

HÀNG KHÔNG

Năm bước ngoặt



NỘI DUNG

I.	Sơ lược	2
II.	1H24 – Các hãng hàng không lớn hưởng lợi từ giai đoạn nhiều động	4
III.	Môi trường giá vé cao tiếp tục trong 2H24	7
IV.	Rủi ro	10
	Phân tích doanh nghiệp	11
	CTCP Hàng không Việt Nam (HVN)	12
	CTCP Hàng không VietJet (VJC)	13

Nội dung báo cáo

- Triển vọng ngành hàng không trong 2H24F
- Tình trạng thiếu máy bay tại Việt Nam sẽ kéo dài đến giữa 2025
- HVN và VJC dự phóng vượt mục tiêu lợi nhuận

I. SƠ LƯỢC

Năm bước ngoặt

Trong 1Q24, doanh thu vận chuyển hành khách của VJC và HVN tăng 29% n/n, trong đó (1) luân chuyển hành khách tăng 13% n/n dù số lượng hành khách giảm 5% n/n. Sự khác biệt này chủ yếu đến từ các hãng hàng không Việt Nam mở rộng ra thị trường quốc tế và (2) giá vé cao hơn do thị trường ít cạnh tranh hơn và thiếu hụt tàu bay. Đồng thời, ước tính của chúng tôi cho thấy, trong 1Q24 quãng đường bay trung bình mỗi tàu bay của VJC và HVN đã tiệm cận đỉnh lịch sử, điều này cho thấy các hãng hàng không này khó có thể chở thêm hành khách nếu không mở rộng được công suất mới.

Trong 2H24, chúng tôi cho rằng sự ưu tiên hoạt động tại phân khúc hàng không quốc tế vẫn chiếm ưu thế do các hạn chế năng lực đội bay và lợi nhuận vượt trội từ phân khúc này. Đồng thời chúng tôi cũng cho rằng, sự gia tăng của nhu cầu quốc tế sẽ có thể bù đắp hoàn toàn sự suy yếu của thị trường nội địa. Trong 2H24F, chúng tôi dự báo lượng khách và luân chuyển hành khách lần lượt tăng 1% n/n và 13% n/n.

Môi trường giá vé cao sẽ còn tiếp diễn

Trong báo cáo này, chúng tôi đã đề cập rằng nhu cầu làm mới đội bay đang tăng lên và các nhà sản xuất đang phải vật lộn để bắt kịp nhu cầu ngày càng tăng. Tuy nhiên, chuỗi cung ứng bị đứt gãy khiến lượng tàu bay được giao của Airbus và Boeing đang kém xa so với trước dịch, dẫn đến tình trạng thiếu máy bay. Các vấn đề sản xuất gần đây của Boeing và Airbus đã làm tình hình trở nên trầm trọng hơn và dẫn đến giá vé máy bay và giá thuê trên toàn thế giới tăng lên. Cùng với nhu cầu cao từ du lịch quốc tế trong 2H24 và giá nhiên liệu dự báo tiếp tục neo cao, môi trường giá vé cao sẽ còn tiếp diễn.

Giá nhiên liệu ổn định có lợi cho các hãng hàng không

Giá nhiên liệu ổn định và môi trường giá vé máy bay cao là những yếu tố hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận hoạt động cốt lõi của HVN và VJC trong năm 2024, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh cốt lõi của họ vẫn chưa thể phục hồi về mức trước dịch do giá nhiên liệu hiện tại cao hơn nhiều so với giai đoạn đó.

Những rủi ro cần xem xét: (1) căng thẳng địa chính trị, (2) tàu bay cần được đại tu sớm hơn

Căng thẳng địa chính trị trên thế giới có thể khiến giá dầu biến động mạnh và làm gián đoạn hoạt động bay quốc tế, điều này sẽ tác động tiêu cực đến việc kiểm soát chi phí của các hãng hàng không và khả năng sinh lãi của các chuyến bay quốc tế trong 2H24. HVN và VJC đang đẩy công suất hoạt động của đội tàu bay về mức đỉnh lịch sử, lịch bay dày đặc hơn có thể dẫn đến việc phải đại tu sớm, khiến nhiều máy bay phải tạm ngừng hoạt động và xáo trộn hoạt động của họ.

Dù lạc quan cho nửa cuối năm 2024 nhưng định giá cổ phiếu không còn hấp dẫn

Dù lạc quan trong 2H24 tuy nhiên tham khảo định giá đồng thuận thị trường Bloomberg, định giá của HVN (-27%) không còn hấp dẫn. Trong khi, VJC vẫn có tiềm năng tăng 20% so với giá thị trường hiện tại.

Bảng 1. Bảng tổng hợp định giá

Khuyến nghị & GMT				Lợi nhuận & Định giá									
Công ty				DT	LNHD	LN ròng	EPS	BPS	ROE	ROA	PE	PB	EV/EBIT DA
				(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Đồng)	(Đồng)	(x)	(x)	(%)	(x)	(Tỷ đồng)
CTCP Hàng không Việt Nam (HVN)	TP	N/A	2019A	98,228	2,450	2,537	1,172	12,795	12.9	3.0	26.3	2.4	8.2
	Giá	32,400	2020A	40,538	(11,898)	(11,178)	(7,704)	4,464	(89.3)	(15.7)	(3.0)	5.1	(8.1)
	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	75,732	2021A	27,911	(13,231)	(13,279)	(5,829)	680	(329.4)	(20.5)	(2.5)	21.5	(5.9)
			2022A	70,410	(11,218)	(11,223)	(5,102)	(5,222)	224.7	(18.3)	(2.4)	(2.4)	(12.5)
		2023A	91,540	(5,978)	(5,632)	(2,678)	(7,910)	40.8	(10.0)	(12.1)	(4.1)	28.6	
CTCP Hàng không VietJet (VJC)	TP	N/A	2019A	50,603	3,848	3,807	6,326	27,511	26.3	8.7	20.7	4.8	17.7
	Giá	101,200	2020A	18,220	(2,018)	69	127	27,654	0.5	0.1	983.1	4.5	(31.5)
	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	54,811	2021A	12,875	172	80	138	31,082	0.5	0.2	782.1	3.8	(24.7)
			2022A	40,142	(3,701)	(2,262)	(4,177)	27,470	(14.3)	(3.8)	(25.3)	3.8	(21.9)
		2023A	58,341	184	231	426	28,123	1.5	0.3	244.3	3.7	(711.3)	

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

Bảng 2: Bảng dự phóng KQKD 2H24F

(tỷ đồng, %, đpt)

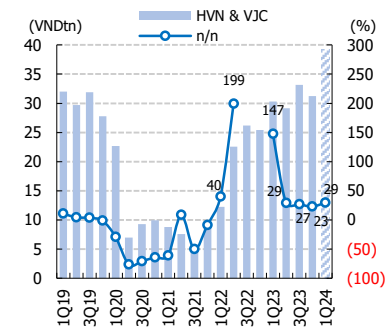
	Doanh thu			LNST		
	2H24	n/n	q/q	2H24	n/n	q/q
HVN	49,188	4	(0)	1,055	Có lãi trở lại	(43)
VJC	32,418	(2)	(2)	2,155	509	199
Danh mục theo dõi của KIS	81,607	1	(1)	3,210	Có lãi trở lại	(22)

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

II. 1H24 – Các hãng hàng không lớn hưởng lợi từ giai đoạn nhiễu động

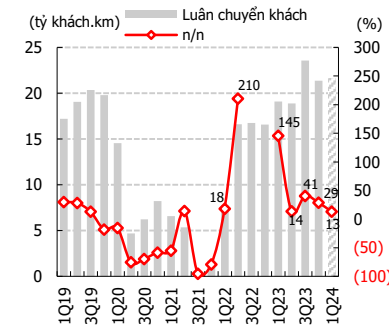
Doanh thu ngành hàng không trong 1Q24 (đại diện bởi VJC và HVN chiếm 80-90% tổng số chuyến bay do các hãng hàng không Việt Nam khai thác) tăng 29% n/n dù cho doanh thu trong 1Q23 đã về gần mức trước dịch nhờ (1) lưu lượng khách du lịch quốc tế cao hơn (Hình 1), và (2) giá vé máy bay tăng mạnh do thị trường ít cạnh tranh hơn và tình trạng thiếu máy bay. Hai động lực trên cũng đã giúp 2 hãng hàng không lớn cải thiện biên lợi nhuận hoạt động cốt lõi của họ.

Hình 1. Doanh thu 1Q24 của HVN & VJC hỗ trợ bởi mảng quốc tế



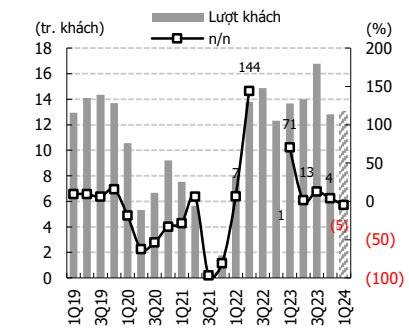
Ghi chú: 3Q22 (+471% n/n), 4Q22 (+181% n/n);
Doanh thu từ vận chuyển và phụ trợ
Nguồn: VJC, HVN, KISVN

Hình 2. Luân chuyển khách 1Q24 tăng 13% dù sản lượng khách thấp hơn



Ghi chú: 3Q22 (+5,617% n/n), 4Q22 (+868% n/n)
Nguồn: GSO, KISVN

Hình 3. Sản lượng hành khách trong 1Q24 giảm 5%



Ghi chú: 3Q22 (+6,641% n/n), 4Q22 (+598% n/n)
Nguồn: GSO, KISVN

Vận chuyển hành khách quốc tế thúc đẩy luân chuyển hành khách, tăng trưởng hành khách gặp khó trong tình trạng thiếu tàu bay

Vận tải hàng không của Việt Nam phục hồi vào năm 2023 khi *sản lượng hành khách*¹ và *luân chuyển hành khách*² vượt qua mức trước dịch, trong đó luân chuyển hành khách cho thấy mức tăng trưởng mạnh hơn mức tăng trưởng hành khách. Càng ngạc nhiên hơn khi luân chuyển hành khách trong 1Q24 tăng 13% n/n, trong khi hành khách đi máy bay trong 1Q24 giảm 5% n/n (Hình 2, 3). Báo cáo KQHĐKD trong 1Q24 của VJC và HVN giúp giải thích những con số này khi doanh thu mảng quốc tế của VJC và HVN tăng lần lượt 82% và 30% so với cùng kỳ năm trước.

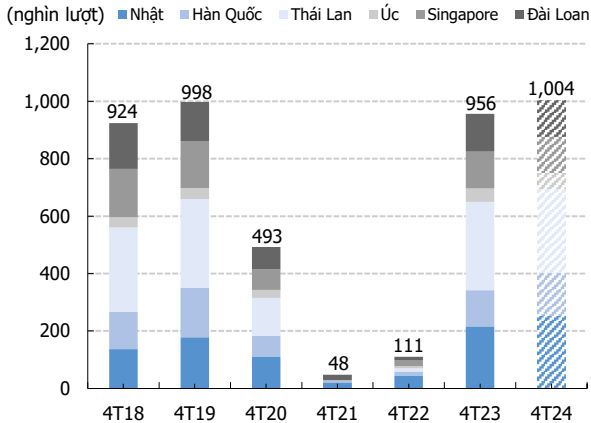
Điều này cho thấy các hãng hàng không Việt Nam đang mở rộng hoạt động ra thị trường quốc tế với nhiều đường bay mới được mở và tần suất cao hơn. Việc mở rộng này cho phép các hãng hàng không nắm bắt được nhu cầu du lịch quốc tế ngày càng tăng và níu lỏng chính sách thị thực để thu hút nhiều khách du lịch nội địa hơn (Hình 4, 5). Tuy nhiên, cơ cấu khách quốc tế đã thay đổi trong 5T24 do chính sách thị thực mới thu hút nhiều khách du lịch hơn từ các thị trường nhỏ, lượng khách từ Hàn Quốc cho thấy khả năng phục hồi trong khi khách từ Trung Quốc chật vật để phục hồi do chính sách Zero-covid (Hình 6). Trong 2Q24, số ghế cung ứng tại Việt Nam giảm 2.4 triệu ghế (-12.6%

¹ Sản lượng hành khách: tổng số hành khách vận chuyển bằng đường hàng không.

² Luân chuyển hành khách: Tổng của (Số lượng hành khách trên chuyến bay x Quãng đường bay của chuyến bay đó).

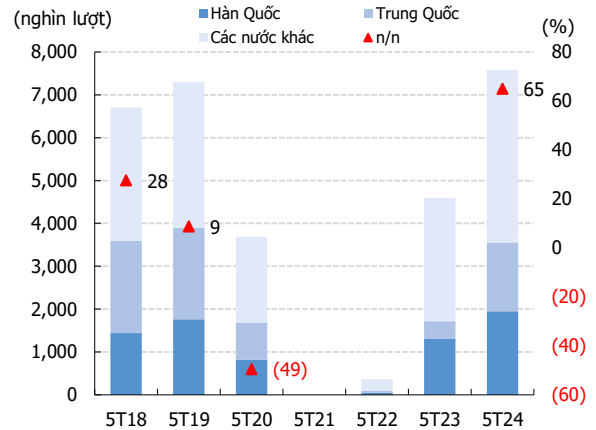
n/n), số ghế bổ sung theo thông báo của Vietnam Airlines sẽ không đủ bù đắp cho lượng ghế bị mất và chúng tôi cho rằng môi trường giá vé cao sẽ tiếp tục đến giữa năm 2025 (Hình 7).

Hình 4. Nhu cầu du lịch nước ngoài của du khách Việt Nam bật tăng mạnh sau dịch



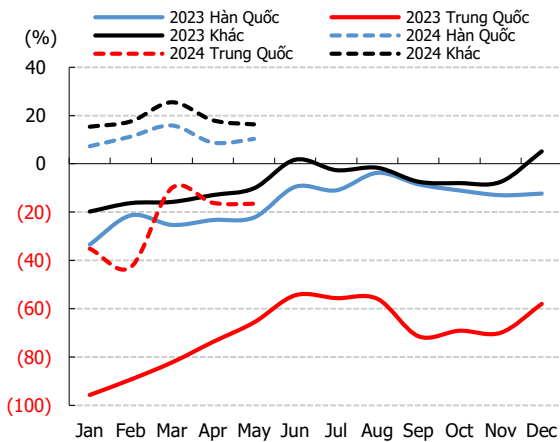
Ghi chú: Các nước đại diện mà chúng tôi có thể lấy dữ liệu
 Nguồn: Cơ quan Xúc tiến Du lịch Nhật Bản (JNTO), Tổng cục Du lịch Hàn Quốc (KTO), Cục Du lịch Thái Lan (TAT), Sở Thống kê Úc (ABS), Tổng cục Du lịch Singapore (STB), Tổng cục Thống kê Quốc gia Đài Loan, KISVN

Hình 5. Khách quốc tế đến Việt Nam 5T24: vượt 5T19 khi số lượng du khách Trung Quốc 5T24 tăng gấp 4 lần svck



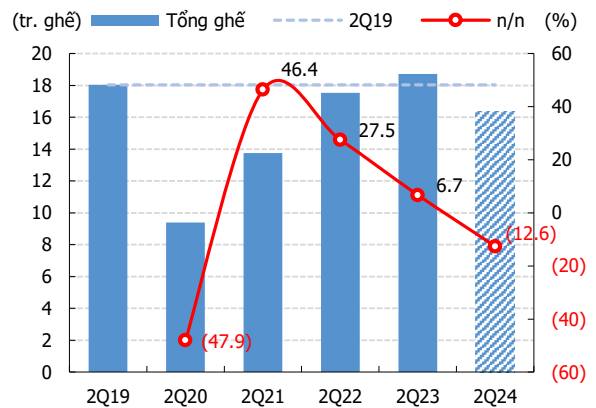
Ghi chú: 5T21 (-100% n/n), 5M22 (+1,158% n/n) do hạn chế di chuyển
 Nguồn: Cục Du lịch Quốc gia Việt Nam (VNAT), KISVN

Hình 6. Thị trường Hàn Quốc mạnh mẽ, Trung Quốc bắt đầu trở lại, các thị trường còn lại tăng trưởng mạnh



Ghi chú: Tăng trưởng so với cùng kỳ của 2019
 Nguồn: VNAT, KISVN

Hình 7. Số ghế cung ứng trong 2Q24 giảm 12.6% n/n, tăng trưởng ghế cung ứng gặp khó khi thiếu hụt tàu bay



Ghi chú: Tổng ghế trên tất cả các chuyến bay đi/đến Việt Nam
 Nguồn: OAG, KISVN

Giá vé máy bay tăng mạnh do thiếu hụt tàu bay và các hãng hàng không đã truyền dẫn chi phí này sang hành khách

Nguồn cung ghế tại Việt Nam sụt giảm khi Bamboo Airways cắt giảm hoạt động, Pacific Airlines trả lại toàn bộ đội bay và 22 chiếc Airbus đã phải dừng bay để bảo dưỡng động cơ. Lượng ghế cung ứng thấp hơn trong khi nhu cầu đi lại đang quay trở lại đã khiến giá vé máy bay tăng trong 1Q24 (Bảng 3). Không chỉ ở Việt Nam, giá vé máy bay trên toàn thế giới cũng đang trong xu hướng tăng do thiếu hụt máy bay (Hình 8).

Nghiên cứu của IBA Group chỉ ra rằng với tình hình hiện tại, các nhà sản xuất khó có thể theo kịp nhu cầu ngày càng tăng về dịch vụ MRO và máy bay chế tạo mới. Sự thiếu hụt nguồn cung theo IBA sẽ ổn định

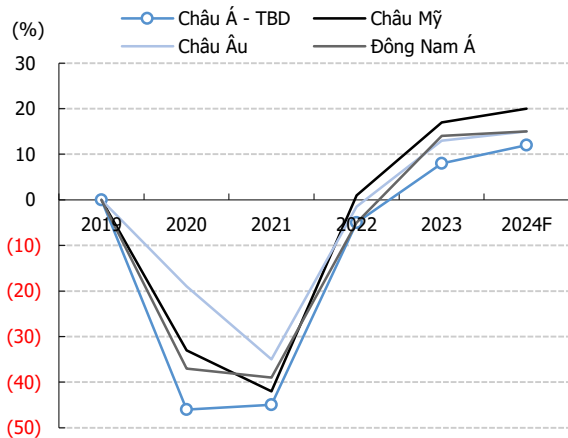
trong khoảng thời gian 2025 - 2027. Môi trường lãi suất cao hơn dẫn đến chi phí tài chính cao hơn cho bên cho thuê và họ sẽ chuyển những chi phí này sang các hãng hàng không bằng cách tính giá thuê cao hơn. Sau đó các hãng hàng không có thể chuyển mức giá thuê cao hơn sang hành khách bằng cách định giá vé cao hơn. Theo IBA, giá thuê các mẫu tàu bay thân hẹp mới dự báo sẽ tăng 9.3-15.9% giai đoạn tháng 1 đến tháng 7 năm 2024 (Hình 9).

Bảng 3. Trung bình giá vé nội địa hạng phổ thông trong 4T24

Đường bay	Giá trung bình (tr. VND)	n/n (%)
Hà Nội – HCM (HAN-SGN)		
Vietnam Airlines	2.64	14
Vietjet Air	1.74	25
Bamboo Airways	2.00	11
Vietravel Airlines	1.50	15
Giá trần theo quy định (Thông tư 34/2023)	3.40	
Hà Nội/HCM – Đà Nẵng (HAN/SGN-DAD)		
Vietnam Airlines	1.80	17-26
Vietjet Air	1.30-1.50	32-38
Bamboo Airways	1.30-1.60	13-29
Vietravel Airlines	1.10-1.40	14-20
Giá trần theo quy định (Thông tư 34/2023)	2.89	

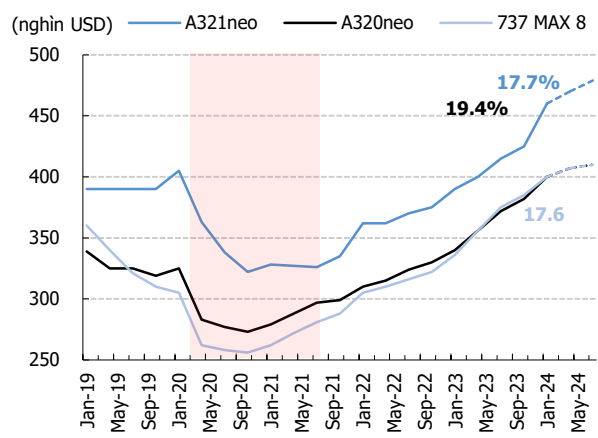
Nguồn: CAAV

Hình 8. Giá vé tăng toàn thế giới, bắt đầu từ nhu cầu di chuyển, sau đó là do thiếu hụt tàu bay



Ghi chú: Phần trăm thay đổi so với 2019
 Nguồn: IATA/Tourism Economics, Air Passenger Forecast

Hình 9. Giá thuê cho các mẫu tàu bay thân hẹp mới sẽ còn tiếp tục tăng



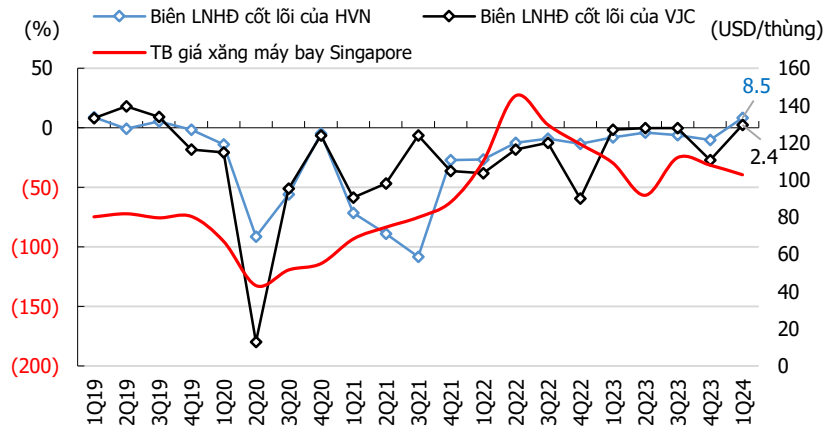
Ghi chú: Vùng màu đỏ thể hiện giai đoạn dịch Covid-19
 Nguồn: IBA Group

Giảm chi phí nhiên liệu máy bay có lợi cho lợi nhuận hoạt động cốt lõi của các hãng hàng không

Nhiên liệu chiếm phần lớn chi phí đầu vào của các hãng hàng không (30 - 40%), ảnh hưởng lớn đến hoạt động của họ (Hình 11). Giai đoạn 2020 - 2022 là giai đoạn khó khăn đối với các hãng hàng không khi giá nhiên liệu ở mức thấp trong thời gian hạn chế đi lại và khi nhu cầu đi lại quay trở lại, giá dầu tăng cao do căng thẳng chính trị toàn cầu khiến biên lợi nhuận hoạt động cốt lõi của họ âm. Từ đầu năm 2023, giá xăng máy bay hạ nhiệt và duy trì ổn định cùng với nhu cầu đi lại quay trở lại,

giúp biên LNHD của các công ty dần được cải thiện cho đến 1Q24 thì dương trở lại và bắt đầu có lãi (Hình 10). Giá xăng máy bay trong 2Q24 ổn định ở mức khoảng 100 USD/thùng và chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận hoạt động cốt lõi của VJC và HVN trong 2Q24 sẽ duy trì ở mức tích cực (Hình 12).

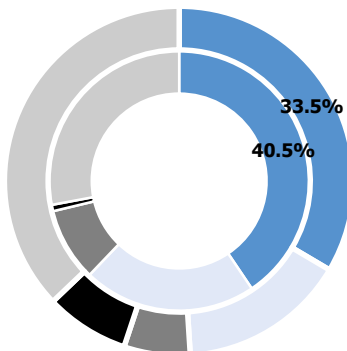
Hình 10. Biên LNHD cốt lõi: giá nhiên liệu giảm giúp cải thiện biên LNHD



Ghi chú: We use HVN parent company data since HVN group includes many subsidiaries that may distort its core OPM
 Nguồn: Bloomberg, VJC, HVN, KISVN

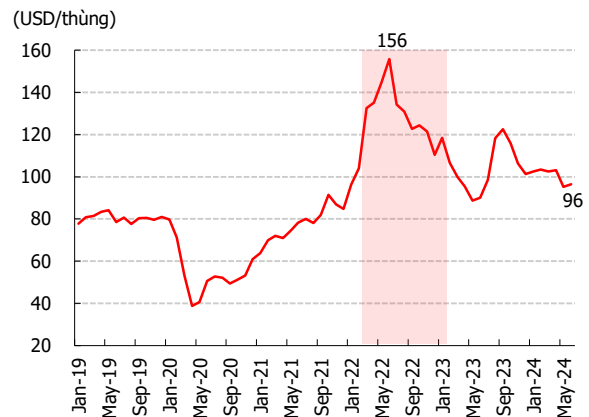
Hình 11. Nhiên liệu chiếm phần lớn chi phí hoạt động

■ Nhiên liệu ■ Thuê ■ Nhân viên ■ Khấu hao ■ Dịch vụ mua ngoài



Ghi chú: Vòng ngoài thể hiện HVN, vòng trong thể hiện VJC
 Nguồn: Dữ liệu công ty năm 2023, KISVN

Hình 12. Giá xăng máy bay hạ nhiệt và dần ổn định



Ghi chú: Vùng đỏ thể hiện giá dầu tăng vọt do chiến tranh Nga-Ukraine
 Nguồn: Bloomberg, KISVN

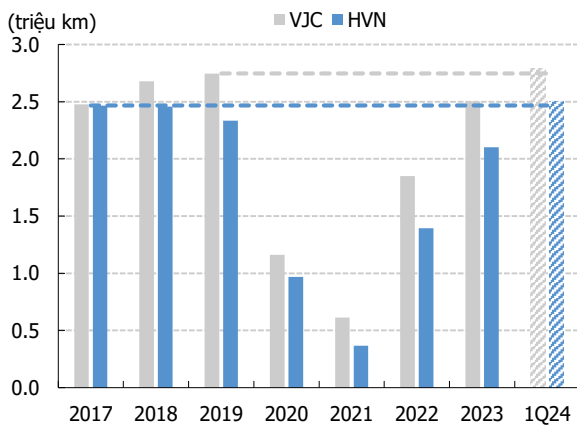
III. Môi trường giá vé cao tiếp tục trong nửa cuối năm 2024

Động lực từ nhu cầu du lịch quốc tế vẫn tiếp tục trong khi tình trạng thiếu năng lực thách thức tăng trưởng hành khách

Bất chấp tình trạng thiếu máy bay, các hãng hàng không Việt Nam vẫn có thể giữ lượng hành khách vận chuyển giảm ở mức thấp (-1.5% YoY trong 5T24). Ước tính của chúng tôi về quãng đường bay trung bình một năm của một máy bay cho thấy VJC và HVN đã đẩy hiệu suất đội

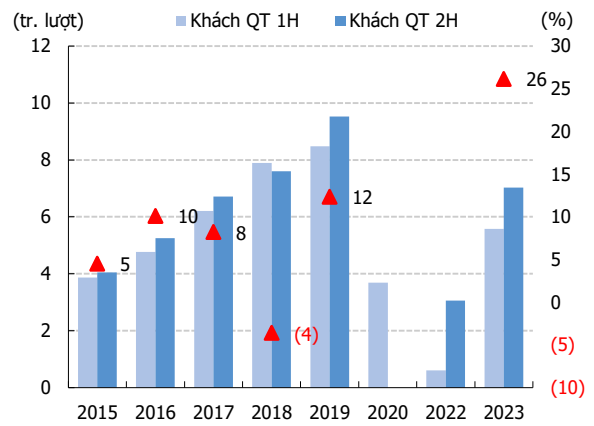
bay của họ vượt đỉnh quá khứ, điều này hàm ý các 2 hãng khó có thể chờ thêm nhiều hành khách nếu không mở rộng đội tàu bay (Hình 13). Tuy nhiên, với nhu cầu đi lại cao hơn từ thị trường quốc tế và Trung Quốc trong kỳ nghỉ hè, chúng tôi dự báo sản lượng hành khách hàng không tăng trưởng 1% n/n trong 2H24 (Hình 16). Chúng tôi kỳ vọng các hãng hàng không có thể đạt hệ số tải cao hơn và cố gắng thuê tàu bay bổ sung để đáp ứng nhu cầu cao hơn vì họ có thể chuyển chi phí sang hành khách. Vì những lý do tương tự, chúng tôi dự báo luân chuyển hành khách trong 2H24 sẽ tăng 13% n/n (Hình 15).

Hình 13. Các hãng hàng không Việt cố gắng đạt tối đa quãng đường bay



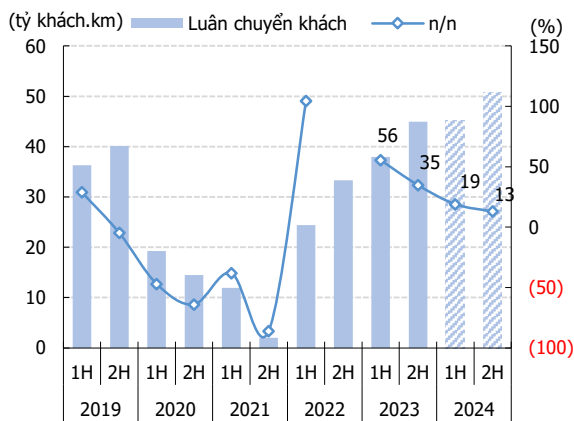
Ghi chú: Giá vé tăng trong 1Q24 được loại bỏ để có ước tính phù hợp hơn
 Nguồn: Company data, KISVN

Hình 14. Khách quốc tế đến Việt Nam thường nhiều hơn vào nửa cuối năm



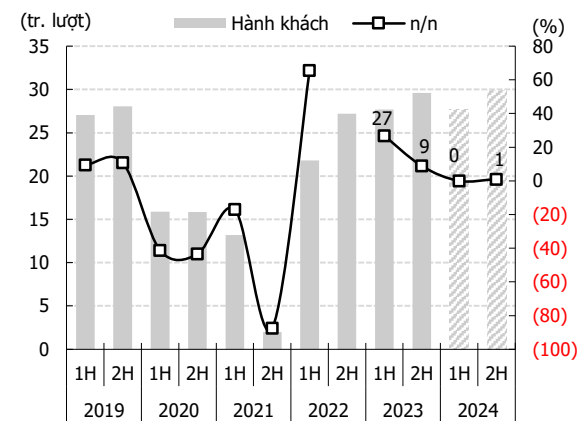
Ghi chú: Thời tiết và kỳ nghỉ hè là nguyên nhân cho khách QT đến nhiều hơn
 Nguồn: GSO, KISVN

Hình 15. Đà tăng từ nhu cầu bay quốc tế giúp luân chuyển hành khách tiếp tục tăng trưởng nhưng sẽ chậm lại



Ghi chú: Luân chuyển khách 2H22 +1,562% n/n do nền thấp của 2H21
 Nguồn: GSO, KISVN

Hình 16. Chúng tôi ước tính lượng hành khách tăng yếu do lượng ghế cung ứng giảm mạnh so với 2023



Ghi chú: Sản lượng hành khách 2H22 +1,270% n/n do nền thấp của 2H21
 Nguồn: GSO, KISVN

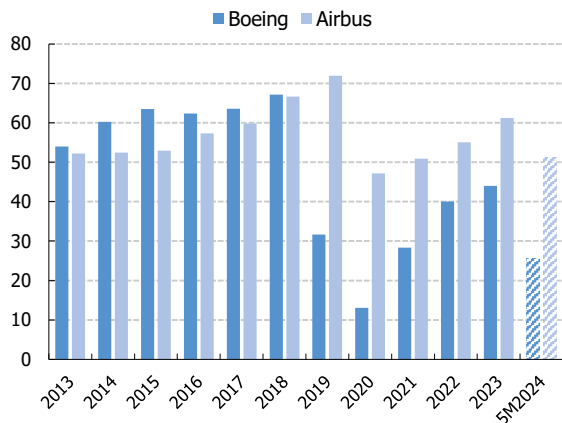
Tình trạng thiếu máy bay dự báo sẽ là vấn đề lâu dài và tình trạng thiếu hụt ghế ở Việt Nam vẫn tiếp diễn

Chúng tôi cho rằng lệnh ngừng mở rộng sản xuất dòng Boeing 737 Max của FAA sẽ kéo dài ít nhất 1 năm vì trước đó dòng 737 Max cũng từng bị cấm gần 2 năm từ tháng 03/2019 đến tháng 11/2020 cũng do vấn đề chất lượng tàu bay. Chuỗi cung ứng bị gián đoạn khiến thời gian kiểm

tra và bảo trì động cơ PW1000G kéo dài hơn bất chấp việc RTX tăng cường kế hoạch mở rộng công suất MRO³. Tỷ lệ sản xuất vốn đã thấp của Boeing và Airbus kể từ sau đại dịch giờ lại gặp thêm vấn đề, khiến nguồn cung máy bay mới ra thị trường giảm (Hình 14). Sự xuất hiện của các hãng hàng không giá rẻ (LCC) trên thế giới đòi hỏi đội bay trẻ (10-15 năm tuổi), dẫn đến nhu cầu về tàu bay mới ngày càng tăng trong thập kỷ qua. Tỷ trọng đội tàu bay trẻ đạt đỉnh vào năm 2009, và 15 năm sau, nhu cầu làm mới đội tàu bay bắt đầu khiến tình trạng thiếu nguồn cung trở nên trầm trọng hơn (Hình 16) và giá vé máy bay tăng trên toàn thế giới. Tuy nhiên, số lượng tàu bay sử dụng động cơ GTF phải ngưng hoạt động đã đạt đỉnh vào tháng 3 năm 2024, cho thấy một số tàu bay đang bảo dưỡng sẽ hoạt động trở lại trong năm nay (Hình 15).

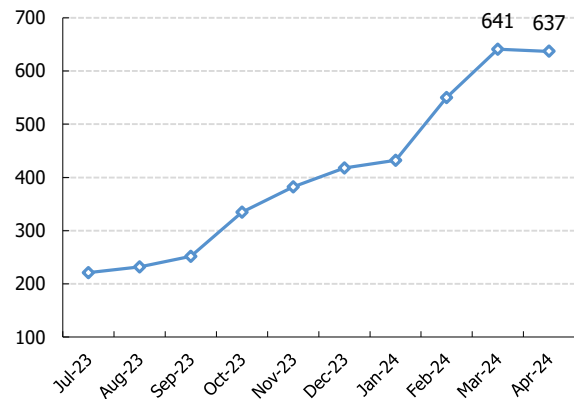
Theo CAAV, VJC sẽ không nhận thêm máy bay, trong khi HVN sẽ nhận 2 chiếc Boeing 787 và 3 chiếc Airbus thuê trong 2H24. Chúng tôi cho rằng số ghế bổ sung từ các tàu bay mới sẽ không thể bù đắp được số ghế đang thiếu và môi trường giá vé cao có thể kéo dài đến giữa 2025.

Hình 14. Số lượng tàu bay giao một tháng của Boeing and Airbus cách xa so với các năm trước dịch



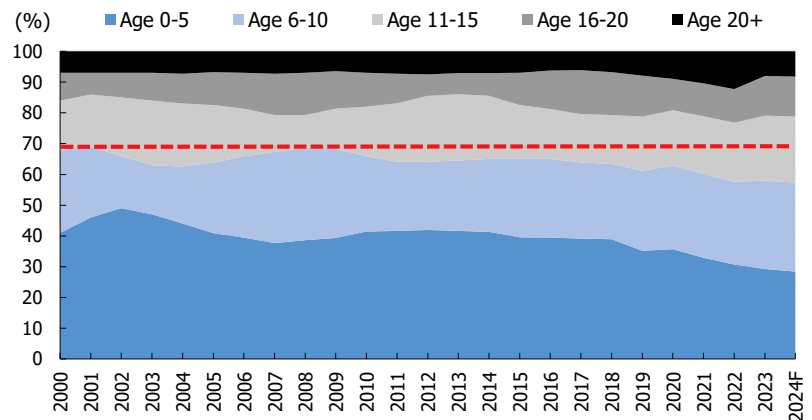
Ghi chú: Số lượng giao cho tất cả các mẫu tàu bay
 Nguồn: Boeing, Airbus, KISVN

Hình 15. Số lượng tàu bay trang bị động cơ GTF tạm dừng hoạt động đạt đỉnh vào tháng Ba



Ghi chú: Các tàu bay tạm dừng hoạt động vì nhiều lý do
 Nguồn: Cirium

³ MRO hay Maintenance, Repair and Operation: Bảo dưỡng, sửa chữa và vận hành là các hoạt động được thực hiện để đảm bảo an toàn và khả năng khai thác của các phương tiện vận tải hàng không.

Hình 16. Đội tàu bay thân hẹp của Airbus và Boeing đang già đi

Nguồn: Cirium, SMBC Aviation Capital

Giá xăng máy bay vẫn ổn định quanh mức 100 USD/thùng và biên LNHH cốt lõi của các hãng hàng không có thể duy trì ở mức dương

Cơ quan Quản lý Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) hạ triển vọng giá dầu năm 2024 đối với dầu Brent xuống 84 USD/thùng và WTI xuống 79.7 USD/thùng, xu hướng ổn định sẽ duy trì trong năm 2025 với giá Brent trung bình ở mức 85.38 USD/thùng và giá dầu WTI trung bình ở mức 80.88 USD/thùng. Điều này có nghĩa là giá xăng máy bay có thể duy trì ổn định trong 2H2024 và năm 2025. Giá nhiên liệu ổn định có lợi cho các hãng hàng không khi họ có thể lập kế hoạch kinh doanh và kiểm soát chi phí tốt hơn, nhưng mặt bằng giá cao hơn khiến cho biên LNHH cốt lõi dù đang tăng nhưng khó có thể đạt mức trước dịch.

IV. Rủi ro

Căng thẳng địa chính trị trên thế giới có thể khiến giá dầu biến động mạnh so với kỳ vọng của chúng tôi về giá nhiên liệu ổn định và làm gián đoạn hoạt động bay quốc tế, điều này sẽ tác động tiêu cực đến việc kiểm soát chi phí của các hãng hàng không và khả năng sinh lãi của các chuyến bay quốc tế trong 2H24. Như chúng tôi đã đề cập, việc sử dụng đội tàu của HVN và VJC đã đạt đến đỉnh lịch sử, lịch bay dày đặc hơn có thể dẫn đến việc phải đại tu sớm, nhiều máy bay tạm dừng hoạt động và làm xáo trộn hoạt động của họ.

Phân tích doanh nghiệp

CTCP Hàng không Việt Nam

HVN

CTCP Hàng không Vietjet

VJC

CTCP Hàng không Việt Nam (HVN)

Không xếp hạng

Giá cp (04/07, VND)	34,200
Vốn hóa (tỷ VND)	75,732
SLCP lưu hành (triệu)	2,214
Cao/ Thấp 52 tuần (VND)	35,450/10,200
GTGD TB 6T (tỷ VND)	62
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	8.0/7.1
Cổ đông lớn (%)	
UBQLVNN tại Doanh nghiệp	55.2
TCT Đầu tư và Kinh doanh vốn NN	31.1

	DT	LNHD	LNR	EPS	% tăng	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	Cổ tức
	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(tỷ đồng)	(VND)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2019A	98,228	2,450	2,537	1,172	1,172	12,795	26.3	2.4	3.0	12.9	0.0
2020A	40,538	(11,898)	(11,178)	(7,704)	(7,704)	4,464	(3.0)	5.1	(15.7)	(89.3)	0.0
2021A	27,911	(13,231)	(13,279)	(5,829)	-	680	(2.5)	21.5	(20.5)	(329.4)	0.0
2022A	70,410	(11,218)	(11,223)	(5,102)	-	(5,222)	(2.4)	(2.4)	(18.3)	224.7	0.0
2023A	91,540	(5,978)	(5,632)	(2,678)	-	(7,910)	(12.1)	(4.1)	(10.0)	40.8	0.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Ghi chú: LNR và EPS bị ảnh hưởng bởi quyền kiểm soát

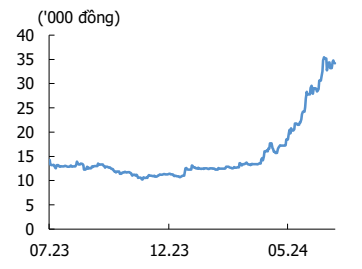
Hoạt động kinh doanh cốt lõi đã tạo ra lợi nhuận trở lại

LNST kỷ lục nhờ xóa nợ. Trong 1Q24, HVN báo cáo doanh thu thuần 28 nghìn tỷ đồng (+20% n/n), LNST 4.4 nghìn tỷ đồng (có lãi trở lại) và biên LNHD cốt lõi dương (8.5%). Kết quả kinh doanh của HVN cải thiện chủ yếu nhờ luân chuyển hành khách cao hơn (từ nhu cầu di chuyển quốc tế) và lợi nhuận tốt hơn (do cạnh tranh giảm bớt và tình trạng thiếu máy bay).

Biến động giá

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	15.7	162.1	136.7
Tương đối với VNI (%)	15.9	150.0	121.5

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Bảng 4. Dự phóng KQKD của HVN

(tỷ đồng, %)

	1Q24A	2Q24F	2H24F		2024F		Đồng thuận thị trường	
			n/n	q/q	n/n	2H24F	2024F	
Doanh thu	47,400	49,320	49,188	4	0	98,508	8	-
Vận chuyển	38,732	41,100	40,652	5	(1)	81,751	9	-
Bán hàng và khác	8,668	8,220	8,537	(2)	4	16,757	4	-
LNST	(4,186)	3,771	2,155	-	(43)	5,927	-	7,904

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

Giá vé máy bay vẫn ở mức cao và nhu cầu quốc tế ngày càng tăng. Doanh thu và LNST năm 2024F có thể lần lượt đạt 98.5 nghìn tỷ đồng (+8% n/n) và 5.9 nghìn tỷ đồng.

- Nhu cầu đi lại quốc tế và giá vé máy bay cao hỗ trợ tăng trưởng của HVN:** nhu cầu đi lại quốc tế và môi trường giá vé cao hỗ trợ tăng trưởng bất chấp hoạt động của PA bị thu hẹp.
- Hàng hóa và dịch vụ của các công ty con:** Các công ty con của HVN dựa vào tăng trưởng hành khách hàng không (chúng tôi dự báo tăng trưởng yếu trong 2H24), tuy nhiên, HVN có thể giành lấy thị phần từ những đối thủ yếu.

HVN hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA 21 lần, gần với +2.9 độ lệch chuẩn mọi thời đại và giá thị trường hiện tại cao hơn 36.8% so với giá mục tiêu đồng thuận thị trường 25,000 VND (Bloomberg).

Rủi ro: Các sự kiện địa chính trị leo thang có thể dẫn đến tỷ giá USD/VND, giá nhiên liệu tăng cao và tăng chậm/hủy chuyến bay, ảnh hưởng lớn đến doanh thu và lợi nhuận của các hãng hàng không.

CTCP Hàng không Vietjet (VJC)

Không xếp hạng

Giá cp (04/07, VND)	101,200
Vốn hóa (tỷ VND)	54,811
SLCP lưu hành (triệu)	542
Cao/ Thấp 52 tuần (VND)	118,800/93,800
GTGD TB 6T (tỷ VND)	87
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	51.6/16.5
Cổ đông lớn (%)	
Cty TNHH ĐT Hướng Dương Sunny	28.6
Nguyễn Thị Phương Thảo	8.8

	DT	LNHD	LNR	EPS	% tăng	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	Cổ tức
	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(tỷ đồng)	(VND)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2019A	50,603	3,848	3,807	6,326	(36)	27,511	20.7	4.8	8.7	26.3	0.7
2020A	18,220	(2,018)	69	127	(98)	27,654	983.1	4.5	0.1	0.5	0.0
2021A	12,875	172	80	138	9	31,082	782.1	3.8	0.2	0.5	0.0
2022A	40,142	(3,701)	(2,262)	(4,177)	(3,133)	27,470	(25.3)	3.8	(3.8)	(14.3)	0.0
2023A	58,341	184	231	426	-	28,123	244.3	3.7	0.3	1.5	0.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Ghi chú: LNR và EPS bị ảnh hưởng bởi quyền kiểm soát

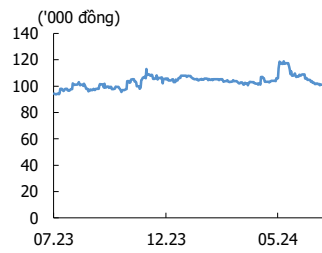
Việc mở rộng quốc tế đã mang lại thành công cho VJC

Phân khúc quốc tế thúc đẩy doanh thu cốt lõi hàng không. Trong 1Q24, VJC báo cáo doanh thu 17,8 nghìn tỷ đồng (+38% n/n), và LNST 539 tỷ đồng (+212% n/n) và biên LNHD cốt lõi dương (2.4%). Kết quả kinh doanh ấn tượng của VJC có được nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ từ mảng quốc tế (+82% n/n).

Biến động giá

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	2.5	5.5	(5.0)
Tương đối với VNI (%p)	4.1	(6.9)	(19.5)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Bảng 6. Dự phóng KQKD của VJC

(tỷ đồng, %)

	1Q24A	2Q24F	2H24F		2024F		Đồng thuận thị trường	
			n/n	q/q	n/n	2H24F	2024F	
Doanh thu	33,032	33,137	32,418		65,556	5		75,462
Vận chuyển	25,670	30,538	31,317	(2)	61,855	28	-	-
Bán & tái thuê và khác	7,362	2,599	1,101	(2)	3,701	(74)	-	-
LNST	207	353	1,055	410	1,408	310		1,690

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

Lợi nhuận cao hơn từ mảng quốc tế. Doanh thu và LNST năm 2024F được dự báo lần lượt đạt 65,6 nghìn tỷ đồng (+5% n/n) và 1.4 nghìn tỷ đồng (+310% n/n).

- Mảng quốc tế:** phân khúc quốc tế với lợi suất cao hơn và nhu cầu ngày càng tăng thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của VJC và giúp cho biên LNHD cốt lõi cao hơn trong nửa cuối năm 2024.
- Không có nghiệp vụ Bán và tái thuê trong 3 quý tiếp theo:** theo CAAV, VJC không nhận thêm máy bay, do đó doanh thu và lợi nhuận từ giao dịch Bán và thuê lại không nằm trong dự báo của chúng tôi cho 2Q24 và 2H24.

VJC hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA 35 lần, gần với +3.0 độ lệch chuẩn mọi thời đại. Giá mục tiêu đồng thuận là 122,150 đồng, tương ứng mức tăng 20.7% so với giá thị trường hiện tại.

Rủi ro: Các sự kiện địa chính trị leo thang có thể dẫn đến tỷ giá USD/VNĐ, giá nhiên liệu tăng cao và tăng chậm/hủy chuyến bay, ảnh hưởng lớn đến doanh thu và lợi nhuận của các hãng hàng không.

Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

Thông tin công khai quan trọng

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua;

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 4 Jul 2024.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 4 Jul 2024.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu trong báo cáo này và hiện không phải là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Phòng Phân Tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2024 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.