

Ngành Hàng không: Cạnh tranh gia tăng tạo áp lực lên các hãng hàng không

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

- Trong nhóm các doanh nghiệp hàng không trong danh sách khuyến nghị của HSC, ACV (đơn vị vận hành cảng hàng không) ghi nhận KQKD Q3/2025 tích cực và sát với dự báo trong khi hai hãng hàng không HVN và VJC đều công bố KQKD đáng thất vọng do cạnh tranh gia tăng (trong bối cảnh nguồn cung tàu bay cao hơn) cũng như chi phí HĐKD tăng.
- Tỷ suất lợi nhuận của các hãng hàng không đang chịu áp lực ngày càng lớn trong bối cảnh cạnh tranh gia tăng. Tình trạng thiếu hụt tàu bay đã giảm bớt từ Q3/2025 khi các tàu bay phải ngừng khai thác trước đó quay lại hoạt động và các hãng mở rộng đội tàu bay. HSC ước tính đội tàu bay khai thác tại Việt Nam sẽ tăng trưởng 21% trong 2026 đạt 239 chiếc, so với 183 chiếc tại thời điểm cuối 2024 và 198 chiếc cuối 2025.
- HSC hạ khuyến nghị đối với VJC xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng) với rủi ro giảm giá 33% tại giá mục tiêu mới (đã giảm 4%); đồng thời giảm 19% giá mục tiêu của HVN nhưng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 16%. Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với ACV (giá mục tiêu 63.200đ, tiềm năng tăng giá 15%).

Đánh giá KQKD Q3/2025: ACV sát dự báo; HVN & VJC thấp hơn dự báo

Các công ty ngành Hàng không trong danh sách khuyến nghị của HSC ghi nhận KQKD trái chiều trong Q3/2025. ACV đạt KQKD vững chắc với lợi nhuận thuần tăng 40% so với cùng kỳ đạt 2,8 nghìn tỷ đồng, sát với dự báo của HSC. Trong khi đó, HVN và VJC đều ghi nhận lợi nhuận thuần giảm mạnh so với cùng kỳ, lần lượt giảm 20% (xuống 617 tỷ đồng) và giảm 44% (xuống 319 tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng KQKD kém hơn dự báo của hai hãng hàng không chủ yếu là do lợi suất hành khách giảm (trong bối cảnh cạnh tranh tăng mạnh và nguồn cung tàu bay cao hơn) và chi phí tăng do (1) mở rộng mạnh các đường bay quốc tế nhưng chưa đạt hiệu quả lợi nhuận như kỳ vọng và (2) tình trạng chậm chuyển/hủy chuyển điện rộng do ảnh hưởng của các cơn bão trong tháng 9.

Lượng khách quốc tế tăng mạnh trong Q3/2025

Tổng lượng khách qua các cảng hàng không tại Việt Nam đạt 30,7 triệu lượt trong Q3/2025 (tăng trưởng 8% so với cùng kỳ), được dẫn dắt bởi mức phục hồi mạnh 15% so với cùng kỳ của khách quốc tế đạt 11,7 triệu lượt, trong khi khách nội địa tăng 5% so với cùng kỳ đạt 19,0 triệu lượt. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, tổng lượng hành khách đạt 90,8 triệu lượt (tăng 9% so với cùng kỳ), bao gồm 34,5 triệu lượt khách quốc tế (tăng 13% so với cùng kỳ) và 56,3 triệu lượt khách nội địa (tăng trưởng 7% so với cùng kỳ). Đáng chú ý, trong cùng các giai đoạn Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, ACV ghi nhận doanh thu tăng lần lượt 15% và 14% trong khi HVN ghi nhận lưu lượng hành khách (RPK) tăng lần lượt 17% và 15% (VJC không công bố).

Triển vọng: sức ép cạnh tranh đối với các hãng hàng không

Tình trạng thiếu hụt tàu bay từng xảy ra trong thời gian gần đây dường như đã giảm bớt từ Q3/2025 – xu hướng này được dự báo sẽ tiếp diễn khi các tàu bay đang ngừng khai thác lần lượt quay lại hoạt động và các hãng tiếp tục mở rộng đội tàu bay. HSC dự kiến tổng đội tàu bay khai thác tại Việt Nam sẽ đạt lần lượt 239 và 270 chiếc tại thời điểm cuối năm 2026 và 2027, tăng trưởng lần lượt 21% và 13%. Mặc dù nhu cầu đi lại được dự báo tiếp tục tăng trưởng 10%-15% hằng năm nhưng tốc độ mở rộng đội bay nhanh có thể làm gia tăng cạnh tranh trong ngành và gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của các hãng hàng không trong năm 2026-2027.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với VJC xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng) với rủi ro giảm giá 33% tại giá mục tiêu mới (đã giảm 4%); đồng thời giảm 19% giá mục tiêu của HVN nhưng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 17%. Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với ACV (giá mục tiêu 63.200đ, tiềm năng tăng giá 15%). HVN, lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành hàng không, hiện đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,8 lần, thấp hơn mức 4,1 lần trước đại dịch. Đây là mức định giá hấp dẫn khi lợi nhuận của hãng đã vượt xa mức của năm 2019.. Trong khi đó, ACV đang có định giá hấp dẫn với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 12,8 lần. Ngược lại, VJC hiện giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 7,0 lần, cao hơn nhiều so với bình quân trước đại dịch là 5,2 lần, trong khi lợi nhuận của hãng vẫn chưa phục hồi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/11.

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
ACV	54,800	Tăng tỷ trọng	-	63,200	(9.46)	15.3	14.3	29.0	12.0	12.6	0	0
HVN	29,500	Tăng tỷ trọng	-	34,600	(19.2)	17.3	10.1	10.3	7.22	7.05	0	0
VJC	179,000	Bán ra	Giảm tỷ trọng	119,700	(3.93)	(33.1)	52.5	37.9	26.2	22.7	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 17/11/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Tăng trưởng nhu cầu vững chắc nhưng cạnh tranh cũng đang gia tăng 3

Đánh giá KQKD Q3/2025, các xu hướng cơ bản 3

Lượng khách hàng hàng không Việt Nam tăng trưởng tích cực trong Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025 4

Triển vọng: Các hãng hàng không 7

Triển vọng: ACV và hệ thống cảng hàng không 8

Dự báo lợi nhuận mới 9

Định giá và khuyến nghị 10

Báo cáo thành phần

Tổng CTCP Hàng không Việt Nam (HVN) 12

Tổng CTCP Cảng hàng không Việt Nam (ACV) 18

CTCP Hàng không VietJet (VJC) 27

Tăng trưởng nhu cầu vững chắc nhưng cạnh tranh cũng đang gia tăng

Ngành hàng không Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực nhờ lượng khách quốc tế tăng mạnh và nhu cầu nội địa phục hồi; doanh thu của ACV và lưu lượng hành khách (RPK) của HVN đều tăng trưởng vững ở mức 13-15% so với cùng kỳ trong Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025. Tuy nhiên, công suất khai thác của các hãng hàng không đang có xu hướng tăng khi nhiều tàu bay hoàn tất kiểm tra động cơ và quay lại hoạt động, đồng thời các hãng có kế hoạch mở rộng đội tàu bay. Những yếu tố này kết hợp với lợi suất suy yếu đã tác động tiêu cực đến KQKD Q3/2025 của các hãng hàng không trong danh sách khuyến nghị của HSC. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VJC xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng) do giảm dự báo lợi nhuận và giảm giá mục tiêu (cùng với diễn biến giá cổ phiếu tăng không hợp lý). Ngược lại, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HVN (lựa chọn hàng đầu trong ngành hàng không, với tiềm năng tăng giá 16%) và ACV (tiềm năng tăng giá 15%).

Đánh giá KQKD Q3/2025, các xu hướng cơ bản

Các công ty ngành Hàng không trong danh sách khuyến nghị của HSC ghi nhận KQKD trái chiều trong Q3/2025. ACV ghi nhận lợi nhuận thuần tăng mạnh 40% so với cùng kỳ (sát với dự báo của chúng tôi) trong khi HVN và VJC ghi nhận lợi nhuận giảm mạnh lần lượt 20% và 44% và thấp hơn dự báo.

Theo HSC, KQKD thấp hơn dự báo của các hãng hàng không trong Q3/2025 chủ yếu đến từ (1) lợi suất hành khách thấp hơn dự kiến, (2) chi phí tăng cao, và (3) thời tiết bất lợi và ngập lụt trong tháng 9/2025, ảnh hưởng đến nhu cầu và một số yếu tố vận hành khác.

Một số điểm đáng chú ý:

- Lợi nhuận thuần Q3/2025 của ACV (không bao gồm tài sản khu bay) tăng mạnh 40% so với cùng kỳ đạt 2,8 nghìn tỷ đồng (tăng 25% so với quý trước), chủ yếu nhờ lãi tỷ giá cao (ở mức 171 tỷ đồng, so với lỗ tỷ giá lần lượt 192 tỷ và 703 tỷ đồng trong Q3/2024 và Q2/2025. Trong khi đó, lợi nhuận HĐKD cốt lõi của ACV chỉ tăng nhẹ 4% so với cùng kỳ đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (giảm 2% so với quý trước). Kết quả trên sát với dự báo của HSC.
- Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần và lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi của ACV đạt lần lượt 7,7 nghìn tỷ đồng (tăng 3% so với cùng kỳ) và 8,5 nghìn tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ), bằng lần lượt 68% và 76% dự báo cho cả năm 2025 trước đó của HSC. Lưu ý, mô hình dự báo trước đây của HSC chưa bao gồm dự báo lãi/lỗ tỷ giá cho ACV.
- Lợi nhuận thuần Q3/2025 của HVN giảm mạnh xuống 617 tỷ đồng (giảm 20% so với cùng kỳ, giảm 78% so với quý trước), trong khi doanh thu thuần tăng 14% so với cùng kỳ và 9% so với quý trước đạt 30,4 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng KQKD kém tích cực của HVN chủ yếu đến từ chi phí HĐKD tăng mạnh, khi chi phí bán hàng & quản lý tăng lên 2,5 nghìn tỷ đồng (tăng 56% so với cùng kỳ, tăng 64% so với quý trước), cùng với khoản chi phí trích trước 540 tỷ đồng cho bảo dưỡng động cơ dự kiến thực hiện trong 2026. Nếu không tính đến các khoản mục không thường xuyên, LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (tăng 37% so với cùng kỳ, giảm 46% so với quý trước).

Bảng 1: KQKD Q3/2025, các công ty ngành hàng không HSC khuyến nghị

Lợi nhuận của ACV sát dự báo trong khi các công ty khác thấp hơn ước tính

	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T25	So với cùng kỳ
HVN					
Doanh thu	30,371	14%	9%	88,890	12%
Lợi nhuận thuần	617	-20%	-78%	6,841	13%
LNTT cốt lõi	1,293	37%	-46%	7,646	90%
VJC					
Doanh thu	16,931	-7%	-5%	52,769	1%
Lợi nhuận thuần	319	-44%	-51%	1,612	15%
ACV					
Doanh thu	6,476	14%	2%	19,167	14%
Lợi nhuận thuần của ACV	2,767	40%	25%	7,690	3%
Lợi nhuận thuần cốt lõi của ACV	2,680	4%	-2%	8,535	10%

Nguồn: HSC

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, HVN ghi nhận lợi nhuận thuần 6,8 nghìn tỷ đồng (tăng 13% so với cùng kỳ) và LNTT từ HĐKD cốt lõi 7,7 nghìn tỷ đồng (tăng 90% so với cùng kỳ). Các kết quả này thấp hơn dự báo của HSC, bằng lần lượt 59% và 65% dự báo cho cả năm 2025 trước đó.

- Lợi nhuận thuần Q3/2025 của VJC đạt 319 tỷ đồng (giảm 44% so với cùng kỳ và 51% so với quý trước), trong khi doanh thu thuần đạt 16,9 nghìn tỷ đồng (giảm 7% so với cùng kỳ và 5% so với quý trước). Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần và doanh thu thuần của VJC đạt lần lượt 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng 15% so với cùng kỳ) và 52,8 nghìn tỷ đồng (tăng 1% so với cùng kỳ). Kết quả này thấp hơn dự báo của HSC và mới hoàn thành 58% dự báo cho cả năm 2025 trước đó.

Lượng khách hàng không Việt Nam tăng trưởng tích cực trong Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025

Đối với ACV, chỉ tiêu liên quan trực tiếp nhất là tổng lượng khách hàng không tại Việt Nam, đạt 30,7 triệu lượt trong Q3/2025 (tăng 8% so với cùng kỳ, tăng 1% so với quý trước). Chi tiết:

- Khách quốc tế tăng 15% so với cùng kỳ trong Q3/2025 đạt gần 11,7 triệu lượt (tăng 6% so với quý trước) nhờ sự phục hồi mạnh từ thị trường Trung Quốc và các đường bay quốc tế mới mở của các hãng.
- Khách nội địa trong Q3/2025 đạt 19,0 triệu lượt, tăng 5% so với cùng kỳ (giảm 1% so với quý trước). Đáng chú ý, tốc độ phục hồi nhu cầu nội địa trong Q3/2025 chậm hơn so với Q2/2025 (khi tăng 12% so với cùng kỳ) chủ yếu do ảnh hưởng của bão và ngập lụt trong tháng 9, dẫn đến nhiều chuyến bay bị chậm và hủy.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, tổng lượng khách hàng không Việt Nam đạt 90,8 triệu lượt (tăng 9% so với cùng kỳ), gồm 34,5 triệu lượt khách quốc tế (tăng 13% so với cùng kỳ) và 56,3 triệu lượt khách trong nước (tăng 7% so với cùng kỳ),

Bảng 2: Lượng hành khách hàng không trong Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025

Lượng khách quốc tế trong Q3/2025 tăng 15% trong khi khách nội địa cũng hồi phục 5% so với cùng kỳ

	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T25	So với cùng kỳ
Quốc tế	11.7	14.7%	5.9%	34.5	13%
Nội địa	19.0	4.6%	-1.2%	56.3	7%
Tổng cộng	30.7	8.2%	1.4%	90.8	9%

Nguồn: ACV, HSC

Nhu cầu nhìn chung duy trì rất vững trong các giai đoạn được xem xét. Đáng chú ý, trong cùng các giai đoạn Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, ACV ghi nhận doanh thu tăng lần lượt 15% và 14% trong khi HVN ghi nhận lưu lượng hành khách (RPK) tăng lần lượt 17% và 15% (VJC không công bố chỉ số này).

Thị trường Trung Quốc dẫn dắt đà tăng mạnh của lượng khách quốc tế

Thị trường Trung Quốc là động lực chính của tăng trưởng khách quốc tế đến Việt Nam, với lượng khách Trung Quốc đạt 4,3 triệu lượt trong 10 tháng đầu năm 2025, tăng 44% so với cùng kỳ và tương đương 95% mức trước đại dịch (10 tháng đầu năm 2019).

Việt Nam đã trở thành một trong những điểm đến tăng trưởng nhanh nhất đối với du khách Trung Quốc, khi công suất ghế luân chuyển đến Việt Nam trong tháng 10/2025 ước tính tăng 40% so với cùng kỳ, theo dữ liệu từ Nhà cung cấp dữ liệu hàng không OAG (Official Airline Guide). Đây cũng là một trong số ít thị trường mà lượng khách Trung Quốc đã phục hồi hoàn toàn so với trước COVID.

Đà phục hồi này được hỗ trợ bởi việc ngày càng nhiều du khách Trung Quốc chọn Việt Nam thay vì Thái Lan khi những lo ngại về an toàn tại Thái Lan gia tăng. Trong tháng 9/2025, Việt Nam đã vươn lên vị trí thứ 7 trong danh sách các điểm đến hàng đầu của du khách Trung Quốc, từ vị trí thứ 8 trong tháng 8/2024 và thứ 9 trong tháng 8/2019. Ngược lại, Thái Lan – vốn đứng đầu vào tháng 5/2019 – đã tụt xuống vị trí thứ 4.

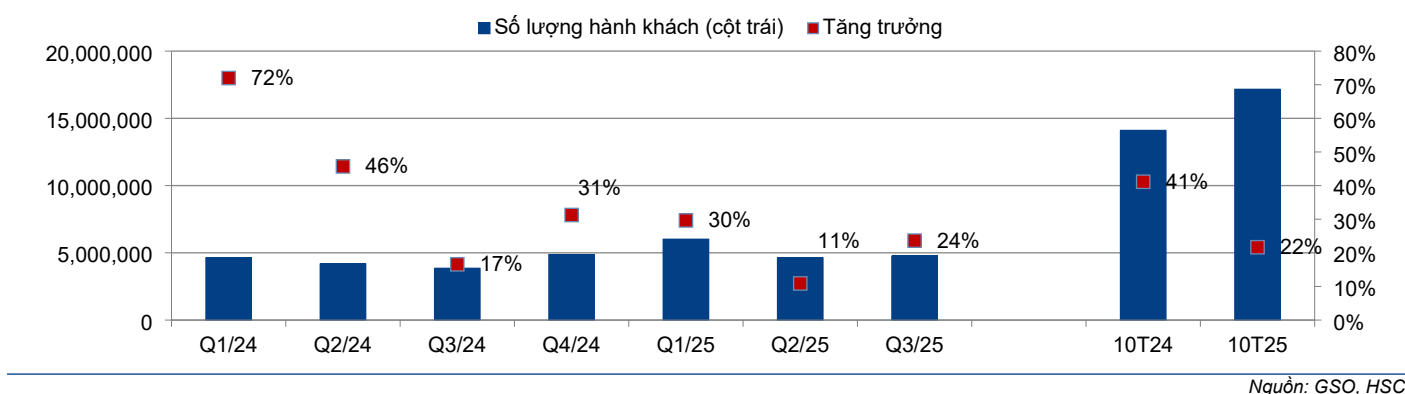
Gần đây, Chính phủ Trung Quốc cũng đưa ra khuyến cáo hạn chế công dân đi Nhật Bản do căng thẳng an ninh và ngoại giao leo thang. Lưu ý, Nhật Bản là điểm đến lớn của khách Trung Quốc và cũng là một trong những nguồn khách quốc tế quan trọng đối với du lịch nội địa. Diễn biến này có khả năng hỗ trợ các thị trường du lịch khác (như Việt Nam) nhờ chuyển hướng dòng khách Trung Quốc sang các điểm đến thay thế.

Lượng khách từ các thị trường khác đã vượt 30% so với mức trước dịch

Nếu không tính Trung Quốc, các thị trường còn lại cũng ghi nhận tăng trưởng tốt với lượng hành khách tăng 16% so với cùng kỳ đạt 12,8 triệu lượt, cao hơn 30% so với mức của 10 tháng đầu năm 2019. HSC tin rằng kết quả này được thúc đẩy bởi việc các hãng hàng không nội địa (HVN, VJC) tích cực mở rộng các đường bay quốc tế và tăng tần suất chuyến bay nhằm kích cầu, trong bối cảnh nhu cầu du lịch nội địa trong năm 2024 còn yếu. Bên cạnh đó, nhiều hãng hàng không quốc tế gần đây cũng đã mở thêm các đường bay mới đến Việt Nam nhằm tận dụng xu hướng tăng trưởng của ngành du lịch.

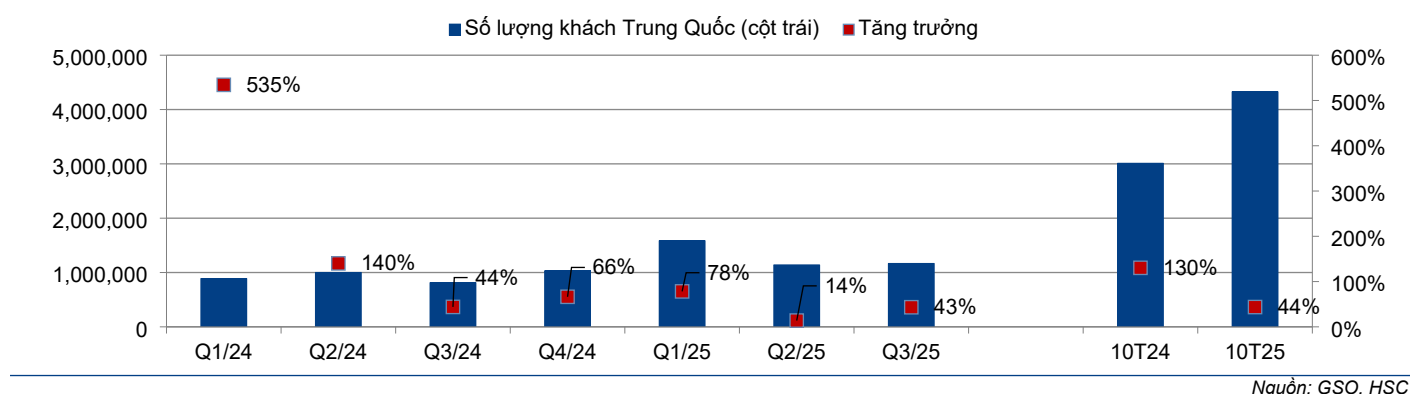
Biểu đồ 3: Số lượng khách quốc tế đến Việt Nam

Trong 10 tháng đầu năm 2025, số lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng 22% so với cùng kỳ

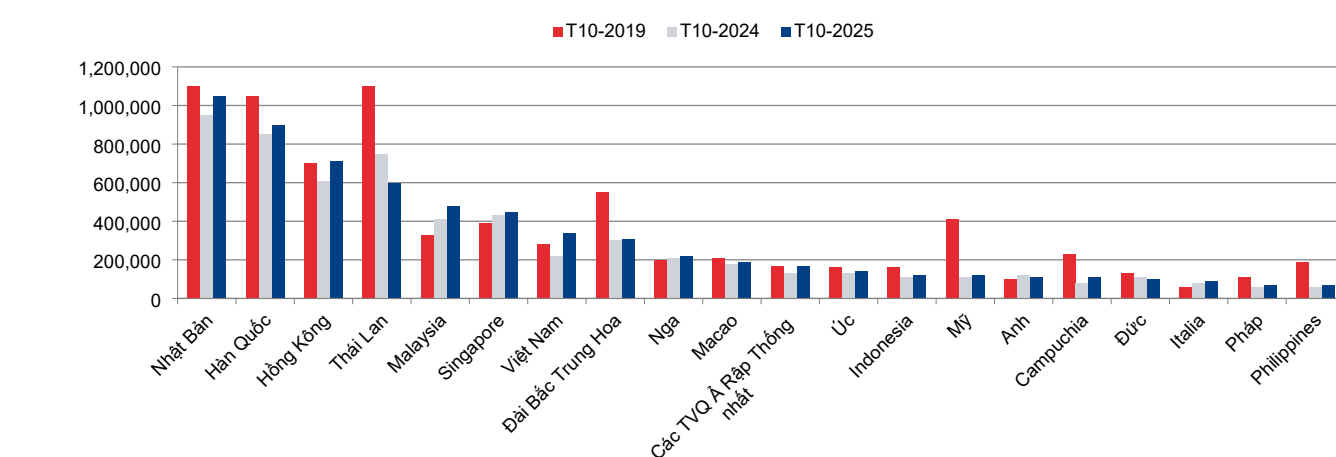


Biểu đồ 4: Số lượng hành khách Trung Quốc đến Việt Nam

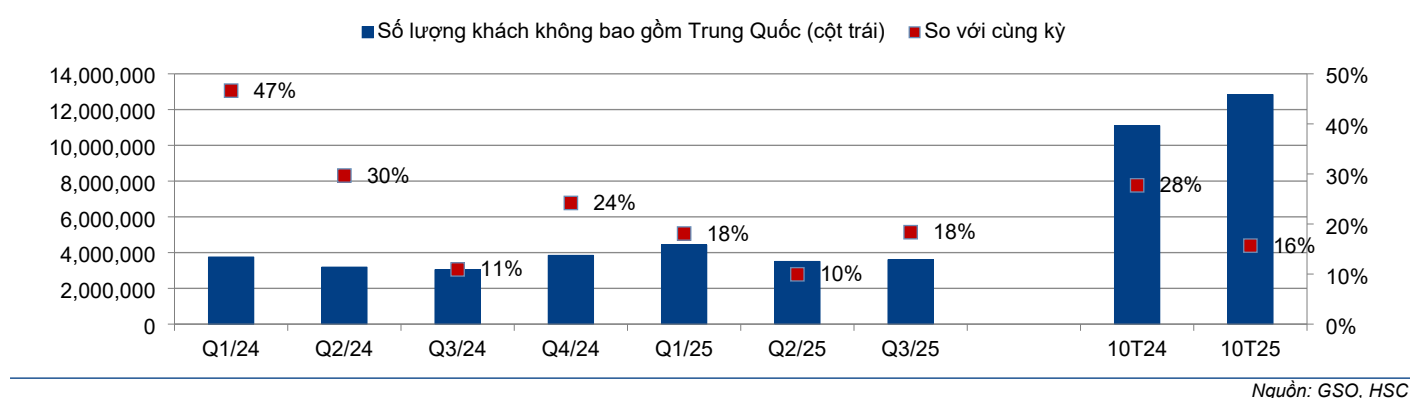
Trong 10 tháng đầu năm 2025, số lượng du khách Trung Quốc đến Việt Nam tăng mạnh 44% so với cùng kỳ

**Biểu đồ 5: Top 20 thị trường du lịch quốc tế của Trung Quốc**

Việt Nam là một trong những thị trường du lịch của Trung Quốc phục hồi nhanh nhất

**Biểu đồ 6: Lượng khách quốc tế đến Việt Nam, không bao gồm Trung Quốc**

Trong 10 tháng đầu năm 2025, du khách từ các thị trường khác ngoài Trung Quốc đến Việt Nam tăng 16% so với cùng kỳ



Triển vọng: Các hãng hàng không

Tình hình cạnh tranh gia tăng do nguồn cung tàu bay cao hơn

Trước đây, số lượng tàu bay của các hãng nhỏ bị thu hẹp do khó khăn tài chính, cùng với các lỗi kỹ thuật liên quan đến động cơ Pratt & Whitney, đã khiến thị trường rơi vào tình trạng thiếu hụt tàu bay, từ đó đẩy giá vé tăng. Nhờ mặt bằng giá tốt hơn, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi trong nửa đầu năm 2025 của HVN và VJC đã tăng mạnh lần lượt 106% và 56%.

Tuy nhiên, tình trạng thiếu hụt tàu bay đã giảm đáng kể từ Q3/2025 và xu hướng này được dự báo sẽ tiếp tục khi các tàu bay đang ngừng khai thác quay lại hoạt động và các hãng tiếp tục mở rộng đội tàu bay. Khi nguồn cung tàu bay tăng trở lại, mức độ cạnh tranh trên thị trường đã tăng rõ rệt và nhiều khả năng sẽ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới. Chi tiết:

- Trong Q3/2025, tiến độ sửa chữa kỹ thuật đội tàu bay của HVN nhanh hơn dự kiến của HSC, giúp số lượng tàu bay khai thác tăng lên 91 chiếc vào cuối Q3/2025, so với 85 chiếc vào cuối tháng 6/2025.

Số lượng tàu bay ngừng khai thác để kiểm tra động cơ Pratt & Whitney cũng giảm xuống còn 11 chiếc vào cuối Q3/2025, từ 17 chiếc vào cuối Q2/2025. Với tiến độ hiện tại, chúng tôi dự kiến cả 11 tàu bay này sẽ quay lại hoạt động trong năm 2026, sớm hơn dự báo trước đây của chúng tôi (7 chiếc vào 2026 và 4 chiếc vào 2027).

Theo đó, đến cuối năm 2026, chúng tôi ước tính đội bay khai thác của HVN sẽ đạt 102 chiếc, tăng 12% so với 91 chiếc cuối 2025.

- Trong Q4/2025, VJC dự kiến nhận bàn giao 7 tàu bay Airbus theo kế hoạch và trả lại 1 tàu bay khi hợp đồng thuê hết hạn. Theo đó, chúng tôi ước tính đội tàu bay khai thác của VJC sẽ đạt 92 chiếc vào cuối Q4/2025 (tăng 10% so với cùng kỳ, tăng 7% so với quý trước).

Sang 2026, chúng tôi dự báo toàn bộ số tàu bay của VJC hiện đang kiểm tra động cơ sẽ quay lại hoạt động, đồng thời hãng sẽ tiếp tục nhận tàu bay mới theo kế hoạch. Theo đó, đội bay khai thác của VJC nhiều khả năng đạt 114 chiếc tại thời điểm cuối năm 2026, tăng 24% so với thời điểm cuối năm 2025.

- Ngoài ra, các hãng hàng không khác như Vietravel Airlines (chưa niêm yết) và Sun Phu Quoc Airways (chưa niêm yết) cũng có kế hoạch mở rộng đội tàu bay, qua đó làm gia tăng cạnh tranh trong toàn ngành. Chúng tôi dự kiến Vietravel Airlines và Sun Phu Quoc Airways sẽ vận hành 10 và 11 tàu bay tại thời điểm cuối năm 2026, so với chỉ 5 và 3 tàu bay tại thời điểm cuối năm 2025.

Bảng 7: Số lượng tàu bay đang hoạt động, đội tàu bay Việt Nam

Chúng tôi dự báo số lượng tàu bay đang hoạt động sẽ tăng mạnh trong năm 2026

	Cuối năm 2019	Cuối năm 2023	Cuối 2024	Cuối-6T25	Cuối-Q3/25	Cuối-Q4/25	Cuối 2026	Cuối năm 2027
HVN	123	112	88	85	91	91	102	107
VJC	71	86	84	86	86	92	109	135
Bamboo Airways	22	11	8	6	7	7	7	7
Vietravel	-	3	3	2	3	5	10	10
Sun Phu Quoc	-	-	0	0	0	3	11	11
Tổng cộng	216	212	183	179	187	198	239	270
Tăng trưởng	0%	0%	-14%	-2%	2%	8%	21%	13%
So với 2019	0%	-2%	-15%	-17%	-13%	-8%	11%	25%

Nguồn: HSC

- Bên cạnh đó, Bamboo Airways (chưa niêm yết) cũng có kế hoạch mở rộng đội tàu bay sau khi Tập đoàn FLC (chưa niêm yết) tiếp quản hoạt động của hãng. Trong ngắn hạn, Bamboo dự kiến tái cơ cấu đội bay và mạng đường bay, đồng thời tuyển thêm tiếp viên, qua đó hàm ý rằng số lượng tàu bay khai thác sẽ tăng so với mức hiện tại là 7 chiếc. Tuy nhiên, do hãng chưa công bố chi tiết kế hoạch mở rộng đội tàu bay, HSC giữ nguyên giả định rằng đội tàu bay của Bamboo không thay đổi, dù trên thực tế số tàu bay có thể cao hơn dự báo hiện tại của chúng tôi.

- Ngoài ra, AirAsia đang xem xét hợp tác với một hãng hàng không Việt Nam, dựa trên triển vọng tăng trưởng mạnh của thị trường hàng không. Nếu được triển khai, sự hợp tác này có thể mang lại hỗ trợ tài chính và kinh nghiệm vận hành cho một hãng bay trong nước, từ đó tăng mức độ cạnh tranh và thậm chí đẩy nhanh tốc độ mở rộng đội tàu bay vượt ngoài các dự báo hiện tại.

HSC hiện ước tính tổng số tàu bay khai thác tại Việt Nam sẽ đạt 198 chiếc vào cuối Q4/2025, tăng 6% so với quý trước và 8% so với cùng kỳ. Đội tàu bay khai thác dự kiến sẽ mở rộng lên 239 chiếc tại thời điểm cuối 2026 và 270 chiếc cuối năm 2027, tương ứng tăng trưởng lần lượt 21% và 13%. Với nhu cầu hành khách dự báo chỉ tăng khoảng 10-13% mỗi năm, tốc độ mở rộng đội tàu bay quá nhanh nhiều khả năng sẽ tạo áp lực lên mức độ cạnh tranh và tỷ suất lợi nhuận của các hãng hàng không trong các năm 2026-2027.

Khả năng giá nhiên liệu bay giảm giúp hỗ trợ KQKD

Trong báo cáo tháng 11, EIA đã điều chỉnh giảm 1,1% và 3,4% giá nhiên liệu bay bình quân năm 2025 xuống 92 USD/thùng (giảm 8% so với năm trước) và 84 USD/thùng (giảm 9% so với năm trước) so với dự báo tháng 9/2025, vốn được HSC sử dụng trong các mô hình định giá trước đây cho HVN và VJC. Do nhiên liệu bay chiếm khoảng 30-35% chi phí HĐKD của HVN và 35-40% đối với VJC, việc giá nhiên liệu giảm sẽ mang lại tác động tích cực đáng kể cho cả hai hãng.

Triển vọng: ACV và hệ thống cảng hàng không

Nguy cơ cạnh tranh từ các doanh nghiệp vận hành cảng hàng không khác

Gần đây, nhiều dự án đầu tư cảng hàng không quy mô lớn đã được giao cho các doanh nghiệp tư nhân thay vì ACV. Cụ thể: Sun Group (chưa niêm yết) được lựa chọn làm nhà đầu tư Cảng hàng không Quốc tế Phú Quốc (dự án PQC); Masterise (chưa niêm yết) sẽ là nhà đầu tư Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình (dự án GBIA). Cả hai dự án đều dự kiến hoàn thành vào năm 2027.

Tác động đối với ACV được đánh giá như sau:

- Tác động từ dự án PQC Vào ngày 17/11, ACV đã bàn giao toàn bộ tài sản tại PQC, tuy nhiên giá trị bàn giao cuối cùng vẫn chưa được xác định. Hiện tại, ACV vẫn đang vận hành và ghi nhận doanh thu khai thác từ PQC nhưng nhiều khả năng trong thời gian tới hoạt động khai thác cũng sẽ được chuyển giao cho Sun Group. HSC đang giả định việc chuyển giao này sẽ hoàn tất vào cuối năm 2025, đồng nghĩa rằng từ 2026 trở đi ACV sẽ không còn ghi nhận doanh thu từ PQC. Việc chuyển giao này đã được phản ánh trong mô hình dự báo hiện tại, tuy nhiên khoản thu nhập không thường xuyên tiềm năng từ thương vụ này chưa được đưa vào mô hình.
- Tác động từ dự án GBIA Việc Masterise trở thành nhà đầu tư GBIA tạo ra rủi ro phân tán lưu lượng hành khách từ Cảng hàng không Quốc tế Nội Bài (NIA) của ACV sang GBIA, do hai cảng hàng không chỉ cách nhau 43km. Do thông tin còn hạn chế, chúng tôi chưa đưa tác động của dự án GBIA vào mô hình dự báo của ACV. Tuy nhiên, để đánh giá sơ bộ mức độ ảnh hưởng tiềm năng đối với lợi nhuận và giá mục tiêu của ACV, chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy dựa trên giả định 20-70% lượng khách của NIA chuyển sang GBIA:
- Với kịch bản 20% dịch chuyển: giá mục tiêu của ACV là 60.295đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 10%. Với kịch bản 70% dịch chuyển: giá mục tiêu của ACV giảm xuống 53.492đ, tương ứng rủi ro giảm giá 2%.

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu ACV dựa trên giả định hành khách sẽ dịch chuyển từ NIA sang GBIA

Tiềm năng tăng giá 10% nếu lượng khách dịch chuyển là 20% nhưng giá sẽ đối mặt rủi ro giảm 2% nếu 70% hành khách từ NIA chuyển sang GBIA

% khách từ NIA chuyển sang GBIA	Giá mục tiêu ACV	Tiềm năng tăng giá/ rủi ro giảm giá
20%	60,295	10%
30%	58,908	7%
40%	57,531	5%
50%	56,167	2%
60%	54,819	0%
70%	53,492	-2%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Điều chỉnh dự báo, ACV

Hạ 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 trong khi duy trì ước tính lợi nhuận 'cốt lõi' giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Tăng trưởng			Điều chỉnh		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tỷ đồng	25,882	26,701	31,801	25,882	26,701	31,854	15%	3%	19%	0%	0%	0%
Doanh thu thuần	11,367	6,764	6,462	10,586	6,764	6,462	3%	-36%	-4%	-7%	0%	0%
Lợi nhuận thuần cốt lõi	11,271	6,764	6,462	11,271	6,764	6,462	13%	-40%	-4%	0%	0%	0%
EBITDA	17,371	19,833	23,930	17,371	19,833	23,930	19%	14%	21%	0%	0%	0%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Điều chỉnh dự báo, HVN

Hạ 10% và 14% dự báo LNTT cốt lõi và lợi nhuận thuần cho 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	118,276	112,176	119,421	118,929	119,226	126,962	1%	6%	6%
Lợi nhuận thuần	11,597	9,268	10,181	7,803	8,892	9,712	-33%	-4%	-5%
LNTT cốt lõi	11,765	10,096	11,071	8,773	9,958	10,857	-25%	-1%	-2%
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	7%	2%	6%	12%	0%	6%			
Lợi nhuận thuần	43%	-20%	10%	3%	14%	9%			
LNTT cốt lõi	103%	-19%	10%	52%	14%	9%			

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới

Sau khi các công ty công bố KQKD Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025 cũng như sau khi chúng tôi cập nhật lại triển vọng, HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận như sau:

- Đối với **ACV**, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi cho giai đoạn 2025-2027 nhưng giảm 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 10,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3%) do bổ sung khoản lỗ tỷ giá 9 tháng đầu năm vào mô hình dự báo. Cho các năm 2026-2027, chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận thuần là 6,8 nghìn tỷ đồng (giảm 36%) và 6,5 nghìn tỷ đồng (giảm 4%). Việc lợi nhuận giảm chủ yếu do tăng giả định chi phí lãi vay và chi phí khấu hao liên quan đến việc Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (LTIA) dự kiến đi vào hoạt động từ tháng 6/2026. Tuy nhiên, dự báo mới vẫn cho thấy EBITDA tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR 3 năm đạt 18%.
- Đối với **HVN**, HSC giảm bình quân 10% và 14% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027 do giảm giả định lợi suất hành khách và hệ số sử dụng ghế nhằm phản ánh KQKD Q3/2025 thấp hơn dự báo và cạnh tranh dự kiến sẽ gia tăng. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần các năm 2025, 2026, 2027 đạt lần lượt 7,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 52%, điều chỉnh giảm 33% dự báo), 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14%, điều chỉnh giảm 4%), 9,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 9%, điều chỉnh giảm 5%). Theo các dự báo mới này, lợi nhuận thuần và LNTT từ HĐKD cốt lõi của HVN có tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 đạt lần lượt 9% và 23%.

Bảng 11: Điều chỉnh dự báo, VJC

HSC hạ bình quân 20% dự báo lợi nhuận 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	73,416	95,590	106,188	72,761	93,893	105,056	-1%	-2%	-1%
Lợi nhuận thuần	2,773	3,462	3,806	2,014	2,797	3,310	-27%	-19%	-13%
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	2%	30%	11%	1%	29%	12%			
Lợi nhuận thuần	98%	25%	10%	44%	39%	18%			

Nguồn: HSC

- Đối với VJC, HSC giảm bình quân 20% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 chủ yếu do giảm giả định lợi suất hành khách và hệ số sử dụng ghế. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ tăng trưởng 44% đạt 2,0 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh giảm 27% dự báo). Cho các năm 2026 và 2027, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 39% và 18% đạt 3,5 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh giảm 19% dự báo) và 3,3 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh giảm 13%). Dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2025-2027 – thấp hơn bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 33% (so với mức 39% trong dự báo trước đó).

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 4-19% giá mục tiêu sau khi cập nhật dự báo lợi nhuận (chủ yếu điều chỉnh giảm), đồng thời áp dụng một số giả định định giá mới (bao gồm lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối 2026). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với ACV và HVN nhưng hạ khuyến nghị đối với VJC xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng) sau diễn biến giá cổ phiếu tăng mạnh nhưng không hợp lý gần đây (Bảng 12). Cụ thể như sau:

- Đối với **ACV**, chúng tôi giảm 9% giá mục tiêu xuống 63.200đ (tiềm năng tăng giá 15%) từ mức 69.800đ trước đây. Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, ACV đang giao dịch với EV/ EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, rẻ hơn bình quân 3 năm ở mức 12,8 lần. Triển vọng ngắn hạn của ACV được đánh giá là khó khăn, do LTIA đi vào hoạt động, kéo theo lợi nhuận giảm trong các năm 2026-2027. Tuy nhiên, trong dự báo sơ bộ, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ phục hồi mạnh từ 2028 nhờ công suất hoạt động tăng cao tại cảng hàng không mới.
- Đối với **HVN**, chúng tôi giảm 19% giá mục tiêu xuống 34.600 từ 42.800đ trước đó. Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 3 tháng qua, HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,8 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân 3 năm từ tháng 11/2022 ở mức 2,3 lần nhưng thấp hơn bình quân trước đại dịch ở mức 4,1 lần; HSC cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 16% và EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,4 lần.
- Chúng tôi cho rằng HVN xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn vì lợi nhuận đã vượt xa giai đoạn trước đại dịch nhờ quá trình tái cấu trúc sau đại dịch thành công. Yếu tố hỗ trợ ngắn hạn đến từ khả năng khôi phục giao dịch bình thường, do HSC dự kiến HVN sẽ nhận được phê duyệt của Thủ tướng trong Q4/2025.
- Đối với **VJC**, chúng tôi giảm 4% giá mục tiêu xuống 119.700đ (rủi ro giảm giá 33%) từ 124.600đ trong dự báo trước đó. Sau khi giá cổ phiếu tăng 23% trong 3 tháng qua, VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 7,0 lần; cao hơn bình quân 3 năm từ tháng 11/2022 ở mức 5,6 lần và bình quân trước đại dịch ở mức 5,2 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 43% so với bình quân giai đoạn 2017-2019. Đồng thời, tỷ lệ nợ đã tăng đáng kể so với trước dịch (Bảng 13); do đó, chúng tôi cho rằng định giá hiện tại đang cao.

Bảng 12: So sánh định giá, các công ty ngành hàng không HSC khuyến nghị

ACV và HVN đang giao dịch ở mức giá thấp hơn bình quân 3 năm, trong khi VJC giao dịch ở mức cao hơn bình quân 3 năm

Mã CK	Khuyến nghị cũ	Khuyến nghị mới	Giá mục tiêu cũ	Giá mục tiêu mới	Trượt dự phóng 1 năm	Bình quân (Từ T10/2022)	Bình quân (trước đại dịch)
ACV	Add	Add	69,800	63,200	10.2	12.8	14.8
HVN	Add	Add	42,800	34,600	3.7	2.3	4.1
VJC	Reduce	Sell	124,600	119,700	7.0	5.6	5.2

Ghi chú: Trượt dự phóng của EV/EBITDA đối với ACV và EV/EBITDAR đối với HVN và VJC.
Nguồn: HSC

Bảng 13: Lợi nhuận và tỷ lệ nợ trước đại dịch, các công ty ngành hàng không HSC khuyến nghị

Lợi nhuận của ACV và HVN vượt mức trước dịch trong khi lợi nhuận của VJC thấp hơn mức trước dịch

	Bình quân 2017-2019	2025F	Tăng trưởng
ACV			
Nợ thuần/vốn CSH	-0.3	0.17	N/a
Lợi nhuận thuần cốt lõi (tỷ đồng)	5,229	11,271	116%
HVN			
Nợ thuần/vốn CSH	1.78	1.47	-17%
LNTT cốt lõi (tỷ đồng)	3,879	8,773	126%
VJC			
Nợ thuần/vốn CSH	0.11	1.71	1364%
Lợi nhuận thuần cốt lõi (tỷ đồng)	4,738	2,014	-57%

Nguồn: HSC

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

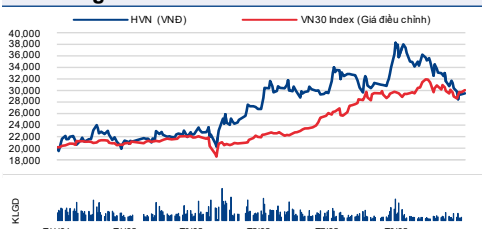
Giá mục tiêu: VNĐ34,600 (từ VNĐ42,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/11/2025)	29,500
Mã Bloomberg	HAVN VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	19,505-38,250
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	29,333
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	91,863
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,485
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	(15.7)	(3.28)	46.2
So với chỉ số	(12.0)	(8.91)	(1.84)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,929	4,353	(32.7)
2026F	2,855	2,976	(4.1)
2027F	3,118	3,269	(4.6)

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

Giảm giá mục tiêu nhưng duy trì khuyến nghị

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 19% giá mục tiêu xuống 34.600đ (từ 42.800đ) do tác động tiêu cực từ việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026.
- Chúng tôi giảm bình quân 10% & 14% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi & lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 do giảm giá định lợi suất hành khách và hệ số sử dụng ghế trong bối cảnh diễn biến ngành dự kiến kém thuận lợi hơn. Dự báo mới cho thấy LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 1 tháng qua, HVN đang giao dịch ở mức EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,8 lần, thấp hơn bình quân trước dịch ở mức 4,1 lần. HSC cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn nhất khi lợi nhuận của hãng đã vượt xa giai đoạn trước COVID.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q3/2025

KQKD Q3/2025 của HVN thấp hơn dự báo của HSC do lợi suất hành khách và hệ số sử dụng ghế yếu hơn dự kiến, cùng với chi phí HĐKD tăng cao. Lợi nhuận thuần giảm 20% so với cùng kỳ xuống 617 tỷ đồng, trong khi LNTT từ HĐKD cốt lõi (loại trừ lỗ tỷ giá và một số khoản chi phí khác) đạt 1,3 nghìn tỷ đồng, tăng 37% so với cùng kỳ. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, LNTT từ HĐKD cốt lõi của HVN mới hoàn thành 65% dự báo cho cả năm 2025 của HSC trước kỳ công bố KQKD – mức khá thấp so với kỳ vọng của chúng tôi.

Các nguyên nhân chính dẫn đến KQKD thấp hơn dự báo bao gồm (1) công suất và mức độ cạnh tranh tăng khi nhiều tàu bay quay lại hoạt động sau kiểm tra kỹ thuật liên quan đến vấn đề động cơ Pratt & Whitney, làm nguồn cung tăng đột ngột; (2) nhu cầu nội địa suy yếu, chịu ảnh hưởng của bão và ngập lụt; (3) chi phí HĐKD tăng cao do các hãng đẩy mạnh mở rộng đường bay quốc tế trong bối cảnh cạnh tranh nội địa gia tăng.

Tác động: Giảm bình quân 14% dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 10% & 14% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi & lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 do điều chỉnh giảm các giả định về lợi suất hành khách và hệ số sử dụng ghế để phản ánh các yếu tố dẫn đến KQKD Q3/2025 thấp hơn kỳ vọng. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần & lợi nhuận HĐKD cốt lõi năm 2025 đạt lần lượt 7,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3%, điều chỉnh giảm 33% dự báo) và 8,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25%, điều chỉnh giảm 25% dự báo). Cho năm 2026, lợi nhuận thuần dự báo đạt 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14%). Cho năm 2027, lợi nhuận thuần dự báo đạt 9,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 9%), sau các điều chỉnh giảm nhẹ một con số trong dự báo. Dự báo mới cho thấy lợi LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23% (dự báo trước đó: 25%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% trong 1 tháng qua (nhưng tăng mạnh 53% trong 1 năm qua), HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,8 lần, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 2,3 lần nhưng thấp hơn bình quân trước dịch ở mức 4,1 lần. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 19% giá mục tiêu xuống 34.600đ do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và áp dụng các giả định định giá mới; tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá 16% và EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,4 lần. Chúng tôi cho rằng HVN xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn vì lợi nhuận đã vượt xa giai đoạn trước dịch nhờ quá trình tái cấu trúc hiệu quả sau COVID. Khả năng khôi phục giao dịch bình thường – khi chúng tôi kỳ vọng HVN sẽ nhận được phê duyệt của Thủ tướng trong Q4/2025 – có thể trở thành một yếu tố hỗ trợ ngắn hạn cho cổ phiếu.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,399	11,817	14,482 ▼	14,517	15,340
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(5,930)	7,473	7,803 ▼	8,892	9,712
EPS ĐC (đồng)	(2,678)	3,375	2,929 ▼	2,855	3,118
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	(7,910)	(4,523)	2,172 ▼	5,019 ▼	8,130 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	26.7	6.93	7.22	7.05	5.87
P/E ĐC (lần)	N/a	8.74	10.1	10.3	9.46
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	(3.73)	(6.52)	13.6	5.88	3.63
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	47.5	226	(13.2)	(2.51)	9.22
ROAE (%)	40.8	(54.3)	(480)	79.4	47.4

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

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng trên cơ sở định giá; các yếu tố bất lợi đã phản ánh vào giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 19% giá mục tiêu xuống 34.600đ (tiềm năng tăng giá 16%). Công suất trên thị trường đường như tăng nhanh hơn dự kiến khi nhiều tàu bay quay lại hoạt động sau kiểm tra kỹ thuật và một số hãng bay nhỏ mở rộng đội tàu bay. Điều này tạo áp lực lên hệ số sử dụng ghế/hiệu suất vận hành, chi phí, và nhất là lợi thế về giá bán/lợi suất hành khách. Do đó, HSC điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và giảm 19% giá mục tiêu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng vì giá cổ phiếu HVN đã điều chỉnh 15% trong 1 tháng qua và định giá hiện tại vẫn ở mức hấp dẫn.

Dự báo lợi nhuận mới

HSC giảm bình quân 10% & 14% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi & lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027. Các thay đổi liên quan đến dự báo và giả định được trình bày ở các bảng sau đây.

Bảng 14: Điều chỉnh dự báo, HVN

Hạ 10% và 14% dự báo LNTT cốt lõi và lợi nhuận thuần 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	118,276	112,176	119,421	118,929	119,226	126,962	1%	6%	6%
Lợi nhuận thuần	11,597	9,268	10,181	7,803	8,892	9,712	-33%	-4%	-5%
LNTT cốt lõi	11,765	10,096	11,071	8,773	9,958	10,857	-25%	-1%	-2%
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	7%	2%	6%	12%	0%	6%			
Lợi nhuận thuần	43%	-20%	10%	3%	14%	9%			
LNTT cốt lõi	103%	-19%	10%	52%	14%	9%			

Nguồn: HSC

Bảng 15: Điều chỉnh các giả định, HVN

HSC hạ giả định số lượng hành khách trong giai đoạn 2025-2027

		Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
ASK	tỷ ghế-km	50,645	54,190	57,984	52,528	57,781	61,826	3.7%	6.6%	6.6%
Tăng trưởng		10.5%	7.0%	7.0%	14.1%	10.0%	7.0%			
RPK	tỷ ghế-km	41,477	43,966	47,043	42,665	46,505	49,760	2.9%	5.8%	5.8%
Tăng trưởng		12.9%	6.0%	7.0%	15.2%	9.0%	7.0%			
Hệ số sử dụng ghế	%	81.9	81.1	81.1	81.2	80.5	80.5	-0.7ppts	-0.6ppts	-0.6ppts
Tăng trưởng		+1.2ppts	+0.0ppts	+0.0ppts	+0.4ppts	-0.7ppts	0.0ppts			
Lợi suất hành khách	đồng/khách-km	2,065	1,768	1,768	1,986	1,813	1,813	-3.8%	-1.5%	-1.5%
Tăng trưởng		6.6%	-14.4%	0.0%	0.6%	-8.7%	0.0%			
Chi phí đơn vị	đồng/ghế-km	1,660	1,476	1,472	1,677	1,511	1,507	1.0%	-1.0%	-1.0%
Tăng trưởng		-3.0%	-11.1%	-0.3%	-0.8%	-9.9%	-0.3%			
Giá nhiên liệu	USD/thùng	93	87	87	92	84	84	-1.1%	-3.4%	-3.4%
Tăng trưởng		-7.9%	-6.5%	0.0%	-7.9%	-8.7%	0.0%			

Nguồn: HSC

Dự báo mới cho năm 2025: HSC giảm lần lượt 25% & 33% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi & lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 8,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 52%) và 7,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3%), chủ yếu do điều chỉnh giảm 3,8% giả định lợi suất hành khách và tăng 1% giả định chi phí đơn vị. Các điều chỉnh giả định chính của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi tăng 3,7% dự báo ghế luân chuyển (ASK) do tiến độ đưa tàu bay trở lại khai thác sau kiểm tra kỹ thuật liên quan đến động cơ Pratt & Whitney nhanh hơn dự kiến, theo đó ASK được kỳ vọng tăng 14,1% trong năm 2025 (9 tháng đầu năm 2025: tăng 12,6%). Trong khi đó, dự báo khách luân chuyển (RPK) được điều chỉnh tăng 2,9% nhờ trọng tâm của HVN là mở rộng đường

bay quốc tế (có cự ly dài hơn đường bay nội địa) để tận dụng đà phục hồi mạnh của nhu cầu quốc tế; RPK dự báo tăng 15,2% trong năm 2025 (9 tháng đầu năm 2025: tăng 14,9%). Tổng hợp hai yếu tố này, hệ số sử dụng ghế được điều chỉnh giảm 0,7 điểm phần trăm xuống 81,2%, nhưng vẫn tăng 0,4 điểm phần trăm so với năm trước.

- HSC giảm 3,8% giá định lợi suất hành khách (dù vẫn tăng trưởng 0,6%) để phản ánh KQKD 9 tháng đầu năm 2025. KQKD kém tích cực này đến từ tình hình cạnh tranh giá tăng gây áp lực lên giá vé, đồng thời đến từ cơ cấu chuyển bay thay đổi (khi tỷ trọng đường bay quốc tế đường dài tăng lên).
- Đồng thời, chúng tôi tăng 1% dự báo chi phí đơn vị sau khi chi phí HĐKD 9 tháng đầu năm 2025 cao hơn dự báo, dù chi phí đơn vị cả năm dự kiến vẫn giảm 0,8%.

Kết hợp dự báo mới cho năm 2025 này và KQKD thực hiện 9 tháng đầu năm 2025, LNTT từ HĐKD cốt lõi dự báo đạt 8,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 52%) và lợi nhuận thuần đạt 7,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3%).

Dự báo mới cho năm 2026: HSC giảm lần lượt 1% & 4% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi & lợi nhuận thuần năm 2026 xuống 10 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14%) và 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14%), chủ yếu do điều chỉnh giảm 1,5% giá định lợi suất hành khách. Chúng tôi cũng dự báo hệ số sử dụng ghế sẽ giảm 0,6 điểm phần trăm, do tăng trưởng lưu lượng hành khách dự báo sẽ thấp hơn tăng trưởng công suất trong bối cảnh mức độ cạnh tranh tiếp tục gia tăng. Trong khi đó, chúng tôi giảm 1,0% dự báo chi phí đơn vị nhờ điều chỉnh giảm 3,4% giá định giá nhiên liệu bay theo cập nhật mới nhất của EIA. Lưu ý, chi phí nhiên liệu thường chiếm 30-35% chi phí đơn vị của HVN.

Dự báo mới cho năm 2027: HSC dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi & lợi nhuận thuần năm 2027 tăng trưởng lần lượt 9% đạt 10,9 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh giảm 2% dự báo) và 9,7 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh giảm 5% dự báo) trong bối cảnh cạnh tranh giảm dần về mức bình thường và nhu cầu thị trường tăng trưởng ở mức vừa phải và ổn định.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 19% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 34.600đ (từ 42.800đ) do tác động tiêu cực từ việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 17% và EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,4 lần.

Giá định WACC không đổi ở mức 13,3%, dựa trên giả định phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, lãi suất phi rủi ro 4,0% và beta 1,2 (tất cả đều không đổi). Giá định tốc độ tăng trưởng dài hạn cũng giữ nguyên ở mức 2,0%. Chúng tôi tóm tắt các tính toán và giá định định giá trong Bảng 16-18.

Bảng 16: Tính toán FCFF, HVN

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	(2,587)	6,722	9,368	10,097	10,872	11,626
Cộng:	-	-	-	-	-	-
Khấu hao	5,986	5,095	4,365	4,371	4,416	4,516
Trừ:	-	-	-	-	-	-
Thuế	(269)	(458)	(555)	(627)	(684)	(730)
Thay đổi vốn lưu động	428	(3,530)	(15,512)	(9,028)	313	370
Chi phí đầu tư	(318)	(320)	(2,082)	(2,779)	(2,279)	(2,662)
FCFF	3,240	7,508	(4,417)	2,035	12,639	13,120

Nguồn: HSC

Bảng 17: Tính toán WACC, HAVN

Duy trì giả định WACC là 13,3%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	14.7%
Chi phí nợ	7.6%
Tỷ trọng vốn CSH	80%
Tỷ trọng nợ	20%
WACC	13.3%

Nguồn: HSC
Bảng 18: Định giá DCF, HAVN

Giá mục tiêu mới của HAVN là 34.600đ

	Đơn vị	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn giả định		2.0%
Giá trị hiện tại của gt dài hạn năm 2028	Tỷ đồng	93,121
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến 2028	Tỷ đồng	23,826
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	116,946
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	8,397
Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn, điều chỉnh	Tỷ đồng	(17,667)
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	107,676
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	3,114.4
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng	34,574

Nguồn: HSC
Bảng 19: 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%	34,252	33,019	31,866	30,786	29,773
	1.5%	35,750	34,411	33,162	31,996	30,904
	2.0%	37,392	35,931	34,574	33,309	32,129
	2.5%	39,198	37,598	36,116	34,740	33,460
	3.0%	41,196	39,434	37,809	36,306	34,911

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

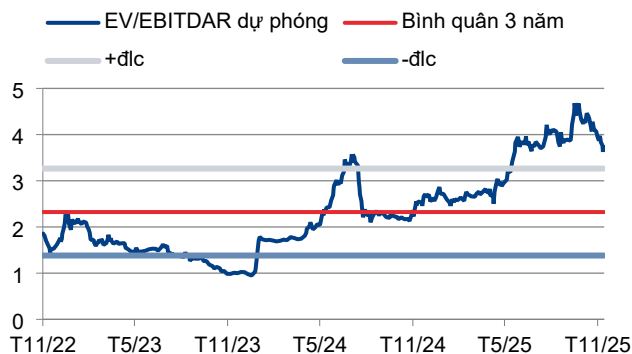
Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% trong 1 tháng qua (nhưng tăng mạnh 53% trong 1 năm qua), HAVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,8 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân 3 năm kể từ tháng 11/2022 ở mức 2,3 lần nhưng thấp hơn đáng kể so với bình quân trước dịch ở mức 4,1 lần.

HSC tin rằng HAVN 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. Tuy nhiên, lợi nhuận của HAVN đang cho thấy một sự hồi phục rất ấn tượng. So với giai đoạn trước đại dịch, LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2025 của HAVN nhiều khả năng sẽ tăng trưởng gấp đôi mức bình quân giai đoạn 2017-2019 nhờ quản lý chi phí tốt hơn, quá trình tái cấu trúc hiệu quả và mức nợ giảm đáng kể.

Yếu tố hỗ trợ ngắn hạn cho giá cổ phiếu là khả năng giao dịch bình thường trở lại. HAVN sẽ đề nghị Thủ tướng xem xét gỡ bỏ tình trạng “kiểm soát đặc biệt” do các khoản lỗ ghi nhận trong giai đoạn 2020–2023 chủ yếu phát sinh do tác động của COVID-19 chứ không phải do những yếu kém về cấu trúc. Chúng tôi kỳ vọng HAVN sẽ nhận được phê duyệt trong Q4/2025, qua đó có thể tạo lực đẩy tích cực cho giá cổ phiếu.

Biểu đồ 20: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm (từ T11-2022), HVN

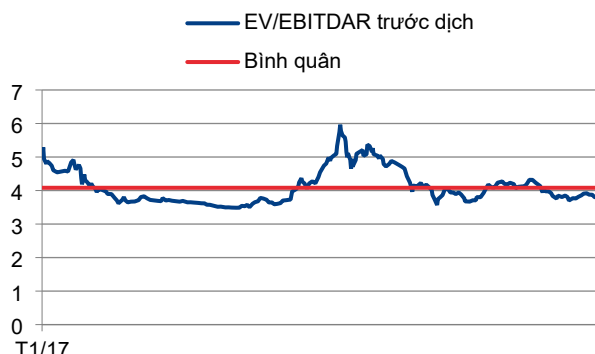
Hiện là 3,7 lần, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 2,3 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 21: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm (trước-COVID), HVN

...và mức trước dịch là 4,1 lần



Nguồn: HSC

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Các rủi ro giảm giá bao gồm:

- Khả năng HVN có thể phải tăng vốn trong các năm 2026-2027. HVN đã được Thủ tướng phê duyệt kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu với tổng giá trị huy động tối đa 22 nghìn tỷ đồng. Trong năm 2025, công ty đã phát hành cho cổ đông hiện hữu và huy động được 9 nghìn tỷ đồng. Trong các năm tới, HVN nhiều khả năng sẽ tiếp tục phát hành cổ phiếu mới để huy động tối đa khoảng 13 nghìn tỷ đồng. Công ty đang xem xét lại phương án phát hành do dòng tiền đã cải thiện đáng kể nên số vốn huy động thực tế có thể thấp hơn mức 13 nghìn tỷ đồng. Do quy mô và thời điểm phát hành chưa chắc chắn, HSC chưa đưa kế hoạch này vào mô hình dự báo.

Tiềm năng tăng giá gồm:

- Các khoản thu nhập không thường xuyên từ bồi thường chi phí thuê tàu bay và tái cấu trúc JPA. Do các vấn đề kỹ thuật của động cơ Pratt & Whitney dẫn đến 20 tàu bay phải ngừng hoạt động để kiểm tra động cơ, nhà sản xuất động cơ sẽ bồi thường chi phí thuê tàu bay cho HVN trong thời gian kiểm tra. Một phần khoản bồi thường đã được ghi nhận trong 9 tháng đầu năm và phần còn lại khoảng 750 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong thời gian tới, nhưng thời điểm vẫn chưa chắc chắn, qua đó tạo ra tiềm năng KQKD thực hiện lớn hơn dự báo của HSC.
- Bên cạnh đó, HVN còn có tiềm năng ghi nhận lợi nhuận từ thoái vốn các công ty con. Cụ thể, trong 2026, HVN dự kiến thoái 55% vốn tại CTCP Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS, chưa niêm yết). Tiếp đó, trong các năm 2027-2028, HVN có kế hoạch thoái vốn tại bốn công ty con mà HVN sở hữu 100% cổ phần, gồm nhà cung cấp dầu tàu bay Skypec (không niêm yết), Công ty TNHH MTV Kỹ thuật Máy bay Việt Nam (VAECO), Công ty TNHH MTV Suất ăn Hàng không Việt Nam (VACS), và Công ty TNHH MTV Dịch vụ mặt đất Sân bay Việt Nam (VIAGS). Việc thoái vốn này là một phần trong chiến lược lớn hơn của HVN nhằm tái cấu trúc tài sản và cải thiện sự ổn định tài chính. Chúng tôi chưa đưa kế hoạch thoái vốn vào mô hình dự báo do thiếu thông tin chi tiết. Nếu các thương vụ thoái vốn được thực hiện với điều kiện thuận lợi, điều này sẽ tạo tiềm năng KQKD thực hiện lớn hơn dự báo của HSC.
- Các dự án đầu tư tại Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (LTIA). Các công ty con của HVN (thông qua ba pháp nhân) đã được chọn làm nhà đầu tư cho dự án thành phần tại LTIA, bao gồm dự án dịch vụ mặt đất số 1, dự án cung cấp suất ăn số 1, hangar bảo dưỡng tàu bay, nhà ga hàng hóa và kho hàng hóa. Tổng vốn đầu tư cho các dự án này là 8,6 nghìn tỷ đồng với thời gian thi công khoảng 18 tháng và dự kiến hoàn thành vào nửa cuối năm 2026. Do chưa có đủ thông tin chi tiết, HSC chưa đưa các dự án này vào mô hình dự báo của mình. Điều này sẽ tạo tiềm năng KQKD thực hiện lớn hơn dự báo của HSC từ năm 2027.

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	118,929	119,226	126,962
Lợi nhuận gộp	3,885	13,902	18,523	18,572	19,898
Chi phí BH&QL	(6,473)	(7,180)	(8,406)	(8,427)	(8,974)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(2,587)	6,722	10,118	10,146	10,924
Lãi vay thuần	(3,479)	(3,685)	(1,574)	(361)	(251)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	88.2	70.3	73.8	77.5	81.4
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	615	5,217	156	95.4	102
LNTT	(5,363)	8,325	8,773	9,958	10,857
Chi phí thuế TNDN	(269)	(458)	(555)	(630)	(687)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(299)	(393)	(416)	(436)	(458)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	(5,930)	7,473	7,803	8,892	9,712
Lợi nhuận thuần ĐC	(5,930)	7,473	7,803	8,892	9,712
EBITDA ĐC	3,399	11,817	14,482	14,517	15,340
EPS (đồng)	(2,678)	3,375	2,929	2,855	3,118
EPS ĐC (đồng)	(2,678)	3,375	2,929	2,855	3,118
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,214	2,214	2,664	3,114	3,114
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,214	2,214	3,114	3,114	3,114
Sig 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	9,133	7,254	19,802
Đầu tư ngắn hạn	920	1,015	1,140	1,142	1,217
Phải thu khách hàng	6,122	7,322	11,313	11,334	11,869
Hàng tồn kho	3,431	3,369	3,782	3,792	4,038
Các tài sản ngắn hạn khác	1,860	1,004	1,127	1,130	1,203
Tổng tài sản ngắn hạn	14,884	17,338	26,495	24,652	38,129
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	4,997	5,005
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	24,680	22,423	21,925
Tổng tài sản dài hạn	42,833	40,849	39,486	37,761	36,123
Tổng cộng tài sản	57,717	58,187	65,981	62,414	74,252
Nợ ngắn hạn	17,562	14,311	13,053	10,065	10,706
Phải trả người bán	30,797	30,504	21,407	13,115	13,966
Nợ ngắn hạn khác	12,280	11,761	13,203	13,236	14,095
Tổng nợ ngắn hạn	61,171	57,159	48,317	37,072	39,465
Nợ dài hạn	9,806	6,172	8,126	6,929	6,549
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.27	1.53	1.72	1.72	1.83
Nợ dài hạn khác	3,764	4,199	2,102	2,107	2,244
Tổng nợ dài hạn	13,572	10,372	10,229	9,038	8,795
Tổng nợ phải trả	74,743	67,531	58,546	46,110	48,260
Vốn chủ sở hữu	(17,515)	(10,017)	6,763	15,631	25,319
Lợi ích cổ đông thiểu số	489	672	672	672	672
Tổng vốn chủ sở hữu	(17,026)	(9,344)	7,435	16,304	25,991
Tổng nợ phải trả và VCSH	57,717	58,187	65,981	62,414	74,252
BVPS (đ)	(7,910)	(4,523)	2,172	5,019	8,130
Nợ thuần*/(tiền mặt)	24,817	15,856	12,046	9,741	(2,546)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	(2,587)	6,722	10,118	10,146	10,924
Khấu hao	(5,986)	(5,095)	(4,365)	(4,371)	(4,416)
Lãi vay thuần	(3,479)	(3,685)	(1,574)	(361)	(251)
Thuế TNDN đã nộp	(231)	(325)	(555)	(630)	(687)
Thay đổi vốn lưu động	(971)	(4,585)	(16,203)	(9,189)	(415)
Khác	(2,579)	1,435	(783)	(188)	(68.1)
LCT thuần từ HKKD	1,004	9,441	(3,286)	4,898	14,369
Đầu tư TS dài hạn	(318)	(320)	(2,082)	(2,781)	(2,279)
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	(1,904)	(2,593)	(2,082)
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)	695	(4,183)	261
Khác	(2,928)	(3,964)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,613)	(7,609)	9,695	(4,183)	261
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,490	2,551	4,627	9,133	7,254
LCT thuần trong kỳ	57.6	2,082	4,506	(1,879)	12,548
Ảnh hưởng của tỷ giá	3.14	(5.85)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,551	4,627	9,133	7,254	19,802
Dòng tiền tự do	686	9,120	(5,368)	2,117	12,090

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	15.6	15.6	15.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	3.71	11.2	12.2	12.2	12.1
Tỷ suất LNT (%)	(6.48)	7.05	6.56	7.46	7.65
Thuế TNDN hiện hành (%)	(5.02)	5.50	6.33	6.33	6.33
Tăng trưởng doanh thu (%)	30.0	15.7	12.3	0.25	6.49
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	179	248	22.6	0.24	5.67
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	47.5	226	4.41	14.0	9.22
Tăng trưởng EPS (%)	47.5	226	(13.2)	(2.51)	9.22
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	47.5	226	(13.2)	(2.51)	9.22
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)	(480)	79.4	47.4
ROACE (%)	(96.2)	(554)	108	47.2	36.3
Vòng quay tài sản (lần)	1.55	1.83	1.92	1.86	1.86
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	(0.39)	1.40	(0.32)	0.48	1.32
Số ngày tồn kho	14.3	13.4	13.8	13.8	13.8
Số ngày phải thu	25.5	29.0	41.1	41.1	40.5
Số ngày phải trả	128	121	77.8	47.6	47.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(143)	(160)	182	63.9	(9.03)
Nợ/tài sản (%)	47.8	35.6	32.5	27.6	23.6
EBIT/lãi vay (lần)	(0.74)	1.82	6.43	28.1	43.6
Nợ/EBITDA (lần)	8.11	1.75	1.48	1.19	1.14
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.24	0.30	0.55	0.66	0.97
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.99	0.77	0.88	0.86	0.71
EV/EBITDA ĐC (lần)	26.7	6.93	7.22	7.05	5.87
P/E (lần)	N/a	8.74	10.1	10.3	9.46
P/E ĐC (lần)	N/a	8.74	10.1	10.3	9.46
P/B (lần)	(3.73)	(6.52)	13.6	5.88	3.63
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

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

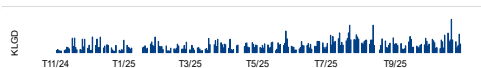
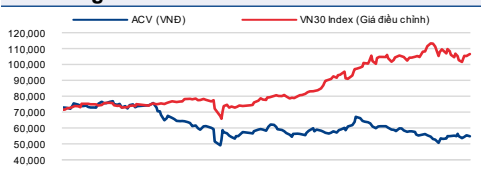
Giá mục tiêu: VNĐ63,200 (từ VNĐ69,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 15.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/11/2025)	54,800
Mã Bloomberg	ACV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	49,094-76,922
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	55,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	196,294
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	7,448
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,582
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,755
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,658
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	2.70%
Tỷ lệ freefloat	4.60%
Cổ đông lớn	Bộ Tài Chính (95.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.98	(14.4)	(23.4)
So với chỉ số	8.58	(19.4)	(48.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,656	3,943	(32.6)
2026F	1,697	2,414	(29.7)
2027F	1,621	1,801	(10.0)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Cảng Hàng Không Việt Nam quản lý và điều hành 22 sân bay trên cả nước. Trong đó, có 7 sân bay Quốc tế. Hiện tại, Công ty đang triển khai xây dựng hai dự án lớn là SBQT Long Thành và nhà ga 3 của sân bay SBQT Tân Sơn Nhất.

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

Áp lực lợi nhuận trong trung hạn nhưng định giá hấp dẫn; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 9% giá mục tiêu xuống 63.200đ do áp dụng các giả định định giá mới (trong khi dự báo của chúng tôi hầu như không thay đổi).
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi giai đoạn 2025-2027 nhưng giảm 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 10,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3%) sau khi bổ sung lỗ tỷ giá 9 tháng đầu năm 2025 vào mô hình dự báo; theo dự báo mới, lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 2,9 nghìn tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ. Trong khi đó, dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 vẫn giữ nguyên, lần lượt ở mức 6,8 nghìn tỷ đồng (giảm 36%) và 6,5 nghìn tỷ đồng (giảm 4%).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, ACV đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, rẻ hơn bình quân 3 năm ở mức 12,8 lần.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q3/2025

Lợi nhuận thuần Q3/2025 của ACV tăng mạnh 40% so với cùng kỳ đạt 2,8 nghìn tỷ đồng nhờ ghi nhận lãi tỷ giá 171 tỷ đồng, so với lỗ tỷ giá 192 tỷ đồng trong Q3/2024 (và lỗ tỷ giá 703 tỷ đồng trong Q2/2025). Nếu không tính đến tác động tỷ giá, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi của ACV đạt 2,7 nghìn tỷ đồng, tăng 4% so với cùng kỳ, trên doanh thu thuần 6,5 nghìn tỷ đồng (tăng 14% so với cùng kỳ).

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi đạt 8,5 nghìn tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ và hoàn thành 75% dự báo cho cả năm 2025 của HSC trước kỳ công bố KQKD, sát với dự báo.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi

HSC duy trì dự báo giai đoạn 2025-2027, theo đó lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi các năm 2025, 2026, 2027 đạt lần lượt 11,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 13%), 6,8 nghìn tỷ đồng (giảm 40%) và 6,5 nghìn tỷ đồng (giảm 4%). Mức lợi nhuận kém hấp dẫn hơn trong các năm 2026-2027 chủ yếu đến từ chi phí khấu hao và chi phí lãi vay tăng cao sau khi Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (LTIA) đi vào hoạt động từ tháng 6/2026. Sau khi bổ sung lỗ tỷ giá 781 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2025, chúng tôi giảm 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 10,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3%), trong khi giữ nguyên dự báo cho các năm 2026-2027 ở mức 6,8 nghìn tỷ đồng (giảm 36%) và 6,5 nghìn tỷ đồng (giảm 4%).

Dự báo mới cho thấy EBITDA vẫn tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 18%

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua do lo ngại về khả năng ACV mất vị thế độc quyền trong vận hành cảng hàng không tại Việt Nam, ACV đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 12,8. Mặc dù triển vọng lợi nhuận các năm 2026-2027 kém hấp dẫn hơn, HSC cho rằng định giá hiện tại vẫn hấp dẫn. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 9,4% giá mục tiêu xuống 63.200đ (tiềm năng tăng giá 15%) do thay đổi các giả định định giá.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	10,592	14,589	17,371	19,833	23,930
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	7,319	10,321	10,586	6,764	6,462
EPS ĐC (đồng)	1,836	2,590	2,656	1,697	1,621
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	23,177	27,508	19,373	21,070	22,691
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.54	7.03	12.0	12.6	9.81
P/E ĐC (lần)	29.8	21.2	20.6	32.3	33.8
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	2.36	1.99	2.83	2.60	2.42
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.5	41.0	2.57	(36.1)	(4.46)
ROAE (%)	15.5	18.7	16.4	9.34	8.24

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

Triển vọng ngắn hạn gặp nhiều thách thức nhưng cơ hội trong dài hạn vẫn hiện hữu

Việc LTIA nhiều khả năng sẽ đi vào hoạt động từ tháng 6/2026 sẽ kéo theo chi phí khấu hao cùng chi phí lãi vay ngay lập tức tăng mạnh, qua đó ảnh hưởng đến lợi nhuận của ACV. Tuy nhiên, về trung và dài hạn, HSC vẫn duy trì quan điểm tích cực khi kỳ vọng công suất hoạt động khai thác LTIA sẽ tăng cao từ 2028 trở đi. Mặc dù thị trường đang lo ngại về sự xuất hiện của các nhà đầu tư tư nhân như Masterise (nhà đầu tư Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình) hay Sun Group (nhà đầu tư Nhà ga Quốc tế Phú Quốc – T2), chúng tôi cho rằng ACV vẫn là tài sản cốt lõi không thể thay thế, đóng vai trò trung tâm trong việc hưởng lợi từ câu chuyện tăng trưởng vượt trội của ngành hàng không Việt Nam. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giảm giá mục tiêu xuống 63.200đ (tiềm năng tăng giá 15%).

Dự báo lợi nhuận mới

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi giai đoạn 2025-2027 do KQKD 9 tháng đầu năm 2025 nhìn chung sát với dự báo. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 7% dự báo lợi nhuận thuần 2025 sau khi bổ sung lỗ tỷ giá ghi nhận trong 9 tháng đầu năm vào mô hình dự báo. Trong khi đó, dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 được giữ nguyên do chúng tôi chưa đưa giả định lãi/lỗ tỷ giá vào các năm này. Các điều chỉnh dự báo và giả định về sản lượng được trình bày sau đây.

Bảng 22: Điều chỉnh dự báo, ACV

Hạ 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 trong khi duy trì ước tính lợi nhuận thuần cốt lõi giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Tăng trưởng			Điều chỉnh		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tỷ đồng	25,882	26,701	31,801	25,882	26,701	31,854	15%	3%	19%	0%	0%	0%
Doanh thu thuần	11,367	6,764	6,462	10,586	6,764	6,462	3%	-36%	-4%	-7%	0%	0%
Lợi nhuận thuần cốt lõi	11,271	6,764	6,462	11,271	6,764	6,462	13%	-40%	-4%	0%	0%	0%
EBITDA	17,371	19,833	23,930	17,371	19,833	23,930	19%	14%	21%	0%	0%	0%

Nguồn: HSC

Bảng 23: Giả định số lượng hành khách, ACV

Chúng tôi giữ nguyên ước tính số lượng hành khách giai đoạn 2025-2027

Triệu khách	2024A	2025F	2026F	2027F
Khách quốc tế (bao gồm sân bay DAD và CXR)	41.4	47.4	50.9	59.2
Khách nội địa	68.6	73.6	75.6	83.2
Tổng lượng hành khách	110.0	121.0	126.5	142.4
Tăng trưởng				
Khách quốc tế (bao gồm sân bay DAD và CXR)	27.1%	14.4%	7.5%	16.3%
Khách nội địa	-14.7%	7.4%	2.7%	10.0%
Tổng lượng hành khách	-2.6%	10.0%	4.6%	12.5%
% versus 2019				
Khách quốc tế (bao gồm sân bay DAD và CXR)	-0.8%	13.5%	21.9%	41.8%
Khách nội địa	-8.1%	-1.3%	1.4%	11.5%
Tổng lượng hành khách	-5.4%	4.0%	8.8%	22.4%

Ghi chú: DAD là Sân bay quốc tế Đà Nẵng và CXR là Sân bay quốc tế Cam Ranh.
Nguồn: HSC

Dự báo năm 2025: HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi ở mức 11,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 13%) nhưng giảm 7% dự báo lợi nhuận thuần xuống 10,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3%). Động lực tăng trưởng chính sẽ đến từ sự tăng trưởng vững chắc của nhu cầu quốc tế đạt 47,4 triệu lượt khách (tăng trưởng 14,4%) và sự phục hồi của nhu cầu nội địa đạt 73,6 triệu lượt khách (tăng trưởng 7,4%).

Dự báo năm 2026: HSC duy trì dự báo lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi ở mức 6,8 nghìn tỷ đồng (giảm 40%) và doanh thu thuần 26,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3%). Các giả định chính như sau:

- Chúng tôi giả định LTIA sẽ đi vào hoạt động và ghi nhận khấu hao từ tháng 6/2026 theo kế hoạch hiện tại của Chính phủ.
- Đồng thời, chúng tôi giả định ACV sẽ không còn vận hành Cảng hàng không Quốc tế Phú Quốc (PQC) từ cuối FY25 do UBND tỉnh Kiên Giang đã cấp giấy chứng nhận đầu tư cho Sun Group (chưa niêm yết) để phát triển dự án mở rộng PQC nhằm chuẩn bị cho Hội nghị APEC 2027. Theo quyết định này, ACV đã bàn giao toàn bộ tài sản hiện hữu tại PQC – bao gồm đường băng, đường lăn, đường dịch vụ, hệ thống an ninh–cứu hỏa, thiết bị dẫn đường hàng không và hạ tầng liên quan – cho UBND tỉnh Kiên Giang vào ngày 17/11; sau đó, UBND tỉnh sẽ bàn giao lại các tài sản này cho Sun Group.

Hiện tại ACV vẫn đang trực tiếp vận hành và quản lý Cảng hàng không Phú Quốc; tuy nhiên, rất có khả năng quyền khai thác cũng sẽ được chuyển giao cho Sun Group trong thời gian tới. Do đó, chúng tôi giả định rằng từ năm 2026 trở đi ACV sẽ không còn ghi nhận doanh thu từ hoạt động khai thác cảng hàng không này.

- Trên cơ sở đó, HSC dự báo lượng khách quốc tế qua các sân bay ACV đạt 50,9 triệu lượt (tăng trưởng 8%) và lượng khách nội địa đạt 75,6 triệu lượt (tăng trưởng 1,4%).
- Chúng tôi dự kiến chi phí khấu hao và chi phí lãi vay của ACV sẽ lần lượt ở mức 8,7 nghìn tỷ đồng (tăng 197%) và 1,9 nghìn tỷ đồng, so với mức chỉ 69 tỷ đồng trong 2025, chủ yếu do LTIA đi vào hoạt động từ tháng 6/2026.

Chi phí khấu hao và lãi vay tăng cùng với sản lượng giảm sẽ khiến lợi nhuận thuần năm 2026 giảm mạnh 40%. Tuy nhiên, dự báo vẫn cho thấy EBITDA 2026 tăng trưởng 14% đạt 19,8 nghìn tỷ đồng.

Dự báo lợi nhuận năm 2027: Cho năm 2027, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần ở mức 6,5 nghìn tỷ đồng (giảm 4%) và 31,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19%). Những giả định chính của chúng tôi như sau:

- Lượng khách quốc tế và nội địa đạt lần lượt 59,2 triệu lượt (tăng trưởng 16%) và 83,2 triệu lượt (tăng trưởng 10%).
- Chi phí khấu hao và chi phí lãi vay sẽ lần lượt ở mức 12,9 nghìn tỷ đồng (tăng 47%) và 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng 22%), do LTIA vận hành cả năm.

Dự báo cho năm 2027 của chúng tôi vẫn cho thấy EBITDA tăng trưởng tích cực 21% đạt 23,9 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng lưu lượng hành khách, khi việc LTIA đi vào hoạt động sẽ giúp giải quyết tình trạng quá tải công suất tại Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất – cảng hàng không đông nhất Việt Nam, chiếm 38% thị phần quốc tế và 33% thị phần nội địa. Nhìn chung, dù lợi nhuận thuần suy giảm, mô hình dự báo vẫn cho thấy EBITDA 3 năm tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR 3 năm giữ nguyên ở mức 18%.

Dự báo sơ bộ đến năm 2030

Dựa trên các dự báo sơ bộ đến 2030 với một số giả định đơn giản hóa, HSC kỳ vọng lợi nhuận của ACV sẽ phục hồi mạnh từ 2028 nhờ công suất hoạt động LTIA tăng cao. Lợi nhuận thuần giai đoạn 2027-2030 dự báo tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR đạt 36%/năm, được hỗ trợ bởi tăng trưởng hành khách quốc tế ở mức 11-14%/năm và tăng trưởng hành khách nội địa ở mức 9-10%/năm. Các dự báo mở rộng về sản lượng và lợi nhuận của chúng tôi được trình bày dưới đây.

Bảng 24: Ước tính số lượng hành khách, ACV

HSC kỳ vọng tổng lượng hành khách sẽ tăng 10%-11% trong giai đoạn 2028-2030

	Thực tế							Dự báo					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Quốc tế	36.7	41.8	7.4	0.5	12.0	32.6	41.4	47.4	50.9	59.2	67.8	76.4	85.0
Nội địa	66.9	74.6	57.8	29.6	87.1	80.4	68.6	73.6	75.6	83.2	90.6	98.8	107.7
Tổng lượng hành khách	103.5	116.3	65.2	30.1	99.0	113.0	110.0	121.0	126.5	142.4	158.5	175.2	192.7
Tăng trưởng (triệu khách)													
Quốc tế	6.4	5.1	(34.4)	(6.9)	11.4	20.6	8.8	6.0	3.5	8.3	8.6	8.6	8.6
Nội địa	4.0	7.7	(16.8)	(28.2)	57.5	(6.7)	(11.8)	5.0	2.0	7.6	7.5	8.2	8.9
Tổng cộng	10.3	12.8	(51.2)	(35.1)	68.9	14.0	(3.0)	11.0	5.5	15.9	16.1	16.8	17.5
Tăng trưởng %													
Quốc tế	21%	14%	-82%	-93%	2202%	173%	27%	14%	7%	16%	15%	13%	11%
Nội địa	6%	12%	-22%	-49%	194%	-8%	-15%	7%	3%	10%	9%	9%	9%
Tổng cộng	11%	12%	-44%	-54%	229%	14%	-3%	10%	5%	13%	11%	11%	10%

Nguồn: HSC

Bảng 25: Dự báo lợi nhuận, ACV

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ hồi phục mạnh trong năm 2028

Thực tế								Dự báo					
Nghìn tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Doanh thu thuần	16.1	18.3	7.8	4.8	13.8	20.0	22.6	25.9	26.7	31.9	36.2	40.7	45.5
Tăng trưởng	16%	14%	-58%	-39%	191%	45%	13%	15%	3%	19%	14%	12%	12%
Lợi nhuận thuần	6.1	8.2	1.6	0.5	6.3	7.3	10.3	10.6	6.8	6.5	9.8	13.0	16.4
Tăng trưởng	50%	34%	-80%	-71%	1221%	15%	41%	3%	-36%	-4%	52%	32%	26%
EBITDA	10.5	11.9	3.6	0.4	7.0	10.6	14.6	17.4	19.8	23.9	27.4	30.9	34.7
Tăng trưởng	21%	13%	-70%	-88%	1532%	52%	38%	19%	14%	21%	14%	13%	12%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 9% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 63.200đ (tiềm năng tăng giá 15%) do thay đổi các giả định định giá.

Cụ thể, chúng tôi tăng giả định beta lên 0,94 từ 0,81 trước đó (theo Bloomberg), trong khi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4,0% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%; theo đó giả định WACC tăng lên 11,3%, so với 10,3% trước đó. HSC cũng giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 3,0% nhưng lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026.

Bảng 26: Tính toán FCFF, ACV

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Thu nhập thuần	4,990	8,904	9,932	11,271	6,764	6,462	9,845	12,995	16,426
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	2,337	2,364	2,288	2,946	8,736	12,869	12,530	12,530	12,530
+ Khấu hao	58	274	49	56	1,500	1,829	1,648	1,325	1,065
- Thay đổi vốn lưu động	4,047	3,330	2,095	1,466	(2,534)	(201)	2,727	2,539	2,712
- Chi phí đầu tư cơ bản	(4,691)	(6,685)	(14,055)	(39,970)	(59,874)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	6,741	8,188	309	(24,915)	(45,408)	18,960	24,750	27,389	30,734

Nguồn: HSC

Bảng 27: Định giá, ACV

Giá mục tiêu mới là 63.200đ

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF	Đơn vị	Giá trị (giữa năm-2026)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		3.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	248,814
Beta (lần)	0.9	Giá trị hiện tại của dòng tiền	Tỷ đồng	31,512
Chi phí vốn CSH	12.2%	Tổng giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	280,326
Chi phí nợ	8.0	Cộng: Tiền & Các khoản đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	7,089
Tỷ trọng vốn CSH	84%	Trừ: Nợ ngắn hạn & nợ dài hạn điều chỉnh	Tỷ đồng	(60,906)
Tỷ trọng nợ	16%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	226,510
WACC	11.3%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	3,582
		Vốn CSH/cp	Đồng/cp	63,231

Nguồn: HSC

Bảng 28: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, ACV

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	2.0%	63,747	59,247	55,155	51,419	47,994
	2.5%	68,482	63,483	58,964	54,858	51,112
	3.0%	73,852	68,258	63,231	58,691	54,570
	3.5%	79,995	73,680	68,047	62,991	58,430
	4.0%	87,089	79,890	73,522	67,849	62,763

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, chủ yếu do lo ngại về khả năng ACV mất vị thế độc quyền, điều mà chúng tôi cho rằng khó xảy ra trong trung hạn, ACV đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, rẻ hơn so với bình quân 3 năm từ tháng 11/2022 ở mức 12,8 lần.

Mặc dù lợi nhuận ngắn hạn sẽ chịu áp lực từ chi phí khấu hao và lãi vay tăng cao gần với LTIA trong những năm đầu vận hành, HSC vẫn duy trì quan điểm tích cực về triển vọng tăng trưởng dài hạn của ACV. Từ năm 2028 trở đi, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh mẽ, được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng vững chắc của ngành hàng không Việt Nam, qua đó thúc đẩy lưu lượng hành khách tại toàn bộ hệ thống cảng hàng không do ACV quản lý.

Bảng 29: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm từ T11-2022

ACV đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, rẻ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 12,8 lần



Nguồn: HSC

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Các rủi ro giảm giá bao gồm:

- **Rủi ro cạnh tranh** từ Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình (GBIA) đối với Cảng hàng không Quốc tế Nội Bài (NIA): Dự án GBIA, do Masterise (chưa niêm yết) phát triển, đã khởi công vào ngày 19/8 và là một trong những hạ tầng trọng điểm phục vụ hội nghị APEC 2027 dự kiến diễn ra vào tháng 11/2027.

Dự án được quy hoạch với công suất 30 triệu lượt khách/năm cho giai đoạn 2021-2030 và tăng lên 50 triệu lượt khách/năm vào năm 2050. Theo báo cáo đánh giá tác động môi trường, quá trình phát triển đến năm 2030 được chia làm hai giai đoạn: Giai đoạn 1 sẽ xây dựng nhà ga hành khách công suất 15 triệu lượt khách/năm; Giai đoạn 2 – dự kiến hoàn thành trong năm 2030 – sẽ nâng công suất lên 30 triệu lượt khách/năm. Thời gian xây dựng Giai đoạn 1 dự kiến là 24 tháng, tương ứng hoàn thành vào tháng 9/2027 để kịp phục vụ APEC 2027.

Với vị trí chỉ cách NIA khoảng 43 km, cảng hàng không mới này tiềm ẩn rủi ro làm phân tán lượng hành khách. Để phản ánh điều này, quy hoạch về công suất của NIA đã được điều chỉnh giảm từ 55 triệu xuống 35 triệu lượt khách/năm cho giai đoạn 2021-2030, và từ 85 triệu xuống 60 triệu lượt khách/năm vào năm 2050, sau khi GBIA được bổ sung vào quy hoạch tổng thể phát triển ngành hàng không quốc gia.

Tuy nhiên, ở giai đoạn hiện tại, chưa có đủ thông tin để đánh giá tác động dài hạn của GBIA lên lưu lượng hành khách và tình hình tài chính của NIA. Do đó, chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy đối với kịch bản chia sẻ lưu lượng giữa NIA và GBIA sau khi GBIA mới đi vào hoạt động nhằm có cái nhìn tổng quan về tác động tiềm tàng.

- Giả định GBIA sẽ bắt đầu vận hành từ tháng 10/2027.
- Nếu 20% lưu lượng được chuyển từ NIA sang GBIA, lợi nhuận thuần năm 2027 của ACV sẽ đạt 6,4 nghìn tỷ đồng (giảm 5%), thấp hơn 1% so với dự báo hiện tại của HSC và giá mục tiêu tương ứng sẽ là 60.295đ (tiềm năng tăng giá 10%).
- Trong trường hợp 70% lưu lượng được chuyển đi (kịch bản tiêu cực nhất nhưng xác suất xảy ra thấp), lợi nhuận thuần 2027 sẽ còn 6,3 nghìn tỷ đồng (giảm 8%, thấp hơn 3% so với dự báo hiện tại) và giá mục tiêu sẽ giảm còn 53.492đ (rủi ro giảm giá 2%).

Bảng 30: Độ nhạy của lợi nhuận thuần của ACV theo giả định lưu lượng hành khách chuyển từ NIA sang GBIA

Chúng tôi tính toán độ nhạy của lợi nhuận thuần của ACV theo giả định lưu lượng hành khách chuyển từ NIA sang GBIA từ 20%-70%...

% hành khách chuyển từ NIA sang GBIA	Lợi nhuận thuần của ACV (Tỷ đồng)			
	2027	2028	2029	2030
20%	6,401	9,530	12,459	15,630
30%	6,370	9,374	12,193	15,236
40%	6,339	9,218	11,928	14,847
50%	6,308	9,063	11,666	14,462
60%	6,277	8,909	11,406	14,084
70%	6,246	8,755	11,150	13,714

Nguồn: HSC

Bảng 31: Độ nhạy của tăng trưởng lợi nhuận thuần của ACV theo giả định lưu lượng hành khách chuyển từ NIA sang GBIA

...lợi nhuận thuần năm 2027 sẽ giảm 5%-8% y/y, thấp hơn ước tính hiện tại là 1% - 3%

% hành khách chuyển từ NIA sang GBIA	Tăng trưởng lợi nhuận thuần của ACV			
	2027	2028	2029	2030
20%	-5%	49%	31%	25%
30%	-6%	47%	30%	25%
40%	-6%	45%	29%	24%
50%	-7%	44%	29%	24%
60%	-7%	42%	28%	23%
70%	-8%	40%	27%	23%

Nguồn: HSC

Bảng 32: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của ACV theo giả định lưu lượng hành khách chuyển từ NIA sang GBIA

Tiềm năng tăng giá 10% nếu 20% hành khách chuyển từ NIA sang GBIA, nhưng sẽ rủi ro giảm 2% nếu 70% hành khách chuyển từ NIA sang GBIA

% hành khách chuyển từ NIA sang GBIA	Giá mục tiêu của ACV	Tiềm năng tăng/rủi ro giảm giá
20%	60,295	10%
30%	58,908	7%
40%	57,531	5%
50%	56,167	2%
60%	54,819	0%
70%	53,492	-2%

Nguồn: HSC

- Xu hướng gia tăng sự tham gia của khu vực tư nhân trong phát triển cảng hàng không:** Với việc gần đây nhiều dự án đầu tư cảng hàng không như mở rộng PQC và xây dựng mới GBIA được giao cho các nhà đầu tư tư nhân, HSC ghi nhận xu hướng mở cửa ngành hàng không cho khu vực tư nhân tham gia phát triển hạ tầng cảng hàng không. Đáng chú ý, trong dự thảo sửa đổi Luật Hàng không dân dụng, Bộ Xây dựng đã đề xuất khuyến khích mọi thành phần kinh tế tham gia đầu tư và vận hành cảng hàng không, trong khi Nhà nước vẫn giữ quyền sở hữu đối với hạ tầng trọng yếu.

Nếu ACV không được lựa chọn làm nhà đầu tư cho các dự án cảng hàng không mới, Công ty sẽ đánh mất cơ hội tạo doanh thu từ các tài sản này. Ngược lại, điều này sẽ giúp giảm bớt áp lực tài chính, cho phép ACV tập trung nguồn lực vào các dự án chiến lược quy mô lớn như LTIA giai đoạn 1 và có thể cả giai đoạn 2. Bên cạnh đó, với định hướng Nhà nước sẽ duy trì quyền sở hữu đối với các tài sản hạ tầng trọng yếu, HSC tin rằng ACV sẽ tiếp tục là nhà đầu tư chính tại các cảng hàng không then chốt của Việt Nam, bao gồm Long Thành, Tân Sơn Nhất và Nội Bài, qua đó củng cố vai trò là doanh nghiệp chủ chốt trong ngành hàng không, đồng thời là bên hưởng lợi lớn nhất từ triển vọng tăng trưởng dài hạn mạnh mẽ của ngành.

- Dự án đường sắt cao tốc Bắc – Nam** dự kiến sẽ làm tăng mức độ cạnh tranh đối với ngành hàng không. Tuy nhiên, do khả năng đi vào hoạt động trước năm 2030 là rất thấp nên tác động của dự án này vẫn mang tính dài hạn và HSC sẽ tiếp tục theo dõi sát sao tiến độ triển khai dự án trong thời gian tới.

Tiềm năng tăng giá bao gồm:

- HSC hiện giả định **phí dịch vụ đối với khách quốc tế** tại LTIA sẽ tương đương mức thu tại Cảng hàng không Quốc tế Nội Bài (NIA) ở mức 25 USD/khách. Tuy nhiên, nếu Chính phủ phê duyệt mức phí dịch vụ đối với khách quốc tế tại LTIA cao hơn so với NIA, sẽ có tiềm năng KQKD vượt dự báo của HSC.
- LTIA giai đoạn 2:** Do LTIA giai đoạn 1 được dự báo sẽ nhanh chóng đạt công suất tối đa khi lưu lượng từ TIA được chuyển dịch về LTIA nên việc triển khai LTIA giai đoạn 2 sẽ trở nên cần thiết nhằm đáp ứng tăng trưởng nhu cầu

trong dài hạn. ACV đang đề nghị được phê duyệt làm nhà đầu tư Giai đoạn 2, đồng thời phát triển tổ hợp logistics hàng không và khu phi thuế quan tại Long Thành; nếu được thông qua, các dự án này sẽ củng cố tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ACV và tạo tiềm năng KQKD vượt dự báo của HSC.

- **Khả năng chuyển niêm yết từ UPCoM sang HSX:** Thời hạn hoàn tất việc định giá tài sản khu bay đã được lùi sang năm 2026 (so với kế hoạch trước đây là 2025). Sau khi việc định giá này được hoàn tất, “ý kiến nhấn mạnh” trong BCTC của ACV nhiều khả năng sẽ được gỡ bỏ, mở đường việc chuyển niêm yết từ UPCoM sang HSX. Theo đó, HSC dự kiến ACV sẽ bắt đầu thủ tục chuyển niêm yết vào cuối năm 2026 hoặc vào năm 2027. Việc chuyển niêm yết sang HSX sẽ giúp tăng khả năng được chú ý trên thị trường, cải thiện thanh khoản và tăng sức hấp dẫn đối với NGT tổ chức nước ngoài, quá đó hỗ trợ khả năng cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.
- **Thu nhập không thường xuyên từ việc chuyển giao Cảng hàng không Quốc tế Phú Quốc (PQC):** Giá trị tài sản chuyển giao hiện vẫn chưa được xác định chính thức, qua đó tạo tiềm năng KQKD thực hiện lớn hơn dự báo của HSC.

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	20,033	22,555	25,882	26,701	31,854
Lợi nhuận gộp	11,923	13,813	16,097	12,822	13,082
Chi phí BH&QL	(3,695)	(1,512)	(1,672)	(1,724)	(2,021)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	8,228	12,301	14,425	11,097	11,061
Lãi vay thuần	2,091	1,634	283	(1,166)	(1,488)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	275	364	382	401	421
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	26.0	33.4	38.3	39.6	47.2
LNTT	10,620	14,333	15,128	10,372	10,041
Chi phí thuế TNDN	(2,048)	(2,756)	(2,903)	(2,074)	(2,008)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1,253)	(1,255)	(1,639)	(1,534)	(1,570)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	7,319	10,321	10,586	6,764	6,462
Lợi nhuận thuần ĐC	6,578	9,277	9,515	6,079	5,808
EBITDA ĐC	10,592	14,589	17,371	19,833	23,930
EPS (đồng)	3,362	4,741	3,832	1,888	1,804
EPS ĐC (đồng)	1,836	2,590	2,656	1,697	1,621
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,177	2,177	2,763	3,582	3,582
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,177	2,177	3,582	3,582	3,582
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,582	3,582	3,582	3,582	3,582

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	2,844	6,307	1,686	2,550	2,904
Đầu tư ngắn hạn	25,896	20,249	15,529	4,539	19,112
Phải thu khách hàng	12,772	12,144	14,399	14,953	18,444
Hàng tồn kho	467	294	329	467	632
Các tài sản ngắn hạn khác	770	1,537	1,763	1,819	2,170
Tổng tài sản ngắn hạn	42,748	40,530	33,707	24,329	43,262
TSCĐ hữu hình	20,989	32,922	69,680	120,032	110,365
TSCĐ vô hình	3.30	12.1	13.5	15.0	16.6
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	171	175	175	175	175
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,689	2,859	2,859	2,693	2,693
Tài sản dài hạn khác	529	771	776	776	776
Tổng tài sản dài hạn	24,381	36,739	73,504	123,691	114,026
Tổng cộng tài sản	67,129	77,270	107,211	148,020	157,288
Nợ ngắn hạn	410	396	0	0	0
Phả trả người bán	1,187	1,689	1,891	2,683	3,628
Nợ ngắn hạn khác	3,186	2,148	2,353	3,154	4,112
Tổng nợ ngắn hạn	6,412	7,722	8,149	11,375	15,231
Nợ dài hạn	10,046	9,346	29,346	60,849	60,453
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0.28	0.19	0.19	0.19	0.19
Nợ dài hạn khác	152	260	260	260	260
Tổng nợ dài hạn	10,198	9,607	29,606	61,110	60,714
Tổng nợ phải trả	16,619	17,329	37,755	72,485	75,945
Vốn chủ sở hữu	50,457	59,885	69,399	75,479	81,287
Lợi ích cổ đông thiểu số	53.3	56.4	56.4	56.4	56.4
Tổng vốn chủ sở hữu	50,510	59,941	69,456	75,535	81,343
Tổng nợ phải trả và VCSH	67,129	77,270	107,211	148,020	157,288
BVPS (đ)	23,177	27,508	19,373	21,070	22,691
Nợ thuần/(tiền mặt)	7,613	3,436	27,660	58,299	57,549

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	8,228	12,301	14,425	11,097	11,061
Khấu hao	(2,364)	(2,288)	(2,946)	(8,736)	(12,869)
Lãi vay thuần	2,091	1,634	283	(1,166)	(1,488)
Thuế TNDN đã nộp	(2,001)	(2,418)	(2,903)	(2,074)	(2,008)
Thay đổi vốn lưu động	(4,068)	(2,694)	580	9,959	(19,145)
Khác	2,379	87.5	(653)	(1,434)	(1,819)
LCT thuần từ HKKD	6,969	9,626	14,463	28,159	3,245
Đầu tư TS dài hạn	(12,894)	(13,283)	(39,970)	(59,874)	(3,204)
Góp vốn & đầu tư	(34.9)	273	1,282	1,075	709
Thanh lý	6,656	7,158	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(6,273)	(5,852)	(38,687)	(58,798)	(2,495)
Cổ tức trả cho CSH	(2.00)	(7.20)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(366)	(406)	19,604	31,504	(396)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(368)	(414)	19,604	31,504	(396)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,497	2,844	6,307	1,686	2,550
LCT thuần trong kỳ	328	3,361	(4,620)	864	354
Ảnh hưởng của tỷ giá	19.7	102	-	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,844	6,307	1,686	2,550	2,904
Dòng tiền tự do	(5,925)	(3,657)	(25,506)	(31,715)	41.8

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	59.5	61.2	62.2	48.0	41.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	52.9	64.7	67.1	74.3	75.1
Tỷ suất LNT (%)	36.5	45.8	40.9	25.3	20.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.3	19.2	19.2	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	45.1	12.6	14.8	3.16	19.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	51.7	37.7	19.1	14.2	20.7
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.5	41.0	2.57	(36.1)	(4.46)
Tăng trưởng EPS (%)	15.5	41.0	(19.2)	(50.7)	(4.46)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.5	41.0	2.57	(36.1)	(4.46)
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.5	18.7	16.4	9.34	8.24
ROACE (%)	14.3	18.9	17.1	9.42	7.94
Vòng quay tài sản (lần)	0.32	0.31	0.28	0.21	0.21
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.85	0.78	1.00	2.54	0.29
Số ngày tồn kho	21.0	12.3	12.3	12.3	12.3
Số ngày phải thu	575	507	537	393	359
Số ngày phải trả	53.4	70.5	70.5	70.5	70.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	15.1	5.75	39.9	77.3	70.8
Nợ/tài sản (%)	15.6	12.6	27.4	41.1	38.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	9.52	7.43
Nợ/EBITDA (lần)	0.99	0.67	1.69	3.07	2.53
Chỉ số TT hiện thời (lần)	6.67	5.25	4.14	2.14	2.84
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.05	4.55	8.06	9.37	7.37
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.54	7.03	12.0	12.6	9.81
P/E (lần)	16.3	11.6	14.3	29.0	30.4
P/E ĐC (lần)	29.8	21.2	20.6	32.3	33.8
P/B (lần)	2.36	1.99	2.83	2.60	2.42
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

Bán ra (từ Giảm tỷ trọng)

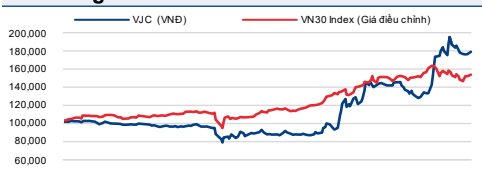
Giá mục tiêu: VNĐ119,700 (từ VNĐ124,600)

Tiềm năng tăng/giảm: -33.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/11/2025)	179,000
Mã Bloomberg	VJC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	79,100-195,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	177,233
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	105,968
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,021
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	2.29	22.9	73.3
So với chỉ số	6.80	15.8	16.3
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,411	4,007	(14.9)
2026F	4,727	8,007	(41.0)
2027F	5,595	6,055	(7.6)

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 Bán ra; giá cổ phiếu đã cao hơn giá trị hợp lý sau khi tăng mạnh

- HSC hạ khuyến nghị đối với VJC xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng) và giảm giá mục tiêu xuống 119.700đ (từ 124.600đ trước đó) chủ yếu do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận.
- Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh giảm bình quân 20% do giảm giả định lợi suất hành khách và hệ số sử dụng ghế trong bối cảnh cạnh tranh gia tăng. Các dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 33% (từ mức nền rất thấp của năm 2024).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 23% trong 3 tháng qua, VJC giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 7,0 lần; cao hơn bình quân 3 năm ở mức 5,6 lần và bình quân trước đại dịch ở mức 5,2 lần – theo quan điểm của chúng tôi là khá đắt.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q3/2025

Lợi nhuận thuần Q3/2025 của VJC giảm 44% so với cùng kỳ xuống 319 tỷ đồng và doanh thu thuần giảm 7% so với cùng kỳ xuống 16,9 nghìn tỷ đồng. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 2,1 nghìn tỷ đồng, tăng 53% so với cùng kỳ nhưng mới hoàn thành 58% dự báo cho cả năm 2025 của HSC trước kỳ công bố KQKD.

KQKD kém tích cực trong Q3/2025 – trong bối cảnh nhu cầu nội địa suy yếu và thời tiết xấu ảnh hưởng mạnh – được cho là chịu tác động từ: (1) công suất thị trường tăng lên rõ rệt khi nhiều tàu bay được đưa trở lại khai thác sau kiểm tra kỹ thuật động cơ; và (2) chi phí hoạt động tăng cao vì VJC đã mở thêm một số đường bay quốc tế mới.

Tác động: Giảm bình quân 20% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 20% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 chủ yếu do giảm giả định lợi suất hành khách và hệ số sử dụng ghế. Lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo tăng trưởng 44% đạt 2,0 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh giảm 27% dự báo); trong khi đó, cho các năm 2026-2027, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 39% và 18% đạt 3,5 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh giảm 19% dự báo) và 3,3 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh giảm 13% dự báo). Theo đó, dự báo mới cho giai đoạn 2025-2027 – thấp hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 33% (dự báo trước đó: 39%) từ mức nền rất thấp của năm 2024.

Định giá và khuyến nghị

Bất chấp KQKD Q3/2025 kém tích cực, giá cổ phiếu VJC đã tăng 22% trong 3 tháng qua, nhiều khả năng nhờ kỳ vọng HDBank (HDB; Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 36.500đ) sẽ tăng tỷ lệ sở hữu tại VJC từ mức hiện tại 1,01%. Ở mức giá hiện tại, VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 7,0 lần, cao hơn cả bình quân 3 năm ở mức 5,6 lần và bình quân trước dịch ở mức 5,2 lần.

HSC hạ khuyến nghị xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng) và giảm 4% giá mục tiêu xuống 119.700đ (rủi ro giảm giá 33%) do tác động tiêu cực của việc giảm dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026). 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 giá cổ phiếu đã sát giá trị hợp lý.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(115)	3,774	5,675 ▼	6,927 ▼	7,408 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	231	1,404	2,018 ▼	2,797 ▼	3,310 ▼
EPS ĐC (đồng)	427	2,592	3,411 ▼	4,727 ▼	5,595 ▼
DPS (đồng)	-	0	0	0	0
BVPS (đồng)	28,163	31,566	40,768	45,882 ▼	51,681 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	(1,063)	35.7	26.2	22.7	20.3
P/E ĐC (lần)	419	69.1	52.5	37.9	32.0
Lợi suất cổ tức (%)	-	0	0	0	0
P/B (lần)	6.36	5.67	4.39	3.90	3.46
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	110	507	31.6	38.6	18.4
ROAE (%)	1.54	8.68	9.79	10.9	11.5

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

Giá đã cao hơn giá trị hợp lý; hạ khuyến nghị xuống Bán ra

Giá cổ phiếu VJC đã bất ngờ tăng 22% trong 3 tháng qua, chủ yếu do tác động từ việc HDBank – một đơn vị liên quan đến VJC – công bố kế hoạch tăng tỷ lệ sở hữu tại VJC từ mức 1,01% hiện tại; tuy nhiên, HSC cho rằng động thái này khó có khả năng tạo ra thay đổi đáng kể trong cách VJC vận hành hay trong cách thị trường nên đánh giá doanh nghiệp. Mức giá hiện tại của cổ phiếu đã cao hơn giá trị hợp lý trong khi lợi nhuận vẫn thấp hơn đáng kể so với giai đoạn trước dịch và tỷ lệ nợ đã tăng lên. Sau KQKD Q3/2025 kém tích cực, HSC giảm bình quân 20% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, giảm 4% giá mục tiêu xuống 119.700đ (rủi ro giảm giá 33%), và hạ khuyến nghị xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng). Trong bối cảnh môi trường kinh doanh kém thuận lợi hơn – với công suất thị trường gia tăng và áp lực chi phí – chúng tôi không thấy động lực đầu tư rõ ràng nào trong ngắn hạn.

Dự báo lợi nhuận mới

HSC giảm bình quân 20% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 chủ yếu do giảm giả định lợi suất hành khách sau khi cập nhật KQKD 9 tháng đầu năm 2025. Các dự báo mới và thay đổi trong giả định được trình bày trong Bảng 33–35.

Bảng 33: Điều chỉnh dự báo, VJC

HSC hạ bình quân 20% dự báo lợi nhuận 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	73,416	95,590	106,188	72,761	93,893	105,056	-1%	-2%	-1%
Lợi nhuận thuần	2,773	3,462	3,806	2,014	2,797	3,310	-27%	-19%	-13%
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	2%	30%	11%	1%	29%	12%			
Lợi nhuận thuần	98%	25%	10%	44%	39%	18%			

Nguồn: HSC

Bảng 34: Điều chỉnh dự báo doanh thu các mảng kinh doanh, VJC

Chúng tôi duy trì dự báo doanh thu giao dịch tàu bay trong khi hạ dự báo doanh thu vận tải

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025	2026	2027F
Vận tải	69,804	79,672	90,270	69,149	77,976	89,139	-1%	-2%	-1%
Giao dịch tàu bay	3,612	15,918	15,918	3,612	15,918	15,918	0%	0%	0%
Tổng doanh thu	73,416	95,590	106,188	72,761	93,893	105,056	-1%	-2%	-1%
Tăng trưởng									
Vận tải	12%	14%	13%	11%	13%	14%			
Giao dịch tàu bay	-63%	341%	0%	-63%	341%	0%			
Tổng doanh thu	2%	30%	11%	1%	29%	12%			

Nguồn: HSC

Bảng 35: Điều chỉnh giả định, VJC

Chúng tôi hạ giả định lợi suất hành khách

		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	60,593	71,499	82,224	1.9%	0.2%	2.0%
	Tăng trưởng	5.0%	20.0%	13.0%	7.0%	18.0%	15.0%			
RPK	Tỷ khách-km	50,838	59,579	67,324	50,898	59,487	68,410	0.1%	-0.2%	1.6%
	Tăng trưởng	9.0%	17.2%	13.0%	9.1%	16.9%	15.0%			
Hệ số sd ghế	%	85.5	83.5	83.5	84.0	83.2	83.2	-1.5ppts	-0.3ppts	-0.3ppts
	Tăng trưởng	+3.1ppts	-2.0ppts	+0.0ppts	+1.6ppts	-0.8ppts	+0.0ppts			
Lợi suất hành khách	Đồng/khách-km	1,267	1,242	1,242	1,253	1,215	1,215	-1.1%	-2.1%	-2.1%
	Tăng trưởng	1.5%	-2.0%	0.0%	0.3%	-3.0%	0.0%			
Chi phí đơn vị	Đồng/ghế-km	1,054	1,028	1,030	1,065	1,013	1,011	1.1%	-1.5%	-1.9%
	Tăng trưởng	-3.4%	-2.4%	0.2%	-2.3%	-4.9%	-0.2%			
Giá nhiên liệu	USD/thùng	93	87	87	92	84	84	-1.1%	-3.4%	-3.4%
	Tăng trưởng	-7.90%	-6.50%	0.00%	-7.90%	-6.50%	0.00%			

Nguồn: HSC

Dự báo mới cho năm 2025: HSC giảm 27% dự báo lợi nhuận thuần xuống 2,0 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 44%) và giảm 1% dự báo doanh thu thuần xuống 72,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1%). Lưu ý, KQKD 9 tháng đầu năm mới hoàn thành 58% dự báo cho cả năm 2025 của HSC trước kỳ công bố KQKD.

Chúng tôi tăng 1,9% dự báo công suất (theo đó công suất tăng trưởng 7,0%) do VJC đang nhanh chóng mở các đường bay quốc tế để đẩy mạnh doanh thu, nhưng khách luân chuyển (RPK) hầu như không đổi trong bối cảnh nhu cầu nội địa yếu (chúng tôi dự báo RPK tăng trưởng 9,1% nhờ tăng trưởng quốc tế); theo đó, hệ số sử dụng ghế được điều chỉnh giảm 1,5 điểm phần trăm xuống 84,0% (dù vẫn tăng 1,6 điểm phần trăm so với năm trước).

Trong khi đó, chúng tôi giảm 1,1% giả định lợi suất hành khách (dự báo chỉ còn tăng 0,3% so với năm trước) do KQKD Q3/2025 thấp hơn dự báo; đồng thời tăng 1,1% dự báo chi phí đơn vị (dù chi phí đơn vị vẫn giảm 2,3% so với năm trước) do chi phí mở rộng đường bay quốc tế trong Q3/2025 tăng mạnh.

Đối với mảng giao dịch tàu bay, HSC giữ nguyên giả định VJC sẽ tiếp nhận 9 tàu bay trong 2025 và ghi nhận lợi nhuận liên quan 3,6 nghìn tỷ đồng (giảm 63% so với năm trước). Mức giảm mạnh này chủ yếu do VJC dự kiến ưu tiên thuê tài chính đối với các tàu bay giao mới trong 2025 thay vì thực hiện giao dịch bán-cho thuê lại như những năm trước.

Kết hợp dự báo mới cho năm 2025 này và KQKD thực hiện 9 tháng đầu năm 2025, HSC ước tính LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2025 đạt 2,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 38%) và lợi nhuận thuần đạt 2,0 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 44%).

Dự báo mới cho năm 2026: HSC hiện dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 39% đạt 2,8 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh giảm 19% dự báo) và doanh thu thuần đạt 93,9 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh giảm 2% dự báo). Do cạnh tranh dự kiến gia tăng mạnh trong năm tới, chúng tôi dự báo lợi suất hành khách sẽ giảm 3% (điều chỉnh giảm 2,1% dự báo). Trong khi đó, chúng tôi giảm 1,5% dự báo chi phí đơn vị nhờ điều chỉnh giảm 3,4% giả định giá nhiên liệu bay (theo cập nhật mới nhất của EIA).

Về giao dịch tàu bay, chúng tôi dự báo lợi nhuận 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, toàn bộ tàu bay Boeing sẽ được chuyển giao 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 cho hoạt động của chính hãng.

Dự báo mới cho năm 2027: HSC dự báo lợi nhuận thuần đạt 3,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%, điều chỉnh giảm 13% dự báo) và doanh thu thuần đạt 105 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12%, điều chỉnh giảm 1% dự báo). 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 84 USD/thùng (đi ngang so với năm trước, giảm 3,4% so với dự báo trước

đó). Lợi nhuận từ giao dịch tàu bay dự báo đạt 15,9 nghìn tỷ đồng (đi ngang so với năm trước).

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 4% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 119.700đ (từ 124.600đ trước đó) sau khi giảm dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026). Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh 23% trong 3 tháng qua, HSC hạ khuyến nghị xuống Bán ra (từ Giảm tỷ trọng). Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 33%.

Giả định WACC không đổi ở mức 10,7%, dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và beta 0,9 (tất cả đều không thay đổi). Chúng tôi cũng duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%. Các tính toán và giả định chi tiết phục vụ mô hình định giá được trình bày trong Bảng 36-38.

Bảng 36: Tính toán UFCF, VJC

Tỷ đồng	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	3,161	5,323	6,575	7,056	8,469	9,454	10,336
Thu nhập thuần – nợ vay	2,742	4,818	5,875	6,228	7,291	8,140	8,848
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)	558	(17,627)	28	(19,852)	(1,016)	9,106
UFCF	(8,839)	(3,195)	(12,772)	5,232	(13,587)	6,093	16,920

Nguồn: HSC

Bảng 37: Tính toán WACC, VJC

Chúng tôi duy trì giả định WACC là 10,7%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	12.2%
Chi phí nợ	8.1%
Tỷ trọng vốn CSH	64.0%
Tỷ trọng nợ	36.0%
WACC	10.7%

Nguồn: HSC

Bảng 38: Định giá DCF, VJC

Giá mục tiêu mới là 119.700đ

	Đơn vị	Giá trị
<i>Tốc độ tăng trưởng dài hạn giả định</i>		3.0%
Giá trị hiện tại của giá trị đến năm 2030	Tỷ đồng	125,635
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	Tỷ đồng	(3,388)
Giá trị mảng kinh doanh cốt lõi của DN	Tỷ đồng	122,247
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	6,470
Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn, điều chỉnh	Tỷ đồng	(57,909)
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	70,808
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Mn	592
Giá trị của cổ phiếu	Tỷ đồng	119,687

Nguồn: HSC

Bảng 39: 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	Lãi suất phi rủi ro	Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	3.0%	151,500	151,500	151,500	151,500	151,500
	3.5%	134,673	134,673	134,673	134,673	134,673
	4.0%	119,687	119,687	119,687	119,687	119,687
	4.5%	106,258	106,258	106,258	106,258	106,258
	5.0%	94,157	94,157	94,157	94,157	94,157

Nguồn: HSC

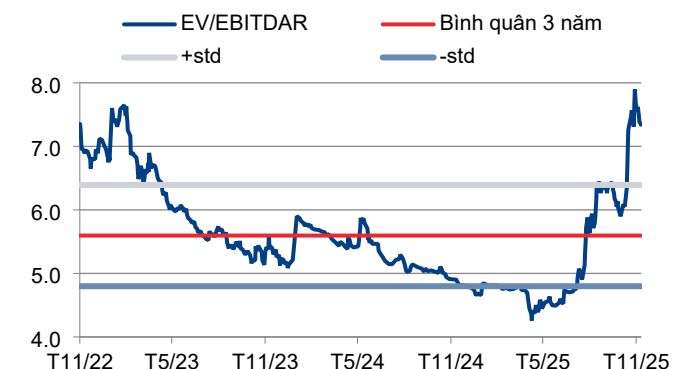
Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu VJC đã tăng 22% trong 3 tháng qua, chủ yếu do tác động từ việc HDBank công bố kế hoạch nâng tỷ lệ sở hữu tại VJC từ mức 1,01% hiện tại – một yếu tố mà HSC cho là khó có thể tạo ra thay đổi đáng kể trong cách VJC vận hành hoặc trong cách thị trường đánh giá doanh nghiệp. Sau nhịp tăng này, VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 7,0 lần, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 5,6 lần và bình quân trước đại dịch (giai đoạn từ tháng 3/2017 đến cuối 2018) ở mức 5,2 lần, dù lợi nhuận thuần bình quân 2025-2027 theo dự báo của chúng tôi vẫn thấp hơn 43% so với bình quân giai đoạn 2017-2019 (trước COVID). Trên cơ sở này, HSC cho rằng giá cổ phiếu hiện đã cao hơn giá trị hợp lý.

Bên cạnh đó, về tình hình tài chính của VJC: tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH bình quân giai đoạn 2025-2027 ước tính ở mức 1,64, so với chỉ 0,11 trong giai đoạn 2017-2019, do nợ thuần tăng mạnh để tài trợ cho các đơn hàng tàu bay quy mô lớn của hãng. Tại thời điểm cuối tháng 6/2025, nợ thuần của VJC là 41,4 nghìn tỷ đồng, so với chỉ 5,3 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2019.

Bảng 40: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm từ T11-2022, VJC

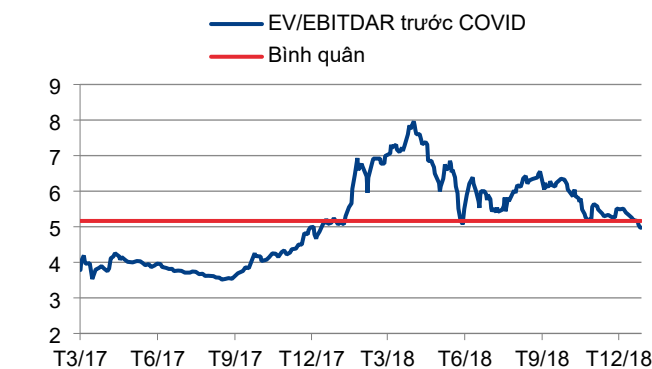
VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 7 lần, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 5,6 lần...



Nguồn: HSC

Bảng 41: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm trước COVID, VJC

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



Nguồn: HSC

Rủi ro

Tiềm năng tăng giá:

Nếu nguồn cung tàu bay thực tế trên thị trường thấp hơn so với dự báo hiện tại của HSC – do các hãng hàng không trì hoãn nhận tàu bay mới hoặc tiến độ đưa tàu bay đang ngừng hoạt động trở lại khai thác sau kiểm tra kỹ thuật diễn ra chậm hơn dự kiến – thì lợi suất hành khách có thể vượt dự báo, qua đó tạo tiềm năng KQKD và giá mục tiêu vượt dự báo.

Ngoài ra, nếu giá dầu giảm mạnh hơn so với kỳ vọng, điều này cũng sẽ hỗ trợ tích cực cho tỷ suất lợi nhuận, qua đó mở ra tiềm năng KQKD vượt dự báo của HSC.

Rủi ro giảm giá:

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 đưa ra mức bồi thường cụ thể, tiếp nối phán quyết trước đó vào tháng 7/2024 chỉ xác nhận trách nhiệm bồi thường của VJC mà chưa nêu rõ số tiền.

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 111.900đ (rủi ro giảm giá 37%). 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	72,761	93,893	105,056
Lợi nhuận gộp	2,521	7,153	9,174	11,522	12,736
Chi phí BH&QL	(3,049)	(3,993)	(3,851)	(4,948)	(5,681)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(529)	3,161	5,323	6,575	7,056
Lãi vay thuần	713	(1,489)	(2,878)	(3,178)	(3,029)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	422	151	77.1	99.5	111
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	606	1,823	2,522	3,496	4,137
Chi phí thuế TNDN	(375)	(419)	(504)	(699)	(827)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	231	1,404	2,018	2,797	3,310
Lợi nhuận thuần ĐC	231	1,404	2,018	2,797	3,310
EBITDA ĐC	(115)	3,774	5,675	6,927	7,408
EPS (đồng)	427	2,592	3,411	4,727	5,595
EPS ĐC (đồng)	427	2,592	3,411	4,727	5,595
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	7,935	6,470	5,132
Đầu tư ngắn hạn	613	3,826	2,058	2,481	2,704
Phải thu khách hàng	34,243	27,945	26,870	30,914	32,294
Hàng tồn kho	703	2,005	2,025	2,614	2,924
Các tài sản ngắn hạn khác	246	242	244	315	353
Tổng tài sản ngắn hạn	40,857	38,578	39,134	42,794	43,407
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	59,819	74,652	74,770
Tổng tài sản dài hạn	46,098	60,738	71,791	86,180	85,858
Tổng cộng tài sản	86,955	99,315	110,925	128,974	129,265
Nợ ngắn hạn	13,554	12,460	18,190	23,473	26,264
Phải trả người bán	8,805	6,195	4,366	5,634	6,303
Nợ ngắn hạn khác	12,506	13,056	11,730	12,411	13,887
Tổng nợ ngắn hạn	38,861	33,506	36,024	43,761	48,964
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	851	1,099	1,229
Tổng nợ dài hạn	32,820	48,690	50,782	58,069	49,726
Tổng nợ phải trả	71,681	82,197	86,806	101,830	98,690
Vốn chủ sở hữu	15,253	17,097	24,119	27,144	30,575
Lợi ích cổ đông thiểu số	21.3	22.1	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	15,275	17,119	24,119	27,144	30,575
Tổng nợ phải trả và VCSH	86,956	99,315	110,925	128,974	129,265
BVPS (đ)	28,163	31,566	40,768	45,882	51,681
Nợ thuần*/(tiền mặt)	25,760	37,954	42,723	51,439	44,415

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	(529)	3,161	5,323	6,575	7,056
Khấu hao	(413)	(613)	(352)	(352)	(353)
Lãi vay thuần	713	(1,489)	(2,878)	(3,178)	(3,029)
Thuế TNDN đã nộp	(3.51)	(0.57)	504	699	827
Thay đổi vốn lưu động	(9,828)	(7,120)	(8,848)	(20,252)	(3,416)
Khác	3,891	(1,547)	(2,622)	2,617	90.8
LCT thuần từ HKKD	(4,247)	(1,682)	4,115	(7,384)	8,354
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	8,146	7,251	(8,362)
Khác	(145)	(313)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	8,412	11,964	8,146	7,251	(8,362)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,858	5,051	4,559	7,935	6,470
LCT thuần trong kỳ	3,208	(534)	3,376	(1,465)	(1,338)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(15.9)	42.1	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,051	4,559	7,935	6,470	5,132
Dòng tiền tự do	(5,672)	(10,469)	(4,800)	(8,749)	6,986

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	12.6	12.3	12.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(0.20)	5.24	7.80	7.38	7.05
Tỷ suất LNT (%)	0.40	1.95	2.77	2.98	3.15
Thuế TNDN hiện hành (%)	61.8	23.0	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	45.3	23.5	0.99	29.0	11.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	96.6	3,369	50.4	22.1	6.95
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	110	507	43.7	38.6	18.4
Tăng trưởng EPS (%)	110	507	31.6	38.6	18.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	110	507	31.6	38.6	18.4
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	9.79	10.9	11.5
ROACE (%)	(1.23)	5.55	7.57	8.21	8.53
Vòng quay tài sản (lần)	0.75	0.77	0.69	0.78	0.81
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	8.03	(0.53)	0.77	(1.12)	1.18
Số ngày tồn kho	4.60	11.3	11.6	11.6	11.6
Số ngày phải thu	224	157	154	137	128
Số ngày phải trả	57.6	34.8	25.1	25.0	24.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	192	231	183	196	152
Nợ/tài sản (%)	39.5	44.3	47.0	46.4	40.0
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	2.12	1.85	2.07	2.33
Nợ/EBITDA (lần)	(298)	11.7	9.18	8.63	6.97
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.05	1.15	1.09	0.98	0.89
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.10	1.87	2.04	1.68	1.43
EV/EBITDA ĐC (lần)	(1,063)	35.7	26.2	22.7	20.3
P/E (lần)	419	69.1	52.5	37.9	32.0
P/E ĐC (lần)	419	69.1	52.5	37.9	32.0
P/B (lần)	6.36	5.67	4.39	3.90	3.46
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 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