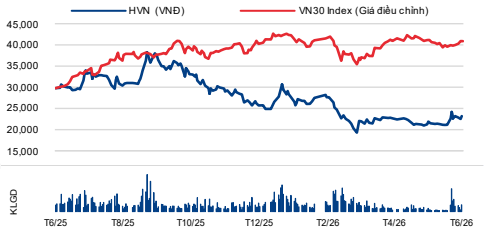
Tổng CTCP Hàng không Việt Nam (HVN - HSX)

Tăng tỷ trọng *(từ Nắm giữ)*
Giá mục tiêu: VNĐ27,000 *(từ VNĐ22,400)*
Tiềm năng tăng/giảm: 17.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/6/2026)	23,000
Mã Bloomberg	HVN VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	19,300-38,250
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	22,820
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	71,622
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,723
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	5.02	4.31	(22.8)
So với chỉ số	6.03	(6.98)	(43.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,537	2,855	(46.2)
2027F	2,815	3,118	(9.7)
2028F	3,101	3,101	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

Bão giông đã qua; nâng k/n lên Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 21% giá mục tiêu lên 27.000đ dựa trên việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận khi KQKD sơ bộ Q2/2026 và các xu hướng cơ bản tốt hơn so với kỳ vọng. Với tiềm năng tăng giá 17% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ).
- Chúng tôi tăng bình quân 32%/40% dự báo LNTT/lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028 nhằm phản ánh việc giảm giả định giá nhiên liệu bay. Hiện tại, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm 34% svck, nhưng sẽ phục hồi mạnh 83% và 10% lần lượt trong hai năm 2027-2028 (tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 10%).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, HVN đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 2,2 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 2,6 lần.

Sự kiện: Công bố KQKD sơ bộ Q2/2026

Ngày 28/6/2026, HVN tổ chức ĐHCĐ và công bố KQKD sơ bộ Q2/2026 của công ty mẹ, ghi nhận lỗ thuần khoảng 2 nghìn tỷ đồng. Mặc dù KQKD hợp nhất vẫn chưa được công bố, HSC dự báo mức lỗ thuần hợp nhất Q2/2026 sẽ rơi vào khoảng 1,5 nghìn tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 2,8 nghìn tỷ đồng trong Q2/2025 và 4,4 nghìn tỷ đồng trong Q1/2026). Đáng chú ý, KQKD sơ bộ Q2/2026 tốt hơn dự báo lỗ thuần hợp nhất từ 2 đến 3 nghìn tỷ đồng của HSC, nhiều khả năng nhờ hệ số sử dụng ghế và lợi suất hành khách cao hơn kỳ vọng, cùng với các biện pháp cắt giảm chi phí quyết liệt được triển khai trong quý để hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận.

Tình trạng thua lỗ trong giai đoạn này chủ yếu do chi phí nhiên liệu tăng vọt: Giá nhiên liệu bay bình quân trong Q2/2026 tăng vọt 123% svck (tăng 112% so với quý trước) lên 182 USD/thùng, dẫn đến chi phí nhiên liệu ước tính tăng thêm 7,2 nghìn tỷ đồng so với Q1/2026. Chúng tôi lưu ý rằng giá dầu hiện tại đã giảm đáng kể từ mức đỉnh và đang giao dịch quanh mức 110 USD/thùng, thấp hơn nhiều so với mức bình quân 182 USD/thùng của Q2/2026 khi thị trường bớt lo ngại về tình trạng gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028

HSC tăng bình quân 32%/40% dự báo LNTT/lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028 dựa trên KQKD sơ bộ Q2/2026 cao hơn kỳ vọng, cũng như các xu hướng cơ bản và giả định về giá nhiên liệu bay đều diễn biến tích cực hơn so với kỳ vọng ban đầu. Hiện tại, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm 34% svck xuống còn 4,8 nghìn tỷ đồng, nhưng lợi nhuận thuần năm 2027-2028 được kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh, lần lượt đạt 8,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 83%) và 9,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,2 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 2,6 lần. HSC tăng 21% giá mục tiêu lên 27.000đ dựa trên việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận nhờ KQKD sơ bộ Q2/2026 và các xu hướng cơ bản tốt hơn so với kỳ vọng. Với tiềm năng tăng giá 17% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tin rằng giai đoạn khó khăn nhất đối với HVN đã qua và lợi nhuận sẽ từng bước hồi phục trong các quý tiếp theo khi áp lực từ chi phí nhiên liệu bắt đầu hạ nhiệt.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/6.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	11,817	13,984	9,780 ▲	13,995 ▲	14,746 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	7,473	7,204	4,781 ▲	8,758 ▲	9,648 ▲
EPS ĐC (đồng)	3,375	2,705	1,537 ▲	2,815 ▲	3,101 ▲
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	(4,523)	1,906	3,435 ▲	6,243 ▲	9,336 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.71	5.40	8.04	4.90	3.98
P/E ĐC (lần)	6.82	8.50	15.0	8.17	7.42
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	(5.08)	12.1	6.69	3.68	2.46
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	226	(19.8)	(43.2)	83.2	10.2
ROAE (%)	(54.3)	(353)	57.5	58.2	39.8

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

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Giai đoạn khó khăn nhất đã qua, tiềm năng tăng trưởng ở phía trước

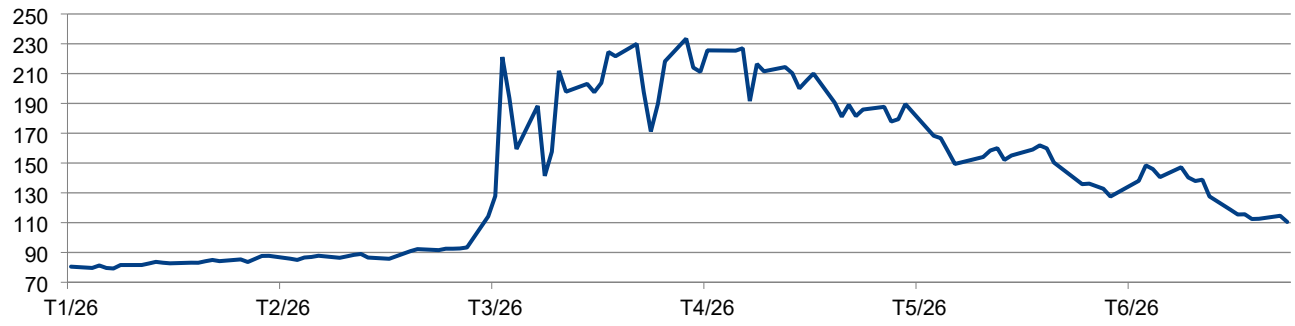
HSC tin rằng giai đoạn khó khăn nhất đã qua và tỷ suất sinh lời của công ty nhiều khả năng sẽ phục hồi mạnh từ nửa cuối năm 2026. Động lực tăng trưởng này đến từ chi phí nhiên liệu thấp hơn, sự phục hồi mạnh mẽ của nhu cầu du lịch quốc tế, hệ số sử dụng ghế cải thiện, cùng với những thành quả trong việc nâng cao hiệu quả vận hành. Với kỳ vọng lợi nhuận tiếp tục cải thiện và các rủi ro cốt lõi phần lớn đã được phản ánh vào giá, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại đang mang lại cơ hội đầu tư hấp dẫn.

Dự báo mới

Dựa trên số liệu sơ bộ, HVN ghi nhận lỗ trong Q2/2026 đúng như dự kiến, nhưng mức lỗ đã thu hẹp đáng kể so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi. Kết quả vượt dự báo này nhiều khả năng được thúc đẩy bởi hệ số sử dụng ghế và lợi suất hành khách cao hơn kỳ vọng, kết hợp với các biện pháp tối ưu hóa chi phí quyết liệt từ HVN nhằm giữ vững tỷ suất lợi nhuận. Bên cạnh đó, giá nhiên liệu bay đã giảm mạnh trong thời gian gần đây khi thị trường bớt lo ngại về tình trạng gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông.

Biểu đồ 1: Giá nhiên liệu bay (USD/thùng)

Giá nhiên liệu bay đã giảm so với mức đỉnh trong T4-2026



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 2: Dự báo mới, HVN

HSC nâng dự báo LNTT cốt lõi/lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 lần lượt là 32%/40%

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Tăng trưởng			Điều chỉnh		
Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	155,548	155,733	165,880	145,430	149,624	159,342	20%	3%	6%	-7%	-4%	-4%
Lợi nhuận thuần	2,997	6,789	7,353	4,781	8,758	9,648	-34%	83%	10%	60%	29%	31%
LNTT cốt lõi	**3,658**	**7,738**	**8,365**	5,068	9,844	10,820	-24%	94%	10%	39%	27%	29%

Nguồn: HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 3: Điều chỉnh các giả định, HVN

Giả định giá nhiên liệu bay giảm và lưu lượng hành khách tăng lên

		Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
ASK	tỷ ghế-km	56,834	60,812	65,069	58,280	62,360	66,725	2.5%	2.5%	2.5%
Tăng trưởng		10.0%	7.0%	7.0%	12.8%	7.0%	7.0%			
RPK	tỷ khách-km	47,383	50,700	54,249	49,304	52,755	56,448	4.1%	4.1%	4.1%
Tăng trưởng		11.0%	7.0%	7.0%	15.5%	7.0%	7.0%			
Hệ số sử dụng ghế	%	83.4%	83.4%	83.4%	84.6%	84.6%	84.6%	+1.2ppts	+1.2ppts	+1.2ppts
Tăng trưởng		+0.9ppts	0ppts	0ppts	+2.0ppts	0ppts	0ppts			
Lợi suất hành khách	đồng/khách-km	2,400	2,203	2,203	2,100	2,000	2,000	-12.5%	-9.2%	-9.2%
Tăng trưởng		20.5%	-8.2%	0.0%	5.5%	-4.8%	0.0%			
Chi phí đơn vị	đồng/ghế-km	2,194	1,966	1,963	1,942	1,794	1,792	-11.5%	-8.7%	-8.7%
Tăng trưởng		26.3%	-10.4%	-0.1%	11.9%	-7.6%	-0.1%			
Giá nhiên liệu	USD/thùng	140	120	120	129	106	106	-7.7%	-11.7%	-11.7%
Tăng trưởng		61.3%	-14.5%	0.0%	48.9%	-18.0%	0.0%			

Nguồn: HSC

Trên các cơ sở đó, chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028 và kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ phục hồi tích cực trong năm 2027 nhờ giá nhiên liệu bay trở lại mức bình thường. Các thay đổi liên quan đến dự báo lợi nhuận và giả định được trình bày ở phần bên dưới:

- Cho năm 2026, chúng tôi tăng 60% dự báo lợi nhuận thuần lên 4,8 nghìn tỷ đồng (giảm 34% svck), chủ yếu để phản ánh việc giảm giả định giá nhiên liệu bay xuống còn 129 USD/thùng (giảm 8% so với dự báo trước đây), đồng thời ghi nhận khoản tiền bồi thường một lần trị giá 500 tỷ đồng liên quan đến chi phí thuê máy bay phát sinh trong thời gian thực hiện chương trình bảo dưỡng động cơ Pratt & Whitney. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên này, LNTT từ HĐKD cốt lõi sẽ đạt 5,8 nghìn tỷ đồng (giảm 23% svck), tương đương với mức điều chỉnh tăng 32% so với dự báo trước đây của chúng tôi.
- Về doanh thu, chúng tôi giảm 7% dự báo doanh thu thuần cho năm 2026 xuống còn 145 nghìn tỷ đồng, dựa trên kỳ vọng các hãng hàng không sẽ giảm giá vé máy bay để kích cầu du lịch trong bối cảnh chi phí nhiên liệu hạ nhiệt. Theo đó, chúng tôi giảm 12,5% giả định về lợi suất hành khách, nhưng tăng 4,1% dự báo sản lượng hành khách và hiện dự báo hệ số sử dụng ghế sẽ đạt 84,6% (cao hơn 1,2 điểm phần trăm so với dự báo trước đây và tăng 2 điểm phần trăm svck). Nhu cầu quốc tế tăng cao cùng với việc tiếp tục tái cơ cấu mạng lưới đường bay nhằm tối đa hóa doanh thu trong giai đoạn giá nhiên liệu leo thang là những yếu tố hỗ trợ hệ số sử dụng ghế cải thiện rõ rệt so với cùng kỳ.
- Chúng tôi tin rằng lợi nhuận đã chạm đáy trong Q2/2026 do toàn bộ tác động tiêu cực từ việc giá nhiên liệu tăng vọt đã được ghi nhận hoàn toàn trong quý này, và lợi nhuận được kỳ vọng sẽ phục hồi từ Q3/2026. Hiện tại, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần trong nửa cuối năm 2026 sẽ đạt 1,4 nghìn tỷ đồng (tăng 35% svck), nhờ sự cải thiện của hệ số sử dụng ghế và lợi suất hành khách.
- Cho năm 2027, chúng tôi tăng 29% dự báo lợi nhuận thuần lên 8,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 83%). Đà tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ này sẽ được thúc đẩy bởi sự mở rộng đáng kể của tỷ suất lợi nhuận gộp, nhờ vào xu hướng hạ nhiệt của giá nhiên liệu bay. Chúng tôi giảm 12% giả định giá nhiên liệu bay xuống còn 106 USD/thùng, đồng thời giảm 9% dự báo lợi suất hành khách và tăng 4,1% dự báo sản lượng hành khách, dựa trên kỳ vọng hãng hàng không sẽ chủ động giảm giá vé máy bay để kích cầu du lịch.
- Cho năm 2028, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ đạt 9,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%). Quỹ đạo tăng trưởng này dự kiến sẽ được dẫn dắt chủ yếu bởi xu hướng cải thiện của sản lượng khách hàng kết hợp với việc tiếp tục tối ưu hóa hiệu quả vận hành.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 21% giá mục tiêu lên 27.000đ (tiềm năng tăng giá là 17%) dựa trên việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận.

Chúng tôi giữ nguyên giả định WACC ở mức 13,3%, 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 4: Tính toán FCFF, HVN

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	(2,587)	6,722	8,388	5,409	9,579	10,229
Cộng:	-	-	-	-	-	-
Khấu hao	5,986	5,095	4,846	4,371	4,416	4,516
Trừ:	-	-	-	-	-	-
Thuế	(269)	(458)	(561)	(363)	(642)	(706)
Thay đổi vốn lưu động	428	(3,530)	(2,639)	(10,294)	(3,889)	(3,119)
Chi phí đầu tư	(318)	(320)	(1,577)	(1,671)	(1,661)	(1,706)
FCFF	**3,240**	**7,508**	**8,457**	**(2,548)**	**7,802**	**9,215**

Nguồn: HSC

Bảng 5: Giả định WACC, HVN

Duy trì giả định WACC là 13,3%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	14.5%
Chi phí nợ	7.5%
Tỷ trọng vốn CSH	83%
Tỷ trọng nợ	17%
WACC	13.3%

Nguồn: HSC

Bảng 6: Định giá DCF, HVN

Giá mục tiêu mới của HVN là 27.000

	Đơn vị	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn giả định		2.0%
Giá trị hiện tại của gt dài hạn	Tỷ đồng	68,941
Giá trị hiện tại của dòng tiền	Tỷ đồng	12,259
Giá trị mảng kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp	**Tỷ đồng**	**81,200**
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	15,988
Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn, điều chỉnh	Tỷ đồng	13,192
Giá trị vốn CSH	**Tỷ đồng**	**83,995**
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	3,114
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	**Đồng**	**26,970**

Nguồn: HSC

Bảng 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, 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%	26,703	25,807	24,971	24,190	23,458
	1.5%	27,811	26,835	25,928	25,083	24,293
	2.0%	29,025	27,958	**26,970**	26,052	25,196
	2.5%	30,360	29,189	28,108	27,107	26,177
	3.0%	31,836	30,544	29,356	28,260	27,246

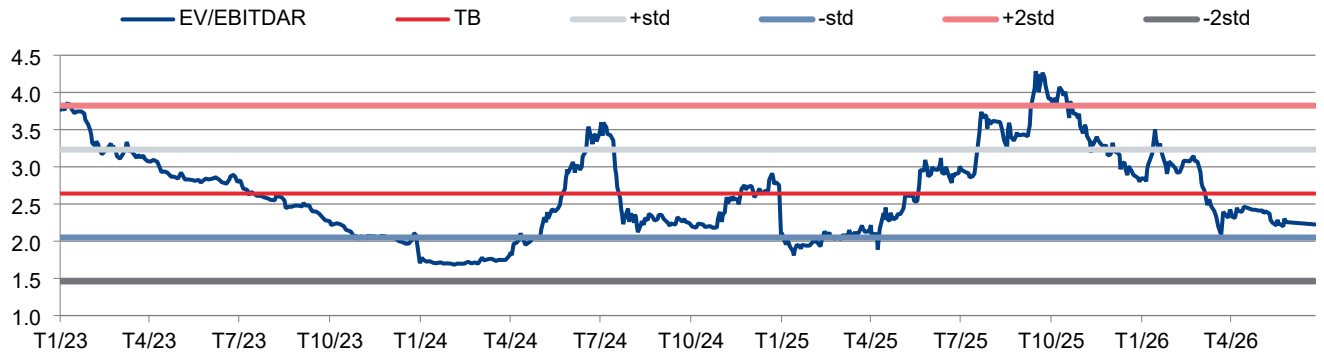
Nguồn: HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 8: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm, HVN

HVN hiện giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,2 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 2,6 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua do tâm lý tích cực hơn về giá nhiên liệu bay giảm, nhưng vẫn giảm 22% trong 12 tháng qua, HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 2,2 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 2,6 lần. HSC tin rằng giai đoạn khó khăn nhất của HVN đã qua. Công ty đã chứng minh khả năng phục hồi tốt hơn kỳ vọng nhờ lực đỡ từ nhu cầu thị trường quốc tế duy trì ở mức cao, đi kèm hiệu quả vận hành liên tục được cải thiện thông qua việc siết chặt quản lý chi phí và tối ưu hóa hệ số khai thác đội tàu bay. Với các rủi ro cốt lõi phần lớn đã được phản ánh vào giá, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại đang mang lại cơ hội đầu tư hấp dẫn.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	105,942	121,207	145,430	149,624	159,342
Lợi nhuận gộp	13,902	17,897	15,918	20,391	21,744
Chi phí BH&QL	(7,180)	(8,759)	(10,509)	(10,812)	(11,514)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	**6,722**	**9,138**	**5,409**	**9,579**	**10,229**
Lãi vay thuần	(3,685)	(2,066)	(700)	(636)	(355)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	70.3	842	91.4	95.9	101
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	5,217	254	767	805	846
LNTT	**8,325**	**8,168**	**5,568**	**9,844**	**10,820**
Chi phí thuế TNDN	(458)	(561)	(363)	(642)	(706)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(393)	(403)	(423)	(444)	(466)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**7,473**	**7,204**	**4,781**	**8,758**	**9,648**
Lợi nhuận thuần ĐC	**7,473**	**7,204**	**4,781**	**8,758**	**9,648**
EBITDA ĐC	**11,817**	**13,984**	**9,780**	**13,995**	**14,746**
EPS (đồng)	3,375	2,705	1,537	2,815	3,101
EPS ĐC (đồng)	3,375	2,705	1,537	2,815	3,101
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

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	6,722	9,138	5,409	9,579	10,229
Khấu hao	(5,095)	(4,846)	(4,371)	(4,416)	(4,516)
Lãi vay thuần	(3,685)	(2,066)	(700)	(636)	(355)
Thuế TNDN đã nộp	(325)	(416)	(363)	(642)	(706)
Thay đổi vốn lưu động	(4,585)	(3,227)	(6,941)	1,100	174
Khác	1,435	1,336	855	965	1,290
LCT thuần từ HĐKD	**9,441**	**12,278**	**(1,470)**	**11,576**	**11,500**
Đầu tư TS dài hạn	(320)	(1,577)	(1,671)	(1,661)	(1,706)
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)**	**(1,567)**	**(1,552)**	**(1,591)**
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)	(1,509)	6,246	3,679
Khác	(3,964)	(2,919)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	**(7,609)**	**1,175**	**(1,509)**	**6,246**	**3,679**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,551	4,627	9,896	5,350	21,620
LCT thuần trong kỳ	**2,082**	**5,268**	**(4,546)**	**16,270**	**13,588**
Ảnh hưởng của tỷ giá	(5.85)	1.32	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**4,627**	**9,896**	**5,350**	**21,620**	**35,208**
Dòng tiền tự do	**9,120**	**10,701**	**(3,141)**	**9,914**	**9,794**

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	5,350	21,620	35,208
Đầu tư ngắn hạn	1,015	8,059	9,670	9,948	10,595
Phải thu khách hàng	7,322	9,427	10,623	10,930	11,640
Hàng tồn kho	3,369	3,796	4,036	4,152	4,422
Các tài sản ngắn hạn khác	1,004	873	1,047	1,078	1,148
Tổng tài sản ngắn hạn	**17,338**	**32,051**	**30,726**	**47,728**	**63,011**
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	707	716	736
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	28,003	27,199	28,365
Tổng tài sản dài hạn	**40,849**	**41,124**	**43,597**	**43,053**	**44,497**
Tổng cộng tài sản	**58,187**	**73,175**	**74,323**	**90,781**	**107,508**
Nợ ngắn hạn	14,311	9,379	9,066	9,046	9,632
Phả trả người bán	30,504	33,937	29,813	30,673	32,665
Nợ ngắn hạn khác	11,761	12,029	14,433	14,849	15,814
Tổng nợ ngắn hạn	**57,159**	**56,433**	**54,618**	**55,912**	**59,542**
Nợ dài hạn	6,172	3,725	2,529	8,794	11,888
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.53	4.47	5.36	5.52	5.88
Nợ dài hạn khác	4,199	2,958	1,694	1,743	1,856
Tổng nợ dài hạn	**10,372**	**6,688**	**4,228**	**10,543**	**13,750**
Tổng nợ phải trả	**67,531**	**66,445**	**62,835**	**70,558**	**77,661**
Vốn chủ sở hữu	(10,017)	5,931	10,689	19,424	29,048
Lợi ích cổ đông thiểu số	672	799	799	799	799
Tổng vốn chủ sở hữu	**(9,344)**	**6,730**	**11,488**	**20,222**	**29,847**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**58,187**	**73,175**	**74,323**	**90,781**	**107,508**
BVPS (đ)	(4,523)	1,906	3,435	6,243	9,336
Nợ thuần*/(tiền mặt)	15,856	3,208	6,245	(3,779)	(13,688)

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	10.9	13.6	13.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	11.2	11.5	6.72	9.35	9.25
Tỷ suất LNT (%)	7.05	5.94	3.29	5.85	6.06
Thuế TNDN hiện hành (%)	5.50	6.87	6.52	6.52	6.52
Tăng trưởng doanh thu (%)	15.7	14.4	20.0	2.88	6.50
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	248	18.3	(30.1)	43.1	5.36
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	226	(3.60)	(33.6)	83.2	10.2
Tăng trưởng EPS (%)	226	(19.8)	(43.2)	83.2	10.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	226	(19.8)	(43.2)	83.2	10.2
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)	57.5	58.2	39.8
ROACE (%)	(554)	103	29.7	35.1	24.7
Vòng quay tài sản (lần)	1.83	1.85	1.97	1.81	1.61
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	1.40	1.34	(0.27)	1.21	1.12
Số ngày tồn kho	13.4	13.4	11.4	11.7	11.7
Số ngày phải thu	29.0	33.3	29.9	30.9	30.9
Số ngày phải trả	121	120	84.0	86.6	86.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(160)	59.5	62.0	(17.4)	(45.7)
Nợ/tài sản (%)	35.6	18.3	16.1	20.1	20.4
EBIT/lãi vay (lần)	1.82	4.42	7.73	15.1	28.8
Nợ/EBITDA (lần)	1.75	0.96	1.23	1.30	1.49
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.30	0.57	0.56	0.85	1.06
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.64	0.62	0.54	0.46	0.37
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.71	5.40	8.04	4.90	3.98
P/E (lần)	6.82	8.50	15.0	8.17	7.42
P/E ĐC (lần)	6.82	8.50	15.0	8.17	7.42
P/B (lần)	(5.08)	12.1	6.69	3.68	2.46
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

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

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 gợi 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, 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

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)