá phát hành là 10.000đ/cp. Số cổ phiếu này sẽ bị hạn chế chuyển nhượng trong vòng 2 năm kể từ ngày phát hành. Thời gian phát hành dự kiến diễn ra trong giai đoạn từ Q2/2026 đến Q4/2026, sau khi nhận được chấp thuận từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Trước đó, trong tháng 4, HAH đã hoàn tất phát hành 2,5 triệu cổ phiếu ESOP (cho năm 2025), tương đương 1,35% tổng số cổ phiếu đang lưu hành trước khi phát hành ESOP, với giá phát hành là 10.000đ/cp. Số cổ phiếu này sẽ bị hạn chế chuyển nhượng trong vòng 3 năm.

Phát hành trái phiếu kèm chứng quyền

Nhằm tài trợ cho kế hoạch đẩy mạnh mở rộng đội tàu, HAH đề xuất chào bán ra công chúng trái phiếu không chuyển đổi kèm chứng quyền cho cổ đông hiện hữu. Các điều khoản chính bao gồm:

- Khối lượng phát hành: Tối đa 18,83 triệu trái phiếu. Cổ đông sở hữu 10 cổ phiếu sẽ được quyền mua 1 trái phiếu.
- Mệnh giá: 100.000đ/tp.
- Tổng giá trị huy động từ phát hành trái phiếu: Tối đa 1,88 nghìn tỷ đồng.
- Lãi suất coupon: Sẽ do HĐQT quyết định nhưng không vượt quá 8%/năm.
- Chứng quyền: Mỗi trái phiếu đi kèm một chứng quyền và mỗi chứng quyền cho phép người sở hữu mua tối đa 10 cổ phiếu với giá thực hiện là 20.000đ/cp. Theo đó, tối đa 18,834 triệu chứng quyền có thể được phát hành, tương ứng tối đa 188,34 triệu cổ phiếu mới, tương đương tổng số cổ phiếu đang lưu hành hiện tại.
- Trái phiếu có kỳ hạn 5 năm, trong khi chứng quyền có thể được thực hiện 3 lần trong thời gian này với các thông tin chi tiết được trình bày tại Bảng 4.

HAH có thể huy động tối đa 1,88 nghìn tỷ đồng từ đợt phát hành trái phiếu này và tối đa 3,76 nghìn tỷ đồng từ việc phát hành cổ phiếu thông qua thực hiện chứng quyền đi kèm. Theo đó, tổng số vốn huy động có thể lên tới 5,64 nghìn tỷ đồng trong 5 năm tới nếu toàn bộ lượng trái phiếu được phân phối hết và tất cả chứng quyền đi kèm đều được thực hiện. Nguồn vốn này sẽ được sử dụng để tài trợ cho kế hoạch đóng mới tàu, tương đương 48% tổng nhu cầu vốn đầu tư cho 8 tàu mới của HAH.

HSC hiện chưa đưa kế hoạch này vào mô hình dự báo do đề xuất phát hành này vẫn cần được cổ đông thông qua tại ĐHCĐ cũng như được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước phê duyệt. Hiện tại, thông tin về cả thời điểm phát hành và tỷ lệ đăng ký mua thực tế vẫn còn chưa chắc chắn. HSC sẽ cập nhật vào mô hình dự báo sau khi đợt phát hành hoàn tất. Lưu ý, nếu toàn bộ lượng trái phiếu được phân phối hết, lượng cổ phiếu phát hành mới từ chứng quyền đi kèm sẽ tương đương một đợt chào bán quyền mua theo tỷ lệ 1:1.

Bảng 4: Lịch trình thực hiện quyền mua chứng quyền, HAH

Chứng quyền có thể được thực hiện ba lần trong suốt kỳ hạn 5 năm của trái phiếu

Tranche	Thời gian	Khối lượng
1	Không sớm hơn 2 năm kể từ ngày phát hành trái phiếu	Tối đa 30% tổng số chứng quyền đang lưu hành
2	Không sớm hơn 3 năm kể từ ngày phát hành trái phiếu	Tối đa 50% tổng số chứng quyền đang lưu hành
3	Không sớm hơn 4 năm kể từ ngày phát hành trái phiếu	Số chứng quyền còn lại

Nguồn: HAH

Bảng 5: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2026-2028, HAH

HSC gần như giữ nguyên ước tính lợi nhuận năm 2026-2027 nhưng dự báo năm 2028 lên 7% nhờ dự báo đội tàu mở rộng mạnh hơn kỳ vọng

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh			2025-28 CAGR
	2025A	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
Doanh thu thuần	5,091	5,034	5,309	5,712	5,594	5,840	6,953	11.1%	10.0%	21.7%	10.9%
Lợi nhuận thuần	1,207	1,240	1,153	1,226	1,241	1,148	1,311	0.1%	-0.5%	6.9%	2.8%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần	27.5%	-1.1%	5.5%	7.6%	9.9%	4.4%	19.1%				
Lợi nhuận thuần	85.5%	2.8%	-7.0%	6.4%	2.9%	-7.5%	14.2%				

Nguồn: HSC

Tăng bình quân 2% dự báo giai đoạn 2026-2028

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho các năm 2026-2027 nhưng tăng 7% dự báo năm 2028 sau kế hoạch mở rộng đội tàu. Dự báo mới của HSC cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 3% trong năm nay đạt 1.241 tỷ đồng, sau đó giảm 8% trong năm tới xuống 1.148 tỷ đồng (do HSC dự kiến cước vận tải hạ nhiệt khi tuyến vận tải qua Biển Đỏ được nối lại một phần) trước khi tăng trưởng trở lại 14% trong năm 2028 đạt 1.311 tỷ đồng (khi phần lớn các tàu đóng mới được bàn giao). Trong số 8 tàu đóng mới, tàu đầu tiên (3.000 TEU) dự kiến được bàn giao vào tháng 12/2027; 5 tàu tiếp theo (bao gồm 3 tàu 3.000 TEU và 2 tàu 7.100 TEU) sẽ được bàn giao xuyên suốt năm 2028, trong khi 2 tàu 7.100 TEU còn lại dự kiến được bàn giao vào tháng 1/2029 và tháng 4/2029.

KQKD Q1/2026 tích cực và sát với dự báo của HSC, với lợi nhuận thuần đạt 300 tỷ đồng (tăng 29% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần 1,3 nghìn tỷ đồng (tăng 8% so với cùng kỳ), nhờ đóng góp trọn vẹn từ hai tàu được mua trong năm 2025 gồm Haian Zeta (1.700 TEU) vào tháng 2/2025 và Haian Iris (1.100 TEU) vào tháng 10/2025. Các kết quả này bằng lần lượt 24% và 25% dự báo trước đó cho cả năm 2026 của HSC.

Do chưa đưa kế hoạch phát hành trái phiếu vào mô hình dự báo, chúng tôi hiện giả định HAH sẽ tài trợ 50% kế hoạch đóng mới tàu bằng nợ vay dài hạn (tương đương tỷ lệ sử dụng nợ vay đối với các tàu đã qua sử dụng). Trong các năm 2026-2027, dự báo doanh thu cao hơn nhờ đóng góp từ hai tàu mới mua dù bị bù trừ phần nào bởi chi phí lãi vay cao hơn do dư nợ tăng để tài trợ cho kế hoạch đóng mới tàu.

Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) trên cơ sở định giá

Kết luận và phương pháp định giá

Mặc dù HSC điều chỉnh tăng nhẹ dự báo lợi nhuận nhưng tác động tích cực này đã bị bù trừ bởi các giả định định giá thận trọng hơn. Theo đó, chúng tôi giảm 6% giá mục tiêu xuống 62.400đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 13% và EV/EBITDA dự phóng là 5,2 lần cho cả năm 2026 và 2027. Tổng công suất đội tàu của HAH sẽ tăng hơn gấp đôi vào năm 2028, qua đó giúp đảm bảo tăng trưởng dài hạn và bù đắp các yếu tố bất lợi tiềm ẩn của ngành. Chúng tôi cũng kỳ vọng cổ phiếu sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn. Theo đó, HSC nâng khuyến nghị đối với HAH lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Các giả định định giá cơ bản bao gồm:

- Lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (không đổi) và beta 1,1 (tăng từ 1,0 trước đó theo Bloomberg). Chi phí nợ vay được nâng lên mức 9% (từ 8%) nhằm phản ánh mặt bằng lãi suất tăng. Theo đó, giả định WACC tăng lên mức 12,6% (từ 12,0% trước đó).
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn giữ nguyên ở mức 2%.
- Lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027.

Bảng 6: Tính toán FCF, HAH

Vốn đầu tư dự kiến sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2026-2029 do mở rộng đội tàu

Tỷ đồng	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	1,817	1,982	1,831	2,152	2,369	2,628
Thuế	323	344	318	364	381	423
Cộng: Khấu hao	588	641	782	1,174	1,601	1,749
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(1,690)	(3,400)	(2,870)	(3,608)	(2,926)	(1,590)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(215)	(53)	(28)	(129)	(116)	(74)
UFCF	137	(1,226)	(652)	(842)	454	2,188

Nguồn: HSC

Bảng 7: Định giá DCF, HAH

Giá mục tiêu mới là 62.400đ

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF	Đơn vị	Giữa năm-2027
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	13,834
Beta	1.10	Giá trị hiện tại của dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	(139)
Chi phí vốn CSH	13.7%	Tổng giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	13,696
Chi phí nợ	9.0%	Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	2,456
Tỷ trọng vốn CSH	78.8%	Trừ: Nợ ngắn hạn + nợ dài hạn, điều chỉnh	Tỷ đồng	(4,405)
Tỷ trọng nợ	21.2%	Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	11,747
WACC	12.8%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	188.3
		Giá trị vốn CSH/CP	Đồng/cp	62,400

Nguồn: HSC

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), HAH

Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Lãi suất phi rủi ro		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	1.0%	57,900	63,700	70,600	79,200	90,100
	1.5%	54,700	60,000	66,300	74,100	83,800
	2.0%	51,700	56,600	62,400	69,500	78,200
	2.5%	49,000	53,500	58,800	65,200	73,000
	3.0%	46,400	50,500	55,400	61,200	68,300

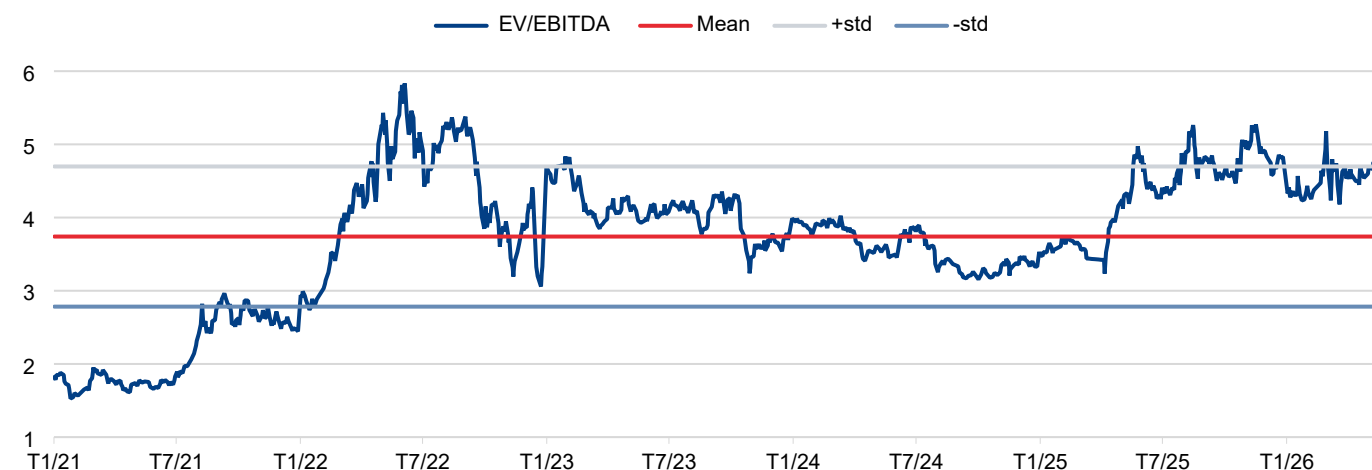
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% kể từ báo cáo cập nhật gần nhất của HSC vào ngày 6/3, HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 4,5 lần, chỉ cao hơn tương đối so với bình quân 5 năm ở mức 3,7 lần.

Biểu đồ 9: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, HAH

HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 4,5 lần, chỉ cao hơn tương đối so với bình quân 5 năm ở mức 3,7 lần


Nguồn: HSC

Rủi ro đầu tư

Các rủi ro chính đối với dự báo của HSC bao gồm cước vận tải thấp hơn kỳ vọng do (i) tuyến vận tải qua Biển Đỏ được nối lại và (ii) nguồn cung tàu tăng lên.

Cước vận tải container đã duy trì ở mức cao kể từ tháng 10/2023 khi các cuộc tấn công của lực lượng Houthis tại Biển Đỏ buộc các hãng tàu phải chuyển hướng đi vòng qua Mũi Hảo Vọng, làm kéo dài thời gian vận chuyển thêm 10-14 ngày. Trong tháng 10/2025, lực lượng Houthi và Israel đã đạt được thỏa thuận ngừng bắn. Đến cuối năm 2025 và đầu năm 2026, các hãng tàu lớn đã bắt đầu dần nối lại hoạt động vận tải qua Biển Đỏ một cách thận trọng. Tuy nhiên, xung đột Mỹ-Iran bắt đầu từ ngày 28/2/2026 cùng với các mối đe dọa mới từ lực lượng Houthi đã một lần nữa làm gián đoạn tuyến vận tải này. HSC đã phản ánh giả định cước vận tải giảm trong năm 2027 do tuyến vận tải qua Biển Đỏ được nối lại một phần. Tuy nhiên, việc tuyến vận tải này được nối lại sớm hơn hoặc muộn hơn kỳ vọng có thể tạo ra rủi ro KQKD thực hiện thấp hơn/cao hơn dự báo của HSC.

Ngoài ra, rủi ro suy giảm kinh tế toàn cầu có thể làm suy yếu nhu cầu vận tải biển và dẫn đến tình trạng dư cung tàu. Nếu HAH không thể cho thuê toàn bộ đội tàu mới nhận bàn giao, lợi nhuận có thể chịu áp lực do chi phí khấu hao và chi phí lãi vay tăng.

Hiện tại, HSC đánh giá rủi ro này vẫn ở mức có thể kiểm soát do phân khúc tàu mà HAH đang đầu tư (tàu feeder) vẫn đang thiếu hụt nguồn cung trên thị trường. Trong vài năm qua, các hãng tàu lớn chủ yếu tập trung đóng mới các tàu cỡ lớn, khiến nhu cầu đối với tàu feeder vượt nguồn cung. Do đó, chỉ trong trường hợp kinh tế toàn cầu suy giảm nghiêm trọng thì tình hình này mới có thể đảo chiều.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	3,992	5,091	5,594	5,840	6,953
Lợi nhuận gộp	1,267	1,965	2,150	2,007	2,360
Chi phí BH&QL	(211)	(147)	(168)	(175)	(209)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,056	1,817	1,982	1,831	2,152
Lãi vay thuần	(94.1)	(95.5)	(144)	(134)	(210)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	18.3	26.2	28.8	31.7	34.9
Lợi nhuận khác	(3.15)	(24.6)	(27.1)	(28.2)	(33.6)
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	977	1,724	1,840	1,701	1,943
Chi phí thuế TNDN	(177)	(323)	(344)	(318)	(364)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(150)	(194)	(254)	(235)	(268)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	651	1,207	1,241	1,148	1,311
Lợi nhuận thuần ĐC	582	1,086	1,113	1,029	1,175
EBITDA ĐC	1,529	2,406	2,624	2,613	3,326
EPS (đồng)	5,361	7,145	6,766	6,094	6,960
EPS ĐC (đồng)	4,797	6,431	6,064	5,462	6,238
DPS (đồng)	0	2,000	3,000	3,000	3,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	121	169	183	188	188
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	121	169	188	188	188
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	121	169	188	188	188

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	922	534	2,198	2,593	3,964
Đầu tư ngắn hạn	70.5	54.0	59.3	61.9	73.8
Phải thu khách hàng	504	718	783	818	973
Hàng tồn kho	87.8	155	171	178	212
Các tài sản ngắn hạn khác	168	103	113	118	140
Tổng tài sản ngắn hạn	1,753	1,564	3,324	3,769	5,363
TSCĐ hữu hình	4,566	4,993	5,504	6,428	7,231
TSCĐ vô hình	3.86	2.75	2.78	2.81	2.84
Bất động sản đầu tư	0	14.5	0	0	0
Đầu tư dài hạn	41.3	69.3	74.1	76.5	87.1
Đầu tư vào Cty LD,LK	153	580	637	665	791
Tài sản dài hạn khác	772	1,491	779	973	1,087
Tổng tài sản dài hạn	5,537	7,150	6,996	8,145	9,199
Tổng cộng tài sản	7,290	8,714	10,320	11,914	14,562
Nợ ngắn hạn	532	711	783	818	973
Phải trả người bán	206	275	302	315	375
Nợ ngắn hạn khác	357	340	373	390	464
Tổng nợ ngắn hạn	1,210	1,514	1,665	1,739	2,070
Nợ dài hạn	1,798	1,489	1,996	2,699	4,002
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	310	316	316	316	316
Tổng nợ dài hạn	2,108	1,805	2,312	3,015	4,318
Tổng nợ phải trả	3,318	3,319	3,977	4,753	6,388
Vốn chủ sở hữu	3,277	4,509	5,204	5,786	6,532
Lợi ích cổ đông thiểu số	695	885	1,139	1,374	1,642
Tổng vốn chủ sở hữu	3,972	5,395	6,343	7,160	8,174
Tổng nợ phải trả và VCSH	7,290	8,714	10,320	11,914	14,562
BVPS (đ)	27,005	26,704	27,628	30,722	34,682
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,408	1,667	581	923	1,012

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,056	1,817	1,982	1,831	2,152
Khấu hao	(473)	(588)	(641)	(782)	(1,174)
Lãi vay thuần	(94.1)	(95.5)	(144)	(134)	(210)
Thuế TNDN đã nộp	(117)	(274)	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(25.6)	(427)	0	0	0
Khác	(36.6)	(117)	(142)	(130)	(209)
LCT thuần từ HĐKD	1,405	1,709	3,180	2,582	2,981
Đầu tư TS dài hạn	(1,698)	(1,690)	(1,091)	(1,622)	(1,623)
Góp vốn & đầu tư	(57.5)	(316)	7.55	7.55	7.55
Thanh lý	10.9	(1.53)	0	0	0
Khác	84.5	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,660)	(2,007)	(1,083)	(1,614)	(1,615)
Cổ tức trả cho CSH	(0.02)	(157)	(338)	(565)	(565)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,029	173	579	737	1,459
Khác	(99.5)	(105)	(673)	(744)	(889)
LCT thuần từ HĐTC	930	(88.8)	(432)	(572)	5.02
Tiền & tương đương tiền đầu kì	245	922	534	2,198	2,593
LCT thuần trong kỳ	675	(387)	1,665	395	1,371
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.63	(1.19)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	922	534	2,198	2,593	3,964
Dòng tiền tự do	(293)	18.8	2,089	960	1,358

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	31.7	38.6	38.4	34.4	33.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	38.3	47.3	46.9	44.7	47.8
Tỷ suất LNT (%)	16.3	23.7	22.2	19.7	18.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	18.1	18.7	18.7	18.7	18.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	52.8	27.5	9.88	4.40	19.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	79.8	57.4	9.05	(0.40)	27.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	64.7	86.5	2.47	(7.55)	14.2
Tăng trưởng EPS (%)	47.0	33.3	(5.30)	(9.94)	14.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	43.2	34.1	(5.69)	(9.94)	14.2
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	50.0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	28.0	44.3	49.2	43.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	21.9	31.0	25.6	20.9	21.3
ROACE (%)	20.1	27.4	25.0	19.5	19.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.63	0.64	0.59	0.53	0.53
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.33	0.94	1.60	1.41	1.39
Số ngày tồn kho	11.8	18.1	18.1	17.0	16.8
Số ngày phải thu	67.6	83.9	83.0	77.8	77.4
Số ngày phải trả	27.5	32.1	32.0	30.0	29.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	43.2	37.1	11.3	16.0	15.6
Nợ/tài sản (%)	32.1	25.3	27.0	29.6	34.2
EBIT/lãi vay (lần)	11.2	19.0	13.7	13.7	10.2
Nợ/EBITDA (lần)	1.53	0.92	1.06	1.35	1.50
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.45	1.03	2.00	2.17	2.59
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.03	2.15	1.96	1.94	1.64
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.29	4.56	4.18	4.32	3.42
P/E (lần)	10.3	7.71	8.14	9.04	7.92
P/E ĐC (lần)	11.5	8.57	9.09	10.1	8.83
P/B (lần)	2.04	2.06	1.99	1.79	1.59
Lợi suất cổ tức (%)	0	3.63	5.44	5.44	5.44

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn