

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

303 tỷ

-0,5% YoY

Q4/2026F

330 tỷ

+7,3% YoY

CẢ NĂM 2026F

1.285 tỷ

+6,5%

EPS 2026F

6.820

đồng

GIÁ 25/09/2026

51,7

nghìn đ

P/E 2026F / P/B

7,6x

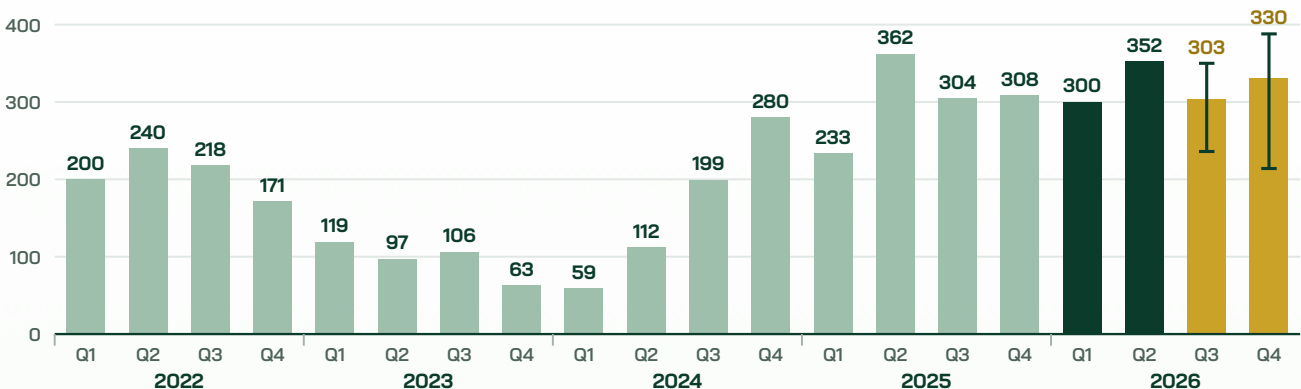
P/B 1,90x ·
Khuyến nghị: nắm giữ

1 Lợi nhuận theo quý

LNST cổ đông công ty mẹ theo quý

Thực tế 2026 Dự báo cơ sở Kịch bản thấp – cao

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.

$DT = DT \text{ cùng quý } 2025 \times (1+k) \times [1 + \varepsilon \cdot (HARPEX/HARPEX \text{ cùng kỳ} - 1)] + \theta \times \text{chi phí nhiên liệu tăng thêm}$

$\text{Nhiên liệu} = \text{Nhiên liệu cùng kỳ} \times (1+k) \times \text{Brent/Brent cùng kỳ}$; Chi phí khác = cùng kỳ $\times (1+k) \times (1+\pi)$

$LNST \text{ mẹ} = (DT - \text{Nhiên liệu} - \text{Chi phí khác} + \text{LN tài chính}) \times (1 - \text{thuế } 19,8\%) \times (1 - \text{thiếu số})$

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 lợi	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.

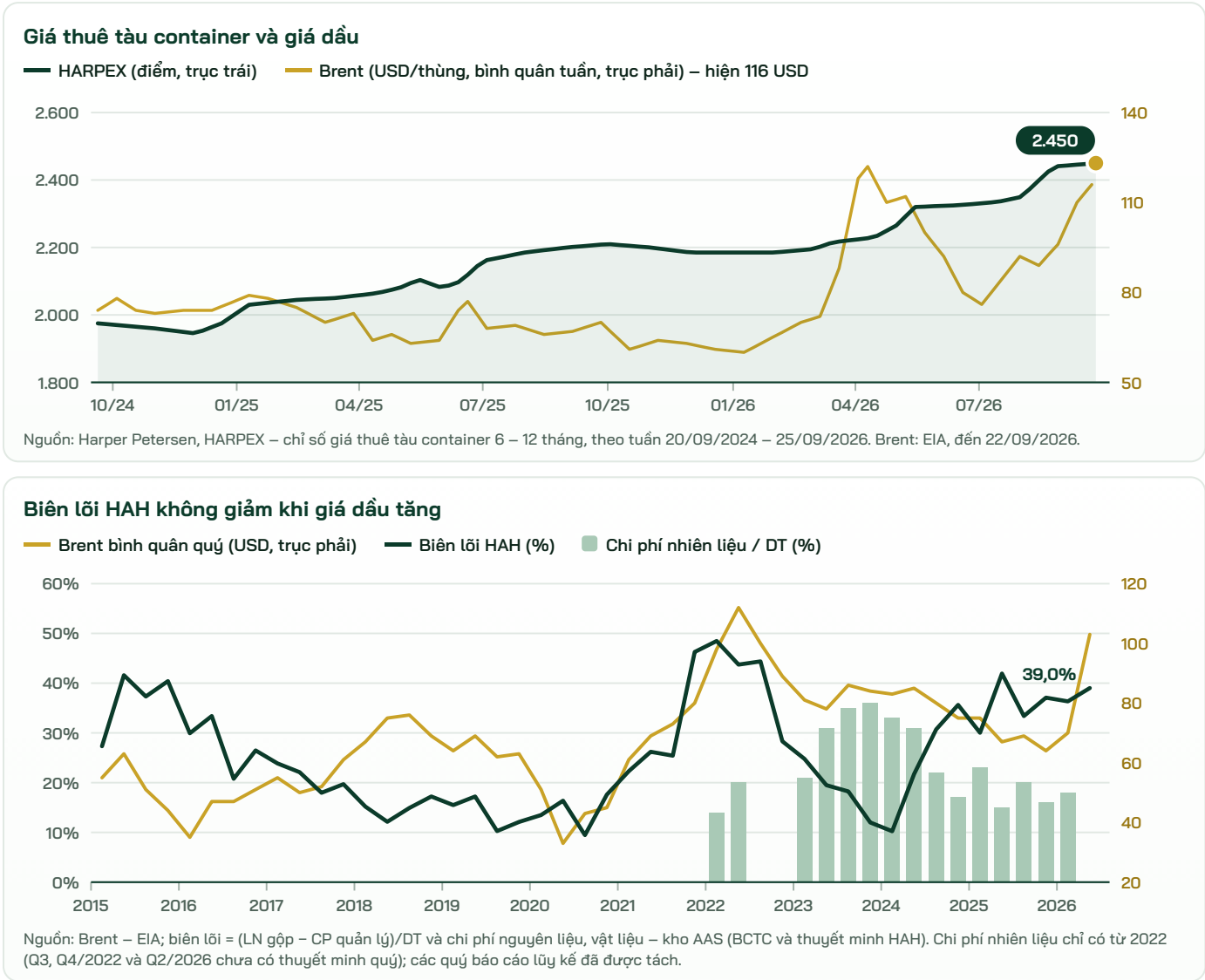
k: tăng công suất (nguyên giá TSCĐ); ε : độ nhạy DT theo HARPEX; θ : tỷ lệ chuyển giá nhiên liệu qua phụ phí; π : tăng chi phí khác. Nhiên liệu lấy từ thuyết minh "chi phí nguyên liệu, vật liệu", khoảng 18% DT năm 2025.

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 $\varepsilon = 0,2$, 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 lợi Q2 vẫn lên 39%. Cơ sở: Brent Q4 110 USD, chuyển giá $\theta = 100\%$.
- Công suất +4%, thiếu 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, $\theta = 60\%$. Cao: HARPEX +5%, Brent 90 USD, $\theta = 120\%$.

2

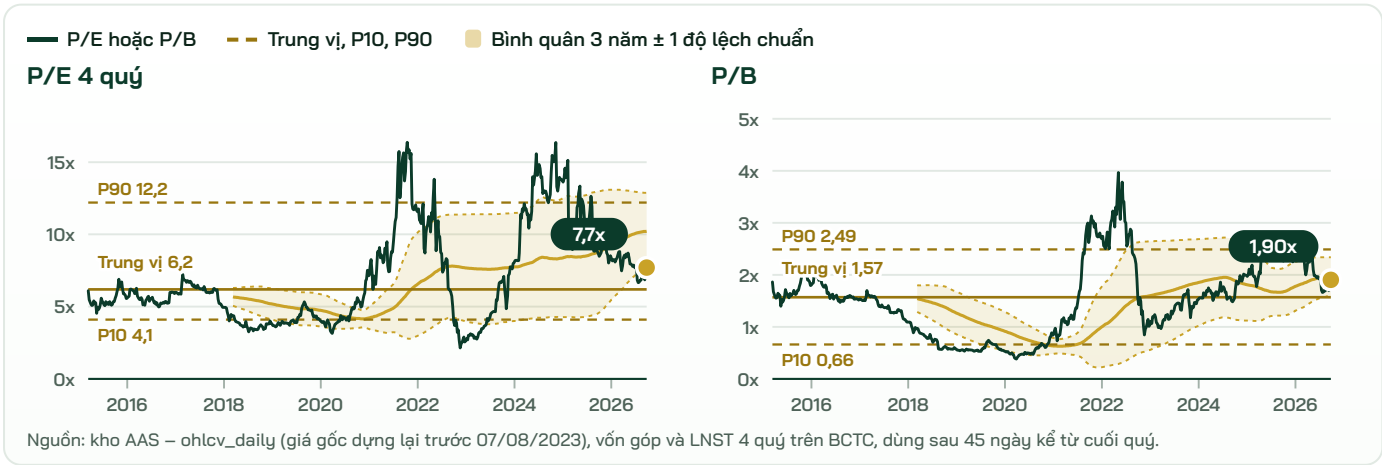
Dữ liệu nguồn: giá thuê tàu và giá dầu



Hai đồ thị cho thấy: (1) giá thuê tàu tăng liên tục trong 2 năm; (2) biên lỗi của HAH không giảm khi giá dầu tăng. Năm 2022 và Q2/2026, dầu tăng cùng lúc với biên lỗi. 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)



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 $z\ P/E \leq -1,5$ 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 lỗi 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 lỗi 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 thiếu 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 liên nhau chồng lấn nhau, nên số đợt độc lập ít hơn nhiều so với số phiên.

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 lỗi 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 lỗi ≥ 31%). Lập ngày 26/09/2026.

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%.