

Mua vào (từ Bán ra)

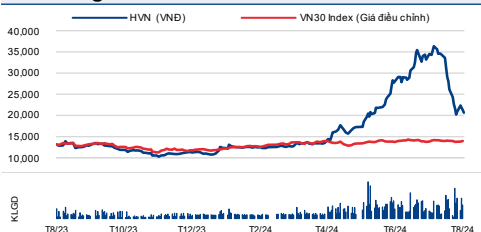
Giá mục tiêu: VNĐ29,300 (từ VNĐ23,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 41.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (1/8/2024)	20,650
Mã Bloomberg	HVN VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,200-36,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	21,763
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	45,719
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,812
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,214
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	664
Slg CP NN được mua (tr.đv)	507
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.10%
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	(40.1)	19.7	57.0
So với chỉ số	(39.5)	16.7	50.9
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,755	1,164	50.8
2025F	1,491	1,065	40.0
2026F	1,764	1,179	49.7

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

Q2/2024: Lợi nhuận tăng mạnh, vượt dự báo; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với HVN lên Mua vào và tăng 24% giá mục tiêu lên 29.300đ (tiềm năng tăng giá 42%) nhờ tăng dự báo lợi nhuận. Chúng tôi tăng bình quân 36% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026 nhờ KQKD Q2/2024 dựa trên các xu hướng làm KQKD Q2/2024 cao hơn dự báo.
- HVN báo cáo LNTT từ HĐKD cốt lõi Q2/2024 đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (Q2/2023 lỗ 1 nghìn tỷ đồng), cao hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi ở mức 250 tỷ đồng nhờ lợi suất hành khách cao hơn dự báo. Chúng tôi tăng 44% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2024 lên 4,6 nghìn tỷ đồng, trong khi năm 2023, Công ty ghi nhận lỗ HĐKD cốt lõi 3,8 nghìn tỷ đồng.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 40% trong 1 tháng qua, HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,7 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 3 lần và thời điểm trước đại dịch COVID-19 ở mức 4,1 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2024

LNTT và doanh thu thuần Q2/2024 của HVN lần lượt đạt 1,15 nghìn tỷ đồng (so với mức lỗ 1,2 nghìn tỷ đồng trong Q2/2023) và 24,6 nghìn tỷ đồng (tăng 20% so với cùng kỳ). Loại trừ các khoản lợi nhuận/lỗ không thường xuyên, LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (so với mức lỗ 1 nghìn tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái). Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi cao hơn dự báo của HSC ở mức 250 tỷ đồng, nhờ lợi suất hành khách cao hơn nhiều so với dự báo, do hạn chế chế nguồn cung máy bay. Lợi nhuận thuần ghi nhận được cũng cao hơn KQKD sơ bộ (lợi nhuận 70 tỷ đồng) công bố ngày 19/7/2024. Trong quý, lợi suất hành khách của HVN tăng 0,4% so với cùng kỳ, mức cao hơn so với đối thủ cạnh tranh chính Vietjet Air (VJC, Năm giữ, giá mục tiêu 112.200đ). Trong Q2/2024, lợi suất hành khách của VJC giảm 3% so với cùng kỳ.

Trong nửa đầu năm 2024, LNTT đạt 5,7 nghìn tỷ đồng (so với lỗ 1,2 nghìn tỷ đồng trong nửa đầu năm 2023). Loại trừ các khoản thu nhập không thường xuyên từ hoạt động tái cơ cấu Pacific Airlines, LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 2,7 nghìn tỷ đồng, cải thiện hơn nhiều so với mức lỗ HĐKD cốt lõi trong nửa đầu năm 2023 ở mức 1 nghìn tỷ đồng.

Tác động: Tăng 36% dự báo LNTT cốt lõi giai đoạn 2024-2026

Dựa trên các xu hướng làm KQKD Q2/2024 tăng, HSC điều chỉnh tăng bình quân 36% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026, chủ yếu nhờ tăng giả định lợi suất hành khách. Chúng tôi dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2024 đạt 4,6 nghìn tỷ đồng, tương ứng với mức điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận 44% (so với lỗ HĐKD cốt lõi 3,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2023. Cho năm 2025, LNTT từ HĐKD cốt lõi được dự báo đạt 4,4 nghìn tỷ đồng (tương ứng với mức điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận 28%, nhưng vẫn giảm 4% so với cùng kỳ) do tình trạng thiếu hụt công suất do thiếu máy bay có thể được giải quyết. Cuối cùng, LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2026 dự báo tăng 14% so với cùng kỳ, đạt 5 nghìn tỷ đồng do nhu cầu tăng tự nhiên.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 40% trong 1 tháng qua, HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,7 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 3 lần và thấp hơn bình quân tính từ thời điểm trước đại dịch COVID-19 ở mức 4,1 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá này hấp dẫn. HSC nâng khuyến nghị đối với HVN lên Mua vào và tăng 24% giá mục tiêu lên 29.300đ (tiềm năng tăng giá 42%) nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 2/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(4,304)	3,399	11,287 ▲	10,602 ▲	10,998 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(11,298)	(5,930)	7,570 ▲	3,303 ▲	3,907 ▲
EPS ĐC (đồng)	(5,102)	(2,678)	1,755 ▲	1,491 ▲	1,764 ▲
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	(5,222)	(7,910)	(4,492) ▲	(3,001) ▲	(1,236) ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	(16.7)	20.9	5.84	5.74	4.89
P/E ĐC (lần)	N/a	N/a	11.8	13.8	11.7
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	(3.95)	(2.61)	(4.60)	(6.88)	(16.7)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	-	47.5	166	(15.0)	18.3
ROAE (%)	224	40.8	(55.1)	(39.8)	(83.3)

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

Tăng mạnh dự báo lợi nhuận, nhờ lợi suất hành khách cải thiện

HSC nâng khuyến nghị đối với HVN lên Mua vào và tăng 24% giá mục tiêu lên 29.300đ (tiềm năng tăng giá 42%) sau điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận do KQKD Q2/2024 cao hơn nhiều so với dự báo bất chấp nhu cầu trong nước còn ở mức thấp. Triển vọng lợi nhuận có vẻ ngày càng tích cực hơn, và định giá cũng trở nên hấp dẫn hơn sau các đợt điều chỉnh gần đây (giảm 40% trong 1 tháng qua) do có thông tin nhu cầu trong nước còn kém. HVN là bên hưởng lợi chính từ chính sách tái cơ cấu ngành hàng không, với việc thu hẹp quy mô kinh doanh của các hãng hàng không yếu kém do khó khăn về tài chính hậu Covid-19.

KQKD Q2/2024 vượt dự báo

LNTT Q2/2024 đạt 1,1 nghìn tỷ đồng, so với lỗ 1,2 nghìn tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái. Kết quả trên cao hơn nhiều so với KQKD sơ bộ với lợi nhuận 70 tỷ đồng Công ty công bố ngày 19/7/2024. Nếu không tính đến lợi nhuận không thường xuyên, LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 1,1 nghìn tỷ đồng, cao hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi ở mức 250 tỷ đồng.

Lợi nhuận giảm 75% so với quý trước do lợi nhuận không thường xuyên giảm mạnh như sau:

- Lưu ý rằng trong Q2/2023, HVN ghi nhận 3,6 nghìn tỷ đồng lợi nhuận từ hoạt động tái cấu trúc Pacific Airlines (JPA, chưa niêm yết, HVN sở hữu 99% cổ phần) và bán máy bay.
- Trong Q2/2024, Công ty ghi nhận 1,64 nghìn tỷ đồng lợi nhuận từ hoạt động tái cấu trúc JPA. Trong khi đó, HVN cũng ghi nhận khoản lỗ 1,59 nghìn tỷ đồng, trong đó có 577 tỷ đồng lỗ tỷ giá và 1 nghìn tỷ đồng lỗ từ các nguyên nhân khác Công ty chưa công bố thông tin chi tiết.

Loại trừ các khoản lợi nhuận/lỗ không thường xuyên, LNTT từ HĐKD cốt lõi trong Q2/2024 giảm 30% so với quý trước đạt 1,1 nghìn tỷ đồng nhưng kết quả trên vẫn thể hiện sự chuyển biến tích cực về lợi nhuận từ tình trạng lỗ 965 tỷ đồng trong Q2/2023. Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi cũng cao hơn dự báo của HSC ở mức 250 tỷ đồng nhờ lợi suất hành khách tăng cao hơn dự báo, mặc dù tổng số hành khách và lưu lượng hành khách sát với dự báo.

Thông tin chi tiết về HĐKD của HVN như sau:

- Công suất ghế luân chuyển (ASK) giảm 1,2% so với cùng kỳ và 7,1% so với quý trước đạt 10,7 tỷ ghế-km, do số lượng máy bay giảm khi HVN trả lại 11 máy bay của JPA cho bên cho thuê từ ngày 18/3/2024 để xóa toàn bộ các khoản phải trả liên quan đến chi phí thuê máy bay. Đây là nguyên nhân dẫn đến nguồn cung máy bay giảm trong Q2/2024.
- Trong khi đó, lưu lượng khách luân chuyển (RPK) đạt 8,6 tỷ khách-km (tăng 5,3% so với cùng kỳ nhưng giảm 8% so với quý trước). Do đó, hệ số sử dụng ghế Trong Q2/2024 tăng 5 điểm phần trăm so với cùng kỳ nhưng giảm 0,7 điểm phần trăm so với quý trước. Hệ số sử dụng ghế giảm so với quý trước là do yếu tố thời vụ, khi nhu cầu giảm sau dịp Tết Nguyên Đán.
- Tổng số hành khách trong Q2/2024 giảm 7,9% so với cùng kỳ và 5,5% so với quý trước đạt 5,4 triệu lượt khách. Nhu cầu trong nước vẫn ở mức thấp trong Q2/2024, giảm 15,6% so với cùng kỳ đạt 3,7 triệu lượt (giảm 1,2% so với quý trước). Bên cạnh đó, nhu cầu quốc tế phục hồi 14,9% so với cùng kỳ đạt 1,7 triệu lượt nhưng giảm 13,7% so với quý trước do yếu tố thời vụ, khi nhu cầu giảm sau dịp Tết Nguyên Đán trong Q1/2024.
- Lợi suất hành khách tăng nhẹ 0,4% so với cùng kỳ nhưng giảm 4,1% so với quý trước đạt 1.951 khách-km. Mức lợi suất này tốt hơn đối thủ cạnh tranh chính VJC, với mức giảm 3% so với cùng kỳ và 9% so với quý trước trong Q2/2024. Nhờ có lợi suất hành khách cao, HVN ghi nhận lợi nhuận cao hơn dự báo, vì chúng tôi đã dự báo lợi suất hành khách giảm mạnh do nhu cầu trong Q2/2024 giảm (so với quý trước).

Bảng 1: KQKD Q2/2024, HVN

Lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q2/2023	Q1/2024	Q2/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	20,565	27,964	24,630	20%	-12%	44,059	52,594	19%
LNTT	(1,218)	4,528	1,146	Đào chiều	-75%	(1,198)	5,674	Đào chiều
LNTT cốt lõi	(965)	1,576	1,102	Đào chiều	-30%	(1,056)	2,678	Đào chiều
Lợi nhuận thuần	(1,362)	4,334	934	Đào chiều	-78%	(1,466)	5,268	Đào chiều

Nguồn: HVN

Bảng 2: Số liệu hoạt động, HVN

Lợi suất hành khách cao hơn kỳ vọng

	Q2/2023	Q1/2024	Q2/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
Ghế luân chuyển (tỷ ghế-km)	10.8	11.5	10.7	-1.2%	-7.1%	21.6	22.7	5.2%
Khách luân chuyển (tỷ khách-km)	8.1	9.3	8.6	5.3%	-8.0%	16.6	18.4	11.0%
Hệ số sử dụng ghế	74.9%	80.7%	79.9%	+5.0%	-0.7%	76.6%	80.9%	+4.3%
Lợi suất hành khách (đồng/khách-km)	1,944	2,034	1,951	0.4%	-4.1%	1,937	2,017	4.1%
Chi phí đơn vị (đồng/ghế-km)	1,601	1,715	1,680	4.9%	-2.0%	1,670	1,698	1.7%

Nguồn: HVN

- Chi phí đơn vị tăng 5% so với cùng kỳ nhưng giảm 2% so với quý trước đạt 1.680đ/ghế-km, chủ yếu do giá nhiên liệu bay trong quý tăng 6% so với cùng kỳ nhưng giảm 2% so với quý trước ở mức 100 USD/thùng. Chúng tôi lưu ý rằng, chi phí cho nhiên liệu bay chiếm khoảng 35% chi phí vận hành của HVN.

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2024-2026

HSC tăng bình quân 36% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026, chủ yếu nhờ tăng bình quân 4,4% giả định lợi suất hành khách. Những thay đổi dự báo của chúng tôi như sau:

Theo đó, chúng tôi tăng 44% LNTT từ HĐKD cốt lõi lên 4,6 nghìn tỷ đồng sau khi tăng giả định lợi suất hành khách. Sau khi đưa vào mô hình dự báo khoản lợi nhuận/lỗ không thường xuyên từ tái hoạt động cấu trúc JPA và diễn biến của tỷ giá, lợi nhuận thuần năm 2024 dự báo đạt 7,6 nghìn tỷ đồng (sau khi điều chỉnh tăng 21% dự báo lợi nhuận), so với khoản lỗ thuần 5,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2023. EBITDAR năm 2024 dự kiến đạt 23,3 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 61% so với cùng kỳ (sau khi điều chỉnh tăng 6% dự báo lợi nhuận).

Bảng 3: Điều chỉnh dự báo, HVN

HSC tăng bình quân 36% dự báo LNTT cốt lõi cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Cũ	Tăng trưởng	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024F					
Doanh thu thuần	107,554	17%	109,519	2%	20%
Lợi nhuận thuần	6,261	Đào chiều	7,570	21%	Đào chiều
LNTT cốt lõi	3,182	Đào chiều	4,569	44%	Đào chiều
2025F					
Doanh thu thuần	122,250	14%	124,927	2%	14%
Lợi nhuận thuần	2,358	-62%	3,303	40%	-56%
LNTT cốt lõi	3,439	8%	4,403	28%	-4%
2026F					
Doanh thu thuần	125,998	3%	129,946	3%	4%
Lợi nhuận thuần	2,610	11%	3,907	50%	18%
LNTT cốt lõi	3,707	8%	5,028	36%	14%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Điều chỉnh dự báo, HVN

HSC nâng 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	47,830	52,135	55,263	47,830	52,135	55,263	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng		12.6%	9.0%	6.0%	12.6%	9.0%	6.0%			
Khách luân chuyển	Triệu khách-km	38,981	42,490	44,763	38,981	42,490	44,763	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng		17.4%	9.0%	5.3%	17.4%	9.0%	5.3%			
Hệ số sử dụng ghế	%	81.5%	81.5%	81.0%	81.5%	81.5%	81.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng		+2.8%	+0.0%	+0.0%	+2.8%	+0.0%	+0.0%			
Lợi suất hành khách	Đồng/khách-km	1,950	2,000	1,950	1,990	2,100	2,070	2.1%	5.0%	6.2%
Tăng trưởng		5.3%	2.6%	-2.5%	7.5%	5.5%	-1.4%			
Chi phí đơn vị	Đồng/ghế-km	1,698	1,805	1,768	1,698	1,805	1,768	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng		0.8%	6.3%	-2.0%	0.8%	6.3%	-2.0%			

Nguồn: HSC

Cho năm 2025, chúng tôi tăng 28% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi lên 4,4 nghìn tỷ đồng (giảm 4% so với cùng kỳ). LNTT từ HĐKD cốt lõi giảm là do chúng tôi giả định giá nhiên liệu bay tăng. Chúng tôi sử dụng giá nhiên liệu bay dựa trên dự báo của EIA, ở mức 114 USD/thùng trong năm 2025 và 110 USD/thùng trong năm 2024. Sau khi loại trừ khoản thu nhập không thường xuyên từ hoạt động tái cơ cấu JPA, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 giảm 56% so với cùng kỳ xuống 3,3 nghìn tỷ đồng (vẫn điều chỉnh tăng 40% nhờ tăng giả định lợi suất hành khách). EBITDAR dự kiến đạt 24,4 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 5% so với cùng kỳ.

Cho năm 2026, chúng tôi dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 5 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 14% (sau khi điều chỉnh tăng 36% dự báo lợi nhuận). 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 nâng khuyến nghị đối với HVN lên Mua vào (từ Bán ra) và tăng giá mục tiêu lên 29.300đ (tiềm năng tăng giá 42%) nhờ tăng dự báo lợi nhuận. Mặc dù hiện tại nhu cầu trong nước đang thấp, HVN vẫn ghi nhận lợi nhuận tích cực và cao hơn dự báo của chúng tôi. Lợi nhuận Q2/2024 phục hồi mạnh từ mức nền thấp trong năm ngoái và lợi nhuận HĐKD cốt lõi giai đoạn 24-26 dự kiến cao hơn mức trước đại dịch COVID-19 nhờ chiến lược tái cơ cấu ngành theo hướng thu hẹp quy mô kinh doanh của các hãng hàng không yếu kém như Bamboo Airways (chưa niêm yết) và JPA do gặp khó khăn về tài chính sau đại dịch. Theo đó, HVN hưởng lợi và ghi nhận lợi nhuận tăng mạnh so với thời điểm trước COVID.

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

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 40% trong 1 tháng qua do tâm lý thị trường lo ngại về nhu cầu trong nước thấp, HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,7 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 3 lần và thấp hơn bình quân tính từ thời điểm trước đại dịch COVID-19 ở mức 4,1 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá này hấp dẫn.

Bảng 5: Định giá, HAVN

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	(2,587)	6,035	5,232	5,618	5,570	5,626
Cộng:	-	-	-	-	-	-
Khấu hao	5,986	5,252	5,370	5,379	5,470	5,657
Trừ:	-	-	-	-	-	-
Thuế	(269)	(257)	(272)	(276)	(270)	(269)
Thay đổi vốn lưu động	428	(9,710)	(3,592)	(2,636)	(2,232)	(2,056)
Chi phí đầu tư tài sản cố định	(318)	(318)	(291)	(290)	(2,675)	(3,159)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	3,240	1,002	6,446	7,795	5,863	5,799

Nguồn: HSC

Bảng 6: Tính toán WACC, HAVN

Chúng tôi áp dụng WACC là 9,3% (không đổi)

	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 7: Định giá DCF, HAVN

HSC đưa ra giá mục tiêu mới là 29.300đ từ mức trước đó là 23.600đ

	Đơn vị	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	59,216
Giá trị hiện tại của giai đoạn 2023-2028	Tỷ đồng	22,446
Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	81,662
Cộng: Tiền mặt/đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	5,065
Trừ: Nợ ngắn + dài hạn	Tỷ đồng	21,387
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	64,912
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	2,214.4
Giá mục tiêu	Đồng/cp	29,314

Nguồn: HSC

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, HAVN

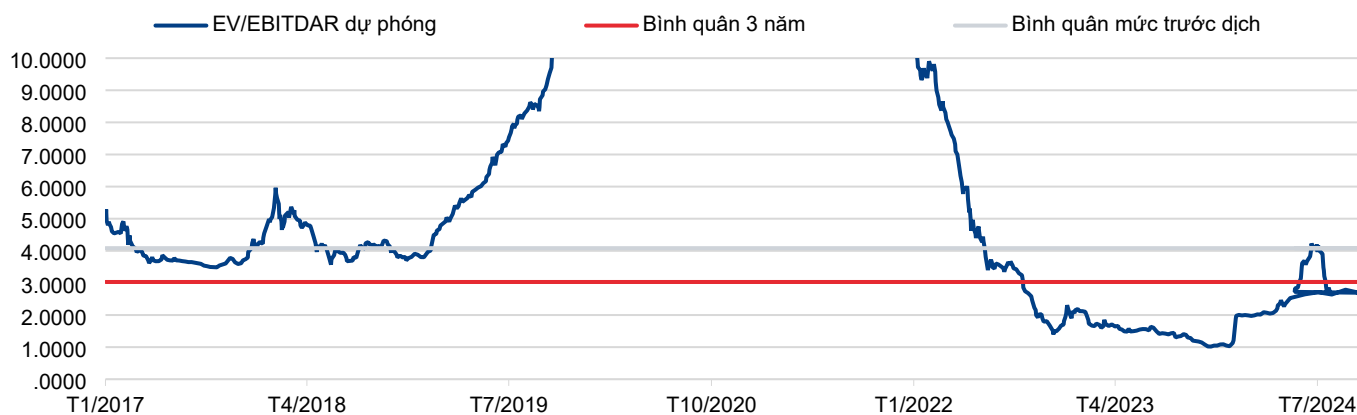
Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	27,425	26,628	25,869	25,146	24,455
	1.5%	29,227	28,331	27,481	26,674	25,905
	2.0%	31,288	30,273	29,314	28,405	27,543
	2.5%	33,671	32,509	31,415	30,383	29,408
	3.0%	36,456	35,110	33,849	32,665	31,551

Nguồn: HSC

Biểu đồ 9: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm, HVN

HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,8 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm



Nguồn: Bloomberg, 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	109,519	124,927	129,946
Lợi nhuận gộp	(2,876)	3,885	13,800	14,089	14,831
Chi phí BH&QL	(4,964)	(6,473)	(7,765)	(8,857)	(9,213)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(7,840)	(2,587)	6,035	5,232	5,618
Lãi vay thuần	(3,452)	(3,479)	(2,844)	(1,756)	(1,535)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	74.1	88.2	150	157	165
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	273	615	4,912	270	280
LNTT	(10,945)	(5,363)	8,254	3,903	4,528
Chi phí thuế TNDN	(278)	(269)	(257)	(272)	(276)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(75.1)	(299)	(427)	(328)	(345)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	(11,298)	(5,930)	7,570	3,303	3,907
Lợi nhuận thuần ĐC	(11,298)	(5,930)	3,886	3,303	3,907
EBITDA ĐC	(4,304)	3,399	11,287	10,602	10,998
EPS (đồng)	(5,102)	(2,678)	3,419	1,491	1,764
EPS ĐC (đồng)	(5,102)	(2,678)	1,755	1,491	1,764
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	1,692	6,563	10,845
Đầu tư ngắn hạn	897	920	876	999	1,040
Phải thu khách hàng	4,898	6,122	6,219	7,094	7,379
Hàng tồn kho	2,875	3,431	3,450	3,935	4,094
Các tài sản ngắn hạn khác	1,170	1,860	1,761	2,009	2,089
Tổng tài sản ngắn hạn	12,330	14,884	13,998	20,600	25,446
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	1,921	1,943	1,951
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,183	1,299	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	30,254	27,173	24,091	22,277	19,870
Tổng tài sản dài hạn	48,306	42,833	37,412	33,213	28,410
Tổng cộng tài sản	60,636	57,717	51,410	53,813	53,856
Nợ ngắn hạn	13,400	17,562	11,486	11,084	8,058
Phải trả người bán	28,175	30,797	21,904	18,739	16,893
Nợ ngắn hạn khác	9,744	12,280	14,224	16,226	16,878
Tổng nợ ngắn hạn	51,800	61,171	48,252	46,776	42,585
Nợ dài hạn	14,868	9,806	10,002	10,202	10,407
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.03	1.27	1.52	1.74	1.81
Nợ dài hạn khác	5,023	3,764	2,675	3,051	3,174
Tổng nợ dài hạn	19,892	13,572	12,679	13,255	13,582
Tổng nợ phải trả	71,692	74,743	60,930	60,031	56,167
Vốn chủ sở hữu	(11,563)	(17,515)	(9,947)	(6,644)	(2,737)
Lợi ích cổ đông thiểu số	507	489	427	427	427
Tổng vốn chủ sở hữu	(11,056)	(17,026)	(9,520)	(6,218)	(2,310)
Tổng nợ phải trả và VCSH	60,636	57,717	51,410	53,813	53,856
BVPS (đ)	(5,222)	(7,910)	(4,492)	(3,001)	(1,236)
Nợ thuần/(tiền mặt)	25,778	24,817	19,797	14,724	7,620

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	(7,840)	(2,587)	6,035	5,232	5,618
Khấu hao	(3,536)	(5,986)	(5,252)	(5,370)	(5,379)
Lãi vay thuần	(3,452)	(3,479)	(2,844)	(1,756)	(1,535)
Thuế TNDN đã nộp	(274)	(231)	(257)	(272)	(276)
Thay đổi vốn lưu động	13,337	(971)	(9,032)	(4,161)	(2,892)
Khác	(2,714)	(2,579)	3,491	(830)	(591)
LCT thuần từ HKKD	6,894	1,004	5,238	5,259	7,283
Đầu tư TS dài hạn	(952)	(318)	(318)	(291)	(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)	(186)	(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	(5,879)	(202)	(2,822)
Khác	(3,154)	(2,928)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(7,604)	(1,613)	(5,879)	(202)	(2,822)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,714	2,490	2,551	1,692	6,563
LCT thuần trong kỳ	746	57.6	(859)	4,871	4,282
Ảnh hưởng của tỷ giá	30.9	3.14	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,490	2,551	1,692	6,563	10,845
Dòng tiền tự do	5,941	686	4,920	4,968	6,993

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	(4.08)	4.24	12.6	11.3	11.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(6.11)	3.71	10.3	8.49	8.46
Tỷ suất LNT (%)	(16.0)	(6.48)	6.91	2.64	3.01
Thuế TNDN hiện hành (%)	(2.54)	(5.02)	3.11	6.97	6.10
Tăng trưởng doanh thu (%)	152	30.0	19.6	14.1	4.02
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	60.3	179	232	(6.07)	3.73
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	-	47.5	166	(15.0)	18.3
Tăng trưởng EPS (%)	35.5	47.5	228	(56.4)	18.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	-	47.5	166	(15.0)	18.3
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	224	40.8	(55.1)	(39.8)	(83.3)
ROACE (%)	(51.1)	(96.2)	(4,079)	103	61.4
Vòng quay tài sản (lần)	1.14	1.55	2.01	2.37	2.41
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.88)	(0.39)	0.87	1.01	1.30
Số ngày tồn kho	14.3	14.3	13.2	13.0	13.0
Số ngày phải thu	24.4	25.5	23.7	23.4	23.4
Số ngày phải trả	140	128	83.5	61.7	53.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(224)	(143)	(202)	(226)	(289)
Nợ/tài sản (%)	46.9	47.8	42.3	40.1	34.8
EBIT/lãi vay (lần)	(2.27)	(0.74)	2.12	2.98	3.66
Nợ/EBITDA (lần)	(6.61)	8.11	1.93	2.03	1.71
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.24	0.24	0.29	0.44	0.60
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.02	0.78	0.60	0.49	0.41
EV/EBITDA ĐC (lần)	(16.7)	20.9	5.84	5.74	4.89
P/E (lần)	N/a	N/a	6.04	13.8	11.7
P/E ĐC (lần)	N/a	N/a	11.8	13.8	11.7
P/B (lần)	(3.95)	(2.61)	(4.60)	(6.88)	(16.7)
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

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

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