

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ38,700 (từ VNĐ34,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 36.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (13/3/2025)	28,400
Mã Bloomberg	HAVN VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,200-36,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	28,738
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	62,878
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,465
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	Bộ Tài Chính (55.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.22	7.17	107
So với chỉ số	0.50	2.87	90.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,611	1,748	49.4
2026F	2,820	1,862	51.5
2027F	3,023	1,862	62.4

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

Xu hướng hỗ trợ mạnh mẽ; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 12% giá mục tiêu lên 38.700đ (tiềm năng tăng giá 36%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận nhờ xu hướng tích cực về lợi suất hành khách và hệ số sử dụng ghế.
- Chúng tôi tăng bình quân 28% dự báo LNTT từ H&KĐ cốt lõi cho năm 2025-2026 sau khi tăng giả định lợi suất hành khách và hệ số sử dụng ghế; đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Dự báo mới cho thấy LNTT từ H&KĐ cốt lõi tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11%.
- HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,1 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 2,7 lần, nhưng thấp hơn nhiều so với mức trước đại dịch là 4,1 lần, trong khi lợi nhuận vượt xa mức trước đại dịch.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q4/2024

LNTT từ H&KĐ cốt lõi Q4/2024 của HVN cao hơn dự kiến là 1,97 nghìn tỷ đồng, so với mức lỗ H&KĐ cốt lõi 2,1 nghìn tỷ đồng trong Q4/2023 (tăng 108% so với quý trước) và vượt dự báo của HSC ở mức 780 tỷ đồng, chủ yếu nhờ lợi suất hành khách và hệ số sử dụng ghế tốt hơn dự kiến, cùng với giá nhiên liệu bay giảm mạnh giúp giảm chi phí đơn vị.

Theo đó, LNTT từ H&KĐ cốt lõi năm 2024 của HVN đạt 5,7 nghìn tỷ đồng, so với lỗ H&KĐ cốt lõi 3,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2023 và vượt dự báo của chúng tôi 27%. Lợi nhuận cải thiện mạnh nhờ nhu cầu quốc tế phục hồi và lợi suất tăng, với yếu tố hỗ trợ từ tình trạng thiếu hụt tàu bay do các vấn đề kỹ thuật liên quan đến động cơ Pratt & Whitney (P&W), dẫn đến cạnh tranh giảm.

Tác động: Tăng bình quân 28% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Do các yếu tố hỗ trợ lợi suất và hệ số sử dụng ghế (như tình trạng thiếu tàu bay) có khả năng tiếp tục diễn ra trong giai đoạn 2025-2027, HSC tăng bình quân 28% dự báo LNTT từ H&KĐ cốt lõi năm 2025-2026. Chúng tôi hiện dự báo LNTT từ H&KĐ cốt lõi sẽ tăng trưởng 18% trong năm 2025 đạt 6,7 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 8% trong năm 2026 đạt 7,2 nghìn tỷ đồng, và tăng trưởng 7% trong dự báo lần đầu cho năm 2027 đạt 7,7 nghìn tỷ đồng. Dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2024-2027 – cao hơn nhiều so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy LNTT từ H&KĐ cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11%.

Lưu ý, HSC chưa đưa khoản lợi nhuận không thường xuyên tổng cộng 2,4 nghìn tỷ đồng vào mô hình dự báo do chưa xác định được thời điểm ghi nhận cụ thể. Trong đó bao gồm 2 nghìn tỷ đồng tiền bồi thường từ P&W cho 20 động cơ tàu bay phải dừng hoạt động để kiểm tra trong giai đoạn 2024-2026 và 0,4 nghìn tỷ đồng lợi nhuận tái cấu trúc hãng hàng không giá rẻ Pacific Airlines (chưa niêm yết, HVN sở hữu 98% cổ phần).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 3 tháng qua, HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,1 lần; thấp hơn mặt bằng trước đại dịch ở mức 4,1 lần. Mức định giá này rất rẻ khi xét đến lợi nhuận H&KĐ cốt lõi dự kiến vượt xa mức trước đại dịch. Trong giai đoạn 2025-2027, HSC ước tính LNTT từ H&KĐ cốt lõi bình quân đạt 7,2 nghìn tỷ đồng, nhờ các xu hướng tích cực về lợi suất hành khách và hệ số sử dụng ghế; trong khi mức bình quân giai đoạn 2017-2019 chỉ là 3,9 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HVN và tăng 12% giá mục tiêu lên 38.700đ (tiềm năng tăng giá 36%) nhờ tăng dự báo.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/3.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,399	11,870	11,321	11,602	11,950
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(5,930)	6,883	5,782 ▲	6,245 ▲	6,695
EPS ĐC (đồng)	(2,678)	3,108	2,611 ▲	2,820 ▲	3,023
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	(7,910)	(4,836)	(2,235) ▲	574 ▲	3,587
EV/EBITDA ĐC (lần)	25.9	6.69	6.74	5.89	5.40
P/E ĐC (lần)	N/a	9.14	10.9	10.1	9.39
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	(3.59)	(5.87)	(12.7)	49.5	7.92
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	47.5	216	(16.0)	8.01	7.20
ROAE (%)	40.8	(48.8)	(73.8)	(340)	145

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

Triển vọng lợi nhuận vững chắc, định giá hấp dẫn

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HVN với giá mục tiêu 38.700đ (tiềm năng tăng giá 36%). Chúng tôi ưa thích cổ phiếu này ở mức giá hiện tại nhờ câu chuyện phục hồi mạnh mẽ, được hỗ trợ bởi sự cải thiện mạnh mẽ của nhu cầu quốc tế, rủi ro cạnh tranh giảm (do đối thủ giảm công suất bay và tình trạng thiếu hụt tàu bay) cùng với tái cấu trúc nội bộ để nâng cao hiệu quả. Triển vọng lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 của HVN rất tích cực nhưng mức định giá vẫn thấp hơn mức trước đại dịch.

Phân tích KQKD Q4/2024 và năm 2024

Lợi nhuận thuần Q4/2024 của HVN đạt 921 tỷ đồng (tăng 20% so với quý trước) và doanh thu thuần đạt 26,6 nghìn tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ, đi ngang so với quý trước). Lợi nhuận cải thiện đáng kể so với lỗ thuần 2,1 nghìn tỷ đồng trong Q4/2023 nhờ nhu cầu quốc tế phục hồi, cạnh tranh giảm, tình trạng thiếu hụt tàu bay và giá nhiên liệu tàu bay giảm.

Nếu không tính đến khoản lỗ không thường xuyên (chủ yếu là lỗ tỷ giá), LNTT từ HĐKD cốt lõi Q4/2024 đạt 1,97 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh từ lỗ HĐKD cốt lõi 2,1 nghìn tỷ đồng trong Q4/2023 và lợi nhuận HĐKD cốt lõi 946 tỷ đồng trong Q3/2024. Lợi nhuận thuần thấp hơn dự báo của HSC ở mức 1,1 nghìn tỷ đồng nhưng LNTT từ HĐKD cốt lõi vượt dự báo của chúng tôi ở mức 780 tỷ đồng. Điều này chủ yếu nhờ hệ số sử dụng ghế và lợi suất hành khách tốt hơn dự kiến cùng với giá nhiên liệu bay bình quân thấp hơn so với giả định của chúng tôi.

Theo đó, doanh thu thuần năm 2024 của HVN tăng trưởng 16% và LNTT chuyển biến tích cực đạt 7,7 nghìn tỷ đồng (so với mức lỗ 5,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2023). Nếu không tính đến khoản lợi nhuận không thường xuyên chủ yếu từ việc tái cơ cấu Pacific Airlines (JPA; chưa niêm yết, HVN sở hữu 98% cổ phần) (Bảng 1), LNTT từ HĐKD cốt lõi sẽ đạt 5,7 nghìn tỷ đồng, chuyển biến từ mức lỗ HĐKD cốt lõi 3,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2023 và vượt dự báo của chúng tôi 27%.

Lợi nhuận tăng mạnh nhờ nhu cầu quốc tế phục hồi và tác động từ tình trạng thiếu hụt tàu bay. Trong giai đoạn này, chúng tôi nhận thấy (1) tác động từ việc hãng hàng không Bamboo Airways (tư nhân, chưa niêm yết) giảm quy mô đội bay từ nửa cuối năm 2023, (2) việc JPA trả lại tàu bay để giảm chi phí HĐKD và (3) các vấn đề kỹ thuật liên quan đến động cơ P&W.

Nhờ nhu cầu mạnh mẽ và tình trạng thiếu hụt tàu bay, lợi suất hành khách năm 2024 của HVN tăng 6,5% so với năm ngoái đạt 1.971đ/khách-km mặc dù giá nhiên liệu bay giảm xuống mức 96 USD/thùng (giảm 8,5% so với năm ngoái). Điều này giúp tỷ suất lợi nhuận tăng, dẫn đến lợi nhuận chuyển biến mạnh mẽ trong năm qua.

Bảng 1: KQKD Q4/2024, HVN

Lợi nhuận HĐKD cốt lõi đảo chiều so với cùng kỳ và tăng mạnh so với quý trước

Tỷ đồng	Q4/2023A	Q3/2024A	Q4/2024F	Q4/2024A	So với cùng kỳ	So với quý trước	% dự báo HSC
Doanh thu thuần	23,831	26,600	25,063	26,625	12%	0%	6%
LNTT	(1,920)	975	1,402	1,147	N/m	18%	-18%
LNTT ngoài mảng kinh doanh cốt lõi	148	29	622	(818)	605%	N/m	N/m
Lãi/(lỗ) tỷ giá	53	387		(650)	N/m	N/m	
Tái cơ cấu JPA		-	622	-	-	-	
Lợi nhuận khác	95	(358)		(168)	1%	53%	
LNTT cốt lõi	(2,068)	946	780	1,965	N/m	108%	152%
Lợi nhuận thuần	(2,065)	768	1,125	921	N/m	20%	-18%

Nguồn: HSC

Bảng 2: Các hệ số hoạt động, HVN

Hiệu suất sử dụng ghế và lợi suất hành khách tăng, chi phí đơn vị giảm giúp lợi nhuận Q4/2024 tăng mạnh

	Q4/2023A	Q3/2024A	Q4/2024A	So với cùng kỳ	So với quý trước	2023A	2024A	Tăng trưởng
ASK (tỷ ghế.km)	11.1	11.7	11.7	6%	0%	42.5	46.0	8.4%
RPK (tỷ khách.km)	8.9	9.4	9.5	7%	1%	33.2	37.0	11.5%
Hiệu suất sử dụng ghế	80.5%	80.7%	81.2%	+0.9ppts	+0.7ppts	78.2%	80.4%	+2.9ppts
Lợi suất hành khách (đồng/khách.km)	1,768	1,921	1,933	9%	1%	1,851	1,971	6.5%
Chi phí đơn vị (đồng/ghế.km)	1,766	1,706	1,656	-6%	-3%	1,684	1,689	0.3%

Nguồn: HSC

Bảng 3: KQKD năm 2024, HVN

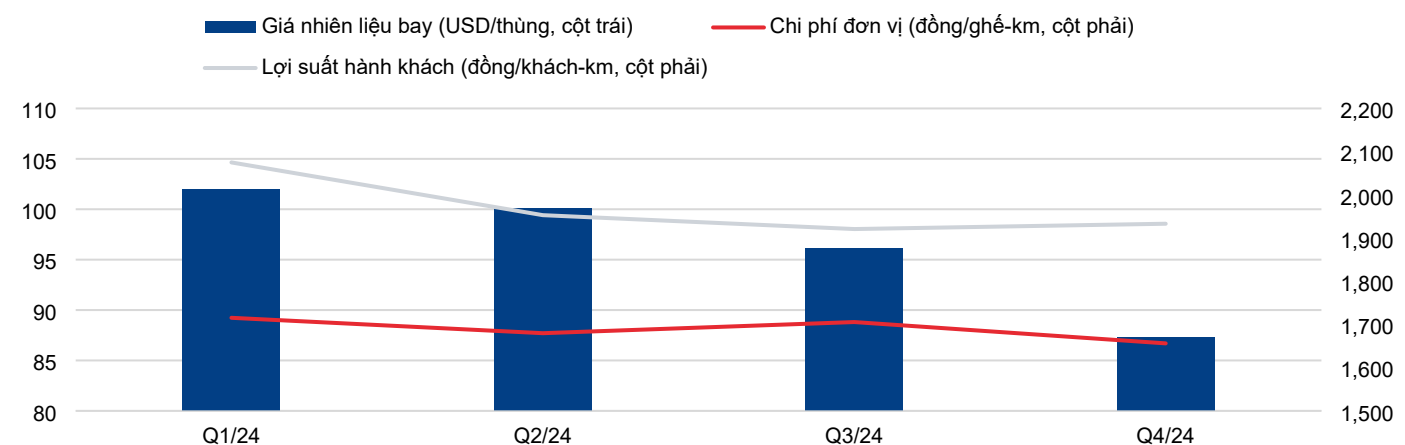
Lợi nhuận trước thuế cốt lõi năm 2024 vượt dự báo của HSC 27%

Tỷ đồng	2023A	2024F	2024A	Tăng trưởng	% dự báo của HSC
Doanh thu thuần	91,540	104,257	105,787	16%	1%
LNTT	(5,363)	8,052	7,723	Đào chiều	-4%
LNTT ngoài mảng kinh doanh cốt lõi	(2,017)	3,560	2,007	Đào chiều	-44%
Lỗ tỷ giá	(1,597)	(1,151)	(1,487)	7%	29%
Doanh thu bán tàu bay	512		569	11%	
Tái cơ cấu JPA	-	4,711	4,711	-	
Lợi nhuận khác	(932)		(1,786)	-92%	
LNTT cốt lõi	(3,345)	4,492	5,716	N/m	27%
Lợi nhuận thuần	(5,930)	7,161	6,883	N/m	-4%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 4: Lợi suất hành khách, chi phí đơn vị và giá nhiên liệu bay, HVN

Do thiếu tàu bay, lợi suất hành khách Q4/2024 vẫn tăng so với quý trước dù chi phí đơn vị và giá nhiên liệu bay giảm



Nguồn: HVN, HSC

Triển vọng giai đoạn 2025-2027 mạnh mẽ

Công suất bay: Tình trạng thiếu tàu bay sẽ tiếp tục kéo dài

HSC dự báo tình trạng thiếu tàu bay trên toàn Việt Nam sẽ trở nên trầm trọng hơn trong năm 2025 so với năm trước do các vấn đề của động cơ P&W và việc thu hồi tàu bay, trước khi quay trở lại mức tương đương năm 2024 trong năm 2026-2027. Về số lượng tàu bay khai thác, chúng tôi ghi nhận các chi tiết sau:

- HVN: HSC ước tính số lượng tàu bay khai thác vào cuối năm 2025, 2026, 2027 lần lượt là 90, 95 và 107 chiếc, so với 86 chiếc vào cuối năm 2024 (Bảng 5).
- Vietjet Air (VJC; Nắm giữ, giá mục tiêu 105.000đ): VJC sẽ nhận lần lượt 9, 21, 44 tàu bay Airbus và 12, 15, 21 tàu bay Boeing trong các năm 2025, 2026, 2027. Tuy nhiên, các tàu bay Boeing sẽ được sử dụng cho liên doanh của hãng, một hãng hàng không giá rẻ Thái Lan là Thai Vietjet (VJC sở hữu 9% cổ phần). Đối với các tàu bay Airbus bàn giao mới, VJC cũng sẽ cho các hãng hàng không khác thuê lại

một phần hoặc bán lại ra thị trường. Theo VJC, số lượng tàu bay khai thác vào cuối năm 2025, 2026, 2027 sẽ lần lượt vào khoảng 86, 109, 126 chiếc (Bảng 6).

- Bamboo Airways và Vietravel Airlines (tư nhân, chưa niêm yết): Hai hãng hàng không này hiện chỉ có lần lượt 7 và 3 tàu bay sau khi gặp khó khăn tài chính do tác động của đại dịch. Do đó, HSC giả định quy mô đội tàu bay của họ sẽ không thay đổi trong giai đoạn 2025-2027.
- Tổng số tàu bay khai thác của Việt Nam ước tính đạt lần lượt 186, 214, 243 chiếc vào cuối năm 2025, 2026, 2027. So với mức trước đại dịch năm 2019, số lượng tàu bay năm 2025 sẽ thấp hơn 7%, trong khi số lượng tàu bay năm 2026-2027 sẽ cao hơn lần lượt 8% và 22% (Bảng 7).

Bảng 5: Số lượng tàu bay đang hoạt động, HVN

Tổng số tàu bay đang hoạt động của HVN năm 2025-2026 vẫn thấp hơn năm 2019

Số tàu bay	Ghi chú	Cuối năm - 2024	Cuối năm - 2025F	Cuối năm - 2026F	Cuối năm - 2027F
Số tàu bay mới bàn giao	(a)	3	1	0	5
Tổng đội bay	(b)	101	102	102	102
Tạm dừng hoạt động để kiểm tra động cơ	(c)	15	20		
Quay trở lại hoạt động sau khi kiểm tra	(d)		8	5	7
Số tàu bay hoạt động	=(b)-(c)+(d)	86	90	95	107
Tăng trưởng		-19%	5%	6%	13%
So với năm 2019		-19%	-15%	-10%	1%

Nguồn: HVN, HSC

Bảng 6: Số tàu bay đang hoạt động, VJC

Tổng số tàu bay của VJC ước tính sẽ tăng trưởng mạnh hơn HVN nhờ số lượng lớn tàu bay nhận mới

Số tàu bay		Cuối năm - 2024	Cuối năm - 2025F	Cuối năm - 2026F	Cuối năm - 2027F
Số tàu bay Airbus nhận mới	(a)	7	9	21	44
Trả lại bên cho thuê	(b)		4	5	7
Bán ra thị trường/cho thuê	(c)			5	20
Tổng số tàu bay	(d)	93	98	109	126
Tạm dừng hoạt động để kiểm tra động cơ	(e)	10	22	12	
Quay trở lại hoạt động sau khi kiểm tra	(f)		10	12	
Số tàu bay hoạt động	=(d)-(e)+(f)	83	86	109	126
Tăng trưởng		-3%	4%	27%	16%
So với năm 2019		17%	21%	54%	77%

Ghi chú: không tính số tàu bay Boeing bàn giao mới do VJC sẽ cho Thai Vietjet thuê lại
Nguồn: VJC, HSC

Bảng 7: Ước tính số lượng tàu bay đang hoạt động, Việt Nam

Chúng tôi ước tính số lượng tàu bay đang hoạt động năm 2025 sẽ thấp hơn năm 2019 là 8% và giai đoạn 2026/2027 sẽ cao hơn năm 2019 là 8%/22%

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
HVN	106	107	105	101	106	86	90	95	107
VJC	71	73	76	76	86	83	86	109	126
Bamboo	22	30	30	30	11	8	7	7	7
Vietravel				3	3	3	3	3	3
Tổng cộng	199	210	211	210	206	180	186	214	243
Tăng trưởng	14%	6%	0%	0%	-2%	-13%	3%	15%	14%
So với năm 2019		6%	6%	6%	4%	-10%	-7%	8%	22%

Nguồn: HSC

Sau khi phân tích tác động của thị trường đến công suất của HVN (đo lường bằng công suất ghế luân chuyển (ASK)), HSC giữ nguyên dự báo cho năm 2025-2026. Dự báo mới cho thấy mức tăng trưởng lần lượt là 5,6%, 7,0% và 7,0% trong giai đoạn 2025-2027 – thấp hơn một chút so với mức tăng trưởng 8,4% của năm 2024.

Bảng 8: Giả định các chỉ số hoạt động, HVN

Giả định lưu lượng hành khách, hiệu suất và lợi suất tăng

	Đơn vị	Dự báo cũ			Thực tế/Dự báo mới				Điều chỉnh	
		2024F	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F
ASK	Tỷ ghế-km	45,849	48,600	52,002	46,041	48,600	52,002	55,642	0.0%	0.0%
Tăng trưởng		7.9%	6.0%	7.0%	8.4%	5.6%	7.0%	7.0%		
RPK	Tỷ khách-km	36,735	39,026	41,562	37,033	39,512	42,278	45,237	1.2%	1.7%
Tăng trưởng		10.6%	6.2%	6.5%	11.5%	6.7%	7.0%	7.0%		
Hiệu suất sử dụng ghế	%	80.1%	80.3%	79.9%	80.4%	81.3%	81.3%	81.3%	+1.0ppts	+1.4ppts
Tăng trưởng		+2.8ppts	+0.2ppts	-0.2ppts	+2.8ppts	+0.9ppts	+0.0ppts	+0.0ppts		
Lợi suất hành khách	Đồng/khách-km	1,938	1,830	1,795	1,971	1,944	1,922	1,922	6.2%	7.1%
Tăng trưởng		4.7%	-5.6%	-2.0%	6.5%	-1.4%	-1.1%	0.0%		
Chi phí đơn vị	Đồng/ghế-km	1,711	1,600	1,570	1,689	1,691	1,675	1,675	5.7%	6.7%
Tăng trưởng		1.6%	-6.5%	-1.9%	0.3%	0.1%	-1.0%	0.0%		

Nguồn: HSC

Lưu lượng hành khách / nhu cầu

Về nhu cầu, chúng tôi tăng bình quân 1,5% dự báo khách luân chuyển (RPK) của HVN cho năm 2025-2026 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Dự báo mới cho thấy mức tăng trưởng lần lượt là 6,7%, 7,0% và 7,0% trong giai đoạn 2025-2027 – thấp hơn đáng kể so với mức tăng trưởng 11,5% của năm 2024. Theo đó, hệ số sử dụng ghế được kỳ vọng đạt 81,3% trong năm nay (tăng 0,9 điểm phần trăm so với năm 2024 và tăng 1,0 điểm phần trăm so với dự báo trước đó), sau đó duy trì ở mức này trong năm 2026 (tăng 1,4 điểm phần trăm so với dự báo trước đó) và năm 2027.

HSC nhận thấy tổng số hành khách tại Việt Nam sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2025-2027 nhờ sự tăng trưởng liên tục của nhu cầu quốc tế và sự phục hồi của nhu cầu trong nước. Cụ thể:

- Năm 2024, tổng số hành khách tại Việt Nam đạt 110 triệu lượt (giảm 3% so với năm trước) do nhu cầu trong nước giảm 15% xuống 68,6 triệu lượt trong khi nhu cầu quốc tế tăng mạnh 27% đạt 41,4 triệu lượt.
- Tuy nhiên, nhu cầu trong nước đã có những cải thiện tích cực khi tốc độ giảm của số lượng hành khách đã chậm lại. Trong Q4/2024, số lượng hành khách trong nước chỉ giảm 3% so với cùng kỳ xuống 15,7 triệu lượt (giảm 13,3% so với quý trước) so với mức giảm 17,6% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2024.

Với xu hướng tích cực này, HSC kỳ vọng nhu cầu trong nước sẽ quay trở lại tăng trưởng 7% trong năm 2025. Cho năm 2026 và 2027, chúng tôi dự báo nhu cầu trong nước sẽ tăng trưởng lần lượt 7% và 10%.

- Nhu cầu quốc tế dự báo tăng trưởng lần lượt 14%, 13% và 16% trong các năm 2025, 2026, 2027. Động lực chính cho sự tăng trưởng này sẽ đến từ thị trường Trung Quốc, thị trường này trong năm 2024 mới chỉ phục hồi lên mức 64% so với mức trước dịch, đạt 3,7 triệu lượt khách. Trong khi đó, nếu không tính Trung Quốc, các thị trường khác trong năm 2024 đã vượt mức trước dịch 13%.
- Theo đó, tổng số lượng hành khách Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng lần lượt 10%, 9%, 12% trong các năm 2025, 2026, 2027. Mức tăng trưởng cao hơn trong năm 2027 chủ yếu sẽ đến từ việc Cảng hàng không Quốc tế Long Thành bắt đầu đi vào hoạt động từ cuối năm 2026, giúp tăng công suất cho khu vực miền Nam và giải quyết tình trạng quá tải tại Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất hiện nay

Như đã đề cập ở trên, HSC ước tính số lượng tàu bay trong năm 2025, 2026, 2027 sẽ lần lượt giảm 7% rồi tăng trưởng 8% và 22% so với mức của năm 2019. Các mức này thấp hơn lần lượt 4%, 13%, 27% so với mức tăng trưởng ước tính của số lượng hành khách. Điều này cho thấy nhu cầu tăng trưởng tốt hơn so với nguồn cung, qua đó hỗ trợ hệ số sử dụng ghế và tỷ suất lợi nhuận của HVN trong giai đoạn này so với mức trước đại dịch.

Bảng 9: Số lượng hành khách hàng không, Việt Nam

Chúng tôi dự báo số lượng hành khách năm 2025/2026/2027 sẽ cao hơn so với thời kỳ trước COVID lần lượt là 4%/13%/27%

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Số lượng hành khách									
Quốc tế	41.8	7.4	0.5	12.0	32.6	41.4	47.4	53.4	61.9
Nội địa	74.6	57.8	29.6	87.1	80.4	68.6	73.4	78.5	86.3
Tổng cộng	116.3	65.2	30.1	99.0	113.0	110.0	120.8	131.9	148.3
Tăng trưởng									
Quốc tế	14%	-82%	-93%	2202%	173%	27%	14%	13%	16%
Nội địa	12%	-22%	-49%	194%	-8%	-15%	7%	7%	10%
Tổng cộng	12%	-44%	-54%	229%	14%	-3%	10%	9%	12%
Tăng trưởng so với 2019									
Quốc tế		-82%	-99%	-71%	-22%	-1%	14%	28%	48%
Nội địa		-22%	-60%	17%	8%	-8%	-2%	5%	16%
Tổng cộng		-44%	-74%	-15%	-3%	-5%	4%	13%	27%

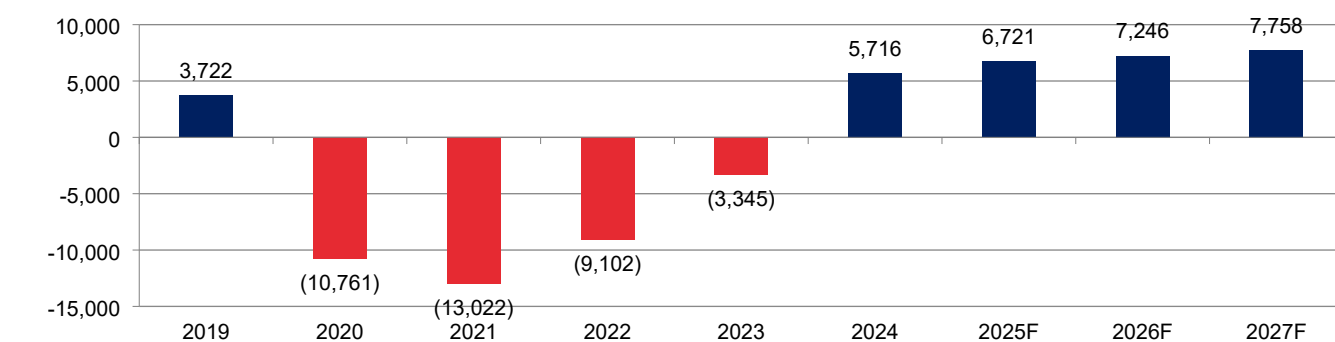
Nguồn: HSC

Dự báo mới

HSC tăng bình quân 28% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2025-2026 lên 6,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và 7,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%) nhờ tăng giả định hệ số sử dụng ghế và lợi suất hành khách, phản ánh KQKD Q4/2024 cao hơn dự báo và triển vọng nhu cầu mạnh mẽ như đã đề cập ở trên.

Biểu đồ 10: LNTT cốt lõi (Tỷ đồng), HVN

Lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 sẽ cao hơn mức trước đại dịch nhờ nhu cầu tăng và thiếu nguồn cung máy bay



Nguồn: HSC

Bảng 11: Điều chỉnh dự báo, HVN

Nâng bình quân 28% dự báo LNTT của HĐKD cốt lõi giai đoạn 2025/2026

	2024A	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh	
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2025	2026
Doanh thu thuần	105,787	104,257	106,287	111,292	111,310	117,572	125,158	5%	6%
Lợi nhuận thuần	6,883	7,161	3,871	4,123	5,782	6,245	6,695	49%	51%
LNTT cốt lõi	5,716	4,492	5,288	5,587	6,721	7,246	7,758	27%	30%
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	16%	14%	2%	5%	5%	6%	6%		
Lợi nhuận thuần	Đảo chiều	Đảo chiều	-46%	7%	-16%	8%	7%		
LNTT cốt lõi	Đảo chiều	Đảo chiều	18%	6%	18%	8%	7%		

Nguồn: HSC

Công suất bay và nhu cầu: Như đã thảo luận ở trên, HSC duy trì dự báo công suất (ghế luân chuyển (ASK)) cho năm 2025-2026 nhưng tăng bình quân 1,5% ước tính lưu lượng hành khách (RPK) nhờ triển vọng nhu cầu mạnh mẽ. Ngoài ra, chúng tôi cũng tăng bình quân 1,2 điểm phần trăm ước tính hệ số sử dụng ghế.

Lợi suất hành khách: HSC tăng bình quân 6,6% giả định lợi suất hành khách năm 2025-2026 do tin rằng HVN có thể duy trì mức giá vé cao như hiện tại nhờ động lực cung-cầu thuận lợi.

Chi phí đơn vị: HSC tăng bình quân 6,2% dự báo chi phí đơn vị cho năm 2025-2026, chủ yếu do tăng giả định chi phí thuê tàu bay và giá nhiên liệu bay. Cụ thể, chúng tôi tăng bình quân 7% giả định chi phí thuê tàu bay do HVN sẽ cần thuê thêm tàu bay để duy trì tăng trưởng công suất trong bối cảnh thiếu tàu bay. Bên cạnh đó, chúng tôi cập nhật dự báo mới nhất của EIA với mức giá dầu là 93USD/thùng cho năm 2025-2026, tăng bình quân 1,5% so với ước tính trước đó. Lưu ý, chi phí thuê tàu bay và chi phí nhiên liệu chiếm lần lượt 16% và 32% tổng chi phí hoạt động.

Dự báo mới cho năm 2025

Cho năm 2025, HSC dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi và doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt 18% và 5% đạt lần lượt 6,7 nghìn tỷ đồng và 111,3 nghìn tỷ đồng. Lợi nhuận thuần dự báo đạt 5,8 nghìn tỷ đồng (giảm 16%) do không có khoản lợi nhuận không thường xuyên như năm trước. EBITDA dự báo đạt 25,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 4%).

Yếu tố thúc đẩy lợi nhuận sẽ là lưu lượng hành khách tăng trưởng 7% và hệ số sử dụng ghế tăng lên mức 81,3% (tăng 0,9 điểm phần trăm) nhờ sự tăng trưởng liên tục của nhu cầu quốc tế và sự phục hồi của nhu cầu trong nước.

Dự báo mới cho năm 2026 và dự báo lần đầu cho năm 2027

Cho năm 2026, HSC dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi và doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt 8% và 6% đạt lần lượt 7,3 nghìn tỷ đồng và 117,5 nghìn tỷ đồng. Cho năm 2027, chúng tôi dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi và doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt 7% và 6% đạt lần lượt 7,8 nghìn tỷ đồng và 125,2 nghìn tỷ đồng. EBITDA năm 2026 và 2027 dự báo đạt lần lượt 26,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 4%) và 27,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,3%).

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HVN và tăng 12% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 38.700đ do tăng dự báo lợi nhuận.

Giả định WACC không đổi ở mức 10,4%, dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% và beta 1,2. Chúng tôi cũng giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0%. Chúng tôi trình bày các tính toán và giả định định giá cơ bản trong các biểu đồ dưới đây.

Bảng 12: Định giá, HVN

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	(2,587)	6,775	6,956	7,231	7,534	7,750
Cộng:	-	-	-	-	-	-
Khấu hao	5,986	5,095	4,365	4,371	4,416	4,516
Trừ:	-	-	-	-	-	-
Thuế	(269)	(455)	(536)	(577)	(618)	(635)
Thay đổi vốn lưu động	428	(2,602)	(7,178)	(2,522)	(5,176)	(414)
Chi phí đầu tư	(318)	(299)	(74)	(287)	(2,279)	(2,662)
FCFF	3,240	8,514	3,534	8,216	3,877	8,555

Nguồn: HSC

Bảng 13: Tính toán WACC, HVN

Chúng tôi giả định WACC là 10,4%, không thay đổi

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	12.8%
Tỷ trọng vốn CSH	50%
Tỷ trọng nợ	50%
WACC	10.4%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Định giá DCF, HVN

Giá mục tiêu theo mô hình định giá của HSC là 38.700đ

	Đơn vị	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ	Tỷ đồng	77,547
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến 2028	Tỷ đồng	20,525
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	98,072
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	4,303
Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn, điều chỉnh	Tỷ đồng	16,670
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	85,705
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	2,214.4
Giá trị hợp lý của cp	Đồng	38,704

Nguồn: HSC

Bảng 15: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn, HVN

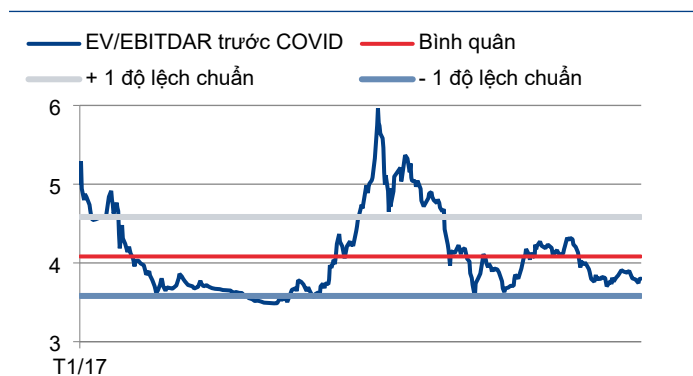
Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	36,922	35,760	34,659	33,617	32,627
	1.5%	39,078	37,786	36,567	35,416	34,327
	2.0%	41,507	40,062	38,704	37,424	36,218
	2.5%	44,266	42,637	41,111	39,680	38,334
	3.0%	47,427	45,573	43,845	42,231	40,720

Nguồn: HSC

Biểu đồ 16: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm, trước COVID, HVN

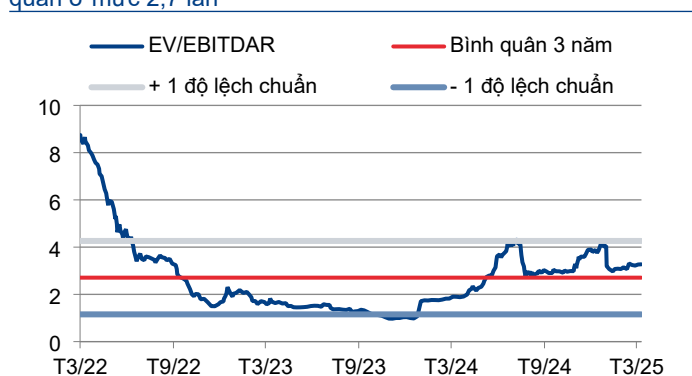
Bình quân đạt 4,1 lần trước COVID



Nguồn: HSC

Biểu đồ 17: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm, từ T3-2022, HVN

Hiện tại đạt 3,1 lần cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 2,7 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,1 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 2,7 lần và bình quân trước đại dịch ở mức 4,1 lần. HSC cho rằng 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, do lợi nhuận của HVN có khả năng vượt mức trước dịch nhờ cạnh tranh giảm, thị phần tăng và việc tái cấu trúc JPA, HSC tin rằng HVN đang có định giá hấp dẫn với mức định giá thấp hơn so với mức trước đại dịch; chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với cổ phiếu này.

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Mức độ phục hồi của nhu cầu trong nước và quốc tế thấp hơn/cao hơn dự báo: HSC hiện giả định nhu cầu trong nước sẽ quay trở lại tăng trưởng 7% trong năm 2025 từ mức nền thấp của năm trước. Nếu mức phục hồi thấp hơn dự báo, điều này sẽ tạo ra rủi ro KQKD thực hiện thấp hơn dự báo của chúng tôi. Ngoài ra, thị trường Trung Quốc được xem là động lực chính cho tăng trưởng nhu cầu quốc tế năm 2025. Do đó, nếu lượng khách từ Trung Quốc phục hồi chậm hơn dự kiến do điều kiện kinh

tế suy yếu vì chiến tranh thương mại, điều này sẽ tạo thêm rủi ro KQKD thực hiện thấp hơn dự báo.

Công suất tăng trưởng cao hơn/thấp hơn dự báo: Nếu nguồn cung tàu bay vượt dự báo của HSC, dẫn đến công suất tăng, điều này có thể khiến hệ số sử dụng ghế và lợi suất giảm, tạo ra rủi ro KQKD thực hiện thấp hơn dự báo. Ngược lại, nếu nguồn cung tàu bay thấp hơn kỳ vọng, điều này sẽ tạo ra tiềm năng KQKD thực hiện cao hơn dự báo.

Khả năng có lợi nhuận không thường xuyên: Do các vấn đề kỹ thuật của Pratt & Whitney dẫn đến 20 tàu bay phải ngừng hoạt động để kiểm tra động cơ, nhà sản xuất động cơ sẽ bồi thường chi phí thuê máy bay cho HVN trong thời gian kiểm tra. Theo HVN, khoản bồi thường này ước tính là 2 nghìn tỷ đồng. Ngoài ra, HVN dự kiến sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận còn lại khoảng 400 tỷ đồng từ quá trình tái cấu trúc JPA (khoản lợi nhuận 4.700 tỷ đồng đã được ghi nhận trong năm 2024).

Tổng cộng, lợi nhuận không thường xuyên ước tính là 2,4 nghìn tỷ đồng, có khả năng sẽ được ghi nhận trong những năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa các khoản lợi nhuận không thường xuyên này vào mô hình dự báo do chưa xác định được thời điểm ghi nhận cụ thể.

Các dự án đầu tư tại Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (LTIA): Các công ty con của HVN (thông qua ba pháp nhân) đã được chọn làm nhà đầu tư cho bốn dự án thành phần tại LTIA, bao gồm dự án dịch vụ mặt đất số 1, dự án cung cấp suất ăn số 1 và hai hangar bảo dưỡng tàu bay (số 1 và số 4). Tổng vốn đầu tư của các dự án này là 3 nghìn tỷ đồng và thời gian thi công khoảng 18 tháng, dự kiến hoàn thành vào nửa cuối năm 2026. Do chưa có đủ thông tin chi tiết, HSC chưa đưa các dự án này vào mô hình dự báo của mình.

Kế hoạch phát hành cổ phiếu mới: HVN đã được Chính phủ phê duyệt cho phép phát hành thêm cổ phiếu theo mệnh giá để huy động tối đa 22 nghìn tỷ đồng. Việc tăng vốn có khả năng chia thành hai giai đoạn trong năm 2025-2026 với 9 nghìn tỷ đồng dự kiến sẽ được huy động trong năm 2025 và 13 nghìn tỷ đồng còn lại trong năm 2026. HVN sẽ trình kế hoạch phát hành năm 2024 tại ĐHCĐ năm 2025 để xin ý kiến cổ đông phê duyệt. Số vốn thu được sẽ được sử dụng để tài trợ cho các dự án đầu tư tại LTIA như đã đề cập ở trên và để mở rộng đội tàu bay. HSC hiện chưa đưa kế hoạch phát hành cổ phiếu này vào mô hình dự báo.

Khả năng thoái vốn các công ty con: HVN đang có kế hoạch thoái vốn các công ty con thông qua phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO). Các công ty con dự kiến thoái vốn bao gồm CTCP dịch vụ hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS, không niêm yết, HVN sở hữu 55% cổ phần) và nhà cung cấp dầu tàu bay Skypec (không niêm yết, HVN sở hữu 100% cổ phần). 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. Các hoạt động thoái vốn này tạo ra tiềm năng KQKD thực hiện cao hơn so với dự báo của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	91,540	105,787	111,310	117,572	125,158
Lợi nhuận gộp	3,885	13,826	14,192	14,874	15,669
Chi phí BH&QL	(6,473)	(7,051)	(7,235)	(7,642)	(8,135)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(2,587)	6,775	6,956	7,231	7,534
Lãi vay thuần	(3,479)	(4,328)	(539)	(306)	(118)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	88.2	70.5	74.1	77.8	81.7
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	615	5,206	229	243	260
LN TT	(5,363)	7,723	6,721	7,246	7,758
Chi phí thuế TNDN	(269)	(455)	(536)	(577)	(618)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(299)	(384)	(403)	(424)	(445)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	(5,930)	6,883	5,782	6,245	6,695
Lợi nhuận thuần ĐC	(5,930)	6,883	5,782	6,245	6,695
EBITDA ĐC	3,399	11,870	11,321	11,602	11,950
EPS (đồng)	(2,678)	3,108	2,611	2,820	3,023
EPS ĐC (đồng)	(2,678)	3,108	2,611	2,820	3,023
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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	2,551	4,651	3,267	8,852	11,035
Đầu tư ngắn hạn	920	984	1,036	1,094	1,165
Phải thu khách hàng	6,122	7,455	7,844	8,286	8,820
Hàng tồn kho	3,431	3,359	3,535	3,734	3,974
Các tài sản ngắn hạn khác	1,860	1,012	1,065	1,125	1,198
Tổng tài sản ngắn hạn	14,884	17,462	16,748	23,091	26,193
TSCĐ hữu hình	13,706	12,885	10,609	8,599	7,404
TSCĐ vô hình	148	241	279	321	368
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	507	483	489	495	503
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,299	1,422	1,422	1,422	1,422
Tài sản dài hạn khác	27,173	25,570	23,762	22,017	21,489
Tổng tài sản dài hạn	42,833	40,602	36,560	32,854	31,186
Tổng cộng tài sản	57,717	58,064	53,308	55,945	57,379
Nợ ngắn hạn	17,562	14,311	9,712	7,189	5,474
Phải trả người bán	30,797	30,182	25,601	23,514	18,774
Nợ ngắn hạn khác	12,280	12,729	13,394	14,148	15,060
Tổng nợ ngắn hạn	61,171	57,813	49,328	45,507	40,007
Nợ dài hạn	9,806	6,172	6,295	6,421	6,549
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.27	1.51	1.59	1.67	1.78
Nợ dài hạn khác	3,764	4,123	1,970	2,080	2,215
Tổng nợ dài hạn	13,572	10,296	8,266	8,503	8,766
Tổng nợ phải trả	74,743	68,109	57,594	54,010	48,773
Vốn chủ sở hữu	(17,515)	(10,709)	(4,950)	1,272	7,943
Lợi ích cổ đông thiểu số	489	663	663	663	663
Tổng vốn chủ sở hữu	(17,026)	(10,045)	(4,287)	1,935	8,606
Tổng nợ phải trả và VCSH	57,717	58,064	53,308	55,945	57,379
BVPS (đ)	(7,910)	(4,836)	(2,235)	574	3,587
Nợ thuần/(tiền mặt)	24,817	15,832	12,740	4,758	989

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	(2,587)	6,775	6,956	7,231	7,534
Khấu hao	(5,986)	(5,095)	(4,365)	(4,371)	(4,416)
Lãi vay thuần	(3,479)	(4,328)	(539)	(306)	(118)
Thuế TNDN đã nộp	(231)	(325)	(536)	(577)	(618)
Thay đổi vốn lưu động	(971)	(3,655)	(7,894)	(2,999)	(5,609)
Khác	(2,579)	675	(236)	14.2	223
LCT thuần từ HĐKD	1,004	9,661	2,987	8,081	5,851
Đầu tư TS dài hạn	(318)	(299)	(73.6)	(287)	(2,279)
Góp vốn & đầu tư	(1,095)	(1,154)	179	188	197
Thanh lý	834	568	0.00	0.00	0.00
Khác	1,246	1,232	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	667	347	105	(99.4)	(2,082)
Cổ tức trả cho CSH	(306)	(514)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,621	(2,818)	(4,476)	(2,397)	(1,586)
Khác	(2,928)	(4,571)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,613)	(7,903)	(4,476)	(2,397)	(1,586)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,490	2,551	4,651	3,267	8,852
LCT thuần trong kỳ	57.6	2,106	(1,384)	5,585	2,183
Ảnh hưởng của tỷ giá	3.14	(6.09)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,551	4,651	3,267	8,852	11,035
Dòng tiền tự do	686	9,363	2,914	7,794	3,572

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	4.24	13.1	12.7	12.7	12.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	3.71	11.2	10.2	9.87	9.55
Tỷ suất LNT (%)	(6.48)	6.51	5.19	5.31	5.35
Thuế TNDN hiện hành (%)	(5.02)	5.90	7.97	7.97	7.97
Tăng trưởng doanh thu (%)	30.0	15.6	5.22	5.63	6.45
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	179	249	(4.63)	2.48	3.00
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	47.5	216	(16.0)	8.01	7.20
Tăng trưởng EPS (%)	47.5	216	(16.0)	8.01	7.20
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	47.5	216	(16.0)	8.01	7.20
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	40.8	(48.8)	(73.8)	(340)	145
ROACE (%)	(96.2)	(423)	329	100	54.2
Vòng quay tài sản (lần)	1.55	1.83	2.00	2.15	2.21
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.39)	1.43	0.43	1.12	0.78
Số ngày tồn kho	14.3	13.3	13.3	13.3	13.2
Số ngày phải thu	25.5	29.6	29.5	29.4	29.4
Số ngày phải trả	128	120	96.2	83.6	62.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(143)	(150)	(262)	393	15.7
Nợ/tài sản (%)	47.8	35.7	30.5	24.8	21.4
EBIT/lãi vay (lần)	(0.74)	1.57	12.9	23.6	63.7
Nợ/EBITDA (lần)	8.11	1.74	1.43	1.19	1.03
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.24	0.30	0.34	0.51	0.65
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.96	0.75	0.69	0.58	0.52
EV/EBITDA ĐC (lần)	25.9	6.69	6.74	5.89	5.40
P/E (lần)	N/a	9.14	10.9	10.1	9.39
P/E ĐC (lần)	N/a	9.14	10.9	10.1	9.39
P/B (lần)	(3.59)	(5.87)	(12.7)	49.5	7.92
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