

Ngành Hàng không: Triển vọng 2025 tích cực

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

- HSC duy trì quan điểm tích cực về ngành Hàng không và tăng giá mục tiêu của 4 công ty trong danh sách khuyến nghị sau khi tăng dự báo và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng. Các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là ACV (Mua vào, giá mục tiêu 156.700đ) & HVN (Mua vào, giá mục tiêu 34.500đ).
- HSC kỳ vọng nhu cầu nội địa tăng trưởng trở lại với mức tăng 10% trong năm 2025 từ mức nền thấp trong năm 2024. Nhu cầu quốc tế dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ 16% nhờ số lượng du khách từ Trung Quốc tiếp tục phục hồi và số lượng du khách từ các thị trường khác tăng trưởng ổn định.
- Toàn bộ ngành Hàng không sẽ được hưởng lợi khi nhu cầu tăng trưởng. Bên cạnh đó, tình trạng thiếu hụt tàu bay càng trầm trọng trong năm 2025 và giá nhiên liệu bay giảm sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận của các hãng hàng không trong năm tới.

Nhu cầu trong nước cho thấy dấu hiệu phục hồi và nhu cầu quốc tế tăng trưởng mạnh mẽ

Trong tháng 10, lượng hành khách trong nước đạt 4,9 triệu lượt, giảm 7% so với cùng kỳ nhưng tăng 6% so với tháng trước. Mức giảm so với cùng kỳ đã thu hẹp so với mức giảm 18% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2024. Tính chung 10 tháng đầu năm 2024, tổng lượng hành khách trong nước đạt 57,8 triệu lượt, giảm 17% so với cùng kỳ và thấp hơn 7% so với mức trước COVID.

Trong khi đó, lượng hành khách quốc tế tăng trưởng 15% so với cùng kỳ, đạt 3,4 triệu lượt trong tháng 10. Tính chung 10 tháng đầu năm 2024, nhu cầu quốc tế đạt 33,8 triệu lượt, tăng 29% so với cùng kỳ và chỉ thấp hơn 2% so với mức trước đại dịch. Mức tăng so với cùng kỳ đã thu hẹp kể từ tháng 7/2024 do tác động giảm dần của việc nới lỏng chính sách thị thực vào tháng 8/2023.

Với kết quả này, tổng lượng hành khách hàng không Việt Nam đạt 91,6 triệu lượt trong 10 tháng đầu năm 2024, giảm 4% so với cùng kỳ và thấp hơn 5% so với mức trước COVID. Trong tương lai, HSC duy trì dự báo nhu cầu quốc tế sẽ tăng trưởng mạnh 16% trong năm 2025 nhờ sự phục hồi của Trung Quốc và nhu cầu trong nước tăng trưởng 10% từ mức nền thấp trong năm 2024.

Tình trạng thiếu hụt tàu bay tăng và giá nhiên liệu bay giảm sẽ hỗ trợ lợi nhuận các hãng hàng không

HSC dự báo tình trạng thiếu hụt tàu bay sẽ trầm trọng hơn trong năm 2025 do kế hoạch nhận tàu bay hiện tại của các hãng hàng không. Ngoài ra, chúng tôi áp dụng dự báo mới nhất của EIA (Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ) về giá nhiên liệu bay là 92 USD/thùng, giảm 15% so với dự báo hồi tháng 8. Mặc dù chúng tôi dự báo các hãng hàng không sẽ giảm giá vé khi giá nhiên liệu bay giảm để hỗ trợ nhu cầu trong nước, nhưng mức giảm của lợi suất hành khách sẽ nhỏ hơn so với mức giảm của chi phí do tình trạng thiếu hụt tàu bay. Theo đó, chúng tôi tin rằng tỷ suất lợi nhuận của các hãng hàng không sẽ cải thiện trong năm 2025.

Lựa chọn hàng đầu gồm ACV và HVN

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACV và HVN, khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với SCS, và khuyến nghị Nắm giữ đối với VJC. Chúng tôi tăng giá mục tiêu của tất cả 4 công ty trong danh sách khuyến nghị sau khi tăng dự báo (HVN, VJC), lùi thời điểm định giá sang cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025 trong dự báo trước đó) và thay đổi đầu vào định giá.

Đối với việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, HSC tăng bình quân 25% và 11% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi của HVN và VJC cho năm 2025-2026 nhờ tăng giá định tỷ suất lợi nhuận do giá nhiên liệu bay giảm. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho ACV và SCS.

Giá mục tiêu mới lần lượt là ACV: 156.700đ (tiềm năng tăng giá 25%), HVN: 34.500đ (tiềm năng tăng giá 24%), SCS: 85.000đ (tiềm năng tăng giá 9%) và VJC: 105.000đ (tiềm năng tăng giá 3%). Chúng tôi ưa thích HVN và ACV nhờ định giá hấp dẫn và câu chuyện lợi nhuận phục hồi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 2/12.

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	125,700	Mua vào	-	156,700	-	24.7	28.1	24.0	17.5	16.8	0	0
HVN	27,900	Mua vào	-	34,500	-	23.7	8.63	16.0	7.76	6.87	0	0
SCS	78,000	Tăng tỷ trọng	-	85,000	-	8.97	10.9	10.5	7.15	6.22	7.69	7.95
VJC	102,400	Nắm giữ	-	105,000	-	2.54	27.9	24.2	18.4	15.7	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 29/11/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Lựa chọn hàng đầu trong ngành Hàng không: HVN và ACV	3
Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2024: Các hãng hàng không thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận ngành	8
Các động lực tăng trưởng cho năm 2025-2026	10
Dự báo lợi nhuận mới	16
Định giá và khuyến nghị	18

Báo cáo thành phần

Tổng CTCP Cảng hàng không Việt Nam (ACV)	19
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS)	25
CTCP Hàng không VietJet (VJC)	30
Tổng CTCP Hàng không Việt Nam (HVN)	36

Lựa chọn hàng đầu trong ngành Hàng không: HVN và ACV

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HVN và ACV. Chúng tôi ưa thích các yếu tố cơ bản của ACV nhờ triển vọng dài hạn vững chắc với vị thế độc quyền, các dự án đầu tư tiềm năng cao và định giá hấp dẫn. Trong khi đó, chúng tôi ưa thích HVN nhờ lợi nhuận chuyển biến mạnh mẽ từ lỗ trong thời kỳ COVID và triển vọng tích cực khi thị trường tái cấu trúc với cạnh tranh thấp hơn. Cả hai công ty đều sẽ hưởng lợi khi nhu cầu hồi phục trong năm tới.

Trong báo cáo này, HSC (1) cung cấp thông tin cập nhật về nhu cầu hành khách hàng không quốc tế/trong nước, đánh giá sự phục hồi lượng khách đến từ các thị trường khác nhau, cập nhật về tình trạng thiếu hụt tàu bay trong 9 tháng đầu năm 2024, (2) đánh giá KQKD gần đây và cập nhật triển vọng đối với các công ty ngành hàng không trong danh sách khuyến nghị; và (3) cập nhật định giá và khuyến nghị.

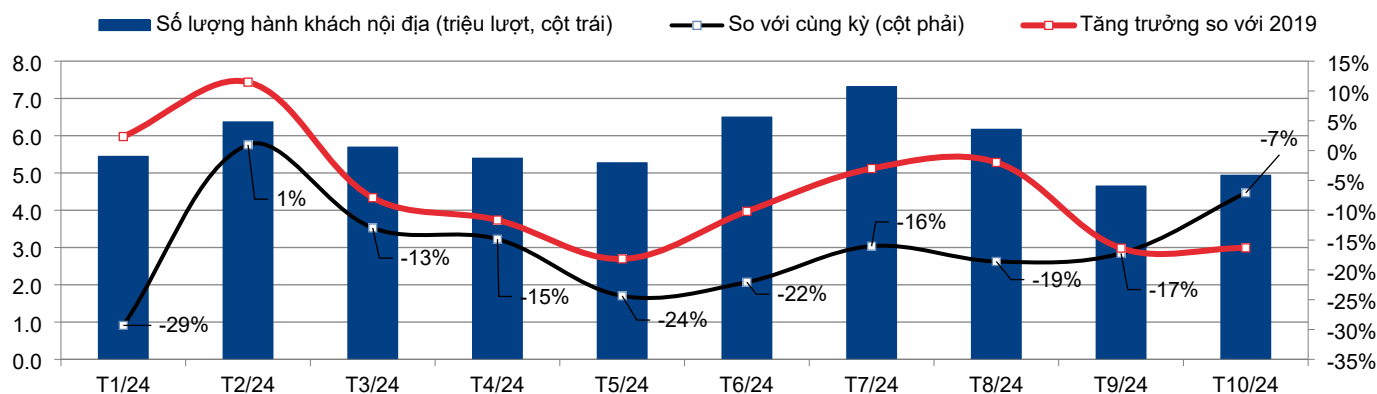
Lưu lượng hành khách: Nhu cầu quốc tế tăng trưởng vững chắc, nhu cầu trong nước có dấu hiệu phục hồi

Theo Cục Hàng không Việt Nam (CAAV), lượng hành khách hàng không 10 tháng đầu năm 2024 sát với dự báo của HSC. Theo đó, lượng hành khách quốc tế tiếp tục tăng 29% so với cùng kỳ trong 10 tháng đầu năm 2024, trong khi nhu cầu trong nước vẫn còn thấp (giảm 17% so với cùng kỳ) do giá vé cao, cạnh tranh với vận tải đường bộ và niềm tin của người tiêu dùng yếu. Tuy nhiên, về mặt tích cực, tốc độ giảm của lượng hành khách trong nước trong những tháng gần đây đã bắt đầu chậm lại:

- Trong tháng 10, lượng hành khách trong nước đạt 4,9 triệu lượt, giảm 7% so với cùng kỳ nhưng tăng 6% so với tháng trước. Mức giảm này nhỏ hơn so với mức giảm 18% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2024. Tính chung 10 tháng đầu năm 2024, tổng lượng hành khách trong nước đạt 57,8 triệu lượt, giảm 17% so với cùng kỳ và thấp hơn 7% so với mức trước COVID. Theo quan sát của HSC, giá vé máy bay giảm nhẹ gần đây do giá nhiên liệu bay giảm cũng góp phần cải thiện nhu cầu đi lại bằng đường hàng không trong nước.
- Trong tháng 10, số lượng hành khách quốc tế đạt 3,4 triệu lượt, tăng 15% so với cùng kỳ. Tính chung 10 tháng đầu năm 2024, tổng lượng hành khách quốc tế đạt 33,8 triệu lượt, tăng 29% so với cùng kỳ và thấp hơn 2% so với 10 tháng đầu năm 2019 (mức trước COVID). Tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2024 chủ yếu là do so với mức nền thấp trong nửa đầu năm 2023 trước khi chính sách thị thực được nới lỏng. Kể từ khi thực hiện chính sách thị thực mới vào tháng 8/2023, lượng khách du lịch đến Việt Nam đã tăng mạnh. Tác động tích cực của các chính sách này vẫn kéo dài đến Q3/2024 nhưng mức độ tác động đã giảm dần so với nửa đầu năm 2024.

Biểu đồ 1: Số lượng hành khách nội địa, Việt Nam

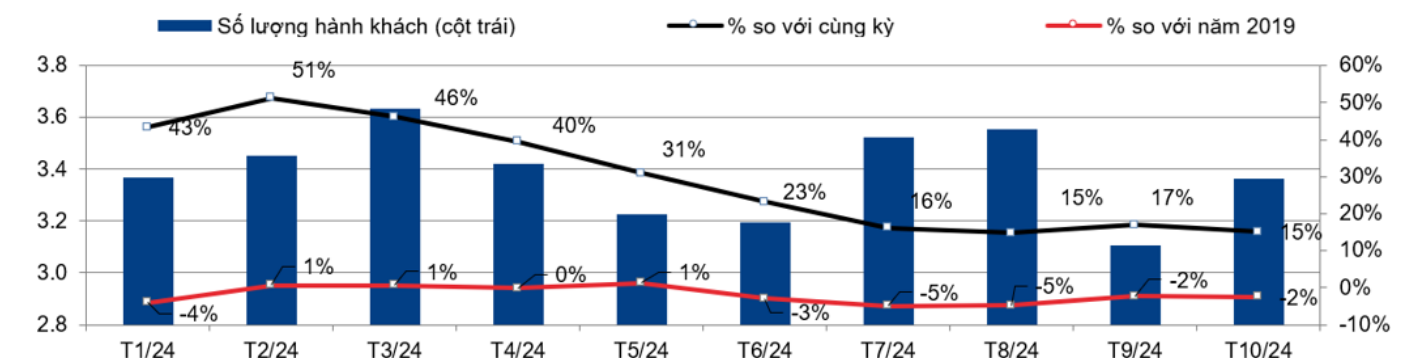
Số lượng hành khách nội địa trong các tháng gần đây có tín hiệu cải thiện khi tốc độ giảm so với cùng kỳ đã chậm lại



Nguồn: ACV, HSC

Biểu đồ 2: Số lượng hành khách quốc tế, Việt Nam

Nhu cầu đi lại của hành khách quốc tế tiếp tục tăng trưởng so với cùng kỳ nhưng với tốc độ chậm hơn



Nguồn: ACV, HSC

Bảng 3: Số lượng hành khách hàng không trong 10 tháng đầu năm 2024, Việt Nam

Trong 10 tháng đầu năm 2024 giảm 4% so với cùng kỳ và 5% so với trước COVID, do nhu cầu trong nước thấp

	10T2019	10T2023	10T2024	So với cùng kỳ	So với trước COVID
10T2019	34.5	26.3	33.8	29%	-2%
10T2019	62.3	69.4	57.8	-17%	-7%
10T2019	96.8	95.8	91.6	-4%	-5%

Nguồn: ACV, HSC

Số lượng khách du lịch Trung Quốc đã phục hồi 66% trong khi các thị trường khác vượt mức trước COVID

Theo Tổng cục Thống kê Việt Nam, đà tăng trưởng của khách quốc tế đến Việt Nam đã chậm lại trong Q3/2024, với tổng lượng khách đạt 3,4 triệu lượt, tăng 17% so với cùng kỳ, so với mức tăng 52% so với cùng kỳ được ghi nhận trong nửa đầu năm 2024.

Tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2024 chủ yếu là do so với mức nền thấp trong nửa đầu năm 2023 trước khi chính sách thị thực được nới lỏng. Kể từ khi thực hiện chính sách thị thực mới vào tháng 8/2023, lượng khách du lịch đến Việt Nam đã tăng mạnh. Tác động tích cực của việc thay đổi chính sách tiếp tục kéo dài đến Q3/2024, nhưng giảm dần so với nửa đầu năm 2024.

Tuy nhiên, tháng 10 cho thấy dấu hiệu phục hồi, với lượng khách tăng 28% so với cùng kỳ và 11% so với tháng trước, đạt tổng cộng 1,4 triệu lượt. Tính chung 10 tháng đầu năm 2024, tổng lượng khách đạt 41,1 triệu lượt, tăng 41% so với cùng kỳ và phục hồi 97% so với mức trước đại dịch.

Trong thời gian tới, HSC tin rằng động lực chính giúp lượng khách quốc tế tăng trưởng sẽ đến từ sự phục hồi số lượng khách du lịch Trung Quốc:

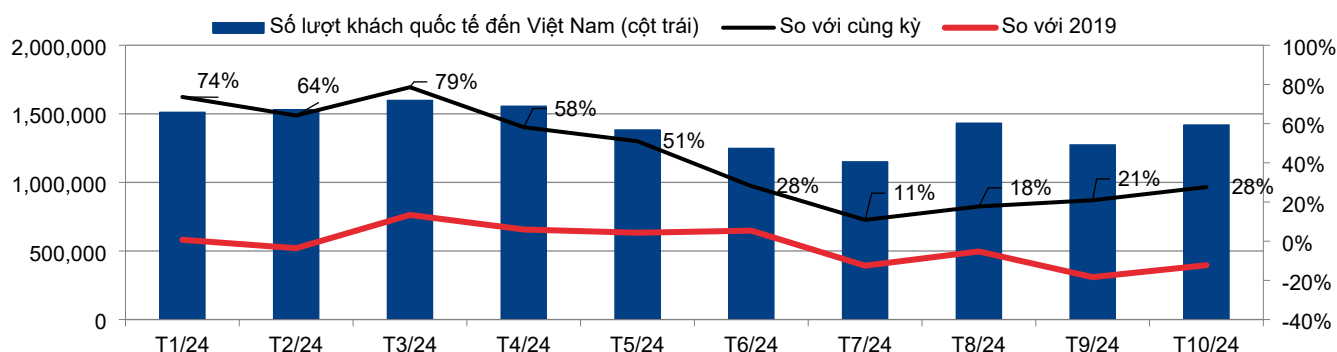
- Theo Tổng cục Thống kê, lượng khách Trung Quốc đến Việt Nam trong 10 tháng đầu năm 2024 đã tăng 130% so với cùng kỳ đạt 3,0 triệu lượt, tương đương 66% mức trước COVID, chiếm 21% tổng lượng du khách đến Việt Nam.
- Mặc dù lượng khách Trung Quốc đến Việt Nam trong những tháng gần đây có dấu hiệu tăng chậm lại nhưng Việt Nam vẫn là một trong những điểm đến được yêu thích nhất của khách du lịch Trung Quốc. Trong 9 tháng đầu năm 2024, Việt Nam đứng thứ 4 ở châu Á về thu hút khách du lịch Trung Quốc, sau Thái Lan, Nhật Bản và Hàn Quốc. Việt Nam cũng là một trong những quốc gia có tốc độ phục hồi lượng khách du lịch Trung Quốc nhanh nhất (Bảng 8). Do đó, HSC cho rằng trong ngắn hạn, sự phục hồi của khách du lịch Trung Quốc sẽ là yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng du lịch hàng không quốc tế của Việt Nam.
- Không tính Trung Quốc, tổng lượng khách du lịch từ các thị trường khác đến Việt Nam đạt 11,1 triệu lượt (tăng 28% so với cùng kỳ) trong 10 tháng đầu năm 2024 và vượt mức trước đại dịch 12%. Điều này đạt được nhờ lượng khách đến từ các thị trường trọng điểm vượt mức trước đại dịch, chẳng hạn như Hàn Quốc (cao

hơn 7%), Đài Loan (cao hơn 39%), và việc mở các đường bay mới đến các thị trường như Ấn Độ, Australia, v.v. đã thu hút thêm du khách từ các quốc gia này.

- 6 thị trường khách du lịch hàng đầu bao gồm Hàn Quốc, Trung Quốc, EU, Đài Loan, Mỹ, Nhật Bản. Thứ hạng này đã thay đổi so với thời kỳ trước đại dịch, khi Hàn Quốc hiện đã vươn lên vị trí dẫn đầu về lượng khách du lịch đến Việt Nam, nhờ sự phục hồi nhanh chóng gần đây. Trong 10 tháng đầu năm 2024, lượng khách Hàn Quốc đến Việt Nam đạt 3,7 triệu lượt (tăng 29% so với cùng kỳ và cao hơn 7% so với 10 tháng đầu năm 2023), chiếm 26% tổng lượng khách du lịch. Trước COVID-19, Hàn Quốc đứng thứ hai về lượng khách du lịch, chiếm 24% tổng lượng khách, sau Trung Quốc (32% thị phần).

Biểu đồ 4: Số lượng hành khách hàng không quốc tế đến Việt Nam

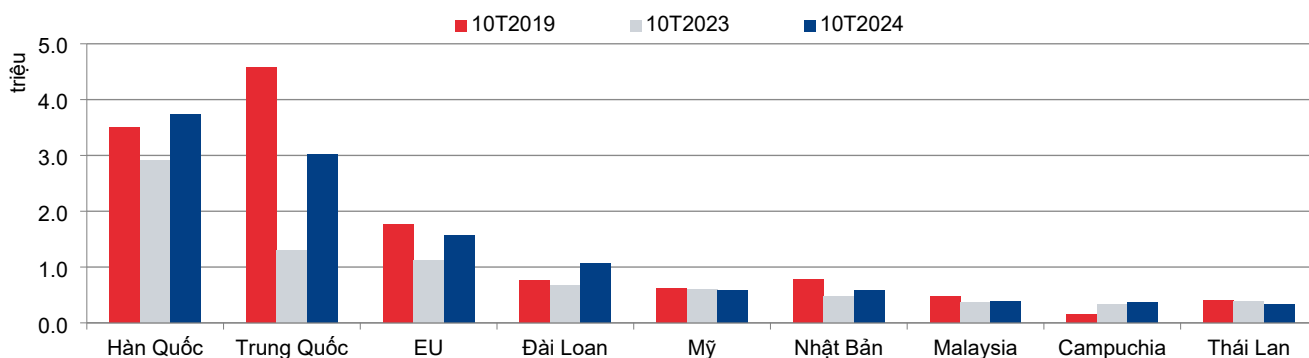
Số lượng hành khách hàng không quốc tế đến Việt Nam trong 10 tháng đầu năm tăng 41% so với cùng kỳ và chỉ thấp hơn 3% so với trước đại dịch



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 5: Các quốc gia có số hành khách đến Việt Nam nhiều nhất

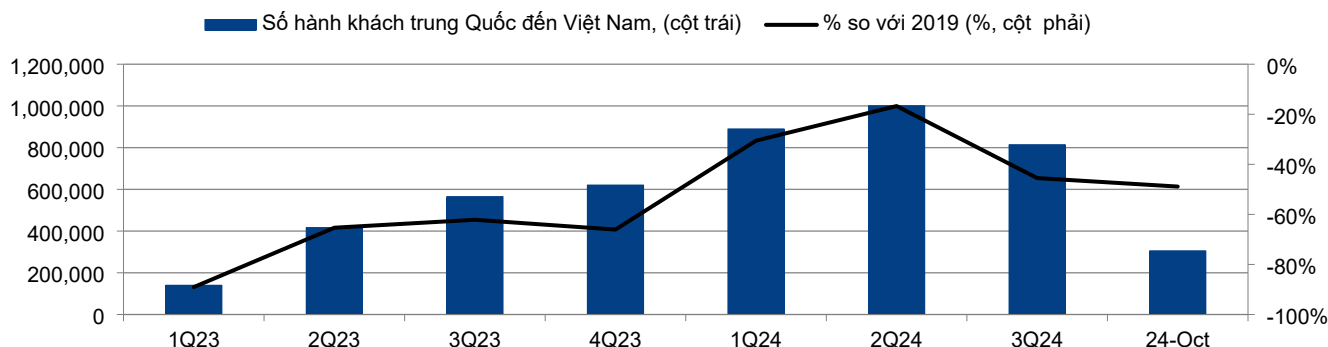
Số lượng hành khách Hàn Quốc, Đài Loan tăng vượt mức trước COVID trong khi số lượng khách Trung Quốc chỉ đạt 66% so với cùng kỳ năm 2019



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 6: Số lượng hành khách Trung Quốc đến Việt Nam

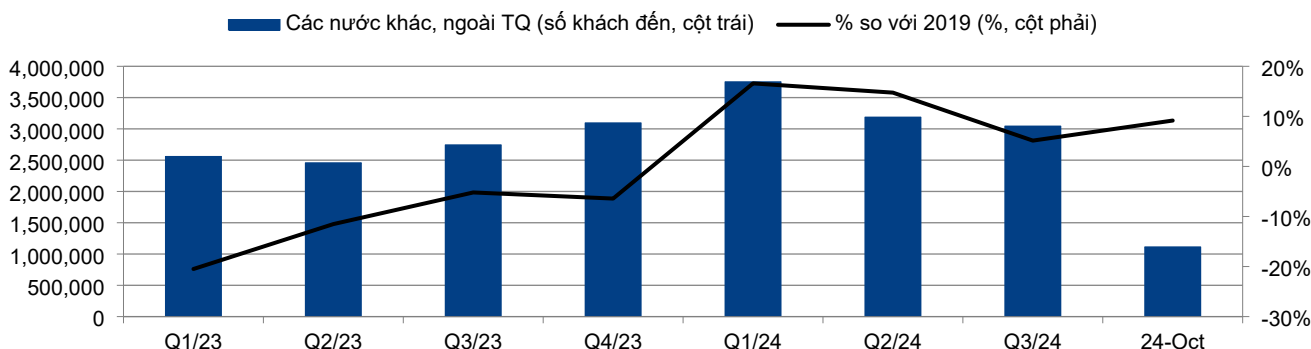
Số lượng hành khách Trung Quốc đến Việt Nam trong 10 tháng đầu năm 2024 hồi phục mạnh



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 7: Số lượng hành khách từ các thị trường ngoài Trung Quốc đến Việt Nam

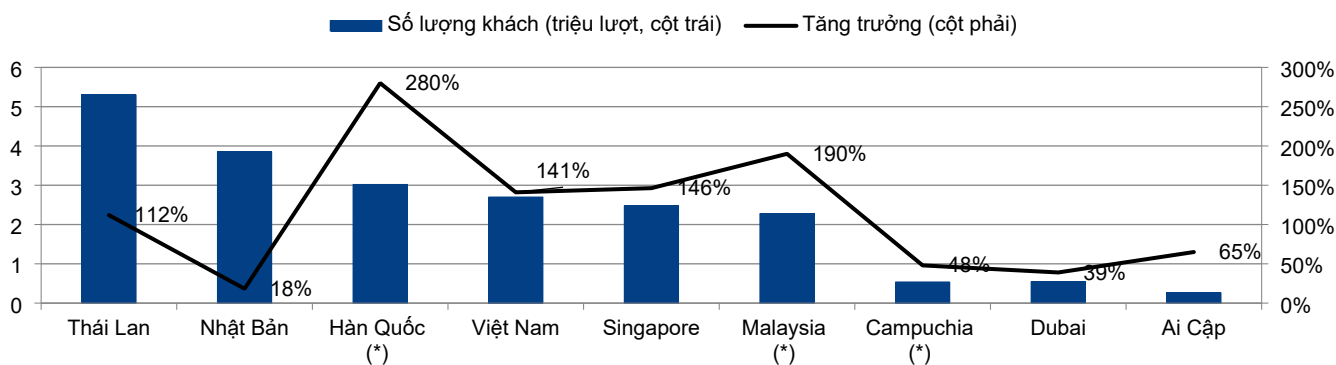
Số lượng hành khách từ các nước khác vượt qua mức trước dịch



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 8: Các thị trường châu Á đón khách Trung Quốc nhiều nhất

Việt Nam là thị trường có sự hồi phục mạnh nhất về lượng khách Trung Quốc



Ghi chú: (*) % tăng trưởng số lượng hành khách ở các thị trường này chỉ tính trong 8 tháng đầu năm 2024
 Nguồn: China trading desk, HSC

Các hãng hàng không: Tình trạng thiếu hụt tàu bay dẫn đến giá vé và lợi suất hành khách tăng

Tổng số tàu bay đang hoạt động tại Việt Nam tại thời điểm cuối Q3/2024 chỉ là 172 chiếc, giảm so với 206 chiếc vào cuối năm 2023 do số lượng tàu bay tại BAV (Bamboo Airways, chưa niêm yết) và Pacific Airlines (JPA, chưa niêm yết) giảm. Các hãng hàng không này đang tái cấu trúc và do đó đã trả lại máy bay để khắc phục những khó khăn tài chính. Ngoài ra, các vấn đề kỹ thuật của động cơ Pratt Whitney khiến các máy bay

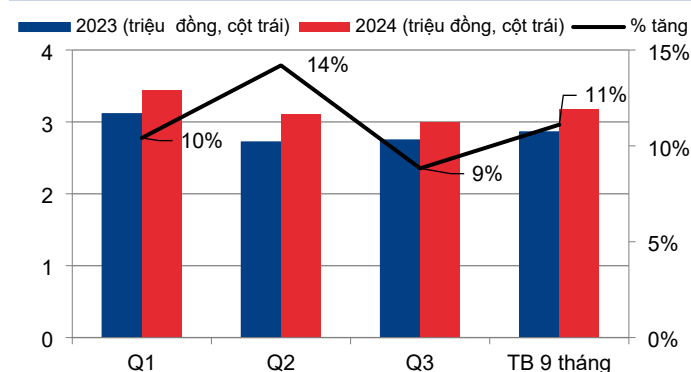
A321neo phải tạm ngừng hoạt động cũng dẫn đến tình trạng thiếu hụt tàu bay nghiêm trọng trong 9 tháng đầu năm 2024 tại Việt Nam.

Theo đó, giá vé tàu bay tăng mạnh do thiếu hụt nguồn cung. Trong 9 tháng đầu năm 2024, giá vé bình quân trên mỗi hành khách của HVN & VJC lần lượt tăng 11%/17% so với cùng kỳ.

Giá vé cao hơn cũng đã ảnh hưởng đến nhu cầu trong nước, dẫn đến lượng hành khách trong nước trong 9 tháng đầu năm 2024 giảm như đã đề cập ở trên. Tuy nhiên, bất chấp nhu cầu trong nước kém tích cực, những yếu tố như tăng trưởng mạnh mẽ của nhu cầu quốc tế, thị phần lớn hơn và giá vé cao hơn đã hỗ trợ lợi nhuận của các hãng hàng không.

Biểu đồ 9: Giá vé trung bình, HVN

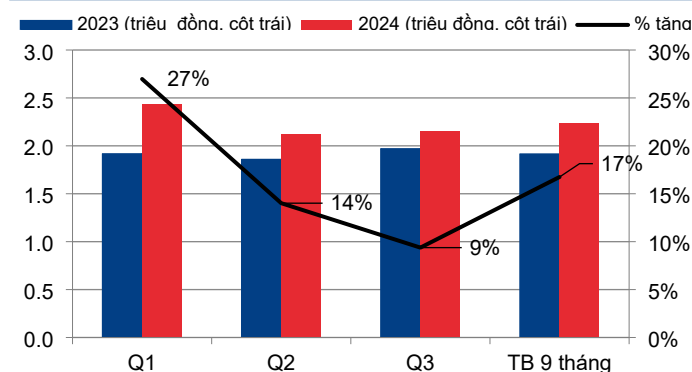
Giá vé trung bình trong 9 tháng đầu năm của HVN tăng 11%



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 10: Giá vé trung bình, VJC

Giá vé trung bình trong 9 tháng đầu năm của HVN tăng 17%



Nguồn: HSC ước tính

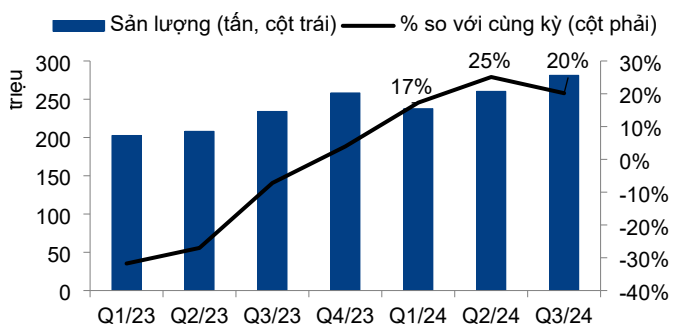
Các công ty vận tải hàng không: Sản lượng cải thiện mạnh nhờ nhu cầu phục hồi

Trong Q3/2024, sản lượng hàng hóa hàng không quốc tế và trong nước của Việt Nam lần lượt tăng mạnh 20% và 21%, đạt 281 triệu tấn và 111 triệu tấn. Trong 9 tháng đầu năm 2024, tổng sản lượng hàng hóa hàng không quốc tế và trong nước đạt lần lượt 645 triệu tấn (tăng 21% so với cùng kỳ) và 345 triệu tấn (tăng 31% so với cùng kỳ).

Sản lượng tăng trưởng mạnh mẽ là nhờ nhu cầu hồi phục từ mức nền thấp của năm ngoái sau quá trình giải phóng hàng tồn kho cũng như nhờ nhu cầu tăng do khủng hoảng Biển Đỏ, khiến cho hàng hóa vốn được vận chuyển bằng đường biển chuyển qua vận chuyển bằng đường hàng không để đáp ứng thời hạn giao hàng.

Biểu đồ 11: Sản lượng hàng hóa quốc tế qua cảng, VN

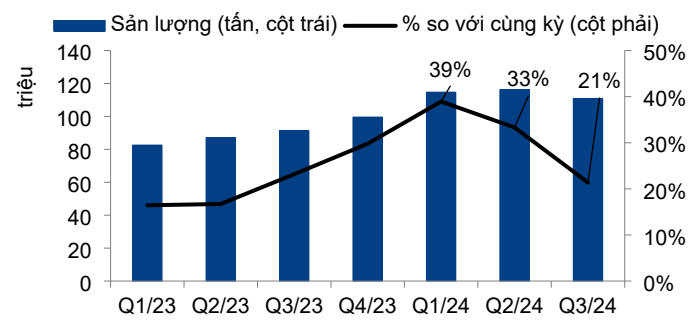
Sản lượng hàng hóa quốc tế qua cảng trong 9 tháng đầu năm 2024 tăng 21% so với cùng kỳ



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 12: Sản lượng hàng hóa nội địa qua cảng, Việt Nam

Sản lượng hàng hóa nội địa qua cảng trong 9 tháng đầu năm 2024 tăng 31% so với cùng kỳ



Nguồn: HSC ước tính

Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2024: Các hãng hàng không thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận ngành

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, lợi nhuận thuần của các hãng hàng không tăng 266% so với cùng kỳ và LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng mạnh 110% so với cùng kỳ. Điều này được thúc đẩy nhờ KQKD mạnh mẽ của các hãng hàng không. Giá vé cao hơn do thiếu hụt tàu bay, thị phần tăng do cạnh tranh ít hơn và nhu cầu quốc tế phục hồi, tất cả đều góp phần khiến lợi nhuận tăng trưởng mạnh. Về các công ty dịch vụ hàng không/ nhà ga hàng hóa hàng không, ACV và SCS cũng ghi nhận LNTT từ HĐKD cốt lõi trong 9 tháng đầu năm 2024 tăng trưởng tích cực lần lượt 12% và 41% so với cùng kỳ.

KQKD của các công ty ngành Hàng không trong danh sách khuyến nghị của HSC được trình bày trong Bảng 13.

Bảng 13: KQKD 9 tháng đầu năm 2024, các công ty ngành hàng không HSC khuyến nghị

Các công ty ngành hàng không đều công bố lợi nhuận tăng mạnh trong 9 tháng đầu năm 2024

Tỷ đồng	Q3/23	Q2/24	Q3/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T24	So với cùng kỳ
ACV							
Doanh thu thuần	5,328	5,534	5,655	6%	2%	16,834	12%
Lợi nhuận thuần (*)	2,415	2,898	1,978	-18%	-32%	7,469	24%
LNTT cốt lõi (*)	3,253	3,141	3,230	-1%	3%	9,665	12%
SCS							
Doanh thu thuần	172	264	266	55%	1%	743	47%
Lợi nhuận thuần	128	190	186	45%	-2%	523	41%
LNTT cốt lõi	146	213	209	43%	-2%	523	41%
HVN							
Doanh thu thuần	23,569	24,630	26,600	13%	8%	79,194	17%
Lợi nhuận thuần	-2,277	934	768	Đảo chiều	-18%	6,036	Đảo chiều
LNTT cốt lõi	-1065	1,102	946	Đảo chiều	-14%	3,923	Đảo chiều
VJC							
Doanh thu thuần	14,235	16,224	25,966	82%	60%	59,982	36%
Lợi nhuận thuần	135	578	571	323%	-1%	1,686	454%
LNTT cốt lõi	-55	531	387	Đảo chiều	-27%	1,461	441%
Tổng cộng							
Doanh thu thuần	43,304	46,652	58,487	35%	25%	156,753	23%
Lợi nhuận thuần	401	4,600	3,503	774%	-24%	15,714	266%
LNTT cốt lõi	2,279	4,987	4,772	109%	-4%	15,572	110%

Ghi chú: (*) Lợi nhuận của ACV không tính lợi nhuận từ tài sản khu vực
Nguồn: HSC ước tính

HVN: LNTT từ HĐKD cốt lõi Q3/2024 đạt 946 tỷ đồng, so với lỗ HĐKD cốt lõi 1,1 nghìn tỷ đồng trong Q3/2023. Lợi nhuận thuần đạt 768 tỷ đồng, so với lỗ thuần 2,3 nghìn tỷ đồng trong Q3/2023. LNTT từ HĐKD cốt lõi sát với dự báo của HSC trong khi lợi nhuận thuần thấp hơn dự báo do lãi tỷ giá thấp hơn dự kiến (524 tỷ đồng so với kỳ vọng của chúng tôi là 700 tỷ đồng).

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, LNTT từ HĐKD cốt lõi đã phục hồi ấn tượng đạt 3,9 nghìn tỷ đồng so với lỗ HĐKD cốt lõi 1,9 nghìn tỷ đồng trong cùng kỳ năm ngoái. Lợi nhuận thuần đạt 6,0 nghìn tỷ đồng, so với lỗ 3,7 nghìn tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2023. Sự chuyển biến mạnh mẽ này có được là nhờ cạnh tranh giảm, lợi suất hành khách tốt hơn, hệ số sử dụng ghế cao hơn và lợi nhuận từ tái cấu trúc một công ty con.

VJC: LNTT từ HĐKD cốt lõi trong Q3/2024 đạt 682 tỷ đồng (so với lỗ HĐKD cốt lõi 55 tỷ đồng trong Q3/2023). Lợi nhuận thuần đạt 572 tỷ đồng (tăng 323% so với cùng kỳ). Lợi nhuận vượt dự báo của HSC nhờ lợi nhuận từ giao dịch tàu bay cao hơn dự báo, đạt 653 tỷ đồng (so với không có lợi nhuận trong Q3/2023). Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 1,4 nghìn tỷ đồng (tăng mạnh 441% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 1,7 nghìn tỷ đồng (tăng 224% so với cùng kỳ).

ACV: Doanh thu thuần Q3/2024 đạt 5,65 nghìn tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ và 2% so với quý trước) trong khi lợi nhuận thuần (không bao gồm tài sản khu bay) đạt 1,98 nghìn tỷ đồng (giảm 18% so với cùng kỳ và 32% so với quý trước).

Lợi nhuận thuần giảm mạnh chủ yếu do lỗ tỷ giá tăng lên 792 tỷ đồng so với lãi tỷ giá 494 tỷ đồng trong Q3/2023. Liên quan đến việc trích lập dự phòng các khoản phải thu quá hạn tại các hãng hàng không, ACV ghi nhận khoản trích lập dự phòng 54 tỷ đồng trong Q3/2024, giảm mạnh so với mức 680 tỷ đồng trong Q3/2023. Nếu không tính đến các khoản lợi nhuận/lỗ không thường xuyên, LNTT từ HĐKD cốt lõi (không bao gồm tài sản khu bay) đạt 3,23 nghìn tỷ đồng (giảm 1% so với cùng kỳ nhưng tăng 3% so với quý trước). Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, lợi nhuận thuần và LNTT từ HĐKD cốt lõi (không bao gồm tài sản khu bay) đạt lần lượt 7,5 nghìn tỷ đồng (tăng 24% so với cùng kỳ) và 9,7 nghìn tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ).

SCS: Lợi nhuận thuần và doanh thu thuần Q3/2024 của SCS đạt lần lượt 186 tỷ đồng (tăng 46% so với cùng kỳ, đi ngang so với quý trước) và 266 tỷ đồng (tăng 55% so với cùng kỳ, giảm 2% so với quý trước), sát với dự báo của HSC.

Lợi nhuận tăng trưởng mạnh là nhờ sự hỗ trợ của sản lượng hàng hóa. Trong Q3/2024, sản lượng hàng hóa quốc tế và trong nước của SCS đạt lần lượt 51.871 tấn (tăng 51% so với cùng kỳ, giảm 2% so với quý trước) và 13.697 tấn (tăng 16% so với cùng kỳ, giảm 21% so với quý trước). Tổng sản lượng hàng hóa trong Q3/2024 đạt 65.568 tấn (tăng 42% so với cùng kỳ nhưng giảm 7% so với quý trước). Sản lượng hàng hóa tăng mạnh (so với cùng kỳ) nhờ có khách hàng quốc tế mới từ tháng 2/2024 và nhu cầu phục hồi, nhưng sản lượng giảm so với quý trước là do yếu tố thời vụ cũng như ảnh hưởng của bão Yagi. Theo đó, trong 9 tháng đầu năm 2024, lợi nhuận thuần và doanh thu thuần đạt lần lượt 370 tỷ đồng (tăng 41% so với cùng kỳ) và 743 tỷ đồng (tăng 47% so với cùng kỳ).

Các động lực tăng trưởng cho năm 2025-2026

HSC duy trì dự báo về số lượng hành khách cho giai đoạn 2024-2026 do số liệu 10 tháng đầu năm 2024 sát với ước tính. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu trong nước sẽ tăng trưởng trở lại 10% trong năm 2025 và 7% trong năm 2026 so với mức giảm 16% trong năm 2024, điều này sẽ hỗ trợ lợi nhuận của ngành hàng không. Bên cạnh đó, chúng tôi dự kiến tình trạng thiếu hụt tàu bay sẽ tiếp tục duy trì trong năm 2025, cho phép các hãng hàng không duy trì tỷ suất lợi nhuận cao trong năm tới. Ngoài ra, theo EIA, giá nhiên liệu bay có thể sẽ giảm trong năm 2025 (dự báo giảm 15%) và cũng sẽ hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận của các hãng hàng không.

Nhu cầu trong nước nhiều khả năng sẽ tăng trưởng trở lại trong năm 2025-2026

HSC kỳ vọng tổng lượng hành khách năm 2025 sẽ tăng trưởng 12% nhờ lượng hành khách trong nước và quốc tế lần lượt tăng trưởng 10% và 16%.

- Nhu cầu trong nước:** HSC giữ nguyên dự báo cho năm 2024 với nhu cầu trong nước đạt 67,8 triệu lượt khách (giảm 16% so với năm trước), tương đương nhu cầu trong nước Q4/2024 là 15 triệu lượt khách, giảm 8% so với cùng kỳ và giảm 18% so với 9 tháng đầu năm 2024. Cho năm 2025, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu trong nước sẽ tăng trưởng trở lại 10% từ mức nền thấp trong năm nay, đạt 74,6 triệu lượt khách. Cho năm 2026, chúng tôi ước tính lượng khách trong nước đạt 79,8 triệu lượt, tăng trưởng 7%.
- Nhu cầu quốc tế:** HSC giữ nguyên dự báo cho năm 2024 với 41,1 triệu lượt khách (tăng trưởng 26%). Theo đó, lượng hành khách quốc tế Q4/2024 là 10,8 triệu (tăng 17% so với cùng kỳ). Cho năm 2025 và 2026, chúng tôi dự báo nhu cầu quốc tế đạt lần lượt 47,5 triệu lượt khách (tăng trưởng 16%) và 53,5 triệu lượt (tăng trưởng 13%). Các động lực chính cho tăng trưởng quốc tế sẽ là sự phục hồi hơn nữa của lượng khách du lịch Trung Quốc, nhu cầu tăng trưởng ổn định của các thị trường trọng điểm khác (bao gồm Hàn Quốc, Đài Loan và Nhật Bản) và việc mở đường bay mới đến các thị trường khác (như Ấn Độ và Australia).

Bảng 14: Số hành khách đến Việt Nam giai đoạn 2019-2026

Chúng tôi dự báo nhu cầu đi lại của hành khách nội địa sẽ tăng trở lại 10% trong năm 2025

	FY19A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Số hành khách (triệu lượt)								
Quốc tế	41.8	7.4	0.5	12.0	32.6	41.1	47.5	53.5
Trong nước	74.6	57.8	29.6	87.1	80.4	67.8	74.6	79.8
Tổng cộng	116.3	65.2	30.1	99.0	113.0	108.9	122.1	133.3
Tăng trưởng								
Quốc tế		-82%	-93%	2202%	173%	26%	16%	13%
Trong nước		-22%	-49%	194%	-8%	-16%	10%	7%
Tổng cộng		-44%	-54%	229%	14%	-4%	12%	9%
So với 2019								
Quốc tế		-82%	-99%	-71%	-22%	-2%	14%	28%
Trong nước		-22%	-60%	17%	8%	-9%	0%	7%
Tổng cộng		-44%	-74%	-15%	-3%	-6%	5%	15%

Nguồn: HSC

Cập nhật tiến độ các dự án đầu tư lớn trong năm 2025-2026

Nhà ga 3 (T3) tại Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA)

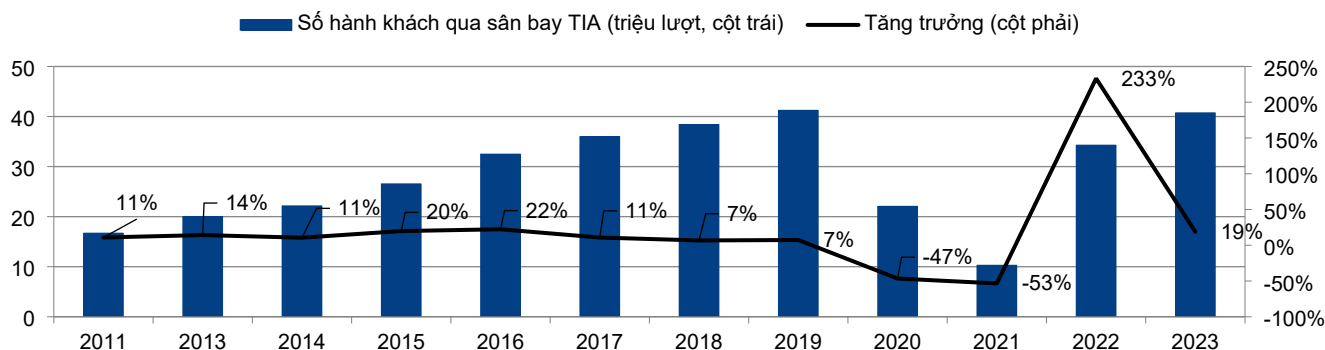
Nhà ga T3 tại TIA đang được triển khai đúng tiến độ và dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào ngày 30/4/2025. Lưu ý, TIA là cảng hàng không đông đúc nhất Việt Nam, cảng này tiếp nhận xử lý 36% tổng lượng hành khách hàng không của Việt Nam trong năm 2023. Tuy nhiên, cảng hàng không này đã hoạt động quá tải với 40,7 triệu lượt khách trong năm 2023 so với công suất thiết kế chỉ 28 triệu lượt khách. Mức sản lượng 2023 gần như đã phục hồi hoàn toàn về mức trước đại dịch là 41,2 triệu lượt khách.

Lưu ý, TIA đã bắt đầu hoạt động quá tải kể từ năm 2016 với 32,5 triệu lượt khách (tăng 22% so với năm 2015). Trong giai đoạn 2010-2016, sản lượng hàng hóa qua cảng hàng không này đã tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ CAGR đạt 14%/năm. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2016-2019, do công suất hạn chế, sản lượng hàng hóa qua cảng chỉ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 8,3%.

Do đó, HSC cho rằng việc đưa Nhà ga T3 tại TIA vào hoạt động là một bước tiến rất tích cực. Với công suất 20 triệu lượt khách, nhà ga này sẽ giúp giảm thiểu tình trạng quá tải tại TIA, tạo điều kiện cho các hãng hàng không mở thêm chuyến bay, qua đó hỗ trợ nhu cầu đi lại trong năm tới.

Bảng 15: Số hành khách qua sân bay TIA

TIA đã hoạt động 145% công suất thiết kế trong năm 2023, và gần đạt mức trước dịch COVID



Nguồn: HSC

Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (LTIA): Dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2026

LTIA là dự án cảng hàng không lớn nhất tại Việt Nam với tổng công suất 100 triệu lượt khách/năm, được chia thành ba giai đoạn. Giai đoạn 1 có vốn đầu tư 109 nghìn tỷ đồng và công suất 25 triệu lượt khách/năm. ACV là nhà đầu tư chính, chịu trách nhiệm dự án thành phần 3 của giai đoạn này với vốn đầu tư 99 nghìn tỷ đồng. Theo ACV, việc xây dựng đang diễn ra đúng tiến độ và dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2026.

Bên cạnh đó, Chính phủ cũng đang đẩy mạnh việc xây dựng các tuyến đường giao thông kết nối TP.HCM với LTIA để việc di chuyển đến nơi đây thuận tiện hơn. HSC tóm tắt lại thông tin các dự án mở rộng giao thông sau đây:

- Cao tốc TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây: Mở rộng lên 8-10 làn xe từ 4 làn xe hiện tại, dự kiến hoàn thành vào năm 2027.
- Dự án đường vành đai 3: Kết nối TP.HCM với Long Thành, dự kiến hoàn thành vào năm 2026.
- Cao tốc Bến Lức – Long Thành: Kết nối phía Nam TP.HCM với Long Thành, dự kiến hoàn thành vào năm 2025.
- Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu: Kết nối phía Bắc TP.HCM với Long Thành, dự kiến hoàn thành vào năm 2026.
- Ba tuyến đường sắt kết nối TIA với ga Thủ Thiêm, ga Thủ Thiêm với LTIA, và đường sắt cao tốc Bắc Nam. Các tuyến đường sắt này đang trong giai đoạn lập kế hoạch.

Các tuyến giao thông này sẽ cải thiện đáng kể lưu lượng giao thông, giảm thiểu ùn tắc và hỗ trợ hoạt động của LTIA. Khi đi vào hoạt động, cảng hàng không này cũng sẽ giúp ACV tăng cường nhu cầu nhờ các chuyến bay và đường bay quốc tế mới.

Bảng 16: Công suất hành khách, TIA

Tổng công suất hành khách của TIA sẽ tăng lên 48 triệu lượt khách đến cuối năm 2025, từ mức 28 triệu lượt hiện tại

Triệu	Hiện tại	Cuối năm 2025
2 nhà ga hiện tại	28	28
Nhà ga số 3		20
Tổng cộng	28	48

Nguồn: ACV

Bảng 17: Tổng công suất, các hãng hàng không Việt Nam

Tổng công suất năm 2025 và 2026 tăng lần lượt 16% và 17%

Triệu khách	Hiện tại	Cuối năm 2025	Tăng trưởng	Cuối năm 2026	Tăng trưởng
TIA	28	48	71%	48	0%
LTIA (Giai đoạn 1)	-			25	
Khác	99	99	0%	99	
Tổng cộng	127	147	16%	172	17%

Nguồn: HSC

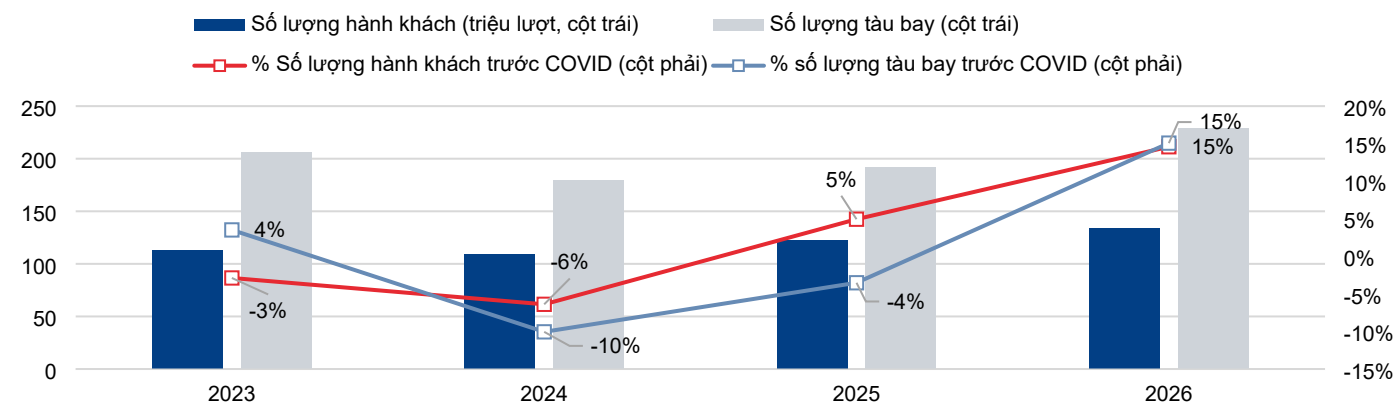
Tỷ suất lợi nhuận của các hãng hàng không nhiều khả năng sẽ tăng nhờ tình trạng thiếu hụt tàu bay và giá nhiên liệu bay giảm

Tình trạng thiếu hụt tàu bay có thể sẽ trở nên nghiêm trọng hơn trong năm 2025

HSC tin rằng tình trạng thiếu hụt tàu bay có thể sẽ trầm trọng hơn trong năm 2025 so với năm 2024 dựa trên kế hoạch nhận tàu bay của hai hãng hàng không hàng đầu là HVN và VJC (chiếm 89% thị phần hành khách trong nước và 44% thị phần hành khách quốc tế của Việt Nam):

Biểu đồ 18: Số lượng hành khách và số tàu bay so với trước COVID

Chúng tôi dự báo tình trạng thiếu hụt tàu bay năm 2025 có thể sẽ tăng lên so với năm 2024, do tốc độ tăng trưởng số lượng tàu bay chậm hơn so với nhu cầu đi lại của hành khách



Nguồn: HSC

Biểu đồ 19: Ước tính số lượng tàu bay hoạt động, HVN

Số lượng tàu bay hoạt động của HVN trong năm 2025 gần như đi ngang

	Ghi chú	Cuối T9/2024	Cuối-2024	Cuối -2025	Cuối -2026
Số tàu bay mới nhận	(a)		3	1	0
Tổng số tàu bay	(b)	98	101	102	102
Tổng số tàu bay tạm dừng hoạt động để bảo trì	(c)	13	15	20	15
Trở lại hoạt động sau bảo trì	(d)			5	8
Số lượng tàu bay hoạt động	=(b)-(c)+(d)	85	86	87	95

Ghi chú: số lượng tàu bay hoạt động không bao gồm số tàu bay thuê vào mùa cao điểm
 Nguồn: HVN, HSC

- HVN:** Tại thời điểm cuối Q3/2024, HVN có 98 tàu bay nhưng phải tạm dừng hoạt động 13 chiếc để kiểm tra động cơ, tức là chỉ còn 85 chiếc hoạt động. Trong Q4/2024, HVN sẽ thuê thêm 3 tàu bay nhưng cũng sẽ ngừng khai thác 2 chiếc để kiểm tra động cơ. Như vậy, số lượng tàu bay hoạt động sẽ là 86 chiếc vào cuối năm 2024.

HVN sẽ nhận một tàu bay mới trong năm 2025 và không nhận tàu bay mới nào trong năm 2026. Ngoài ra, trong năm 2025, HVN sẽ ngừng hoạt động 5 tàu bay còn lại và tất cả 20 máy bay cần kiểm tra động cơ sẽ được dừng hoạt động bởi sự cố kỹ thuật của động cơ Pratt & Whitney. Tuy nhiên, trong năm 2025, hãng dự kiến sẽ chỉ có 5 tàu bay trở lại hoạt động sau khi hoàn thành kiểm tra kỹ thuật; số tàu bay còn lại sẽ được bàn giao trong năm 2026–2027. HSC giả định HVN sẽ nhận lại 8 tàu bay đã qua kiểm tra trong năm 2026 và 7 tàu bay trong năm 2027.

Như vậy, tổng số tàu bay hoạt động của HVN sẽ đạt lần lượt 86, 87, 95 chiếc vào cuối các năm 2024, 2025, 2026. Con số này không cao hơn nhiều so với mức 85 tàu bay đang hoạt động vào cuối Q3/2024 (Bảng 19).

- VJC:** Tại thời điểm cuối Q3/2024, đội bay của VJC tại Việt Nam có 85 tàu bay nhưng đã phải tạm dừng 8 chiếc để kiểm tra động cơ, dẫn đến chỉ còn 77 chiếc hoạt động được tại thời điểm cuối tháng 9/2024.

VJC sẽ nhận 7 tàu bay Airbus mới trong Q4/2024 và lần lượt 10 & 15 tàu bay trong năm 2025-2026, và các tàu bay mới này chủ yếu sẽ được giao vào cuối các năm này. Tuy VJC cũng sẽ nhận tàu bay Boeing nhưng Công ty dự định cho thuê tất cả số tàu bay này cho công ty liên kết là hãng hàng không giá rẻ Thai Vietjet (chưa niêm yết, VJC sở hữu 9% cổ phần) tại Thái Lan. Do đó, HSC chỉ sử dụng số lượng tàu bay Airbus mà VJC dự kiến nhận trong giai đoạn này để ước tính số lượng tàu bay hoạt động của hãng tại Việt Nam trong những năm tới.

Ngoài ra, VJC có kế hoạch trả lại 5 tàu bay vào năm sau khi hết hạn hợp đồng thuê và 3 tàu bay nữa vào năm 2026. Về số lượng tàu bay phải ngừng hoạt động để kiểm tra kỹ thuật do sự cố của động cơ Pratt & Whitney, VJC đã ngừng hoạt động 8 chiếc trong 9 tháng đầu năm 2024 và dự kiến sẽ ngừng thêm 2 chiếc nữa trong Q4/2024. Trong năm 2025, VJC sẽ bắt đầu nhận lại 10 chiếc sau khi hoàn tất kiểm tra kỹ thuật và sẽ gửi 12 chiếc còn lại đi sửa chữa. HSC dự báo 12 chiếc này sẽ được trả lại trong năm 2026.

Như vậy, tổng số tàu bay hoạt động của VJC sẽ đạt lần lượt 82, 85, 109 chiếc vào cuối các năm 2024, 2025, 2026.

Bảng 20: Ước tính số lượng tàu bay hoạt động, VJC

Số tàu bay hoạt động năm 2025 của VJC sẽ tăng 4% vào cuối năm 2024 và 10% cuối T9/2024

	Ghi chú	Cuối T9/2024	Cuối-2024	Cuối -2025	Cuối -2026
Số tàu bay mới nhận	(a)		7	10	15
Trả lại bên cho thuê khi hết hạn	(b)			5	3
Tổng số tàu bay	(c)	85	92	97	109
Tổng số tàu bay tạm dừng hoạt động để bảo trì	(d)	8	10	22	12
Trở lại hoạt động sau bảo trì	(e)			10	12
Số lượng tàu bay hoạt động	=(c)+(d)-(e)	77	82	85	109

Ghi chú: số lượng tàu bay hoạt động không bao gồm số tàu bay thuê vào mùa cao điểm
 Nguồn: HVN, HSC

- Vietravel và Bamboo Airways:** Bamboo Airways dự kiến mở rộng đội tàu bay lên 18 chiếc vào cuối năm 2025, từ 8 chiếc hiện có. Tương tự, Vietravel Airlines đặt mục tiêu tăng đội tàu bay lên 25 chiếc vào năm 2025 và 30 chiếc vào năm 2030, từ 3 chiếc hiện có. Tuy nhiên, HSC cho rằng hai hãng hàng không này khó có thể tăng trưởng đội tàu bay nhanh chóng như kế hoạch, do tình trạng thiếu hụt niềm trọng nguồn cung tàu bay toàn cầu do gián đoạn chuỗi cung ứng và các vấn đề kỹ thuật tại Boeing và Airbus. Những yếu tố này đã đẩy giá thuê tàu bay tăng cao đáng kể và hạn chế nguồn cung tàu bay.

Ngoài ra, năng lực tài chính của hai hãng hàng không này cũng khiến chúng tôi lo ngại về khả năng mở rộng đội tàu. Do đó, HSC chưa đưa kế hoạch mở rộng đội tàu bay của hai hãng này vào mô hình dự báo.

Theo đó, chúng tôi dự kiến tổng số lượng tàu bay hoạt động (không bao gồm tàu bay ngừng hoạt động để kiểm tra) tại thời điểm cuối năm 2025 và 2026 sẽ đạt lần lượt 183 chiếc (thấp hơn 8% so với mức trước COVID) và 215 chiếc (cao hơn 8% so với mức trước COVID) (Bảng 21). Mặt khác, chúng tôi dự báo lượng hành khách sẽ vượt mức trước COVID lần lượt 5% và 15% trong năm 2025 và 2026 (Bảng 18).

Mặc dù các hãng hàng không sẽ sử dụng hình thức thuê ướt hoặc thuê khô trong các giai đoạn cao điểm như mùa hè hoặc dịp Tết để đáp ứng nhu cầu tăng đột biến trong ngắn hạn, nhưng chúng tôi vẫn tin rằng tình trạng thiếu hụt tàu bay sẽ tiếp diễn trong năm 2025-2026.

Yếu tố bất ngờ là liệu Vietravel và Bamboo Airways có thể mở rộng đội tàu bay của họ như đã đề cập ở trên hay không. Tuy nhiên, trong kịch bản lạc quan là họ có thể tăng đội tàu bay lên lần lượt là 10 và 18 chiếc, thì tổng số tàu bay hoạt động vào cuối năm 2025 sẽ đạt 200 chiếc, mới chỉ gần bằng mức của năm 2019 trong khi lượng hành khách có thể sẽ vượt mức trước COVID khoảng 5%. Như vậy, ngay cả trong trường hợp này, tình trạng thiếu hụt tàu bay vẫn sẽ tiếp diễn trong năm tới và sẽ có lợi cho các hãng hàng không hiện hữu như HVN và VJC.

- Chúng tôi dự báo tình trạng thiếu hụt tàu bay sẽ giảm bớt trong năm 2026 nhờ VJC nhận thêm tàu bay mới và các tàu bay sau khi hoàn thành kiểm tra động cơ sẽ dần được đưa vào hoạt động trở lại.

Bảng 21: Ước tính số lượng tàu bay hoạt động, Việt Nam

Số tàu bay năm 2025 vẫn thấp hơn mức trước COVID

	Cuối-2019	Cuối-2023	Cuối-9M24	Cuối 2024	Cuối 2025	Cuối 2026
HVN	106	106	85	86	87	95
VJC	71	86	77	82	85	109
Bamboo	22	11	7	8	8	8
Vietravel	-	3	3	3	3	3
Tổng cộng	199	206	172	179	183	215
Tăng trưởng			-17%	5%	2%	17%
So với 2019		4%	-14%	-10%	-8%	8%

Ghi chú: số lượng tàu bay hoạt động không bao gồm số tàu bay thuê vào mùa cao điểm

Nguồn: HVN, HSC

Giá dầu giảm sẽ hỗ trợ lợi nhuận của các hãng hàng không

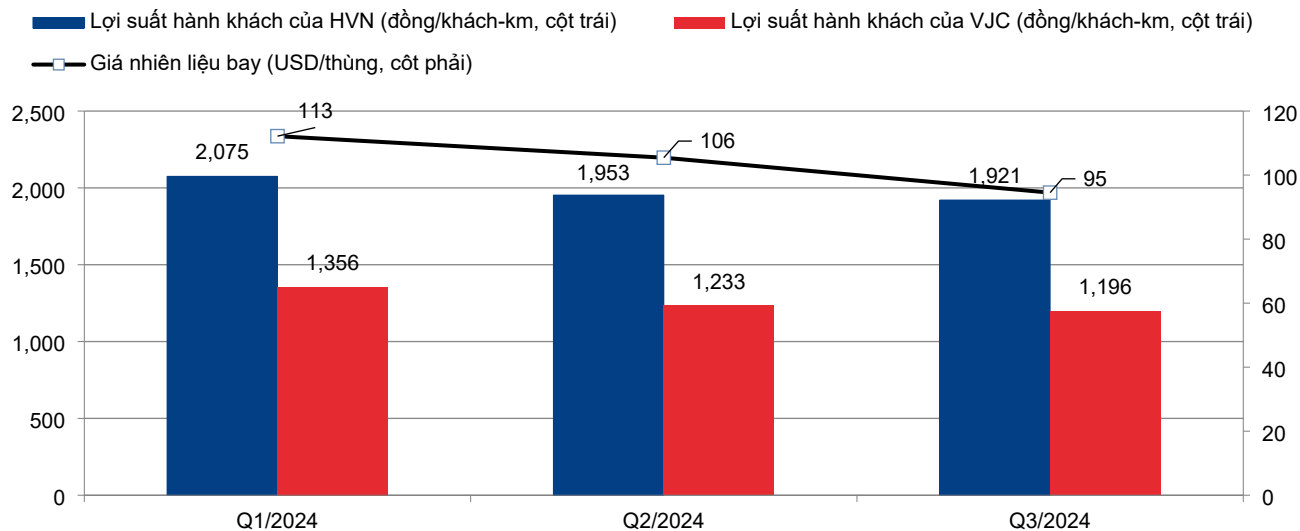
Tổng thống đắc cử Donald Trump đã đề ra một chính sách năng lượng toàn diện nhằm thúc đẩy sản lượng dầu của Mỹ. Điều này bao gồm các kế hoạch nới lỏng quy định về môi trường để tạo điều kiện thuận lợi cho việc tăng cường khai thác dầu khí, mở thêm đất liên bang và khu vực ngoài khơi để khoan thăm dò, đảo ngược các hạn chế do chính quyền trước đây áp đặt. Điều này có thể sẽ gây áp lực lên giá dầu vào năm tới.

Theo cập nhật mới nhất, EIA đã cắt giảm dự báo giá nhiên liệu bay bình quân xuống 92 USD/thùng cho năm 2025. Mức này thấp hơn 15% so với mức bình quân 108 USD/thùng trước đó. Điều này sẽ có lợi cho các hãng hàng không vì chi phí nhiên liệu chiếm lần lượt 33% và 41% chi phí hoạt động của HVN và VJC trong 9 tháng đầu năm 2024.

Giá nhiên liệu bay giảm cùng với tình trạng thiếu hụt tàu bay như đã đề cập ở trên sẽ cho phép các hãng hàng không mở rộng tỷ suất lợi nhuận trong năm 2025. Mặc dù HSC dự kiến các hãng hàng không có thể sẽ giảm giá vé để hỗ trợ nhu cầu trong bối cảnh giá nhiên liệu bay giảm, nhưng chúng tôi tin rằng mức giảm giá vé sẽ thấp hơn so với mức giảm chi phí nhiên liệu bay do tình trạng thiếu hụt tàu bay sẽ tiếp tục kéo dài trong năm 2025. Dựa trên phân tích này, chúng tôi tin rằng tỷ suất lợi nhuận của các hãng hàng không sẽ cải thiện trong năm 2025.

Biểu đồ 22: Lợi suất hành khách và giá dầu, HVN & VJC

Giá dầu giảm cho phép các hãng hàng không giảm giá vé giúp thúc đẩy nhu cầu đi lại trong nước



Nguồn: HVN, VJC, HSC

Dự báo lợi nhuận mới

HSC tăng dự báo lợi nhuận cho các hãng hàng không trong danh sách khuyến nghị dựa trên việc giảm 15% giá định về giá nhiên liệu bay trong năm tới; chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của các hãng hàng không sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2024 và tăng trưởng ổn định trong năm 2025-2026. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo với các công ty dịch vụ hàng không/cảng hàng không (ACV/SCS) do KQKD của các công ty này sát với dự báo của HSC và không thấy có thay đổi nào về các yếu tố cơ bản trong tương lai.

Các hãng hàng không: Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận

HSC nâng dự báo lợi nhuận của hai hãng hàng không trong danh sách khuyến nghị, HVN và VJC, nhờ giảm giá định giá nhiên liệu bay.

- **HVN:** HSC duy trì dự báo cho năm 2024 nhưng tăng lần lượt 27% và 22% dự báo cho năm 2025-2026. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 7,2 nghìn tỷ đồng (so với lỗ 5,9 nghìn tỷ đồng năm 2023) và LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 4,5 nghìn tỷ đồng (so với lỗ HĐKD cốt lõi là 4,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2023). Các khoản lợi nhuận không thường xuyên trong năm 2024 chủ yếu là lợi nhuận từ việc tái cấu trúc công ty con, JPA (Pacific Airlines, HVN sở hữu 98% cổ phần).
- Cho năm 2025-2026, HSC dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt lần lượt 5,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và 5,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6%) LNTT từ HĐKD cốt lõi bình quân 3 năm của HVN trong giai đoạn 2024-2026 ước tính đạt 5,1 nghìn tỷ đồng so với mức bình quân 3,2 nghìn tỷ đồng trong ba năm trước COVID (giai đoạn 2017-2019).
- **VJC:** HSC tăng bình quân 11% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Việc tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2024 là do tăng dự báo lợi nhuận từ giao dịch tàu bay, trong khi việc tăng dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 là do giảm giá định giá nhiên liệu bay.

Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh cho năm 2024 đạt 1,99 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 763%) và tăng trưởng lần lượt 15% và 9% cho năm 2025-2026 đạt 2,3 nghìn tỷ đồng và 2,5 nghìn tỷ đồng.

Bảng 23: Điều chỉnh dự báo, HVN

Chúng tôi duy trì dự báo năm 2024 nhưng nâng dự báo năm 2025/2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Tăng trưởng	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024					
Doanh thu thuần	104,257	14%	104,257	0%	14%
Lợi nhuận thuần	7,161	Đảo chiều	7,161	0%	Đảo chiều
LNTT cốt lõi	4,492	Đảo chiều	4,492	0%	Đảo chiều
2025					
Doanh thu thuần	114,904	10%	106,287	-7%	2%
Lợi nhuận thuần	3,071	-57%	3,871	26%	-46%
LNTT cốt lõi	4,157	-7%	5,288	27%	18%
2026					
Doanh thu thuần	121,751	6%	111,292	-9%	5%
Lợi nhuận thuần	3,479	13%	4,123	19%	7%
LNTT cốt lõi	4,582	10%	5,587	22%	6%

Nguồn: HSC

Bảng 24: Điều chỉnh dự báo, VJC

HSC nâng bình quân 11% dự báo lợi nhuận của VJC giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Tăng trưởng	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024					
Doanh thu thuần	77,428	33%	78,146	1%	34%
Lợi nhuận thuần	1,774	668%	1,990	12%	763%
2025					
Doanh thu thuần	91,801	19%	87,295	-5%	12%
Lợi nhuận thuần	1,987	12%	2,293	15%	15%
2026					
Doanh thu thuần	120,625	31%	113,836	-6%	30%
Lợi nhuận thuần	2,357	19%	2,505	6%	9%

Nguồn: HSC

Duy trì dự báo lợi nhuận đối với ACV và SCS

HSC giữ nguyên dự báo cho ACV và SCS, vì KQKD 9 tháng đầu năm 2024 của 2 công ty này sát với dự báo của chúng tôi và chúng tôi không nhận thấy các yếu tố cơ bản có sự thay đổi đáng kể nào. Cụ thể như sau:

- ACV Cho năm 2024, lợi nhuận thuần và lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi dự báo đạt lần lượt 9,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33%) và 10,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%). Cho năm 2025-2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 17% và 9%.
- SCS: HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 171 tỷ đồng (tăng trưởng 44%). Cho năm 2025 và 2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 4% và 13%, đạt lần lượt 742 tỷ đồng và 835 tỷ đồng. Tốc độ tăng trưởng một con số của lợi nhuận thuần trong năm 2025 chủ yếu là do thuế TNDN tăng lên mức 20% từ mức 10% hiện tại.

Bảng 25: Duy trì dự báo lợi nhuận , ACV

Chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận của ACV

Tỷ đồng	Giá trị	Tăng trưởng
2024		
Doanh thu thuần	22,232	13%
Lợi nhuận thuần	9,722	33%
Lợi nhuận thuần cốt lõi	10,140	18%
2025		
Doanh thu thuần	25,254	14%
Lợi nhuận thuần	11,377	17%
Lợi nhuận thuần cốt lõi	11,377	12%
2026		
Doanh thu thuần	28,315	12%
Lợi nhuận thuần	12,386	9%
Lợi nhuận thuần cốt lõi	12,386	9%

Nguồn: HSC
Bảng 26: Duy trì dự báo lợi nhuận, SCS

Duy trì dự báo lợi nhuận của SCS

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1,011	1,146	1,285
Tăng trưởng	43.4%	13.4%	12.1%
Lợi nhuận thuần	717	742	835
Tăng trưởng	43.9%	3.5%	12.5%

Nguồn:

Định giá và khuyến nghị

Lựa chọn hàng đầu của HSC trong ngành Hàng không là HVN và ACV, cả hai đều được khuyến nghị Mua vào. Chúng tôi ưa thích HVN và ACV nhờ định giá hấp dẫn và câu chuyện lợi nhuận phục hồi. Chúng tôi tăng 22% giá mục tiêu đối với HVN lên 34.500đ (tiềm năng tăng giá 24%), tăng 14% giá mục tiêu đối với ACV lên 156.700đ (tiềm năng tăng giá 25%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 và đưa ra các giả định định giá mới khác. Trong khi đó, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với SCS với giá mục tiêu 85.000đ và khuyến nghị Nắm giữ đối với VJC với giá mục tiêu 105.000đ.

HVN và ACV là lựa chọn ưa thích của HSC

Đối với tất cả các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị, HSC chuyển thời điểm định giá từ giữa năm 2025 sang cuối năm 2025, và giảm giả định phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% (từ 8,5% trước đó) trong mô hình DCF. Những thay đổi trong giá mục tiêu của chúng tôi như sau:

Bảng 27: Khuyến nghị và giá mục tiêu mới, các công ty ngành hàng không HSC khuyến nghị

Hạ giá mục tiêu của ACV, HVN và VJC trong khi duy trì giá mục tiêu của 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	136,600	156,700	14%
HVN	Mua vào	Mua vào	27,000	34,500	28%
SCS	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	84,000	85,000	1%
VJC	Nắm giữ	Nắm giữ	102,300	105,000	3%

Nguồn: HSC

ACV: HSC tăng 14% giá mục tiêu của ACV lên 156.700đ (từ 137.700đ) do chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 và giảm giả định phần bù rủi ro vốn CSH. 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.

HVN: HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 28% giá mục tiêu lên 34.500đ nhờ nâng dự báo lợi nhuận, chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 và giảm giả định phần bù rủi ro vốn CSH. 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 mức trước đại dịch. HVN đang có định giá hấp dẫn với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,4 lần, thấp hơn so với mức trước đại dịch là 4,1 lần.

SCS: HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và tăng giá mục tiêu lên 85.000đ từ 84.000đ do chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 và thay đầu các giả định định giá. 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, bằng CĐKT và dòng tiền vững chắc, không có nợ, cùng với lợi suất cổ tức cao.

VJC: HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với VJC với giá mục tiêu mới là 105.000đ (tăng từ 102.300đ trước đó). VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm ở mức 4,6 lần so với mức 5,2 lần trước đại dịch nhưng lợi nhuận của hãng trong giai đoạn 2024-2026 dự báo sẽ tiếp tục thấp hơn mức trước đại dịch do chi phí lãi vay tăng lên để tài trợ cho các đơn đặt hàng tàu bay lớn. Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, cổ phiếu đang ở mức giá trị hợp lý.

Mua vào (giữ nguyên)

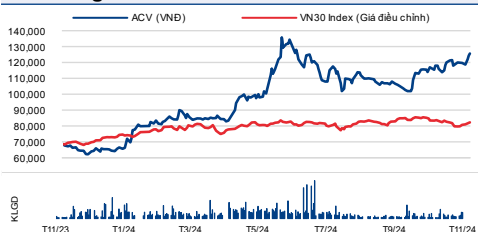
Giá mục tiêu: VNĐ156,700 (từ VNĐ137,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 24.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024)	125,700
Mã Bloomberg	ACV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	61,500-135,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	122,120
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	273,671
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	10,797
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	3.68%
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	6.53	14.5	83.2
So với chỉ số	8.52	15.8	52.8
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	4,020	4,638	(13.3)
2025F	4,699	5,730	(18.0)
2026F	5,114	6,786	(24.6)

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

Duy trì khuyến nghị Mua vào nhờ triển vọng dài hạn mạnh mẽ

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 14% giá mục tiêu lên 156.700đ (tiềm năng tăng giá 25%) do lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2025 và thay đổi các giả định định giá.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2024-2026 với lợi nhuận thuần năm 2024 tăng trưởng 33% đạt 9,7 nghìn tỷ đồng nhờ cơ cấu doanh thu hiệu quả hơn (số lượng khách quốc tế tăng trưởng mạnh mẽ). Cho năm 2025 và 2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 17% và 9%, đạt lần lượt 11,4 nghìn tỷ đồng và 12,4 nghìn tỷ đồng.
- ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25,9 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 25,6 lần nhưng HSC tin rằng ACV xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng dài hạn tích cực.

Sự kiện: Chuyển thời điểm định sang cuối năm 2025

KQKD Q3/2024 của ACV sát với dự báo của HSC với doanh thu thuần đạt 5,65 nghìn tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần (không bao gồm tài sản khu vực) giảm 18% so với cùng kỳ xuống 1,98 nghìn tỷ đồng. Doanh thu tăng là nhờ cơ cấu doanh thu hiệu quả hơn với sự gia tăng mạnh mẽ của nhu cầu quốc tế bất chấp nhu cầu nội địa giảm xuống. Trong khi đó, lợi nhuận thuần giảm là do lỗ tỷ giá tăng khi VND mất giá so với JPY. Nếu không tính các khoản mục không thường xuyên này trong kỳ, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi đạt 2,65 nghìn tỷ đồng (tăng 2% so với cùng kỳ và tăng 6% so với quý trước).

Do các KQKD sát với dự báo của HSC, chúng tôi duy trì dự báo cho giai đoạn 2024-2026 nhưng tăng 14% giá mục tiêu sau khi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 và điều chỉnh các giả định đầu vào.

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC duy trì dự báo cho năm 2024 với lợi nhuận thuần đạt 9,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33%) và lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi (không tính lỗ tỷ giá và trích lập dự phòng) đạt 10,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%). Theo đó, lợi nhuận thuần Q4/2024 dự báo đạt 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng 73% so với cùng kỳ và 15% so với quý trước) và lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi đạt 2,5 nghìn tỷ đồng (tăng 27% so với cùng kỳ). Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ sẽ được thúc đẩy bởi nhu cầu quốc tế tốt hơn và dự phòng các khoản phải thu quá hạn của các hãng hàng không giảm xuống. Chúng tôi giả định rằng ACV sẽ trích lập dự phòng 150 tỷ đồng trong Q4/2024, giảm mạnh so với mức 1.100 tỷ đồng trong Q4/2023.

Cho năm 2025-2026, HSC cũng duy trì dự báo với lợi nhuận thuần đạt lần lượt 11,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 17%) và 12,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 9%). Nhu cầu trong nước tốt hơn cùng với sự phục hồi liên tục của thị trường quốc tế và việc đưa Nhà ga T3 tại TIA vào hoạt động, sẽ là những động lực chính giúp lợi nhuận tăng trưởng.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 14% giá mục tiêu lên 156.700đ, chủ yếu do chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025) và thay đổi các giả định đầu vào. ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25,9 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 25,4 lần nhưng HSC tin rằng ACV xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng tích cực. Ngoài ra, ACV đang giao dịch thấp hơn nhiều so với mức 30,6 lần trước đại dịch.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	6,984	10,592	14,795	17,258	19,353
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	6,338	7,319	9,737	11,383	12,388
EPS ĐC (đồng)	2,616	3,022	4,020	4,699	5,114
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	20,100	23,177	27,197	31,897	37,011
EV/EBITDA ĐC (lần)	36.1	24.1	17.5	16.8	17.0
P/E ĐC (lần)	48.0	41.6	31.3	26.7	24.6
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	6.25	5.42	4.62	3.94	3.40
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,087	15.5	33.0	16.9	8.83
ROAE (%)	15.6	15.5	17.8	17.7	16.5

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

Nhà ga T3 của TIA mang lại triển vọng tích cực cho năm 2025-2026

Trong ngắn hạn, triển vọng lợi nhuận Q4/2024 tích cực (tăng 73% so với cùng kỳ) và khả năng chi trả cổ tức bằng cổ phiếu trong nửa đầu năm 2025 sẽ giúp cải thiện thanh khoản của cổ phiếu. Trong dài hạn, ACV vẫn là lựa chọn hàng đầu của HSC nhờ vị thế độc quyền, định giá hấp dẫn và triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ từ Nhà ga T3 của TIA và Giai đoạn 1 của dự án LTIA. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACV với giá mục tiêu 156.700đ (tiềm năng tăng giá 25%).

Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC duy trì dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 vì KQKD 9 tháng đầu năm 2024 sát với dự báo của chúng tôi. Chi tiết về dự báo được trình bày trong Bảng 28-29:

Bảng 28: Ước tính lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, ACV

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 19% trong giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Giá trị	Tăng trưởng
2024		
Doanh thu thuần	22,232	13%
Lợi nhuận thuần	9,722	33%
Lợi nhuận cốt lõi	10,140	18%
2025		
Doanh thu thuần	25,254	14%
Lợi nhuận thuần	11,377	17%
Lợi nhuận cốt lõi	11,377	12%
2026		
Doanh thu thuần	28,315	12%
Lợi nhuận thuần	12,386	9%
Lợi nhuận cốt lõi	12,386	9%

Nguồn: HSC

Bảng 29: Giả định số lượng hành khách, ACV

HSC dự báo lưu lượng hàng không nội địa tăng trưởng tích cực, bên cạnh đó công suất nhà ga số 3 của TIA tăng và giá vé giảm

Triệu lượt khách	2024F	2025F	2026F
Hành khách quốc tế (bao gồm DAD & CXR)	41.1	47.5	53.5
Hành khách nội địa	67.8	74.6	79.8
Tổng số lượng hành khách	108.9	122.1	133.3
Tăng trưởng			
Hành khách quốc tế (bao gồm DAD & CXR)	26.1%	15.6%	12.6%
Hành khách nội địa	-15.7%	10.0%	7.0%
Tổng số lượng hành khách	-3.6%	12.1%	9.2%
% so với 2019			
Hành khách quốc tế (bao gồm DAD & CXR)	-1.6%	13.7%	28.1%
Hành khách nội địa	-9.1%	0.0%	7.0%
Tổng số lượng hành khách	-6.4%	4.9%	14.6%

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

Dự báo lợi nhuận cho năm 2024

HSC giữ nguyên dự báo cho năm 2024 với lợi nhuận thuần đạt 9,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33%), trong đó lợi nhuận HĐKD cốt lõi đạt 10,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%). Động lực tăng trưởng lợi nhuận chính là sự gia tăng mạnh mẽ về nhu cầu quốc tế (tăng 26%) trong khi nhu cầu trong nước dự báo sẽ giảm 16% so với năm 2023. Tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện lên mức 64,1% (so với 59,5% trong năm 2023) nhờ cơ cấu doanh thu hiệu quả hơn, phí dịch vụ đối với hành khách quốc tế cao hơn nhiều so với hành khách trong nước.

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần Q4/2024 ước tính đạt 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng 73% so với cùng kỳ và tăng 15% so với quý trước). Mức tăng mạnh mẽ so với cùng kỳ chủ yếu được thúc đẩy bởi nhu cầu quốc tế tốt hơn và dự phòng các khoản phải thu từ các hãng hàng không giảm xuống, không giống như Q4/2023 khi ACV phải trích lập dự phòng 1,1 nghìn tỷ đồng. Trong 9 tháng đầu năm 2024, ACV chỉ trích lập dự phòng 224 tỷ đồng (giảm 83% so với cùng kỳ) nhờ tình hình tài chính của các hãng hàng không được cải thiện. Trong Q4/2024, HSC giả định ACV sẽ trích lập dự phòng 150 tỷ đồng (giảm 86% so với cùng kỳ), theo đó, tổng dự phòng năm 2024 là 375 tỷ đồng (giảm 84% so với cùng kỳ).

Rủi ro đối với dự báo năm 2024 của chúng tôi sẽ đến từ tỷ giá JPY/VND vì hiện tại chúng tôi không dự báo lãi/lỗ tỷ giá trong Q4/2024. HSC hiện giả định lỗ tỷ giá thuần năm 2024 sẽ là 243 tỷ đồng, tương đương với mức trong 9 tháng đầu năm 2024.

Nếu không tính các khoản mục không thường xuyên này, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi trong Q4/2024 đạt 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng 27% so với cùng kỳ nhưng giảm 3% so với quý trước). Mức tăng trưởng mạnh mẽ so với cùng kỳ chủ yếu nhờ nhu cầu quốc tế tốt hơn trong khi mức giảm nhẹ so với quý trước là do yếu tố mùa vụ.

Dự báo lợi nhuận năm 2025

Cho năm 2025, lợi nhuận thuần dự báo đạt 11,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 17%). Các động lực chính sẽ là lượng hành khách quốc tế và trong nước tăng trưởng lần lượt 16% và 10%. Ngoài ra, HSC kỳ vọng ACV sẽ không trích lập dự phòng các khoản phải thu quá hạn của các hãng hàng không từ năm 2025 nhờ các hãng hàng không này đạt KQKD tích cực hơn. Điều này cũng sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận.

Dự báo lợi nhuận năm 2026

HSC kỳ vọng tổng lượng hành khách năm 2026 sẽ tăng trưởng 9,2% nhờ lượng hành khách quốc tế và trong nước tăng trưởng lần lượt 13% và 7%. Lợi nhuận thuần dự báo đạt 12,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 9%) và doanh thu thuần đạt 28,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12%). Mức tăng trưởng của lợi nhuận thuần thấp hơn so với mức tăng trưởng của doanh thu thuần chủ yếu là do giảm giả định doanh thu HĐ tài chính, vì ACV sẽ cần chi nhiều tiền mặt hơn cho các dự án đầu tư LTIA. Chúng tôi dự kiến khoản đầu tư ngắn hạn của ACV sẽ giảm xuống 4,8 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2026 so với mức 20,7 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2024.

Các nội dung khác

Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu

Bộ Giao thông vận tải đang đề xuất Thủ tướng Chính phủ cho phép ACV chi trả cổ tức bằng cổ phiếu từ lợi nhuận giữ lại của giai đoạn 2019-2022 trị giá 7,8 nghìn tỷ đồng nhằm tăng 36% vốn điều lệ lên 29,5 nghìn tỷ đồng. Theo pháp luật Việt Nam, các công ty nhà nước chỉ có thể chi trả cổ tức bằng tiền mặt nên phương án chi trả cổ tức bằng cổ phiếu cần được Chính phủ phê duyệt.

Bộ Tài chính đề xuất sửa đổi Thông tư 140/2020/NĐ-CP để cho phép ACV phát hành cổ phiếu mới từ lợi nhuận giữ lại. Thông tư sửa đổi sẽ được hoàn thiện sớm nhất vào tháng 12, cho phép ACV phát hành cổ phiếu mới trong nửa đầu năm 2025. Đây là điều đáng mừng đối với các cổ đông vì việc phát hành cổ phiếu mới sẽ giúp cải thiện thanh khoản cổ phiếu. Lưu ý, HSC chưa đưa việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu này vào mô hình dự báo do lộ trình chưa rõ ràng.

Cập nhật về việc hoàn tất cổ phần hóa

Vào ngày 13/11/2024, Tổng Thanh tra Chính phủ đã ban hành kết luận thanh tra về việc tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước (sắp xếp lại, cổ phần hóa và thoái vốn), bao gồm cả ACV.

Mặc dù ACV gặp phải một số sai phạm nhỏ nhưng chúng tôi coi việc hoàn thành thanh tra là một bước quan trọng để ACV hoàn tất quá trình cổ phần hóa. BLĐ dự kiến sẽ hoàn tất việc cổ phần hóa vào tháng 12 này hoặc nửa đầu năm 2025.

HSC cho rằng việc có lộ trình rõ ràng cho việc hoàn tất cổ phần hóa của ACV là một tín hiệu tích cực, vì đây là bước quan trọng để ACV có thể niêm yết trên HSX trong tương lai.

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACV và tăng giá mục tiêu lên 156.700đ (từ 137.700đ) sau khi chuyển thời điểm định sang cuối năm 2025 và thay đổi các giả định đầu vào. Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá ACV.

Chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro là 4,0%, tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3,0% nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% (từ 8,5% trước đó) và giảm beta xuống 0,7 lần (từ 0,9 lần trước đó). Theo đó, giả định WACC giảm xuống 9,0% từ 9,5% trước đó.

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

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	FY30
Thu nhập thuần	4,990	8,839	10,140	11,377	12,386	9,402	12,594	16,015	19,446
+ 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	2,344	2,113	1,700	1,368
- Thay đổi vốn lưu động	4,047	3,330	1,532	275	284	(495)	2,308	2,547	2,565
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(4,691)	(6,685)	(13,504)	(42,744)	(52,834)	(500)	(500)	(500)	(500)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	6,741	8,123	580	(28,376)	(37,166)	18,540	24,351	27,691	30,879

Nguồn: HSC

Bảng 31: Định giá, ACV

Giá mục tiêu mới theo tính toán của chúng tôi là 156.700đ

Tính toán WACC, ACV		Định giá DCF, ACV	
CAPM		Chỉ tiêu	Ngìn tỷ đồng
Lãi suất phi rủi ro	4.0	Giá trị hiện tại của dòng tiền	11.8
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5	Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	3.0%
Beta (lần)	0.7	Giá trị dài hạn sau năm 2030	345.0
Chi phí vốn CSH	9.5	Giá trị hợp lý của mảng kinh doanh cốt lõi	356.8
Tỷ trọng vốn CSH	85%	Cộng: Tiền mặt	4.8
Tỷ trọng nợ	15%	Cộng: Các khoản đầu tư ngắn hạn	15.2
WACC	9.0%	Tổng giá trị mảng kinh doanh cốt lõi	376.7
		Trừ: Nợ	35.5
		Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.1
		Giá trị hợp lý của vốn CSH	341.2
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,177.0
		Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	156.721

Nguồn: HSC

Bảng 32: Phân tích độ nhạy, 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%	158,162	144,641	132,771	122,271	112,919
	2.5%	173,070	157,420	143,825	131,909	121,382
	3.0%	190,869	172,489	156,721	143,047	131,080
	3.5%	212,490	190,526	171,960	156,065	142,307
	4.0%	239,312	212,501	190,246	171,483	155,453

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25,9 lần, hơi cao hơn so với bình quân 3 năm từ tháng 11/2021 ở mức 25,6 lần nhưng xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng dài hạn mạnh mẽ với dự án LTIA. Ngoài ra, P/E trượt dự phóng 1 năm của ACV thấp hơn so với mức 30,6 lần trước đại dịch trong khi lợi nhuận đã vượt qua mức trước đại dịch. ACV cũng đang có P/B trượt dự phóng 1 năm là 3,8 lần, so với bình quân từ tháng 1/2018 ở mức 4,1 lần và bình quân trước đại dịch ở mức 5,8 lần. Ngoài ra, so với các công ty cùng ngành, ACV đang có P/E, P/B và EV/EBITDA thấp hơn nhiều so với Cảng hàng không Thái Lan (AOT).

Biểu đồ 33: So sánh định giá với các công ty cùng ngành, ACV

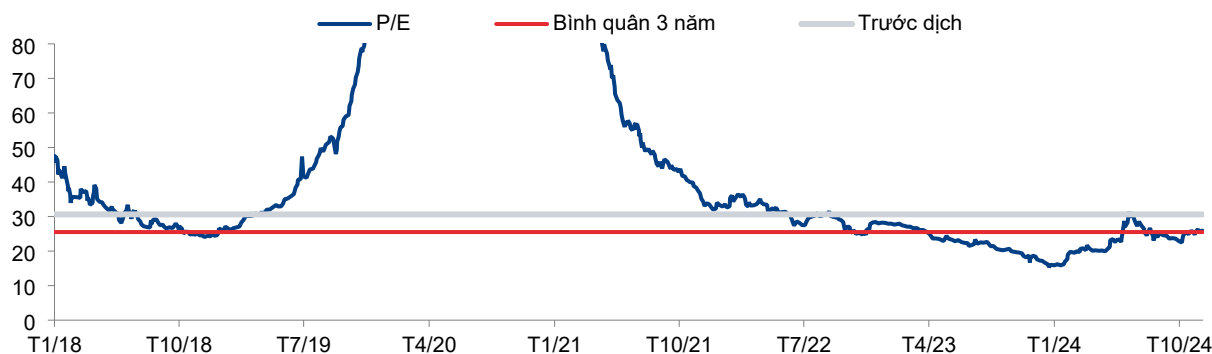
ACV hiện giao dịch ở mức chiết khấu sâu so với AOT

	2024 P/E	2024 EV/EBITDA	2024 P/B
ACV	26.5	16.5	4.4
AOT	36.0	19.8	6.2
ACV so với AOT	-26%	-17%	-29%

Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 34: P/E trượt dự phóng 1 năm, ACV

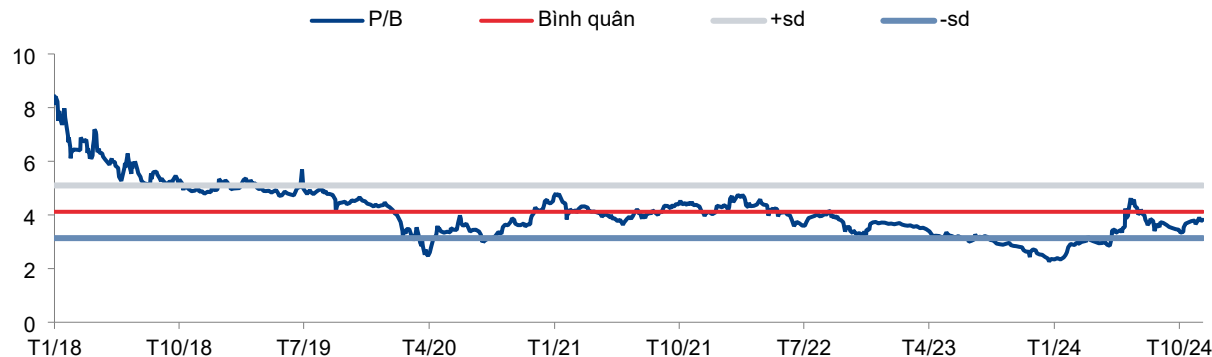
ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25,9 lần so với mức trước dịch là 30,6 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 35: P/B trượt dự phóng 1 năm, ACV

ACV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 3,8 lần, so với bình quân 7 năm là 4,1 lần và mức trước dịch là 5,8 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	22,232	25,254	28,315
Lợi nhuận gộp	6,517	11,923	14,246	16,223	18,229
Chi phí BH&QL	(1,871)	(3,695)	(1,797)	(1,615)	(1,811)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,645	8,228	12,450	14,608	16,418
Lãi vay thuần	4,037	2,091	1,003	978	588
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	179	275	396	453	531
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	112	26.0	28.9	32.8	36.8
LN TT	8,973	10,620	13,878	16,072	17,574
Chi phí thuế TNDN	(1,736)	(2,048)	(2,776)	(3,214)	(3,515)
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	9,737	11,383	12,388
Lợi nhuận thuần ĐC	5,696	6,578	8,751	10,231	11,134
EBITDA ĐC	6,984	10,592	14,795	17,258	19,353
EPS (đồng)	2,911	3,362	4,473	5,229	5,690
EPS ĐC (đồng)	2,616	3,022	4,020	4,699	5,114
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,177	2,177	2,177	2,177	2,177
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,177	2,177	2,177	2,177	2,177
Sig 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	4,751	4,769	2,611
Đầu tư ngắn hạn	30,498	25,896	20,676	15,152	4,814
Phải thu khách hàng	6,410	12,772	14,092	15,054	16,029
Hàng tồn kho	449	467	460	520	581
Các tài sản ngắn hạn khác	367	770	854	970	1,088
Tổng tài sản ngắn hạn	40,221	42,748	40,834	36,466	25,123
TSCĐ hữu hình	16,427	20,989	32,027	71,944	121,648
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	35,426	75,345	125,049
Tổng cộng tài sản	60,037	67,129	76,260	111,810	150,172
Nợ ngắn hạn	366	410	410	410	410
Phải trả người bán	909	1,187	1,169	1,322	1,476
Nợ ngắn hạn khác	2,413	3,186	3,140	3,525	3,914
Tổng nợ ngắn hạn	5,320	6,412	6,323	7,071	7,826
Nợ dài hạn	10,834	10,046	10,515	35,087	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	10,667	35,239	61,711
Tổng nợ phải trả	16,232	16,619	16,998	42,318	69,546
Vốn chủ sở hữu	43,758	50,457	59,208	69,439	80,573
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	59,261	69,492	80,626
Tổng nợ phải trả và VCSH	60,037	67,129	76,260	111,810	150,172
BVPS (đ)	20,100	23,177	27,197	31,897	37,011
Nợ thuần/(tiền mặt)	8,704	7,613	6,174	30,728	59,358

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	4,645	8,228	12,450	14,608	16,418
Khấu hao	(2,339)	(2,364)	(2,345)	(2,649)	(2,935)
Lãi vay thuần	4,037	2,091	1,003	978	588
Thuế TNDN đã nộp	(200)	(2,001)	(2,776)	(3,214)	(3,515)
Thay đổi vốn lưu động	(4,334)	(4,068)	1,592	2,334	6,738
Khác	881	2,379	(467)	404	489
LCT thuần từ HKKD	3,403	6,969	13,228	16,863	23,144
Đầu tư TS dài hạn	(4,982)	(12,894)	(13,536)	(42,744)	(52,834)
Góp vốn & đầu tư	(279)	(34.9)	1,747	1,326	1,061
Thanh lý	4,291	6,656	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(969)	(6,273)	(11,789)	(41,418)	(51,773)
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)	468	24,572	26,472
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(362)	(368)	468	24,572	26,472
Tiền & tương đương tiền đầu kì	573	2,497	2,844	4,751	4,769
LCT thuần trong kỳ	2,071	328	1,908	17.3	(2,157)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(147)	19.7	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,497	2,844	4,751	4,769	2,611
Dòng tiền tự do	(1,579)	(5,925)	(308)	(25,881)	(29,690)

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	64.1	64.2	64.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	50.6	52.9	66.5	68.3	68.3
Tỷ suất LNT (%)	45.9	36.5	43.8	45.1	43.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.3	19.3	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	191	45.1	11.0	13.6	12.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	1,533	51.7	39.7	16.6	12.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1,087	15.5	33.0	16.9	8.83
Tăng trưởng EPS (%)	1,221	15.5	33.0	16.9	8.83
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,087	15.5	33.0	16.9	8.83
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	17.8	17.7	16.5
ROACE (%)	8.76	14.3	19.1	16.7	13.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.24	0.32	0.31	0.27	0.22
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.73	0.85	1.06	1.15	1.41
Số ngày tồn kho	22.5	21.0	21.0	21.0	21.0
Số ngày phải thu	321	575	644	608	580
Số ngày phải trả	45.5	53.4	53.4	53.4	53.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	20.0	15.1	10.4	44.3	73.7
Nợ/tài sản (%)	18.7	15.6	14.3	31.8	41.3
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.61	0.99	0.74	2.06	3.20
Chỉ số TT hiện thời (lần)	7.56	6.67	6.46	5.16	3.21
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	18.2	12.8	11.7	11.5	11.6
EV/EBITDA ĐC (lần)	36.1	24.1	17.5	16.8	17.0
P/E (lần)	43.2	37.4	28.1	24.0	22.1
P/E ĐC (lần)	48.0	41.6	31.3	26.7	24.6
P/B (lần)	6.25	5.42	4.62	3.94	3.40
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

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

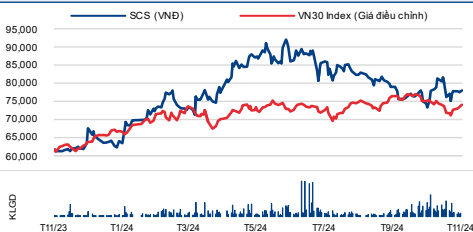
Giá mục tiêu: VNĐ85,000 (từ VNĐ84,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 9.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024)	78,000
Mã Bloomberg	SCS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	61,095-92,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	77,760
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	7,362
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	290
Slg CP lưu hành (tr.đv)	94.4
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	30.3
Slg CP NN được mua (tr.đv)	8.50
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	21.6%
Tỷ lệ freefloat	38.2%
Cổ đông lớn	Gemadept (35.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	6.41	(5.80)	26.3
So với chỉ số	8.40	(4.69)	5.30
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	6,649	6,646	0.1
2025F	6,892	6,922	(0.4)
2026F	7,803	7,815	(0.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Được thành lập từ tháng 4/2008, nhà ga hàng hóa hàng không của SCS bắt đầu hoạt động từ tháng 10/2010. Hiện SCS là một trong hai nhà ga hàng hóa duy nhất tại sân bay 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

Tỷ lệ cổ tức cao, duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và tăng nhẹ giá mục tiêu lên 85.000đ (tiềm năng tăng giá 9%) từ 84.000đ do chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 và thay đổi các giả định định giá.
- Chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Lợi nhuận thuần năm 2024 dự báo tăng trưởng 44% nhờ khách hàng mới, Qatar Airways. Cho năm 2025-2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 4% và 13%.
- HSC nâng tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức của SCS lên 90% từ 80% trước đó vì giả định SCS sẽ không tham gia vào liên doanh góp vốn cùng ACV để đầu tư vào nhà ga hàng hóa hàng không thứ nhất tại Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (LTIA). Theo đó, lợi suất cổ tức năm 2024 là 8,4%.

Sự kiện: Đánh giá sản lượng hàng hóa 10 tháng đầu năm 2024 và dự án cảng hàng không LTIA

Trong tháng 10, sản lượng hàng hóa của SCS vẫn duy trì ở mức cao, với sản lượng hàng hóa quốc tế tăng 46% so với cùng kỳ đạt 19.070 tấn (tăng 8% so với tháng trước) trong khi sản lượng hàng hóa trong nước tăng 7% so với cùng kỳ và 4% so với tháng trước lên 4.527 tấn. Nói chung, tổng sản lượng hàng hóa trong tháng 10 đạt 23.597 tấn (tăng 36% so với cùng kỳ); tính chung 10 tháng đầu năm 2024, tổng sản lượng hàng hóa đạt 217.895 tấn, tăng 42% so với cùng kỳ, sát với dự báo của HSC.

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giữ nguyên dự báo cho năm 2024 với lợi nhuận thuần đạt 717 tỷ đồng (tăng trưởng 44%) nhờ sản lượng hàng hóa qua cảng tăng mạnh. Cho năm 2025, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng nhẹ 4% (do thuế TNDN tăng lên 20% từ 10% trong năm nay) trong khi LNTT sẽ tăng trưởng ổn định 13%. Cho năm 2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 13% đạt 840 tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và tăng nhẹ giá mục tiêu lên 85.000đ (tiềm năng tăng giá 9%) từ 84.000đ. SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,3 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 13,4 lần.

Về nhà ga hàng hóa hàng không thứ nhất tại LTIA, hiện đã rõ ràng rằng SCS sẽ không tham gia vào liên doanh góp vốn cùng ACV để đầu tư vào nhà ga vì ACV sẽ tự đầu tư. Tuy nhiên, nhiều khả năng ACV sẽ thuê SCS vận hành nhà ga của mình.

Trong mô hình dự báo hiện tại, HSC giả định SCS sẽ không tham gia vào liên doanh góp vốn cùng ACV để đầu tư vào nhà ga nhưng chúng tôi cũng chưa tính đến khả năng SCS vận hành nhà ga hàng hóa hàng không cho ACV. Theo đó, một khi thỏa thuận hợp tác được ký kết, triển vọng lợi nhuận của công ty sẽ tốt hơn so với dự báo và tạo ra tiềm năng tăng giá mục tiêu so với mô hình của chúng tôi.

Chúng tôi vẫn ưa thích SCS nhờ các yếu tố cơ bản vững chắc, tình hình tài chính lành mạnh, không có nợ và lợi suất cổ tức cao. HSC nâng tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức của SCS lên 90% từ 80% trước đó vì hiện tại đã rõ ràng rằng SCS sẽ không cần phải tiết kiệm tiền mặt để đầu tư vào nhà ga hàng hóa hàng không thứ nhất tại LTIA. Do đó, lợi suất cổ tức cho năm 2024 sẽ là 7,7% ở thị giá hiện tại.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	740	612	857	964	1,080
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	646	498	717	742	835
EPS ĐC (đồng)	6,025	4,527	6,649	6,892	7,803
DPS (đồng)	6,000	5,000	6,000 ▲	6,203 ▲	7,023 ▲
BVPS (đồng)	15,271	14,185	14,964 ▼	15,611 ▼	16,397 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.66	10.3	7.15	6.22	5.41
P/E ĐC (lần)	12.9	17.2	11.7	11.3	10.00
Lợi suất cổ tức (%)	7.69	6.41	7.69	7.95	9.00
P/B (lần)	5.11	5.50	5.21	5.00	4.76
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(37.5)	(24.9)	46.9	3.65	13.2
ROAE (%)	48.2	35.9	52.0	51.2	55.0

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

Lợi suất cổ tức cao, duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và tăng nhẹ giá mục tiêu lên 85.000đ (tiềm năng tăng giá 9%) đồng thời giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2024-2026. Theo quan điểm của chúng tôi, SCS là lựa chọn tốt cho chiến lược đầu tư cổ tức với dòng tiền mạnh, khả năng quản trị doanh nghiệp hiệu quả và các yếu tố cơ bản vững chắc.

Sản lượng hàng hóa 10 tháng đầu năm 2024 tăng trưởng mạnh mẽ như dự báo

Sản lượng hàng hóa tháng 10 của SCS tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ lên 23.597 tấn (tăng 36% so với cùng kỳ). Trong đó, sản lượng hàng hóa quốc tế tăng 46% so với cùng kỳ đạt 19.070 tấn và sản lượng hàng hóa trong nước tăng 7% so với cùng kỳ đạt 4.527 tấn.

Tính chung 10 tháng đầu năm 2024, tổng sản lượng tăng 36% so với cùng kỳ nhờ sản lượng hàng hóa quốc tế tăng 50% đạt 166.578 tấn và sản lượng hàng hóa trong nước tăng 20% đạt 51.317 tấn.

Sản lượng hàng hóa tăng trưởng ấn tượng nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của toàn ngành như đã đề cập trong báo cáo ngành và sự đóng góp của 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.

Bảng 36: Sản lượng hàng hóa, SCS

7 tháng đầu năm 2024, sản lượng hàng hóa quốc tế tăng 51%svck và sản lượng hàng hóa trong nước tăng 23% so với cùng kỳ

Tấn	Quốc tế	Trong nước	Tổng
10T2023	111,033	42,726	153,759
10T2024	166,578	51,317	217,895
Tăng trưởng	50.03%	20.11%	41.71%

Nguồn: SCS

Cập nhật về nhà ga hàng hóa tại LTIA

Theo BLĐ, ACV sẽ đầu tư 100% vào nhà ga hàng hóa hàng không thứ nhất tại dự án LTIA, do đó SCS không có cơ hội hợp tác với ACV trong việc đầu tư. Điều này sẽ dẫn đến khả năng sản lượng hàng hóa của SCS giảm sau khi nhà ga mới tại LTIA đi vào hoạt động (từ cuối năm 2026).

Tuy nhiên, SCS vẫn có cơ hội vận hành nhà ga cho ACV và nhận phí nhượng quyền khai thác nhờ mối quan hệ chặt chẽ giữa hai bên (ACV sở hữu 14% cổ phần của SCS và SCS đang tư vấn cho ACV xây dựng nhà ga hàng hóa này).

Trong Báo cáo doanh nghiệp gần nhất, HSC đã lưu ý đến rủi ro là SCS sẽ không thể hợp tác với ACV để đầu tư vào nhà ga, nhưng chúng tôi cũng giả định rằng SCS sẽ không vận hành nhà ga cho ACV. Như vậy, nếu SCS có thể vận hành cho ACV, điều này có thể giúp tạo ra tiềm năng KQKD thực hiện và định giá cao hơn dự báo của HSC (cho giai đoạn sau năm 2026).

Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026...

Sản lượng hàng hóa 10 tháng đầu năm 2024 tăng trưởng mạnh mẽ nhưng sát với dự báo của HSC, theo đó, chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận. Cho năm 2024, lợi nhuận thuần dự báo đạt 717 tỷ đồng (tăng trưởng 44%) nhờ sản lượng hàng hóa qua cảng tăng mạnh và tỷ suất lợi nhuận tăng lên với sự đóng góp của khách hàng mới.

Cho năm 2025, lợi nhuận thuần dự báo chỉ tăng trưởng 4% đạt 742 tỷ đồng mặc dù LNTT vẫn tăng trưởng đáng kể 13%. Điều này là do thuế TNDN tăng lên mức 20% so với mức 10% trong năm 2024. Cho năm 2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng trở lại ở mức hai con số là 13% đạt 835 tỷ đồng. Những giả định chính của chúng tôi về sản lượng hàng hóa như sau.

Bảng 37: Duy trì dự báo giai đoạn 2024-2026, SCS

Chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	1,011	1,146	1,285
Tăng trưởng	43.4%	13.4%	12.1%
Lợi nhuận thuần	717	742	835
Tăng trưởng	43.9%	3.5%	12.5%

Nguồn: HSC

Bảng 38: Giả định, SCS

Chúng tôi dự báo tổng sản lượng hàng hóa trong năm sẽ cải thiện lần lượt 37%/12%/10%

	Quốc tế	Trong nước	Tổng
2024	200,000	63,000	263,000
Tăng trưởng	46%	20%	37%
2025	224,000	69,300	293,300
Tăng trưởng	12%	10%	12%
2026	248,640	74,151	322,791
Tăng trưởng	11%	7%	10%

Nguồn: HSC

...và nâng giả định cổ tức

Vì hiện tại đã rõ ràng rằng SCS sẽ không đầu tư với ACV vào nhà ga hàng hóa hàng không, nhiều khả năng BLĐ sẽ trả mức cổ tức bằng tiền mặt cao hơn. HSC hiện giả định tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức cho giai đoạn 2024-2026 sẽ đạt 90% so với 80% trong dự báo trước đó. Theo đó, cổ tức bằng tiền mặt lần lượt là 6.500đ cho năm 2024, 6.200đ cho năm 2025 và 7.000đ cho năm 2026. Như vậy, theo thị giá hiện tại, lợi suất cổ tức bình quân là 8,2% cho giai đoạn 2024-2026. Đây là mức hấp dẫn theo quan điểm của chúng tôi.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với SCS và tăng giá mục tiêu lên 85.000đ (tiềm năng tăng giá 9%). HSC cũng lùi thời điểm thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2025. Tiếp tục giả định lãi suất phi rủi ro là 4,0% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0%. Giảm phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% từ 8,5% trước đó, giảm hệ số beta xuống 0,7 lần từ 0,9 lần trước đó (theo cập nhật của Bloomberg). Giả định WACC giảm xuống 9,3% từ 10,7% trước đó.

Bảng 39: Định giá FCFF, SCS

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	484	766	859	968	609	588	422	452
Thuế	70	103	186	209	137	131	96	100
Cộng: khấu hao	44	37	37	37	37	37	37	37
Trừ: vốn đầu tư TSCĐ	(22)	(7)	(7)	(7)	(8)	(8)	(8)	(8)
Trừ: thay đổi vốn lưu động	(12)	51	3	8	(137)	(33)	(77)	(17)
UFCF	423	744	720	812	379	466	289	373

Nguồn: HSC

Bảng 40: Định giá, SCS

Giá mục tiêu mới theo tính toán của chúng tôi là 85.000đ

Tính toán WACC		Tính toán DCF (Tỷ đồng)	Đơn vị	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	2,946,277
Beta	0.7	Giá trị hiện tại của dòng tiền	Tỷ đồng	3,713,280
Chi phí vốn CSH	9.3%	Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	6,659,556
Tỷ trọng vốn CSH	100.0%	Cộng: Các khoản đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	1,405,404
Tỷ trọng nợ	0.0%	Trừ: tổng nợ	Tỷ đồng	0
WACC	9.3%	Lợi ích cổ đông thiểu số	Tỷ đồng	0
		Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	8,064,960
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu cp	94.9
		Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng/cp	84,995

Nguồn: HSC

Bảng 41: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, SCS

	Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
		0%	1.00%	2%	3%	4%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	94,779	94,779	94,779	94,779	94,779
	3.5%	89,523	89,523	89,523	89,523	89,523
	4.0%	84,995	84,995	84,995	84,995	84,995
	4.5%	81,057	81,057	81,057	81,057	81,057
	5.0%	77,599	77,599	77,599	77,599	77,599

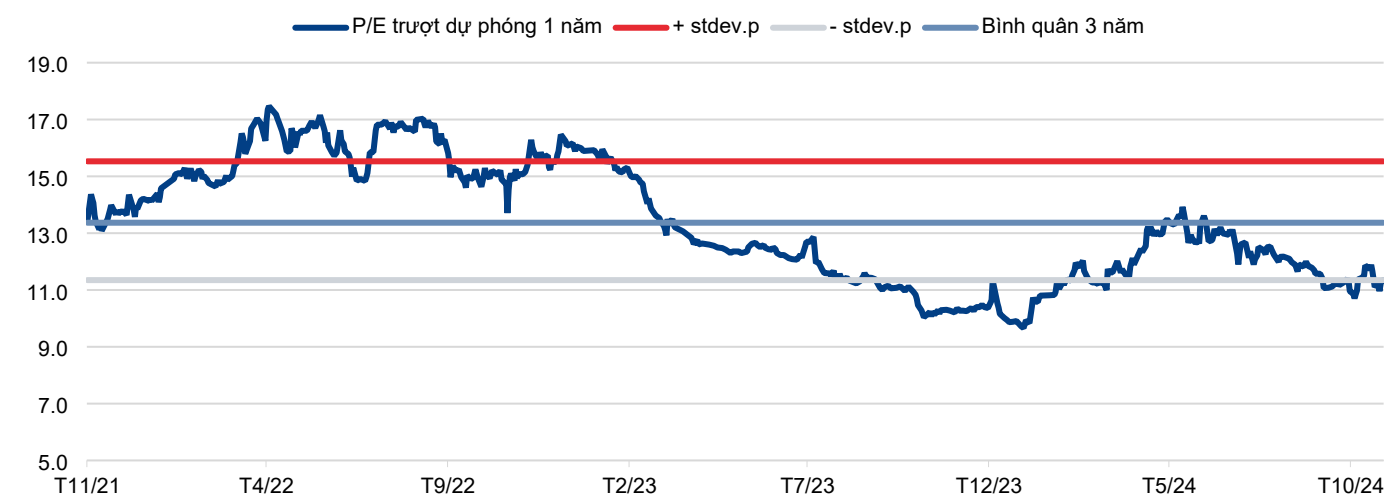
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

SCS đang có định giá hấp dẫn với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,3 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 13,4 lần.

Biểu đồ 42: P/E trượt dự phóng 1 năm, SCS

SCS hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,3 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 13,4 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	851	705	1,011	1,146	1,285
Lợi nhuận gộp	698	535	833	935	1,054
Chi phí BH&QL	(56.9)	(51.7)	(67.6)	(76.6)	(85.9)
Thu nhập khác	(3.14)	(2.40)	(3.44)	(3.91)	(4.38)
Chi phí khác	0.46	0.36	0.52	0.59	0.66
EBIT	697	569	821	928	1,044
Lãi vay thuần	58.2	87.0	57.6	72.0	79.4
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	697	569	821	928	1,044
Chi phí thuế TNDN	(50.5)	(70.3)	(103)	(186)	(209)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	646	498	717	742	835
Lợi nhuận thuần ĐC	601	463	667	690	777
EBITDA ĐC	740	612	857	964	1,080
EPS (đồng)	6,507	4,897	7,179	7,440	8,419
EPS ĐC (đồng)	6,025	4,527	6,649	6,892	7,803
DPS (đồng)	6,000	5,000	6,000	6,203	7,023
Sig CP bình quân (triệu đv)	61.5	94.4	94.9	94.9	94.9
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	93.9	94.4	94.9	94.9	94.9
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	93.9	94.4	94.9	94.9	94.9

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	51.3	163	8.28	(27.3)	15.8
Đầu tư ngắn hạn	860	899	1,263	1,433	1,542
Phải thu khách hàng	85.3	96.2	133	153	170
Hàng tồn kho	0	0	0	0	0
Các tài sản ngắn hạn khác	3.83	4.32	6.19	7.02	7.87
Tổng tài sản ngắn hạn	1,000	1,163	1,410	1,566	1,736
TSCĐ hữu hình	391	356	327	297	268
TSCĐ vô hình	0.59	0.28	(0.03)	(0.34)	(0.65)
Bất động sản đầu tư	78.7	77.5	70.6	63.7	56.8
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	85.0	107	135	147	159
Tổng tài sản dài hạn	555	540	532	508	484
Tổng cộng tài sản	1,555	1,703	1,942	2,074	2,220
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phả trả người bán	3.55	12.1	17.4	19.7	22.1
Nợ ngắn hạn khác	96.9	319	458	519	582
Tổng nợ ngắn hạn	118	359	515	584	655
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	4.33	5.19	7.44	8.44	9.46
Tổng nợ dài hạn	4.33	5.19	7.44	8.44	9.46
Tổng nợ phải trả	122	364	522	592	664
Vốn chủ sở hữu	1,434	1,339	1,420	1,481	1,556
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,434	1,339	1,420	1,481	1,556
Tổng nợ phải trả và VCSH	1,556	1,703	1,942	2,074	2,220
BVPS (đ)	15,271	14,185	14,964	15,611	16,397
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(51.3)	(163)	(8.28)	27.3	(15.8)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	697	569	821	928	1,044
Khấu hao	(43.7)	(43.8)	(36.6)	(36.6)	(36.6)
Lãi vay thuần	58.2	87.0	57.6	72.0	79.4
Thuế TNDN đã nộp	(53.0)	(58.9)	(103)	(186)	(209)
Thay đổi vốn lưu động	(13.7)	14.1	77.8	29.9	35.0
Khác	(58.1)	(85.7)	1.87	0.83	0.85
LCT thuần từ HKKD	586	455	807	783	881
Đầu tư TS dài hạn	(34.3)	(21.6)	(6.83)	(7.39)	(7.46)
Góp vốn & đầu tư	(1,604)	(1,444)	(352)	(186)	(128)
Thanh lý	1,434	1,405	0	0	0
Khác	51.1	70.8	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(153)	10.3	(359)	(194)	(135)
Cổ tức trả cho CSH	(439)	(367)	(602)	(625)	(703)
Thu từ phát hành CP	0	13.0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	0	0	0	0	0
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(439)	(354)	(602)	(625)	(703)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	57.9	51.3	163	8.28	(27.3)
LCT thuần trong kỳ	(6.37)	112	(155)	(35.6)	43.1
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.21)	(0.30)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	51.3	163	8.28	(27.3)	15.8
Dòng tiền tự do	551	434	800	775	873

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	82.0	75.9	82.5	81.6	82.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	87.0	86.9	84.8	84.1	84.1
Tỷ suất LNT (%)	75.9	70.7	71.0	64.7	65.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	7.24	12.4	12.6	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	1.42	(17.2)	43.4	13.4	12.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	12.2	(17.3)	40.0	12.5	12.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	14.6	(22.9)	43.9	3.45	12.5
Tăng trưởng EPS (%)	(37.6)	(24.7)	46.6	3.63	13.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(37.5)	(24.9)	46.9	3.65	13.2
Tăng trưởng DPS (%)	100	(16.7)	20.0	3.38	13.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	92.2	102	83.6	83.4	83.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	48.2	35.9	52.0	51.2	55.0
ROACE (%)	51.8	40.9	59.2	63.6	68.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.57	0.43	0.55	0.57	0.60
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.84	0.80	0.98	0.84	0.84
Số ngày tồn kho	0	0	0	0	0
Số ngày phải thu	203	207	273	266	269
Số ngày phải trả	8.47	26.1	35.8	34.2	35.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(3.38)	(12.1)	(0.45)	1.98	(0.86)
Nợ/tài sản (%)	0.18	0.08	0.10	0.10	0.11
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Chỉ số TT hiện thời (lần)	8.51	3.24	2.74	2.68	2.65
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	7.53	8.94	6.07	5.23	4.55
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.66	10.3	7.15	6.22	5.41
P/E (lần)	12.0	15.9	10.9	10.5	9.26
P/E ĐC (lần)	12.9	17.2	11.7	11.3	10.00
P/B (lần)	5.11	5.50	5.21	5.00	4.76
Lợi suất cổ tức (%)	7.69	6.41	7.69	7.95	9.00

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

Năm giữ (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ105,000 (từ VNĐ102,300)

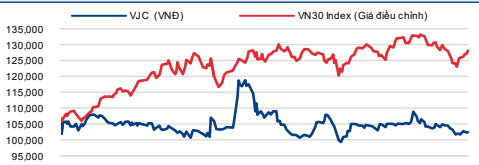
Tiềm năng tăng/giảm: 2.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024) 102,400

Mã Bloomberg	VJC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	99,300-118,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	102,600
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	55,460
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,188
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	(1.44)	(2.20)	(4.12)
So với chỉ số	0.40	(1.05)	(20.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,700	3,120	18.6
2025F	4,188	4,326	(3.2)
2026F	4,369	4,845	(9.8)

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; tăng 3% giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ và tăng giá mục tiêu lên 105.000đ (từ 102.000đ) do tăng dự báo, chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 và điều chỉnh các giả định định giá.
- Chúng tôi tăng 12% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 do tăng dự báo lợi nhuận từ mảng giao dịch tàu bay, đồng thời tăng lần lượt 15% và 6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 do giảm giả định giá nhiên liệu bay.
- VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,6 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 7,7 lần và bình quân trước COVID ở mức 5,2 lần. HSC cho rằng định giá này là hợp lý vì lợi nhuận của VJC vẫn chưa phục hồi về mức trước COVID.

Sự kiện: Đánh giá tình trạng thiếu hụt tàu bay và giá nhiên liệu bay

HSC dự báo tình trạng thiếu hụt tàu bay sẽ tiếp tục kéo dài trong năm 2025, hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận của các hãng hàng không. Trong khi đó, EIA ước tính giá nhiên liệu máy bay sẽ giảm 8% xuống 92 USD/thùng. Vì chi phí nhiên liệu bay chiếm khoảng 41% chi phí hoạt động của VJC, nên giá nhiên liệu bay giảm sẽ giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận trong năm tới.

Tác động: Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận

HSC tăng bình quân 12% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026. Cho năm 2024, chúng tôi tăng 12% dự báo lợi nhuận thuần lên 1,99 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 763%) nhờ tăng giả định lợi nhuận của mảng giao dịch tàu bay, vì lợi nhuận Q3/2024 của mảng này tốt hơn kỳ vọng.

Cho năm 2025 và 2026, chúng tôi tăng lần lượt 15% và 6% dự báo lợi nhuận thuần lên 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15%) và 2,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 9%) do tăng giả định tỷ suất lợi nhuận trước triển vọng tình trạng thiếu hụt tàu bay sẽ trầm trọng thêm và giá nhiên liệu bay giảm.

Theo đó, lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 bình quân đạt 2,3 nghìn tỷ đồng, vẫn thấp hơn mức trước COVID là 4,7 nghìn tỷ đồng (giai đoạn 2017-2019). Điều này chủ yếu là do chi phí lãi vay tăng khi VJC cần vay nhiều hơn để tài trợ cho các đơn đặt hàng tàu bay lớn.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với HVN nhưng tăng 3% giá mục tiêu lên 105.000đ (tiềm năng tăng giá 3%) chủ yếu do nâng dự báo.

VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,6 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 7,7 lần và bình quân trước COVID ở mức 5,2 lần. Tuy nhiên, HSC cho rằng giá hiện đã sát giá trị hợp lý vì lợi nhuận của VJC vẫn chưa phục hồi về mức trước đại dịch, trong khi tình hình tài chính của hãng đã bị ảnh hưởng đáng kể trong thời kỳ COVID. Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH dự báo sẽ tăng lên 148% tại thời điểm cuối năm 2026 so với mức chỉ 36% tại thời điểm cuối năm 2019.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(3,384)	(115)	4,450	5,226 ▲	5,678 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(2,262)	231	1,990 ▲	2,293 ▲	2,505 ▲
EPS ĐC (đồng)	(5,972)	411	3,700 ▲	4,188 ▲	4,369 ▲
DPS (đồng)	-	-	0	0	0
BVPS (đồng)	27,470	28,123	31,997	36,322	41,214
EV/EBITDA ĐC (lần)	(21.4)	(704)	18.4	15.7	15.7
P/E ĐC (lần)	N/a	249	27.7	24.5	23.4
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	0	0	0
P/B (lần)	3.73	3.64	3.20	2.82	2.48
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(2,010)	107	799	13.2	4.34
ROAE (%)	(14.3)	1.54	12.2	12.4	11.9

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

Duy trì khuyến nghị Nắm giữ trên cơ sở định giá

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ và tăng 3% giá mục tiêu lên 105.000đ (tiềm năng tăng giá 3%). Lợi nhuận của VJC đã phục hồi mạnh mẽ trong 9 tháng đầu năm 2024 nhờ cạnh tranh giảm khi các đối thủ yếu kém thu hẹp quy mô. Triển vọng lợi nhuận năm 2025-2026 vẫn tích cực do tình trạng thiếu hụt tàu bay vẫn kéo dài và giá nhiên liệu bay nhiều khả năng sẽ giảm so với mức của năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá hiện đã sát giá trị hợp lý.

Dự báo mới

HSC tăng bình quân 11% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026. Các thay đổi liên quan đến dự báo và giả định được trình bày ở các bảng sau đây.

Bảng 43: Điều chỉnh dự báo, VJC

HSC nâng bình quân 11% dự báo lợi nhuận của VJC giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Tăng trưởng	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024					
Doanh thu thuần	77,428	33%	78,146	1%	34%
Lợi nhuận thuần	1,774	1243%	1,990	12%	763%
2025					
Doanh thu thuần	91,801	19%	87,295	-5%	12%
Lợi nhuận thuần	1,987	12%	2,293	15%	15%
2026					
Doanh thu thuần	120,625	31%	113,836	-6%	30%
Lợi nhuận thuần	2,357	19%	2,505	6%	9%

Nguồn: HSC

Bảng 44: Điều chỉnh giả định, VJC

Chúng tôi hạ dự báo lợi suất hành khách và giả định chi phí đơn vị

Đơn vị					Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
ASK	Tỷ ghế-km	55,591	63,374	76,049	55,591	63,374	76,049	0%	0.0%	0.0%
	Tăng trưởng	16%	14%	20%	16%	14%	20%			
RPK	Tỷ khách-km	46,012	52,454	61,219	46,012	52,454	61,600	0%	0.0%	0.0%
	Tăng trưởng	19%	14%	17%	19%	14%	17%			
Hệ số sử dụng ghế		%	82.8%	82.8%	80.5%	82.8%	82.8%	81.0%	0%	0.0%
Tăng trưởng			+2.0ppts	+0.0ppts	-1.8ppts	+2.0ppts	+0.0ppts	-1.8ppts		
Lợi suất hành khách	Đồng/khách-km	1,245	1,270	1,270	1,245	1,183	1,159	0%	-6.9%	-8.7%
	Tăng trưởng		-0.6%	0.5%	0.0%	-0.6%	-5.0%	-2.0%		
Chi phí đơn vị	Đồng/ghế-km	1,070	1,056	1,039	1,070	976	944	0%	-7.6%	-9.1%
	Tăng trưởng		-2.1%	-2.1%	-1.7%	-2.1%	-8.9%	-3.2%		

Nguồn: HSC

- Công suất và nhu cầu:** HSC duy trì các giả định về công suất ghế luân chuyển (ASK) và khách luân chuyển (RPK). ASK dự báo tăng trưởng lần lượt 16%, 14%, 20% cho các năm 2024, 2025, 2026. RPK dự báo tăng trưởng lần lượt 19%, 14%, 17% cho các năm 2024, 2025, 2026. Chúng tôi cũng giữ nguyên giả định hệ số sử dụng ghế bình quân ở mức 82,2% trong giai đoạn 2024-2026, cao hơn so với mức 80,5% trong năm 2023.
- Lợi suất hành khách:** HSC giữ nguyên giả định lợi suất hành khách cho năm 2024 nhưng giảm bình quân 7,8% cho năm 2025-2026 vì chúng tôi dự kiến VJC sẽ giảm giá vé để hỗ trợ nhu cầu trong bối cảnh giá nhiên liệu bay giảm xuống. Cụ thể, cho năm 2025-2026, lợi suất hành khách dự báo giảm lần lượt 5,0% và 2,0%.
- Chi phí đơn vị:** HSC giảm bình quân 8,4% dự báo chi phí đơn vị cho năm 2025-2026, chủ yếu do giá nhiên liệu bay giảm. Chúng tôi áp dụng dự báo

mới nhất của EIA cho giá nhiên liệu máy bay năm 2025 là 92 USD/thùng, giảm so với dự báo trước đó và giảm 8% so với năm 2024. Cho năm 2026, HSC giả định giá nhiên liệu bay không đổi so với năm 2025. Chúng tôi hiện dự báo chi phí đơn vị sẽ giảm lần lượt 8,9% và 3,2% cho năm 2025-2026.

- **Lợi nhuận từ giao dịch tàu bay:** Cho năm 2024, HSC tăng 18% dự báo lợi nhuận mảng giao dịch tàu bay lên 1,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 196%) nhờ lợi nhuận của mảng này trong Q3/2024 tốt hơn dự kiến. Cho năm 2025-2026, chúng tôi giữ nguyên dự báo với lợi nhuận đạt lần lượt 351 tỷ đồng (giảm 74%) và 627 tỷ đồng (tăng trưởng 79%).
- **Dự báo khoản vay ngân hàng:** HSC dự báo tổng dư nợ vay ngân hàng của VJC sẽ ở mức 36,3 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2024 (tăng 18% so với năm 2023), cao hơn nhiều so với mức 11,8 nghìn tỷ đồng trước đại dịch. Cho năm 2025-2026, chúng tôi dự báo tổng dư nợ vay ngân hàng sẽ tiếp tục tăng lên lần lượt 38 nghìn tỷ đồng và 43,3 nghìn tỷ đồng. Điều này là do VJC cần vay nhiều hơn để tài trợ cho các đơn đặt hàng tàu bay lớn.

Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH của VJC sẽ đạt mức 148% vào cuối năm 2026 so với 36% vào cuối năm 2019 (trước đại dịch).

Theo đó, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 1,99 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 763%). Cho năm 2025, lợi nhuận thuần dự báo đạt 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15%), nhờ nhu cầu tăng lên, giá nhiên liệu bay giảm và tình trạng thiếu hụt tàu bay. Cho năm 2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 6% đạt 2,5 nghìn tỷ đồng nhờ nhu cầu tăng trưởng.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với VJC và tăng 3% giá mục tiêu lên 105.000đ (tiềm năng tăng giá 3%) chủ yếu do tăng dự báo.

Chúng tôi cũng chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025). Tiếp tục giả định lãi suất phi rủi ro là 4,0% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%. Ngoài ra, chúng tôi giảm phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% (từ 8,5% trước đó), giảm hệ số beta xuống 0,7 lần (từ 1,0 lần) và giảm tỷ trọng nợ xuống 43% (từ 60% trước đó). Theo đó, giả định WACC giảm xuống 9,5% từ 9,3% trước đó.

Chúng tôi trình bày các tính toán, giả định định giá và độ nhạy của giá mục tiêu trong các bảng sau đây.

Bảng 45: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VJC

Tỷ đồng	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	(529)	4,099	4,874	5,326	5,865	5,629	5,996	6,047
Thu nhập thuần – nợ vay	(903)	3,936	4,389	4,857	5,681	5,487	5,795	5,760
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)	(1,473)	1,574	(10,726)	(5,067)	(2,830)	1,922	3,338
UFCF	(9,825)	2,869	6,298	(5,534)	949	2,994	8,053	9,434

Nguồn: HSC

Bảng 46: Giá định & tính toán định giá, VJC

Giá mục tiêu theo mô hình định giá của HSC là 105.000đ

	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	7.5%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	70,192
Beta	0.7	Giá trị hiện tại của dòng tiền	Tỷ đồng	13,119
Chi phí vốn CSH	9.0%	Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	83,312
Tỷ trọng vốn CSH	57.0%	Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	11,533
Tỷ trọng nợ	43.0%	Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn	Tỷ đồng	(38,034)
WACC	9.5%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	56,834
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	543
		Giá trị của cổ phiếu	Đồng/cp	104,955

Nguồn: HSC

Bảng 47: 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		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	107,477	120,103	135,241	153,725	176,802
	3.5%	95,599	106,200	118,719	133,730	152,059
	4.0%	85,408	94,423	104,955	117,350	132,235
	4.5%	76,568	84,320	93,260	103,684	115,994
	5.0%	68,827	75,557	83,244	92,109	102,445

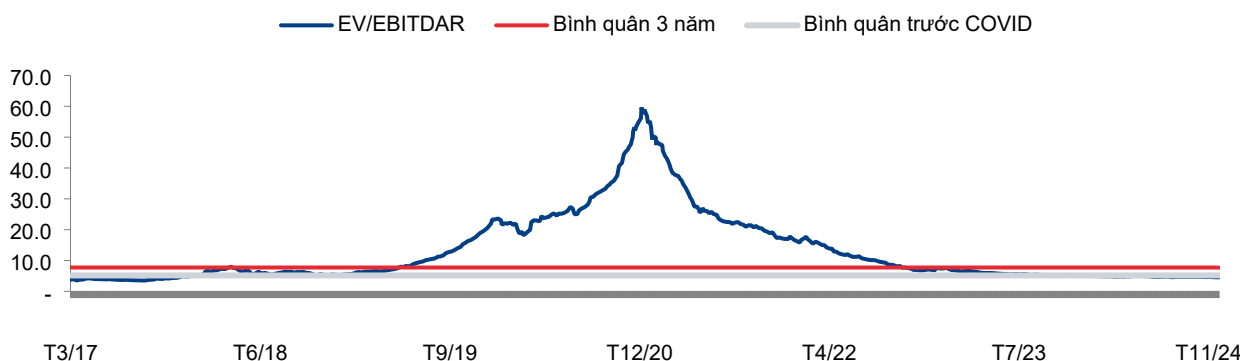
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,6 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 7,7 lần và bình quân trước COVID ở mức 5,2 lần. Tuy nhiên, do HSC dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 của VJC vẫn thấp hơn mức trước COVID và tình hình tài chính của hãng đã bị ảnh hưởng do COVID, nên chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang có giá trị hợp lý.

Biểu đồ 48: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm, VJC

VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,6 lần so với bình quân 3 năm là 7,7 lần và trước COVID ở mức 5,2 lần



Nguồn: HSC

Rủi ro bồi thường liên quan đến việc thuê 4 tàu 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 tàu bay Airbus từ năm 2018-2019. VJC hiện phải đối mặt với nguy cơ phải bồi thường cho bên cho thuê số tiền 270 triệu USD. Đây là số tiền mà chủ sở hữu tàu bay yêu cầu khi đệ đơn kiện.

Tuy nhiên, VJC đã kháng cáo và Tòa án Tối cao Anh hiện đang xem xét lại vụ việc. Kết luận chính thức dự kiến sẽ được đưa ra trong nửa đầu năm 2025. Ở giai đoạn

này, HSC chưa đưa việc bồi thường này vào mô hình dự báo và định giá do chưa xác định được khoản bồi thường và thời gian cụ thể.

Trong tình huống xấu nhất, khi VJC phải thanh toán toàn bộ số tiền 270 triệu USD (6.750 tỷ đồng) trên, điều này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận và dòng tiền của hãng. Giá trị vốn CSH của VJC sau khi trừ đi khoản bồi thường trên sẽ là 50,5 nghìn tỷ đồng và giá mục tiêu sẽ là 94.500đ (rủi ro giảm giá 9,5%). Tình huống này tiềm ẩn rủi ro cho dự báo lợi nhuận, khuyến nghị và giá mục tiêu hiện tại của HSC. Chúng tôi sẽ theo dõi chặt chẽ tiến độ vụ kiện để cập nhật mô hình dự báo.

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	78,146	87,295	113,836
Lợi nhuận gộp	(1,993)	2,521	7,724	8,741	9,808
Chi phí BH&QL	(1,471)	(3,049)	(3,625)	(3,866)	(4,482)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(3,464)	(529)	4,099	4,874	5,326
Lãi vay thuần	(237)	713	(2,283)	(2,473)	(2,842)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	1,052	422	337	376	490
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	(2,649)	606	2,153	2,778	2,974
Chi phí thuế TNDN	387	(375)	(163)	(485)	(469)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	(2,262)	231	1,990	2,293	2,505
Lợi nhuận thuần ĐC	(3,234)	223	2,004	2,268	2,367
EBITDA ĐC	(3,384)	(115)	4,450	5,226	5,678
EPS (đồng)	(4,176)	427	3,674	4,233	4,624
EPS ĐC (đồng)	(5,972)	411	3,700	4,188	4,369
DPS (đồng)	-	-	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	542	542	542	542	542
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	542	542	542	542	542
Sig 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	9,665	11,533	9,778
Đầu tư ngắn hạn	688	613	509	509	510
Phải thu khách hàng	29,730	34,243	35,623	30,137	35,177
Hàng tồn kho	983	703	942	1,052	1,372
Các tài sản ngắn hạn khác	329	246	290	324	422
Tổng tài sản ngắn hạn	33,587	40,857	47,028	43,555	47,260
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	43,883	46,189	53,651
Tổng tài sản dài hạn	34,449	46,068	48,036	50,000	57,119
Tổng cộng tài sản	68,037	86,925	95,064	93,555	104,378
Nợ ngắn hạn	8,550	13,554	15,629	17,459	22,767
Phả trả người bán	9,660	8,805	10,159	10,475	13,660
Nợ ngắn hạn khác	9,862	12,506	15,056	15,073	16,240
Tổng nợ ngắn hạn	30,417	38,861	44,572	46,299	55,822
Nợ dài hạn	10,310	17,257	20,634	20,575	20,515
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	0	0	0
Nợ dài hạn khác	69.1	1.62	2.18	2.43	3.17
Tổng nợ dài hạn	22,721	32,811	33,140	27,561	26,210
Tổng nợ phải trả	53,139	71,672	77,712	73,859	82,032
Vốn chủ sở hữu	14,878	15,232	17,330	19,672	22,322
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	17,352	19,696	22,347
Tổng nợ phải trả và VCSH	68,037	86,925	95,064	93,555	104,378
BVPS (đ)	27,470	28,123	31,997	36,322	41,214
Nợ thuần*/(tiền mặt)	17,001	25,760	26,599	26,501	33,504

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	(3,464)	(529)	4,099	4,874	5,326
Khấu hao	(79.7)	(413)	(351)	(352)	(352)
Lãi vay thuần	(237)	713	(2,283)	(2,473)	(2,842)
Thuế TNDN đã nộp	(140)	(3.51)	163	485	469
Thay đổi vốn lưu động	(2,505)	(9,828)	(6,229)	(1,825)	(12,727)
Khác	2,434	3,891	(4,091)	(7,199)	(2,433)
LCT thuần từ HKKD	(2,393)	(4,247)	(919)	86.8	(7,011)
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	5,453	1,770	5,248
Khác	0	(145)	1.06	0	0
LCT thuần từ HĐTC	3,480	8,412	5,454	1,770	5,248
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,868	1,858	5,051	9,665	11,533
LCT thuần trong kỳ	(31.6)	3,208	4,614	1,868	(1,754)
Ảnh hưởng của tỷ giá	21.6	(15.9)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,858	5,051	9,665	11,533	9,778
Dòng tiền tự do	(3,611)	(5,672)	(855)	78.1	(7,020)

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	9.88	10.0	8.62
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(8.43)	(0.20)	5.69	5.99	4.99
Tỷ suất LNT (%)	(5.63)	0.40	2.55	2.63	2.20
Thuế TNDN hiện hành (%)	14.6	61.8	7.57	17.5	15.8
Tăng trưởng doanh thu (%)	212	45.3	33.9	11.7	30.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(16.1)	96.6	3,955	17.4	8.65
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(2,010)	107	799	13.2	4.34
Tăng trưởng EPS (%)	(2,940)	110	760	15.2	9.25
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(2,010)	107	799	13.2	4.34
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	(14.3)	1.54	12.2	12.4	11.9
ROACE (%)	(9.39)	(1.23)	8.32	9.97	11.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.67	0.75	0.86	0.93	1.15
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.69	8.03	(0.22)	0.02	(1.32)
Số ngày tồn kho	8.51	4.60	4.88	4.89	4.82
Số ngày phải thu	258	224	185	140	123
Số ngày phải trả	83.7	57.6	52.7	48.7	47.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	128	192	172	148	160
Nợ/tài sản (%)	30.6	39.5	41.4	43.5	43.6
EBIT/lãi vay (lần)	(14.6)	N/a	1.80	1.97	1.87
Nợ/EBITDA (lần)	(6.16)	(298)	8.85	7.78	8.02
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.10	1.05	1.06	0.94	0.85
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.81	1.39	1.05	0.94	0.78
EV/EBITDA ĐC (lần)	(21.4)	(704)	18.4	15.7	15.7
P/E (lần)	N/a	240	27.9	24.2	22.1
P/E ĐC (lần)	N/a	249	27.7	24.5	23.4
P/B (lần)	3.73	3.64	3.20	2.82	2.48
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	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: VNĐ34,500 (từ VNĐ28,300)

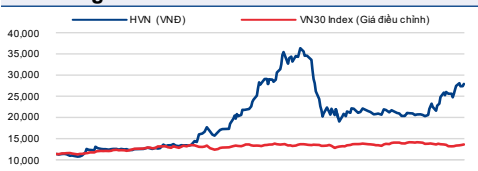
Tiềm năng tăng/giảm: 23.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024) 27,900

Mã Bloomberg	HVN VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,700-36,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	27,620
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	61,771
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,437
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	26.8	30.4	146
So với chỉ số	29.2	31.9	105
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2024F	3,234	3,276	(1.3)
2025F	1,748	1,387	26.0
2026F	1,862	1,571	18.5

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

Tình trạng thiếu hụt tàu bay vẫn tiếp diễn; tăng 22% giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HVN và tăng 22% giá mục tiêu lên 34.500đ (tiềm năng tăng giá 24%) nhờ tăng dự báo lợi nhuận, chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 và điều chỉnh các giả định định giá.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho năm 2024 nhưng tăng bình quân 25% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi cho năm 2025-2026 nhờ giảm giả định giá nhiên liệu bay và giả định tình trạng thiếu hụt máy bay sẽ còn trầm trọng hơn so với năm 2024.
- HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,3 lần, so với mức trước đại dịch là 4,1 lần, trong khi lợi nhuận của hãng được dự báo sẽ vượt mức trước đại dịch trong giai đoạn 2024-2026.

Sự kiện: Cập nhật tình trạng thiếu hụt tàu bay và giá nhiên liệu bay

HSC dự kiến tình trạng thiếu hụt tàu bay trong năm 2025 sẽ còn trầm trọng hơn so với năm 2024 do số lượng tàu bay tăng trưởng chậm hơn so với nhu cầu. Ngoài ra, EIA dự báo giá nhiên liệu bay sẽ giảm 8% so với năm 2024. Vì chi phí nhiên liệu bay chiếm 30-35% chi phí hoạt động của HVN nên giá nhiên liệu bay giảm sẽ giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận của hãng trong năm tới.

Tác động: Tăng 25% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026

HSC duy trì dự báo cho năm 2024 nhưng tăng lần lượt 27% và 22% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 nhờ giả định giá nhiên liệu bay giảm và tình trạng thiếu hụt tàu bay sẽ kéo dài, điều này giúp mở rộng tỷ suất lợi nhuận.

Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 7,2 nghìn tỷ đồng (so với lỗ 5,9 nghìn tỷ đồng năm 2023) và LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 4,5 nghìn tỷ đồng (so với lỗ HĐKD cốt lõi 4,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2023). Các khoản lợi nhuận không thường xuyên trong năm 2024 chủ yếu là lợi nhuận từ việc tái cấu trúc công ty con, JPA (Pacific Airlines, HVN sở hữu 98% cổ phần). Cho năm 2025-2026, HSC tăng bình quân 25% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi, đạt lần lượt 5,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và 5,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6%). LNTT từ HĐKD cốt lõi bình quân 3 năm của HVN trong giai đoạn 2024-2026 ước tính đạt 5,1 nghìn tỷ đồng so với mức bình quân 3,2 nghìn tỷ đồng trong ba năm trước COVID (giai đoạn 2017-2019).

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HVN và tăng giá mục tiêu lên 34.500đ (tiềm năng tăng giá 24%) nhờ tăng dự báo lợi nhuận, chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025) và điều chỉnh các giả định đầu vào trong mô hình DCF.

HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,2 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 3,0 lần và bình quân trước đại dịch ở mức 4,1 lần. Mức định giá cao hơn so với bình quân 3 năm là hợp lý nhờ lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ. Trong khi đó EV/EBITDAR thấp hơn so với mức trước đại dịch, đây là mức định giá hấp dẫn vì lợi nhuận của Công ty hiện dự báo sẽ vượt mức trước đại dịch.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(4,304)	3,399	10,766	11,575 ▲	11,592 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(11,298)	(5,930)	7,161	3,871 ▲	4,123 ▲
EPS ĐC (đồng)	(5,102)	(2,678)	3,234 ▲	1,748 ▲	1,862 ▲
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	(5,222)	(7,910)	(4,677)	(2,929) ▲	(1,067) ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	(20.5)	25.6	7.76	6.87	6.19
P/E ĐC (lần)	N/a	N/a	8.63	16.0	15.0
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	(5.34)	(3.53)	(5.97)	(9.53)	(26.1)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	36.1	47.5	221	(45.9)	6.53
ROAE (%)	224	40.8	(51.4)	(46.0)	(93.2)

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Thiếu hụt tàu bay ngày càng trầm trọng + giá nhiên liệu bay giảm = khuyến nghị Mua vào

HSC duy trì quan điểm tích cực và khuyến nghị Mua vào đối với HVN với giá mục tiêu 34.500đ (tiềm năng tăng giá 24%). Chúng tôi ưa thích HVN nhờ câu chuyện phục hồi mạnh mẽ, được hỗ trợ bởi (1) tình hình cạnh tranh giảm khi đối thủ thu hẹp hoạt động (trường hợp của BAV), (2) tái cấu trúc công ty con JPA do HĐKD không có lãi và (3) tình trạng thiếu hụt tàu bay của ngành, điều này giúp làm tăng lợi suất hành khách. HSC cho rằng HVN đang có mức định giá hấp dẫn và triển vọng của hãng đang khởi sắc hơn.

Dự báo lợi nhuận mới

HSC duy trì dự báo cho năm 2024 nhưng tăng 25% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi cho năm 2025-2026 nhờ giảm giả định về giá nhiên liệu bay. Các thay đổi liên quan đến dự báo và giả định được trình bày ở các bảng sau đây.

Bảng 49: Điều chỉnh dự báo, HVN

Chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận năm 2024 nhưng nâng dự báo năm 2025-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Tăng trưởng	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024					
Doanh thu thuần	104,257	14%	104,257	0%	14%
Lợi nhuận thuần	7,161	Đảo chiều	7,161	0%	Đảo chiều
LNTT cốt lõi	4,492	Đảo chiều	4,492	0%	Đảo chiều
2025					
Doanh thu thuần	114,904	10%	106,287	-7%	2%
Lợi nhuận thuần	3,071	-57%	3,871	26%	-46%
LNTT cốt lõi	4,157	-7%	5,288	27%	18%
2026					
Doanh thu thuần	121,751	6%	111,292	-9%	5%
Lợi nhuận thuần	3,479	13%	4,123	19%	7%
LNTT cốt lõi	4,582	10%	5,587	22%	6%

Nguồn: HSC

Bảng 50: Điều chỉnh giả định, HVN

Chúng tôi hạ ước tính chi phí đơn vị nhờ giá nhiên liệu bay giảm

Đơn vị		Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
ASK	Tỷ ghế-km	45,849	50,298	53,316	45,849	48,600	52,002	0%	-3.4%	-2.5%
		7.9%	9.0%	6.0%	7.9%	6.0%	7.0%			
RPK	Tỷ khách-km	36,735	40,192	42,603	36,735	39,026	41,562	0%	-2.9%	-2.4%
		10.6%	9.0%	6.0%	10.6%	6.2%	6.5%			
Hiệu suất sử dụng ghế	%	80.1%	79.9%	79.9%	80.1%	80.3%	79.9%	0%	0.4%	0.0%
		+2.8ppts	+0.0ppts	+0.0ppts	+2.8ppts	+0.2ppts	-0.2ppts			
Lợi suất hành khách	Đồng/khách-km	1,938	1,931	1,914	1,938	1,830	1,795	0%	-5.5%	-7.2%
		4.7%	-1.5%	-0.9%	4.7%	-5.5%	-2.0%			
Chi phí đơn vị	Đồng/ghế-km	1,690	1,710	1,711	1,690	1,600	1,570	0%	-6.5%	-8.3%
		0.4%	1.7%	0.0%	0.4%	-5.4%	-1.7%			

Nguồn: HSC

- Công suất và nhu cầu:** HSC giảm nhẹ lần lượt 3,4% và 2,5% dự báo công suất cho năm 2025-2026 do việc HVN cho ngừng hoạt động một số tàu bay có thể sẽ kéo dài hơn so với dự kiến. ASK năm 2025-2026 dự báo tăng trưởng lần lượt 6% và 7% so với mức tăng trưởng 8% trong năm 2024.

RPK năm 2025-2026 dự báo tăng trưởng lần lượt 6,2% và 6,5%, thấp hơn so với mức tăng trưởng 10,6% trong năm 2024, do nhu cầu quốc tế tăng trưởng chậm lại.

Hệ số sử dụng ghế dự báo đạt bình quân 80,1% trong giai đoạn 2024-2026, tăng so với năm 2023 ở mức 78,2% nhờ nhu cầu tăng và cạnh tranh giảm.

- **Lợi suất hành khách:** HSC giữ nguyên giả định về lợi suất hành khách cho năm 2024 nhưng giảm bình quân 6,4% cho năm 2025-2026. Lợi suất hành khách dự báo tăng trưởng 4,7% trong năm 2024 nhờ tình trạng thiếu hụt tàu bay và tăng trưởng nhu cầu quốc tế. Cho năm 2025-2026, chúng tôi giả định lợi suất hành khách sẽ giảm lần lượt 5,4% và 2,0% để hỗ trợ nhu cầu trong nước trong bối cảnh giá nhiên liệu bay giảm.
- **Chi phí đơn vị:** HSC giảm bình quân 7,4% dự báo chi phí đơn vị cho năm 2025-2026, chủ yếu do giảm giả định giá nhiên liệu bay. Chúng tôi áp dụng dự báo mới nhất của EIA cho giá nhiên liệu bay năm 2025 là 92 USD/thùng và giả định mức giá này sẽ không đổi cho năm 2026. Mức này thấp hơn 15% so với mức bình quân 108 USD/thùng trong dự báo trước đó.

Dự báo lợi nhuận năm 2024

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 của HAVN đạt 7,2 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 JPA và giao dịch tàu bay, LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2024 dự báo đạt 4,5 nghìn tỷ đồng so với lỗ từ HĐKD cốt lõi 4,3 nghìn tỷ đồng trong năm ngoài.

Cho Q4/2024, lợi nhuận thuần dự báo đạt 1,1 nghìn tỷ đồng so với lỗ 2,1 nghìn tỷ đồng của cùng kỳ năm ngoài. LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 569 tỷ đồng, so với lỗ HĐKD cốt lõi 2,1 nghìn tỷ đồng trong Q4/2023. LNTT từ HĐKD không cốt lõi đạt 600 tỷ đồng từ việc tái cấu trúc JPA, khoản lợi nhuận từ tái cấu trúc JPA tổng cộng là 5,3 tỷ đồng, trong đó khoảng 4,7 tỷ đồng đã được ghi nhận trong 9 tháng đầu năm 2024.

Sự chuyển biến mạnh mẽ này được hỗ trợ nhờ (1) tái cấu trúc JPA (JPA đã tạo ra khoản lỗ khoảng 2 nghìn tỷ đồng mỗi năm cho HAVN trong ba năm qua), (2) cạnh tranh từ BAV giảm (BAV hiện chỉ còn 8 tàu bay so với 30 tàu bay vào cuối Q2/2023) và (3) tình trạng thiếu hụt tàu bay. Những yếu tố này giúp hỗ trợ lợi suất hành khách.

Dự báo mới cho năm 2025

HSC tăng 27% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 3,8 nghìn tỷ đồng (giảm 46% so với năm 2024). Nếu không tính đến lợi nhuận không thường xuyên trong năm 2024 từ việc tái cấu trúc JPA và giao dịch tàu bay, LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2025 dự báo đạt 5,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%). LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng chủ yếu nhờ nhu cầu trong nước tăng, tỷ suất lợi nhuận cải thiện, giá nhiên liệu bay giảm và tình trạng thiếu hụt tàu bay kéo dài.

Dự báo mới cho năm 2026

Cho năm 2026, HSC dự báo lợi nhuận thuần và LNTT từ HĐKD cốt lõi sẽ cải thiện, tăng trưởng lần lượt 8% và 7% đạt 4,2 nghìn tỷ đồng và 5,6 nghìn tỷ đồng nhờ nhu cầu tăng trưởng tự nhiên. LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng chậm hơn với tốc độ một con số chủ yếu là do tình trạng thiếu hụt tàu bay giảm bớt trong năm 2026.

Các nội dung khác

HAVN 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 công ty con.

Kế hoạch phát hành cổ phiếu mới

Trong mô hình dự báo hiện tại, HSC dự kiến vốn CSH của HAVN sẽ vẫn âm 9,9 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2024 và cải thiện lên mức âm 1,9 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2026. Tuy nhiên, HAVN đã trình kế hoạch tái cơ cấu, bao gồm kế hoạch tăng vốn để đưa vốn CSH trở lại mức dương. Trong đó, HAVN dự kiến phát hành thêm cổ phiếu theo mệnh giá để huy động tối đa 22 nghìn tỷ đồng. Việc tăng vốn có thể sẽ được chia thành hai giai đoạn trong năm 2025-2026, với 9 nghìn tỷ đồng dự kiến sẽ được huy động trong năm 2025 và phần còn lại (tối đa 13 nghìn tỷ đồng) sẽ được huy động trong năm 2026.

Quốc hội đã phê duyệt kế hoạch tăng vốn này vào ngày 30/11. Điều này sẽ tác động tích cực đến tình hình tài chính của HAVN, cho phép hãng trả nợ và tài trợ cho kế hoạch đầu tư tàu bay để duy trì tăng trưởng dài hạn. Ở giai đoạn này, HSC chưa đưa kế hoạch này vào mô hình dự báo do chưa chắc chắn về tiến độ và số vốn tăng chính xác trong năm 2026.

Thoái vốn công ty con

HVN cũng đang có kế hoạch thoái vốn các công ty con thông qua chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO). Các công ty con dự kiến thoái vốn bao gồm nhà ga hàng hóa hàng không TCS (CTCP Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất, HVN sở hữu 55% cổ phần, chưa niêm yết) và một công ty cung cấp nhiên liệu máy bay thuộc sở hữu hoàn toàn của HVN - Skypec (Công ty Xăng dầu Hàng không Việt Nam, chưa niêm yết). Việc thoái vốn này là một phần trong chiến lược lớn hơn của HVN nhằm tái cấu trúc tài sản và cải thiện sự ổn định tài chính.

Chúng tôi chưa đưa những tác động này vào mô hình dự báo do chưa có thông tin về tiến độ cụ thể và thông tin chi tiết đối với các kế hoạch trên, nhưng điều này có khả năng dẫn đến tiềm năng KQKD thực hiện cao hơn dự báo.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HVN và tăng giá mục tiêu lên 34.500đ (từ 28.300đ) nhờ tăng dự báo lợi nhuận, chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025) và điều chỉnh các giả định định giá.

Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0% và lãi suất phi rủi ro là 4,0%. Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh giảm phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% từ 8,5% trước đó nhưng tăng giả định beta lên 1,2 (từ 1,0 trước đó theo cập nhật từ Bloomberg) và giảm tỷ trọng nợ xuống mức 50% (từ 60% trước đó) nhờ tăng dự báo lợi nhuận. Theo đó, giả định WACC tăng lên mức 10,3% (từ 9,3% trước đó).

HSC tóm tắt tính toán và giả định định giá trong Bảng 51-53.

Bảng 51: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp,, HVN

VNDbn	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	(2,587)	5,514	6,145	6,167	5,813	5,707
Cộng:	-	-	-	-	-	-
Khấu hao	5,986	5,252	5,370	5,379	5,470	5,657
Trừ:	-	-	-	-	-	-
Thuế	(269)	(452)	(456)	(479)	(503)	(528)
Thay đổi vốn lưu động	428	(10,702)	(5,816)	(2,648)	(1,667)	(1,469)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(318)	(318)	(273)	(288)	(2,680)	(3,157)
FCFF	3,240	(706)	4,970	8,131	6,432	6,211

Nguồn: HSC

Bảng 52: Tính toán WACC, HVN

HSC giả định WACC là 10,3%

	Value
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	13.1%
Tỷ trọng vốn CSH	50.0%
Tỷ trọng nợ	50.0%
WACC	10.3%

Nguồn: HSC

Bảng 53: Định giá DCF, HVN

Giá mục tiêu theo mô hình định giá của HSC là 34.500đ

	Đơn vị	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	69,690
Giá trị hiện tại giai đoạn 2023-2028	Tỷ đồng	23,487
Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	93,177
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	3,116
Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn	Tỷ đồng	19,520
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	76,334
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	2,214.4
Giá mục tiêu	Đồng/cp	34,472

Nguồn: HSC

Bảng 54: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu

HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	1.0%	32,875	31,821	30,824	29,879	28,982
	1.5%	34,819	33,649	32,544	31,501	30,513
	2.0%	37,012	35,703	34,472	33,312	32,218
	2.5%	39,505	38,027	36,645	35,348	34,128
	3.0%	42,362	40,681	39,114	37,651	36,282

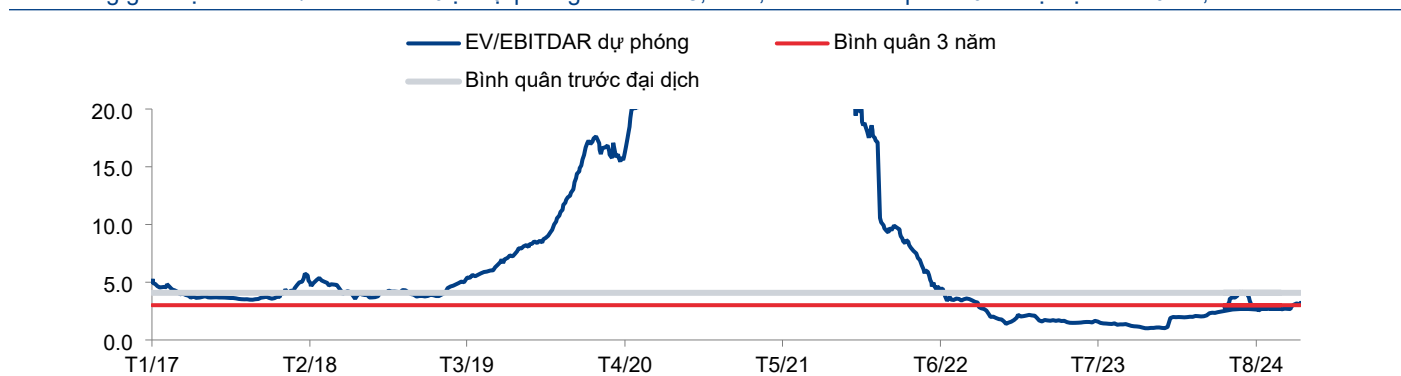
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,4 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 3,0 lần và bình quân trước đại dịch ở mức 4,1 lần. HVN xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn so với bình quân 3 năm nhờ sự chuyển biến mạnh mẽ từ thua lỗ trong đại dịch. Trong khi đó, lợi nhuận của HVN dự báo sẽ vượt xa mức trước COVID nhờ cạnh tranh giảm, thị phần tăng và tái cấu trúc JPA, do đó HSC tin rằng giá cổ phiếu HVN đang hấp dẫn khi mức định giá đang thấp hơn so với trước đại dịch. Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với cổ phiếu này.

Biểu đồ 55: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm

HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,4 lần, so với bình quân trước đại dịch ở mức 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	104,257	106,287	111,292
Lợi nhuận gộp	(2,876)	3,885	12,291	13,113	13,446
Chi phí BH&QL	(4,964)	(6,473)	(6,777)	(6,909)	(7,234)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(7,840)	(2,587)	5,514	6,205	6,212
Lãi vay thuần	(3,452)	(3,479)	(2,865)	(1,834)	(1,564)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	74.1	88.2	194	204	214
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	273	615	5,209	214	224
LN TT	(10,945)	(5,363)	8,052	4,788	5,087
Chi phí thuế TNDN	(278)	(269)	(452)	(456)	(479)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(75.1)	(299)	(440)	(462)	(485)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	(11,298)	(5,930)	7,161	3,871	4,123
Lợi nhuận thuần ĐC	(11,298)	(5,930)	7,161	3,871	4,123
EBITDA ĐC	(4,304)	3,399	10,766	11,575	11,592
EPS (đồng)	(5,102)	(2,678)	3,234	1,748	1,862
EPS ĐC (đồng)	(5,102)	(2,678)	3,234	1,748	1,862
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	1,584	2,266	7,688
Đầu tư ngắn hạn	897	920	834	850	890
Phải thu khách hàng	4,898	6,122	6,025	6,142	6,431
Hàng tồn kho	2,875	3,431	3,284	3,348	3,506
Các tài sản ngắn hạn khác	1,170	1,860	1,676	1,709	1,789
Tổng tài sản ngắn hạn	12,330	14,884	13,404	14,316	20,305
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	1,916	1,924
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,183	1,299	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	30,254	27,173	23,790	21,213	18,805
Tổng tài sản dài hạn	48,306	42,833	37,104	32,122	27,318
Tổng cộng tài sản	60,636	57,717	50,508	46,437	47,623
Nợ ngắn hạn	13,400	17,562	12,875	9,317	6,849
Phải trả người bán	28,175	30,797	20,851	15,943	14,468
Nợ ngắn hạn khác	9,744	12,280	13,541	13,805	14,455
Tổng nợ ngắn hạn	51,800	61,171	47,874	39,684	36,419
Nợ dài hạn	14,868	9,806	10,002	10,202	10,407
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.03	1.27	1.45	1.48	1.55
Nợ dài hạn khác	5,023	3,764	2,546	2,596	2,718
Tổng nợ dài hạn	19,892	13,572	12,550	12,800	13,126
Tổng nợ phải trả	71,692	74,743	60,424	52,484	49,546
Vốn chủ sở hữu	(11,563)	(17,515)	(10,357)	(6,486)	(2,363)
Lợi ích cổ đông thiểu số	507	489	440	440	440
Tổng vốn chủ sở hữu	(11,056)	(17,026)	(9,917)	(6,046)	(1,923)
Tổng nợ phải trả và VCSH	60,636	57,717	50,508	46,437	47,623
BVPS (đ)	(5,222)	(7,910)	(4,677)	(2,929)	(1,067)
Nợ thuần/(tiền mặt)	25,778	24,817	21,293	17,254	9,568

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	(7,840)	(2,587)	5,514	6,205	6,212
Khấu hao	(3,536)	(5,986)	(5,252)	(5,370)	(5,379)
Lãi vay thuần	(3,452)	(3,479)	(2,865)	(1,834)	(1,564)
Thuế TNDN đã nộp	(274)	(231)	(434)	(456)	(479)
Thay đổi vốn lưu động	13,337	(971)	(10,198)	(5,956)	(2,319)
Khác	(2,714)	(2,579)	3,464	(917)	(626)
LCT thuần từ HĐKD	6,894	1,004	3,742	4,206	7,865
Đầu tư TS dài hạn	(952)	(318)	(318)	(272)	(290)
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)	(167)	(180)
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	(4,490)	(3,358)	(2,264)
Khác	(3,154)	(2,928)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(7,604)	(1,613)	(4,490)	(3,358)	(2,264)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,714	2,490	2,551	1,584	2,266
LCT thuần trong kỳ	746	57.6	(967)	682	5,422
Ảnh hưởng của tỷ giá	30.9	3.14	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,490	2,551	1,584	2,266	7,688
Dòng tiền tự do	5,941	686	3,424	3,934	7,575

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	11.8	12.3	12.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(6.11)	3.71	10.3	10.9	10.4
Tỷ suất LNT (%)	(16.0)	(6.48)	6.87	3.64	3.70
Thuế TNDN hiện hành (%)	(2.54)	(5.02)	5.61	9.52	9.41
Tăng trưởng doanh thu (%)	152	30.0	13.9	1.95	4.71
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	60.3	179	217	7.51	0.15
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	12.5	47.5	221	(45.9)	6.53
Tăng trưởng EPS (%)	35.5	47.5	221	(45.9)	6.53
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	36.1	47.5	221	(45.9)	6.53
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	(51.4)	(46.0)	(93.2)
ROACE (%)	(51.1)	(96.2)	(1,343)	132	69.2
Vòng quay tài sản (lần)	1.14	1.55	1.93	2.19	2.37
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.88)	(0.39)	0.68	0.68	1.27
Số ngày tồn kho	14.3	14.3	13.0	13.1	13.1
Số ngày phải thu	24.4	25.5	23.9	24.1	24.0
Số ngày phải trả	140	128	82.8	62.5	54.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(224)	(143)	(208)	(270)	(416)
Nợ/tài sản (%)	46.9	47.8	45.8	42.6	36.8
EBIT/lãi vay (lần)	(2.27)	(0.74)	1.92	3.38	3.97
Nợ/EBITDA (lần)	(6.61)	8.11	2.15	1.71	1.51
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.24	0.24	0.28	0.36	0.56
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.25	0.95	0.80	0.75	0.65
EV/EBITDA ĐC (lần)	(20.5)	25.6	7.76	6.87	6.19
P/E (lần)	N/a	N/a	8.63	16.0	15.0
P/E ĐC (lần)	N/a	N/a	8.63	16.0	15.0
P/B (lần)	(5.34)	(3.53)	(5.97)	(9.53)	(26.1)
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

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