Báo cáo cổ phiếu: HAH

Dự báo lợi nhuận Q3, Q4/2026 và đề xuất

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HOSE: HAH) · BCTC hợp nhất đến Q2/2026 và giá đến 25/09/2026 (kho AAS), HARPEX (Harper Petersen), Brent (EIA) · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST mẹ Q3/2026F	Q4/2026F	CẢ NĂM 2026F	EPS 2026F	GIÁ 25/09/2026	P/E 2026F / P/B
303 tỷ	**330** tỷ	**1.285** tỷ	**6.820**	**51,7**	**7,6x**
−0,5% YoY	+7,3% YoY	+6,5%	đồng	nghìn đ	P/B 1,90x · Khuyến nghị: nắm giữ

1 Lợi nhuận theo quý

LNST cổ đông công ty mẹ theo quý — Tỷ đồng



Nguồn: kho AAS, bảng financial_statement_lines (BCTC hợp nhất HAH, FiinPro); dự báo Q3, Q4/2026 theo mô hình cước tàu – giá dầu.

DT = DT cùng quý 2025 × (1+k) × [1 + ε·(HARPEX/HARPEX cùng kỳ − 1)] + θ × chi phí nhiên liệu tăng thêm
Nhiên liệu = Nhiên liệu cùng kỳ × (1+k) × Brent/Brent cùng kỳ; **Chi phí khác** = cùng kỳ × (1+k) × (1+π)
LNST mẹ = (DT − Nhiên liệu − Chi phí khác + LN tài chính) × (1 − thuế 19,8%) × (1 − thiểu số)

Dự báo Q3, Q4/2026 (tỷ đồng)

	Q3/25	Q3/26F	Q4/25	Q4/26F
HARPEX (điểm)	2.193	2.382	2.185	2.450
Brent (USD)	69,0	94,2	63,7	110,0
Doanh thu thuần	1.348	1.526	1.300	1.537
Chi phí nhiên liệu	−265	−376	−202	−362
Biên lõi	33,4%	32,2%	37,1%	34,8%
LN trước thuế	435	460	443	502
LNST cty mẹ	304	303	308	330

Kịch bản thấp – cao: Q3 236 – 350, Q4 214 – 388 tỷ. Trung vị 6 mô hình thống kê: 355 và 381 tỷ, nhưng các mô hình này sai số bình quân 39% vì không nhận ra điểm đảo chiều của chu kỳ cước.

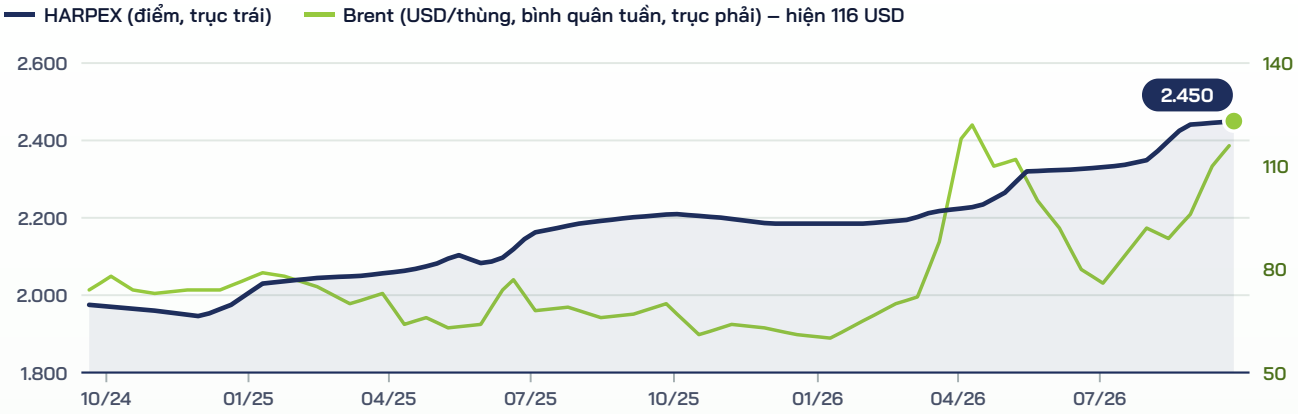
Động lực chính

- **Giá thuê tàu tăng:** HARPEX bình quân Q3/2026 là 2.382 điểm (+8,6% so với cùng kỳ), hiện 2.450 điểm. Q4 cơ sở: giữ 2.450. Độ nhạy ε = 0,2, hiệu chỉnh trên 4 quý được 0,16.
- **Giá dầu tăng vọt nhưng chuyển được sang giá cước:** Brent 103 USD (Q2), 94 USD (Q3), so với 69 USD năm 2025. Biên lõi Q2 vẫn lên 39%. Cơ sở: Brent Q4 110 USD, chuyển giá θ = 100%.
- **Công suất +4%, thiểu số 18%** (năm 2025: 14%), LN tài chính −32 tỷ/quý do vay tăng để đóng tàu mới.
- **Kịch bản thấp:** HARPEX −10%, Brent 130 USD, θ = 60%. **Cao:** HARPEX +5%, Brent 90 USD, θ = 120%.

k: tăng công suất (nguyên giá TSCĐ); ε: độ nhạy DT theo HARPEX; θ: tỷ lệ chuyển giá nhiên liệu qua phụ phí; π: tăng chi phí khác. Nhiên liệu lấy từ thuyết minh "chi phí nguyên liệu, vật liệu", khoảng 18% DT năm 2025.

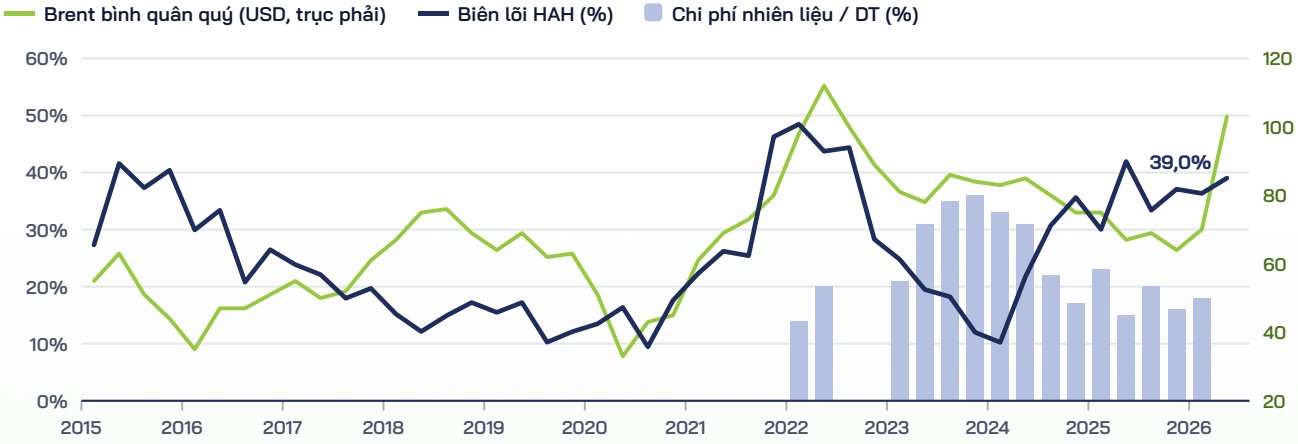
2 Dữ liệu nguồn: giá thuê tàu và giá dầu

Giá thuê tàu container và giá dầu



Nguồn: Harper Petersen, HARPEX – chỉ số giá thuê tàu container 6 – 12 tháng, theo tuần 20/09/2024 – 25/09/2026. Brent: EIA, đến 22/09/2026.

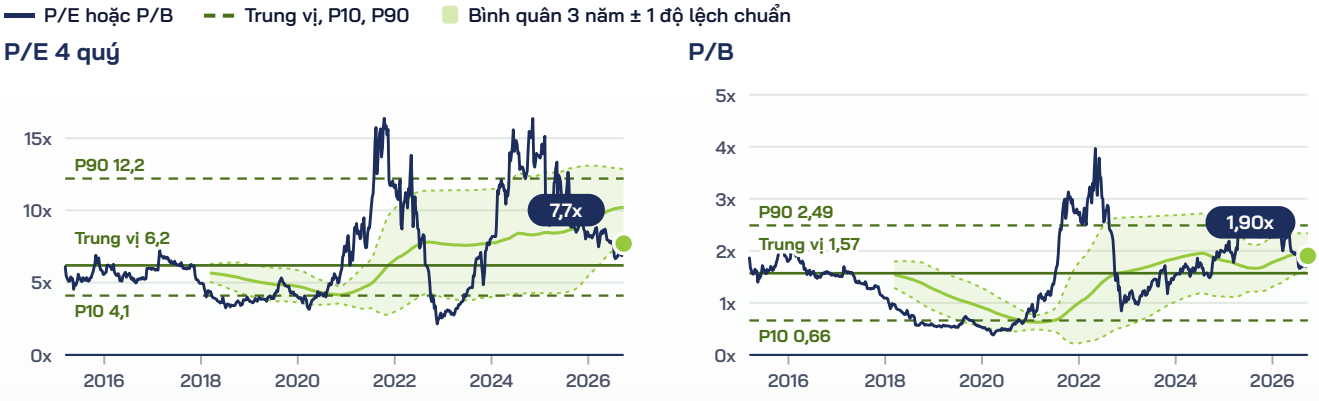
Biên lãi HAH không giảm khi giá dầu tăng



Nguồn: Brent – EIA; biên lãi = (LN gộp – CP quản lý)/DT và chi phí nguyên liệu, vật liệu – kho AAS (BCTC và thuyết minh HAH). Chi phí nhiên liệu chỉ có từ 2022 (Q3, Q4/2022 và Q2/2026 chưa có thuyết minh quý); các quý báo cáo lũy kế đã được tách.

Hai đồ thị cho thấy: (1) giá thuê tàu tăng liên tục trong 2 năm; (2) biên lãi của HAH không giảm khi giá dầu tăng. Năm 2022 và Q2/2026, dầu tăng cùng lúc với biên lãi. Hồi quy 38 quý cho hệ số Brent dương (t = 3,5), và gần 0 khi thêm biến xu hướng.

3 Định giá P/E và P/B (theo tuần, 03/2015 – 09/2026)



Nguồn: kho AAS – ohlcv_daily (giá gốc dựng lại trước 07/08/2023), vốn góp và LNST 4 quý trên BCTC, dùng sau 45 ngày kể từ cuối quý.

P/E 4 quý 7,7x, P/B 1,90x; z-score 3 năm −0,93 (P/E), −0,27 (P/B). Với cổ phiếu chu kỳ, P/E thấp thường xuất hiện ở đỉnh lợi nhuận: mua khi z P/E ⩽ −1,5 thì 250 phiên sau lỗ 10%, mua khi z P/E > +1,5 thì lãi 104%. Vì vậy dùng P/B và lợi nhuận chuẩn hóa: biên lõi về trung vị 2017 – 2026 (21,9%) cho khoảng 700 tỷ/năm, về bình quân 2021 – 2026 (32,3%) cho khoảng 1.070 tỷ, tương ứng P/E 9 – 14x ở giá hiện tại.

4 Đề xuất

KHUYẾN NGHỊ
Nắm giữ

VÙNG MUA THÊM
44 – 47 nghìn đ

CHỐT LỜI THAM KHẢO
62 – 68 nghìn đ

ĐÁNH GIÁ LẠI NẾU
HARPEX −15% hoặc LNST Q3 < 240 tỷ

Vùng	Giá (nghìn đ)	P/B (BVPS Q3/26)	P/E 2026F	Hành động
Mua thêm	44 – 47	1,53 – 1,63x	6,5 – 6,9x	Gần trung vị P/B 11 năm (1,57x); mua từng phần nếu HARPEX chưa giảm
Nắm giữ	47 – 62	1,63 – 2,16x	6,9 – 9,1x	Giá hiện tại 51,7 nằm trong vùng này
Chốt lời dần	62 – 68	2,16 – 2,36x	9,1 – 10,0x	Gần bình quân 3 năm + 1 độ lệch chuẩn của P/B
Rủi ro cao	> 75	> 2,6x	> 11x	Tương tự các điểm mua tệ nhất (P/B 2,9 – 3,9x: 10/2021, 05/2022, 08/2025)

+ Yếu tố hỗ trợ

- HARPEX cao nhất 2 năm; giá thuê mới vào doanh thu dần khi hợp đồng cũ đáo hạn.
- Chuyển được giá dầu: Brent Q2 +51% nhưng biên lõi lên 39%.
- LNST 6 tháng +9,6%; cả năm dự kiến +6,5%.
- Z-score P/E và P/B 3 năm đều âm; đã trả trước 1.603 tỷ cho tàu mới.

− Rủi ro

- Chu kỳ cước đảo chiều: Q3/2022 – Q4/2023 lợi nhuận quý giảm 71%. HARPEX −30% cho lợi nhuận chuẩn hóa khoảng 600 – 640 tỷ.
- Brent 110 – 130 USD kéo dài mà chỉ chuyển giá được 60%: mất 60 – 95 tỷ LNTT/quý.
- Khấu hao, lãi vay của tàu mới tăng trước doanh thu; nợ vay +731 tỷ trong Q2/2026.
- Tỷ lệ thiểu số tăng; biến động giá 38%/năm, từng giảm 73%.

5 Vì sao không dùng P/E thấp làm tín hiệu mua HAH

Cơ chế: P/E là giá chia cho LNST 4 quý gần nhất. Với doanh nghiệp vận tải biển, lợi nhuận 4 quý lên cao nhất đúng lúc giá cước ở đỉnh. Thị trường thường bán trước khi cước và lợi nhuận giảm, nên P/E thấp nhất lại rơi vào đỉnh lợi nhuận. Ngược lại, P/E cao nhất rơi vào đáy lợi nhuận, ngay trước khi cước hồi phục. Ví dụ, ngày 15/11/2022 HAH có P/E 1,9x (LNST 4 quý 861 tỷ, ở đỉnh). Sau đó LNST quý giảm từ 218 tỷ (Q3/2022) xuống 59 tỷ (Q1/2024), nên P/E tăng lên 11 – 13x trong năm 2024, dù giá vẫn quanh 41 nghìn đ. Đợt tăng giá tiếp theo lại bắt đầu từ lúc P/E cao đó.

Z P/E 3 năm khi mua	Số phiên	+250 phiên	Tỷ lệ tăng
⩽ −1,5 (rất rẻ)	185	−10%	18%
−1,5 đến −1	251	+56%	83%
−1 đến 0	675	−8 đến +38%	32 – 54%
0 đến +1	508	−14 đến −1%	35 – 47%
+1 đến +1,5	252	+47%	69%
> +1,5 (rất đắt)	**389**	**+104%**	**80%**

Trung vị lợi suất 250 phiên (giá điều chỉnh), mỗi phiên từ 03/2017 là một điểm mua. Các phiên liền nhau chồng lấn nhau, nên số đợt độc lập ít hơn nhiều so với số phiên.

Quy tắc (03/2017 – 09/2026)	CAGR	Sụt giảm max
Z P/E ⩽ −1 thì mua, ⩾ +1 thì bán	1,4%	−59%
Ngược chu kỳ: Z P/E ⩾ +1 thì mua, ⩽ −1 thì bán*	24,4%	−55%
Z P/B ⩽ 0 thì mua, ⩾ +1,5 thì bán*	10,9%	−61%
Mua và giữ	**26,6%**	**−73%**

Quy tắc P/E thấp có 3 lệnh: 11/2017 – 09/2020 lỗ 24%, 09/2022 – 02/2024 lãi 38%, và lệnh mua từ 14/07/2026 đang lãi 6%. * Hai quy tắc này được đặt ra sau khi xem kết quả, nên không phải kiểm định độc lập. Phí khứ hồi 0,4%.

ÁP DỤNG

Quy tắc P/E thấp đang báo mua HAH từ 14/07/2026 (z P/E 3 năm hiện là −0,93). Không nên dựa vào tín hiệu này, vì P/E 7,6x đang tính trên lợi nhuận gần đỉnh chu kỳ (biên lãi 36,5%, trung vị 2017 – 2026 là 21,9%). Nên dùng ba thước đo khác: (1) diễn biến HARPEX, (2) P/B so với trung vị lịch sử (1,57x), và (3) P/E theo lợi nhuận chuẩn hóa (9 – 14x ở giá hiện tại).

MỐC THEO DÕI HARPEX hằng tuần (dưới khoảng 2.080 điểm là tín hiệu đảo chiều); Brent trên 120 USD kéo dài; KQKD Q3/2026 cuối tháng 10 (giữ đề xuất nếu LNST ⩾ 290 tỷ và biên lãi ⩾ 31%). Lập ngày 26/09/2026.

AAS | RESEARCH
Báo cáo do AAS Research thực hiện, dựa trên kho dữ liệu AAS (BCTC, giá, vĩ mô) và mô hình dự báo của AAS Research. Tài liệu chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải lời mời mua hoặc bán chứng khoán.