

Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

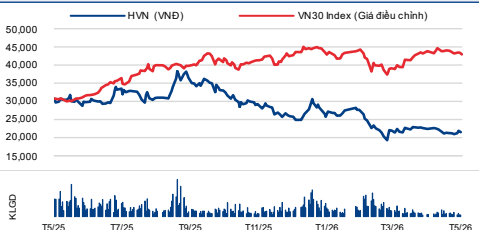
Giá mục tiêu: VNĐ22,400 (từ VNĐ34,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 4.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026)	21,400
Mã Bloomberg	HVN VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	19,300-38,250
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	21,570
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	66,640
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,531
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,114
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	934
Slg CP NN được mua (tr.đv)	676
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	8.29%
Tỷ lệ freefloat	7.25%
Cổ đông lớn	SCIC (47.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(5.31)	(22.5)	(30.4)
So với chỉ số	(4.22)	(20.1)	(50.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	967	2,855	(66.1)
2027F	2,186	3,118	(29.9)
2028F	2,367	2,367	0.0

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

Giám đốc, Ngành Công Nghiệp
 trang.ctmai@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4848

Giá nhiên liệu tăng vọt làm mờ triển vọng; hạ k/n xuống Năm giữ

- HSC hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và giảm giá mục tiêu xuống còn 22.300đ (từ mức 34.600đ trước đây) do giảm dự báo lợi nhuận, dưới tác động của giá nhiên liệu bay tăng vọt.
- Chúng tôi giảm bình quân 48% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026/2027 sau khi tăng giả định giá nhiên liệu bay. Mặc dù có thể áp dụng phụ thu nhiên liệu trên các tuyến bay quốc tế, giá vé trong nước của HVN vẫn chịu sự điều tiết của khung giá trần. Biện pháp hành chính này đã giới hạn khả năng chuyển áp lực chi phí nhiên liệu tăng cao sang cho hành khách. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm mạnh 58% so với cùng kỳ xuống còn 3 nghìn tỷ đồng.
- HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,2 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 2,6 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2026 và biến động giá nhiên liệu bay

Lợi nhuận thuần Q1/2026 của HVN tích cực, đạt 4,4 nghìn tỷ đồng (tăng 29% so với cùng kỳ). Mức tăng trưởng lợi nhuận bất phá này được hỗ trợ bởi lợi suất hành khách vững chắc (tăng 12% so với cùng kỳ) và hệ số hệ số sử dụng ghế tăng 0,7 điểm phần trăm. Bên cạnh đó, mặc dù giá nhiên liệu bay đã tăng vọt từ tháng 3 do tình hình căng thẳng tại Trung Đông, tác động từ chi phí nhiên liệu tăng cao hoàn toàn chưa phản ánh vào KQKD Q1/2026 do chi phí nhiên liệu của HVN có độ trễ một tháng so với giá thế giới. Trong khi đó, hãng hàng không này đã tăng một phần giá vé từ tháng 3. Tổng hòa các yếu tố trên đã giúp lợi nhuận Q1/2026 đạt mức tăng trưởng tích cực.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi nhuận sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực từ Q2/2026 và HVN có khả năng sẽ ghi nhận lỗ thuần từ 2 đến 3 nghìn tỷ đồng khi tác động từ giá nhiên liệu bay tăng cao bắt đầu phản ánh vào chi phí hoạt động.

Tác động: Giảm bình quân 48% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026/2027

HSC giảm bình quân 48% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026/2027, sau khi tăng giả định giá nhiên liệu bay. Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 67% và 43% giả định giá nhiên liệu bay bình quân cho năm 2026 và 2027 lên 140 USD/thùng (tăng 61% so với cùng kỳ) và 120 USD/thùng (giảm 15% so với cùng kỳ), bám sát theo kịch bản giá năng lượng của Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA).

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm 58% so với cùng kỳ xuống còn 3 nghìn tỷ đồng. Cho năm 2027, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ phục hồi mạnh, lên mức 6,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 126%), dựa trên kỳ vọng giá dầu giảm vào năm sau. Chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với lợi nhuận thuần đạt 7,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%), nhờ sự phục hồi và gia tăng tự nhiên của số lượng hành khách.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với HVN xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu mới là 22.300đ (tiềm năng tăng giá là 4%). Sau khi giá cổ phiếu giảm 20% trong 3 tháng qua, HVN hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,2 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm tính từ tháng 1/2023 ở mức 2,6 lần. Mặc dù chúng tôi nhận thấy đợt điều chỉnh giá cổ phiếu gần đây đã phản ánh phần lớn áp lực từ chi phí nhiên liệu tăng cao, hồ sơ rủi ro-lợi nhuận của công ty trở nên kém hấp dẫn hơn trước đây. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HVN xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 1/6.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	11,817	13,984	8,418 ▼	12,442 ▼	13,084
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	7,473	7,204	3,010 ▼	6,801 ▼	7,366
EPS ĐC (đồng)	3,375	2,705	967 ▼	2,186 ▼	2,367
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	(4,523)	1,906	2,866 ▼	5,044 ▼	7,404
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.41	5.05	8.87	5.37	4.52
P/E ĐC (lần)	6.34	7.91	22.1	9.79	9.04
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	(4.73)	11.2	7.47	4.24	2.89
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	226	(19.8)	(64.2)	126	8.30
ROAE (%)	(54.3)	(353)	40.5	55.3	38.0

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

Áp lực chi phí nhiên liệu leo thang đè nặng triển vọng lợi nhuận

HSC hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) do triển vọng lợi nhuận trở nên thách thức hơn trước sự tăng vọt của chi phí nhiên liệu. Chúng tôi cho rằng khả năng chuyển hoàn toàn phần chi phí tăng thêm này vào giá vé máy bay là khó xảy ra. Mặc dù có thể áp dụng phụ thu nhiên liệu trên các tuyến bay quốc tế, giá vé trong nước vẫn chịu sự điều tiết của khung giá trần. Biện pháp hành chính này làm giới hạn khả năng chuyển áp lực chi phí nhiên liệu tăng cao sang cho hành khách. Do đó, tỷ suất lợi nhuận dự kiến sẽ thu hẹp đáng kể, đặc biệt là trong Q2/2026.

Phân tích lợi nhuận Q1/2026

Lợi nhuận thuần và doanh thu thuần Q1/2026 của HVN đạt lần lượt 4,4 nghìn tỷ đồng (tăng 29% so với cùng kỳ) và 36,9 nghìn tỷ đồng (tăng 21% so với cùng kỳ). Mặc dù giá nhiên liệu bay đã tăng vọt từ tháng 3 do xung đột leo thang tại Trung Đông, áp lực này vẫn chưa phản ánh hoàn toàn vào chi phí vận hành của Q1/2026. Thay vào đó, lợi nhuận vững chắc trong quý đến từ đà tăng trưởng tích cực của sản lượng hành khách cùng với sự cải thiện đáng kể của lợi suất hành khách trong quý.

- Sản lượng hành khách trong Q1/2026 cải thiện 17,2% so với cùng kỳ, và hệ số sử dụng ghế tăng lên 84,4% (từ mức 83,7% của cùng kỳ năm ngoái). Động lực tăng trưởng sản lượng chủ yếu được dẫn dắt bởi nhu cầu thị trường quốc tế ổn định, đặc biệt là trên các tuyến bay sang châu Âu. Phân khúc này ghi nhận hệ số sử dụng ghế và lợi suất hành khách cải thiện rõ rệt, chủ yếu nhờ tình hình gián đoạn của các hãng bay ở Trung Đông đã dịch chuyển nhu cầu của hành khách sang HVN.
- Lợi suất hành khách tăng 12% so với cùng kỳ, nhờ giá vé cao hơn trên các tuyến bay châu Âu như đã đề cập phần trên. Thêm vào đó, việc HVN tăng giá vé trong tháng 3 để ứng phó với xu hướng tăng của giá nhiên liệu đã góp phần hỗ trợ cho sự cải thiện của lợi suất hành khách trong Q1/2026.
- Về phía chi phí, BLĐ HVN cho biết các khoản mua nhiên liệu bay được định giá dựa trên mức giá thị trường bình quân của tháng trước. Cơ chế này tạo ra độ trễ khoảng một tháng trước khi biến động của giá dầu phản ánh trực tiếp vào chi phí nhiên liệu ghi nhận vào BCTC. Do đó, mặc dù giá nhiên liệu bay bắt đầu tăng mạnh từ tháng 3, mức tăng này vẫn chưa phản ánh vào chi phí nhiên liệu của Q1/2026. Giá nhiên liệu bay bình quân của HVN trong Q1/2026 ở mức 86 USD/thùng, giảm 6% so với cùng kỳ và giảm 4% so với quý trước, giúp tạm thời thúc đẩy tỷ suất lợi nhuận và KQKD trong quý.

Bảng 1: KQKD Q1/2026, HVN

Lợi nhuận thuần trong Q1/2026 tăng mạnh...

Tỷ đồng	Q1/25	Q4/25	Q1/26	So với cùng kỳ	So với quý trước
Doanh thu thuần	30,551	32,291	36,883	21%	14%
Lợi nhuận thuần	3,401	428	4,388	29%	925%

Nguồn: HSC

Bảng 2: Các số liệu hoạt động, HVN

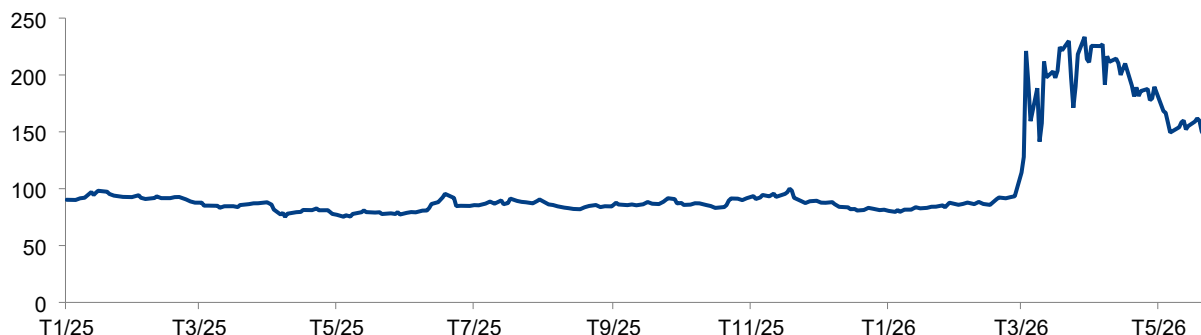
...nhờ giá nhiên liệu bay giảm so với cùng kỳ, lưu lượng hành khách tăng và lợi suất hành khách cải thiện.

	Q1/25	Q4/25	Q1/26	So với cùng kỳ	So với quý trước
ASK (tỷ ghế-km)	12.2	13.5	14.2	16%	6%
RPK (tỷ ghế-km)	10.2	11.1	12.0	17%	8%
Hệ số sử dụng ghế (%)	83.7%	82.6%	84.4%	+0.7ppts	+1.8ppts
Lợi suất hành khách (đồng/khách-km)	2,144	1,943	2,405	12%	24%
Chi phí đơn vị (đồng/ghế-km)	1,723	1,872	1,759	2%	-6%
Giá nhiên liệu (USD/thùng)	91.0	89.3	86.0	-6%	-4%

Nguồn: HSC

Bảng 3: Giá nhiên liệu bay (USD/thùng)

Giá nhiên liệu bay tăng mạnh kể từ tháng 3 do căng thẳng tại Trung Đông.



Nguồn: Bloomberg, HSC

Triển vọng lợi nhuận Q2/2026

HSC kỳ vọng chi phí nhiên liệu bình quân của HVN sẽ tăng mạnh kể từ Q2/2026, khi áp lực từ giá nhiên liệu bay tăng cao bắt đầu phản ánh đầy đủ vào cấu trúc chi phí vận hành của công ty. Mặc dù giá dầu đã hạ nhiệt từ mức đỉnh giữa tháng 4, giá nhiên liệu bay bình quân trong tháng 5 vẫn neo ở mức cao gần gấp đôi so với cùng kỳ.

Chúng tôi lưu ý rằng HVN đã tăng giá vé để bù đắp một phần chi phí nhiên liệu tăng thêm. Các tuyến bay quốc tế có thể áp dụng phụ phí nhiên liệu, cho phép các hãng hàng không chuyển mức tăng chi phí này sang hành khách. Tuy nhiên, các tuyến bay trong nước không được áp dụng cơ chế phụ thu nhiên liệu bay và vẫn chịu sự điều tiết chặt chẽ của khung giá trần. Rào cản pháp lý này làm giới hạn đáng kể khả năng chuyển áp lực chi phí nhiên liệu tăng thêm sang hành khách. Do đó, chúng tôi tin rằng HVN sẽ không thể chuyển hoàn toàn phần tăng thêm của chi phí nhiên liệu sang hành khách trong Q2/2026.

Chúng tôi dự báo chi phí nhiên liệu trong Q2/2026 sẽ tăng khoảng 6–8 nghìn tỷ đồng so với Q1/2026. Đồng thời, nhu cầu đi lại trong Q2 thường thấp hơn về mặt mùa vụ sau chu kỳ đạt đỉnh vào dịp Tết Nguyên Đán trong Q1. Sự hạ nhiệt này nhiều khả năng sẽ kéo theo sản lượng hành khách và hệ số sử dụng ghế sẽ thấp hơn so với quý trước. Do đó, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ thu hẹp đáng kể trong Q2/2026 và HVN có khả năng sẽ ghi nhận lỗ thuần từ 2 đến 3 nghìn tỷ đồng trong quý này.

Rủi ro thua lỗ trong Q2, cùng với tình hình bất ổn xung quanh giá nhiên liệu bay và diễn biến địa chính trị, nhiều khả năng sẽ đè nặng lên tâm lý nhà đầu tư, từ đó tiếp tục tạo áp lực lớn lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Dự báo mới

HSC giảm bình quân 48% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026/2027, sau khi tăng giả định giá nhiên liệu bay. Chúng tôi áp dụng kịch bản dự báo mới nhất từ EIA cho giá nhiên liệu bay ở mức lần lượt là 140 USD/thùng (tăng 61% so với cùng kỳ) và 120 USD/thùng (giảm 15% so với cùng kỳ) cho năm 2026-2027. Các mức giá này cao hơn lần lượt 67% và 43% so với các giả định trước đây của chúng tôi. Đồng thời, chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Các thay đổi liên quan đến dự báo và giả định như sau:

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm 58% so với cùng kỳ xuống còn 3 nghìn tỷ đồng do giá nhiên liệu bay tăng 61% so với cùng kỳ. Chúng tôi tăng 32% giả định lợi suất hành khách nhằm phản ánh động thái tăng giá vé của HVN để bù đắp cho phần chi phí tăng thêm. Tuy nhiên, rủi ro chi phí nhiên liệu bay tăng mạnh dự kiến sẽ thu hẹp tỷ suất lợi nhuận.

Cho năm 2027, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh ở mức 127% lên 6,8 nghìn tỷ đồng khi áp lực chi phí nhiên liệu hạ nhiệt. Mô hình dự báo của chúng tôi giả định giá nhiên liệu bay bình quân sẽ hạ nhiệt 15% so với cùng kỳ xuống còn 120 USD/thùng theo kịch bản của EIA, qua đó tạo dư địa cho tỷ suất lợi nhuận phục hồi từ mức thấp kỷ lục dự kiến cho năm 2026.

Cho năm 2028, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 8% lên 7,4 nghìn tỷ đồng và giá định giá nhiên liệu bay sẽ đi ngang ở mức 120 USD/thùng trong năm 2028, đồng thời kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ bứt phá nhờ sự tăng trưởng tự nhiên của sản lượng hành khách.

Bảng 4: Dự báo mới, HVN

Hạ mạnh dự báo lợi nhuận của HVN

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Tăng trưởng			Điều chỉnh	
	2025A	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	121,207	119,226	126,962	155,548	155,733	165,880	28%	0%	7%	30%	23%
Lợi nhuận thuần	7,204	8,892	9,712	2,997	6,789	7,353	-58%	127%	8%	-66%	-30%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Điều chỉnh các giả định, HVN

Giả định giá nhiên liệu bay tăng đáng kể

Đơn vị		Dự báo cũ		Dự báo mới		Điều chỉnh	
		2025A	2026	2027	2028	2026	2027
ASK	tỷ ghế-km	51,667	57,781	61,826	56,834	60,812	65,069
Tăng trưởng		12.2%	11.8%	7.0%	10.0%	7.0%	7.0%
RPK	tỷ khách-km	42,687	46,505	49,760	47,383	50,700	54,249
Tăng trưởng		15.3%	8.9%	7.0%	11.0%	7.0%	7.0%
Hệ số sử dụng ghế	%	82.6%	80.5%	80.5%	83.4%	83.4%	83.4%
Tăng trưởng		+2.2ppts	-2.1ppts	0ppts	+0.9ppts	0ppts	0ppts
Lợi suất hành khách	đồng/khách-km	1,991	1,813	1,813	2,400	2,203	2,203
Tăng trưởng		0.9%	-9.0%	0.0%	20.5%	-8.2%	0.0%
Chi phí đơn vị	đồng/ghế-km	1,737	1,511	1,507	2,194	1,966	1,963
Tăng trưởng		2.8%	-13.0%	-0.3%	26.3%	-10.4%	-0.1%
Giá nhiên liệu	USD/thùng	87	84	84	140	120	120
Tăng trưởng		-9.9%	-3.2%	0.0%	61.3%	-14.5%	0.0%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với HVN xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 35% giá mục tiêu xuống còn 22.300đ (từ mức 34.600đ trước đây) do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, bất chấp việc lùi cơ sở định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027.

Chúng tôi giữ nguyên giả định WACC ở mức 13,4%, dựa trên phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, lãi suất phi rủi ro 4% và hệ số beta 1,2 lần (tất cả đều không đổi). Chúng tôi cũng giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%. Chúng tôi trình bày các tính toán, giả định làm cơ sở cho việc định giá trong các số liệu sau đây.

Bảng 6: Tính toán FCFF, HVN

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	(2,587)	6,722	8,388	4,033	8,012	8,553
Cộng:	-	-	-	-	-	-
Khấu hao	5,986	5,095	4,846	4,371	4,416	4,516
Trừ:	-	-	-	-	-	-
Thuế	(269)	(458)	(561)	(239)	(505)	(546)
Thay đổi vốn lưu động	428	(3,530)	(2,639)	(8,689)	(4,525)	(3,051)
Chi phí đầu tư	(318)	(320)	(1,577)	(1,692)	(1,653)	(1,707)
FCFF	3,240	7,508	8,457	(2,216)	5,746	7,766

Nguồn: HSC

Bảng 7: Tính toán WACC, HAVN

Duy trì giả định WACC là 13,4%

	Value
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	14.6%
Chi phí nợ	7.5%
Tỷ trọng vốn CSH	83%
Tỷ trọng nợ	17%
WACC	13.4%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Định giá DCF, HAVN

Giá mục tiêu mới của HAVN là 22.300đ

	Đơn vị	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn giả định		2.0%
Giá trị hiện tại của gt dài hạn	Tỷ đồng	57,673
Giá trị hiện tại của dòng tiền	Tỷ đồng	9,470
Giá trị mảng kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp	Tỷ đồng	67,142
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	16,399
Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn, điều chỉnh	Tỷ đồng	13,999
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	69,543
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	3,114
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng	22,329

Nguồn: HSC

Bảng 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, HAVN

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%	22,107	21,362	20,666	20,016	19,407
	1.5%	23,029	22,217	21,463	20,759	20,102
	2.0%	24,037	23,151	22,329	21,566	20,854
	2.5%	25,146	24,174	23,276	22,443	21,670
	3.0%	26,371	25,299	24,313	23,402	22,559

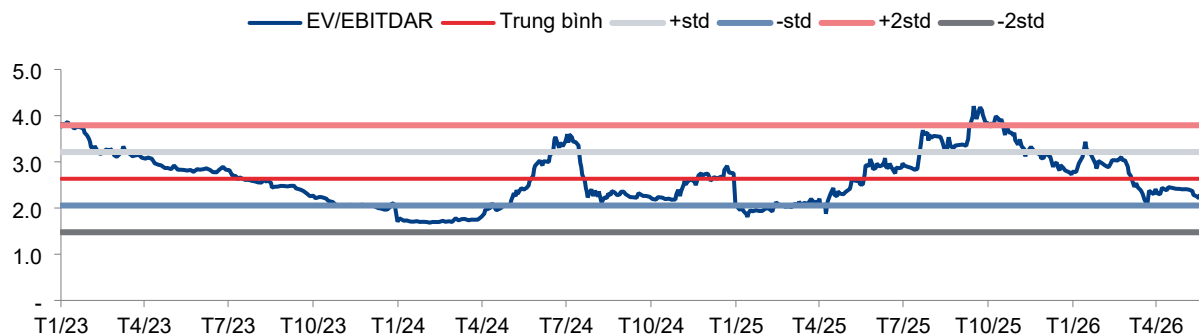
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 22% trong 3 tháng qua do những lo ngại về giá nhiên liệu bay tăng cao, HAVN đang được giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,2 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 2,6 lần. Mặc dù phần lớn rủi ro về giá nhiên liệu bay có vẻ đã được phản ánh vào giá cổ phiếu, chúng tôi tin rằng hồ sơ rủi ro-lợi nhuận của HAVN đã kém hấp dẫn hơn so với quan điểm trước đây. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HAVN xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng).

Bảng 10: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm, HVN

HVN hiện giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,2 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	105,942	121,207	155,588	155,772	165,921
Lợi nhuận gộp	13,902	17,897	15,290	19,282	20,557
Chi phí BH&QL	(7,180)	(8,759)	(11,243)	(11,256)	(11,990)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	6,722	9,138	4,047	8,026	8,568
Lãi vay thuần	(3,685)	(2,066)	(733)	(651)	(584)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	70.3	842	91.4	95.9	101
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	5,217	254	267	280	294
LNTT	8,325	8,168	3,672	7,751	8,379
Chi phí thuế TNDN	(458)	(561)	(239)	(506)	(546)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(393)	(403)	(423)	(444)	(466)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	7,473	7,204	3,010	6,801	7,366
Lợi nhuận thuần ĐC	7,473	7,204	3,010	6,801	7,366
EBITDA ĐC	11,817	13,984	8,418	12,442	13,084
EPS (đồng)	3,375	2,705	967	2,186	2,367
EPS ĐC (đồng)	3,375	2,705	967	2,186	2,367
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,214	2,663	3,111	3,111	3,111
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,214	3,111	3,111	3,111	3,111
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,214	3,111	3,111	3,111	3,111

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	4,627	9,896	5,076	13,992	22,353
Đầu tư ngắn hạn	1,015	8,059	10,345	10,357	11,032
Phải thu khách hàng	7,322	9,427	11,365	11,379	12,120
Hàng tồn kho	3,369	3,796	4,318	4,323	4,604
Các tài sản ngắn hạn khác	1,004	873	1,121	1,122	1,195
Tổng tài sản ngắn hạn	17,338	32,051	32,225	41,173	51,305
TSCĐ hữu hình	12,887	12,114	12,356	12,604	12,856
TSCĐ vô hình	239	223	228	232	237
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	483	656	728	729	750
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,421	2,303	2,303	2,303	2,303
Tài sản dài hạn khác	25,818	25,828	29,045	27,768	28,974
Tổng tài sản dài hạn	40,849	41,124	44,660	43,635	45,120
Tổng cộng tài sản	58,187	73,175	76,885	84,808	96,424
Nợ ngắn hạn	14,311	9,379	9,821	9,554	10,175
Phải trả người bán	30,504	33,937	31,895	31,933	34,014
Nợ ngắn hạn khác	11,761	12,029	15,441	15,459	16,467
Tổng nợ ngắn hạn	57,159	56,433	58,555	58,346	62,146
Nợ dài hạn	6,172	3,725	2,529	3,876	3,953
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.53	4.47	5.74	5.74	6.12
Nợ dài hạn khác	4,199	2,958	1,812	1,814	1,933
Tổng nợ dài hạn	10,372	6,688	4,347	5,696	5,892
Tổng nợ phải trả	67,531	66,445	67,169	68,314	72,588
Vốn chủ sở hữu	(10,017)	5,931	8,917	15,695	23,037
Lợi ích cổ đông thiểu số	672	799	799	799	799
Tổng vốn chủ sở hữu	(9,344)	6,730	9,716	16,494	23,836
Tổng nợ phải trả và VCSH	58,187	73,175	76,885	84,808	96,424
BVPS (đ)	(4,523)	1,906	2,866	5,044	7,404
Nợ thuần/(tiền mặt)	15,856	3,208	7,274	(562)	(8,225)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	6,722	9,138	4,047	8,026	8,568
Khấu hao	(5,095)	(4,846)	(4,371)	(4,416)	(4,516)
Lãi vay thuần	(3,685)	(2,066)	(733)	(651)	(584)
Thuế TNDN đã nộp	(325)	(416)	(239)	(506)	(546)
Thay đổi vốn lưu động	(4,585)	(3,227)	(5,663)	871	554
Khác	1,435	1,336	321	425	510
LCT thuần từ HKKD	9,441	12,278	(2,478)	9,379	9,254
Đầu tư TS dài hạn	(320)	(1,577)	(1,692)	(1,653)	(1,707)
Góp vốn & đầu tư	(1,489)	(8,832)	104	110	115
Thanh lý	568	7.06	0.00	0.00	0.01
Khác	1,492	2,217	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	250	(8,185)	(1,588)	(1,543)	(1,592)
Cổ tức trả cho CSH	(220)	(250)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	8,971	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(3,425)	(4,626)	(754)	1,080	699
Khác	(3,964)	(2,919)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(7,609)	1,175	(754)	1,080	699
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,551	4,627	9,896	5,076	13,992
LCT thuần trong kỳ	2,082	5,268	(4,819)	8,916	8,361
Ảnh hưởng của tỷ giá	(5.85)	1.32	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4,627	9,896	5,076	13,992	22,353
Dòng tiền tự do	9,120	10,701	(4,170)	7,726	7,547

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	13.1	14.8	9.83	12.4	12.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	11.2	11.5	5.41	7.99	7.89
Tỷ suất LNT (%)	7.05	5.94	1.93	4.37	4.44
Thuế TNDN hiện hành (%)	5.50	6.87	6.52	6.52	6.52
Tăng trưởng doanh thu (%)	15.7	14.4	28.4	0.12	6.52
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	248	18.3	(39.8)	47.8	5.16
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	226	(3.60)	(58.2)	126	8.30
Tăng trưởng EPS (%)	226	(19.8)	(64.2)	126	8.30
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	226	(19.8)	(64.2)	126	8.30
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	(54.3)	(353)	40.5	55.3	38.0
ROACE (%)	(554)	103	23.1	35.8	28.2
Vòng quay tài sản (lần)	1.83	1.85	2.07	1.93	1.83
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.40	1.34	(0.61)	1.17	1.08
Số ngày tồn kho	13.4	13.4	11.2	11.6	11.6
Số ngày phải thu	29.0	33.3	29.6	30.4	30.4
Số ngày phải trả	121	120	83.0	85.4	85.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(160)	59.5	86.2	(0.94)	(33.8)
Nợ/tài sản (%)	35.6	18.3	16.6	16.3	15.1
EBIT/lãi vay (lần)	1.82	4.42	5.52	12.3	14.7
Nợ/EBITDA (lần)	1.75	0.96	1.52	1.11	1.11
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.30	0.57	0.55	0.71	0.83
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.60	0.58	0.48	0.43	0.36
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.41	5.05	8.87	5.37	4.52
P/E (lần)	6.34	7.91	22.1	9.79	9.04
P/E ĐC (lần)	6.34	7.91	22.1	9.79	9.04
P/B (lần)	(4.73)	11.2	7.47	4.24	2.89
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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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