

CTCP TCT HÀNG KHÔNG VIỆT NAM – HSX: HVN

KHUYẾN NGHỊ: MUA MẠNH

Giá mục tiêu: 51,000

Upside: +35%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q1.2025: DTT = 30,551 tỷ đồng (+9% yoy), LNST-CĐTS = 3,401 (-22% yoy)

1. DTT +9% yoy nhờ:

- DT Vận tải hàng không = 24,330 tỷ đồng (+8% yoy) nhờ (1) sản lượng hành khách +7% yoy khi lượng hành khách quốc tế và nội địa tại Việt Nam đều ghi nhận hồi phục lần lượt +13.3%/3.6% yoy (2) giá vé bình quân ước tính +1% yoy
- DT Bán hàng = 4,634 tỷ đồng (+6% yoy) nhờ sản lượng bán hàng trên máy bay, đồ lưu niệm hồi phục theo sự hồi phục của sản lượng hàng khách quốc tế.

2. LNST-CĐTS – 22% yoy do cùng ghi HVN ghi nhận khoản one-off từ xóa nợ = 3,030 tỷ đồng. Nếu không tính one-off, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi ghi nhận +161% yoy trong Q1.2025 nhờ:

- Biên lợi nhuận gộp = 20.5% cải thiện 6% so với cùng kỳ nhờ (1) hệ số sử dụng ghế (LF) = 82.1% cải thiện 1.8% svck do sản lượng hàng khách quốc tế tăng trong Q1.2024 (2) giá dầu ước tính -10% yoy
- DT TC = 480 tỷ đồng (+249% yoy) nhờ lãi tỷ giá +257% yoy do tỷ giá USD/VND tăng mạnh trong Q1.2025

BSC đánh giá KQKD Q1.2025 là cao hơn so với kỳ vọng của BSC trong báo cáo trước đó chủ yếu do giá dầu giảm mạnh -10% yoy so với kỳ vọng đi ngang trước đó của BSC, ngoài ra, những giả định về hệ số sử dụng ghế, hệ số luân chuyển ghế cơ bản đi theo đi kỳ vọng của chúng tôi.

KQKD	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	40,538	27,911	70,410	91,540	105,787	118,364
Lợi nhuận gộp	(7,437)	(10,018)	(2,876)	3,885	13,826	20,990
LNST-CĐTS	(10,927)	(12,907)	(11,298)	(5,930)	6,883	8,482
EPS	(7,704)	(5,829)	(5,102)	(2,678)	3,108	3,831
Tăng trưởng EPS	-566%	-24%	-12%	-48%	n/a	23%

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/06/2025– HSX: HVN

Trung tâm phân tích Chứng khoán BIDV

Trần Lâm Tùng

(Chuyên viên phân tích)

Tungtl@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	37,950
Cổ phiếu LH (Triệu):	2,214
Vốn hoá (Tỷ VND):	84040
Thanh khoản 30n (Triệu):	2,918
Sở hữu nước ngoài:	5.7%

Mở tài khoản tại đây



BẢNG TÓM TẮT KQKD Q1.2025

HVN_Tỷ VNĐ	Q1.2024	Q1.2025	% YoY	2023	2024	% YoY
Doanh thu thuần	27,964	30,551	9%	91,398	105,787	16%
DT Bán hàng	4,369	4,634	6%	15,058	17,429	16%
DT Vận tải hàng không	22,551	24,330	8%	72,242	82,938	15%
DT phụ trợ vận tải và sửa chữa máy bay	899	1,144	27%	3,076	4,324	41%
Khác	449	519	16%	1,711	2,096	23%
Chiết khấu thương mại	(304)	(76)	-75%	(689)	(967)	40%
Lãi gộp	4,085	6,271	54%	4,044	13,826	242%
Thu nhập tài chính	138	480	249%	925	1,260	36%
Chi phí tài chính	(1,470)	(1,071)	-27%	(4,154)	(5,588)	35%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(353)	(251)	-29%	(1,555)	(1,282)	-18%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	55	32		113	71	-38%
Chi phí bán hàng	(1,390)	(1,596)	15%	(4,471)	(4,865)	9%
CP QLDN	(517)	(530)	2%	(2,052)	(2,186)	7%
Lãi từ HĐKD	900	3,586	298%	(5,595)	2,517	-145%
Thu nhập khác, ròng	3,628	45	-99%	291	5,206	1691%
LNTT	4,528	3,625	-20%	(5,304)	7,723	-246%
Thuế TNDN	(87)	(139)	59%	(268)	(455)	70%
LNST	4,441	3,486	-22%	(5,572)	7,267	-230%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	107	85	-20%	289	384	33%
LNST-CĐTS	4,334	3,401	-22%	(5,861)	6,883	-217%
Biên lợi nhuận gộp	14.6%	20.5%	6%	4%	13%	9%
Biên lợi nhuận ròng	16%	11%	-4%	-6%	7%	13%

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/06/2025– HSX: HVN

KHUYẾN NGHỊ: MUA MẠNH

Giá mục tiêu: 51,000

Upside: +40%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 37,950

Cổ phiếu LH (Triệu): 2,214

Vốn hoá (Tỷ VNĐ): 84040

Thanh khoản 30n (Triệu): 2,918

Sở hữu nước ngoài: 5.7%

CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG 2025

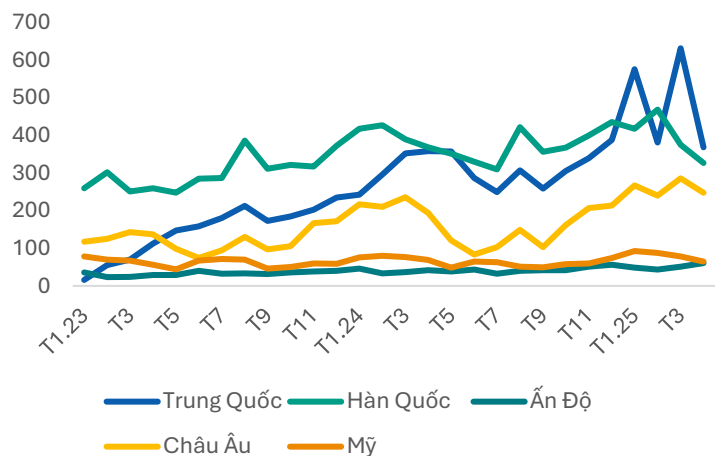
So với báo cáo trước đó, BSC bảo lưu quan điểm hoạt động kinh doanh cốt lõi của HVN sẽ tiếp tục cải thiện trong 2025 nhờ:

1. Xu hướng hồi phục của sản lượng khách du lịch giúp đảm bảo hệ số sử dụng ghế ở trên mức 80% (mức bắt đầu có lãi của 1 chuyến bay thương mại), cụ thể:

- Chính phủ nỗ lực thúc đẩy du lịch hướng đến mục tiêu đón 22 – 23 triệu lượt khách quốc tế, 120 – 130 triệu lượt khách nội địa nhờ (1) thông qua nhiều chính sách phát triển du lịch như miễn thị thực, giảm giá hoặc miễn phí vé vào cửa ở các khu du lịch, di tích, danh lam thắng cảnh,... (2) phát triển hạ tầng như nâng cấp cảng hàng không (T3 Tân Sơn Nhất, Cảng hàng Không Quốc Tế Long Thành,...) (3) tích cực quảng bá du lịch Việt Nam thông qua đa nền tảng, phương tiện,...
- Sản lượng khách du lịch đến Việt Nam đã hồi phục mạnh vượt mức trước đại dịch cụ thể: Lũy kế 4T.2025, Trung Quốc = 1.954 triệu lượt (+57% yoy, +14% so với 2019), Ấn Độ = 203 nghìn lượt (+29% yoy, +296% so với 2019),....
- HVN mở thêm nhiều đường bay thẳng, tăng tần suất các chuyến bay đáp ứng nhu cầu hồi phục trở lại của khách du lịch (chi tiết NĐT xem ở đây).

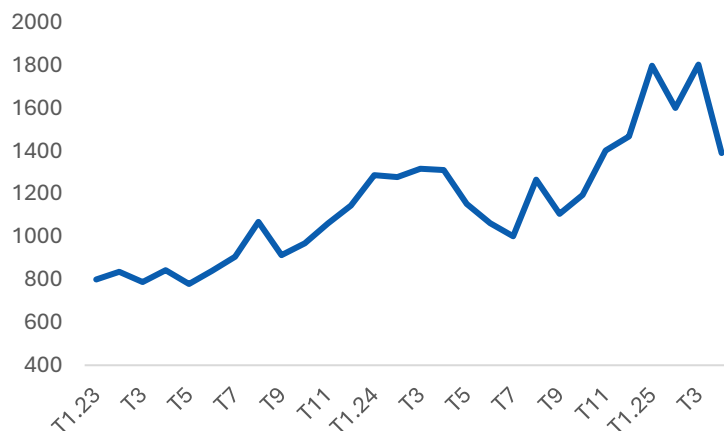
Với quan điểm trên, BSC duy trì luận điểm Hệ số ghế luân chuyển (ASK), Hệ số sử dụng ghế (Load Factors) sẽ lần lượt đạt 51 tỷ ghế.km (+11% yoy) và 82% (+1% svck). Ngoài ra, KQKD Q1.2025 cũng đang cơ bản đi theo kỳ vọng của BSC.

Hình 1: Sản lượng hành khách du lịch đã hồi phục vượt mức trước đại dịch (nghìn lượt)



Nguồn: Tổng cục du lịch Việt Nam

Hình 2: Sản lượng hành khách du lịch di chuyển qua đường hàng không (nghìn lượt)



Nguồn: Tổng cục du lịch Việt Nam

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/06/2025– HSX: HVN

KHUYẾN NGHỊ:	MUA MẠNH
Giá mục tiêu:	51,000
Upside:	+40%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	37,950
Cổ phiếu LH (Triệu):	2,214
Vốn hoá (Tỷ VND):	84040
Thanh khoản 30n (Triệu):	2,918
Sở hữu nước ngoài:	5.7%

CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG 2025 (tiếp theo)

2. Biên lợi nhuận gộp 2025 = 17.7% +4.2% svck và dự phóng trước đó chủ yếu do giá dầu JET A1 giảm mạnh hơn kỳ vọng.

Giá dầu JET A1 T5.2025 = 2.05 USD/gallon (-5% yoy, -11% so với bình quân năm 2024). BSC cho rằng giá dầu JET A1 sẽ chủ yếu neo ở mức giá này trong phần còn lại của năm 2025 do:

- Lo ngại nhu cầu dầu suy yếu (đặc biệt khi tình hình thuế quan căng thẳng)
- OPEC+ dự kiến tăng nguồn cung mặc dù nhu cầu thế giới suy yếu.
- Tổ chức kinh tế lớn trên thế giới đồng loạt hạ dự phóng đối với giá dầu từ 76 USD/thùng về 69 USD/thùng tương đương với mức giảm -10%

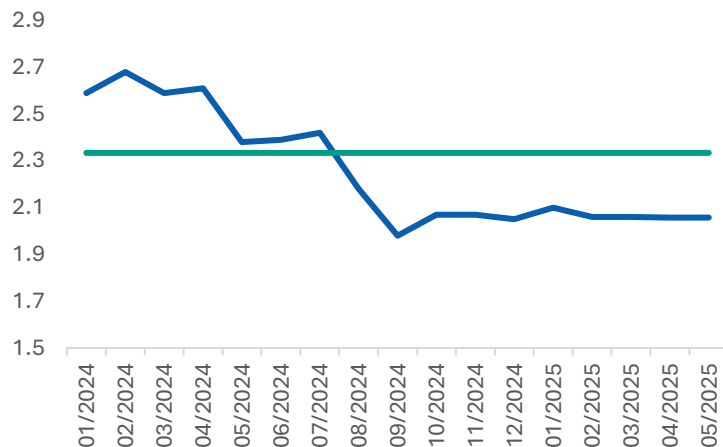
Do vậy, BSC điều chỉnh giảm dự phóng giá dầu JET A1 trong dự báo KQKD đi -10% yoy so với kỳ vọng đi ngang trong báo cáo trước đó, từ đó biên lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện 3% svck.

CẬP NHẬT KHÁC:

Dự án đầu tư 50 tàu bay thân Hẹp (A320NEO Family hoặc B737 Max Family) tương đương +57% công suất đội tàu hiện tại để phục vụ nhu cầu trong giai đoạn 2035 – 2050, cụ thể:

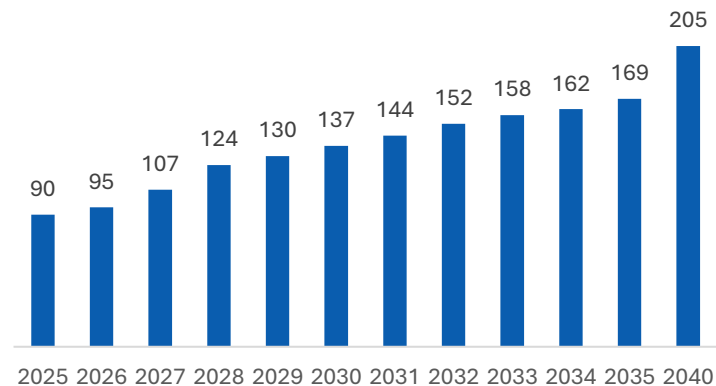
- Đây hoàn toàn là tàu bay mới được đặt từ nhà sản xuất, 14 tàu sẽ được nhận vào 2030, 18 tàu nhận vào 2031 và 18 tàu vào năm 2032.
- Tổng mức đầu tư sẽ vào khoảng 3.5 tỷ USD với cơ cấu 50% VCSH và 50% vốn vay, nguồn ra HVN sẽ kết hợp phương thức SLB và nhận máy bay dài trả để tránh áp lực tài chính.

Hình 3: Giá dầu JET A1 vận động phía dưới trung bình 2024 (đường màu xanh lá, đơn vị: USD/Gallon)



Nguồn: Tổng cục du lịch Việt Nam

Hình 4: Nhu cầu đội tàu bay của HVN giai đoạn 2025 – 2040 (chiếc)



Nguồn: Tổng cục du lịch Việt Nam

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/06/2025– HSX: HVN

KHUYẾN NGHỊ: MUA MẠNH

Giá mục tiêu: 51,000

Upside: +40%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 37,950

Cổ phiếu LH (Triệu): 2,214

Vốn hoá (Tỷ VND): 84040

Thanh khoản 30n (Triệu): 2,918

Sở hữu nước ngoài: 5.7%

KHUYẾN NGHỊ & DỰ BÁO CỦA BSC

Năm 2025, BSC dự báo HVN sẽ ghi nhận DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 118,364 tỷ đồng (+12% yoy) và 8,432 tỷ đồng (+23% yoy), thay đổi lần lượt -1%/+82% so với dự phóng cũ, tương đương EPS 2025 = 3,245 VND/CP, PE FW 2025 = 11 lần. BSC lưu ý, nếu loại trừ khoản thu nhập 1 lần trong 2025 = 3,030 tỷ đồng do xóa nợ, HĐKD cốt lõi của HVN sẽ ghi nhận +120% yoy trong 2025, dựa trên giả định:

- Hệ số luân chuyển ghế (ASK) = 51 tỷ ghế.km (+11% yoy)
- Hệ số sử dụng ghế (Load Factor) = 82% +1% svck
- Biên lợi nhuận gộp = 17.7% tăng 4.2% so với dự phóng trước đó và cùng kỳ do điều chỉnh giá dầu JET A1 -10% so với dự phóng cũ và cùng kỳ.

KQKD	2022	2023	2024	2025	% yoy
Giả định					
ASK (tỷ ghế.km)	30	45	46	51	11%
Load Factor (%)	78%	81%	81%	82%	1.0%
Doanh thu thuần	70,410	91,540	105,787	118,364	12%
- Doanh thu vận tải HK	51,566	72,244	83,288	94,267	13%
- Hành khách	42,560	65,444	73,925	83,425	13%
- Hàng hóa	7,738	4,940	6,913	7,824	13%
- Thuê chuyển	773	1,084	1,268	1,825	44%
- Vận chuyển khác	494	777	1,182	1,193	1%
- Phụ trợ	3,037	3,067	3,994	4,074	2%
- Bán hàng	14,787	15,055	17,443	17,792	2%
- Khác	1,402	1,864	2,188	2,231	2%
Giá vốn hàng bán	(73,286)	(87,654)	(91,961)	(97,374)	
Lãi gộp	(2,876)	3,885	13,826	20,990	41%
Thu nhập tài chính	980	926	1,260	1,605	27%
Chi phí tài chính	(4,432)	(4,405)	(5,588)	(5,760)	3%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(1,165)	(1,555)	(1,282)	(941)	-27%
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	74	88	71	71	0%
Chi phí BH	(3,195)	(4,377)	(4,865)	(5,443)	12%
Chi phí QLDN	(1,769)	(2,096)	(2,186)	(2,446)	12%
Lãi từ HĐKD	(11,218)	(5,978)	2,517	9,017	200%
Thu nhập khác, ròng	273	615	5,206	500	-90%
LNTT	(10,945)	(5,363)	7,723	9,517	4%
Thuế TNDN	(278)	(269)	(455)	(561)	4%
LNST	(11,223)	(5,632)	7,267	8,956	4%
Lợi ích CĐKKS	75	299	384	474	4%
LNST Công ty mẹ	(11,298)	(5,930)	6,883	8,482	4%
EPS	(5,102)	(2,678)	3,108	3,831	4%
Biên lợi nhuận gộp	-4.1%	4.2%	13.1%	17.7%	3.4%
Biên lợi nhuận ròng	-15.9%	-6.2%	6.9%	7.6%	-0.5%

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/06/2025– HSX: HVN

KHUYẾN NGHỊ: MUA MẠNH

Giá mục tiêu: 51,000

Upside: +40%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 37,950

Cổ phiếu LH (Triệu): 2,214

Vốn hoá (Tỷ VND): 84040

Thanh khoản 30n (Triệu): 2,918

Sở hữu nước ngoài: 5.7%

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

So với báo cáo trước đó, BSC đưa ra khuyến nghị MUA đối với HVN với giá mục tiêu = 51,000 VNĐ/CP (+35% so với giá ngày 03/06/2025), dựa trên:

- Phương pháp EV/EBITDAR được sử dụng nhằm đánh giá chính xác lợi nhuận và tiềm năng của HVN khi doanh nghiệp đang ở trong giai đoạn đầu của một chu kỳ đầu tư mới cho đội tàu bay phục vụ sản xuất kinh doanh từ nay cho đến 2050 theo định hướng phát triển Việt Nam trở thành một điểm trung chuyển quốc tế của chính phủ
- Mức EV/EBITDAR mục tiêu = 7 lần dựa trên (1) mức trung bình giai đoạn trước covid, khi BSC cho rằng HDSX kinh doanh của HVN đã trở lại bình thường khi du lịch và các hoạt di chuyển khác hầu hết để đã vượt hoặc trở về trước mức covid (2) ngoài ra các hãng hàng không khác cũng thường được định giá ở mức 8 lần EV/EBITDA.
- HVN chỉ đang được giao dịch ở mức EV/EBITDAR FW 2025 = 4.6 lần thấp hơn nhiều so với giai đoạn trước covid và triển vọng tăng trưởng HĐKD cốt lõi +120% yoy. Ngoài ra, **BSC lưu ý HVN khả năng cao sẽ hết âm VCSH trong 2025 đây cũng sẽ là yếu tố hỗ trợ cổ phiếu tăng giá.**

Bảng định giá chi tiết HVN

EBITDA	13,172
Chi phí thuê máy bay	13,222
EBITDAR	26,393
EV/EBITDAR Mục tiêu	7
EV	92,201
(+) Tiền và ĐTTT ngắn hạn	3,691
(+) CTLK, CTGV	1,497
(+) Tài sản dở dang dài hạn	37,854
(-) Vay ngân hàng	(21,834)
(-) Lợi ích cổ đông không kiểm soát	(1,137)
Vốn chủ sở hữu	20,072
Giá cổ phiếu	51,000

So sánh định giá của HVN so với các hãng HK trên thế giới

Cổ phiếu	Tên công ty	Vốn hóa	P/E	P/B	EV/EBITDA
9202 JP Equity	ANA HOLDINGS INC	250,705	8.74	1.18	4.14
293 HK Equity	CATHAY PACIFIC AIRWAYS	223,371	7.00	1.28	4.76
9201 JP Equity	JAPAN AIRLINES CO LTD	233,856	11.99	1.32	4.05
2610 TT Equity	CHINA AIRLINES LTD	119,146	8.84	1.52	3.44
AIR NZ Equity	AIR NEW ZEALAND LTD	31,260	16.58	0.98	3.69
VJC	VIETJET AVIATION JSC	48,47	32.15	2.72	19.88
HVN VN	VIETNAM AIRLINES JSC	84,036	9.9	n/a	4.6
	Trung vị	119,146	8.84	1.42	4.05
	Trung bình	137,982	11.57	1.56	5.38

BÁO CÁO CẬP NHẬT

03/06/2025– HSX: HVN

KHUYẾN NGHỊ:	MUA MẠNH
Giá mục tiêu:	51,000
Upside:	+40%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ):	37,950
Cổ phiếu LH (Triệu):	2,214
Vốn hoá (Tỷ VNĐ):	84040
Thanh khoản 30n (Triệu):	2,918
Sở hữu nước ngoài:	5.7%

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyễn Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Vĩ mô – Thị Trường
Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Ngành – Doanh nghiệp
Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích
Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất Động Sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhpm@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp
Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích
Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích
Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích
Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích
Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích
Huytnt@bsc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2019 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

