

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HSX: HAH)
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TIẾP TỤC BỨT PHÁ

- Lợi nhuận ròng 6T/25 đạt 594.8 tỷ đồng (+ 223.4% svck) nhờ sản lượng khai thác tàu tăng tốt và giá nhiên liệu giảm mạnh.
- LN ròng của HAH sẽ duy trì đà tăng 86.1%/13.3% svck trong 2025/26 do giá cước cho thuê tàu duy trì ở mức cao và sản lượng tiếp tục tăng trưởng nhờ sản lượng nội Á gia tăng và nhu cầu vận chuyển nội địa cải thiện.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho HAH, giá mục tiêu 84,000VNĐ/cp.

Tốc độ tăng trưởng LN ròng được duy trì trong Q2/2025

Trong Q2/2025, doanh thu HAH đạt 1,274.7 tỷ (+34.3% svck), do sản lượng khai thác cảng và khai thác tàu tăng trưởng tích cực nhờ xu hướng front-loading và các thị trường nội Á mở rộng thị trường xuất khẩu. Giá dầu Brent thế giới trong Q2/2025 giảm mạnh hỗ trợ biên LN gộp cải thiện tích cực, kết hợp với nỗ lực kiểm soát chi phí giúp tỷ trọng SG&A giảm 2.1điểm% svck giúp LN ròng Q2/2025 đạt 374.2 tỷ đồng (+234.6% svck). LN ròng 6T25 đạt 594.8 tỷ đồng, tăng 223.4% svck, cao hơn kỳ vọng và hoàn thành 81.6% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Triển vọng kinh doanh 2025-26 duy trì đà tăng trưởng tốt sau điều chỉnh
Chúng tôi điều chỉnh doanh thu hoạt động khai thác tàu giảm 2.1% trong 2025 và tăng 2.6% trong 2026 so với dự phóng cũ để phản ánh: (1) quyết định giảm 11% biểu cước tàu hồi T3/2025, (2) Giá cước cho thuê tàu neo ở mức cao lâu hơn dự kiến nhờ nhu cầu cho thuê tàu 1,700-1,800 TEU gia tăng và căng thẳng địa chính trị kéo dài, (3) Sản lượng khai thác tàu duy trì đà tăng nhờ sản lượng khu vực nội Á gia tăng và thị trường BĐS phía Nam phục hồi giúp nhu cầu vận chuyển VLXD gia tăng và (4) Hợp tác với VSC giúp nâng cao năng lực khai thác tàu và cải thiện lợi thế cạnh tranh của HAH trong trung và dài hạn. Sau điều chỉnh, doanh thu khai thác tàu duy trì mức tăng 24.9%/14.6% svck, yếu tố chính giúp tổng doanh thu 2025-26 tăng 24.1%/13.7% svck. Chúng tôi điều tăng biên LN gộp 2025-26 thêm 12.7/12 điểm% sv dự phóng cũ chủ yếu nhờ điều chỉnh giảm chi phí nhiên liệu do triển vọng giá dầu giảm mạnh hơn kỳ vọng, cũng như điều chỉnh giảm chi phí SG&A 33.7%/30.9% sv dự phóng cũ để phản ánh mức độ quản lý chi phí tốt hơn kỳ vọng của HAH trong 6T2025. Tổng hợp lại, LN ròng 2025-26 điều chỉnh tăng 62.7%/69.6% sv dự phóng cũ. Sau điều chỉnh, LN ròng 2025-26 duy trì mức tăng tốt 86.1%/13.3% svck.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu của HAH là 84,000 VNĐ/cổ phiếu
Chúng tôi nâng giá mục tiêu so với báo cáo trước 106.4% do điều chỉnh tăng EPS 2025-26 tăng 62.7%/69.6% sv dự phóng cũ. Chúng tôi cho rằng LN ròng của HAH sẽ duy trì mức tăng tốt trong 25-26 nhờ: (1) Giá cước cho thuê neo ở mức cao, (2) Sản lượng nội Á gia tăng tích cực và (3) nhu cầu vận chuyển nội địa tiếp tục cải thiện khi thị trường BĐS phía Nam phục hồi. Nhờ mức thuế quan cạnh tranh, kết hợp với vị thế là một trong những doanh nghiệp sở hữu đội tàu lớn nhất Việt Nam, chúng tôi đánh giá HAH sẽ tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh, do vậy chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để tích lũy cổ phiếu HAH.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26
Doanh thu thuần	2,613	3,992	4,954	5,635
Lợi nhuận ròng	385	651	1,211	1,372
Tăng trưởng DTT	-18%	53%	24%	14%
Tăng trưởng LN ròng	-66%	124%	86%	13%
Biên LN gộp	23%	32%	41%	41%
Biên EBITDA	33%	38%	45%	47%
ROAE	12%	22%	33%	32%
ROAA	7%	13%	19%	18%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	2,279	3,854	7,171	8,126
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	18,777	23,520	29,564	33,529

Nguồn: HAH, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

84,000 VND

Giá mục tiêu

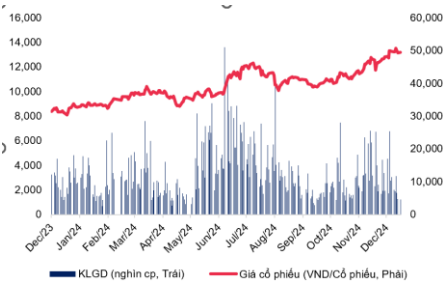
Tiềm năng tăng giá

49.2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh EPS tăng 62.7%/69.6% sv dự phóng cũ.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinproX, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	56,300
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	64,400
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	29,600
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	10,874
P/E (TTM)	7.1
P/B	1.7
Thị suất cổ tức (%)	2
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	6.6%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu (%)

CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà	15.7
CTCP Container Việt Nam	12.7
Công ty TNHH Vận tải và Đại lý vận tải Đa phương thức	5.3
CTCP Quản lý Quỹ Leadvisors	464

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Võ Đức Anh

Anh.voduc@mbs.com.vn

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HSX: HAH)

Luận điểm đầu tư và định giá

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu của HAH là 84,000 đồng/cổ phiếu dựa trên các luận điểm chính:

- Doanh thu cho thuê tàu của HAH duy trì đà tăng trưởng trong 2025-2026 nhờ gia hạn sớm các hợp đồng thuê tàu khi giá cước cho thuê neo cao kết hợp với kỳ vọng giá cước cho thuê duy trì ở mức cao đến hết Q2/2026 do căng thẳng địa chính trị kéo dài và tiến độ dịch chuyển các tuyến dịch vụ trở lại khu vực Biển Đỏ chậm hơn dự kiến.
- HAH tiếp tục mở rộng đội tàu khai thác để đáp ứng nhu cầu vận chuyển gia tăng bất chấp ảnh hưởng từ thuế quan khi các nước khu vực nội Á mở rộng thị trường xuất khẩu, Việt Nam có mức thuế quan cạnh tranh so với các nước trong khu vực và thị trường BĐS phía Nam phục hồi giúp nhu cầu vận chuyển vật liệu xây dựng gia tăng.
- Việc hợp tác chiến lược với VSC giúp HAH cải thiện năng lực hoạt động, nâng cao lợi thế cạnh tranh trong trung và dài hạn, đặc biệt khi VSC tiến hành nâng cấp luồng hàng hải từ Nam Đình Vũ tới Nam Hải Đình Vũ, đáp ứng nhu cầu nâng kích cỡ tàu để khai thác các tuyến quốc tế của HAH.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi nâng định giá của HAH lên 84,000 VNĐ/cp (+106.4% so với báo cáo trước) do điều chỉnh tăng EPS 2025-2026 62.7%/69.6% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh, EPS duy trì mức tăng 86.1%/13.3% svck. Chúng tôi sử dụng EV/EBITDA mục tiêu cho giai đoạn 2025-26 là 6.7x, tương ứng với mức trung bình 2 năm, do kỳ vọng hoạt động kinh doanh sẽ tiếp tục bứt phá nhờ hoạt động mở rộng đội tàu và giá cước cho thuê tiếp tục duy trì ở mức cao, tương tự như 2 năm trở lại đây. Nhờ mức thuế quan cạnh tranh, kết hợp với vị thế là một trong những doanh nghiệp sở hữu đội tàu lớn nhất Việt Nam, chúng tôi đánh giá HAH sẽ tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh, do vậy chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để tích lũy cổ phiếu HAH.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ	Giá theo tỷ trọng
FCFF	84,630	50%	42,315
EV/EBITDA (với EV/EBITDA mục tiêu =	83,431	50%	41,716
Giá mục tiêu			84,030
Giá mục tiêu làm tròn			84,000
Tiềm năng tăng giá			33.8%

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Định giá EV/EBITDA

Phương pháp EV/EBITDA	2025	2026
EBITDA (tỷ đồng)	2,220	2,635
EV/EBITDA mục tiêu		6.7
(-) Tổng nợ		3,117
(+) Tiền và tương đương tiền		940
Giá trị doanh nghiệp		14,088
SLCP đang lưu hành (triệu)		168.86
Giá mục tiêu		83,431

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Định giá của EV/EBITDA của HAH trong giai đoạn 2018 - 2025



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 4: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3%
Beta	1
Phần bù rủi ro thị trường	8.7
Chi phí VCSH	11.5%

Nguồn: MBS Research

Hình 5: WACC và tăng trưởng dài hạn

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Chi phí nợ	8%
Mức thuế	20%
WACC	10%
Tăng trưởng dài hạn	1.5%

Nguồn: MBS Research

Hình 6: Dự phóng FCFF

Dự phóng FCFF	2025	2026	2027	2028	///	2035
(+) LNST	1,491	1,668	1,899	2,018		2,057
(+) Chi phí phi tiền mặt	404	494	574	731		1,677
(+) Chi phí lãi vay sau thuế	108	111	137	164		316
(-) Đầu tư TSCĐ	1,644	995	2,138	1,502		2,594
(+) Thay đổi VLĐ	-328	156	-398	104		-249
FCFF sau chiết khấu	31	1,297	61	1,125		447

Nguồn: MBS Research

Hình 7: Phương pháp định giá FCFF

Định giá theo FCFF		
(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2024F-2034F	tỷ đồng	9,912
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	5,073
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	992
(-) Nợ	tỷ đồng	1,408
(-) Lợi ích CĐTS	tỷ đồng	-279
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	14,291
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	169
Giá trị cổ phiếu	VND/cp	84,630

Nguồn: MBS Research

Rủi ro đầu tư

- Sản lượng nội Á thấp hơn dự kiến và nhu cầu vận chuyển nội địa phục hồi chậm hơn kỳ vọng khiến sản lượng khai thác tàu tăng yếu hơn.
- Tiến độ dịch chuyển các tuyến dịch vụ của các hãng tàu lớn diễn ra nhanh hơn dự kiến khiến giá cước cho thuê tàu trên thế giới sụt giảm nhanh chóng.

Hình 8: So sánh các doanh nghiệp các ngành

Công ty	Quốc gia	Mã cp	Vốn hóa	P/E (x)		EV/EBITDA (x)		ROA (%)		ROE (%)	
			Triệu USD	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
AP Moller - Maersk A/S	Đan Mạch	MAERSKB DC	34,071	14.1	N/A	3.8	5.6	3.2	(0.7)	4.3	(0.9)
COSCO SHIPPING Holdings Co Ltd	Trung Quốc	601919 CH	32,314	7.7	12.0	3.6	5.3	5.1	3.5	11.5	7.7
Evergreen Marine Corp Taiwan Ltd	Đài Loan	2603 TT	14,237	6.5	9.0	3.1	4.5	7.9	5.8	11.8	8.2
HMM Co Ltd	Hàn Quốc	011200 KS	17,491	10.7	18.8	5.2	7.1	5.7	3.6	6.9	4.4
Yinson Holdings BHD	Malaysia	YNS MK	1,624	12.2	8.7	7.7	6.6	3.5	4.3	9.0	12.3
Regional Container Lines PCL	Thái Lan	RCL TB	702	4.0	20.7	3.1	5.6	7.7	1.5	10.6	2.0
Nanjing Shenghang Shipping Co Ltd	Trung Quốc	001205 CH	431	N/A	N/A	8.5	7.7	3.9	4.1	N/A	9.0
Fujian Guohang Ocean Shipping Group Co Ltd	Trung Quốc	833171 CH	871	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Trung bình			12,718	9.2	13.9	5.0	6.0	5.3	3.2	9.0	6.1
Trung vị			7,931	9.2	12.0	3.8	5.6	5.1	3.6	9.8	7.7
CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An	Việt Nam	HAH VN	413.7	13.6	15.3	6.3	6.6	14.2	11.4	23.3	17.8

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Kết quả kinh doanh Q2/2025 và 6T2024

Hình 9: So sánh kết quả kinh doanh Q2/2025 và 6T/2024 (Đơn vị: tỷ VND)

Chỉ số KQKD	Q2/2025	qoq (%)	yoy (%)	6T2025	% yoy	%dự phóng cũ	Chú thích
Công suất khai thác (TEU)	28,235	0.0%	32.2%	28,235	32.2%	99.7%	
- Tự vận hành (TEU)	10,945	0.0%	0.0%	10,945	0.0%		
- Cho thuê (TEU)	17,290	0.0%	66.1%	17,290	66.1%		
Doanh thu	1,275	9.0%	34.3%	2,444	47.9%	51.7%	
- Khai thác cảng	161	22.6%	18.3%	292	19.4%	65.9%	Doanh thu khai thác cảng tăng tốt chủ yếu nhờ sản lượng khai thác tăng 15.5%svck và 22.2% qoq, trong đó chủ yếu nhờ xu hướng front-loading giúp sản lượng bốc xếp hàng nội địa trong Q2/25 tăng 20.7% svck và 19.8% qoq.
- Khai thác tàu	1,389	6.9%	39.1%	2,688	56.3%	46.5%	Doanh thu khai thác tàu duy trì mức tăng tốt nhờ thành công ký kết 4 hợp đồng cho thuê tàu mới khi giá cho thuê tiếp tục neo ở mức cao, ước tính giá thuê mới cao hơn khoảng 21.6% so với giá thuê trước đó. Ngoài ra sản lượng khai thác tàu cũng tăng tốt, tăng 21.3% svck và 27.1% qoq, hỗ trợ bởi xu hướng front-loading và các khu vực nội Á mở rộng thị trường xuất khẩu.
- Khác	209	32.1%	61.4%	366	51.2%	104.0%	
- Loại trừ nội bộ	(485)			(903)			
LN gộp	567	126.7%	126.7%	950	38.9%	70.0%	
- Khai thác cảng	87	129.7%	30.4%	125	13.2%	52.7%	
- Khai thác tàu	450	43.8%	190.1%	763	292.5%	73.3%	
- Khác	31	-12.0%	8.8%	66	26.9%	82.6%	
Biên LN gộp	44.4%	11.5%	18.2%	38.9%	17.4%		Biên LN của HAH cải thiện mạnh mẽ nhờ giá nhiên liệu giảm mạnh, ước tính giá dầu trong Q2/2025 giảm khoảng 27% svck.
- Khai thác cảng	54.0%	25.2%	5.0%	42.7%	-2.3%		
- Khai thác tàu	32.4%	8.3%	16.9%	28.4%	17.1%		
- Khác	14.9%	-7.5%	-0.6%	18.1%	-3.5%		
Chi phí BH & QLDN	32	-2.1%	2.5%	66	2.7%	33.4%	
%Chi phí BH &QLDN	2.5%	-0.4%	-2.1%	2.7%	-2.0%		Tỷ trọng SG&A/Doanh thu giảm thể hiện nỗ lực quản lý chi phí của HAH trong bối cảnh kinh doanh còn nhiều bất định trong tương lai.
Thu nhập tài chính	14	11.5%	1017.8%	26	195.1%	105.1%	Thu nhập tài chính gia tăng mạnh mẽ do không còn ghi nhận khoản lỗ tỷ giá
Chi phí tài chính	39	6.9%	11.7%	75	41.0%	42.6%	
- Chi phí lãi vay	31	-7.5%	39.6%	65	57.4%	40.9%	
LN trước thuế	525	57.7%	204.5%	858	260.9%	82.4%	
LN ròng	374	60.4%	234.6%	607	255.1%	81.6%	Nhờ sản lượng khai thác cảng và khai thác tàu gia tăng mạnh mẽ kết hợp với giá cho thuê tàu duy trì mức cao và nỗ lực kiểm soát chi phí của doanh nghiệp, LN ròng của HAH trong Q2/25 duy trì đà tăng tốt hơn dự kiến.

Nguồn: HAH, MBS Research

Điều chỉnh dự báo KQKD 2025 – 2026 sau khi có kết quả đàm phán thuế quan

Các tiêu chí KQKD	2024	2025F	% sv dự phóng cũ	%yoy	2026	% sv dự phóng cũ	% yoy	Chú thích
Công suất khai thác (TEU)	26,533	30,335	7.1%	14.3%	32,135	6.6%	5.9%	
- Tự vận hành	12,633	13,045	3.3%	3.3%	14,845	17.5%	13.8%	
- Cho thuê	13,900	17,290	10.1%	24.4%	17,290	-1.2%	0.0%	
Giá cho thuê theo harpex (tỷ VND/tàu/ngày)	0.59	0.81	1.0%	37.2%	0.79	-4.9%	-3.0%	Điều chỉnh do đà tăng của giá cước cho thuê trên thế giới kéo dài hơn dự kiến nhờ xu hướng front-loading trong 1H2025 và hoạt động thương mại đi qua Biển Đỏ phục hồi chậm hơn dự kiến, tác động trong 2026.
Giá dầu Brent	79.80	67.83	-10.8%	-15.0%	69.86	-6.8%	3.0%	
Doanh thu	3,992	4,954	4.9%	24.1%	5,635	9.3%	13.7%	
Bao gồm								
- Khai thác cảng	262	321	-4.7%	22.5%	356	-0.6%	10.6%	Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng khai thác cảng, giảm 5.1%/2.9% sv dự phóng cũ để phản ánh tác động của xu hướng front-loading trong 1H2025 sẽ khiến hoạt động thương mại 2H2025 ảm đạm hơn so với dự phóng cũ.
- Khai thác tàu	3,192	3,987	-2.1%	24.9%	4,569	2.6%	14.6%	
(+) Cho thuê tàu	1,042	1,608	1.3%	54.3%	1,560	-14.1%	-3.0%	Thay đổi chủ yếu do tác động của giá cho thuê tàu
(+) Tự khai thác tàu	2,150	2,379	-4.3%	10.7%	3,010	14.1%	26.5%	Tác động tổng hợp từ (1) điều chỉnh tăng sản lượng khai thác tàu, tăng 7.2% / 17.5% sv dự phóng cũ để phản ánh mức tăng mạnh hơn kỳ vọng trong Q2/2025 và nỗ lực đẩy mạnh phát triển hoạt động tự khai thác qua việc mua tàu và mở tuyến dịch vụ mới; (2) điều chỉnh giảm 10.8%/3.7% giá dịch vụ khai thác tàu của HAH trong 25-26, sau khi doanh nghiệp thông báo điều chỉnh giảm 11% biểu cước tàu vào T3/2025.
- Khác	538	645	106.5%	20.0%	710	106.5%	10.0%	Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu từ hoạt động khác chủ yếu do tốc độ hồi phục của sản lượng cảng Depot trong Q2/25 nhanh hơn dự kiến, tăng 10.8% qoq. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động Depot sẽ tiếp tục phục hồi và cải thiện trong 2H2025 sau khi Pantos thoái vốn và HAH tiến hành hợp tác với hãng tàu ONE vận hành cảng Depot.
LN gộp	1,267	2,052	51.1%	62.0%	2,290	55.0%	11.6%	
- Khai thác cảng	89	148	-37.3%	66.1%	175	-29.3%	17.8%	
- Khai thác tàu	965	1,732	66.4%	79.4%	1,889	65.9%	9.1%	
- Khác	212	172	113.2%	-19.1%	226	146.6%	32.0%	
Biên LN gộp	31.7%	41.4%	12.7%	9.7%	40.6%	12.0%	-0.8%	
- Khai thác cảng	34.0%	46.1%	-24.0%	12.1%	49.1%	-20.0%	3.0%	
- Khai thác tàu	30.2%	43.4%	17.9%	13.2%	41.3%	15.8%	-2.1%	Điều chỉnh tăng biên LN khai thác tàu để phản ánh (1) mức giá tái ký hợp đồng thuê tàu cao hơn so với giá thuê trước đó, (2) chi phí nhiên liệu giảm do giá dầu giảm 10.8/6.8% sv dự phóng cũ, hỗ trợ LN gộp hoạt động khai thác tàu cải thiện mạnh mẽ.
- Khác	39.4%	26.6%	0.8%	-12.8%	31.9%	5.2%	5.3%	
Chi phí BH & QLDN	211	131	-33.7%	-38.0%	149	-30.9%	13.7%	Điều chỉnh giảm chi phí SG&A chủ yếu do điều chỉnh giảm chi phí mua ngoài, giảm 19.9%/16.1% sv dự phóng cũ, do kỳ vọng việc hợp tác với VSC sẽ giúp HAH giảm chi phí thuê cảng bên ngoài phục vụ cho khai thác tàu và phản ánh hiệu quả quản lý chi phí tốt hơn của HAH trong bối cảnh hoạt động kinh doanh thương mại trên thế giới còn nhiều biến động trong tương lai.
% Chi phí BH & QLDN	5.3%	2.6%	-1.5%	-2.6%	2.6%	-1.5%	0.0%	

Doanh thu tài chính	25	49	100.1%	99.1%	52	98.6%	6.5%	
Chi phí tài chính	119	154	-13.2%	29.6%	162	-16.4%	5.1%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	101	135	-15.0%	33.4%	138	-19.3%	2.5%	
LN trước thuế	978	1,819	74.6%	86.1%	2,061	82.0%	13.3%	
LN sau thuế	801	1,490	79.8%	86.1%	1,688	87.5%	13.3%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	150	279		86.1%	316		13.3%	
Lợi nhuận công ty mẹ	651	1,211	62.7%	86.1%	1,372	69.6%	13.3%	Tổng kết lại, LN ròng điều chỉnh tăng 62.7%/69.6% sv dự phóng cũ chủ yếu nhờ chi phí nhiên liệu giảm mạnh và chi phí quản lý doanh nghiệp tiết giảm. Sau điều chỉnh, chúng tôi dự báo LN ròng HAH tăng 86.1%/13.3% svck trong 2025-26.
EPS (VNĐ/cp)	3,854	7,171	62.7%	86.1%	8,126	69.6%	13.3%	

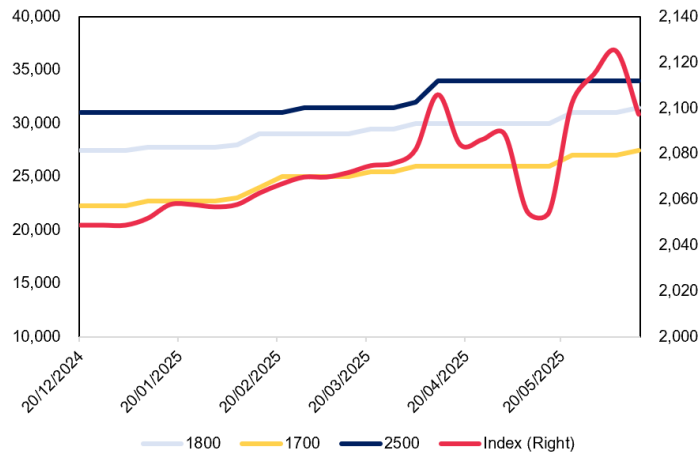
Nguồn: MBS Research dự phóng

Hoạt động cho thuê tàu duy trì đà tăng nhờ gia hạn hợp đồng sớm trước khi giá cước đạt đỉnh

Chúng tôi điều chỉnh doanh thu cho thuê tàu, tăng 1.3% trong năm 2025 và giảm 14.1% trong năm 2026 so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh, doanh thu cho thuê tàu đạt 1,608 tỷ đồng, tăng 54.3% svck trong 2025 trước khi giảm nhẹ 3%, đạt 1,560 tỷ đồng trong 2026.

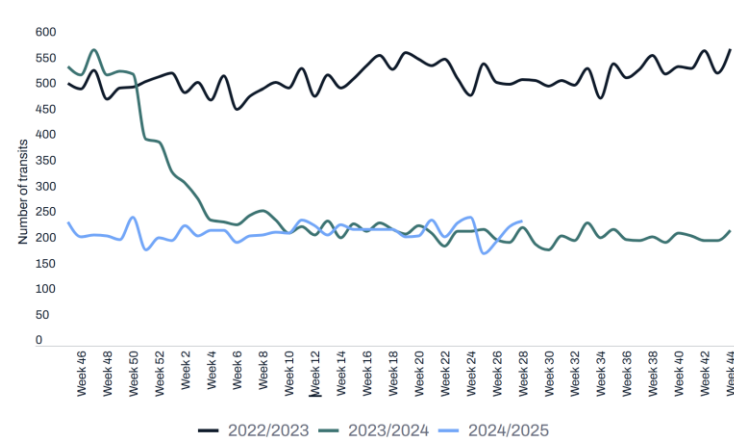
Nhờ nhu cầu thuê tàu kích cỡ 1,700-1,800 TEU tăng mạnh khi các hãng tàu lớn gia tăng kích cỡ tàu, kết hợp với xu hướng front-loading trong 1H2025, giá cước cho thuê tàu đã tăng mạnh mẽ 23.6% so với đầu năm. Tận dụng xu hướng tăng của giá cước cho thuê, phần lớn đội tàu cho thuê của HAH được tái ký với mức giá cao hơn hợp đồng trước. Theo ước tính của chúng tôi, trong 1H2025, HAH đã thành công tái ký 4 hợp đồng cho thuê tàu mới với giá cho thuê cao hơn khoảng 21.6% so với giá cho thuê trước đó, với thời hạn cho thuê dự kiến kéo dài đến ít nhất T2/2026. Do vậy, chúng tôi đánh giá doanh thu cho thuê tàu của HAH sẽ duy trì đà tăng mạnh mẽ, bất chấp triển vọng ảm đạm của hoạt động thương mại trong 2H2025.

Hình 10: Giá cước cho thuê tàu theo kích cỡ (Đơn vị: USD/ngày)



Nguồn: Harper, MBS Research

Hình 11: Lưu lượng tàu di chuyển qua Biển Đỏ từ T12/2022-T7/2025



Nguồn: Lloyd's List Intelligence

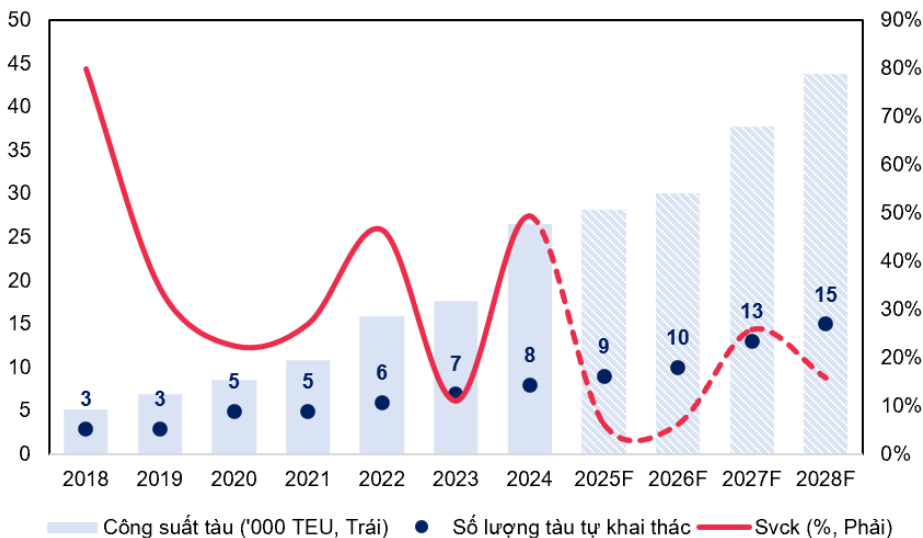
Ngoài ra, chúng tôi đánh giá giá cước cho thuê sẽ neo ở mức cao lâu hơn so với dự phóng cũ, do: (1) Lưu lượng tàu qua Biển Đỏ phục hồi chậm do căng thẳng địa chính trị kéo dài, (2) tiến độ dịch chuyển tuyến dịch vụ trở lại kênh Suez của các hãng tàu lớn chậm hơn kỳ vọng do lo ngại về dư thừa nguồn cung tàu và (3) văn phòng Đại diện Thương mại Hoa Kỳ (USTR) áp thuế lên tàu đóng bởi Trung Quốc từ T10/2025 sẽ khiến giá cước cho thuê gia tăng khi số lượng tàu xuất xứ từ Trung Quốc chiếm tỷ trọng cao tại các hãng tàu lớn, đồng thời giúp nhu cầu thuê tàu xuất xứ ngoài Trung Quốc tăng lên, (hiện tại tàu HaiAn Zeta - xuất xứ tại Đức, đang hoạt động trong khu vực này).

Hình 12: Kế hoạch cho thuê tàu 2025F-2026F

Tàu	Năm đóng tàu	Cỡ tàu (TEU)	2025												2026												
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
HaiAn Mind	2012	1,794	USD 22,200/ngày						USD 27,000/ngày						USD 25,700												
HaiAn View	2009	1,577							USD 20,000/ngày												USD 19,000/ngày						
HaiAn East	2008	1,702							USD 25,000/ngày												USD 23,800/ngày						
HaiAn West	2007	1,740							USD 23,000/ngày																		
Anbien Bay	2008	1,794							USD 31,000/ngày						USD 29,500/ngày												
Anbien Sky	2024	1,800							USD 26,000/ngày												USD 24,700/ngày						
HaiAn Opus	2024	1,781							USD 24,000/ngày												USD 22,800/ngày						
HaiAn Gamma	2007	3,400							USD 31,000/ngày																		
HaiAn Zeta	2010	1,702		USD 25,000/ngày												USD 23,800/ngày											
			Giá ước tính 2025						Giá dự phóng 2026																		

Với việc Viconship (VSC), doanh nghiệp sở hữu các cảng biển có vị trí thuận lợi như Xanh VIP và Nam Hải Đình Vũ, trở thành cổ đông chiến lược của HAH, chúng tôi đánh giá sự hợp tác này sẽ giúp nâng cao hiệu suất khai thác tàu của HAH, nâng lên 9-10 chuyến/tuần (so với 6-7 chuyến/tuần trước đó). Ngoài ra, khi VSC tiến hành nạo vét nâng cấp luồng hàng hải từ bến cảng Nam Đình Vũ đến khu vực cảng Nam Hải Đình Vũ, điều này sẽ giúp nâng cao năng lực cạnh tranh của HAH trong trung và dài hạn, phù hợp với mục tiêu nâng kích cỡ tàu (3,000 TEU) để khai thác các tuyến đi Châu Âu của HAH. Do vậy chúng tôi điều chỉnh sản lượng khai thác tàu của HAH, tăng 7.2%/17.5% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh, sản lượng khai thác tàu đạt 696,800 TEUs/ 801,300 TEU, tăng 15%/15% svck trong 2025-2026. Tuy nhiên do doanh nghiệp công bố điều chỉnh biểu cước tàu giảm 11% hồi T3/2025, chúng tôi điều chỉnh giảm giá cước khai thác tàu trung bình, giảm 10.8%/2.9% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh, giá cước khai thác tàu trung bình giảm 3.8% svck trong 2025 trước khi tăng 10% svck trong 2026.

Hình 13: Công suất đội tàu HAH 2018-2028F



Nguồn: MBS Research

Tổng kết lại chúng tôi điều chỉnh doanh thu của HAH, tăng 4.9%/9.3% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh, doanh thu đạt 4,954 tỷ đồng/5,635 tỷ đồng, tăng 24.1%/13.7% svck trong 2025-2026. Chúng tôi điều chỉnh LN ròng của HAH tăng 62.7%/69.6% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh, LN ròng của HAH đạt 1,211 tỷ đồng/1,372 tỷ đồng, tăng 86.1%/13.3% svck.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,992	4,954	5,635
Giá vốn hàng bán	2,725	2,902	3,344
Lợi nhuận gộp	1,267	2,052	2,290
Chi phí BH&QLDN	211	131	149
LN từ HĐKD	1,056	1,921	2,142
EBITDA thuần	1,513	2,220	2,635
LN trước thuế & lãi vay	1,056	1,816	2,142
Thu nhập lãi	25	49	52
Chi phí tài chính	119	154	162
Thu nhập ròng khác	-3	3	3
TN từ các Cty LK & LD	18	23	26
LN trước thuế	978	1,819	2,061
Thuế TNDN	177	329	373
Lợi nhuận sau thuế	801	1,490	1,688
Lợi ích cổ đông thiểu số	(150)	(279)	(316)
LN ròng về công ty mẹ	651	1,211	1,372
Chi trả cổ tức	153	284	322
Lợi nhuận giữ lại	498	927	1,050
Bảng cân đối kế toán	2024	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	922	940	1,513
Đầu tư ngắn hạn	71	333	246
Phải thu khách hàng	332	634	465
Hàng tồn kho	88	109	118
Tổng tài sản ngắn hạn	1,753	3,220	3,149
Tài sản cố định	4,775	3,818	4,318
XDCB dở dang	21	26	29
BĐS đầu tư	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	454	550	665
Đầu tư vào Cty LD, LK	174	763	866
Phải thu dài hạn	113	140	159
Tổng tài sản dài hạn	5,545	5,570	6,458
Tổng tài sản	7,298	8,790	9,607
Vay & nợ ngắn hạn	532	319	396
Phải trả người bán	206	242	267
Phải trả ngắn hạn khác	109	99	113
Tổng nợ ngắn hạn	1,212	950	1,091
Vay & nợ dài hạn	1,798	2,798	2,798
Các khoản phải trả khác	310	50	56
Tổng nợ dài hạn	2,114	2,847	2,854
Tổng nợ	3,326	3,798	3,946
Vốn điều lệ	1,213	1,689	1,689
Thặng dư vốn cổ phần	192	192	192
Cổ phiếu quỹ	-	-	-
Lãi chưa phân phối	1,053	1,624	2,322
Các quỹ thuộc VCSH	819	1,072	1,359
Lợi ích cổ đông thiểu số	695	416	101
Vốn chủ sở hữu	3,972	4,992	5,662
Tổng nợ và VCSH	7,298	8,790	9,607

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025F	2026F
LN trước thuế	978	1,819	2,061
Khấu hao	457	404	494
CP lãi vay đã trả	(135)	(138)	(171)
Các khoản điều chỉnh khác	31	(194)	(201)
Thay đổi VLB	475	(328)	156
LCTT từ HĐKD	1,807	1,563	2,339
Đầu tư TSCĐ	(2,088)	(1,744)	(1,096)
Thu từ TL TSCĐ và mua công cụ nợ	3	3	3
LCTT từ đầu tư	(1,644)	(995)	(2,138)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	513	(448)	308
Dòng tiền từ HĐTC khác	(315)	(38)	(45)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(99)	(284)	(322)
LCTT từ hoạt động TC	99	(770)	(59)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	245	922	940
LC tiền thuần trong năm	675	18	574
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	922	940	1,513
Các chỉ số cơ bản	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu thuần	53%	24%	14%
Tăng trưởng EBITDA	78%	47%	19%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	117%	72%	18%
Tăng trưởng LN trước thuế	117%	86%	13%
Tăng trưởng LN ròng	69%	86%	13%
Tăng trưởng EPS	69%	86%	13%
Biên LN gộp	32%	41%	41%
Biên EBITDA	38%	45%	47%
Biên LN ròng	20%	30%	30%
ROAE	22.4%	33.2%	31.7%
ROAA	6.9%	12.6%	18.5%
Vòng quay tài sản	0.55	0.56	0.59
Cổ tức chi trả/LN ròng	23.5%	23.5%	23.5%
Tổng nợ vay/VCSH	0.6	0.6	0.6
Nợ vay ròng/VCSH	0.4	0.4	0.3
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	0.2	0.2	0.2
Khả năng thanh toán lãi vay	0.1	0.1	0.1
Số ngày phải thu	26	36	36
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	12	12	12
Số ngày phải trả tiền bán	17	16	16
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.4	3.4	2.9
Khả năng thanh toán nhanh	1.4	3.3	2.8
Khả năng thanh toán tiền mặt	1.0	2.4	2.1
Định giá			
EPS (đồng/cp)	3,854	7,171	8,126
BVPS (đồng/cp)	23,520	29,564	33,529
P/E (lần)	16.3	8.8	7.7
P/B (lần)	2.7	2.1	1.9

Nguồn: HAH, MBS dự phóng

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Ngô Quốc Hưng
Nguyễn Phú Cường
Đinh Hà Anh
Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyện
Phạm Thị Thanh Hương

Bất động sản – KCN - VLXD
Nguyễn Minh Đức
Lê Hải Thành
Phạm Thị Thanh Huyền

Công nghiệp – Năng lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng
Mai Duy Anh

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly