

Bán ra (từ Giảm tỷ trọng)

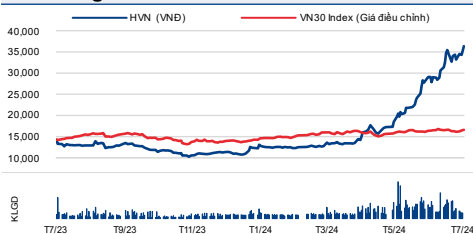
Giá mục tiêu: VNĐ23,600 (từ VNĐ25,000)

Tiềm năng tăng/giảm: -35.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (5/7/2024)	36,350
Mã Bloomberg	HAVN VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,200-36,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,830
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	80,479
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,166
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,214
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	664
Slg CP NN được mua (tr.đv)	505
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.19%
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	24.9	127	155
So với chỉ số	23.3	117	119
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,164	3,804	(69.4)
2025F	1,065	1,360	(21.7)
2026F	1,179	1,193	(1.2)

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

Định giá cao và khó khăn bắt đầu xuất hiện; khuyến nghị Bán ra

- HSC hạ khuyến nghị đối với HVN xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng) và giảm 6% giá mục tiêu xuống 23.600đ (rủi ro giảm giá 35%) do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận. Định giá cao trong khi các yếu tố bất lợi đang xuất hiện.
- Chúng tôi giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 do nhu cầu trong nước yếu hơn kỳ vọng. Lượng hành khách trong tháng 4 và tháng 5 của HVN giảm 10% so với cùng kỳ do nhu cầu trong nước giảm xuống.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh 127% trong 3 tháng qua, HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,4 lần, cao hơn bình quân 3 năm tính từ tháng 1/2022 ở mức 3,1 lần và cao hơn mức trước đại dịch là 4,1 lần.

Sự kiện: Công bố lượng hành khách 5 tháng đầu năm 2024

Theo Cục Hàng không Việt Nam, tổng lượng hành khách của HVN trong 5 tháng đầu 2024 giảm 3,2% so với cùng kỳ xuống 9,9 triệu lượt. Kết quả này bị ảnh hưởng bởi số liệu thấp trong tháng 4 và tháng 5 với tổng cộng 3,4 triệu lượt, giảm 10,3% so với cùng kỳ do lưu lượng trong nước yếu (giảm 17% so với cùng kỳ) trong khi nhu cầu quốc tế tăng 9% so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng kết quả này là đáng thất vọng khi so sánh với KQKD Q1/2024, khi lượng khách trong nước giảm 11% so với cùng kỳ nhưng lượng khách quốc tế tăng mạnh 34% so với cùng kỳ.

HSC cũng nhận thấy giá vé máy bay gần đây đã giảm sau cuộc điều tra của Bộ Giao thông Vận tải (bắt đầu từ đầu tháng 5 sau khi người dân lo ngại giá vé máy bay trong nước tăng cao làm ảnh hưởng đến nhu cầu du lịch trong nước); mặc dù cuộc điều tra không tìm thấy điều gì bất thường, nhưng dường như vẫn đã có tác động nhất định.

Nói chung, HSC dự báo KQKD Q2/2024 sẽ yếu; với LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 250 tỷ đồng, phục hồi so với khoản lỗ lớn trong Q2/2023 nhưng thấp hơn nhiều so với mức 1,5 nghìn tỷ đồng trong Q1/2024.

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

HSC giảm bình quân 18% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026, do hạ giá định về lưu lượng và lợi suất hành khách. Chúng tôi giảm 35% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2024 xuống 3,2 nghìn tỷ đồng, kết quả này vẫn chuyển biến tích cực so với mức lỗ trước thuế từ HĐKD cốt lõi là 3,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2023; trong khi đó, cho năm 2025-2026, chúng tôi giảm lần lượt 18% và 2% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi xuống còn 3,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%) và 3,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%). Dự báo mới của chúng tôi thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 127% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index 118%, HSC cho rằng HVN có vẻ đang được định giá cao. HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR là 4,4 lần so với bình quân 3 năm là 3,1 lần và mức trước đại dịch là 4,1 lần. Trong khi đó, bảng CĐKT và dòng tiền của công ty bị ảnh hưởng đáng kể khi vốn chủ sở hữu âm do những tác động nghiêm trọng của đại dịch. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HVN xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng) và giảm 6% giá mục tiêu xuống 23.600đ (rủi ro giảm giá 35%) do giảm dự báo lợi nhuận.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành ngày 8/7/2024.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(4,304)	3,399	10,065 ▼	9,699 ▼	9,746
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(11,298)	(5,930)	6,261 ▼	2,358 ▼	2,610
EPS ĐC (đồng)	(5,102)	(2,678)	1,164 ▼	1,065 ▼	1,179
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	(5,222)	(7,910)	(5,083) ▼	(4,018) ▼	(2,840) ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	(24.8)	31.1	10.2	10.1	9.50
P/E ĐC (lần)	N/a	N/a	31.2	34.1	30.8
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	(6.96)	(4.60)	(7.15)	(9.05)	(12.8)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	-	47.5	143	(8.50)	10.7
ROAE (%)	224	40.8	(43.5)	(23.4)	(34.4)

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

Định giá cao; hạ khuyến nghị xuống Bán ra

HSC hạ khuyến nghị đối với HVN xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng). Chúng tôi tin rằng cổ phiếu đang bị định giá cao sau đợt tăng giá mạnh gần đây, có thể là do thị trường phấn khích sau khi HVN có sự phục hồi ấn tượng trong Q1/2024 (được thúc đẩy bởi lợi nhuận không thường xuyên từ tái cấu trúc công ty con). KQKD Q2/2024 có thể sẽ giảm mạnh so với quý trước do nhu cầu trong nước yếu hơn, lượng hành khách quốc tế tăng trưởng chậm hơn, giá vé máy bay giảm và không còn khoản lợi nhuận không thường xuyên nào. HSC giảm 6% giá mục tiêu xuống 23.600đ (rủi ro giảm giá 35%) để phản ánh việc giảm 18% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026.

Nhu cầu trong nước thấp + nhu cầu quốc tế phục hồi chậm lại = KQKD Q2/2024 kém tích cực

Theo Cục Hàng không Việt Nam, lượng hành khách của HVN trong tháng 4 và tháng 5 đạt 3,4 triệu lượt, giảm 10,3% so với cùng kỳ, chủ yếu do nhu cầu trong nước giảm 17% mặc dù nhu cầu quốc tế tăng 9% (Bảng 1). So với Q1/2024, mức giảm của lượng khách trong nước cao hơn, ở mức 17% (so với 11% trong quý trước) trong khi mức tăng của nhu cầu quốc tế (tăng 9%) yếu hơn nhiều so với mức tăng mạnh 34% của Q1/2024.

Bảng 1: Số lượng hành khách, HVN

Số lượng hành khách trong tháng 4&5/2024 thấp hơn dự kiến

	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ	Tháng 4&5/2023	Tháng 4&5/2024	% so với cùng kỳ	5 tháng đầu 2023	5 tháng đầu 2024	% so với cùng kỳ
Quốc tế	1,459	1,947	33.5%	965	1,056	9.4%	2,425	3,003	23.9%
Trong nước	4,664	4,174	-10.5%	2,793	2,317	-17.0%	7,457	6,491	-13.0%
Tổng	6,123	6,121	0.0%	3,758	3,373	-10.3%	9,882	9,494	-3.9%

Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam, HSC

Bảng 2: Dự báo KQKD Q2/2024, HVN

HSC dự báo KQKD Q2/2024 sẽ giảm mạnh so với quý trước

Tỷ đồng	Q2/2023	Q1/2024	Q2/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	nửa đầu năm 2023	nửa đầu năm 2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu	20,564	27,964	27,200	32.3%	-2.7%	44,058	55,164	25.2%
Lợi nhuận thuần	(1,362)	4,334	50	Hồi phục	-98.8%	(1,466)	4,384	Hồi phục
LNTT HĐKD cốt lõi	(964)	1,576	250	Hồi phục	-83.3%	(1,056)	1,750	Hồi phục
Ghế luân chuyển (tỷ ghế-km)	10.8	12.0	10.4	-4.0%	-11.0%	21.6	22.4	3.8%
Khách luân chuyển (tỷ khách-km)	8.12	9.82	8.10	-0.2%	-15.1%	16.6	17.9	8.3%
Hệ số sử dụng ghế	74.9%	81.7%	77.9%	+3.0 điểm %	-3.8 điểm %	76.6%	79.9%	+3.3 điểm %

Lưu ý: HSC ước tính lỗ tỷ giá Q2/2024 là 200 tỷ đồng.
Nguồn: HSC

Ngoài ra, theo quan sát của chúng tôi, giá vé máy bay đã giảm kể từ đầu tháng 5. Bên cạnh ảnh hưởng từ cuộc điều tra của Bộ Giao thông Vận tải về giá vé máy bay, nguyên nhân còn do nhu cầu yếu như đã đề cập ở trên. Hơn nữa, các hãng hàng không cũng khai thác các chuyến bay đêm với giá vé thấp hơn để ổn định giá vé máy bay.

Do lượng hành khách giảm đi, giá vé máy bay thấp hơn và không còn khoản lợi nhuận không thường xuyên 2,9 nghìn tỷ đồng (từ việc tái cơ cấu Pacific Airlines và bán máy bay) trong quý trước, lợi nhuận Q2/2024 của HVN có thể sẽ giảm mạnh so với quý trước. HSC dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi Q2/2024 của HVN sẽ vào khoảng 250 tỷ đồng, vẫn cải thiện so với mức lỗ từ HĐKD cốt lõi 964 tỷ đồng trong Q2/2023 nhưng giảm đáng kể so với LNTT từ HĐKD cốt lõi Q1/2024 là 1,5 nghìn tỷ đồng.

Triển vọng nửa cuối năm 2024: Tình trạng thiếu hụt máy bay sẽ được cải thiện

Cần nhắc lại rằng giá vé máy bay tăng cao trong Q1/2024 chủ yếu là do tình trạng thiếu hụt máy bay, sau khi các hãng hàng không yếu kém bị thu hẹp quy mô hoạt động và các vấn đề kỹ thuật của động cơ Pratt & Whitney:

- Hãng hàng không giá rẻ Pacific Airlines (JPA; tư nhân/không niêm yết), công ty con của HVN (HVN sở hữu 98,84% cổ phần), đã trả lại toàn bộ 11 máy bay cho bên cho thuê vào ngày 18/3 để thanh toán tất cả các khoản nợ phải trả.
- Trong khi đó, hãng hàng không Bamboo Airways (BAV, không niêm yết) tiếp tục thu hẹp quy mô kể từ nửa cuối năm 2023 do khó khăn tài chính. Hiện tại, hãng chỉ khai thác 7 máy bay so với 30 máy bay tại thời điểm kết thúc nửa đầu năm 2023.
- Ngoài, tất cả 42 máy bay A321neo của Việt Nam, sử dụng động cơ Pratt & Whitney, sẽ cần phải ngừng hoạt động để kiểm tra động cơ do sự cố kỹ thuật của động cơ. Trong Q1/2024, HVN đã cho ngừng hoạt động 12 máy bay và VJC cho ngừng hoạt động 7 máy bay do các vấn đề kỹ thuật.

Điều này dẫn đến tình trạng thiếu hụt máy bay nghiêm trọng và đẩy giá vé máy bay tăng cao, đặc biệt là trong mùa cao điểm (Tết và lễ 30/4-1/5).

Tuy nhiên, do các hãng hàng không được cơ quan chức năng yêu cầu tăng số lượng máy bay để ổn định giá vé, các hãng đã phải tìm ra giải pháp để giải quyết vấn đề này. Do đó, tình trạng thiếu hụt máy bay sẽ giảm bớt vào nửa cuối năm 2024, cụ thể như sau:

- HVN sẽ thuê thêm 5 máy bay trong nửa cuối năm 2024, bao gồm 2 máy bay B787 và 3 máy bay A321neo.
- VJC sẽ nhận bàn giao 7 máy bay mới đã được đặt mua trước đây.

Số lượng máy bay bị ngừng hoạt động sẽ không tiếp tục tăng do các hãng sẽ luân phiên sửa chữa các tàu bay cần phải dừng để kiểm tra động cơ. Do đó, việc bàn giao máy bay mới và máy bay thuê bổ sung sẽ giúp giảm bớt tình trạng thiếu hụt máy bay. HSC cũng tin rằng giá vé máy bay có thể sẽ giảm dần trong nửa cuối năm 2024, khi tình trạng thiếu hụt máy bay được cải thiện. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận Q1/2024 là mức lợi nhuận theo quý cao kỷ lục của HVN và lợi nhuận trong các quý sắp tới sẽ khó đạt được mức của Q1/2024 do số lượng máy bay tăng lên.

Bảng 3: Số lượng máy bay, Việt Nam

Tình trạng thiếu hụt máy bay sẽ dần được cải thiện nhờ việc bàn giao máy bay mới và thuê thêm máy bay

	Cuối năm 2019	Cuối năm 2020	Cuối năm 2021	Cuối năm 2022	Cuối năm 2023	Hiện tại	Cuối năm 2024F	Cuối năm 2025F	Cuối năm 2026F
VJC	69	71	76	75	85	87	94	104	114
HVN	106	107	105	102	104	96	101	101	101
Vietravel				3	3	3	3	3	3
Bamboo	22	30	30	30	9	7	7	7	7
Tổng	197	208	211	210	201	193	205	215	225

Lưu ý: số lượng máy bay hoạt động thực tế sẽ thấp hơn dự kiến do máy bay A321neo sẽ được ngưng hoạt động dần trong năm 2024-2025.
Nguồn: HSC

Bảng 4: Điều chỉnh dự báo, HVN

HSC giảm bình quân 18% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Cũ	Tăng trưởng	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024F					
Doanh thu thuần	111,431	25%	107,554	-3%	17%
Lợi nhuận thuần	7,904	Hồi phục	6,261	-21%	Hồi phục
LNTT từ HĐKD cốt lõi	4,923	Hồi phục	3,182	-35%	Hồi phục
2025F					
Doanh thu thuần	121,122	9%	122,250	1%	14%
Lợi nhuận thuần	3,011	-62%	2,358	-22%	-62%
LNTT từ HĐKD cốt lõi	4,117	-16%	3,439	-16%	8%
2026F					
Doanh thu thuần	122,369	1%	125,998	3%	3%
Lợi nhuận thuần	2,641	-12%	2,610	-1%	11%
LNTT từ HĐKD cốt lõi	3,768	-8%	3,707	-2%	8%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới giai đoạn 2024-2026

HSC giảm bình quân 18% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi cốt lõi cho giai đoạn 2024-2026, do giảm giả định lưu lượng (giảm bình quân khoảng 1%) và lợi suất hành khách (giảm 4,9% cho năm 2024 và 2,4% cho năm 2025).

Tóm tắt các điều chỉnh trong dự báo của HSC được trình bày trong Bảng 3, trong khi các thay đổi trong các hệ số hoạt động cơ bản được trình bày trong Bảng 4.

Bảng 5: Thay đổi dự báo, HVN

HSC giảm giả định lưu lượng và giả định lợi suất hành khách

	Đơn vị	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Ghế luân chuyển	Triệu ghế-km	48,226	52,567	55,720	47,830	52,135	55,263	-0.8%	-0.8%	-0.8%
Tăng trưởng		13.5%	9.0%	6.0%	12.6%	9.0%	6.0%			
Khách luân chuyển	Triệu khách-km	39,545	43,105	45,134	38,981	42,490	44,763	-1.4%	-1.4%	-0.8%
Tăng trưởng		19.1%	9.0%	4.7%	17.4%	9.0%	5.3%			
Hệ số sử dụng ghế	%	82.0%	82.0%	81.0%	81.5%	81.5%	81.0%	-0.5 điểm %	-0.5 điểm %	+0 điểm %
Tăng trưởng		+2.8 điểm %	+0.0 điểm %	+0.0 điểm %	+2.8 điểm %	+0.0 điểm %	+0.0 điểm %			
Lợi suất hành khách	Đồng/khách-km	2,050	2,050	1,950	1,950	2,000	1,950	-4.9%	-2.4%	0.0%
Tăng trưởng		10.7%	-2.4%	-2.5%	5.3%	2.6%	-2.5%			
Chi phí mỗi đơn vị	Đồng/ghế-km	1,704	1,700	1,736	1,692	1,717	1,753	-0.7%	1.0%	1.0%
Tăng trưởng		1.2%	-0.3%	-1.8%	0.5%	1.5%	2.1%			
Chi phí nhiên liệu bay đơn vị	Đồng/ghế-km	562	572	572	562	587	587	-0.9%	1.7%	1.7%
Tăng trưởng		0.0%	1.8%	0.0%	0.0%	4.4%	0.0%			
Chi phí đơn vị khác	Đồng/ghế-km	1,142	1,128	1,098	1,130	1,130	1,167	-1.1%	0.2%	6.3%
Tăng trưởng		1.8%	-1.2%	-2.7%	0.7%	0.0%	3.2%			
Giá nhiên liệu bay	USD/thùng	104	106	106	103	108	108	-0.9%	1.7%	1.7%
Tăng trưởng		-0.9%	1.8%	0.0%	-1.7%	4.4%	0.0%			

Nguồn: HSC

Chúng tôi lưu ý những điều chỉnh chính trong mô hình và giả định dưới đây:

- **Công suất và nhu cầu:** HSC giảm bình quân 0,8% và 1,2% giả định công suất ghế luân chuyển (ASK) và lưu lượng khách luân chuyển (RPK) cho giai đoạn 2024-2026. Theo đó, chúng tôi giảm 0,5% giả định hệ số sử dụng ghế cho năm 2024-2025 để phản ánh nhu cầu trong nước thấp hơn dự kiến.
- **Lợi suất hành khách:** HSC giảm lần lượt 4,9% và 2,4% giả định lợi suất hành khách trong năm 2024 và 2025 để phản ánh tình trạng thiếu máy bay giảm bớt. Chúng tôi giữ nguyên giả định lợi suất hành khách cho năm 2026 vì kỳ vọng tình trạng thiếu hụt máy bay sẽ được giải quyết vào cuối năm 2025.
- **Chi phí đơn vị:** HSC giảm 0,7% dự báo chi phí đơn vị cho năm 2024 do giảm giả định giá nhiên liệu bay nhưng tăng 1,0% dự báo chi phí đơn vị cho năm 2025 và 2026 do tăng giả định giá nhiên liệu bay. Chúng tôi ước tính nhiên liệu bay chiếm khoảng một phần ba chi phí đơn vị của HVN.

Như mọi khi, chúng tôi áp dụng dự báo giá nhiên liệu bay của Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA). Theo đó, giá nhiên liệu máy bay dự báo đạt 103 USD và 108 USD mỗi thùng cho năm 2024 và 2025, giá này đã thay đổi so với dự báo trước đó của EIA là 104 USD và 106 USD mỗi thùng. Cho năm 2026, chúng tôi giả định giá nhiên liệu bay không đổi là 108 USD mỗi thùng.

Theo đó, chúng tôi giảm 35% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2024 xuống 3,2 nghìn tỷ đồng do giảm các giả định về lợi suất và lưu lượng hành khách. Sau khi đưa vào mô hình dự báo khoản lợi nhuận không thường xuyên từ tái cấu trúc JPA và lợi nhuận từ các giao dịch bán và thuê lại máy bay, lợi nhuận thuần năm 2024 dự báo đạt 6,2 nghìn tỷ đồng so với mức lỗ thuần 5,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2023. HSC lưu ý rằng tổng lợi nhuận không thường xuyên từ tái cấu trúc JPA dự báo sẽ lên tới 4,3 nghìn tỷ đồng. Trong số này, 3 nghìn tỷ đồng đã được ghi nhận trong Q1/2024 và số còn lại có thể sẽ được ghi nhận trong nửa cuối năm 2024. EBITDAR dự phóng năm 2024 dự kiến đạt 22 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 52%).

Cho năm 2025, HSC giảm 18% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi xuống 3,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%). Lợi nhuận thuần dự báo đạt 2,4 nghìn tỷ đồng, giảm 62% do không còn khoản lợi nhuận không thường xuyên như trong năm 2024. EBITDAR dự kiến đạt 23,4 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 6,3%.

Cho năm 2026, HSC dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 3,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%). Lợi nhuận thuần dự báo đạt 2,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%). EBITDAR dự kiến đạt 23,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2%).

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với HVN xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây; đồng thời giảm 6% giá mục tiêu xuống 23.600đ (từ 25.000đ trong dự báo trước đó) do giảm dự báo lợi nhuận.

HSC giữ nguyên giả định DCF với lãi suất phi rủi ro là 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,5% và beta là 1 lần – dẫn đến giả định WACC là 9,3% (không thay đổi) – cũng như tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%. Chúng tôi trình bày các tính toán và giả định định giá Bảng 5-8.

Bảng 6: Định giá, HVN

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	(2,587)	4,813	4,329	4,366	4,443	4,766
Cộng:	-	-	-	-	-	-
Khấu hao	5,986	5,252	5,370	5,379	5,470	5,657
Trừ:	-	-	-	-	-	-
Thuế	(269)	(179)	(253)	(252)	(239)	(231)
Thay đổi vốn lưu động	428	(10,165)	(3,624)	(2,790)	(2,094)	(1,861)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(318)	(318)	(290)	(288)	(2,676)	(3,161)
Dòng tiền tự do của DN	3,240	(597)	5,532	6,416	4,904	5,170

Nguồn: HSC

Bảng 7: Tính toán WACC, HVN

HSC áp dụng WACC là 9,3%

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

Nguồn: HSC

Bảng 8: Định giá DCF, HVN

Giá mục tiêu mới của HSC là 23.600đ, từ 25.000đ trước đó

	Đơn vị	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	52,795
Giá trị hiện tại trong giai đoạn 2023-2028	Tỷ đồng	18,334
Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	71,129
Cộng: Tiền/ Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	2,777
Trừ: Dự nợ ngắn hạn + dài hạn	Tỷ đồng	21,272
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	52,208
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	2,214.4
Giá mục tiêu	Đồng/cổ phiếu	23,576

Nguồn: HSC

Bảng 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, HAVN

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

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	21,890	21,181	20,505	19,861	19,247
	1.5%	23,496	22,699	21,943	21,224	20,540
	2.0%	25,334	24,431	23,576	22,768	22,000
	2.5%	27,459	26,424	25,450	24,531	23,663
	3.0%	29,942	28,743	27,620	26,565	25,573

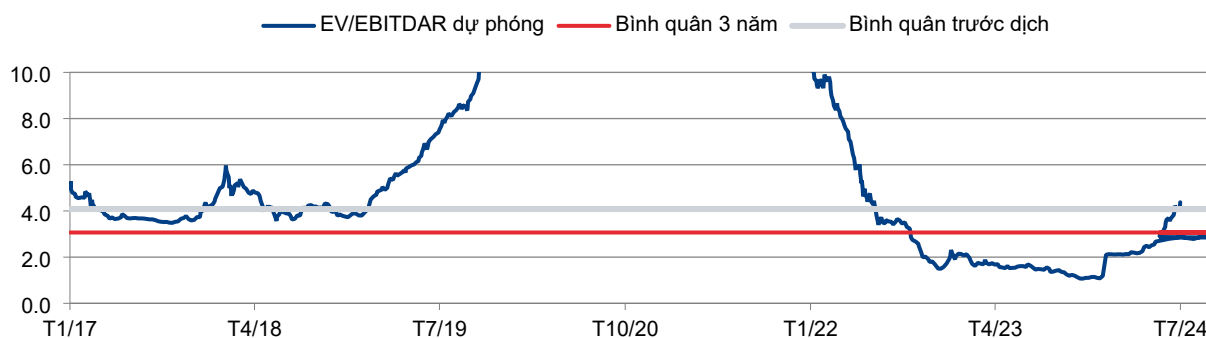
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 127% trong 3 tháng qua, diễn biến tích cực hơn VN Index 118% và tăng 32% kể từ khi HSC hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng vào ngày 31/5/2024, HAVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,4 lần so với mức bình quân 3 năm là 3,1 lần và mức trước đại dịch là 4,1 lần. Trong khi đó, bảng CĐKT của công ty bị ảnh hưởng nghiêm trọng với vốn chủ sở hữu âm và nợ cao sau đại dịch. HSC cho rằng thị trường đã quá phấn khích với sự thay đổi tích cực của HAVN trong Q1/2024, nhưng đó có thể là quý đạt lợi nhuận kỷ lục của HAVN và KQKD Q2/2024 nhiều khả năng kém tích cực. HSC hạ khuyến nghị xuống Bán ra do định giá cao và khó khăn xuất hiện khi nhu cầu du lịch trong nước yếu hơn dự kiến.

Biểu đồ 10: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm, HAVN

HAVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,4 lần, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 3,1 lần & cao hơn 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	107,554	122,250	125,998
Lợi nhuận gộp	(2,876)	3,885	12,438	12,996	13,299
Chi phí BH&QL	(4,964)	(6,473)	(7,625)	(8,667)	(8,933)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(7,840)	(2,587)	4,813	4,329	4,366
Lãi vay thuần	(3,452)	(3,479)	(2,842)	(1,753)	(1,535)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	74.1	88.2	97.0	102	107
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	273	615	4,799	262	268
LN TT	(10,945)	(5,363)	6,867	2,939	3,207
Chi phí thuế TNDN	(278)	(269)	(179)	(253)	(252)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(75.1)	(299)	(427)	(328)	(345)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	(11,298)	(5,930)	6,261	2,358	2,610
Lợi nhuận thuần ĐC	(11,298)	(5,930)	2,577	2,358	2,610
EBITDA ĐC	(4,304)	3,399	10,065	9,699	9,746
EPS (đồng)	(5,102)	(2,678)	2,828	1,065	1,179
EPS ĐC (đồng)	(5,102)	(2,678)	1,164	1,065	1,179
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,214	2,214	2,214	2,214	2,214
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,214	2,214	2,214	2,214	2,214
Slg 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	(61.2)	3,778	6,654
Đầu tư ngắn hạn	897	920	860	978	1,008
Phải thu khách hàng	4,898	6,122	6,108	6,942	7,155
Hàng tồn kho	2,875	3,431	3,388	3,851	3,969
Các tài sản ngắn hạn khác	1,170	1,860	1,729	1,966	2,026
Tổng tài sản ngắn hạn	12,330	14,884	12,024	17,515	20,812
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	1,918	1,940	1,945
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,183	1,299	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	30,254	27,173	23,979	22,124	19,644
Tổng tài sản dài hạn	48,306	42,833	37,297	33,056	28,179
Tổng cộng tài sản	60,636	57,717	49,321	50,571	48,991
Nợ ngắn hạn	13,400	17,562	11,414	10,925	7,889
Phải trả người bán	28,175	30,797	21,511	18,337	16,380
Nợ ngắn hạn khác	9,744	12,280	13,969	15,878	16,365
Tổng nợ ngắn hạn	51,800	61,171	47,520	45,852	41,366
Nợ dài hạn	14,868	9,806	10,002	10,202	10,407
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.03	1.27	1.50	1.70	1.75
Nợ dài hạn khác	5,023	3,764	2,627	2,986	3,077
Tổng nợ dài hạn	19,892	13,572	12,631	13,190	13,486
Tổng nợ phải trả	71,692	74,743	60,150	59,042	54,852
Vốn chủ sở hữu	(11,563)	(17,515)	(11,256)	(8,898)	(6,288)
Lợi ích cổ đông thiểu số	507	489	427	427	427
Tổng vốn chủ sở hữu	(11,056)	(17,026)	(10,829)	(8,471)	(5,861)
Tổng nợ phải trả và VCSH	60,636	57,717	49,321	50,571	48,991
BVPS (đ)	(5,222)	(7,910)	(5,083)	(4,018)	(2,840)
Nợ thuần/(tiền mặt)	25,778	24,817	21,477	17,350	11,642

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	(7,840)	(2,587)	4,813	4,329	4,366
Khấu hao	(3,536)	(5,986)	(5,252)	(5,370)	(5,379)
Lãi vay thuần	(3,452)	(3,479)	(2,842)	(1,753)	(1,535)
Thuế TNDN đã nộp	(274)	(231)	(179)	(253)	(252)
Thay đổi vốn lưu động	13,337	(971)	(9,448)	(4,172)	(3,011)
Khác	(2,714)	(2,579)	3,327	(891)	(660)
LCT thuần từ HKKD	6,894	1,004	3,557	4,313	5,886
Đầu tư TS dài hạn	(952)	(318)	(318)	(290)	(288)
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)	(185)	(178)
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	(5,952)	(288)	(2,832)
Khác	(3,154)	(2,928)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(7,604)	(1,613)	(5,952)	(288)	(2,832)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,714	2,490	2,551	(61.2)	3,778
LCT thuần trong kỳ	746	57.6	(2,612)	3,839	2,876
Ảnh hưởng của tỷ giá	30.9	3.14	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,490	2,551	(61.2)	3,778	6,654
Dòng tiền tự do	5,941	686	3,239	4,022	5,598

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	11.6	10.6	10.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(6.11)	3.71	9.36	7.93	7.73
Tỷ suất LNT (%)	(16.0)	(6.48)	5.82	1.93	2.07
Thuế TNDN hiện hành (%)	(2.54)	(5.02)	2.60	8.60	7.85
Tăng trưởng doanh thu (%)	152	30.0	17.5	13.7	3.07
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	60.3	179	196	(3.64)	0.48
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	-	47.5	143	(8.50)	10.7
Tăng trưởng EPS (%)	35.5	47.5	206	(62.3)	10.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	-	47.5	143	(8.50)	10.7
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	(43.5)	(23.4)	(34.4)
ROACE (%)	(51.1)	(96.2)	(582)	133	70.8
Vòng quay tài sản (lần)	1.14	1.55	2.01	2.45	2.53
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.88)	(0.39)	0.74	1.00	1.35
Số ngày tồn kho	14.3	14.3	13.0	12.9	12.9
Số ngày phải thu	24.4	25.5	23.4	23.2	23.2
Số ngày phải trả	140	128	82.5	61.3	53.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(224)	(143)	(193)	(198)	(190)
Nợ/tài sản (%)	46.9	47.8	43.9	42.3	37.9
EBIT/lãi vay (lần)	(2.27)	(0.74)	1.69	2.47	2.85
Nợ/EBITDA (lần)	(6.61)	8.11	2.15	2.21	1.91
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.24	0.24	0.25	0.38	0.50
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.52	1.16	0.95	0.80	0.73
EV/EBITDA ĐC (lần)	(24.8)	31.1	10.2	10.1	9.50
P/E (lần)	N/a	N/a	12.9	34.1	30.8
P/E ĐC (lần)	N/a	N/a	31.2	34.1	30.8
P/B (lần)	(6.96)	(4.60)	(7.15)	(9.05)	(12.8)
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