

Hàng không: Hạ khuyến nghị sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây

Chê Thị Mai Trang

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

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

- HSC hạ khuyến nghị cho cả hai hãng hàng không trong danh sách khuyến nghị – HVN xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và VJC xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) – sau nhịp tăng giá cổ phiếu gần đây và cạnh tranh dự kiến gia tăng khi nguồn cung tàu bay tăng trong nửa cuối năm 2025.
- Chúng tôi tăng giá mục tiêu của HVN thêm 3% lên 42.600đ (tiềm năng tăng giá 14%) và VJC thêm 36% lên 126.000đ (rủi ro giảm giá 8%) nhờ điều chỉnh tăng lần lượt 8% và 20% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 (được hỗ trợ bởi lợi suất hành khách tăng).
- So sánh giữa hai hãng, HVN nổi bật hơn với lợi nhuận đã vượt xa mức trước COVID và tỷ lệ nợ cải thiện đáng kể. Ngược lại, lợi nhuận của VJC vẫn thấp hơn mức trước COVID, trong bối cảnh tỷ lệ nợ cao hơn.

Nhu cầu quốc tế vững chắc và nhu cầu nội địa phục hồi

Ngành hàng không Việt Nam duy trì đà tích cực trong 8 tháng đầu năm 2025 với tổng lượng khách tăng 9% so với cùng kỳ đạt 82,2 triệu lượt, nhờ cả khách quốc tế (tăng 13% so với cùng kỳ đạt 31 triệu lượt) và nội địa (tăng 6% so với cùng kỳ đạt 51,2 triệu lượt). Số liệu nội địa ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ từ mức giảm 15% của năm ngoái, vì hành khách đã thích nghi với mức giá vé cao hơn và tiếp tục phục hồi nhu cầu đi lại bằng đường hàng không. Lượng khách quốc tế cũng mang lại lực đẩy bổ sung, khi các du khách quốc tế đi khám phá các điểm du lịch trong nước.

Nhờ nhu cầu hành khách mạnh, các hãng hàng không ghi nhận KQKD tích cực trong nửa đầu năm 2025, với lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi của HVN và VJC tăng lần lượt 106% và 56% so với cùng kỳ, vượt dự báo của HSC.

Giá nhiên liệu bay giảm hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận...

Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) dự báo giá nhiên liệu bay trong nửa cuối năm 2025 ở mức 87,6 USD/thùng (giảm 6% so với cùng kỳ và 4% so với nửa đầu năm 2025), với bình quân cả năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 101 USD (giảm 8%) và 87 USD (giảm 7%). Do chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 30%–35% chi phí đơn vị của HVN và 35%–40% của VJC nên cả hai hãng đều được hưởng lợi, trong đó VJC hưởng lợi nhiều hơn nhờ tỷ trọng trong chi phí cao hơn.

... nhưng thách thức đến từ cạnh tranh gia tăng

HSC dự báo cạnh tranh trong ngành sẽ tăng từ Q4/2025 sang năm 2026 do các đợt bàn giao tàu bay mới, sự trở lại của các tàu bay tạm ngưng khai thác do kiểm tra động cơ, và sự gia nhập của Sun Phu Quoc Airways (bắt đầu mở bán vé vào tháng 11/2025). Áp lực cạnh tranh tăng sẽ gây sức ép lên lợi suất hành khách và hệ số sử dụng ghế trong năm tới.

Hạ khuyến nghị đối với HVN (xuống Tăng tỷ trọng, tiềm năng tăng giá 14%) và VJC (xuống Giảm tỷ trọng)

HSC hạ khuyến nghị đối với HVN xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và VJC xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) dù giá mục tiêu lần lượt được tăng thêm 3% lên 42.800đ (tiềm năng tăng giá 14%) và 36% lên 124.600đ (rủi ro giảm giá 8%). Trong 3 tháng qua, giá cổ phiếu HVN và VJC đã tăng lần lượt 27% và 53%.

HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,6 lần, cao hơn mức bình quân trước COVID là 4,1 lần, trong khi VJC ở mức 5,6 lần, so với bình quân trước COVID là 5,2 lần. Tuy nhiên, HVN đang ghi nhận lợi nhuận vượt xa mức trước COVID với bảng CĐKT lành mạnh hơn, trong khi lợi nhuận của VJC vẫn thấp hơn mức trước COVID và gánh nặng nợ gia tăng. HSC kỳ vọng HVN sẽ tiếp tục được định giá lại ở mặt bằng cao hơn trong khi định giá của VJC hiện đã cao theo quan điểm của chúng tôi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 23/9.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L. suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th. đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
HVN	37,500	Tăng tỷ trọng	Mua vào	42,800	2.86	14.1	8.62	12.6	7.38	8.33	0	0
VJC	135,500	Giảm tỷ trọng	Nắm giữ	124,600	36.0	(8.04)	28.9	23.2	19.0	17.1	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 22/9/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Phần lớn thông tin tích cực đã phản ánh vào giá; hạ khuyến nghị 3

Thuận lợi: Nhu cầu vững chắc và giá nhiên liệu bay giảm so với cùng kỳ 3

Thách thức: Cạnh tranh gia tăng do nguồn cung tàu bay tăng 5

Dự báo mới 6

Báo cáo thành phần

Tổng CTCP Hàng không Việt Nam (HVN) 8

CTCP Hàng không VietJet (VJC) 14

Phần lớn thông tin tích cực đã phản ánh vào giá; hạ khuyến nghị

Đúng như dự báo, năm 2025 đang trở thành một năm rất thuận lợi cho ngành hàng không với tăng trưởng nhu cầu mạnh mẽ, nguồn cung hạn chế (do thiếu hụt tàu bay) và giá nhiên liệu giảm. Giá cổ phiếu hàng không đã tăng đáng kể để phản ánh các cải thiện vượt trội này. Tuy nhiên, HSC lưu ý rằng cạnh tranh nhiều khả năng sẽ tăng trong các năm tới do sự gia nhập của hãng mới và việc mở rộng đội tàu bay của các hãng hàng không. Dù đã điều chỉnh tăng giá mục tiêu để phản ánh việc tăng dự báo lợi nhuận của cả HVN và VJC, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HVN xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) – đồng thời vẫn coi đây là lựa chọn hàng đầu trong ngành hàng không – và hạ VJC xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) trên cơ sở định giá.

Thuận lợi: Nhu cầu vững chắc và giá nhiên liệu bay giảm so với cùng kỳ

Lượng khách hàng không tăng trưởng ổn định

Ngành hàng không Việt Nam tiếp tục ghi nhận tăng trưởng tích cực trong 8 tháng đầu năm 2025. Theo Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV, Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 69.800đ), tổng lượng hành khách hàng không tại Việt Nam đạt 82,2 triệu lượt (tăng 9% so với cùng kỳ). Trong đó, lượng khách quốc tế tăng 13% đạt 31 triệu lượt và lượng khách nội địa phục hồi 6% đạt 51,2 triệu lượt (Bảng 1).

Sự phục hồi của nhu cầu nội địa đặc biệt đáng khích lệ, nếu so với mức giảm mạnh 15% cùng kỳ năm ngoái do giá vé cao trong bối cảnh thiếu hụt tàu bay. Việc nhu cầu nội địa phục hồi bất chấp giá vé vẫn duy trì ở mức cao trong 8 tháng đầu năm 2025 cho thấy hành khách đã dần thích nghi với mức giá mới và quay trở lại đi lại bằng đường hàng không. Ngoài ra, tăng trưởng nhu cầu quốc tế cũng hỗ trợ thêm cho nhu cầu nội địa, nhờ khách quốc tế kết hợp du lịch đến các điểm đến trong nước.

Nhu cầu mạnh mẽ này đã hỗ trợ KQKD của các hãng hàng không trong nửa đầu năm 2025. Cả HVN và VJC đều ghi nhận lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng lần lượt 106% và 56% so với cùng kỳ. Các kết quả này vượt dự báo của HSC, bằng lần lượt 54% và 53% dự báo cho cả năm 2025 trước đó (Bảng 2).

Bảng 1: Số lượng khách hàng không 8 tháng đầu năm 2025, Việt Nam

Nhu cầu khách quốc tế ổn định và nhu cầu khách nội địa hồi phục

Triệu khách	6 tháng đầu năm 2024	6 tháng đầu năm 2025	So với cùng kỳ	8 tháng đầu năm 2024	8 tháng đầu năm 2025	So với cùng kỳ
Quốc tế	20.3	22.8	13%	27.4	31.0	13%
Nội địa	34.7	37.3	8%	48.2	51.2	6%
Tổng	55.0	60.1	9%	75.5	82.2	9%

Nguồn: ACV

Bảng 2: KQKD 6 tháng đầu năm 2025, các công ty ngành hàng không HSC khuyến nghị

Cả 2 công ty đều ghi nhận lợi nhuận tăng mạnh và vượt dự báo 6 tháng đầu năm 2025 của HSC

	Q2/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	6 tháng đầu năm 2025	So với cùng kỳ	Dự báo của 2025-HSC
HVN						
Doanh thu	27,968	14%	-8%	58,519	11.30%	52%
LNTT cốt lõi	2,413	119%	-39%	6,353	106.30%	54%
Lợi nhuận thuần	2,823	202%	-17%	6,223	18%	58%
VJC						
Doanh thu	17,885	10%	0%	35,837	5.30%	50%
Lợi nhuận thuần	652	121%	2%	1,293	55.60%	53%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

HSC kỳ vọng nhu cầu hàng không tại Việt Nam sẽ tiếp tục tăng mạnh trong thời gian tới, được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng mạnh của khách du lịch quốc tế và sự bổ sung các cảng hàng không mới, đặc biệt là Cảng hàng không Long Thành từ năm 2026.

Trong giai đoạn 2025–2027, chúng tôi dự báo lưu lượng hành khách sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 11%/năm, qua đó tạo nền tảng vững chắc cho lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành, bao gồm các hãng hàng không (Bảng 3).t

Bảng 3: Dự báo số lượng hành khách, Việt Nam

HSC dự báo nhu cầu của hành khách sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2025-2027

Triệu khách	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Số lượng khách									
Quốc tế	41.8	7.4	0.5	12.0	32.6	41.4	46.8	53.4	62.2
Nội địa	74.6	57.8	29.6	87.1	80.4	68.6	74.6	80.2	88.4
Tổng cộng	116.3	65.2	30.1	99.0	113.0	110.0	121.4	133.6	150.6
Tăng trưởng									
Quốc tế		-82%	-93%	2202%	173%	27%	13%	14%	16%
Nội địa		-22%	-49%	194%	-8%	-15%	9%	8%	10%
Tổng cộng		-44%	-54%	229%	14%	-3%	10%	10%	13%
So với năm 2019									
Quốc tế		-82%	-99%	-71%	-22%	-1%	12%	28%	49%
Nội địa		-22%	-60%	17%	8%	-8%	0%	8%	19%
Tổng cộng		-44%	-74%	-15%	-3%	-5%	4%	15%	29%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 4: Giá nhiên liệu bay và giá dầu Brent (USD/thùng)

Giá nhiên liệu bay có xu hướng giảm từ đầu năm



Nguồn: IATA

Bảng 5: Dự báo giá nhiên liệu bay, EIA

Giá nhiên liệu bay nửa cuối năm dự báo giảm 6% so với cùng kỳ và 4% so với 6 tháng đầu năm 2025, và giảm lần lượt 8% và 7% trong năm 2025-2026

USD/thùng	Q1/25	Q2/25	Q3/25F	4Q4/25F	Q1/26F	Q2/26F	Q3.26F	Q4/26F	2024A	2025F	2026F
Giá nhiên liệu bay	96.2	86.9	90.3	84.8	82.3	79.8	86.5	89.9	101	93	87
So với cùng kỳ	-15%	-18%	-5%	-6%	-14%	-8%	-4%	6%	-13%	-8%	-7%
So với quý trước	7%	-10%	4%	-6%	-3%	-3%	8%	4%			

Nguồn: EIA

Giá nhiên liệu bay giảm so với cùng kỳ giúp hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

Trong dự báo mới nhất, EIA đã tăng 7% dự báo giá nhiên liệu bay bình quân năm 2025 lên 93 USD/thùng (giảm 4% so với năm trước) nhưng giảm 5% dự báo năm 2026 xuống 87 USD/thùng (giảm 7% so với năm trước) so với dự báo tháng 5/2025, vốn được HSC sử dụng trong các mô hình định giá trước đây cho HVN và VJC. Các dự báo mới vẫn cho thấy giá nhiên liệu bay bình quân nửa cuối năm 2025 ở mức 87,6 USD/thùng, giảm 6% so với cùng kỳ và 4% so với nửa đầu năm 2025.

Do nhiên liệu bay chiếm khoảng 30%–35% chi phí hoạt động của HVN và 35%–40% của VJC, việc giá nhiên liệu giảm so với cùng kỳ trong nửa cuối năm 2025 và 2026 sẽ mang lại lợi ích cho cả hai hãng, trong đó VJC được hưởng lợi nhiều hơn nhờ tỷ trọng chi phí nhiên liệu cao hơn.

Thách thức: Cạnh tranh gia tăng do nguồn cung tàu bay tăng

HSC dự báo cạnh tranh trong ngành sẽ gia tăng từ Q4/2025 và trong năm 2026, được thúc đẩy bởi các đợt bàn giao tàu bay mới của các hãng và sự quay trở lại của các tàu bay đang phải ngừng khai thác để kiểm tra do sự cố kỹ thuật của động cơ Pratt & Whitney. Đáng chú ý, Sun Phu Quoc Airways – một hãng mới – sẽ bắt đầu mở bán vé từ tháng 11/2025, qua đó làm tăng cạnh tranh trong năm 2026. Chúng tôi hiểu rằng hãng này sẽ áp dụng mô hình kết hợp giữa khai thác dịch vụ đầy đủ và các chuyến bay thuê chuyến, qua đó trở thành đối thủ cạnh tranh trực tiếp với HVN trong năm 2026.

Chúng tôi ước tính tổng đội tàu bay khai thác tại Việt Nam sẽ đạt 202 chiếc tại thời điểm cuối năm 2025, tăng 10% so với cuối 2024 và 13% so với thời điểm cuối 6 tháng đầu năm 2025. Trong các năm 2026 và 2027, đội tàu bay khai thác tại Việt Nam dự báo tiếp tục mở rộng lên 230 chiếc (tăng trưởng 14%) và 256 chiếc (tăng trưởng 11%) (Bảng 6).

Trong bối cảnh lưu lượng hành khách toàn ngành được dự báo tăng khoảng 10%/năm, tốc độ mở rộng đội tàu bay nhanh chóng này nhiều khả năng sẽ làm tình hình cạnh tranh trở nên gay gắt hơn trong nửa cuối năm 2025 và năm 2026, đồng thời gây áp lực lên lợi suất hành khách. Một yếu tố thuận lợi quan trọng là khả năng giá dầu giảm trong nửa cuối năm 2025 và 2026 như đã đề cập ở trên, qua đó hỗ trợ lợi nhuận của các hãng hàng không bất chấp cạnh tranh gia tăng.

Bảng 6: Số lượng tàu bay thực tế và dự báo, Việt Nam

Chúng tôi dự báo số lượng tàu bay sẽ tăng mạnh trong 6 tháng cuối năm 2025 và năm 2026

	Cuối năm - 2019	Cuối năm - 2023	Cuối năm - 2024	Cuối -6 tháng đầu năm 2025	Cuối năm - 2025	Cuối năm - 2026	Cuối năm - 2027
HVN	123	112	88	85	90	95	107
VJC	71	86	84	86	88	111	125
Bamboo	22	11	8	6	6	6	6
Vietravel (*)	-	3	3	2	10	10	10
Sun Phú Quốc (*)	-	-	0	0	8	8	8
Tổng cộng	216	212	183	179	202	230	256
Tăng trưởng	0%	0%	-14%	-2%	10%	14%	11%
So với 2019	0%	-2%	-15%	-17%	-6%	6%	19%

Ghi chú: Vietravel và Sun Phú Quốc vừa công bố kế hoạch mở rộng đội tàu bay đến hết năm 2025.
Nguồn: HSC

Bảng 7: Điều chỉnh dự báo, HVN

HSC tăng dự báo lợi nhuận thuần bình quân 8% trong giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025	2026	2027F
Doanh thu thuần	113,747	115,643	123,106	118,276	112,176	119,421	4%	-3%	-3%
Lợi nhuận thuần	10,785	8,633	9,207	11,597	9,268	10,181	8%	7%	11%
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	7%	2%	6%	12%	-5%	6%			
Lợi nhuận thuần	43%	-20%	7%	53%	-20%	10%			

Nguồn: HSC

Bảng 8: Điều chỉnh dự báo, VJC

Chúng tôi tăng 20% dự báo lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025	2026	2027F
Doanh thu thuần	71,977	92,806	102,454	73,416	95,590	105,527	2%	3%	3%
Lợi nhuận thuần	2,433	2,726	3,215	2,773	3,462	3,806	14%	27%	18%
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	0%	29%	10%	2%	30%	10%			
Lợi nhuận thuần	73%	12%	18%	98%	25%	10%			

Nguồn: HSC

Dự báo mới

Do các yếu tố đã phân tích ở trên, HSC tăng bình quân 8% và 20% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 của HVN và VJC. Cụ thể:

- Năm 2025: Dù tăng giả định giá nhiên liệu bay theo điều chỉnh tăng mới nhất từ EIA như đã nêu, chúng tôi vẫn nâng giả định hệ số sử dụng ghế và lợi suất hành khách cho HVN và VJC, nhờ KQKD nửa đầu năm 2025 khả quan hơn kỳ vọng.
- Năm 2026 và 2027: Tăng bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần đối với HVN và 23% đối với VJC, chủ yếu nhờ giảm giả định giá nhiên liệu bay sau khi EIA điều chỉnh giảm 5% xuống 87 USD/thùng (giảm 7% so với năm trước).

Bảng 9: Ước tính lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2025, các doanh nghiệp hàng không HSC khuyến nghị

Dự báo lợi nhuận thuần của HVN và VJC 9 tháng đầu năm 2025 tăng trưởng lần lượt là 41% và 36%

Tỷ đồng	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T25	So với cùng kỳ	% dự báo 2025 của HSC
HVN	2,300	200%	-18%	8,523	41%	73%
VJC	620	9%	-5%	1,912	36%	69%

Nguồn: HSC

Ước tính KQKD Q3/2025

HSC ước tính lợi nhuận thuần Q3/2025 của HVN và VJC đạt lần lượt 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng 200% so với cùng kỳ) và 620 tỷ đồng (tăng 9% so với cùng kỳ). Theo đó, lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2025 của hai hãng HVN và dự báo tăng lần lượt 41% và 36% so với cùng kỳ đạt 8,5 nghìn tỷ đồng và 1,9 nghìn tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với HVN xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và VJC xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. Cụ thể:

- Tăng 3% giá mục tiêu đối với HVN lên 42.800đ (từ 41.611đ trước đó) nhờ nâng dự báo lợi nhuận. Sau khi giá cổ phiếu tăng 27% trong 3 tháng qua, HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,6 lần, so với bình quân 3 năm từ tháng 9/2022 ở mức 2,2 lần và trước đại dịch ở mức 4,1 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 14% và EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5,2 lần.

Với lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ vượt xa mức trước dịch cùng với tỷ lệ nợ giảm nhờ kế hoạch tái cấu trúc, HSC tin rằng cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn. Đáng chú ý, vào tháng 9, HVN đã hoàn tất phát hành cổ phiếu và huy động được 9 nghìn tỷ đồng, giúp vốn CSH quay lại mức dương tại thời điểm cuối Q3/2025. Trong thời gian tới, HVN sẽ xin rút khỏi diện kiểm soát đặc biệt và trở lại giao dịch bình thường; đây sẽ là động lực ngắn hạn tích cực cho giá cổ phiếu.

- Trong khi đó, chúng tôi tăng 36% giá mục tiêu của VJC lên 124.600đ (từ 91.600đ trước đó) nhờ nâng dự báo lợi nhuận. Sau khi giá cổ phiếu tăng 53% trong 3 tháng qua, VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5,6 lần, so với bình quân 3 năm từ tháng 9/2022 ở mức 5,5 lần và trước đại dịch ở mức 5,2 lần. Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 8% và EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5,3 lần.

Lợi nhuận của VJC chưa phục hồi hoàn toàn về mức trước dịch khi dự báo lợi nhuận năm 2025 vẫn thấp hơn khoảng 40% so với bình quân giai đoạn 2017–2019. Đồng thời, tỷ lệ nợ đã tăng đáng kể so với trước dịch; do đó, chúng tôi cho rằng định giá hiện tại đang cao.

Bảng 10: So sánh định giá, các doanh nghiệp hàng không HSC khuyến nghị

Cả 2 cổ phiếu đều giao dịch ở mức giá cao hơn so với bình quân 3 năm và trước đại dịch

Mã CK	Khuyến nghị cũ	Khuyến nghị mới	Giá mục tiêu cũ	Giá mục tiêu mới	EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm	Giá trị từ T9-2022	Giá trị trước đại dịch
HVN	Buy	Add	41,611	42,800	4.6	2.2	4.1
VJC	Reduce	Hold	91,600	124,600	5.6	5.5	5.2

Nguồn: HSC

Bảng 11: Lợi nhuận và hệ số nợ/vốn CSH, các doanh nghiệp hàng không HSC khuyến nghị

Lợi nhuận của HVN cao hơn nhiều so với mức trước đại dịch với hệ số nợ giảm, trong khi đó VJC ngược lại

	Bình quân giai đoạn 2017-2019	2025F	Tăng trưởng
HVN			
Nợ thuần/vốn CSH	1.78	0.64	-64%
LNTT cốt lõi (tỷ đồng)	3,879	11,764	203%
VJC			
Nợ thuần/vốn CSH	0.11	1.61	1364%
LNTT cốt lõi (tỷ đồng)	4,738	2,773	-41%

Nguồn: HSC

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ42,800 (từ VNĐ41,611)

Tiềm năng tăng/giảm: 14.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/9/2025)	37,500
Mã Bloomberg	HVN VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,998-38,250
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	37,067
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	116,775
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,421
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,114
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	934
Slg CP NN được mua (tr.đv)	460
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.23%
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	21.6	26.5	119
So với chỉ số	21.2	(0.19)	59.4
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,353	3,863	12.7
2026F	2,976	2,781	7.0
2027F	3,269	3,029	7.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Vietnam Airlines là hãng hàng không quốc gia Việt Nam, được thành lập từ năm 1995

Chuyên viên phân tích**Chế Thị Mai Trang**

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp

trang.ctmai@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng nhưng vẫn có tiềm năng định giá lại ở mặt bằng cao hơn

- HSC tăng 3% giá mục tiêu của HVN lên 42.800đ (tiềm năng tăng giá 14%) nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận; tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây.
- Chúng tôi tăng lần lượt 6% & 8% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi & lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 chủ yếu do giảm giả định giá nhiên liệu bay trong các năm 2026-2027. Chúng tôi hiện dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi sẽ tăng trưởng 117% trong năm nay (điều chỉnh tăng 1% dự báo), giảm 14% trong năm sau (điều chỉnh tăng 7%) và tăng trưởng 10% trong năm 2027 (nâng 10%).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 27% trong 3 tháng qua, HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,6 lần; cao hơn bình quân 3 năm ở mức 2,2 lần và bình quân trước đại dịch ở mức 4,1 lần.

Sự kiện: KQKD gần đây, cạnh tranh gia tăng, chi phí nhiên liệu bay giảm

Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi nửa đầu năm 2025 đạt 6,4 nghìn tỷ đồng, tăng 106% so với cùng kỳ, vượt 7% dự báo của HSC nhờ nhu cầu đi lại cao hơn và lợi suất hành khách cải thiện.

Trong thời gian tới, chúng tôi tiếp tục dự báo cạnh tranh sẽ tăng trong năm sau do nguồn cung trên thị trường tăng, với kế hoạch tiếp nhận tàu bay mới của các hãng hàng không khác và việc một số tàu bay A321neo quay trở lại khai thác sau khi kiểm tra động cơ. Ngược lại, chúng tôi hiện đưa vào mô hình giả định giá nhiên liệu bay giảm trong năm 2026; EIA mới đây đã giảm 5,4% dự báo giá nhiên liệu bay năm 2026 xuống 87 USD/thùng (giảm 7% so với năm trước), yếu tố này sẽ hỗ trợ lợi nhuận của HVN vì chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 30-35% tổng chi phí đơn vị.

Tác động: Nâng dự báo lợi nhuận

HSC tăng bình quân 6% và 8% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 chủ yếu nhờ giảm giả định giá nhiên liệu bay. Cho năm 2025, chúng tôi tăng 1% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi lên 11,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 117%) và tăng 8% dự báo lợi nhuận thuần lên 11,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 53%) sau khi tính đến khoản lợi nhuận không thường xuyên 750 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2025 liên quan đến chi phí thuê tàu bay. Cho năm 2026, chúng tôi tăng 7% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần lên lần lượt 10,1 nghìn tỷ đồng (giảm 14%) và 9,3 nghìn tỷ đồng (giảm 20%) do giảm dự báo lợi nhuận do cạnh tranh gia tăng (nguồn cung tàu bay tăng). Cho năm 2027, chúng tôi dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần đều tăng trưởng 10% đạt 11,1 nghìn tỷ đồng và 10,2 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh tăng 10% và 11% dự báo) nhờ cạnh tranh giảm dần và nhu cầu tự nhiên tiếp tục tăng.

Nhìn chung, dự báo mới cho giai đoạn 2025-2027 – cao hơn 9% so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 27% trong 3 tháng qua, HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,6 lần; cao hơn bình quân 3 năm ở mức 2,2 lần và bình quân trước đại dịch là 4,1 lần. Bất chấp việc nâng giá mục tiêu lên 42.800đ (từ 41.611đ) do nâng dự báo lợi nhuận, HSC hạ khuyến nghị đối với HVN xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với tiềm năng tăng giá 14% tại giá mục tiêu mới. Trong ngắn hạn, khả năng HVN được gỡ khỏi diện kiểm soát đặc biệt và giao dịch bình thường trở lại có thể đóng vai trò là chất xúc tác hỗ trợ giá cổ phiếu.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,399	11,817	17,032	14,792	15,639
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(5,930)	7,473	11,597 ▲	9,268 ▲	10,181 ▲
EPS ĐC (đồng)	(2,678)	3,375	4,353 ▲	2,976 ▲	3,269 ▲
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	(7,910)	(4,523)	3,390 ▲	6,358 ▲	9,619 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	31.9	8.43	7.38	8.33	7.07
P/E ĐC (lần)	N/a	11.1	8.62	12.6	11.5
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	(4.74)	(8.29)	11.1	5.90	3.90
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	47.5	226	29.0	(31.6)	9.85
ROAE (%)	40.8	(54.3)	4,289	61.1	40.9

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

Cạnh tranh giá tăng đã phần nào phản ánh vào định giá

HVN ghi nhận KQKD tích cực trong nửa đầu năm 2025. Tuy vậy, chúng tôi nhận thấy mức độ cạnh tranh sẽ gia tăng trong nửa cuối năm 2025 và năm 2026 do sự gia nhập mới của Sun Phu Quoc Airways, nguồn cung tàu bay tăng theo kế hoạch bàn giao mới, cũng như việc các tàu bay quay trở lại khai thác sau khi kiểm tra động cơ. Dự báo giai đoạn 2025-2027 mới của chúng tôi – điều chỉnh tăng ở mức một chữ số – cho thấy lợi nhuận năm 2026 nhiều khả năng sẽ giảm nhẹ do so với mức nền cao của năm 2025. Trong khi đó, giá cổ phiếu HVN đã tăng mạnh 27% trong 3 tháng qua; theo đó, tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 14%. HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Dự báo mới

HSC tăng lần lượt 6% và 8% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 chủ yếu nhờ giảm giả định giá nhiên liệu bay trong các năm 2026-2027. Các thay đổi liên quan đến dự báo và giả định được trình bày ở các bảng sau đây.

Bảng 12: Điều chỉnh dự báo, HVN

HSC nâng dự báo LNTT lên 6% và lợi nhuận thuần lên 8% trong giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025	2026	2027F
Doanh thu thuần	113,747	115,643	123,106	118,276	112,176	119,421	4%	-3%	-3%
Lợi nhuận thuần	10,785	8,633	9,207	11,597	9,268	10,181	8%	7%	11%
LNTT cốt lõi	11,703	9,463	10,085	11,765	10,096	11,071	1%	7%	10%
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	7%	2%	6%	12%	-5%	6%			
Lợi nhuận thuần	43%	-20%	7%	53%	-20%	10%			
LNTT cốt lõi	103%	-19%	7%	117%	-14%	10%			

Nguồn: HSC

Bảng 13: Điều chỉnh các giả định, HVN

Hạ giả định giá nhiên liệu bay giai đoạn 2026-2027

		Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
ASK	tỷ ghế-km	48,297	51,678	55,295	50,645	54,190	57,984	4.9%	4.9%	4.9%
Tăng trưởng		5.3%	7.0%	7.0%	10.0%	7.0%	7.0%			
RPK	tỷ khách-km	39,773	42,278	45,237	41,477	43,966	47,043	4.3%	4.0%	4.0%
Tăng trưởng		8.3%	6.3%	7.0%	12.0%	6.0%	7.0%			
Hệ số sử dụng ghế	%	82.4%	81.8%	81.8%	81.9%	81.1%	81.1%	-0.6%	-0.8%	-0.8%
Tăng trưởng		+1.2ppts	+0.0ppts	+0.0ppts	+1.5ppts	-0.8ppts	+0.0ppts			
Lợi suất hành khách	đồng/khách-km	2,004	1,893	1,893	2,065	1,768	1,768	3.1%	-6.6%	-6.6%
Tăng trưởng		3.4%	-5.5%	0.0%	4.6%	-14.4%	0.0%			
Chi phí đơn vị	đồng/ghế-km	1,664	1,621	1,622	1,676	1,476	1,472	0.7%	-9.0%	-9.3%
Tăng trưởng		-2.7%	-2.6%	0.1%	-0.8%	-11.9%	-0.3%			
Giá nhiên liệu	USD/thùng	87	92	92	93	87	87	6.9%	-5.4%	-5.4%
Tăng trưởng		-13.9%	5.7%	0.0%	-7.9%	-6.5%	0.0%			

Nguồn: HSC

Dự báo mới cho năm 2025: HSC tăng 1% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi lên 11,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 117%) và tăng 8% dự báo lợi nhuận thuần lên 11,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 53%), sau khi tính đến khoản lợi nhuận không thường xuyên 750 tỷ đồng từ bồi thường chi phí thuê đối với tàu bay phải dừng khai thác để kiểm tra động cơ. Các điều chỉnh giả định chính của chúng tôi như sau:

- Tăng 5% dự báo công suất do HVN mở thêm nhiều đường bay quốc tế với chặng dài hơn nhằm tận dụng tăng trưởng mạnh ở thị trường quốc tế trong năm 2025. Bên cạnh đó, tăng 4,3% dự báo lưu lượng hành khách nhờ nhu cầu trong nửa đầu năm 2025 cao hơn dự kiến. Theo đó, giảm 0,6 điểm phần trăm dự báo hệ số sử dụng ghế xuống mức 81,9% (tăng 1,5 điểm phần trăm so với năm trước).

- Tăng 3,1% giả định lợi suất hành khách nhờ lợi suất trong nửa đầu năm 2025 tốt hơn dự báo, giúp lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi nửa đầu năm 2025 của HVN vượt 7% dự báo của HSC.
- Tăng 0,7% dự báo chi phí đơn vị do tăng 7% giả định giá nhiên liệu bay theo điều chỉnh tăng của EIA.

Nhìn chung, HSC tăng 4% dự báo doanh thu thuần nhưng gần như giữ nguyên dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi ở mức 11,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 117%). Chúng tôi tăng 8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 11,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 53%) do hiện đã tính đến khoản lợi nhuận không thường xuyên 750 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2025 liên quan đến bồi thường chi phí thuê của các tàu bay A321neo phải dừng khai thác để kiểm tra động cơ từ năm 2024.

Dự báo mới cho năm 2026: HSC tăng 7% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần lên lần lượt 10,1 nghìn tỷ đồng (giảm 14%) và 9,3 nghìn tỷ đồng (giảm 20%) chủ yếu nhờ giảm 5,4% giả định giá nhiên liệu bay xuống 87 USD/thùng theo điều chỉnh của EIA. Đáng chú ý, sự suy giảm lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi mà chúng tôi dự báo cho năm 2026 chủ yếu do cạnh tranh gia tăng từ việc mở rộng nguồn cung tàu bay và sự gia nhập của hãng Sun Phu Quoc Airways từ tháng 11/2025.

Dự báo mới cho năm 2027: HSC dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần sẽ quay lại tăng trưởng 10% đạt lần lượt 11,1 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh tăng 10% dự báo) và 10,2 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh tăng 11%) nhờ cạnh tranh có khả năng giảm dần trong năm 2027 do tốc độ gia tăng đội tàu bay khai thác tại Việt Nam chậm lại cùng với nhu cầu tự nhiên tiếp tục tăng.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với HVN xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 42.800đ (từ 41.611đ trước đó) nhờ điều chỉnh nâng dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 14% và EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5,2 lần.

Chúng tôi giữ nguyên phần bù rủi ro vốn CSH ở mức 8,75%, lãi suất phi rủi ro 4,0% và hệ số beta 1,2, theo đó giả định WACC không đổi ở mức 11,5%; chúng tôi cũng giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 2,0%.

Chúng tôi tóm tắt các tính toán và giả định định giá trong Bảng 14-16.

Bảng 14: Định giá, HVN

Tỷ đồng	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	(2,587)	6,722	11,918	10,421	11,223	12,004
Cộng:	-	-	-	-	-	-
Khấu hao	5,986	5,095	4,365	4,371	4,416	4,516
Trừ:	-	-	-	-	-	-
Thuế	(269)	(458)	(555)	(448)	(491)	(524)
Thay đổi vốn lưu động	428	(3,530)	(11,919)	(9,361)	336	393
Chi phí đầu tư	(318)	(320)	(2,082)	(2,774)	(2,278)	(2,662)
FCFF	3,240	7,508	1,726	2,209	13,205	13,728

Nguồn: HSC

Bảng 15: Tính toán WACC, HVN

Duy trì giả định WACC là 11,5%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	14.8%
Cost of debt	8.3%
Tỷ trọng vốn CSH	50%
Tỷ trọng nợ	50%
WACC	11.5%

Nguồn: HSC

Bảng 16: Định giá DCF, HAVN

Giá mục tiêu mới của HAVN là 42.800

	Đơn vị	Giá trị
Giá trị hiện tại của giá trị vào năm 2028		2.0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến 2028	Tỷ đồng	112,274
Giá trị hiện tại của giá trị vào năm 2028	Tỷ đồng	24,660
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	136,934
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	15,708
Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn, điều chỉnh	Tỷ đồng	19,251
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	133,391
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Mn	3,114.4
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	VND	42,830

Nguồn: HSC

Bảng 17: 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%	41,136	40,084	39,081	38,126	37,213
	1.5%	43,118	41,961	40,862	39,817	38,822
	2.0%	45,319	44,041	42,830	41,682	40,591
	2.5%	47,778	46,358	45,017	43,748	42,547
	3.0%	50,545	48,956	47,461	46,050	44,719

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

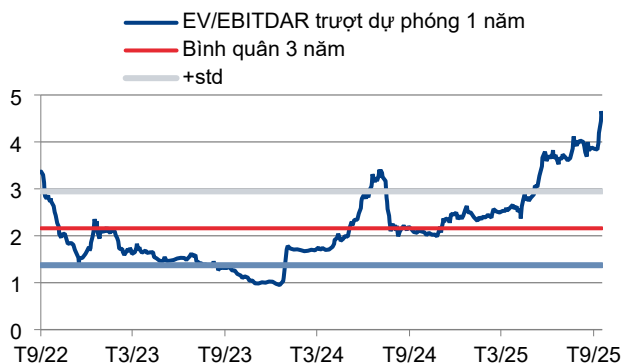
Sau khi giá cổ phiếu tăng 27% trong 3 tháng qua, HAVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,6 lần; cao hơn bình quân 3 năm ở mức 2,2 lần và bình quân trước đại dịch ở mức 4,1 lần. Tuy nhiên, HSC cho rằng cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn. HAVN đã ghi nhận khoản lỗ lớn trong giai đoạn 2020-2023 do ảnh hưởng nặng nề của COVID-19 nhưng lợi nhuận đã có sự chuyển biến ấn tượng và nhiều khả năng sẽ đạt mức kỷ lục trong năm 2025.

Chúng tôi lưu ý rằng LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2025 của HAVN nhiều khả năng sẽ tăng trưởng gấp 3 lần so với bình quân giai đoạn trước COVID (2017-2019) nhờ quản trị chi phí tốt hơn, các nỗ lực tái cơ cấu và gánh nặng nợ vay giảm. Đáng chú ý, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH của HAVN sẽ giảm xuống mức 0,6 tại thời điểm cuối năm 2025 và 0,2t tại thời điểm cuối năm 2026, so với mức bình quân 1,8 trong giai đoạn 2017-2019.

Ngoài ra, vốn CSH của HAVN dự kiến sẽ quay trở lại mức dương từ Q3/2025 nhờ đợt phát hành cổ phiếu và huy động được 9 nghìn tỷ đồng. Ngoài ra, theo Nghị định số 245/2025/NĐ-CP, ban hành ngày 11/9, bổ sung các trường hợp đặc biệt trong đó việc hủy niêm yết bắt buộc sẽ không được áp dụng, mục đích nhằm hỗ trợ doanh nghiệp triển khai các biện pháp khắc phục khó khăn và khôi phục HĐKD.

Biểu đồ 18: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm (3 năm gần nhất), HVN

Hiện là 4,6 lần, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 2,2 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 19: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm (trước-COVID), HVN

...và mức trước dịch là 4,1 lần



Nguồn: HSC

Theo đó, HVN sẽ đề nghị Thủ tướng Chính phủ chấp thuận gỡ khỏi danh sách “kiểm soát đặc biệt” và tránh nguy cơ bị hủy niêm yết bắt buộc. Nguyên nhân là các khoản lỗ ghi nhận trong giai đoạn 2020-2023 chủ yếu xuất phát từ đại dịch COVID-19 chứ không phải do những yếu kém về cấu trúc. Đây sẽ là chất xúc tác ngắn hạn cho cổ phiếu khi HVN có thể được thêm vào một số giỏ chỉ số.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	91,540	105,942	118,276	112,176	119,421
Lợi nhuận gộp	3,885	13,902	20,684	18,024	19,316
Chi phí BH&QL	(6,473)	(7,180)	(8,016)	(7,603)	(8,094)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(2,587)	6,722	12,668	10,421	11,223
Lãi vay thuần	(3,479)	(3,685)	(1,132)	(491)	(327)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	88.2	70.3	73.8	77.5	81.4
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	615	5,217	906	88.3	94.4
LNTT	(5,363)	8,325	12,515	10,096	11,071
Chi phí thuế TNDN	(269)	(458)	(555)	(448)	(491)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(299)	(393)	(363)	(381)	(400)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	(5,930)	7,473	11,597	9,268	10,181
Lợi nhuận thuần ĐC	(5,930)	7,473	11,597	9,268	10,181
EBITDA ĐC	3,399	11,817	17,032	14,792	15,639
EPS (đồng)	(2,678)	3,375	4,353	2,976	3,269
EPS ĐC (đồng)	(2,678)	3,375	4,353	2,976	3,269
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,214	2,214	2,664	3,114	3,114
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,214	2,214	3,114	3,114	3,114
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,214	2,214	3,114	3,114	3,114

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	2,551	4,627	12,493	10,528	23,482
Đầu tư ngắn hạn	920	1,015	1,133	1,075	1,144
Phải thu khách hàng	6,122	7,322	11,268	10,847	11,347
Hàng tồn kho	3,431	3,369	3,762	3,568	3,798
Các tài sản ngắn hạn khác	1,860	1,004	1,121	1,063	1,132
Tổng tài sản ngắn hạn	14,884	17,338	29,777	27,081	40,904
TSCĐ hữu hình	13,706	12,887	10,609	8,599	7,404
TSCĐ vô hình	148	239	279	321	368
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	507	483	2,496	4,989	4,997
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,299	1,421	1,421	1,421	1,421
Tài sản dài hạn khác	27,173	25,818	24,623	21,800	21,259
Tổng tài sản dài hạn	42,833	40,849	39,428	37,132	35,450
Tổng cộng tài sản	57,717	58,187	69,205	64,212	76,354
Nợ ngắn hạn	17,562	14,311	12,687	9,415	10,011
Phải trả người bán	30,797	30,504	21,290	12,339	13,136
Nợ ngắn hạn khác	12,280	11,761	13,131	12,453	13,258
Tổng nợ ngắn hạn	61,171	57,159	47,757	34,825	37,061
Nợ dài hạn	9,806	6,172	8,126	6,929	6,549
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.27	1.53	1.71	1.62	1.72
Nợ dài hạn khác	3,764	4,199	2,090	1,983	2,111
Tổng nợ dài hạn	13,572	10,372	10,218	8,914	8,662
Tổng nợ phải trả	74,743	67,531	57,975	43,738	45,723
Vốn chủ sở hữu	(17,515)	(10,017)	10,557	19,802	29,958
Lợi ích cổ đông thiểu số	489	672	672	672	672
Tổng vốn chủ sở hữu	(17,026)	(9,344)	11,230	20,474	30,631
Tổng nợ phải trả và VCSH	57,717	58,187	69,205	64,212	76,354
BVPS (đ)	(7,910)	(4,523)	3,390	6,358	9,619
Nợ thuần*/(tiền mặt)	24,817	15,856	8,320	5,816	(6,923)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	(2,587)	6,722	12,668	10,421	11,223
Khấu hao	(5,986)	(5,095)	(4,365)	(4,371)	(4,416)
Lãi vay thuần	(3,479)	(3,685)	(1,132)	(491)	(327)
Thuế TNDN đã nộp	(231)	(325)	(555)	(448)	(491)
Thay đổi vốn lưu động	(971)	(4,585)	(16,273)	(9,453)	(404)
Khác	(2,579)	1,435	(154)	(325)	(152)
LCT thuần từ HKKD	1,004	9,441	439	5,090	14,820
Đầu tư TS dài hạn	(318)	(320)	(2,082)	(2,774)	(2,278)
Góp vốn & đầu tư	(1,095)	(1,489)	179	188	197
Thanh lý	834	568	0.00	0.00	0.00
Khác	1,246	1,492	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	667	250	(1,903)	(2,587)	(2,081)
Cổ tức trả cho CSH	(306)	(220)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	9,000	0	0
Tăng/giảm nợ	1,621	(3,425)	330	(4,468)	215
Khác	(2,928)	(3,964)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,613)	(7,609)	9,330	(4,468)	215
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,490	2,551	4,627	12,493	10,528
LCT thuần trong kỳ	57.6	2,082	7,866	(1,965)	12,954
Ảnh hưởng của tỷ giá	3.14	(5.85)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,551	4,627	12,493	10,528	23,482
Dòng tiền tự do	686	9,120	(1,642)	2,316	12,542

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	4.24	13.1	17.5	16.1	16.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	3.71	11.2	14.4	13.2	13.1
Tỷ suất LNT (%)	(6.48)	7.05	9.81	8.26	8.53
Thuế TNDN hiện hành (%)	(5.02)	5.50	4.43	4.43	4.43
Tăng trưởng doanh thu (%)	30.0	15.7	11.6	(5.16)	6.46
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	179	248	44.1	(13.2)	5.72
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	47.5	226	55.2	(20.1)	9.85
Tăng trưởng EPS (%)	47.5	226	29.0	(31.6)	9.85
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	47.5	226	29.0	(31.6)	9.85
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	40.8	(54.3)	4,289	61.1	40.9
ROACE (%)	(96.2)	(554)	113	41.0	32.7
Vòng quay tài sản (lần)	1.55	1.83	1.86	1.68	1.70
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.39)	1.40	0.03	0.49	1.32
Số ngày tồn kho	14.3	13.4	14.1	13.8	13.8
Số ngày phải thu	25.5	29.0	42.1	42.0	41.4
Số ngày phải trả	128	121	79.6	47.8	47.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(143)	(160)	81.1	30.5	(22.3)
Nợ/tài sản (%)	47.8	35.6	30.4	25.8	22.0
EBIT/lãi vay (lần)	(0.74)	1.82	11.2	21.2	34.3
Nợ/EBITDA (lần)	8.11	1.75	1.24	1.12	1.07
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.24	0.30	0.62	0.78	1.10
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.18	0.94	1.06	1.10	0.93
EV/EBITDA ĐC (lần)	31.9	8.43	7.38	8.33	7.07
P/E (lần)	N/a	11.1	8.62	12.6	11.5
P/E ĐC (lần)	N/a	11.1	8.62	12.6	11.5
P/B (lần)	(4.74)	(8.29)	11.1	5.90	3.90
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

Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

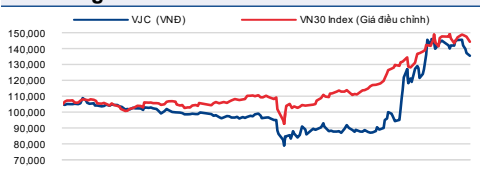
Giá mục tiêu: VNĐ124,600 (từ VNĐ91,600)

Tiềm năng tăng/giảm: -8.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/9/2025)	135,500
Mã Bloomberg	VJC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	79,100-146,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	137,500
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	80,216
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,037
Slg CP lưu hành (tr.đv)	592
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	177
Slg CP NN được mua (tr.đv)	135
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.26%
Tỷ lệ freefloat	58.9%
Cổ đông lớn	lượng Dương Sunny (26.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(3.21)	52.8	28.8
So với chỉ số	(3.51)	20.5	(6.14)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,688	4,385	6.9
2026F	5,852	6,605	(11.4)
2027F	6,434	6,055	6.3

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VJC sở hữu và vận hành VietJet Air, hãng hàng không giá rẻ tại Việt Nam. VJC được thành lập năm 2007 và bay thương mại lần đầu tiên tháng 12 năm 2011. Ngoài hoạt động vận chuyển hành khách, VJC cũng thực hiện các giao dịch bán máy bay để tăng lợi nhuận.

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

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

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây

- HSC tăng 36% giá mục tiêu lên 124.600đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 8%.
- Chúng tôi tăng bình quân 20% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 nhờ tăng giả định lợi suất hành khách và giảm giả định chi phí đơn vị. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 39%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 53% trong 3 tháng qua, VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5,6 lần; cao hơn bình quân 3 năm ở mức 5,5 lần và bình quân trước đại dịch ở mức 5,2 lần.

Sự kiện: KQKD gần đây, giá nhiên liệu bay, tình hình cạnh tranh mới

Lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2025 của VJC tăng mạnh 56% so với cùng kỳ đạt 1,3 nghìn tỷ đồng nhờ hệ số sử dụng ghế và lợi suất hành khách cải thiện cũng như chi phí nhiên liệu bay giảm. KQKD thực hiện cao hơn so với dự báo của HSC, bằng 54% dự báo cho cả năm 2025 trước đó.

Do chi phí nguyên liệu (chủ yếu là nhiên liệu bay) chiếm khoảng 35-40% tổng chi phí đơn vị, chúng tôi kỳ vọng VJC sẽ tiếp tục hưởng lợi từ giá nhiên liệu bay giảm, hiện được EIA dự báo giảm 7% trong năm tới (điều chỉnh giảm 5%).

Tình hình cạnh tranh nhiều khả năng sẽ gia tăng trong năm sau với sự gia nhập mới của Sun Phu Quoc Airways và nguồn cung tàu bay cao hơn nhờ kế hoạch mở rộng đội bay của một số hãng hàng không nhỏ, cũng như việc các tàu bay quay trở lại khai thác sau khi kiểm tra động cơ Pratt & Whitney. VJC có khả năng bị ảnh hưởng ít hơn HVN do đối thủ mới dự kiến tập trung vào phân khúc dịch vụ đầy đủ, vốn là mảng truyền thống cốt lõi của HVN.

Tác động: Nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC tăng bình quân 20% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 chủ yếu nhờ tăng giả định lợi suất hành khách và giảm giả định giá nhiên liệu bay (dẫn tới giảm chi phí đơn vị). Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ tăng trưởng 98% đạt 2,8 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh tăng 14%). Cho các năm 2026 và 2027, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 25% và 10% đạt 3,5 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh tăng 27%) và 3,8 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh tăng 18%). Dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2025-2027 – nhìn chung sát với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR trong 3 năm đạt 39% (so với mức 32% trong dự báo trước đó).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 53% trong 3 tháng qua, được hỗ trợ bởi việc công bố KQKD nửa đầu năm 2025 tích cực trong bối cảnh thị trường chung khởi sắc, VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5,6 lần; cao hơn bình quân 3 năm ở mức 5,5 lần và bình quân trước đại dịch ở mức 5,2 lần. HSC tăng 36% giá mục tiêu lên 124.600đ dựa trên dự báo lợi nhuận mới/cao hơn nhưng hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) do định giá. Đáng chú ý, lợi nhuận của VJC vẫn chưa phục hồi hoàn toàn so với giai đoạn trước dịch, trong khi tỷ lệ nợ đã tăng mạnh; theo đó, chúng tôi cho rằng việc hiện thực hóa lợi nhuận ở mức định giá hiện tại là hợp lý.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(115)	3,774	6,461 ▲	7,664 ▲	7,934 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	231	1,404	2,773 ▲	3,462 ▲	3,806 ▲
EPS ĐC (đồng)	427	2,592	4,688	5,852 ▲	6,434 ▲
DPS (đồng)	-	0	0	0	0
BVPS (đồng)	28,163	31,566	42,063 ▲	48,320 ▲	54,936 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	(859)	29.5	19.0	17.1	14.6
P/E ĐC (lần)	317	52.3	28.9	23.2	21.1
Lợi suất cổ tức (%)	-	0	0	0	0
P/B (lần)	4.81	4.29	3.22	2.80	2.47
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	110	507	80.8	24.8	9.95
ROAE (%)	1.54	8.68	13.2	12.9	12.5

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

Giá đã sát giá trị hợp lý; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

HSC tăng 36% giá mục tiêu của VJC lên 124.600đ nhưng hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh trong 3 tháng qua; tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 8%. Sau khi Công ty công bố KQKD nửa đầu năm 2025 tích cực, có thể thấy 2025 sẽ là một năm rất thuận lợi cho ngành hàng không trong nước với nhiều xu hướng cơ bản cải thiện; chúng tôi tăng bình quân 20% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 của VJC. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng cạnh tranh sẽ gia tăng trong những năm tới do sự gia nhập của các đối thủ mới và kế hoạch mở rộng đội tàu bay của các hãng hàng không. Xét đến diễn biến giá cổ phiếu tăng mạnh trong những tháng gần đây, định giá hiện tại dường như đã phản ánh đầy đủ tiềm năng tăng trưởng, do đó chúng tôi cho rằng đây là thời điểm hợp lý để hiện thực hóa lợi nhuận đối với VJC.

Dự báo mới

HSC tăng bình quân 20% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 chủ yếu do tăng giả định lợi suất hành khách (nhờ KQKD nửa đầu năm 2025 tích cực) và giảm giả định giá nhiên liệu bay cho các năm 2026-2027. Các dự báo mới và thay đổi trong giả định được trình bày trong Bảng 20–22.

Bảng 20: Điều chỉnh dự báo, VJC

Nâng bình quân 20% ước tính lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025	2026	2027F
Doanh thu thuần	71,977	91,913	102,454	73,416	95,590	105,527	2%	4%	3%
Lợi nhuận thuần	2,433	2,726	3,215	2,773	3,462	3,806	14%	27%	18%
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	0%	28%	10%	2%	30%	10%			
Lợi nhuận thuần	73%	12%	18%	98%	25%	10%			

Nguồn: HSC

Bảng 21: Điều chỉnh các giả định, VJC

Chúng tôi tăng dự báo lợi suất hành khách và giảm dự báo giá nhiên liệu giai đoạn 2026 - 2027

		Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
ASK	Tỷ ghế-km	59,460	71,352	80,628	59,460	71,352	80,628	0.0%	0.0%	0.0%
	Tăng trưởng	5.0%	20.0%	13.0%	5.0%	20.0%	13.0%			
RPK	Tỷ khách-km	49,841	59,579	67,324	50,838	59,579	67,324	2.0%	0.0%	0.0%
	Tăng trưởng	6.9%	19.5%	13.0%	9.0%	17.2%	13.0%			
Hệ số sử dụng ghế	%	83.8%	83.5%	83.5%	85.5%	83.5%	83.5%	1.7%	0.0%	0.0%
	Tăng trưởng	+1.4ppts	-0.3ppts	+0.0ppts	+3.1ppts	-2.0ppts	+0.0ppts			
Lợi suất hành khách	Đồng/khách-km	1,209	1,209	1,209	1,267	1,242	1,242	4.8%	2.7%	2.7%
	Tăng trưởng	-3.2%	0.0%	0.0%	1.5%	-2.0%	0.0%			
Chi phí đơn vị	Đồng/ghế-km	1,043	1,055	1,038	1,083	1,028	1,030	3.9%	-2.5%	-0.8%
	Tăng trưởng	-4.4%	1.2%	-1.6%	-0.7%	-5.1%	0.2%			
Giá nhiên liệu	USD/thùng	87	92	92	93	87	87	6.9%	-5.4%	-5.4%
	Tăng trưởng	-13.90%	5.70%	0.00%	-3.5%	-6.5%	0.0%			

Nguồn: HSC

Bảng 22: Cơ cấu doanh thu theo các mảng kinh doanh, VJC

Chúng tôi dự báo doanh thu vận tải và doanh thu từ giao dịch tàu bay sẽ tăng trưởng với CAGR 3 năm là 13% và 17% trong giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Tổng doanh thu	58,341	72,045	73,416	95,590	105,527
Tăng trưởng	42%	23%	2%	30%	10%
Doanh thu vận tải	51,407	62,200	69,804	79,672	89,609
Tăng trưởng	62%	21%	12%	14%	12%
Doanh thu giao dịch tàu bay	6,934	9,846	3,612	15,918	15,918
Tăng trưởng	-33%	42%	-63%	341%	0%

Nguồn: HSC

Dự báo mới cho năm 2025: HSC tăng 14% dự báo lợi nhuận thuần lên 2,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 98%) và tăng 2% dự báo doanh thu thuần lên 11,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 53%).

Chúng tôi tăng 2,0% dự báo lưu lượng hành khách, theo đó tăng 1,7 điểm phần trăm hệ số sử dụng ghế. Chúng tôi cũng tăng 4,8% giả định lợi suất hành khách nhờ KQKD nửa đầu năm 2025 tốt hơn dự báo, đồng thời tăng 4% dự báo chi phí đơn vị chủ yếu do tăng 7% giả định giá nhiên liệu bay lên 93 USD/thùng theo cập nhật mới nhất của EIA.

Đối với các giao dịch tàu bay, HSC giữ nguyên giả định rằng VJC sẽ tiếp nhận 9 tàu bay mới trong năm 2025; tuy nhiên, chúng tôi giảm 34% dự báo doanh thu từ giao dịch tàu bay xuống 3,6 nghìn tỷ đồng do VJC được kỳ vọng sẽ ưu tiên thuê tài chính đối với các tàu bay mới thay vì thực hiện giao dịch bán-cho thuê lại như những năm trước.

EBITDAR năm 2025 dự báo đạt 20,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 29%).

Dự báo mới cho năm 2026: HSC dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 25% đạt 3,5 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh tăng 27% dự báo) và doanh thu thuần đạt 95,6 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh tăng 4%). Do cạnh tranh gia tăng trong năm tới, chúng tôi dự báo lợi suất hành khách sẽ giảm 2% xuống 1.028đ/khách-km (điều chỉnh tăng 2,7%). Trong khi đó, chúng tôi giảm 2,5% dự báo chi phí đơn vị nhờ điều chỉnh giảm 5% giả định giá nhiên liệu bay (theo cập nhật mới nhất của EIA).

Về giao dịch tàu bay, chúng tôi dự báo doanh thu từ giao dịch tàu bay đạt 15,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 341%) nhờ số lượng tàu bay bàn giao mới cao hơn, gồm 10 chiếc Airbus và 15 chiếc Boeing. Trong đó, các tàu bay Boeing sẽ được chuyển giao toàn bộ cho Thai Vietjet (công ty tư nhân, chưa niêm yết, VJC sở hữu 9% cổ phần), còn các tàu bay Airbus sẽ được VJC sử dụng.

EBITDAR năm 2026 dự báo đạt 22 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6%).

Dự báo mới cho năm 2027: HSC dự báo lợi nhuận thuần đạt 3,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%, tương ứng với điều chỉnh tăng 18% dự báo) và doanh thu thuần đạt 106 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%, điều chỉnh tăng 3%). Chúng tôi dự báo lợi suất hành khách sẽ đi ngang trong năm 2027 do cung-cầu tàu bay cân bằng, và giả định giá nhiên liệu bay ở mức 87 USD/thùng (đi ngang so với năm trước, giảm 5% so với dự báo trước đó). Doanh thu từ giao dịch tàu bay dự báo đạt 15,9 nghìn tỷ đồng (đi ngang so với năm trước).

EBITDAR năm 2027 dự báo đạt 24 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%).

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 36% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 124.600đ nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) sau khi giá cổ phiếu tăng 53% trong 3 tháng qua. Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 8%.

Bảng 23: Định giá, VJC

Tỷ đồng	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	3,161	6,109	7,311	7,582	9,047	10,089	11,034
Thu nhập thuần – nợ vay	2,742	5,416	6,446	6,630	7,725	8,620	9,381
Cộng: Khấu hao	343	344	344	345	346	346	347
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(8,787)	(8,915)	(1,365)	(1,369)	(1,373)	(1,377)	(1,381)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(3,137)	(354)	(18,803)	8,211	(15,103)	35	5,058
UFCF	(8,839)	(3,510)	(13,377)	13,817	(8,404)	7,625	13,404

Nguồn: HSC

Bảng 24: Tính toán WACC, VJC

Chúng tôi duy trì giả định WACC là 9,7%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Beta	79.0%
Chi phí vốn CSH	10.9%
Chi phí nợ	8.1%
Tỷ trọng vốn CSH	57.0%
Tỷ trọng nợ	43.0%
WACC	9.7%

Nguồn: HSC

HSC giữ nguyên lãi suất phi rủi ro ở mức 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 0,8, dẫn đến WACC giữ nguyên ở mức 9,7%; chúng tôi cũng giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%. Chúng tôi tóm tắt các tính toán và giả định định giá trong Bảng 23-25.

Bảng 25: Định giá DCF, VJC

Giá mục tiêu mới của cổ phiếu là 124.600đ

	Đơn vị	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		3.0%
Giá trị hiện tại của giá trị đến năm 2030	Tỷ đồng	115,171
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	Tỷ đồng	7,268
Giá trị mảng kinh doanh cốt lõi của DN	Tỷ đồng	122,438
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	7,946
Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn, điều chỉnh	Tỷ đồng	(54,578)
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	73,731
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	592
Giá trị của cổ phiếu	Tỷ đồng	124,628

Nguồn: HSC

Bảng 26: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, VJC

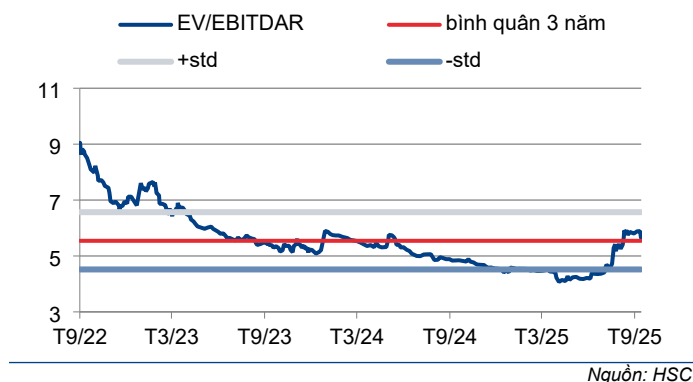
HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	158,529	158,529	158,529	158,529	158,529
	3.5%	140,432	140,432	140,432	140,432	140,432
	4.0%	124,628	124,628	124,628	124,628	124,628
	4.5%	110,707	110,707	110,707	110,707	110,707
	5.0%	98,354	98,354	98,354	98,354	98,354

Nguồn: HSC

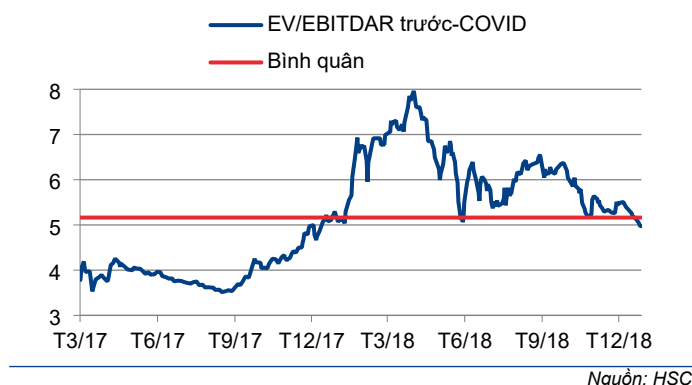
Biểu đồ 27: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm (3 năm gần nhất), VJC

VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5,6 lần, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 5,5 lần...



Biểu đồ 28: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm trước COVID, VJC

...và bình quân trước đại dịch là 5,5 lần



Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 53% trong 3 tháng qua, VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5,6 lần; cao hơn bình quân 3 năm ở mức 5,5 lần và bình quân trước đại dịch (từ tháng 3/2017 đến cuối năm 2018) là 5,2 lần. Tuy nhiên, HSC dự báo lợi nhuận thuần bình quân giai đoạn 2025-2027 của VJC vẫn thấp hơn mức bình quân giai đoạn 2017-2019 và tình hình tài chính của hãng đã bị ảnh hưởng đáng kể bởi đại dịch. Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH bình quân giai đoạn 2025-2027 sẽ ở mức 1,46, so với chỉ 0,11 trong giai đoạn 2017-2019. Do đó, chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của VJC đã phản ánh đầy đủ tiềm năng tăng trưởng.

Rủi ro bồi thường liên quan đến bốn tàu bay thuê

Vào tháng 4/2025, Tòa án Tối cao London đã đưa ra phán quyết về vụ kiện liên quan đến bốn tàu bay thuê đang được VietJet (VJC) khai thác, kết luận rằng VJC phải bồi thường 180 triệu USD cho bên cho thuê do vi phạm hợp đồng thuê tàu bay. Phán quyết mới nhất này đã xác định rõ số tiền bồi thường, sau phán quyết trước đó vào tháng 7/2024 chỉ dừng lại ở việc xác định VJC có trách nhiệm bồi thường cho bên cho thuê.

Tuy nhiên, theo VJC, Hãng sẽ tiếp tục theo đuổi kháng cáo và nếu kháng cáo thành công, phán quyết gần đây sẽ bị vô hiệu và không có hiệu lực thi hành. Vì vậy, ở thời điểm hiện tại, chưa có quyết định cuối cùng nào được đưa ra và vụ việc vẫn đang chờ xử lý. Diễn biến tiếp theo sẽ phụ thuộc vào kết quả của quá trình kháng cáo sắp tới. Ở giai đoạn này, HSC chưa đưa chi phí bồi thường này vào mô hình dự báo và định giá do chưa chắc chắn về kết quả cũng như thời điểm xử lý.

Trong kịch bản tiêu cực nhất nếu VJC phải thanh toán toàn bộ số tiền bồi thường 180 triệu USD (tương đương 4.590 tỷ đồng), điều này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận và dòng tiền của Hãng. Giá trị vốn CSH của VJC sau khi trừ đi khoản bồi thường trên sẽ còn 69 nghìn tỷ đồng và giá mục tiêu sẽ là 116.900đ (rủi ro giảm giá 14%). Điều này tạo ra rủi ro đối với các dự báo, khuyến nghị và giá mục tiêu hiện tại của HSC. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi chặt chẽ diễn biến vụ kiện để cập nhật vào mô hình định giá khi có thêm thông tin về khoản bồi thường và tiến độ thanh toán.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	58,341	72,045	73,416	95,590	105,527
Lợi nhuận gộp	2,521	7,153	9,960	12,373	13,294
Chi phí BH&QL	(3,049)	(3,993)	(3,851)	(5,061)	(5,712)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(529)	3,161	6,109	7,311	7,582
Lãi vay thuần	713	(1,489)	(2,797)	(3,185)	(3,045)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	422	151	154	201	222
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	606	1,823	3,467	4,327	4,758
Chi phí thuế TNDN	(375)	(419)	(693)	(865)	(952)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	231	1,404	2,773	3,462	3,806
Lợi nhuận thuần ĐC	231	1,404	2,773	3,462	3,806
EBITDA ĐC	(115)	3,774	6,461	7,664	7,934
EPS (đồng)	427	2,592	4,688	5,852	6,434
EPS ĐC (đồng)	427	2,592	4,688	5,852	6,434
DPS (đồng)	-	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	542	542	592	592	592
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	542	542	592	592	592
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	542	542	592	592	592

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	5,051	4,559	8,497	7,396	14,348
Đầu tư ngắn hạn	613	3,826	2,072	2,515	2,714
Phải thu khách hàng	34,243	27,945	27,098	31,443	32,431
Hàng tồn kho	703	2,005	2,044	2,661	2,937
Các tài sản ngắn hạn khác	246	242	246	321	354
Tổng tài sản ngắn hạn	40,857	38,578	39,957	44,335	52,785
TSCĐ hữu hình	3,991	8,284	10,352	9,844	9,336
TSCĐ vô hình	47.3	55.7	31.5	23.1	14.9
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	530	1,678	1,589	1,661	1,737
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	41,530	50,720	60,251	75,771	67,656
Tổng tài sản dài hạn	46,098	60,738	72,224	87,299	78,744
Tổng cộng tài sản	86,955	99,315	112,180	131,634	131,528
Nợ ngắn hạn	13,554	12,460	18,354	23,897	26,382
Phải trả người bán	8,805	6,195	4,405	5,735	6,332
Nợ ngắn hạn khác	12,506	13,056	11,836	12,636	13,949
Tổng nợ ngắn hạn	38,861	33,506	36,349	44,552	49,183
Nợ dài hạn	17,257	30,052	32,468	34,436	23,283
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	9.00	490	-	-	-
Nợ dài hạn khác	1.62	843	859	1,119	1,235
Tổng nợ dài hạn	32,820	48,690	50,947	58,496	49,844
Tổng nợ phải trả	71,681	82,197	87,296	103,047	99,028
Vốn chủ sở hữu	15,253	17,097	24,885	28,587	32,501
Lợi ích cổ đông thiểu số	21.3	22.1	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	15,275	17,119	24,885	28,587	32,501
Tổng nợ phải trả và VCSH	86,956	99,315	112,180	131,634	131,528
BVPS (đ)	28,163	31,566	42,063	48,320	54,936
Nợ thuần*/(tiền mặt)	25,760	37,954	42,325	50,937	35,317

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	(529)	3,161	6,109	7,311	7,582
Khấu hao	(413)	(613)	(352)	(352)	(353)
Lãi vay thuần	713	(1,489)	(2,797)	(3,185)	(3,045)
Thuế TNDN đã nộp	(3.51)	(0.57)	693	865	952
Thay đổi vốn lưu động	(9,828)	(7,120)	(9,458)	(21,173)	5,083
Khác	3,891	(1,547)	(2,287)	2,993	(145)
LCT thuần từ HKKD	(4,247)	(1,682)	4,513	(7,281)	16,951
Đầu tư TS dài hạn	(1,426)	(8,787)	(8,915)	(1,365)	(1,369)
Góp vốn & đầu tư	(1,833)	(4,699)	30.8	32.7	37.8
Thanh lý	2,024	859	0	0	0
Khác	278	1,810	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(957)	(10,816)	(8,884)	(1,332)	(1,331)
Cổ tức trả cho CSH	0	(57.8)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	8,557	12,336	8,310	7,511	(8,668)
Khác	(145)	(313)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	8,412	11,964	8,310	7,511	(8,668)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,858	5,051	4,559	8,497	7,396
LCT thuần trong kỳ	3,208	(534)	3,938	(1,102)	6,953
Ảnh hưởng của tỷ giá	(15.9)	42.1	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,051	4,559	8,497	7,396	14,348
Dòng tiền tự do	(5,672)	(10,469)	(4,402)	(8,646)	15,583

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	4.32	9.93	13.6	12.9	12.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(0.20)	5.24	8.80	8.02	7.52
Tỷ suất LNT (%)	0.40	1.95	3.78	3.62	3.61
Thuế TNDN hiện hành (%)	61.8	23.0	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	45.3	23.5	1.90	30.2	10.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	96.6	3,369	71.2	18.6	3.53
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	110	507	97.5	24.8	9.95
Tăng trưởng EPS (%)	110	507	80.8	24.8	9.95
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	110	507	80.8	24.8	9.95
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.54	8.68	13.2	12.9	12.5
ROACE (%)	(1.23)	5.55	8.63	8.98	8.95
Vòng quay tài sản (lần)	0.75	0.77	0.69	0.78	0.80
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	8.03	(0.53)	0.74	(1.00)	2.24
Số ngày tồn kho	4.60	11.3	11.8	11.7	11.6
Số ngày phải thu	224	157	156	138	128
Số ngày phải trả	57.6	34.8	25.3	25.2	25.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	192	231	176	185	115
Nợ/tài sản (%)	39.5	44.3	46.6	45.8	39.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	2.12	2.18	2.30	2.49
Nợ/EBITDA (lần)	(298)	11.7	8.09	7.86	6.53
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.05	1.15	1.10	1.00	1.07
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.70	1.55	1.67	1.37	1.09
EV/EBITDA ĐC (lần)	(859)	29.5	19.0	17.1	14.6
P/E (lần)	317	52.3	28.9	23.2	21.1
P/E ĐC (lần)	317	52.3	28.9	23.2	21.1
P/B (lần)	4.81	4.29	3.22	2.80	2.47
Lợi suất cổ tức (%)	-	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 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, 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

