

Ngành Hàng không: Cơ hội đầu tư vẫn hiện hữu dù nhu cầu quốc tế tăng trưởng chậm

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

- Lượng khách quốc tế đã có dấu hiệu tăng chậm lại kể từ tháng 5, dẫn đến lượng khách quốc tế trong Q2/2024 giảm 6% so với quý trước (mặc dù vẫn tăng 31% so với cùng kỳ). Đường như tác động của hiện tượng “du lịch phục thù” đã giảm bớt. HSC dự báo nhu cầu du lịch quốc tế sẽ trở lại mức tăng trưởng bình thường 10-20%/năm trong giai đoạn dự báo.
- Mặt khác, nhu cầu trong nước đang bắt đầu có dấu hiệu tích cực hơn với mức giảm so với cùng kỳ ngày càng thu hẹp nhờ giá vé máy bay giảm. HSC kỳ vọng nhu cầu du lịch trong nước sẽ quay trở lại mức tăng trưởng dương vào năm tới.
- Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm HVN (Mua vào, giá mục tiêu mới 28.300đ) và ACV (Mua vào, giá mục tiêu mới 137.700đ) nhờ định giá hấp dẫn và triển vọng lợi nhuận cải thiện.

Lượng khách quốc tế vẫn đang phục hồi nhưng với tốc độ chậm lại

Theo ACV, trong 8 tháng đầu năm 2024, tổng lượng hành khách quốc tế tăng 32% so với cùng kỳ, đạt 27,5 triệu hành khách (so với mức 27,9 triệu trước dịch). Tuy nhiên, HSC thấy nhu cầu quốc tế đã có dấu hiệu suy giảm kể từ tháng 5. Mức tăng trưởng so với cùng kỳ của lượng khách quốc tế đã chậm lại kể từ tháng 2/2024 và lượng khách quốc tế trong Q2/2024 giảm 6% so với quý trước (dù vẫn tăng 31% so với cùng kỳ), kết thúc chuỗi 10 quý liên tiếp tăng trưởng so với quý trước kể từ Q4/2021.

HSC cho rằng tác động của hiện tượng “du lịch phục thù” đã giảm dần và nhu cầu quốc tế sẽ trở về mức bình thường, dự kiến tăng 19% so với cùng kỳ trong nửa cuối năm 2024, so với mức tăng mạnh 172% trong năm 2023 và 39% trong nửa đầu năm 2024. Chúng tôi dự báo lượng hành khách quốc tế trong năm 2024-2025 sẽ đạt lần lượt 41,7 triệu lượt (tăng 28% so với cùng kỳ và tương đương với mức trước đại dịch) và 47,5 triệu lượt (tăng 14% so với cùng kỳ và cao hơn 14% so với mức trước đại dịch). Dự báo này thấp hơn lần lượt 6% và 4% so với dự báo trước đó của chúng tôi.

Nhu cầu trong nước cho thấy dấu hiệu phục hồi

Trong 8 tháng đầu năm 2024, nhu cầu trong nước giảm 17% so với cùng kỳ xuống 48,4 triệu hành khách do tình hình kinh tế kém tích cực, xu hướng người dân đi du lịch nước ngoài tăng lên và các tuyến đường cao tốc mở mới trên toàn quốc giúp người dân có thể đi lại thuận tiện hơn bằng ô tô. Tuy nhiên, theo quan sát của HSC, nhu cầu trong nước đã có những dấu hiệu tích cực gần đây khi mức giảm so với cùng kỳ thu hẹp, giảm 16% trong tháng 7 & tháng 8 so với mức giảm lần lượt 24% và 22% trong tháng 5 & tháng 6/2024. Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi vẫn dự báo nhu cầu trong nước sẽ chỉ giảm 7% so với cùng kỳ, đạt 35,3 triệu lượt khách, tương đương tổng số khách trong nước trong năm 2024 đạt 70 triệu, giảm 13% so với năm 2023. Cho năm 2025, chúng tôi giữ nguyên dự báo số lượng hành khách trong nước đạt 77 triệu (tăng trưởng 10%).

Theo đó, HSC hiện dự báo tổng số hành khách trong năm 2024 sẽ đạt 111,7 triệu, giảm 3,3% so với dự báo trước đó, do giảm 6,3% giả định lượng khách quốc tế. Cho năm 2025, chúng tôi điều chỉnh giảm 1,3% dự báo tổng số hành khách xuống 124,5 triệu (tăng trưởng 11,5% và cao hơn 7% so với mức trước đại dịch).

Lựa chọn hàng đầu gồm ACV và HVN

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HVN và ACV do định giá hấp dẫn và câu chuyện lợi nhuận phục hồi, mặc dù giảm nhẹ 3% và 1% giá mục tiêu xuống 28.300đ (tiềm năng tăng giá 32%) và 137.700đ (tiềm năng tăng giá 28%) để phản ánh lợi nhuận trong ngắn hạn dự báo giảm nhẹ do lượng khách quốc tế phục hồi chậm hơn dự kiến.

Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với SCS với giá mục tiêu không đổi là 96.000đ (tiềm năng tăng giá 16%) và khuyến nghị Nắm giữ đối với VJC (mặc dù giảm 9% giá mục tiêu xuống 102.300đ – rủi ro giảm giá 1% – do giảm đáng kể dự báo lợi nhuận).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 9/9.

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	107,000	Mua vào	-	137,700	-	28.7	24.0	21.1	16.4	15.6	0	0
HVN	21,300	Mua vào	-	28,300	-	32.9	6.50	15.4	6.27	6.16	0	0
SCS	81,600	Tăng tỷ trọng	-	96,000	-	17.6	11.9	11.2	7.76	6.46	5.51	5.51
VJC	103,800	Nắm giữ	-	102,300	-	(1.45)	31.7	28.3	19.1	18.0	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 6/9/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

HVN và ACV tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của HSC trong ngành Hàng không	3
Nhu cầu hành khách hàng không: Bức tranh trái chiều	3
Các công ty vận tải hàng không: Sản lượng cải thiện mạnh nhờ nhu cầu phục hồi	6
Các công ty trong danh sách khuyến nghị: Đánh giá KQKD nửa đầu năm 2024 và cập nhật triển vọng	8
Các hãng hàng không: KQKD của HVN vượt trội hơn VJC trong nửa đầu năm 2024	8
Dự báo lợi nhuận mới	11
Các công ty dịch vụ hàng không	12
Định giá và khuyến nghị	14
HVN và ACV là lựa chọn ưa thích của HSC	14
Báo cáo thành phần	
Tổng CTCP Hàng không Việt Nam (HVN)	16
Tổng CTCP Cảng hàng không Việt Nam (ACV)	22
CTCP Hàng không VietJet (VJC)	28

HVN và ACV tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của HSC trong ngành Hàng không

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HVN và ACV nhưng giảm nhẹ giá mục tiêu do lượng khách quốc tế phục hồi yếu hơn dự kiến (chủ yếu liên quan đến khách du lịch Trung Quốc). HVN là cổ phiếu hàng không ưa thích của chúng tôi nhờ câu chuyện phục hồi mạnh mẽ trong năm nay và triển vọng lợi nhuận sáng sủa hơn trong bối cảnh hợp nhất ngành hàng không trong nước. Trong khi đó, chúng tôi vẫn ưa thích ACV nhờ vị thế độc quyền tại các sân bay, được hỗ trợ bởi triển vọng dài hạn mạnh mẽ từ dự án Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (dự kiến bắt đầu hoạt động từ cuối năm 2026).

Trong báo cáo này, HSC (1) cung cấp thông tin cập nhật về nhu cầu hành khách quốc tế (dưới mức kỳ vọng) và nhu cầu hành khách trong nước (đang cải thiện) cũng như nhu cầu vận tải hàng không tại Việt Nam; (2) đánh giá KQKD gần đây và cập nhật dự báo cho các hãng hàng không và công ty dịch vụ hàng không mà chúng tôi khuyến nghị; và (3) cập nhật định giá và khuyến nghị.

Nhu cầu hành khách hàng không: Bức tranh trái chiều

Sự phục hồi của nhu cầu quốc tế đang chậm lại

Theo ACV, số lượng hành khách hàng không của Việt Nam trong hai tháng đầu Q3/2024 (tháng 7 & tháng 8) tăng 17% so với cùng kỳ, đạt 7,2 triệu hành khách. Trong 8 tháng đầu năm 2024, tổng lượng hành khách quốc tế tăng 32% so với cùng kỳ, đạt 27,5 triệu hành khách nhờ nhu cầu phục hồi và chính sách visa được nới lỏng kể từ tháng 8/2023.

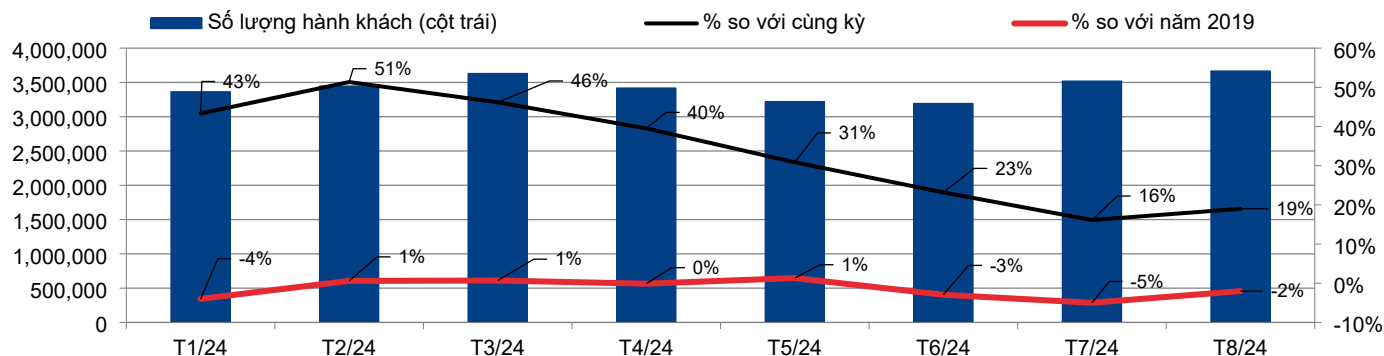
Tuy nhiên, có một số dấu hiệu cho thấy sự phục hồi của nhu cầu quốc tế đang chậm lại trong những tháng gần đây:

- Thứ nhất, tăng trưởng so với cùng kỳ của lượng khách quốc tế đã chậm lại kể từ tháng 2/2024 (Bảng 1).
- Thứ hai, mặc dù vẫn tăng 31% so với cùng kỳ, lượng khách quốc tế trong Q2/2024 đã giảm 6% so với quý trước, kết thúc chuỗi 10 quý tăng trưởng liên tiếp kể từ Q4/2021.
- Cuối cùng, so với mức trước đại dịch, trong ba tháng qua kể từ tháng 6, lượng hành khách hằng tháng đã giảm lần lượt 3%, 5% và 2%, trong khi từ tháng 2 đến tháng 5/2024, con số này đã đạt và vượt nhẹ so với mức trước đại dịch.

Sự suy yếu trong lượng hành khách quốc tế một phần là do lượng khách du lịch đến Việt Nam giảm (Bảng 2), và giảm mạnh trong những tháng gần đây do yếu tố mùa vụ. Trong giai đoạn trước dịch, tháng 6 và tháng 7 cũng ghi nhận lượng khách du lịch thấp nhất trong năm 2019 khi du khách tránh thời gian nắng nóng nhất ở Việt Nam. HSC nhận thấy lượng khách du lịch quốc tế thường cải thiện vào cuối năm nhờ điều kiện thời tiết dễ chịu hơn ở Việt Nam so với các quốc gia khác. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lượng khách du lịch sẽ tiếp tục cải thiện trong Q4/2024.

Biểu đồ 1: Số lượng hành khách hàng không quốc tế, Việt Nam

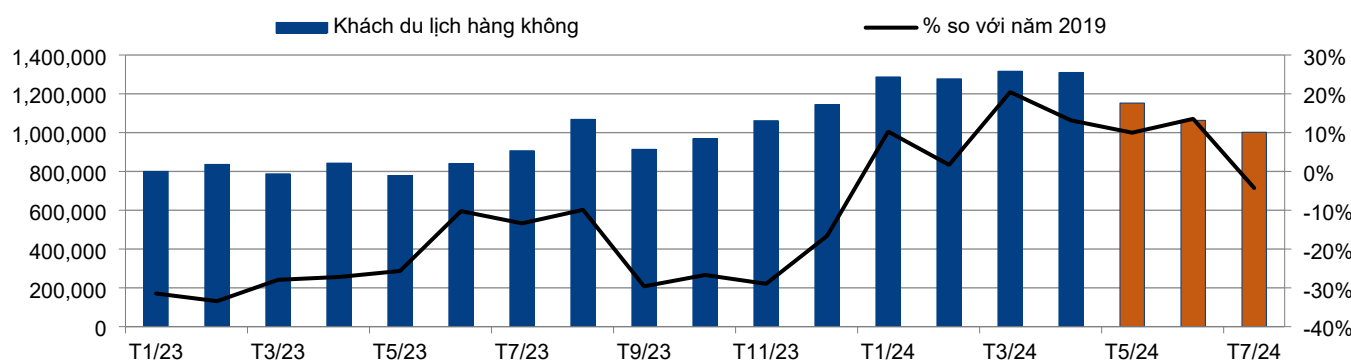
Số lượng hành khách hàng không quốc tế trong 8 tháng đầu năm 2024 tăng 32% so với cùng kỳ nhưng tốc độ tăng trưởng đã chậm hơn trong những tháng gần đây...



Nguồn: ACV

Biểu đồ 2: Số lượng khách quốc tế đến Việt Nam

...có dấu hiệu giảm kể từ tháng 5/2024



Nguồn: CEIC

Tuy nhiên, với tác động mạnh mẽ gần đây của các yếu tố mùa vụ, có vẻ như tác động của hiện tượng “du lịch phục thù” đã suy yếu (trong năm 2023, bất chấp yếu tố mùa vụ, nhu cầu quốc tế vẫn tiếp tục cải thiện so với quý trước). HSC cho rằng nhu cầu quốc tế trong thời gian tới có khả năng sẽ quay lại một mức tăng trưởng bình thường hơn trong khoảng 10% đến 20% mỗi năm, so với mức tăng trưởng đột biến 172% và 39% trong năm 2023 và nửa đầu năm 2024.

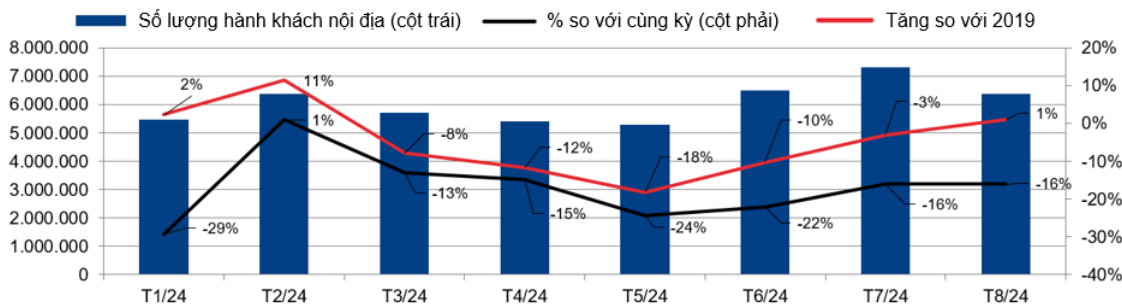
Nhu cầu trong nước cải thiện với mức giảm so với cùng kỳ thu hẹp

Mặt khác, các dấu hiệu tích cực đã xuất hiện trong nhu cầu trong nước, cho thấy sự cải thiện như sau:

- Mức giảm so với cùng kỳ của số lượng hành khách trong nước gần đây đã chậm lại, với mức giảm lần lượt 16% trong tháng 7 & tháng 8 so với mức giảm 24% và 22% trong tháng 5 & tháng 6. Ngoài ra, so với mức trước đại dịch, số lượng hành khách trong tháng 8 đã tăng nhẹ 1% so với mức giảm 6% trong 7 tháng đầu năm nay.
- Tính chung 8 tháng đầu năm 2024, nhu cầu trong nước giảm 17% so với cùng kỳ xuống 48,4 triệu lượt khách, do điều kiện kinh tế kém tích cực, xu hướng người dân đi du lịch nước ngoài tăng lên và các tuyến đường cao tốc mở mới trên toàn quốc giúp người dân có thể đi lại thuận tiện hơn bằng ô tô.

Biểu đồ 3: Số lượng hành khách nội địa, Việt Nam

Số lượng hành khách nội địa trong 8 tháng đầu năm 2024 giảm 17% so với cùng kỳ nhưng đã giảm đang chậm lại



Nguồn: ACV

Bảng 4: Số lượng hành khách hàng không, Việt Nam

Số lượng hành khách hàng không quốc tế trong 8 tháng đầu năm 2024 giảm 4% so với cùng kỳ

Triệu	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ	% so với 6T20219	8T2023	8T2024	% so với cùng kỳ	% so với 8T20219
Quốc tế	14.6	20.3	39.0%	-0.7%	20.7	27.5	32.0%	-1.4%
Nội địa	42.2	34.7	-18.0%	-6.3%	58.5	48.4	-17.0%	-4.9%
Tổng	56.8	55.0	-3.0%	-4.3%	79.3	75.9	-4.0%	-3.7%

Nguồn: ACV

Bảng 5: Dự báo số lượng hành khách hàng không, Việt Nam

HSC giảm ước tính nhu cầu quốc tế trong giai đoạn 2024-2026 dựa trên tốc độ tăng trưởng chậm trong 8 tháng đầu năm 2024

Triệu	2024F	2025F	2026F
Dự báo mới			
Hành khách quốc tế	41.7	47.5	53.5
Hành khách nội địa	70.0	77.0	82.4
Tổng số lượng hành khách	111.7	124.5	135.9
Điều chỉnh giả định			
Hành khách quốc tế	-6.3%	-4.0%	-3.6%
Hành khách nội địa	0%	0%	0%
Tổng số lượng hành khách	-3.3%	-1.3%	-1.2%
Tăng trưởng			
Hành khách quốc tế	27.9%	13.9%	12.6%
Hành khách nội địa	-12.9%	10.0%	7.0%
Tổng số lượng hành khách	-1.1%	11.5%	9.1%

Nguồn: HSC

Giảm dự báo số lượng hành khách quốc tế, giữ nguyên dự báo số lượng hành khách trong nước

Tổng số hành khách hàng không trong 8 tháng đầu năm 2024 đạt 75,8 triệu lượt, giảm 4% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu là do lượng khách trong nước giảm 17% so với cùng kỳ, trong khi lượng khách quốc tế phục hồi 32% so với cùng kỳ như đã đề cập. Lượng khách quốc tế 8 tháng đầu năm 2024 thấp hơn một chút so với dự báo của HSC, trong khi nhu cầu trong nước sát với dự báo.

Theo đó, HSC giảm 2,6% dự báo tổng số lượng hành khách năm 2024, chủ yếu do giảm 6% số lượng khách quốc tế, trong khi vẫn duy trì dự báo số lượng khách trong nước. Dự báo mới cho thấy nhu cầu quốc tế trong 6 tháng cuối năm 2024 sẽ tăng 19% so với cùng kỳ đạt 21,7 triệu lượt khách (tăng 7% so với nửa đầu năm), và số lượng trong nước sẽ giảm 7% so với cùng kỳ xuống 35,3 triệu hành khách (nhưng tăng 2% so với nửa đầu năm). Cho năm 2025-2026, chúng tôi giảm nhẹ 1,7% và 1,5% tổng số lượng hành khách dự báo, do giảm lần lượt 3,0% và 2,7% giả định số lượng khách quốc tế, trong khi gần như giữ nguyên giả định số lượng khách trong nước.

Lưu ý, tốc độ tăng trưởng chậm lại (dù vẫn tăng so với cùng kỳ) của số lượng khách quốc tế đã khiến chúng tôi điều chỉnh dự báo RPK (lưu lượng khách luân chuyển) cho các hãng hàng không trong danh sách khuyến nghị. Đối với HVN, chúng tôi giảm bình

quân 5,2% RPK trong giai đoạn 2024-2026, trong khi đối với VJC, chúng tôi giảm 1,3%. Sự thay đổi về lưu lượng của VJC ít hơn so với HVN do tỷ trọng khách quốc tế của VJC chỉ ở mức khoảng 60%, trong khi HVN là 70%. Chúng tôi cũng giảm dự báo ASK (công suất ghế luân chuyển); các điều chỉnh về công suất của VJC nhỏ hơn HVN vì VJC sẽ nhận bàn giao thêm 8 máy bay, trong khi HVN sẽ thuê thêm 4 máy bay trong nửa cuối năm 2024.

Các thay đổi về số lượng hành khách hàng không, ASK và RPK được mô tả trong bảng dưới đây.

Bảng 6: Điều chỉnh công suất & lưu lượng hành khách, các hãng hàng không

Chúng tôi hạ ước tính ghế luân chuyển & khách luân chuyển đối với HVN và VJC trong bối cảnh nhu cầu quốc tế tăng trưởng chậm

		Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
Đơn vị		2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
HVN											
ASK	Tỷ ghế-km	42,490	47,830	52,135	55,263	46,145	50,298	53,316	-3.5%	-3.5%	-3.5%
	Tăng trưởng	49.3%	12.6%	9.0%	6.0%	8.6%	9.0%	6.0%			
RPK	Tỷ khách-km	33,207	38,981	42,490	44,763	36,873	40,192	42,603	-5.4%	-5.4%	-4.8%
	Tăng trưởng	58.8%	17.4%	9.0%	5.3%	11.0%	9.0%	6.0%			
Hệ số sử dụng ghế	%	78.2%	81.5%	81.5%	81.0%	79.9%	79.9%	79.9%	-1.6%	-1.6%	-1.1%
	Tăng trưởng	+4.7ppts	+2.8%	+0.0%	+0.0%	+2.8%	+0.0%	+0.0%			
VJC											
ASK	Tỷ ghế-km	47,923	56,703	64,008	76,809	55,591	63,374	76,049	-2.0%	-1.0%	-1.0%
	Tăng trưởng	55.7%	15.0%	14.0%	20.0%	16.0%	14.0%	20.0%			
RPK	Tỷ khách-km	38,564	46,933	52,166	61,831	46,012	51,650	61,219	-2.0%	-1.0%	-1.0%
	Tăng trưởng	62.7%	16.2%	14.0%	18.8%	19.3%	12.3%	18.5%			
Hệ số sử dụng ghế	%	80.5%	82.8%	81.5%	80.5%	82.8%	81.5%	80.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	Tăng trưởng	+3.0%	+2.0%	+0.0%	+0.0%	+2.0%	+0.0%	+0.0%			

Nguồn: HSC

Các công ty vận tải hàng không: Sản lượng cải thiện mạnh nhờ nhu cầu phục hồi

Theo ACV, tổng sản lượng hàng hóa trong 8 tháng đầu năm 2024 tăng 26% so với cùng kỳ đạt 997 triệu tấn, nhờ sản lượng hàng hóa quốc tế tăng 23% và sản lượng hàng hóa trong nước tăng 34% so với cùng kỳ.

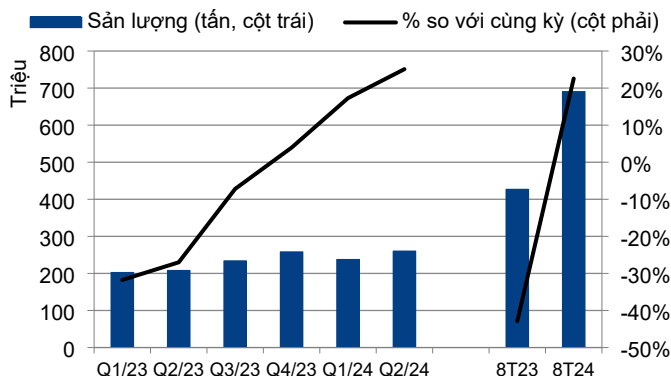
Sự cải thiện mạnh mẽ này được thúc đẩy nhờ nhu cầu phục hồi khi so với mức nền thấp của năm ngoái. Khi giai đoạn giảm hàng tồn kho kết thúc và các thị trường thương mại chính của Việt Nam, bao gồm Mỹ, EU và Trung Quốc, bắt đầu bổ sung hàng tồn kho, nhu cầu quốc tế liên tục tăng trưởng mạnh, giúp sản lượng hàng hóa tăng lên. Ngoài ra, các công ty vận tải hàng không cũng hưởng lợi từ khủng hoảng Biển Đỏ, khiến một phần hàng hóa đã được chuyển từ vận tải biển sang vận tải hàng không để tiết kiệm thời gian giao hàng.

Mặt khác, sản lượng hàng hóa nội địa liên tục tăng trưởng so với cùng kỳ sau khi Trung Quốc mở cửa biên giới từ Q1/2023, dẫn đến việc nhiều hàng hóa được vận chuyển từ miền Nam ra miền Bắc để xuất khẩu sang Trung Quốc qua các cửa khẩu biên giới.

HSC dự báo các yếu tố hỗ trợ này sẽ tiếp tục thúc đẩy sản lượng hàng hóa trong Q4/2024 và các công ty vận tải hàng không sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong những tháng tới. Cho năm 2025, sản lượng hàng hóa có khả năng sẽ ổn định trở lại, nhất là khi so với mức nền cao trong năm nay.

Biểu đồ 7: Sản lượng hàng hóa hàng không quốc tế, VN

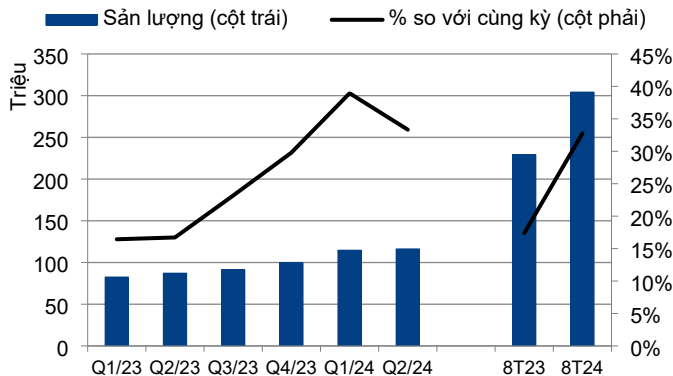
Sản lượng hàng hóa quốc tế trong 8 tháng đầu năm 2024 tăng 23% so với cùng kỳ



Nguồn: ACV

Biểu đồ 8: Sản lượng hàng hóa nội địa, Việt Nam

Sản lượng hàng hóa nội địa trong 8 tháng đầu năm 2024 tăng 34% so với cùng kỳ



Nguồn: ACV

Bảng 9: KQKD 6 tháng đầu năm 2024, các công ty hàng không

Tất cả các công ty hàng không đều công bố lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ trong 6 tháng đầu năm 2024

Tỷ đồng	Q2/23	Q1/24	Q2/24	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2024	% so với cùng kỳ
ACV							
Doanh thu thuần	4,929	5,643	5,535	12%	-2%	11,178	16%
Lợi nhuận thuần (*)	2,296	2,593	2,897	26%	12%	5,492	53%
Lợi nhuận thuần cốt lõi (*)	2,197	2,635	2,512	14%	-5%	5,147	19%
SCS							
Doanh thu thuần	172	213	264	53%	24%	477	43%
Lợi nhuận thuần	129	147	189	47%	29%	336	39%
Lợi nhuận cốt lõi	129	147	189	47%	29%	336	39%
HVN							
Doanh thu thuần	20,565	27,964	24,630	20%	-12%	52,561	19%
Lợi nhuận thuần	-1,362	4,334	934	Đảo chiều	-78%	5,194	Đảo chiều
Lợi nhuận cốt lõi	-965	1,576	1,102	Đảo chiều	-30%	2,876	Đảo chiều
VJC							
Doanh thu thuần	16,872	17,792	16,224	-4%	-9%	34,016	14%
Lợi nhuận thuần	213	536	577	171%	8%	1,114	189%
Lợi nhuận cốt lõi	125	542	531	325%	-2%	1,073	230%
Vận tải	28	517	47	68%	-91%	564	389%
Giao dịch tàu bay	97	25	485	400%	1840%	510	143%

Ghi chú: *Loại trừ tài sản khu bay
Nguồn: HSC

Các công ty trong danh sách khuyến nghị: Đánh giá KQKD nửa đầu năm 2024 và cập nhật triển vọng

Trong 6 tháng đầu năm 2024, tất cả các công ty hàng không đều ghi nhận KQKD mạnh mẽ nhờ sự phục hồi của nhu cầu hành khách quốc tế và sản lượng hàng hóa hàng không. Tổng lợi nhuận của các hãng hàng không đã phục hồi từ mức lỗ năm ngoái trong khi các công ty dịch vụ hàng không ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận thuần là 52% so với cùng kỳ. Trong số hai hãng hàng không, KQKD của HVN tốt hơn nhiều so với VJC và đã vượt mức trước đại dịch. Trong khi đó, KQKD của VJC trong 6 tháng đầu năm 2024 vẫn thấp hơn mức trước đại dịch.

Các hãng hàng không: KQKD của HVN vượt trội hơn VJC trong nửa đầu năm 2024

Đánh giá KQKD nửa đầu năm 2024

Cả hai hãng hàng không trong danh sách khuyến nghị của HSC gồm HVN và VJC đều ghi nhận KQKD mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2024 nhờ các yếu tố chính sau đây:

- Lưu lượng hành khách tăng nhờ nhu cầu quốc tế phục hồi.
- Thị phần mở rộng nhờ đối thủ Bamboo Airways (không niêm yết) thu hẹp HĐKD do tài chính khó khăn kể từ nửa cuối năm 2023.
- Lợi suất hành khách tăng lên nhờ tình trạng thiếu hụt máy bay liên quan đến các vấn đề kỹ thuật của động cơ Pratt & Whitney, khiến các máy bay A321 phải tạm ngừng hoạt động để kiểm tra động cơ trong vòng 6-12 tháng trong năm 2024-2025.

Trong số hai hãng hàng không, HVN vượt trội hơn VJC và có KQKD tích cực hơn trong nửa đầu năm 2024. Chi tiết như sau:

- HVN: Trong 6 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần của HVN tăng mạnh 19% so với cùng kỳ đạt 52,6 nghìn tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần đạt 5,2 nghìn tỷ đồng, chuyển biến tích cực từ lỗ 1,5 nghìn tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2023. Nếu không tính đến các khoản lãi/lỗ không thường xuyên từ tái cấu trúc các công ty con, biến động tỷ giá và chuyển nhượng tài sản, LNTT từ HĐKD cốt lõi 6 tháng đầu năm 2024 của HVN sẽ tăng lên 2,7 nghìn tỷ đồng so với lỗ HĐKD cốt lõi 859 tỷ đồng trong cùng kỳ năm ngoái.

So với mức trước đại dịch, LNTT từ HĐKD cốt lõi của HVN trong 6 tháng đầu năm 2024 đã vượt 50%, trong khi doanh thu thuần cao hơn 5%, nhờ quản lý chi phí tốt hơn và HĐKD tích cực hơn của các công ty con và công ty liên kết.

- VJC: Doanh thu thuần của VJC trong 6 tháng đầu năm 2024 tăng 14% so với cùng kỳ, đạt 34 nghìn tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh 189% so với cùng kỳ, đạt 1,1 nghìn tỷ đồng. Nếu không tính đến các khoản lãi/lỗ không thường xuyên từ biến động tỷ giá, LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 1,07 nghìn tỷ đồng (tăng 230% so với cùng kỳ). Trong đó, 48% lợi nhuận đến từ mảng giao dịch máy bay, trong khi lợi nhuận từ mảng vận tải chỉ chiếm 52% tổng LNTT từ HĐKD cốt lõi 6 tháng đầu năm 2024.

So với mức trước đại dịch, LNTT từ HĐKD cốt lõi của VJC trong 6 tháng đầu năm 2024 thấp hơn 57% so với 6 tháng đầu năm 2019, do lợi nhuận từ mảng vận tải giảm 40% và lợi nhuận từ mảng giao dịch máy bay giảm 67%.

Bảng 10: KQKD 6 tháng đầu năm 2024, các hãng hàng không

KQKD 6 tháng đầu năm 2024 của HVN vượt trội hơn so với VJC

	6T2019	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ	% so với 6T2019
Doanh thu thuần					
HVN	50,115	43,997	52,561	20%	5%
VJC	24,556	29,503	34,029	15%	39%
Doanh thu vận tải					
- HVN	40,484	35,083	41,522	18%	2%
- VJC	19,504	22,781	31,740	39%	63%
Lợi nhuận thuần					
HVN	1,275	(1,518)	5,268	N/m	N/m
VJC	2,084	135	830	514%	-60%
LNTT cốt lõi					
HVN	1,785	(949)	2,678	N/m	50%
VJC	2,508	14	1,073	7564%	-57%
- Lợi nhuận từ giao dịch tàu bay	1,564	110	510	363%	-67%
- Lợi nhuận từ mảng vận tải	944	(96)	563	-687%	-40%

Nguồn: HSC

Lợi nhuận mạnh mẽ hơn của HVN có được nhờ chi phí lãi vay thấp hơn, lợi suất hành khách cao hơn và quản lý chi phí hiệu quả hơn

HVN & VJC trong 6 tháng đầu năm 2024

KQKD của HVN vượt trội hơn VJC và vượt mức trước đại dịch nhờ các lý do chính sau:

- **Lợi suất hành khách tăng mạnh hơn.** Lợi suất hành khách của HVN trong 6 tháng đầu năm 2024 tăng 4,1% so với cùng kỳ và cao hơn 21,6% so với mức trước đại dịch. Trong khi đó, lợi suất hành khách của VJC chỉ tăng 2,3% so với cùng kỳ và cao hơn 11,0% so với mức của 6 tháng đầu năm 2019. HSC cho rằng kết quả này có được là nhờ khả năng xác định giá vé tốt hơn của HVN nhờ mô hình hãng hàng không truyền thống với đầy đủ dịch vụ, giúp công ty có thể chuyển phần chi phí tăng sang cho khách hàng dễ dàng hơn so với VJC với mô hình hãng hàng giá rẻ (khiến việc tăng giá vé khó khăn hơn, nhất là trong bối cảnh nhu cầu trong nước yếu do bối cảnh kinh tế kém tích cực).
- **Chi phí đơn vị (CASK) tăng ít hơn.** CASK của HVN trong 6 tháng đầu năm 2024 chỉ tăng 1,6% so với cùng kỳ và cao hơn 11,9% so với mức trước đại dịch. Trong khi đó, CASK của VJC tăng 4,6% so với cùng kỳ và cao hơn 17,0% so với năm 2019. Chúng tôi cho rằng điều này là nhờ khả năng quản lý chi phí hiệu quả hơn của HVN so với VJC trong đại dịch, khi HVN giảm mạnh chi phí để hỗ trợ lợi nhuận, trong khi VJC ít có khả năng giảm chi phí vì đã là một trong những hãng hàng không có chi phí thấp nhất trong khu vực trước đại dịch.
- **Chi phí lãi vay thấp hơn.** Chi phí lãi vay của HVN trong 6 tháng đầu năm 2024 là 763 tỷ đồng, giảm 2% so với cùng kỳ và không đổi so với mức trước đại dịch. Ngược lại, chi phí lãi vay của VJC tăng mạnh lên 1,3 nghìn tỷ đồng (tăng 64% so với cùng kỳ và tăng 810% so với 6 tháng đầu năm 2019).

HVN có lợi thế lớn hơn về chi phí lãi vay chủ yếu nhờ khoản vay lãi suất thấp trị giá 4 nghìn tỷ đồng được Chính phủ hỗ trợ trong thời kỳ đại dịch, trong khi VJC phải vay nợ thêm để tài trợ cho các đơn đặt hàng máy bay. Tại thời điểm cuối 6 tháng đầu năm 2024, tổng các khoản vay ngân hàng của HVN là 23,3 nghìn tỷ đồng so với 31,9 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2019. Trong khi đó, nợ của VJC tăng lên mức 35,2 nghìn tỷ đồng so với 11.8 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2019.

- **Lợi nhuận bổ sung từ mảng dịch vụ hàng không:** HVN sở hữu nhiều công ty con trong lĩnh vực dịch vụ hàng không, bao gồm nhà cung cấp dầu máy bay Skypec (không niêm yết, HVN sở hữu 100% cổ phần), CTCP dịch vụ hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS, không niêm yết, HVN sở hữu 55% cổ phần), Nội Bài Cargo (NCT, sở hữu 55%, không được xếp hạng), CTCP dịch vụ hàng hóa Nội Bài (NCS, chưa khuyến nghị, HVN sở hữu 60,2% cổ phần), và các công ty khác.

HVN không công bố thông tin chi tiết về lợi nhuận của các công ty con, nhưng theo BCTC của công ty mẹ và BCTC hợp nhất, HSC nhận thấy lợi nhuận gộp của các công ty con đã cải thiện mạnh mẽ trong 6 tháng đầu năm 2024, đạt 1,5 nghìn tỷ

đồng so với 805 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2023. Chúng tôi cho rằng sự cải thiện này là nhờ nhu cầu quốc tế tăng lên và HĐKD của Pacific Airlines (JPA, không niêm yết, HVN sở hữu 98% cổ phần) được cải thiện, công ty con này ghi nhận kết quả rất kém trong năm 2023 với khoản lỗ 1,4 nghìn tỷ đồng.

Nhờ các yếu tố chính đã đề cập ở trên, lợi nhuận HĐKD cốt lõi của HVN trong 6 tháng đầu năm 2024 vượt trội so với VJC và đã vượt qua mức trước đại dịch, trong khi lợi nhuận của VJC vẫn thấp hơn mức của 6 tháng đầu năm 2019.

Bảng 11: Dữ liệu hoạt động, các hãng hàng không

Các số liệu của HVN vượt trội hơn so với VJC nhờ lợi suất tăng, chi phí lãi vay giảm & quản lý chi phí tốt hơn

	6T2019	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ	% so với 6T2019
Ghế luân chuyển (tỷ ghế-km)					
HVN	23.1	20.0	22.6	13.2%	-1.9%
VJC	19.7	22.2	27.9	25.6%	41.5%
Khách luân chuyển (tỷ khách-km)					
HVN	18.5	15.3	18.1	18.3%	-2.1%
VJC	16.3	17.6	23.0	30.7%	41.1%
Hệ số sử dụng ghế					
HVN	80.1%	76.4%	79.9%	+3.5 điểm %	-0.2 điểm %
VJC	82.7%	79.3%	82.5%	+3.3 điểm %	-0.2 điểm %
Lợi suất (đồng/khách-km)					
HVN	1,659	1,938	2,017	4.1%	21.6%
VJC	1,165	1,264	1,294	2.3%	11.0%
Chi phí đơn vị (đồng/ghế-km)					
HVN	1,517	1,671	1,698	1.6%	11.9%
VJC	932	1,043	1,090	4.6%	17.0%
Chi phí lãi vay (tỷ đồng)					
HVN	755	777	763	-1.9%	0.9%
VJC	140	777	1,274	64.0%	810.3%

Ghi chú: Số liệu hoạt động của HVN được tính toán dựa trên Công ty mẹ và không bao gồm JPA
Nguồn: HVN, VJC, HSC

Những câu chuyện chính trong tương lai

Tình trạng thiếu hụt máy bay giảm bớt trong nửa cuối năm 2024 có thể dẫn đến lợi suất hành khách giảm

HSC dự báo tình trạng thiếu hụt máy bay sẽ giảm bớt trong nửa cuối năm 2024 nhờ việc thuê thêm và nhận bàn giao máy bay mới như sau:

- HVN sẽ thuê thêm 4 máy bay trong nửa cuối năm 2024, nâng tổng số máy bay đang hoạt động lên 88 chiếc vào cuối năm 2024, so với 84 chiếc gần đây.
- VJC sẽ nhận bàn giao thêm 8 máy bay trong Q4/2024 theo đơn đặt hàng trước đó. Theo đó, số lượng máy bay đang hoạt động của hãng sẽ tăng lên 84 chiếc vào cuối năm 2024 so với 76 chiếc hiện tại.

Tổng số máy bay vào cuối năm 2024 sẽ đạt 182 chiếc so với 170 chiếc hiện tại. Với việc nhu cầu quốc tế tăng trưởng chậm lại, số lượng máy bay hoạt động cao hơn và mùa du lịch hè đã qua, giá vé máy bay và lợi suất hành khách dự kiến sẽ giảm so với nửa đầu năm 2024.

Triển vọng năm 2025-2026: Cung và cầu cân bằng

Cho năm 2025-2026, HSC dự báo số lượng máy bay sẽ tiếp tục tăng do việc nhận bàn giao máy bay mới và các máy bay hoàn tất kiểm tra động cơ dần được đưa vào hoạt động trở lại (Bảng 12). Tuy nhiên, do nhu cầu trong nước dự kiến sẽ tăng trưởng trở lại từ mức nền thấp trong năm nay nhờ tâm lý tiêu dùng cải thiện, nhu cầu vận tải hàng không có vẻ khả quan trong năm 2025 và 2026. Do đó, mặc dù tình trạng thiếu hụt máy bay sẽ giảm dần so với năm 2024, chúng tôi nhận thấy cung và cầu trong giai đoạn 2025-2026 sẽ cân bằng.

Bảng 12: Số lượng máy bay, Việt Nam

Tình trạng thiếu hụt máy bay sẽ giảm bớt trong 6 tháng cuối năm 2024

	Cuối năm 2019	Cuối năm 2023	Cuối 6T2024	Cuối năm 2024	Cuối năm 2025	Cuối năm 2026
HVN	106	106	84	88	92	100
VJC	71	86	76	84	94	104
Bamboo	22	11	7	7	7	7
Viettravel	-	3	3	3	3	3
Tổng	199	206	170	182	196	214
Tăng so với cùng kỳ			-17%	7%	8%	9%
% so với năm 2019		4%	-15%	-9%	-2%	8%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Dự báo cũ và mới, HVN

HSC giảm bình quân lần lượt 8% & 7% ước tính LNTT cốt lõi & lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Cũ	Tăng trưởng	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024					
Doanh thu thuần	109,519	20%	104,812	-4%	14%
Lợi nhuận thuần	7,570	Đảo chiều	7,254	-4%	Đảo chiều
LNTT cốt lõi	4,569	Đảo chiều	4,194	-8%	Đảo chiều
2025					
Doanh thu thuần	124,927	14%	114,904	-8%	10%
Lợi nhuận thuần	3,303	-56%	3,071	-7%	-58%
LNTT cốt lõi	4,403	-4%	4,157	-6%	-1%
2026					
Doanh thu thuần	129,946	4%	121,751	-6%	6%
Lợi nhuận thuần	3,907	18%	3,479	-11%	13%
LNTT cốt lõi	5,028	14%	4,582	-9%	10%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới

Để phản ánh tác động từ việc nhu cầu quốc tế tăng trưởng chậm lại và khả năng lợi suất hành khách giảm trong nửa cuối năm 2024, HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 cho các công ty hàng không như sau:

HVN: Chúng tôi giảm bình quân 8% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi và giảm bình quân 7% dự báo lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2024-2026, do giảm giả định lưu lượng hành khách và lợi suất hành khách. HSC hiện dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 của HVN đạt 7,3 nghìn tỷ đồng so với lỗ thuần 5,9 nghìn tỷ đồng năm 2023. Nếu không tính đến khoản lợi nhuận không thường xuyên từ tái cấu trúc Pacific Airlines (JPA) và giao dịch máy bay, LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2024 dự báo đạt 4,2 nghìn tỷ đồng so với lỗ từ HĐKD cốt lõi 4,3 nghìn tỷ đồng trong năm ngoái.

Cho năm 2025 và 2026, lợi nhuận thuần dự báo đạt lần lượt 3,1 nghìn tỷ đồng (giảm 58%) và 3,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 13%).

VJC: Lợi nhuận thuần 6 tháng đầu năm 2024 của VJC vượt dự báo của HSC, chủ yếu nhờ lợi nhuận cao từ mảng giao dịch máy bay trong khi KQKD mảng vận tải lại yếu hơn so với kỳ vọng. Chúng tôi tăng 5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 do tăng dự báo lợi nhuận từ mảng giao dịch máy bay trong khi giảm 28% dự báo lợi nhuận từ mảng vận tải của VJC. Điều này là do lợi nhuận mảng giao dịch máy bay trong 6 tháng đầu năm 2024 đạt mức ấn tượng 509 tỷ đồng (tăng 143% so với cùng kỳ). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024 của VJC đạt 1,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 669%).

Cho năm 2025 và 2026, HSC giảm lần lượt 23% và 21% dự báo lợi nhuận thuần xuống 2,0 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12%) và 2,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19%). Việc giảm dự báo này chủ yếu do giảm 30% và 37% dự báo lợi nhuận mảng vận tải sau khi giảm giả định lưu lượng hành khách và lợi suất hành khách.

Bảng 14: Dự báo cũ và mới, VJC

Chúng tôi tăng ước tính lợi nhuận thuần năm 2024 nhưng giảm dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026

Tỷ đồng	Cũ	Tăng trưởng	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024					
Doanh thu thuần	77,141	33%	77,428	0%	33%
Lợi nhuận thuần	1,693	1182%	1,774	5%	669%
2025					
Doanh thu thuần	86,362	12%	91,801	6%	19%
Lợi nhuận thuần	2,597	53%	1,987	-23%	12%
2026					
Doanh thu thuần	98,805	14%	120,625	22%	31%
Lợi nhuận thuần	2,986	15%	2,357	-21%	19%

Nguồn: HSC

Bảng 15: Duy trì phần lớn dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, ACV

HSC giảm bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Cũ	Tăng trưởng	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024					
Doanh thu thuần	22,731	15%	22,504	-1%	14%
Lợi nhuận thuần	9,877	35%	9,509	-4%	30%
Lợi nhuận cốt lõi	10,277	19%	10,211	-1%	19%
2025					
Doanh thu thuần	25,487	12%	25,233	-1%	12%
Lợi nhuận thuần	11,156	13%	10,888	-2%	15%
Lợi nhuận cốt lõi	11,156	9%	11,047	-1%	8%
2026					
Doanh thu thuần	28,564	12%	28,278	-1%	12%
Lợi nhuận thuần	12,288	10%	11,988	-2%	10%
Lợi nhuận cốt lõi	12,288	8%	12,145	-1%	9%

Nguồn: HSC

Các công ty dịch vụ hàng không

Hai công ty dịch vụ hàng không trong danh sách khuyến nghị của HSC gồm ACV và SCS đã ghi nhận KQKD tích cực trong 6 tháng đầu năm 2024 nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện do nhu cầu quốc tế đóng góp tỷ trọng lớn hơn trong tổng doanh thu.

ACV: Lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2024 tăng 53% so với cùng kỳ và lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng 19% so với cùng kỳ

ACV đã công bố lợi nhuận thuần (không bao gồm tài sản khu bay) trong Q2/2024 đạt mức cao kỷ lục 2,9 nghìn tỷ đồng (tăng 26% so với cùng kỳ) và doanh thu thuần đạt 5,5 nghìn tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ). Nếu không tính đến các khoản lãi/lỗ không thường xuyên từ trích lập/hoàn nhập dự phòng các khoản phải thu quá hạn và biến động tỷ giá, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi tăng 14% so với cùng kỳ, đạt 2,5 nghìn tỷ đồng. Trong 6 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần đạt 11,2 nghìn tỷ đồng (tăng 16% so với cùng kỳ), lợi nhuận thuần tăng 53% đạt 5,5 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận HĐKD cốt lõi đạt 5,1 nghìn tỷ đồng (tăng 19% so với cùng kỳ).

Kết quả mạnh mẽ này có được chủ yếu nhờ nhu cầu quốc tế tăng đáng kể và tỷ suất lợi nhuận tăng lên nhờ cơ cấu doanh thu cải thiện. Mặc dù tổng lượng hành khách giảm 3% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm 2024, tổng doanh thu vẫn tăng 16% nhờ lượng hành khách quốc tế tăng mạnh (tăng 39% so với cùng kỳ) bất chấp lượng hành khách trong nước giảm 18%. Điều này đã giúp tỷ trọng hành khách quốc tế trong tổng số hành khách tăng lên mức 37% so với 26% của cùng kỳ năm ngoái. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 63% so với 61% trong 6 tháng đầu năm 2023 nhờ cơ cấu doanh thu hiệu quả hơn.

Dựa trên những kết quả này, HSC giảm nhẹ bình quân 1% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026 do tốc độ tăng trưởng của nhu cầu quốc tế chậm lại gần đây. Chúng tôi cũng giảm bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần do tăng giả định lỗ tỷ giá (trong bối cảnh đồng JPY tăng mạnh so với VND gần đây).

Theo dự báo mới này, lợi nhuận thuần năm 2024 của ACV dự báo đạt 9,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 30%) và lợi nhuận HĐKD cốt lõi đạt 10,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19%). Điều này tương đương lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 dự báo đạt 4,0 nghìn tỷ đồng (tăng 8% so với cùng kỳ, giảm 27% so với nửa đầu năm 2024). Sự giảm sút so với nửa đầu năm chủ yếu do lỗ tỷ giá so với khoản lãi tỷ giá trong 6 tháng đầu năm 2024.

Lưu ý, ACV có khoản nợ lớn bằng đồng JPY, khoảng 63,5 tỷ JPY tính đến cuối Q2/2024. Ngân hàng Trung ương Nhật Bản đã nâng lãi suất tham chiếu lên mức khoảng 0,25% từ mức 0% đến 0,1% vào ngày 31/07/2024, khiến tỷ giá JPY/VND tăng 8,6% kể từ đó.

SCS: Lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2024 tăng mạnh 39% so với cùng kỳ nhờ nhu cầu phục hồi và khách hàng mới

Lợi nhuận thuần Q2/2024 của SCS tăng 47% so với cùng kỳ đạt 190 tỷ đồng trong khi doanh thu thuần tăng 53% so với cùng kỳ đạt 264 tỷ đồng. Tính chung nửa đầu năm 2024, lợi nhuận thuần tăng 39% so với cùng kỳ đạt 337 tỷ đồng và doanh thu thuần đạt 477 tỷ đồng (tăng 43% so với cùng kỳ).

Sự tăng trưởng mạnh mẽ về lợi nhuận được thúc đẩy bởi xu hướng phục hồi của nhu cầu toàn ngành và đóng góp từ khách hàng mới, Qatar Airways, từ tháng 2/2024. Đây là hãng hàng không quốc tế có sản lượng hàng hóa qua Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất lớn nhất, giúp sản lượng hàng hóa quốc tế của SCS trong 6 tháng đầu năm 2024 tăng mạnh 50% so với cùng kỳ, đạt 96.000 tấn. Bên cạnh đó, sản lượng hàng hóa trong nước cũng tăng 24% đạt 33.000 tấn. Sản lượng hàng hóa cao hơn và tỷ suất lợi nhuận cải thiện (do tỷ trọng đóng góp của hàng hóa quốc tế tăng) là những động lực chính giúp lợi nhuận của SCS tăng trưởng mạnh mẽ trong 6 tháng đầu năm 2024.

Dựa trên những yếu tố này, HSC duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, với lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 37%, 6%, 16% trong các năm 2024, 2025, 2026. Theo đó, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 dự báo đạt 340 tỷ đồng (tăng 33% so với cùng kỳ, không đổi so với nửa đầu năm 2024). Tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ sẽ đến từ nhu cầu phục hồi và đóng góp của khách hàng mới, Qatar Airways.

Bảng 16: Dự báo cho giai đoạn 2024-2026, SCS

HSC duy trì dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026

	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	983	1,135	1,264
Tăng trưởng	39%	15%	11%
Lợi nhuận thuần	676	721	807
Tăng trưởng	36%	7%	12%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Lựa chọn hàng đầu của HSC trong ngành Hàng không là HVN và ACV. Chúng tôi ưa thích các công ty này nhờ định giá hấp dẫn và câu chuyện lợi nhuận phục hồi mặc dù giảm nhẹ lần lượt 3% và 1% giá mục tiêu xuống 28.300đ (tiềm năng tăng giá 32%) và 137.700đ (tiềm năng tăng giá 28%). Đối với SCS và VJC, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và Nắm giữ.

HVN và ACV là lựa chọn ưa thích của HSC

HSC duy trì khuyến nghị đối với các công ty ngành Hàng không trong danh sách, bao gồm khuyến nghị Mua vào đối với HVN và ACV, khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với SCS, và khuyến nghị Nắm giữ đối với VJC. Dưới đây là quan điểm của chúng tôi về các công ty này và giá mục tiêu tương ứng.

Bảng 17: Khuyến nghị & giá mục tiêu mới, các công ty hàng không HSC khuyến nghị

HSC giảm giá mục tiêu đối với ACV, HVN và VJC trong khi duy trì giá mục tiêu cho SCS

Mã CK	Khuyến nghị cũ	Khuyến nghị mới	Giá mục tiêu cũ (đồng)	Giá mục tiêu mới (đồng)	Điều chỉnh
ACV	Mua vào	Mua vào	138,000	137,700	-0.2%
HVN	Mua vào	Mua vào	29,300	28,300	-3.4%
SCS	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	96,000	96,000	0.0%
VJC	Nắm giữ	Nắm giữ	112,200	102,300	-8.8%

Nguồn: HSC

Bảng 18: Định giá WACC

HSC duy trì toàn bộ các giả định định giá đầu vào quan trọng & giả định WACC

	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro	Phân bù rủi ro	Beta	WACC
HVN	2.0%	4.0%	8.5%	1.0 lần	9.3%
ACV	3.0%	4.0%	8.5%	0.9 lần	9.2%
SCS	0.0%	4.0%	8.5%	0.9 lần	10.8%
VJC	3.0%	4.0%	8.5%	1.0 lần	9.3%

Ghi chú: WACC của SCS cao hơn so với các công ty khác chủ yếu vì SCS không có nợ
Nguồn: HSC

Lưu ý, HSC áp dụng phương pháp DCF để định giá các công ty này.

HVN: Duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HVN nhưng giảm 3% giá mục tiêu xuống 28.300đ do giảm dự báo lợi nhuận. Lợi nhuận của HVN trong giai đoạn 2024-2026 có khả năng vượt mức trước đại dịch, trong khi định giá của công ty thấp hơn nhiều so với giai đoạn trước đại dịch.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 24% trong 3 tháng qua, HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,9 lần, thấp hơn mức bình quân 3 năm là 3,0 lần và mức trước đại dịch là 4,1 lần; HSC cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn.

ACV: Giảm nhẹ mục tiêu xuống 137.700đ (từ 138.000đ) do giảm dự báo lợi nhuận, nhưng duy trì khuyến nghị Mua vào. Lợi nhuận thuần Q3/2024 có khả năng giảm đáng kể so với cùng kỳ do lỗ tỷ giá tăng lên, nhưng chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần Q4/2024 sẽ tăng trưởng mạnh nhờ mức nền thấp của năm ngoái và dự phòng các khoản phải thu quá hạn giảm mạnh. Do đó, việc giá cổ phiếu điều chỉnh sẽ là cơ hội tốt để nhà đầu tư tích lũy cổ phiếu này. Trong dài hạn, chúng tôi ưa thích ACV nhờ vị thế độc quyền và triển vọng dài hạn mạnh mẽ, đặc biệt với dự án Cảng hàng không Quốc tế Long Thành dự kiến đi vào hoạt động từ cuối năm 2026.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua, ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25,6 lần, thấp hơn mức bình quân 4 năm là 27,6 lần và mức trước đại dịch là 30,6 lần.

SCS: Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 96.000đ. Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 3 tháng qua, SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,5 lần; thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2019. Chúng tôi ưa thích SCS nhờ khả năng quản trị doanh nghiệp vững vàng, vị thế nhị quyền trong thị trường vận tải hàng không tại cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất, bảng CĐKT và dòng tiền vững chắc, không có nợ, cùng với lợi suất cổ tức cao (5,4% ở mức giá hiện tại).

VJC: Duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với VJC với giá mục tiêu mới là 102.300đ (giảm 9% từ 112.200đ trước đó) do giảm dự báo lợi nhuận. Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 3 tháng qua, VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5,0 lần, tương đương với mức trước đại dịch. HSC dự báo lợi nhuận trong những quý tới có khả năng thấp hơn so với mức trước đại dịch do chi phí lãi vay tăng lên để tài trợ cho các đơn đặt hàng máy bay lớn.

Bảng 19: Diễn biến giá cổ phiếu & định giá

	Giá	Hiệu suất tuyệt đối			Tương quan với chỉ số			Định giá	
		1 tháng	3 tháng	12 tháng	1 tháng	3 tháng	12 tháng	Định giá trượt dự phóng 1 năm	Bình quân định giá trượt dự phóng 3 năm
Hãng hàng không									
HVN	21,300	-2.8%	-24.4%	52.8%	-7.4%	-24.4%	52.8%	2.9	3.0
VJC	103,800	3.3%	-4.4%	2.1%	-1.6%	-5.4%	-2.2%	5.0	6.0
Dịch vụ hàng không									
SCS	81,600	4.9%	-6.4%	40.8%	-0.1%	-7.3%	34.9%	12.4	13.3
ACV	107,000	-4.4%	-5.7%	45.9%	-7.0%	-6.9%	36.7%	24.9	27.6

Ghi chú: Định giá trượt dự phóng 1 năm là EV/EBITDAR đối với các hãng hàng không và là P/E đối với các công ty dịch vụ hàng không
 Nguồn: HSC

Mua vào (giữ nguyên)

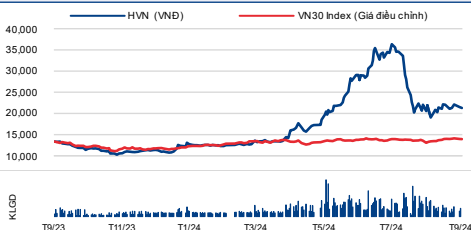
Giá mục tiêu: VNĐ28,300 (từ VNĐ29,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 32.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/9/2024)	21,300
Mã Bloomberg	HAVN VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,200-36,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	21,433
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	47,158
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,916
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,214
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	664
Slg CP NN được mua (tr.đv)	500
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.42%
Tỷ lệ freefloat	6.99%
Cổ đông lớn	là nước tại doanh ng (55.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(2.74)	(23.7)	59.6
So với chỉ số	(7.37)	(24.4)	52.8
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,612	1,755	(8.2)
2025F	1,387	1,491	(7.0)
2026F	1,571	1,764	(10.9)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Vietnam Airlines là hãng hàng không quốc gia Việt Nam, được thành lập từ năm 1995

Chuyên viên phân tích

Chế 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 Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
 han.vtn@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 314

Duy trì khuyến nghị Mua vào nhờ chuyển biến lợi nhuận tích cực

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 3% giá mục tiêu xuống 28.300đ (tiềm năng tăng giá 33%) do nhu cầu quốc tế thấp hơn dự báo – dù vẫn đang tăng trưởng.
- Chúng tôi giảm lần lượt bình quân 8% và 7% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần. Dự báo mới của chúng tôi với LNTT từ HĐKD cốt lõi 4,2 nghìn tỷ đồng phản ánh sự chuyển biến lợi nhuận tích cực từ mức lỗ 4,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2023, trong khi đó, chúng tôi dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi trong năm 2025 đi ngang và sau đó tăng trưởng 10% (dẫn đến lợi nhuận cao kỷ lục) trong năm 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 24% trong 3 tháng qua (sau khi giá cổ phiếu phục hồi mạnh kể từ tháng 3/2024), HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,9 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 3 lần và thấp hơn bình quân tính từ thời điểm trước đại dịch COVID-19 ở mức 4,1 lần.

Sự kiện: Nhu cầu quốc tế phục hồi, nhưng có phần thấp hơn dự kiến

Nhu cầu quốc tế đang phục hồi với tốc độ mạnh nhưng chậm hơn so với dự báo của chúng tôi trong những tháng gần đây. Do thị trường quốc tế đóng góp khoảng 70% tổng doanh thu vận tải của HVN, nên nhu cầu quốc tế yếu sẽ có khả năng ảnh hưởng đến lợi nhuận của Công ty. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy giá vé của các tuyến nội địa quan trọng giảm trong thời gian gần đây – có thể ảnh hưởng đến lợi suất hành khách chung – do nhu cầu trong nước vẫn yếu.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026

HSC giảm lần lượt bình quân 8% và 7% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần do giảm giả định lưu lượng hành khách và lợi suất hành khách do các nguyên nhân đã trình bày bên trên. Chúng tôi dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần cho năm 2024 đạt 4,2 nghìn tỷ đồng và 7,3 nghìn tỷ đồng (so với lỗ HĐKD cốt lõi 4,3 nghìn tỷ đồng và lỗ thuần 5,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2023). Cho năm 2025-2026, chúng tôi dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt lần lượt 4,2 nghìn tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ) và 4,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%).

Đáng lưu ý, dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi – thấp hơn 9% so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy LNTT từ HĐKD cốt lõi bình quân đạt 4,3 nghìn tỷ đồng, cao hơn nhiều so với mức 3,2 nghìn tỷ đồng trước giai đoạn đại dịch COVID-19 xảy ra (2017-2019).

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu giảm 24% trong 3 tháng qua (sau khi phục hồi mạnh vào đầu năm), HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,9 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 3 lần và thấp hơn bình quân tính từ thời điểm trước đại dịch COVID-19 ở mức 4,1 lần. Với dự báo lợi nhuận sẽ vượt qua mức trước đại dịch COVID-19, mức định giá này là hấp dẫn theo quan điểm của HSC, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HVN mặc dù điều chỉnh giảm 3% giá mục tiêu xuống 28.300đ (tiềm năng tăng giá: 33%) do giảm dự báo lợi nhuận.

Hiện tại cổ phiếu HVN chỉ giao dịch trong phiên chiều. HVN sẽ nộp đơn xin phép cho cổ phiếu giao dịch trở lại ở cả ngày nhờ KQKD khả quan trong nửa đầu năm 2024. Nếu được chấp thuận, điều này sẽ tạo ra tâm lý thị trường tích cực lên giá cổ phiếu. Bên cạnh đó, hãng hàng không cũng đang có kế hoạch phục hồi vốn CSH âm bằng cách phát hành cổ phiếu mới và thoái vốn khỏi các công ty con.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(4,304)	3,399	10,952	10,443	10,590
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(11,298)	(5,930)	7,254	3,071 ▼	3,479 ▼
EPS ĐC (đồng)	(5,102)	(2,678)	1,612 ▼	1,387 ▼	1,571 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	(5,222)	(7,910)	(4,635)	(3,248) ▼	(1,677) ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	(17.1)	21.3	6.27	6.16	5.41
P/E ĐC (lần)	N/a	N/a	13.2	15.4	13.6
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	(4.08)	(2.69)	(4.60)	(6.56)	(12.7)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	36.1	47.5	160	(14.0)	13.3
ROAE (%)	224	40.8	(52.2)	(35.2)	(63.8)

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

Triển vọng lạc quan; duy trì khuyến nghị Mua vào

Mặc dù giảm nhẹ giá mục tiêu do dự báo lợi nhuận giảm, HSC vẫn giữ quan điểm tích cực đối với HVN và duy trì khuyến nghị Mua vào. HSC ưa thích cổ phiếu HVN nhờ vào câu chuyện lợi nhuận phục hồi tích cực từ tình trạng thua lỗ trong năm 2023, dựa trên cơ sở (1) áp lực cạnh tranh giảm sau khi Bamboo Airways (chưa niêm yết) giảm quy mô, (2) lợi nhuận hồi phục từ hoạt động tái cấu trúc Pacific Airlines (JPA; chưa niêm yết; HVN sở hữu 98% cổ phần), (3) ảnh hưởng trong ngắn hạn từ tình trạng thiếu máy bay, điều này có thể hỗ trợ lợi suất hành khách. Sau khi giá cổ phiếu giảm 24% trong 3 tháng qua, HVN đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn và triển vọng đang lạc quan hơn.

Dự báo mới

HSC giảm bình quân 8% và 7% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 do giảm giả định nhu cầu quốc tế (lưu lượng hành khách giảm) và lợi suất hành khách. Những thay đổi về giả định và dự báo của chúng tôi được thể hiện bên dưới.

Bảng 20: Dự báo cũ và mới, HVN

HSC giảm bình quân lần lượt 8% & 7% dự báo LNTT cốt lõi & lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Cũ	Tăng trưởng	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024					
Doanh thu thuần	109,519	20%	104,812	-4%	14%
Lợi nhuận thuần	7,570	Đảo chiều	7,254	-4%	Đảo chiều
LNTT cốt lõi	4,569	Đảo chiều	4,194	-8%	Đảo chiều
2025					
Doanh thu thuần	124,927	14%	114,904	-8%	10%
Lợi nhuận thuần	3,303	-56%	3,071	-7%	-58%
LNTT cốt lõi	4,403	-4%	4,157	-6%	-1%
2026					
Doanh thu thuần	129,946	4%	121,751	-6%	6%
Lợi nhuận thuần	3,907	18%	3,479	-11%	13%
LNTT cốt lõi	5,028	14%	4,582	-9%	10%

Nguồn: HSC

Bảng 21: Điều chỉnh giả định, HVN

HSC giảm giả định lưu lượng & lợi suất hành khách cho giai đoạn 2024-2026

	Đơn vị	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
ASK	Tỷ ghế-km	47,830	52,135	55,263	46,145	50,298	53,316	-3.5%	-3.5%	-3.5%
Tăng trưởng		12.6%	9.0%	6.0%	8.6%	9.0%	6.0%			
RPK	Tỷ khách-km	38,981	42,490	44,763	36,873	40,192	42,603	-5.4%	-5.4%	-4.8%
Tăng trưởng		17.4%	9.0%	5.3%	11.0%	9.0%	6.0%			
Hệ số sử dụng ghế	%	81.5%	81.5%	81.0%	79.9%	79.9%	79.9%	-1.6%	-1.6%	-1.1%
Tăng trưởng		+2.8%	+0.0%	+0.0%	+2.8%	+0.0%	+0.0%			
Lợi suất hành khách	Đồng/khách-km	1,990	2,100	2,070	1,960	1,980	1,980	-1.5%	-5.7%	-4.3%
Tăng trưởng		7.5%	5.5%	-1.4%	5.9%	1.0%	0.0%			
Chi phí đơn vị	Đồng/ghế-km	1,698	1,805	1,768	1,676	1,705	1,706	-1.3%	-5.5%	-3.5%
Tăng trưởng		0.8%	6.3%	-2.0%	-0.5%	1.7%	0.0%			
Giá nhiên liệu bay	USD/thùng	103	108	108	98	101	101	-5.5%	-6.9%	-6.9%
Tăng trưởng		-1.7%	4.4%	0.0%	-7.1%	2.9%	0.0%			

Nguồn: HSC

Chúng tôi trình bày những thay đổi chính trong mô hình dự báo và các giả định bên dưới.

- **Công suất và nhu cầu:** Trong khi đó, HSC giảm 5,2% (giảm mạnh hơn) dự báo lưu lượng hành khách (lưu lượng khách luân chuyển – RPK) do tốc độ tăng trưởng nhu cầu quốc tế có thể chậm hơn dự báo. Đáng lưu ý, mặc dù dự báo lưu lượng khách luân chuyển được điều chỉnh giảm, nhưng chỉ số này dự báo vẫn tăng lần

lượt 11% (trong nửa đầu năm 2024: 18%), 9%, và 6% trong năm 2024, 2025, và 2026.

Do đó, chúng tôi dự báo hệ số sử dụng ghế sẽ duy trì ở mức 79,9% trong giai đoạn 2024-2026, giảm nhẹ so với ước tính cũ của chúng tôi nhưng tăng 2,8 điểm phần trăm so với hệ số sử dụng ghế năm 2023 nhờ nhu cầu cao tăng và áp lực cạnh tranh giảm.

- **Lợi suất hành khách:** HSC giảm bình quân 3,9% dự báo lợi suất hành khách cho giai đoạn 2024-2026. Trong trường hợp này, chúng tôi vẫn kỳ vọng lợi suất hành khách sẽ tăng 5,9% so với cùng kỳ trong năm 2024 (nửa đầu năm 2024: 4,1%) nhờ nhu cầu quốc tế tăng nhanh hơn nhu cầu trong nước và tác động từ tình trạng thiếu máy bay trong giai đoạn này. Trong khi đó, chúng tôi giả định lợi suất hành khách chỉ tăng 1% trong năm 2025 và đi ngang trong năm 2026, do ảnh hưởng của việc tăng công suất trên thị trường khi các hãng hàng không nhận bàn giao máy bay mới và việc hoàn thành kiểm tra của các máy bay ngừng hoạt động gần đây.
- **Chi phí đơn vị:** HSC giảm bình quân 3,4% dự báo chi phí đơn vị cho giai đoạn 2024-2026, chủ yếu do giá nhiên liệu bay giảm (thông thường chiếm khoảng 35% chi phí đơn vị). Chúng tôi sử dụng dự báo giá nhiên liệu bay mới nhất (mới được điều chỉnh giảm) của Cơ quan Quản lý Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) để tính giá nhiên liệu bay bình quân của HVN. Theo đó, giá nhiên liệu bay bình quân năm 2024 và 2025 sẽ lần lượt ở mức 98 USD (giảm 7,1% so với cùng kỳ) và 101 USD/thùng (tăng 1,7% so với cùng kỳ). Cho năm 2026, HSC giả định giá nhiên liệu bay không đổi ở mức 101USD/thùng.
- **Các khoản mục không thường xuyên:** HSC giả định các khoản mục không thường xuyên được ghi nhận ở mức 3,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2024, bao gồm 4,7 nghìn tỷ đồng lợi nhuận từ hoạt động tái cấu trúc JPA và 1 nghìn tỷ đồng lỗ tỷ giá. Cho năm 2025 và 2026, chúng tôi dự báo không phát sinh các khoản mục không thường xuyên.

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2024

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 7,3 nghìn tỷ đồng (nửa đầu năm 2024: 5,3 nghìn tỷ đồng), so với lợi nhuận thuần 7,6 nghìn tỷ đồng được dự báo trước đó và lỗ thuần 5,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2023. Loại trừ khoản lợi nhuận thuần không thường xuyên 3,7 nghìn tỷ đồng, LNTT từ HĐKD cốt lõi được dự báo có thể đạt 4,2 nghìn tỷ đồng (nửa đầu năm 2024: 2,7 nghìn tỷ đồng) so với lỗ HĐKD cốt lõi 4,3 nghìn tỷ đồng ghi nhận trong năm 2023.

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2024 cho thấy lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 đạt 2,1 nghìn tỷ đồng – cải thiện so với mức lỗ thuần 4,5 nghìn tỷ đồng trong nửa cuối năm 2023, nhưng giảm 61% so với nửa đầu năm 2024 – và lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi đạt 1.3 nghìn tỷ đồng (cao hơn nhiều so với mức lỗ 3,1 nghìn tỷ đồng trong nửa cuối năm 2023, nhưng giảm 54% so với nửa đầu năm 2024).

Sự chuyển biến lợi nhuận tích cực trong năm 2024 dự kiến sẽ được thúc đẩy bởi các hiệu ứng trong ngắn hạn và cả dài hạn. Hiệu ứng dài hạn bao gồm hoạt động tái cơ cấu JPA, công ty con của HVN (JPA tạo ra khoản lỗ 2 nghìn tỷ đồng cho HVN trong 3 năm qua) và áp lực cạnh tranh từ BAV giảm (BAV đã giảm đội máy bay xuống còn 7 máy bay từ 30 máy bay vào cuối nửa đầu năm 2023). Trong khi đó yếu tố ngắn hạn là việc dừng sửa chữa các tàu bay khiến nguồn cung giảm và hỗ trợ tăng hiệu suất tàu bay và lợi suất hành khách.

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2025

Cho năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận thuần đạt 3,1 nghìn tỷ đồng, so với 3,3 nghìn tỷ đồng dự báo trước đó và giảm 58% so với cùng kỳ. LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2025 dự báo đạt 4,2 nghìn tỷ đồng (không đổi so với năm 2024). Mức tăng trưởng của LNTT từ HĐKD cốt lõi dự báo đi ngang chủ yếu do lợi suất hành khách tăng chậm lại, ở mức chỉ 1% (tác động từ việc phục hồi công suất bay), trong khi chi phí đơn vị được dự báo tăng chỉ 1,7% so với cùng kỳ do giá nhiên liệu bay tăng cao hơn so với năm ngoái.

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2026

HSC dự báo lợi nhuận thuần và LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2026 sẽ tăng trưởng lần lượt 13% và 10% đạt 3,5 nghìn tỷ đồng và 4,6 nghìn tỷ đồng nhờ nhu cầu tăng sau khi chúng tôi dự báo lưu lượng hành khách sẽ tăng 6% so với cùng kỳ, trong khi giả định lợi suất hành khách và chi phí đơn vị không đổi so với cùng kỳ.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HVN nhưng giảm giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 28.300đ (từ 29.300đ trước đó) do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận.

Chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro chung 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,5%, và hệ số beta 1 lần (dẫn đến giả định WACC không đổi ở mức 9,3%), cũng như tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%. Chúng tôi trình bày các tính toán, giả định làm cơ sở cho việc định giá trong các số liệu sau đây.

Bảng 22: Tính toán dòng tiền tự do, HVN

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	(2,587)	5,700	5,073	5,211	5,254	5,186
Cộng:	-	-	-	-	-	-
Khấu hao	5,986	5,252	5,370	5,379	5,470	5,657
Trừ:	-	-	-	-	-	-
Thuế	(269)	(198)	(258)	(258)	(247)	(240)
Thay đổi vốn lưu động	428	(10,904)	(4,339)	(2,145)	(1,093)	(1,611)
Chi phí đầu tư tài sản cố định	(318)	(318)	(284)	(293)	(2,685)	(3,161)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	3,240	(469)	5,563	7,895	6,699	5,832

Nguồn: HSC

Bảng 23: Tính toán WACC, HVN

Chúng tôi áp dụng WACC là 9,3%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta	1.0x
Chi phí vốn CSH	12.5%
Tỷ trọng vốn CSH	40%
Tỷ trọng nợ	60%
WACC	9.3%

Nguồn: HSC

Bảng 24: Định giá DCF, HVN

Giá mục tiêu mới của HSC là 28.300đ

	Đơn vị	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	59,550
Giá trị hiện tại của giai đoạn 2023-2028	Tỷ đồng	21,646
Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	81,196
Cộng: Tiền mặt/Các khoản đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	3,537
Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn	Tỷ đồng	21,604
Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	62,702
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	2,214.4
Giá mục tiêu	Đồng	28,316

Nguồn: HSC

Bảng 25: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro & tốc độ tăng trưởng dài hạn, HVN

Kịch bản cơ sở của HSC dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	26,419	25,616	24,852	24,123	23,428
	1.5%	28,230	27,329	26,473	25,660	24,886
	2.0%	30,303	29,282	28,316	27,401	26,533
	2.5%	32,699	31,530	30,429	29,390	28,409
	3.0%	35,500	34,146	32,876	31,685	30,564

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu giảm 24% trong 3 tháng qua (sau khi phục hồi mạnh kể từ tháng 3/2024), HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,9 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 3 lần và thấp hơn bình quân tính từ thời điểm trước đại dịch COVID-19 ở mức 4,1 lần. Đáng lưu ý, chúng tôi dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026 sẽ vượt qua mức trước đại dịch COVID-19 nhờ hoạt động tái cấu trúc JPA cùng với lợi suất hành khách và hệ số sử dụng ghế cao hơn. Do đó, cổ phiếu đang có định giá hấp dẫn, theo quan điểm của chúng tôi.

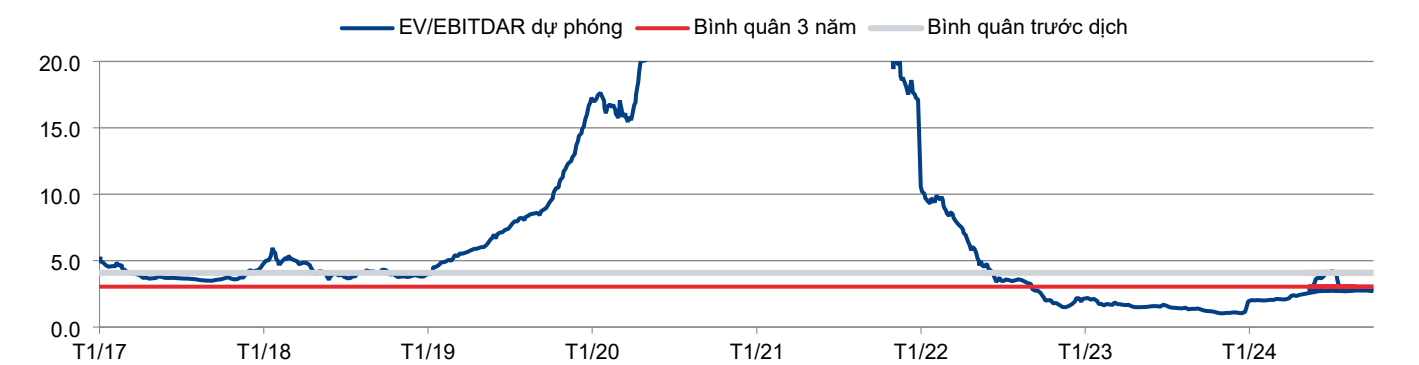
Chúng tôi lưu ý rằng, cổ phiếu HVN chỉ giao dịch trong phiên chiều và có vốn CSH âm do bị ảnh hưởng tiêu cực từ đại dịch COVID-19. Tuy nhiên, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC) đang thu thập ý kiến để sửa đổi Luật Chứng khoán, tạo điều kiện cho HVN có thể được tiếp tục niêm yết trên sàn HSX.

Nhiều khả năng thông tư này sẽ được phê duyệt trong nửa cuối năm 2024, theo đó HVN sẽ được tiếp tục niêm yết trên sàn HSX. Ngoài ra, nhờ có KQKD sau kiểm toán trong nửa đầu năm 2024 tích cực, HVN sẽ nộp đơn xin được chấp thuận để có thể giao dịch trở lại cả ngày. Nếu được chấp thuận, điều này sẽ tạo ra tâm lý thị trường tích cực lên giá cổ phiếu.

HVN cũng đang nỗ lực cải thiện vốn CSH âm thông qua việc: (1) lên kế hoạch phát hành cổ phiếu mới để tăng vốn CSH và (2) thoái vốn khỏi công ty con. Chúng tôi chưa phản ánh những tác động này vào mô hình dự báo do chưa có thông tin về thời gian cụ thể và thông tin chi tiết đối với các kế hoạch trên, nhưng điều này có khả năng dẫn đến tiềm năng KQKD cao hơn dự báo.

Biểu đồ 26: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm, HVN

HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,9 lần, so với giá trị bình quân 3 năm là 3 lần và bình quân trước dịch là 4,1 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	70,410	91,540	104,812	114,904	121,751
Lợi nhuận gộp	(2,876)	3,885	13,131	13,219	13,843
Chi phí BH&QL	(4,964)	(6,473)	(7,431)	(8,146)	(8,632)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(7,840)	(2,587)	5,700	5,073	5,211
Lãi vay thuần	(3,452)	(3,479)	(2,883)	(1,814)	(1,550)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	74.1	88.2	150	157	165
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	273	615	4,912	240	255
LNTT	(10,945)	(5,363)	7,878	3,657	4,082
Chi phí thuế TNDN	(278)	(269)	(198)	(258)	(258)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(75.1)	(299)	(427)	(328)	(345)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	(11,298)	(5,930)	7,254	3,071	3,479
Lợi nhuận thuần ĐC	(11,298)	(5,930)	3,569	3,071	3,479
EBITDA ĐC	(4,304)	3,399	10,952	10,443	10,590
EPS (đồng)	(5,102)	(2,678)	3,276	1,387	1,571
EPS ĐC (đồng)	(5,102)	(2,678)	1,612	1,387	1,571
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,214	2,214	2,214	2,214	2,214
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,214	2,214	2,214	2,214	2,214
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,214	2,214	2,214	2,214	2,214

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	2,490	2,551	1,729	3,588	8,265
Đầu tư ngắn hạn	897	920	838	919	974
Phải thu khách hàng	4,898	6,122	6,057	6,640	7,036
Hàng tồn kho	2,875	3,431	3,302	3,620	3,835
Các tài sản ngắn hạn khác	1,170	1,860	1,685	1,848	1,958
Tổng tài sản ngắn hạn	12,330	14,884	13,611	16,615	22,067
TSCĐ hữu hình	16,033	13,706	11,218	8,773	6,330
TSCĐ vô hình	174	148	182	219	259
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	662	507	1,914	1,929	1,939
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,183	1,299	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	30,254	27,173	23,822	21,705	19,402
Tổng tài sản dài hạn	48,306	42,833	37,136	32,626	27,930
Tổng cộng tài sản	60,636	57,717	50,747	49,241	49,998
Nợ ngắn hạn	13,400	17,562	12,835	10,168	7,554
Phải trả người bán	28,175	30,797	20,962	17,236	15,828
Nợ ngắn hạn khác	9,744	12,280	13,613	14,924	15,813
Tổng nợ ngắn hạn	51,800	61,171	48,021	42,997	39,903
Nợ dài hạn	14,868	9,806	10,002	10,202	10,407
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.03	1.27	1.46	1.60	1.69
Nợ dài hạn khác	5,023	3,764	2,560	2,806	2,974
Tổng nợ dài hạn	19,892	13,572	12,564	13,010	13,382
Tổng nợ phải trả	71,692	74,743	60,584	56,007	53,285
Vốn chủ sở hữu	(11,563)	(17,515)	(10,264)	(7,193)	(3,714)
Lợi ích cổ đông thiểu số	507	489	427	427	427
Tổng vốn chủ sở hữu	(11,056)	(17,026)	(9,837)	(6,766)	(3,287)
Tổng nợ phải trả và VCSH	60,636	57,717	50,747	49,241	49,998
BVPS (đ)	(5,222)	(7,910)	(4,635)	(3,248)	(1,677)
Nợ thuần/(tiền mặt)	25,778	24,817	21,109	16,783	9,696

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	(7,840)	(2,587)	5,700	5,073	5,211
Khấu hao	(3,536)	(5,986)	(5,252)	(5,370)	(5,379)
Lãi vay thuần	(3,452)	(3,479)	(2,883)	(1,814)	(1,550)
Thuế TNDN đã nộp	(274)	(231)	(198)	(258)	(258)
Thay đổi vốn lưu động	13,337	(971)	(10,177)	(4,814)	(2,397)
Khác	(2,714)	(2,579)	3,452	(917)	(630)
LCT thuần từ HKKD	6,894	1,004	3,926	4,505	7,269
Đầu tư TS dài hạn	(952)	(318)	(318)	(284)	(293)
Góp vốn & đầu tư	(1,531)	(1,095)	100	105	110
Thanh lý	864	834	0.00	0.00	0.00
Khác	3,075	1,246	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	1,456	667	(218)	(179)	(182)
Cổ tức trả cho CSH	(409)	(306)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(4,041)	1,621	(4,530)	(2,467)	(2,411)
Khác	(3,154)	(2,928)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(7,604)	(1,613)	(4,530)	(2,467)	(2,411)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,714	2,490	2,551	1,729	3,588
LCT thuần trong kỳ	746	57.6	(822)	1,859	4,676
Ảnh hưởng của tỷ giá	30.9	3.14	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,490	2,551	1,729	3,588	8,265
Dòng tiền tự do	5,941	686	3,608	4,221	6,977

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	(4.08)	4.24	12.5	11.5	11.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(6.11)	3.71	10.4	9.09	8.70
Tỷ suất LNT (%)	(16.0)	(6.48)	6.92	2.67	2.86
Thuế TNDN hiện hành (%)	(2.54)	(5.02)	2.52	7.04	6.32
Tăng trưởng doanh thu (%)	152	30.0	14.5	9.63	5.96
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	60.3	179	222	(4.64)	1.41
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	12.5	47.5	160	(14.0)	13.3
Tăng trưởng EPS (%)	35.5	47.5	222	(57.7)	13.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	36.1	47.5	160	(14.0)	13.3
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	224	40.8	(52.2)	(35.2)	(63.8)
ROACE (%)	(51.1)	(96.2)	(1,567)	113	63.8
Vòng quay tài sản (lần)	1.14	1.55	1.93	2.30	2.45
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.88)	(0.39)	0.69	0.89	1.40
Số ngày tồn kho	14.3	14.3	13.1	13.0	13.0
Số ngày phải thu	24.4	25.5	24.1	23.8	23.8
Số ngày phải trả	140	128	83.5	61.9	53.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(224)	(143)	(208)	(237)	(269)
Nợ/tài sản (%)	46.9	47.8	45.5	41.9	36.5
EBIT/lãi vay (lần)	(2.27)	(0.74)	1.98	2.80	3.36
Nợ/EBITDA (lần)	(6.61)	8.11	2.11	1.98	1.72
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.24	0.24	0.28	0.39	0.55
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.04	0.79	0.66	0.56	0.47
EV/EBITDA ĐC (lần)	(17.1)	21.3	6.27	6.16	5.41
P/E (lần)	N/a	N/a	6.50	15.4	13.6
P/E ĐC (lần)	N/a	N/a	13.2	15.4	13.6
P/B (lần)	(4.08)	(2.69)	(4.60)	(6.56)	(12.7)
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

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

Mua vào (giữ nguyên)

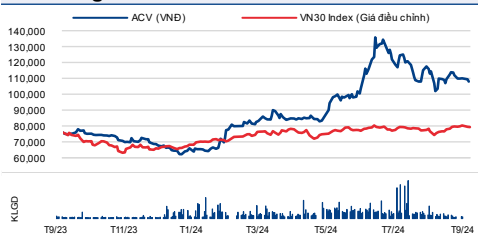
Giá mục tiêu: VNĐ137,700 (từ VNĐ138,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 28.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/9/2024)	107,000
Mã Bloomberg	ACV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	61,500-135,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	108,133
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	232,958
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	9,464
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,177
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,067
Slg CP NN được mua (tr.đv)	988
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.62%
Tỷ lệ freefloat	4.60%
Cổ đông lớn	Siêu Ủy Ban (95.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.90	(6.39)	40.8
So với chỉ số	(0.09)	(7.32)	34.9
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	4,008	4,663	(14.0)
2025F	4,561	5,747	(20.6)
2026F	5,015	6,800	(26.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Cảng Hàng Không Việt Nam quản lý và điều hành 22 sân bay trên cả nước. Trong đó, có 7 sân bay Quốc tế. Hiện tại, Công ty đang triển khai xây dựng hai dự án lớn là SBQT Long Thành và nhà ga 3 của sân bay SBQT Tân Sơn Nhất.

Chuyên viên phân tích

Chế 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 Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Triển vọng dài hạn tích cực; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACV và điều chỉnh nhẹ giá mục tiêu ở mức 137.700đ do sự phục hồi của lượng hành khách quốc tế thấp hơn dự kiến. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 29%.
- Dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi cho giai đoạn 2024-2026 đa phần không thay đổi, nhưng chúng tôi giảm bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần do tăng giả định lỗ tỷ giá sau khi đồng yên Nhật tăng giá gần đây. Dự báo mới của chúng tôi, mặc dù thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường, cho thấy lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 12% và 18%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25,6 lần, thấp hơn bình quân từ tháng 8/2021 ở mức 27,6 lần và thấp hơn bình quân trước đại dịch COVID-19 ở mức 30,6 lần.

Sự kiện: Phân tích lượng hành khách trong 8 tháng đầu năm 2024 và các khoản lãi/lỗ tỷ giá

Lượng hành khách quốc tế trong 8 tháng đầu năm 2024 đạt 27,5 triệu lượt, tăng 32% so với cùng kỳ nhưng thấp hơn một chút so với dự báo của HSC do nhu cầu tăng chậm trong những tháng gần đây. Theo quan điểm của chúng tôi, tác động của "du lịch trả thù" đã lắng xuống và số lượng hành khách quốc tế sẽ trở lại mức bình thường trong những tháng tới, với mức tăng khoảng 10-15% so với cùng kỳ. Trong khi đó, nhu cầu trong nước cho thấy những dấu hiệu tích cực với mức giảm nhỏ hơn so với cùng kỳ (sắt dự báo). Lượng hành khách trong nước trong 8 tháng đầu năm 2024 đạt 48,4 triệu lượt, giảm 17% so với cùng kỳ.

Trong khi đó, tỷ giá JPY/VND tăng mạnh gần đây, sau khi Ngân hàng Trung ương Nhật Bản tăng lãi suất cơ bản lên khoảng 0,25% từ mức 0-0,1% vào ngày 31/7/2024. Tính đến cuối Q2/2024, nợ bằng đồng yên Nhật của ACV ở mức 63,5 tỷ JPY.

Tác động: Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận

HSC giảm bình quân 1% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026 do giả định số lượng hành khách quốc tế giảm nhẹ. Trong khi đó, chúng tôi giảm bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần do giả định lỗ tỷ giá tăng. Dự báo mới của chúng tôi – thấp hơn bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 12% và 18%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 24,9 lần, thấp hơn bình quân từ tháng 8/2021 ở mức 27,6 lần và thấp hơn bình quân trước đại dịch COVID-19 ở mức 30,6 lần. HSC giảm giá mục tiêu xuống còn 137.700đ, với tiềm năng tăng giá 29%, nhưng duy trì khuyến nghị Mua vào.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu ACV nhờ có vị thế độc quyền và triển vọng tích cực trong dài hạn nhờ có Sân bay quốc tế Long Thành, dự kiến sẽ được đưa vào vận hành vào cuối năm 2026. Công suất mới sẽ giúp ACV cải thiện cơ cấu doanh thu và tỷ suất lợi nhuận, với mức đóng góp của doanh thu quốc tế cao hơn. Lưu ý, triển vọng lợi nhuận Q3/2024 của ACV sẽ giảm so với cùng kỳ, tuy nhiên chủ yếu do lỗ tỷ giá do đó, chúng tôi cho rằng bất kỳ sự suy yếu nào của giá cổ phiếu cũng là cơ hội để mua vào.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	6,984	10,592	14,898	17,292	19,380
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	6,338	7,319	9,708	11,047	12,147
EPS ĐC (đồng)	2,616	3,022	4,008	4,561	5,015
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	20,100	23,177	27,185	31,746	36,761
EV/EBITDA ĐC (lần)	30.2	20.3	16.4	15.6	15.1
P/E ĐC (lần)	40.9	35.4	26.7	23.5	21.3
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	5.32	4.62	3.94	3.37	2.91
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,087	15.5	32.6	13.8	9.95
ROAE (%)	15.6	15.5	17.7	17.2	16.3

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

Khả năng lợi nhuận Q3/2024 suy yếu chỉ là tạm thời

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACV và giảm nhẹ giá mục tiêu xuống còn 137.700đ (tiềm năng tăng giá 29%). ACV được hưởng lợi chính từ sự phục hồi mạnh của nhu cầu quốc tế – vẫn tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ (mặc dù có phần yếu hơn dự báo của chúng tôi). Trong dài hạn, ACV có triển vọng lợi nhuận tích cực nhờ công suất hoạt động mở rộng và mức đóng góp của doanh thu quốc tế tăng – cả hai yếu tố trên được hỗ trợ bởi sân bay mới – dẫn đến doanh thu tăng và tỷ suất lợi nhuận cao hơn. ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25,6 lần, thấp hơn bình quân 4 năm ở mức 27,6 lần và thấp hơn bình quân trước đại dịch COVID-19 ở mức 30,6 lần.

Giảm dự báo lợi nhuận do lượng hành khách giảm và lỗ tỷ giá

HSC giảm bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 sau khi giảm nhẹ dự báo số lượng hành khách quốc tế và giả định lỗ tỷ giá tăng. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024 tăng trưởng 33%. Cho năm 2025-2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng lần lượt 14% và 10%. Các thay đổi về giả định được trình bày ở các bảng bên dưới.

Bảng 27: Điều chỉnh dự báo, ACV

HSC giảm bình quân 3% ước tính lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Cũ	Tăng trưởng	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024					
Doanh thu thuần	22,731	15%	22,504	-1%	14%
Lợi nhuận thuần	9,877	35%	9,708	-2%	33%
Lợi nhuận cốt lõi	10,277	19%	10,210	-1%	19%
2025					
Doanh thu thuần	25,487	12%	25,233	-1%	12%
Lợi nhuận thuần	11,156	13%	11,047	-1%	14%
Lợi nhuận cốt lõi	11,156	9%	11,047	-1%	8%
2026					
Doanh thu thuần	28,564	12%	28,278	-1%	12%
Lợi nhuận thuần	12,288	10%	12,147	-1%	10%
Lợi nhuận cốt lõi	12,288	10%	12,147	-1%	10%

Nguồn: HSC

Bảng 28: Điều chỉnh giả định số lượng hành khách, ACV

HSC giảm giả định số lượng hành khách quốc tế nhưng giữ nguyên giả định số lượng hành khách nội địa

Triệu	2024F	2025F	2026F
Hành khách quốc tế (bao gồm sân bay DAD & CXR)	41.7	47.5	53.5
Hành khách nội địa	70.0	77.0	82.4
Tổng số lượng hành khách	111.7	124.5	135.9
Điều chỉnh giả định			
Hành khách quốc tế (bao gồm sân bay DAD & CXR)	-6.3%	-4.0%	-3.6%
Hành khách nội địa	0%	0%	0%
Tổng số lượng hành khách	-3.3%	-1.3%	-1.2%
Tăng trưởng			
Hành khách quốc tế (bao gồm sân bay DAD & CXR)	27.9%	13.9%	12.6%
Hành khách nội địa	-12.9%	10.0%	7.0%
Tổng số lượng hành khách	-1.1%	11.5%	9.1%
% so với năm 2019			
Hành khách quốc tế (bao gồm sân bay DAD & CXR)	-0.2%	13.7%	28.1%
Hành khách nội địa	-6.1%	3.3%	10.5%
Tổng số lượng hành khách	-4.0%	7.0%	16.8%

Ghi chú: DAD = Sân bay quốc tế Đà Nẵng; CXR = Sân bay quốc tế Cam Ranh
 Nguồn: ACV, HSC

Điều chỉnh giảm giả định số lượng hành khách quốc tế

HSC giảm lần lượt 6%, 4%, và 4% dự báo số lượng hành khách quốc tế cho năm 2024, 2025, và 2026. Dự báo mới cho thấy lượng hành khách quốc tế tăng lần lượt

28% (nửa cuối năm 2024 tăng 19%), 14%, và 13%. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lượng hành khách trong nước. Nhìn chung, dự báo tổng số hành khách được điều chỉnh giảm 3,3% trong năm 2024, và giảm 1,3% và 1,2% lần lượt cho năm 2025 và 2026.

Điều chỉnh giảm trích lập dự phòng năm 2024 do các khoản phải thu quá hạn

Trong Q2/2024, ACV ghi nhận khoản lợi nhuận nhỏ 5 tỷ đồng từ việc hoàn nhập dự phòng các khoản phải thu quá hạn (Q2/2023 – trích lập dự phòng 368 tỷ đồng; Q1/2024 – trích lập dự phòng 172 tỷ đồng). Kết quả trên chủ yếu nhờ hoàn nhập dự phòng 210 tỷ đồng từ VJC, trong khi ACV ghi nhận trích lập dự phòng 205 tỷ đồng từ các hãng hàng không khác, bao gồm HVN, Bamboo Airways (chưa niêm yết) và Pacific Airlines (chưa niêm yết).

Cho nửa cuối năm 2024, chúng tôi dự báo ACV sẽ trích lập dự phòng 333 tỷ đồng cho các hãng hàng không khác và không có trích lập/hoàn nhập dự phòng liên quan đến VJC. Do đó, chúng tôi dự báo trích lập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn trong năm nay sẽ ở mức 500 tỷ đồng, giảm từ mức 700 tỷ đồng được dự báo trước đó nhờ vào khoản thanh toán của VJC.

Cho giai đoạn 2025-2026, chúng tôi giữ nguyên giả định không trích lập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn nhờ tình hình tài chính của các hãng hàng không cải thiện.

Tăng giả định lỗ tỷ giá

Trước đó, chúng tôi giả định ACV không ghi nhận lãi/lỗ tỷ giá. Do đồng yên Nhật tăng giá gần đây, HSC áp dụng tỷ giá giao ngay hiện tại để ước tính mức lãi/lỗ tỷ giá của ACV. Theo đó, chúng tôi dự báo lỗ tỷ giá trong nửa cuối năm 2024 sẽ ở mức 677 tỷ đồng, so với lãi tỷ giá 549 tỷ đồng và 740 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2024 và nửa cuối năm 2023.

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2024

Do thay đổi các giả định, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 sẽ đạt 9,5 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 30% nhưng giảm 4% so với dự báo trước đó, trong khi lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi dự báo đạt 10,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19%, giảm 1% so với dự báo trước đó). Động lực tăng trưởng lợi nhuận chính là sự gia tăng mạnh mẽ về nhu cầu quốc tế (tăng 28% so với cùng kỳ), trong khi nhu cầu trong nước được dự báo sẽ giảm 13% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến tăng 64,4%, cao hơn mức 59,5% trong năm 2023 nhờ cơ cấu doanh thu tốt hơn.

Lợi nhuận dự báo giảm 18% so với cùng kỳ trong Q3/2024 nhưng tăng 58% so với cùng kỳ trong Q4/2024.

Chúng tôi giả định tỷ giá JPY/VND sẽ duy trì ở mức hiện tại cho đến hết năm 2024. Chúng tôi dự báo Công ty sẽ ghi nhận lỗ tỷ giá 676 tỷ đồng trong Q3/2024 và không ghi nhận khoản lỗ này trong Q4/2024. Theo đó, lợi nhuận thuần Q3/2024 được dự báo giảm 18% so với cùng kỳ xuống 2 nghìn tỷ đồng trong khi lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tiếp tục tăng 5% so với cùng kỳ.

Cho Q4/2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng 58% so với cùng kỳ đạt 2,1 nghìn tỷ đồng trong khi lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi dự kiến tăng 18% so với cùng kỳ đạt 2,3 nghìn tỷ đồng. Trích lập dự phòng các khoản phải thu quá hạn thấp hơn (200 tỷ đồng trong Q4/2024 so với 1,1 nghìn tỷ đồng trong Q3/2024) là động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận thuần.

Nhìn chung, trong nửa cuối năm 2024, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ đạt 4 nghìn tỷ đồng (tăng 8% so với cùng kỳ và giảm 27% so với nửa đầu năm 2024). Lợi nhuận thuần dự báo giảm so với nửa đầu năm 2024 là do giả định lỗ tỷ giá cao hơn, ở mức 676 tỷ đồng (so với lãi tỷ giá 549 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2024).

Bảng 29: Ước tính lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2024, ACV

HSC ước tính lợi nhuận thuần sẽ giảm 18% so với cùng kỳ trong Q3/2024 nhưng tăng 58% so với cùng kỳ trong Q4/2024

	Q3/24	% so với cùng kỳ	Q4/24	% so với cùng kỳ	6 tháng cuối năm 2024	% so với cùng kỳ	% so với 6 tháng trước
Doanh thu thuần	5,761	8%	5,547	10%	11,308	9%	1%
Lợi nhuận thuần	1,969	-18%	2,066	58%	4,036	8%	-27%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-763	308%	-266	-59%	-1,029	22%	N/m
Lợi nhuận cốt lõi	2,732	5%	2,332	18%	5,064	11%	-2%

Nguồn: HSC

Dự báo mới cho năm 2025-2026

HSC dự báo lợi nhuận thuần/HĐKD cốt lõi sẽ đạt lần lượt 11 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14% đối với lợi nhuận thuần và 8% đối với lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi) trong năm 2025 và 12,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%) trong năm 2026. Chúng tôi giả định Công ty không ghi nhận lỗ tỷ giá và không trích lập dự phòng các khoản phải thu quá hạn từ năm 2025. Mức tăng trưởng dự kiến về số lượng hành khách 12% và 9% lần lượt trong năm 2025 và 2026 (năm 2024 giảm 1,1% so với cùng kỳ) và kỳ vọng nhu cầu trong nước phục hồi từ năm 2025 là các động lực tăng trưởng lợi nhuận chính.

Có khả năng chi trả cổ tức bằng cổ phiếu

Bộ Giao thông Vận tải đang đề xuất Thủ tướng Chính phủ cho ACV chi trả cổ tức bằng cổ phiếu từ lợi nhuận chưa phân phối giai đoạn 2019-2022, trị giá 7,8 nghìn tỷ đồng, để tăng vốn điều lệ thêm 36% lên 29,5 nghìn tỷ đồng. Theo quy định, các công ty Nhà nước chỉ có thể chi trả cổ tức bằng tiền mặt, còn trả cổ tức bằng cổ phiếu cần phải được Chính phủ phê duyệt trong một số trường hợp nhất định.

Chúng tôi nhận thấy có khả năng rất cao kế hoạch chi trả cổ tức bằng cổ phiếu sẽ được thông qua và được thực hiện trong năm 2024. Thông tin này tích cực đối với cổ đông vì sẽ cải thiện thanh khoản của cổ phiếu. HSC sẽ phản ánh kế hoạch chi trả cổ tức bằng cổ phiếu vào mô hình dự báo sau khi quyết định chính thức liên quan đến kế hoạch này được công bố.

Định giá và khuyến nghị
Phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACV nhưng giảm giá mục tiêu xuống 137.700đ (từ 138.000đ trước đó) do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá ACV và giữ nguyên lãi suất phi rủi ro chung 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,5%, và hệ số beta 0,9 lần (dẫn đến giả định WACC ở mức 9,2%), cũng như tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%.

Bảng 30: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, ACV

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Thu nhập thuần	4,990	8,839	10,210	11,047	12,147	9,497	12,560	15,657	18,971
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	2,337	2,364	2,345	2,649	2,935	7,789	7,836	7,929	8,000
+ Khấu hao	58	274	67	66	63	2,137	1,926	1,550	1,249
- Thay đổi vốn lưu động	4,047	3,330	1,469	234	280	(503)	2,210	2,340	2,535
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(4,691)	(10,916)	(35,018)	(37,959)	(36,104)	(500)	(500)	(500)	(500)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	6,741	3,891	(20,926)	(23,963)	(20,679)	18,419	24,032	26,977	30,254

Nguồn: HSC

Bảng 31: Định giá, ACV

Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 137.700đ

	Giá trị	Nghìn tỷ đồng	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0	Giá trị hiện tại của dòng tiền	17.8
Phần bù rủi ro	8.5	Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	3%
Beta (lần)	0.9	Giá trị dài hạn sau năm 2030	311.2
Chi phí vốn CSH	11.8	Giá trị hợp lý của mảng kinh doanh cốt lõi	329.0
Lãi suất bình quân	3.0	Cộng: Tiền mặt	1.5
Chi phí nợ sau thuế	2.4	Cộng: Các khoản đầu tư ngắn hạn	10.1
Tỷ trọng nợ	28.0	Tổng giá trị mảng kinh doanh cốt lõi	340.6
WACC	9.2	Trừ: Nợ	35.7
		Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.1
		Giá trị hợp lý của vốn CSH	304.8
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,214.4
		Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	137,653

Nguồn: HSC

Bảng 32: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, ACV

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	135,915	125,903	116,912	108,796	101,434
	2.5%	148,225	136,738	126,507	117,338	109,078
	3.0%	162,790	149,434	137,653	127,187	117,829
	3.5%	180,289	164,515	150,761	138,665	127,947
	4.0%	201,710	182,724	166,398	152,214	139,780

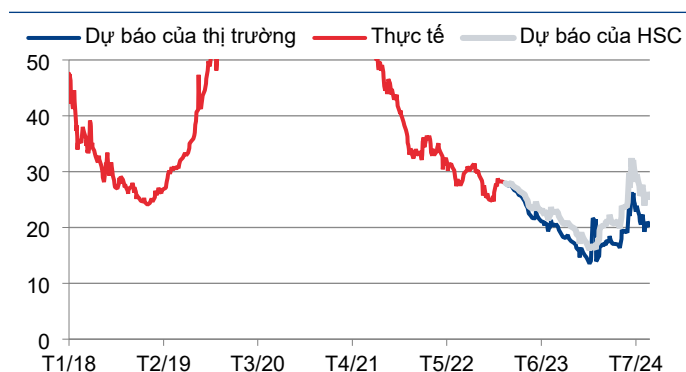
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua nhưng giảm 6% trong 3 tháng qua, ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 24,9 lần, thấp hơn khoảng 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 4 năm ở mức 27,6 lần và cũng thấp hơn nhiều so với bình quân trước đại dịch COVID-19 ở mức 30,6 lần.

Biểu đồ 33: P/E trượt dự phóng 1 năm, ACV

ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25,5 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 34: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, ACV

...so với giá trị bình quân 4 năm là 27,6 lần & bình quân trước đại dịch là 30,6 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	13,805	20,033	22,504	25,233	28,278
Lợi nhuận gộp	6,517	11,923	14,492	16,256	18,254
Chi phí BH&QL	(1,871)	(3,695)	(1,939)	(1,614)	(1,808)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,645	8,228	12,553	14,642	16,445
Lãi vay thuần	4,037	2,091	864	525	260
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	179	275	396	453	531
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	112	26.0	29.2	32.8	36.7
LN TT	8,973	10,620	13,843	15,653	17,273
Chi phí thuế TNDN	(1,736)	(2,048)	(2,769)	(3,131)	(3,455)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(900)	(1,253)	(1,366)	(1,475)	(1,672)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	6,338	7,319	9,708	11,047	12,147
Lợi nhuận thuần ĐC	5,696	6,578	8,726	9,929	10,917
EBITDA ĐC	6,984	10,592	14,898	17,292	19,380
EPS (đồng)	2,911	3,362	4,459	5,074	5,580
EPS ĐC (đồng)	2,616	3,022	4,008	4,561	5,015
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,177	2,177	2,177	2,177	2,177
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,177	2,177	2,177	2,177	2,177
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,177	2,177	2,177	2,177	2,177

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	2,497	2,844	1,526	1,541	362
Đầu tư ngắn hạn	30,498	25,896	13,052	7,065	2,262
Phải thu khách hàng	6,410	12,772	14,177	15,045	16,015
Hàng tồn kho	449	467	462	517	578
Các tài sản ngắn hạn khác	367	770	865	969	1,086
Tổng tài sản ngắn hạn	40,221	42,748	30,081	25,138	20,303
TSCĐ hữu hình	16,427	20,989	57,773	92,906	125,880
TSCĐ vô hình	0.75	3.30	0.83	1.73	2.70
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	173	171	171	171	171
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,642	2,689	2,693	2,693	2,693
Tài sản dài hạn khác	574	529	534	534	534
Tổng tài sản dài hạn	19,817	24,381	61,172	96,306	129,281
Tổng cộng tài sản	60,037	67,129	91,253	121,444	149,584
Nợ ngắn hạn	366	410	410	410	410
Phải trả người bán	909	1,187	1,173	1,314	1,467
Nợ ngắn hạn khác	2,413	3,186	3,150	3,505	3,891
Tổng nợ ngắn hạn	5,320	6,412	6,342	7,032	7,782
Nợ dài hạn	10,834	10,046	25,515	45,087	61,559
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0.41	0.28	0.28	0.28	0.28
Nợ dài hạn khác	68.2	152	152	152	152
Tổng nợ dài hạn	10,903	10,198	25,667	45,239	61,711
Tổng nợ phải trả	16,232	16,619	32,017	52,280	69,502
Vốn chủ sở hữu	43,758	50,457	59,182	69,111	80,029
Lợi ích cổ đông thiểu số	47.5	53.3	53.3	53.3	53.3
Tổng vốn chủ sở hữu	43,806	50,510	59,236	69,165	80,082
Tổng nợ phải trả và VCSH	60,037	67,129	91,253	121,444	149,584
BVPS (đ)	20,100	23,177	27,185	31,746	36,761
Nợ thuần*/(tiền mặt)	8,704	7,613	24,399	43,956	61,607

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	4,645	8,228	12,553	14,642	16,445
Khấu hao	(2,339)	(2,364)	(2,345)	(2,649)	(2,935)
Lãi vay thuần	4,037	2,091	864	525	260
Thuế TNDN đã nộp	(200)	(2,001)	(2,769)	(3,131)	(3,455)
Thay đổi vốn lưu động	(4,334)	(4,068)	(1,553)	(316)	(359)
Khác	881	2,379	214	404	489
LCT thuần từ HKKD	3,403	6,969	10,874	14,331	16,134
Đầu tư TS dài hạn	(4,982)	(12,894)	(39,282)	(37,959)	(36,104)
Góp vốn & đầu tư	(279)	(34.9)	1,747	1,076	607
Thanh lý	4,291	6,656	9,875	2,996	1,712
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(969)	(6,273)	(27,661)	(33,888)	(33,785)
Cổ tức trả cho CSH	(0.02)	(2.00)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(362)	(366)	15,468	19,572	16,472
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(362)	(368)	15,468	19,572	16,472
Tiền & tương đương tiền đầu kì	573	2,497	2,844	1,526	1,541
LCT thuần trong kỳ	2,071	328	(1,318)	15.5	(1,180)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(147)	19.7	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,497	2,844	1,526	1,541	362
Dòng tiền tự do	(1,579)	(5,925)	(28,408)	(23,628)	(19,970)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	47.2	59.5	64.4	64.4	64.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	50.6	52.9	66.2	68.5	68.5
Tỷ suất LNT (%)	45.9	36.5	43.1	43.8	43.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.3	19.3	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	191	45.1	12.3	12.1	12.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	1,533	51.7	40.7	16.1	12.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1,087	15.5	32.6	13.8	9.95
Tăng trưởng EPS (%)	1,221	15.5	32.6	13.8	9.95
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,087	15.5	32.6	13.8	9.95
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.6	15.5	17.7	17.2	16.3
ROACE (%)	8.76	14.3	17.2	14.7	12.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.24	0.32	0.28	0.24	0.21
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.73	0.85	0.87	0.98	0.98
Số ngày tồn kho	22.5	21.0	21.0	21.0	21.0
Số ngày phải thu	321	575	646	612	583
Số ngày phải trả	45.5	53.4	53.4	53.4	53.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	20.0	15.1	41.2	63.6	77.0
Nợ/tài sản (%)	18.7	15.6	28.4	37.5	41.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.61	0.99	1.74	2.63	3.20
Chỉ số TT hiện thời (lần)	7.56	6.67	4.74	3.57	2.61
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	15.3	10.7	10.9	10.7	10.3
EV/EBITDA ĐC (lần)	30.2	20.3	16.4	15.6	15.1
P/E (lần)	36.8	31.8	24.0	21.1	19.2
P/E ĐC (lần)	40.9	35.4	26.7	23.5	21.3
P/B (lần)	5.32	4.62	3.94	3.37	2.91
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

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

Năm giữ (giữ nguyên)

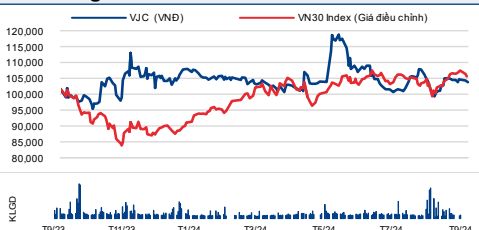
Giá mục tiêu: VNĐ102,300 (từ VNĐ112,200)

Tiềm năng tăng/giảm: -1.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/9/2024)	103,800
Mã Bloomberg	VJC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	95,500-118,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	103,967
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	56,218
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,284
Slg CP lưu hành (tr.đv)	542
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	162
Slg CP NN được mua (tr.đv)	90.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	13.3%
Tỷ lệ freefloat	45.0%
Cổ đông lớn	lượng Dương Sunny (29.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.28	(4.42)	2.06
So với chỉ số	(1.63)	(5.37)	(2.23)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,890	3,120	(7.4)
2025F	3,093	4,326	(28.5)
2026F	3,391	4,845	(30.0)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VJC sở hữu và vận hành VietJet Air, hãng hàng không giá rẻ tại Việt Nam. VJC được thành lập năm 2007 và bay thương mại lần đầu tiên tháng 12 năm 2011. Ngoài hoạt động vận chuyển hành khách, VJC cũng thực hiện các giao dịch bán máy bay để tăng lợi nhuận.

Chuyên viên phân tích

Chế 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 Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Duy trì khuyến nghị Năm giữ nhưng giảm 9% giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với VJC nhưng giảm 9% giá mục tiêu xuống 102.300đ (rủi ro giảm giá 1,4%) do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026.
- Trong khi tăng 5% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 (sau khi cập nhật dự báo lợi nhuận mảng giao dịch máy bay), chúng tôi giảm lần lượt 23% và 21% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và 2026 xuống 2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12%) và 2,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19%). Chúng tôi giảm bình quân 32% dự báo lợi nhuận từ mảng vận tải, nhưng tăng dự báo lợi nhuận do lợi nhuận từ mảng giao dịch máy bay cao hơn.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 3 tháng qua, VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5 lần, thấp hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 6 lần.

Sự kiện: KQKD Q2/2024

LNTT tăng vận tải trong Q2/2024 đạt chỉ 47 tỷ đồng, tăng 67% so với cùng kỳ, từ mức nền rất thấp của năm 2023, nhưng giảm 91% so với quý trước. Lợi nhuận của mảng này thấp hơn dự báo của chúng tôi do lợi suất hành khách thấp hơn dự báo, phản ánh tình trạng nhu cầu trong nước thấp. Trong khi đó, LNTT từ hoạt động giao dịch máy bay trong Q2/2024 đạt 485 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức chỉ 97 tỷ đồng và 25 tỷ đồng trong Q2/2023 và Q1/2024, cao hơn dự báo của chúng tôi nhờ phát sinh giao dịch 2 động cơ máy bay.

Nhìn chung LNTT Q2/2024 đạt 634 tỷ đồng, tăng 130% so với cùng kỳ và cao hơn 36% so với dự báo của HSC, nhưng chất lượng lợi nhuận trong giai đoạn này thấp do lợi nhuận từ mảng giao dịch máy bay đóng góp 91% LNTT từ HĐKD cốt lõi (so với 78% và chỉ 5% trong Q2/2023 và Q1/2024).

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận năm 2024 nhưng giảm cho năm 2025-2026

HSC tăng 5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 1,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 669%), do tác động tích cực từ dự báo lợi nhuận từ mảng giao dịch máy bay tăng lớn hơn tác động tiêu cực từ dự báo lợi nhuận từ mảng vận tải giảm (điều chỉnh giảm 28%) do giả định lợi suất hành khách và lưu lượng hành khách thấp. Mảng vận tải dự kiến đóng góp 72% lợi nhuận của năm nay.

Cho năm 2025-2026, chúng tôi giảm lần lượt 23% và 21% dự báo lợi nhuận thuần, xuống còn 2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12%) và 2,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19%). Trong khi giảm lần lượt 30% và 37% dự báo lợi nhuận từ mảng vận tải, HSC tăng 40% và 151% dự báo lợi nhuận mảng giao dịch máy bay nhờ nhiều máy bay hơn dự kiến sẽ được bàn giao trong hai năm tới, theo kế hoạch mới nhất của Công ty.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 3 tháng qua, VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5 lần, thấp hơn bình quân 3 năm từ tháng 8/2022 ở mức 6 lần và thấp hơn bình quân tính từ thời điểm trước đại dịch COVID-19 ở mức 5,2 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với VJC nhưng giảm 5% giá mục tiêu xuống 102.300đ (rủi ro giảm 1,4%) do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026. Do lợi nhuận thuần của VJC trong giai đoạn 2024-2026 có khả năng sẽ thấp hơn mức trước đại dịch nên theo quan điểm của chúng tôi, định giá của cổ phiếu đang sát với giá trị hợp lý.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(3,384)	(115)	4,328	4,723 ▼	5,391 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(2,262)	231	1,774	1,987 ▼	2,357 ▼
EPS ĐC (đồng)	(5,972)	411	2,890 ▲	3,093 ▼	3,391 ▼
DPS (đồng)	-	-	0	0	0
BVPS (đồng)	27,470	28,123	31,592	35,406	40,048
EV/EBITDA ĐC (lần)	(21.6)	(710)	19.1	18.0	17.3
P/E ĐC (lần)	N/a	252	35.9	33.6	30.6
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	0	0	0
P/B (lần)	3.78	3.69	3.29	2.93	2.59
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(2,010)	107	603	6.99	9.66
ROAE (%)	(14.3)	1.54	11.0	11.0	11.5

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

Duy trì khuyến nghị Nắm giữ trong bối cảnh chất lượng lợi nhuận giảm

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với VJC nhưng giảm 9% giá mục tiêu xuống 102.300đ (rủi ro giảm giá 1,4%). Khả năng giá cổ phiếu tăng mạnh trở lại rất thấp vì lợi nhuận mảng vận tải trong Q2/2024 thấp hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi do lợi suất hành khách thấp hơn dự báo trong bối cảnh nhu cầu trong nước yếu. Cùng với tốc độ tăng trưởng nhu cầu quốc tế có vẻ đang chậm lại, triển vọng của VJC trở nên kém hấp dẫn. Định giá của cổ phiếu có vẻ đang sát với giá trị hợp lý trong bối cảnh này.

Dự báo mới

HSC tăng 5% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 nhưng giảm lần lượt 23% và 21% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026. Các thay đổi liên quan đến dự báo và giả định được trình bày ở các bảng bên dưới:

Chúng tôi trình bày những thay đổi chính trong mô hình dự báo và các giả định bên dưới:

- **Công suất bay và nhu cầu:** HSC giảm bình quân 1% dự báo công suất ghế luân chuyển cho giai đoạn 2024-2026 do có quan điểm thận trọng hơn đối với KHKD của Công ty. Chúng tôi cũng giảm bình quân 1,3% dự báo lưu lượng khách luân chuyển do nhu cầu quốc tế tăng trưởng chậm lại và giữ nguyên giả định hệ số sử dụng ghế lần lượt ở mức 82,5%, 81,5%, và 80,5% trong giai đoạn 2024-2026, cao hơn so với mức 80,5% trong năm 2023.
- **Lợi suất hành khách:** HSC giảm bình quân 3,5%/1,9%/1,6% dự báo lợi suất hành khách cho giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi dự báo lợi suất hành khách năm 2024 chỉ tăng 1% so với cùng kỳ (thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng 5,9% dự báo cho HVN) do khả năng định giá vé của VJC có vẻ thấp hơn. Cho năm 2025 lợi suất hành khách được giả định tăng 0,5% và sau đó đi ngang trong năm 2026. Lợi suất hành khách tăng trưởng chậm lại chủ yếu do áp lực cạnh tranh tăng sau khi tình trạng thiếu máy bay được giải quyết khi các hãng hàng không nhận bàn giao máy bay mới và một số máy bay hoạt động trở lại sau khi hoàn tất kiểm tra động cơ.
- **Chi phí đơn vị:** HSC giảm bình quân 0,7% dự báo chi phí đơn vị cho giai đoạn 2024-2026, chủ yếu do giá nhiên liệu bay giảm. Chúng tôi sử dụng dự báo mới nhất của Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) để ước tính giá nhiên liệu bay của VJC. Giá nhiên liệu bay bình quân trong năm 2024 và 2025 được dự báo lần lượt ở mức 98 USD (giảm 7,1% so với cùng kỳ) và 100 USD/thùng (tăng 1,7% so với cùng kỳ), thấp hơn dự báo trước đó của chúng tôi ở mức 102 USD/thùng và 104 USD/thùng cho năm 2024 và 2025 do EIA giảm dự báo giá nhiên liệu bay. Cho năm 2026, HSC giả định giá nhiên liệu bay không đổi ở mức 100 USD/thùng.
- **Lợi nhuận từ mảng giao dịch máy bay:** HSC tăng lần lượt 216%, 40%, và 151% dự báo lợi nhuận từ mảng giao dịch máy bay cho giai đoạn 2024-2026. Cho năm 2024, chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận của mảng này nhờ ghi nhận lợi nhuận 484 tỷ đồng trong Q2/2024 từ hoạt động giao dịch 2 động cơ máy bay. Trong khi đó, chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận của mảng này lần lượt lên 351 tỷ đồng (giảm 51% so với cùng kỳ) và 627 tỷ đồng (tăng 79% so với cùng kỳ) trong năm 2025 và 2026.

VJC dự kiến nhận bàn giao tổng cộng 9 máy bay trong năm 2024, trong đó, có 1 máy bay đã được bàn giao trong Q1/2024, và 8 máy bay còn lại sẽ được bàn giao trong Q4/2024. Theo KHKD cho năm 2025-2026 mới nhất, VJC dự kiến nhận lần lượt 18 máy bay và 29 máy bay, cao hơn kế hoạch nhận 10 máy bay trong KHKD trước đó của Công ty.

Bảng 35: Điều chỉnh dự báo, VJC

HSC tăng 5% dự báo lợi nhuận thuần nhưng giảm lần lượt 23% & 21% ước tính lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026

Tỷ đồng	Cũ	Tăng trưởng	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024					
Doanh thu thuần	79,275	36%	77,428	-2%	33%
Lợi nhuận thuần	1,693	1182%	1,774	5%	669%
2025					
Doanh thu thuần	88,042	11%	91,801	4%	19%
Lợi nhuận thuần	2,597	53%	1,987	-23%	12%
2026					
Doanh thu thuần	100,880	15%	120,625	20%	31%
Lợi nhuận thuần	2,986	15%	2,357	-21%	19%

Nguồn: HSC

Do đó, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 1,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6,7%). Trong đó, LNTT mảng vận tải dự kiến đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (năm 2023 lỗ 2,5 nghìn tỷ đồng) nhờ lưu lượng hành khách cải thiện và lợi suất hành khách cao hơn, và lợi nhuận từ mảng giao dịch máy bay dự báo đạt 710 tỷ đồng (tăng 57% so với cùng kỳ). Dự báo cho thấy lợi nhuận thuần trong nửa cuối năm 2024 đạt 940 tỷ đồng, tăng gần 9 lần so với cùng kỳ (nửa cuối năm 2023 đạt chỉ 95 tỷ đồng) và tăng 12% so với nửa đầu năm. LNTT từ mảng vận tải trong nửa cuối năm 2024 dự báo đạt 737 tỷ đồng (nửa cuối năm 2023 lỗ 745 tỷ đồng) và lợi nhuận từ mảng giao dịch máy bay đạt 200 tỷ đồng (giảm 62% so với cùng kỳ).

Cho năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12%) nhờ lợi nhuận mảng vận tải dự báo tăng 54% so với cùng kỳ dựa trên cơ sở nhu cầu cải thiện và chi phí đơn vị thấp hơn (giả định chi phí nhiên liệu bay giảm) cũng như dự báo nhu cầu trong nước sẽ phục hồi trong năm tới. Cho năm 2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 19% đạt 2,4 nghìn tỷ đồng, nhờ mức tăng trưởng 6% và 79% của lợi nhuận mảng vận tải và mảng giao dịch máy bay.

Bảng 36: Dự báo theo mảng kinh doanh, VJC

HSC giảm ước tính lợi nhuận mảng vận tải nhưng nâng dự báo lợi nhuận mảng giao dịch tàu bay

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024	2025	2026		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu	58,341	79,275	88,042	100,880		77,428	91,801	120,626	-2%	4%	20%
Tăng trưởng	42%	36%	11%	15%		33%	19%	31%			
Vận tải	58,341	65,881	73,160	85,998		63,246	70,965	83,418	-4%	-3%	-3%
Tăng trưởng	62%	13%	11%	18%		8%	12%	18%			
Doanh thu tàu bay	6,934	13,394	14,882	14,882		14,182	20,836	37,208	6%	40%	150%
Tăng trưởng	-33%	93%	11%	0%		105%	47%	79%			
LNTT	(2,050)	2,060	3,185	3,670		2,039	2,397	2,789	-1%	-25%	-24%
Tăng trưởng	N/m	Đảo chiều	55%	15%		-199%	18%	16%			
Vận tải	(2,502)	1,835	2,934	3,420		1,330	2,045	2,162	-28%	-30%	-37%
Tăng trưởng	N/m	Đảo chiều	60%	17%		-153%	54%	6%			
Doanh thu tàu bay	452	225	250	250		710	351	627	216%	40%	151%
Tăng trưởng	-90%	-50%	11%	0%		57%	-51%	79%			

Nguồn: HSC

Bảng 37: Điều chỉnh dự báo mảng vận tải, VJC

HSC giảm giả định lưu lượng & lợi suất hành khách

	Đơn vị	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
ASK	Tỷ ghế-km	56,703	64,008	76,809	55,591	63,374	76,049	-2.0%	-1.0%	-1.0%
Tăng trưởng		15.0%	14.0%	20.0%	16.0%	14.0%	20.0%			
RPK	Tỷ khách-km	46,933	52,166	61,831	46,012	51,650	61,219	-2.0%	-1.0%	-1.0%
Tăng trưởng		16.2%	14.0%	18.8%	19.3%	12.3%	18.5%			
Hệ số sử dụng ghế	%	82.8%	81.5%	80.5%	82.8%	81.5%	80.5%	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng		+2.0%	+0.0%	-1.0%	+2.0%	+0.0%	-1.0%			
Lợi suất hành khách	Đồng/khách-km	1,310	1,295	1,290	1,264	1,270	1,270	-3.5%	-1.9%	-1.6%
Tăng trưởng		4.6%	-1.1%	-0.4%	1.0%	0.5%	0.0%			
Chi phí đơn vị	Đồng/ghế-km	1,090	1,062	1,045	1,079	1,056	1,039	-1.0%	-0.5%	-0.6%
Tăng trưởng		-0.3%	-2.6%	-1.6%	-1.3%	-2.1%	-1.7%			
Giá nhiên liệu bay	USD/thùng	102	104	104	98	100	100	-4.3%	-3.4%	-3.4%
Tăng trưởng		-0.9%	1.8%	0.0%	-5.2%	2.9%	0.0%			

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với VJC nhưng giảm 9% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 102.300đ (rủi ro giảm giá 1,4%) từ 112.200đ do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận.

Chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro chung 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,5%, và hệ số beta 1 lần (dẫn đến giả định WACC không đổi ở mức 9,3%), cũng như tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%. Chúng tôi trình bày các tính toán, giả định, và độ nhạy làm cơ sở cho việc định giá trong các số liệu sau đây.

Bảng 38: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VJC

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	(529)	3,977	4,371	5,039	7,413	7,919	8,461	8,690
Thu nhập thuần – nợ vay	(903)	3,711	3,962	4,607	6,898	7,295	7,743	7,852
Cộng: Khấu hao	360	343	344	344	345	346	346	347
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(1,426)	64	(9)	(9)	(9)	(10)	(10)	(10)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(7,855)	(1,232)	(1,127)	(11,634)	(6,292)	(4,063)	891	2,151
UFCF	(9,825)	2,886	3,170	(6,692)	942	3,568	8,970	10,340

Nguồn: HSC

Bảng 39: Giả định & tính toán định giá, VJC

Giá mục tiêu của HSC là 102.300đ

	Giá trị	Đơn vị	Giữa 2025
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng 68,741
Beta	100.0%	Giá trị hiện tại của dòng tiền	Tỷ đồng 7,604
Chi phí vốn CSH	12.5%	Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng 76,345
Tỷ trọng vốn CSH	40.0%	Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng 6,839
Tỷ trọng nợ	60.0%	Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn	Tỷ đồng (34,527)
WACC	9.3%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng 55,415
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu cổ 542.1
		Giá trị của cổ phiếu	Đồng 102,316

Nguồn: HSC

Bảng 40: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, VJC

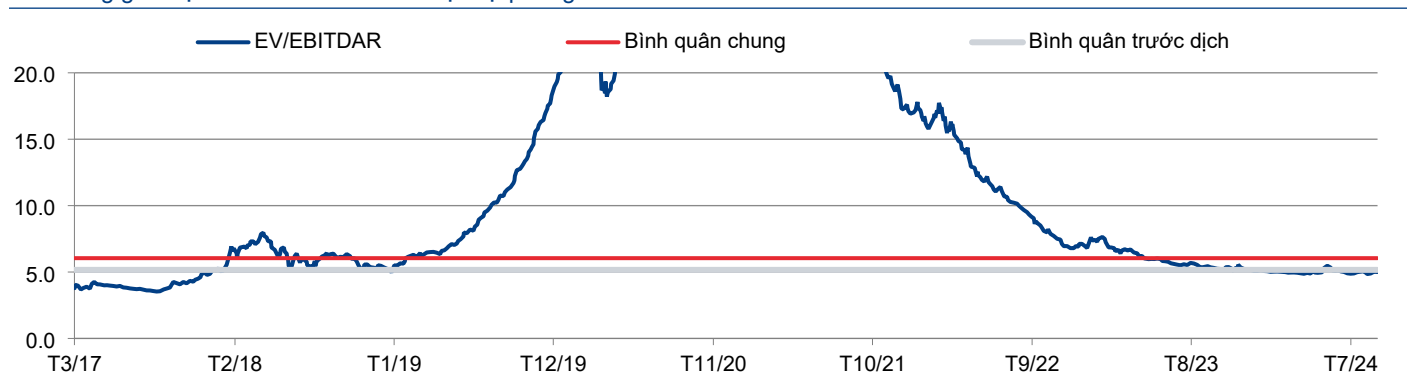
HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro	Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	3.0%	104,080	111,868	120,572	130,364	141,461
	3.5%	96,225	103,195	110,940	119,595	129,333
	4.0%	89,113	95,385	102,316	110,017	118,625
	4.5%	82,643	88,313	94,549	101,442	109,100
	5.0%	76,732	81,879	87,517	93,719	100,573

Nguồn: HSC

Biểu đồ 41: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm, VJC

VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5 lần, thấp hơn bình quân 3 năm từ tháng 8/2022 ở mức 6 lần và thấp hơn bình quân tính từ thời điểm trước đại dịch COVID-19 ở mức 5,2 lần. Trong khi đó, lợi nhuận bình quân năm 2025-2026 được dự báo sẽ chưa phục hồi về mức trước đại dịch và sức khỏe tài chính của Công ty vẫn còn chịu ảnh hưởng từ đại dịch. Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, cổ phiếu đang ở mức giá trị hợp lý.

Rủi ro: Khả năng bồi thường liên quan đến việc thuê 4 máy bay

Ngày 31/7/2024, Tòa án Tối cao Vương quốc Anh đã đưa ra phán quyết sơ bộ có lợi cho bên cho thuê/chủ sở hữu máy bay - FW Aviation (FWA), công ty thỏa thuận cho VJC thuê bốn máy bay Airbus từ năm 2018-2019.

VJC hiện phải đối mặt với nguy cơ phải bồi thường cho bên cho thuê số tiền 275 triệu USD (6,9 nghìn tỷ đồng). Đây là số tiền mà chủ sở hữu máy bay yêu cầu khi đệ đơn kiện. Tuy nhiên, số tiền cụ thể có thể sẽ thấp hơn sau các cuộc đàm phán giữa hai bên. Trong trường hợp không thể đạt được thỏa thuận, hai bên sẽ tiến hành một vụ kiện khác để quyết định con số chính xác.

Ở giai đoạn này, chúng tôi chưa phản ánh việc bồi thường này vào mô hình dự báo lợi nhuận do chưa xác định được khoản bồi thường và thời gian cụ thể, vì có khả năng VJC sẽ kháng cáo phán quyết ban đầu của tòa. Trong trường hợp này, phán quyết cuối cùng chỉ có thể được đưa ra sớm nhất vào năm 2025.

Tình huống này tiềm ẩn rủi ro cho dự báo lợi nhuận, khuyến nghị và giá mục tiêu hiện tại của chúng tôi. Chúng tôi sẽ theo dõi chặt chẽ tiến độ vụ kiện để cập nhật nếu có thêm thông tin về khoản bồi thường và thời hạn thanh toán để đưa vào mô hình dự báo. Trong tình huống xấu nhất, khi VJC phải thanh toán toàn bộ số tiền trên, điều này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận và dòng tiền của Công ty. Giá trị vốn CSH của VJC sau khi trừ đi khoản bồi thường trên sẽ ở mức 48,5 nghìn tỷ đồng và giá mục tiêu sẽ giảm xuống còn 89.615đ (rủi ro giảm giá 14%).

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	40,142	58,341	77,428	91,801	120,625
Lợi nhuận gộp	(1,993)	2,521	7,721	8,588	10,026
Chi phí BH&QL	(1,471)	(3,049)	(3,744)	(4,217)	(4,987)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(3,464)	(529)	3,977	4,371	5,039
Lãi vay thuần	(237)	713	(2,496)	(2,639)	(3,122)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	1,052	422	560	664	872
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	(2,649)	606	2,040	2,396	2,789
Chi phí thuế TNDN	387	(375)	(266)	(409)	(432)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	(2,262)	231	1,774	1,987	2,357
Lợi nhuận thuần ĐC	(3,234)	223	1,566	1,675	1,837
EBITDA ĐC	(3,384)	(115)	4,328	4,723	5,391
EPS (đồng)	(4,176)	427	3,276	3,669	4,351
EPS ĐC (đồng)	(5,972)	411	2,890	3,093	3,391
DPS (đồng)	-	-	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	542	542	542	542	542
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	542	542	542	542	542
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	542	542	542	542	542

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	1,858	5,051	6,606	7,073	4,729
Đầu tư ngắn hạn	688	613	509	510	510
Phải thu khách hàng	29,730	34,243	35,300	31,669	37,248
Hàng tồn kho	983	703	934	1,107	1,454
Các tài sản ngắn hạn khác	329	246	287	341	447
Tổng tài sản ngắn hạn	33,587	40,857	43,635	40,699	44,389
TSCĐ hữu hình	5,681	3,991	3,651	3,312	2,972
TSCĐ vô hình	28.4	50.0	43.9	40.7	37.7
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	458	530	458	458	458
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	28,282	41,498	43,532	48,300	56,559
Tổng tài sản dài hạn	34,449	46,068	47,685	52,110	60,027
Tổng cộng tài sản	68,037	86,925	91,321	92,810	104,416
Nợ ngắn hạn	8,550	13,554	15,486	18,360	24,125
Phải trả người bán	9,660	8,805	10,066	11,016	14,475
Nợ ngắn hạn khác	9,862	12,506	14,918	15,851	17,209
Tổng nợ ngắn hạn	30,417	38,861	44,163	48,689	59,152
Nợ dài hạn	10,310	17,257	17,634	17,575	17,515
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	0	0	0
Nợ dài hạn khác	69.1	1.62	2.16	2.56	3.36
Tổng nợ dài hạn	22,721	32,811	30,025	24,921	23,549
Tổng nợ phải trả	53,139	71,672	74,188	73,610	82,701
Vốn chủ sở hữu	14,878	15,232	17,111	19,176	21,691
Lợi ích cổ đông thiểu số	20.4	21.3	22.3	23.4	24.6
Tổng vốn chủ sở hữu	14,898	15,253	17,133	19,200	21,715
Tổng nợ phải trả và VCSH	68,037	86,925	91,321	92,810	104,416
BVPS (đ)	27,470	28,123	31,592	35,406	40,048
Nợ thuần*/(tiền mặt)	17,001	25,760	26,514	28,862	36,911

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	(3,464)	(529)	3,977	4,371	5,039
Khấu hao	(79.7)	(413)	(351)	(352)	(352)
Lãi vay thuần	(237)	713	(2,496)	(2,639)	(3,122)
Thuế TNDN đã nộp	(140)	(3.51)	266	409	432
Thay đổi vốn lưu động	(2,505)	(9,828)	(5,965)	(5,383)	(14,037)
Khác	2,434	3,891	(4,229)	(6,363)	(2,247)
LCT thuần từ HKKD	(2,393)	(4,247)	(835)	(2,358)	(8,057)
Đầu tư TS dài hạn	(1,217)	(1,426)	63.5	(8.68)	(8.99)
Góp vốn & đầu tư	98.5	(1,833)	15.8	19.5	17.7
Thanh lý	0.68	2,024	0	0	0
Khác	0	278	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,118)	(957)	79.3	10.9	8.67
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	3,480	8,557	2,309	2,815	5,705
Khác	0	(145)	1.06	0	0
LCT thuần từ HĐTC	3,480	8,412	2,310	2,815	5,705
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,868	1,858	5,051	6,606	7,073
LCT thuần trong kỳ	(31.6)	3,208	1,555	467	(2,344)
Ảnh hưởng của tỷ giá	21.6	(15.9)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,858	5,051	6,606	7,073	4,729
Dòng tiền tự do	(3,611)	(5,672)	(771)	(2,367)	(8,066)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	(4.97)	4.32	9.97	9.36	8.31
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(8.43)	(0.20)	5.59	5.14	4.47
Tỷ suất LNT (%)	(5.63)	0.40	2.29	2.16	1.95
Thuế TNDN hiện hành (%)	14.6	61.8	13.0	17.1	15.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	212	45.3	32.7	18.6	31.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(16.1)	96.6	3,849	9.12	14.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(2,010)	107	603	6.99	9.66
Tăng trưởng EPS (%)	(2,940)	110	667	12.0	18.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(2,010)	107	603	6.99	9.66
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	(14.3)	1.54	11.0	11.0	11.5
ROACE (%)	(9.39)	(1.23)	8.35	9.58	11.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.67	0.75	0.87	1.00	1.22
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.69	8.03	(0.21)	(0.54)	(1.60)
Số ngày tồn kho	8.51	4.60	4.89	4.85	4.80
Số ngày phải thu	258	224	185	139	123
Số ngày phải trả	83.7	57.6	52.7	48.3	47.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	128	192	173	165	181
Nợ/tài sản (%)	30.6	39.5	39.7	41.7	42.2
EBIT/lãi vay (lần)	(14.6)	N/a	1.59	1.66	1.61
Nợ/EBITDA (lần)	(6.16)	(298)	8.37	8.19	8.17
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.10	1.05	0.99	0.84	0.75
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.82	1.41	1.07	0.93	0.77
EV/EBITDA ĐC (lần)	(21.6)	(710)	19.1	18.0	17.3
P/E (lần)	N/a	243	31.7	28.3	23.9
P/E ĐC (lần)	N/a	252	35.9	33.6	30.6
P/B (lần)	3.78	3.69	3.29	2.93	2.59
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	0	0	0

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) 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