

Ngành Hàng không: Nhu cầu Q2/2024 giảm nhưng cơ hội đầu tư vẫn hiện hữu

Chê Thị Mai Trang

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

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

- Q2/2024 thường là mùa thấp điểm của ngành hàng không và nhu cầu trong nước trong Q2/2024 yếu do giá vé máy bay cao. Theo đó, lượng hành khách hàng không Q2/2024 đã giảm 7,4% so với cùng kỳ và 3,4% so với quý trước xuống 27 triệu lượt khách.
- HSC dự báo tổng lợi nhuận của các công ty hàng không trong danh sách khuyến nghị sẽ giảm so với quý trước do số lượng hành khách giảm xuống nhưng vẫn sẽ tăng mạnh so với cùng kỳ nhờ tỷ suất lợi nhuận mở rộng trên cơ sở cơ cấu sản phẩm hiệu quả hơn và lợi suất hành khách cao hơn.
- ACV (Mua vào) vẫn là lựa chọn hàng đầu của HSC với giá mục tiêu 138.000đ (tiềm năng tăng giá 24%). Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu đối với HVN (Bán ra; giá mục tiêu 23.600đ) và VJC (Nắm giữ; giá mục tiêu 112.200đ) sau khi các cổ phiếu này giảm giá mạnh gần đây.

Nhu cầu Q2/2024 yếu do nhu cầu trong nước kém tích cực

Trong Q2/2024, lượng khách quốc tế tiếp tục tăng trưởng mạnh 31% so với cùng kỳ trong khi nhu cầu trong nước giảm 21% so với cùng kỳ. Điều này dẫn đến tổng lượng hành khách hàng không giảm 7% so với cùng kỳ. Nhu cầu trong nước yếu là do giá vé máy bay tăng, các tuyến đường cao tốc mở mới trên toàn quốc giúp người dân có thể đi lại thuận tiện hơn bằng ô tô và xu hướng người dân đi du lịch nước ngoài tăng lên. So với quý trước, tổng lượng hành khách giảm 3,4% do yếu tố mùa vụ vì Q1 thường là mùa cao điểm do nhu cầu đi lại bằng đường hàng không tăng cao trong dịp Tết.

Thị phần hành khách Q2/2024: HVN giảm, VJC tăng

HVN đã mất thị phần trong Q2/2024 sau khi Pacific Airlines (JPA, HVN sở hữu 99% cổ phần) trả lại tất cả máy bay cho bên cho thuê để xóa các khoản nợ phải trả kể từ ngày 18/3/2024. Điều này dẫn đến nguồn cung máy bay của HVN giảm xuống và do đó thị phần của hãng bị thu hẹp. Ngoài ra, do nhu cầu trong nước yếu, khách hàng cũng ưa chuộng các hãng hàng không có giá vé máy bay phải chăng hơn. Theo đó, VJC đã giành được thị phần từ HVN trong Q2/2024.

Ước tính KQKD Q2/2024

HSC kỳ vọng KQKD Q2/2024 của các công ty hàng không sẽ tiếp tục phục hồi mạnh so với cùng kỳ dù suy giảm so với quý trước:

- ACV: Chúng tôi dự báo LNTT Q2/2024 của ACV (không bao gồm tài sản khu bay) đạt 3,6 nghìn tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ, giảm 2% so với quý trước).
- HVN: Công ty đã công bố LNTT sơ bộ nửa đầu năm 2024 là 4,6 nghìn tỷ đồng, tương đương LNTT Q2/2024 đạt khoảng 70 tỷ đồng (tăng 2,7 lần so với cùng kỳ, giảm 98% so với quý trước), sát với dự báo của HSC.
- VJC: Chúng tôi ước tính LNTT Q2/2024 của VJC đạt 390 tỷ đồng (tăng 41% so với cùng kỳ, giảm 42% so với quý trước).

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACV với giá mục tiêu không đổi là 138.000đ (tiềm năng tăng giá 24%) dựa trên nền tảng mạnh mẽ và định giá rẻ của cổ phiếu này. Trong khi đó, chúng tôi xem xét lại khuyến nghị đối với HVN (Bán ra) và VJC (Nắm giữ) do giá cổ phiếu giảm mạnh gần đây. Lưu ý, giá cổ phiếu của HVN đã giảm 23% kể từ khi HSC hạ khuyến nghị xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng) vào ngày 8/7/2024.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 19/7.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.Suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
ACV	110,900	Mua vào	-	138,000	-	24.4	24.4	21.6	16.9	16.0	0	0
HVN	28,100	Bán ra	-	23,600	-	(16.0)	9.94	26.4	8.36	8.25	0	0
VJC	105,700	Nắm giữ	-	112,200	-	6.15	33.8	22.0	19.6	16.0	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 18/7/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

ACV vẫn là lựa chọn hàng đầu của HSC trong ngành hàng không

Lưu lượng hành khách hàng không giảm trong Q2/2024 là do nhu cầu trong nước kém. Kết quả này là do sự kết hợp của nhiều nguyên nhân: giá vé máy bay tăng cao, sự cạnh tranh cao từ đường bộ, và nhu cầu du lịch nước ngoài tăng lên. Tuy nhiên, HSC vẫn lạc quan về triển vọng của ACV nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện khi cơ cấu sản phẩm hiệu quả hơn (đóng góp cao hơn của hành khách quốc tế giúp tạo ra tỷ suất lợi nhuận cao hơn). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACV với giá mục tiêu 138.000đ (tiềm năng tăng giá 24%). Đối với các hãng hàng không, HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu của HVN và VJC do giá các cổ phiếu này giảm mạnh gần đây.

Lưu lượng hành khách Q2/2024 suy yếu do nhu cầu trong nước kém tích cực

Theo ACV, lượng hành khách hàng không của Việt Nam trong Q2/2024 đã giảm 7% so với cùng kỳ và 3% so với quý trước xuống 27 triệu lượt, chủ yếu là do nhu cầu trong nước yếu kém mặc dù nhu cầu quốc tế tăng mạnh:

- **Lượng hành khách trong nước** giảm 21% so với cùng kỳ và 2% so với quý trước xuống 17,2 triệu lượt. HSC cho rằng kết quả kém tích cực này là do giá vé máy bay trong nước tăng cao, ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng trong bối cảnh kinh tế kém khả quan. Việc nhiều tuyến đường cao tốc trên toàn quốc được đưa vào hoạt động gần đây cũng đẩy mạnh nhu cầu đi lại bằng đường bộ thay thế cho đường hàng không đối với một số tuyến đường ngắn.
- Ngược lại, **nhu cầu quốc tế** tiếp tục phục hồi mạnh mẽ từ mức nền thấp của năm ngoái, ghi nhận mức tăng trưởng 31% so với cùng kỳ trong Q2/2024, đạt 9,8 triệu lượt khách. Tuy nhiên, so với quý trước, Q2/2024 giảm nhẹ 6% do yếu tố mùa vụ.

Bảng 1: Số lượng hành khách hàng không (nghìn lượt khách), Việt Nam

Trong Q2/2024, sản lượng giảm do nhu cầu trong nước yếu

	Q2/2023	Q1/2024	Q2/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
Quốc tế	7,506	10,446	9,837	31.1%	-5.8%	14,618	20,283	38.8%
Nội địa	21,653	17,513	17,173	-20.7%	-1.9%	42,212	34,686	-17.8%
Tổng	29,159	27,959	27,010	-7.4%	-3.4%	56,830	54,969	-3.3%

Nguồn: ACV

Cập nhật thị phần các hãng hàng không: HVN giảm, VJC tăng trong Q2/2024

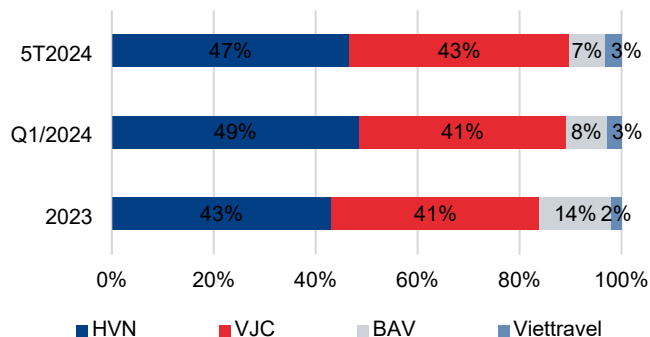
Số liệu hành khách tháng 6 của các hãng hàng không chưa được công bố, nhưng theo dữ liệu 5 tháng đầu năm 2024 của Cục Hàng không Việt Nam, HSC thấy có sự thay đổi đáng kể trong thị phần của những hãng chủ chốt với sự thu hẹp của HVN và mở rộng của VJC:

- Thị phần trong nước và quốc tế 5 tháng đầu năm 2024 của HVN lần lượt là 46,5% và 18,0%, giảm từ mức 48,6% và 18,7% trong Q1/2024. HSC cho rằng điều này là do việc trả lại 11 máy bay của JPA (Pacific Airlines, HVN sở hữu 99% cổ phần) kể từ ngày 18/3/2024 để tái cấu trúc hoạt động kinh doanh, dẫn đến công suất máy bay của HVN giảm xuống. Bên cạnh đó, việc giá vé máy bay của HVN (hãng hàng không truyền thống) cao hơn đáng kể so với VJC (hãng hàng không giá rẻ) cũng ảnh hưởng đến sức tiêu thụ của hãng hàng không quốc gia này trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng kém tích cực.
- Ngược lại, thị phần trong nước và quốc tế 5 tháng đầu năm 2024 của VJC đã mở rộng tốt lên mức 43,0% và 24,6% từ mức 40,5% và 23,9% trong Q1/2024 nhờ những lý do nêu trên.
- Điều cần lưu ý là thị phần trong nước của cả hai hãng hàng không đều được cải thiện khi so sánh với số liệu năm 2023. Điều này chủ yếu là nhờ sự thu hẹp của Bamboo Airways (BAV, Chưa niêm yết) kể từ nửa cuối năm 2023 để tái cấu trúc hoạt động kinh doanh do khó khăn tài chính. Trong 5 tháng đầu năm 2024, thị phần

trong nước của BAV đã giảm xuống 7% so với 14% trong năm 2023. Sự thu hẹp của BAV đã giúp các hãng hàng không khác ghi nhận KQKD Q1/2024 khả quan với HVN phục hồi lợi nhuận và VJC tăng trưởng mạnh.

Biểu đồ 2: Thị phần hành khách nội địa, Việt Nam

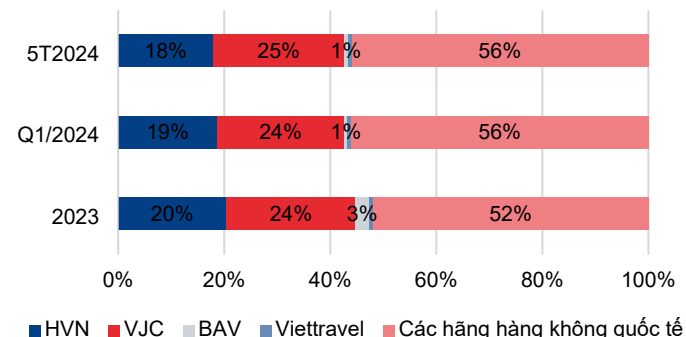
HVN đánh mất thị phần...



Nguồn: CAAV

Biểu đồ 3: Thị phần hành khách quốc tế, Việt Nam

...trong khi VJC giành thêm được thị phần trong Q2/2024



Nguồn: CAAV

Ước tính KQKD Q2/2024

HSC kỳ vọng các công ty hàng không sẽ tiếp tục phục hồi lợi nhuận so với cùng kỳ từ mức nền thấp của năm ngoái. Tuy nhiên, so với quý trước, lợi nhuận có thể sẽ giảm do đây là mùa thấp điểm, như đã đề cập ở trên. Chúng tôi lưu ý những điều sau:

- **ACV:** Trong cuộc họp sơ kết 6 tháng đầu năm, Công ty ước tính LNTT nửa đầu năm 2024 của ACV đạt khoảng 5,9 tỷ đồng (tăng 14% so với cùng kỳ). Kết quả này tương đương LNTT Q2/2024 đạt 2,4 nghìn tỷ đồng (giảm 27% so với cùng kỳ). Tuy nhiên, theo quan sát của HSC trong vài năm qua, những ước tính đó thường thấp hơn nhiều so với số liệu thực tế.

Dựa trên phân tích, chúng tôi ước tính rằng nếu không bao gồm tài sản khu bay, LNTT Q2/2024 của ACV đạt 3,6 nghìn tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ) và LNTT nửa đầu năm 2024 sẽ đạt 7,2 nghìn tỷ đồng (tăng 37% so với cùng kỳ). So với quý trước, LNTT Q2/2024 có thể sẽ giảm nhẹ 2% do lượng hành khách giảm xuống theo yếu tố mùa vụ như đã đề cập ở trên.

Chúng tôi lưu ý rằng lợi nhuận Q2 được ước tính sẽ tăng trưởng 10% so với cùng kỳ dù số lượng hành khách giảm 7% so với cùng kỳ, điều này chủ yếu là do tỷ suất lợi nhuận cải thiện khi cơ cấu sản phẩm hiệu quả hơn. Tỷ trọng hành khách quốc tế đã tăng đáng kể lên mức 36,7% trong Q2/2024 so với 25,7% trong cùng kỳ.

- **HVN:** HVN đã công bố LNTT sơ bộ nửa đầu năm 2024 đạt 4,6 nghìn tỷ đồng (so với mức lỗ 1,2 nghìn tỷ đồng trong nửa đầu năm 2023). Với kết quả này, LNTT Q2/2024 đạt khoảng 70 tỷ đồng, sát với dự báo của HSC ở mức 50 tỷ đồng.

Lợi nhuận Q2/2024 đã cải thiện so với LNTT Q2/2023 ở mức 19 tỷ đồng nhưng giảm mạnh so với 4,5 nghìn tỷ đồng của Q1/2024. Điều này chủ yếu là do (1) không còn khoản lợi nhuận không thường xuyên 3 nghìn tỷ đồng từ việc tái cấu trúc Pacific Airlines, (2) lợi suất hành khách thấp hơn so với quý trước, (3) thị phần bị mất và (4) nhu cầu trong nước kém tích cực.

- **VJC:** HSC ước tính LNTT Q2/2024 của VJC đạt 390 tỷ đồng (tăng 41% so với cùng kỳ, giảm 42% so với quý trước). Tăng trưởng lợi nhuận so với cùng kỳ sẽ được thúc đẩy bởi thị phần mở rộng và nhu cầu phục hồi, trong khi lợi nhuận giảm so với quý trước là do lợi suất hành khách thấp hơn do nhu cầu vào mùa thấp điểm.

Bảng 4: Ước tính lợi nhuận Q2/2024

Lợi nhuận nhiều khả năng sẽ cải thiện so với cùng kỳ nhưng giảm so với quý trước

	Q2/2023	Q1/2024	Q2/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
ACV								
Doanh thu thuần	4,929	5,634	5,364	8.8%	-4.8%	9,657	11,007	14.0%
LNTT	3,236	3,628	3,559	10.0%	-1.9%	5,266	7,188	36.5%
Lợi nhuận thuần	2,296	2,593	2,540	10.6%	-2.0%	3,598	5,134	42.7%
HVN (*)								
Doanh thu thuần	20,564	27,964	27,200	32.3%	-2.7%	44,058	55,164	0.25
LNTT	19	4,528	70	163.2%	-98.9%	(1,198)	4,598	Đảo chiều
Lợi nhuận thuần	(103)	4,334	N/a	Đảo chiều	-98.8%	(1,466)	N/a	Đảo chiều
VJC								
Doanh thu thuần	16,872	17,791	16,750	-1%	-6%	29,770	34,541	16%
LNTT	276	676	390	41%	-42%	519	1,056	103%
Lợi nhuận thuần	213	536	301	41%	-44%	385	829	115%

Ghi chú: (*) KQKD sơ bộ
 Nguồn: Các công ty, HSC

Định giá và khuyến nghị

ACV vẫn là lựa chọn hàng đầu của HSC trong ngành hàng không. Trong khi đó, chúng tôi đang xem xét lại HVN và VJC sau khi giá các cổ phiếu này giảm mạnh gần đây:

- **ACV:** HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACV với giá mục tiêu không đổi là 138.000đ (tiềm năng tăng giá 24,4%). Lưu ý, giá cổ phiếu ACV đã giảm 8% kể từ khi Công ty công bố KQKD sơ bộ kém tích cực. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng lợi nhuận thực hiện sẽ cao hơn nhiều và lợi nhuận của ACV (không bao gồm tài sản khu bay) có thể sẽ tăng 10% so với cùng kỳ nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện.

HSC cho rằng, với nền tảng lợi nhuận vững chắc, việc giá cổ phiếu điều chỉnh có thể là một cơ hội tốt để NĐT tích lũy cổ phiếu này. ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,0 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm tính từ tháng 1/2022 ở mức 30,2 lần. Ngoài ra, so với các công ty cùng ngành, ACV đang có P/E và P/B dự phóng năm 2024 thấp hơn 18% và 33% so với AOT (Airport of Thailand).

- **HVN:** Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị Bán ra và giá mục tiêu 23.600đ sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh gần đây. Giá cổ phiếu của HVN đã giảm 23% kể từ khi HSC hạ khuyến nghị xuống Bán ra vào ngày 8/7. Rủi ro giảm giá hiện đã thu hẹp xuống chỉ còn 16%. HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,6 lần, vẫn cao hơn so với bình quân 3 năm tính từ tháng 1/2022 ở mức 3,1 lần.
- **VJC:** HSC cũng đang xem xét lại khuyến nghị Nắm giữ và giá mục tiêu 112.200đ (tiềm năng tăng giá 6%) sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh gần đây. VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5,2 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 8,2 lần nhưng tương đương với mức trước dịch.

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB
 76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
 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