

TỔNG CÔNG TY HÀNG KHÔNG VIỆT NAM – CTCP (HOSE: HVN)
Đặng Đăng Khoa

Chuyên viên Phân tích cơ bản

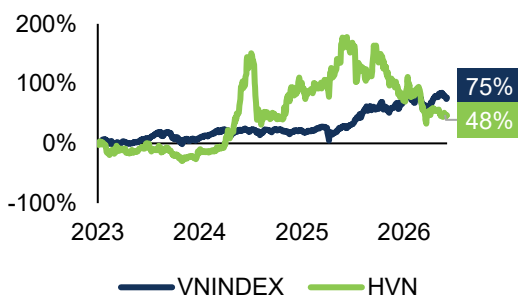
 Email: khoadd@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7581

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Ngọc Đức, CFA

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu HVN và VNINDEX

Thông tin giao dịch
22/06/2026

Giá hiện tại (VND/cp)	22.850
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	39.339
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	21.364
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	3.111
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	3.111
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	610.745
% sở hữu nước ngoài	5,6%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	8.690
P/E trailing 12 tháng (lần)	20,5
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	1.112

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Tổng Công ty hàng không Việt Nam – CTCP
Địa chỉ	Số 200 phố Nguyễn Sơn, phường Bồ Đề, TP. Hà Nội
Doanh thu chính	Vận tải hành khách
Chi phí chính	Chi phí nhiên liệu
Lợi thế cạnh tranh	Khai thác các đường bay dài ít cạnh tranh
Rủi ro chính	Giá nhiên liệu gia tăng bởi chiến sự tại Trung Đông

Giá hiện tại: 22.850

Giá mục tiêu: 31.100

Tăng/(giảm): +36,3%

Khuyến nghị
MUA
CẢI TỬ HOÀN SINH

Báo cáo dựa trên kịch bản **Mỹ - Iran ký kết thỏa thuận hòa bình trong T07/2027**. Trường hợp tiến độ tích cực hơn dự kiến sẽ củng cố khuyến nghị **MUA** của chúng tôi. Trường hợp chiến sự leo thang, chúng tôi sẽ cập nhật trong báo cáo tiếp theo.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HVN với giá mục tiêu là **31.100 VND/cp**, cao hơn **+36,3%** so với giá đóng cửa ngày 22/06/2026 (bằng phương pháp FCFF và FCFE).

Tổng Công ty Hàng không Việt Nam – CTCP (HSX: HVN) là hãng hàng không thuộc sở hữu nhà nước (~86%), vận hành 3 thương hiệu Vietnam Airlines, Pacific Airlines và VASCO với tổng thị phần nội địa đạt ~51% (2025). Từ năm 2021, cổ phiếu HVN bị kiểm soát giao dịch do tình trạng lỗ lũy kế từ giai đoạn đại dịch.

Khuyến nghị mua cổ phiếu HVN của chúng tôi dựa trên kỳ vọng HVN sẽ “cải tử hoàn sinh” từ: (1) áp lực đòn bẩy tài chính hạ nhiệt tạo dư địa gia tăng quy mô đội bay; (2) phục hồi năng lực thanh toán ngắn hạn (> 1,0) và (3) kỳ vọng cổ phiếu HVN thoát khỏi diện kiểm soát giao dịch từ năm 2027 sau khi (a) phát hành vốn đợt 2 quy mô 13 nghìn tỷ đồng và (b) giảm lỗ lũy kế nhờ giá nhiên liệu bay sụt giảm khi eo biển Hormuz mở cửa trở lại.

Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của HVN chỉ tăng trưởng ở mức khiêm tốn (2026 – 2030). Cụ thể, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt tăng +10,0%/năm và +9,4%/năm:

- **Năm 2026, chúng tôi dự phóng HVN ghi nhận lỗ sau thuế (-157,2% YoY) do diễn biến giá nhiên liệu (+50% YoY) ảnh hưởng từ chiến sự Trung Đông.** Trong khi đó, doanh tăng trưởng +20,3% YoY nhờ tăng giá vé để giảm tác động từ giá nhiên liệu và hành khách vẫn tăng trưởng tích cực bởi thị thực thông thoáng và xu hướng du lịch an toàn, giá rẻ. ([Chi tiết](#))
- **Lợi nhuận sau thuế của HVN phục hồi và tăng trưởng trở lại từ năm 2027** nhờ (1) giá nhiên liệu giảm khi eo biển Hormuz mở cửa trở lại và (2) tăng trưởng tại các thị trường đường bay xa, ít cạnh tranh (Châu Mỹ - Úc, Nam Á). ([Chi tiết](#))

RỦI RO ĐẦU TƯ: Hoạt động kinh doanh của HVN đối diện với một số rủi ro đáng chú ý sau: **(1)** Chiến sự Trung Đông tiếp tục leo thang kéo theo giá nhiên liệu bay ([chi tiết](#)); **(2)** Gia tăng cạnh tranh từ VJC tại thị trường Châu Âu, Châu Mỹ ([chi tiết](#)); **(3)** Khả năng mất khả năng thanh toán trong ngắn hạn ([chi tiết](#)).

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

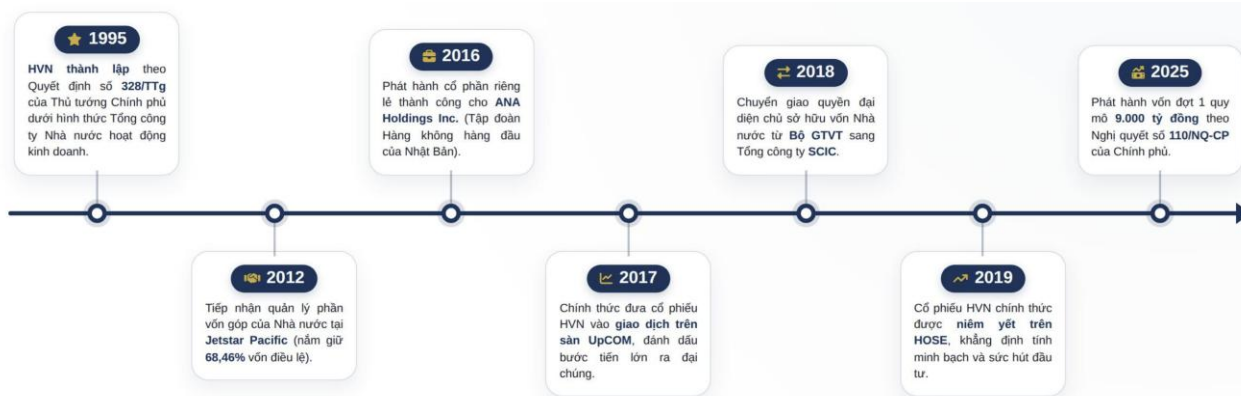


Tổng Công ty Hàng không Việt Nam – CTCP (HSX: HVN) là hãng hàng không quốc gia, được thành lập bởi chính phủ từ năm 1995 và chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM từ năm 2019.

Với 3 thương hiệu hãng hàng không Vietnam Airlines, Pacific Airlines và VASCO, HVN hướng đến mô hình hàng không truyền thống, cạnh tranh thông qua chất lượng dịch vụ và hướng đến trải nghiệm của hành khách. Đến cuối năm 2025, HVN đang vận hành 103 tàu bay, hoạt động trên 54 đường bay nội địa và 72 đường bay quốc tế, chiếm 51% thị phần nội địa.

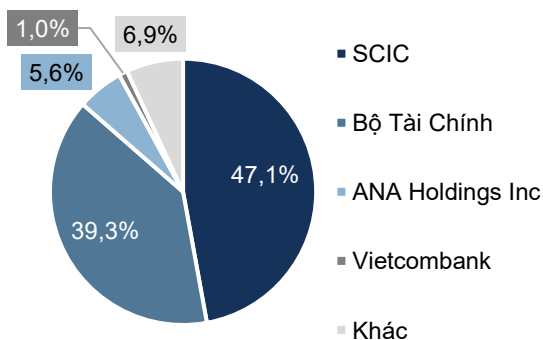
Từ năm 2021, HVN vào diện kiểm soát giao dịch bởi vốn chủ sở hữu âm do lỗ lũy kế ảnh hưởng từ đại dịch. Đến năm 2025, dù vốn chủ sở hữu dương sau phát hành vốn đợt 1, HVN vẫn chưa thoát khỏi diện kiểm soát bởi lỗ lũy kế vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong vốn điều lệ của doanh nghiệp. **Chúng tôi đánh giá HVN có thể thoát khỏi tình trạng kiểm soát giao dịch từ năm 2027** khi (1) hoàn tất phát hành vốn đợt 2 quy mô 13 nghìn tỷ đồng và (2) giảm lỗ lũy kế khi hoạt động kinh doanh phục hồi.

1. Lịch sử hình thành và phát triển



2. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ: Cơ cấu cổ đông cô đặc với quyền kiểm soát thuộc Bộ Tài chính (03/2026)



Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông của HVN rất cô đặc:

(1) Hai đơn vị quản lý Nhà nước (~86,4%): Trước năm 2021, quyền sở hữu Nhà nước tại HVN thuộc Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp với ~86,2% cổ phần (năm 2025 chuyển về Bộ Tài Chính)¹. Đến năm 2021, thực hiện Quyết định số 194/NQ-CP, Chính phủ giao cho SCIC (thuộc Bộ Tài chính) góp vốn vào HVN nhằm tháo gỡ khó khăn do ảnh hưởng từ dịch Covid. Sự hiện diện của cổ đông Nhà nước (1) giúp đảm bảo HVN sử dụng nguồn vốn hiệu quả và (2) là “phao cứu sinh” hỗ trợ HVN vượt qua giai đoạn khó khăn. Cụ thể: (1) Gói giải cứu trị giá 12 nghìn tỷ đồng theo Nghị quyết 194/NQ-CP; (2) Ngân hàng Nhà nước Việt Nam gia hạn cơ cấu nợ cho HVN theo Thông tư 16/2025/TT-NHNN; (3) Quốc hội phê duyệt đề án phát hành vốn quy mô 22 nghìn tỷ đồng cho HVN vào cuối năm 2024.

¹ Ủy ban Quản lý vốn nước tại doanh nghiệp – CMSC là cơ quan thuộc Chính phủ, được thành lập năm 2018 theo Nghị quyết số 09/NQ-CP. Ngày 21/03/2025, Chính phủ ban hành Nghị quyết số 58/NQ-CP, quyết định giải thể CMSC. Phần vốn của CMSC tại các tập đoàn, tổng công ty nhà nước được chuyển về cho các bộ quản lý. Trong đó, HVN và SCIC chuyển cho Bộ Tài Chính quản lý.

(2) Tập đoàn Hàng không Nhật Bản (ANA Holdings Inc) (~5,6%): Trong quá trình cổ phần hóa (2014 – 2016), HVN chủ động tìm kiếm hãng hàng không làm đối tác chiến lược nhằm cải thiện hoạt động kinh doanh, giảm đòn bẩy tài chính và đáp ứng nhu cầu tăng vốn phát triển động bay. Năm 2016, ANA chính thức trở thành đối tác chiến lược của HVN. Với kinh nghiệm vận hành hãng hàng không truyền thống (FSC²) 5 sao – All Nippon Airways và hãng hàng không giá rẻ (LCC³) 4 sao – Peach Aviation, ANA giúp HVN đạt chuẩn hãng hàng không 4 sao theo tiêu chuẩn Skytrax từ năm 2016.

(3) Vietcombank (~1,0%): Đối tác thu xếp vốn cho dự án đầu tư 50 tàu bay thân hẹp của HVN, bao gồm các khoản trả trước và vốn vay dài hạn (2026 – 2032).

3. Cơ cấu tổ chức

THƯỢNG NGUỒN		CỐT LÕI	HẠ NGUỒN
Công ty TNHH MTV Kỹ thuật Máy bay (VAECO) <i>Sửa chữa, bảo dưỡng máy bay</i> Tỷ lệ sở hữu: 100% Vốn góp (HVN): 1.093 tỷ VND	Công ty TNHH MTV Nhiên liệu Hàng không Việt Nam (SKYPEC) <i>Kinh doanh nhiên liệu hàng không</i> Tỷ lệ sở hữu: 100% Vốn góp (HVN): 800 tỷ VND	CTCP Hàng không Pacific Airlines (PA) <i>Vận tải hàng không</i> Tỷ lệ sở hữu: 99% Vốn góp (HVN): 3.481 tỷ VND	CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài (NCTS) <i>Dịch vụ hàng hóa sân bay</i> Tỷ lệ sở hữu: 55% Vốn góp (HVN): 144 tỷ VND
Công ty TNHH MTV Dịch vụ Mặt đất Sân bay Việt Nam (VIAGS) <i>Dịch vụ mặt đất sân bay</i> Tỷ lệ sở hữu: 100% Vốn góp (HVN): 250 tỷ VND	CTCP Suất ăn Hàng không Nội Bài (NCS) <i>Cung cấp suất ăn chuyến bay</i> Tỷ lệ sở hữu: 60% Vốn góp (HVN): 108 tỷ VND	Hãng hàng không Air Cambodia <i>Vận tải hàng không</i> Tỷ lệ sở hữu: 99% Vốn góp (HVN): 369 tỷ VND	CTCP Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS) <i>Dịch vụ hàng hóa sân bay</i> Tỷ lệ sở hữu: 55% Vốn góp (HVN): 52 tỷ VND
Công ty TNHH MTV Suất ăn Hàng không Việt Nam (VACS) <i>Dịch vụ mặt đất sân bay</i> Tỷ lệ sở hữu: 100% Vốn góp (HVN): 85 tỷ VND	CTCP Đào tạo Bay Việt (VFT) <i>Đào tạo phi công</i> Tỷ lệ sở hữu: 52% Vốn góp (HVN): 34 tỷ VND		CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Nội Bài (NASCO) <i>Hỗ trợ vận tải hàng không</i> Tỷ lệ sở hữu: 51% Vốn góp (HVN): 42 tỷ VND
CTCP Tin học viễn thông Hàng không (AITS) <i>Dịch vụ tin học viễn thông</i> Tỷ lệ sở hữu: 53% Vốn góp (HVN): 31 tỷ VND	CTCP Cung ứng Lao động Hàng không (ALSUCO) <i>Cung ứng dịch vụ lao động</i> Tỷ lệ sở hữu: 51% Vốn góp (HVN): 5 tỷ VND		Công ty TNHH Dịch vụ Giao nhận Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TECS) <i>Phục vụ vận tải hàng không</i> Tỷ lệ sở hữu: 51% Vốn góp (HVN): 26 tỷ VND
CTCP Cho thuê máy bay Việt Nam (VALC) <i>Cho thuê máy bay</i> Tỷ lệ sở hữu: 32% Vốn góp (HVN): 542 tỷ VND	CTCP Dịch vụ Hàng không sân bay Đà Nẵng (MASCO) <i>Cung cấp suất ăn máy bay</i> Tỷ lệ sở hữu: 36% Vốn góp (HVN): 15 tỷ VND		CTCP Sabre Việt Nam (SABRE) <i>Thiết lập hệ thống đặt chỗ</i> Tỷ lệ sở hữu: 52% Vốn góp (HVN): 3 tỷ VND
CTCP Xuất nhập khẩu Hàng không (AIRIMEX) <i>Nhập khẩu/phân phối phụ tùng máy bay, thiết bị mặt đất</i> Tỷ lệ sở hữu: 41% Vốn góp (HVN): 13 tỷ VND	CTCP Nhựa cao cấp Hàng không (APLACO) <i>Sản phẩm nhựa hàng không</i> Tỷ lệ sở hữu: 30% Vốn góp (HVN): 14 tỷ VND		CTCP Dịch vụ Bưu chính Viễn Thông Sài Gòn (SPT) <i>Bưu chính, viễn thông, CNTT</i> Tỷ lệ sở hữu: 0,4% Vốn góp (HVN): 4 tỷ VND

Các khoản đầu tư chủ yếu của HVN mở rộng chuỗi giá trị của doanh nghiệp theo chiều ngang, trong đó, lấy hoạt động vận tải hàng không làm dịch vụ cốt lõi:

- **Thượng nguồn:** Các hoạt động cung ứng yếu tố đầu vào cho vận tải hàng không như cung cấp nhiên liệu, cho thuê tàu bay, dịch vụ bảo dưỡng động cơ & máy bay,...
- **Cốt lõi:** Dịch vụ vận tải hành khách và hành lý
- **Hạ nguồn:** Các hoạt động hỗ trợ phân phối hàng hóa và hành khách như dịch vụ hàng hóa, dịch vụ đặt vé máy bay,...

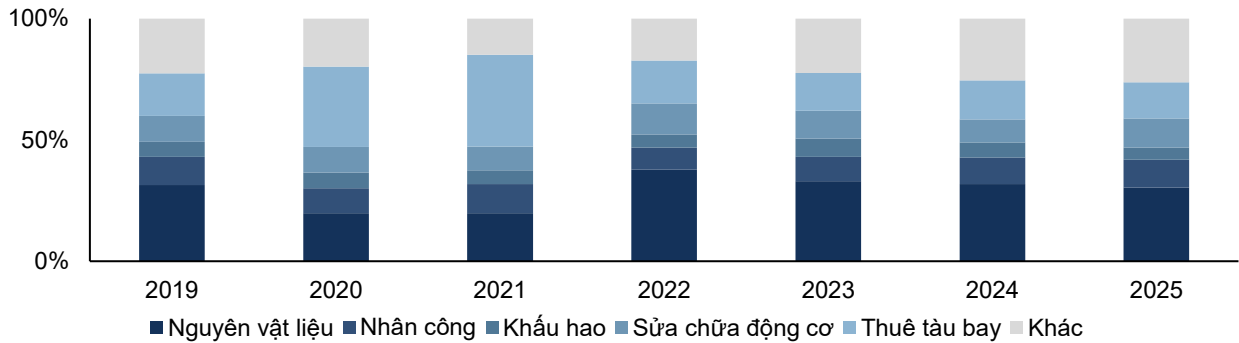
² FSC – Full Service Carrier: Hãng hàng không truyền thống

³ LCC – Low Cost Carrier: Hãng hàng không giá rẻ

4. Hoạt động kinh doanh

4.1. Cơ cấu chi phí

Biểu đồ: Chi phí nhiên liệu và đội bay chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí



Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

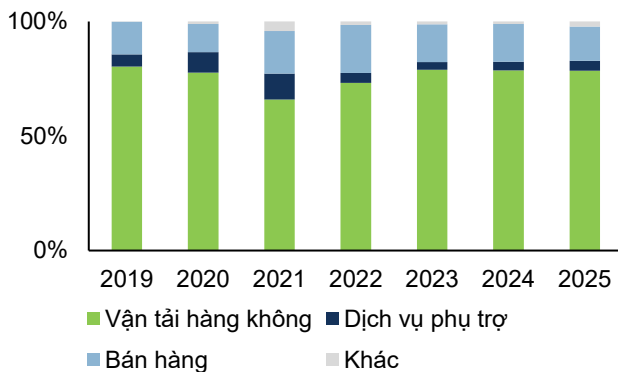
Cơ cấu chi phí của HVN gồm 3 nhóm chính:

- **Nguyên vật liệu** (~30% chi phí), chủ yếu liên quan đến chi phí nhiên liệu Jet A1 của đội tàu bay.
- **Đội tàu bay** (~32% chi phí), gồm chi phí tài trợ cho đội bay (~20%) chi phí sửa chữa động cơ (~12%):
 - **Chi phí tài trợ cho đội bay** (~20): HVN tài trợ đội bay thông qua 3 hình thức: sở hữu (~11% tổng chi phí), thuê tài chính – ghi nhận chi phí khấu hao (~5%) và thuê hoạt động – ghi nhận chi phí thuê (~4%).
 - **Chi phí bảo dưỡng động cơ** (~12%) cho (1) hoạt động sửa chữa lớn (~8%), phân bổ theo giờ bay thực tế của đội tàu bay và (2) sửa chữa thường xuyên (~4%).
- **Nhân công** (~11% chi phí) chủ yếu liên quan đến chế độ lương thưởng cho đội phi hành đoàn – phi công và tiếp viên.

4.2. Cơ cấu doanh thu

Biểu đồ: Nguồn thu chính của HVN đến từ mảng vận tải hàng không

Cơ cấu doanh thu của HVN xoay quanh hoạt động vận tải hàng không, gồm 3 dịch vụ chính:



Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

(1) Vận tải hàng không (~78,5% doanh thu):

- **Dịch vụ vận tải hành khách** (~70,3% doanh thu): HVN hoạt động theo mô hình hãng không truyền thống, doanh thu bán vé chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu bởi giá vé đã bao gồm một số dịch vụ phụ trợ cần thiết theo kèm (khác với các hãng hàng không giá rẻ chia giá vé và các dịch vụ phụ trợ với mức phí riêng). ([Phụ lục 1: Mô hình kinh doanh của các hãng hàng không](#)).

- **Dịch vụ vận tải hàng hóa và khác** (~6,3% doanh thu): Hàng hóa được đặt tại khoang hàng (phía dưới khoang hành khách) trong các tàu bay vận chuyển hành khách do HVN chưa có các tàu bay chuyên chở hàng hóa riêng.

(2) **Dịch vụ phụ trợ** (~4,2% doanh thu) gồm các dịch vụ như dịch vụ kỹ thuật thương mại mặt đất, dịch vụ cho thuê tài sản, hoa hồng từ bán sản phẩm & dịch vụ,...

(3) **Bán hàng** (~15,0% doanh thu): Hoạt động bán hàng miễn thuế trên chuyến bay,...

Trong phạm vi báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung phân tích mảng dịch vụ vận tải hành khách vì đây là mảng kinh doanh cốt lõi (~78,5% doanh thu) và không đủ thông tin để đánh giá các mảng khác.

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Doanh thu tăng trưởng chậm +6,3%/năm (2016 – 2019) bởi quy mô đội bay sụt giảm và tình hình cạnh tranh gay gắt tại thị trường nội địa. Riêng doanh thu vận tải hàng không chỉ tăng +5,3%/năm chủ yếu bởi lượng hành khách luân chuyển chỉ tăng +2,2%/năm. Trong đó: (1) lượng khách nội địa tăng +0,2%/năm do gia tăng cạnh tranh từ VJC và các hãng mới; (2) lượng khách quốc tế tăng +2,4%/năm do quy mô đội bay giảm và khả năng cạnh tranh thấp tại thị trường Đông Bắc Á (~29% lượng khách du lịch ngành).

Biên lợi nhuận gộp phục hồi và tăng trưởng trở lại so với trước đại dịch nhờ tình hình cạnh tranh ngành giảm: Biên lợi nhuận gộp của HVN tăng từ 11,1% (2019) lên 14,8% (2025) bởi giảm cạnh tranh từ Bamboo Airways và Pacific Airlines.

1. Chuỗi giá trị của HVN

Trong chuỗi giá trị ngành hàng không, HVN cung cấp dịch vụ cốt lõi của ngành là vận tải hàng không, trong đó tập trung chính vào mảng vận tải hành khách.

Hình: Chuỗi giá trị của HVN



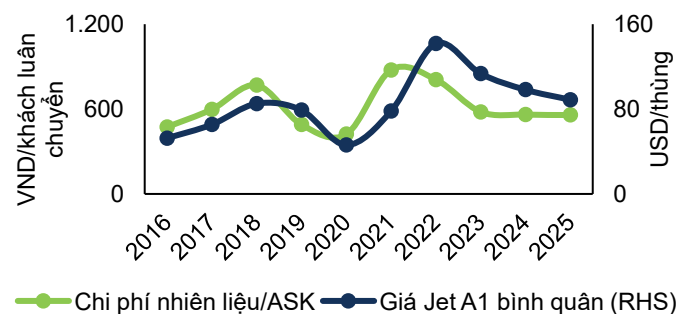
Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

2. Đầu vào: Chi phí ảnh hưởng lớn bởi biến động giá nhiên liệu bay Jet A1

2.1. Chi phí nhiên liệu (~30% chi phí) chủ yếu là Jet A1 biến động cùng chiều với giá dầu thô

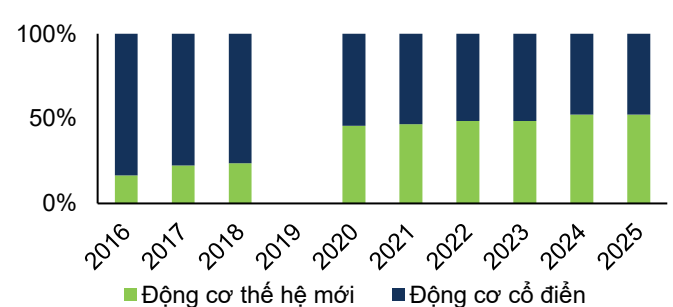
HVN có xu hướng giảm lượng nhiên liệu tiêu thụ/ASK⁴ nhờ tăng tỷ trọng tàu bay thế hệ mới giảm tiêu hao nhiên liệu. Cụ thể, chi phí nhiên liệu/ASK chỉ tăng bình quân +5,4%/năm (2016 – 2025), thấp hơn -0,6 đpt so với mức tăng giá nhiên liệu Jet A1 trong cùng giai đoạn bởi HVN tăng tỷ trọng tàu bay thế hệ mới từ 16,5% (2016) lên 52,4% (2025), với lượng nhiên liệu thụ của động cơ thế hệ mới giảm 15% - 20% so với động cơ cổ điển ([Phụ lục 2: Động cơ hiện đại và động cơ cổ điển](#)).

Biểu đồ: Chi phí nhiên liệu/ASK của HVN biến động theo giá xăng Jet A1



Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

Biểu đồ: HVN có xu hướng gia tăng tỷ trọng tàu bay sử dụng động cơ thế hệ mới



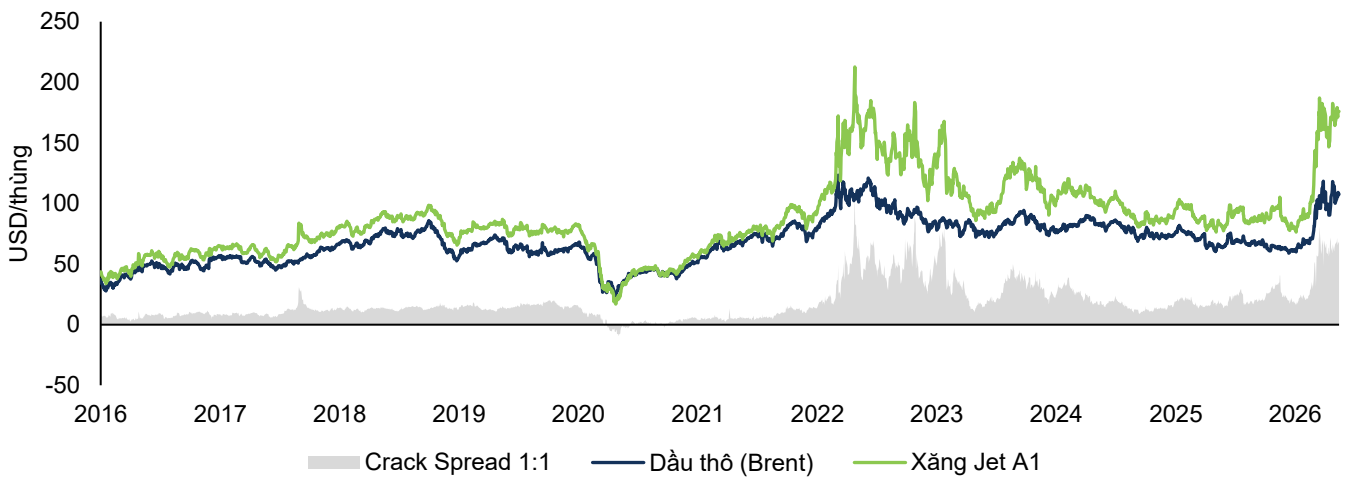
Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

⁴ ASK – Available Seat Kilometer: Ghế luân chuyển là chỉ số đo lường nguồn cung vận tải hàng không, tính bằng tích giữa số lượng ghế cung ứng và quãng đường bay bình quân.

Giá nhiên liệu bay Jet A1 biến động phụ thuộc vào (1) giá dầu thô do là sản phẩm dầu thành phẩm được tách sau công đoạn chưng cất phân đoạn dầu thô và (2) mức chênh lệch (crack spread) giữa giá hai loại nhiên liệu này. Trong đó, crack spread ảnh hưởng bởi (1) nhu cầu Jet A1 từ hoạt động vận tải hàng không và (2) nguồn cung Jet A1 liên tỷ lệ cấu phần sản phẩm của các nhà máy lọc dầu⁵, cụ thể:

- **Giai đoạn 2020 – 2021**, crack spread Jet A1 giảm mạnh bởi nhu cầu vận tải hàng không giảm trong đại dịch.
- **Giai đoạn 2022 – 2023**, crack spread Jet A1 tăng mạnh do: (1) Nhu cầu vận tải hàng không phục hồi; (2) Chiến tranh Nga – Ukraine làm gián đoạn nguồn cung khí đốt sang Châu Âu. Châu Âu phải nhập khẩu diesel để bù nguồn cung khí từ Nga.
- **Từ T03/2026**, crack spread Jet A1 tăng mạnh do nguồn cung dầu thô bị ảnh hưởng bởi tình trạng đóng cửa của eo biển Hormuz (chiếm ~20% sản lượng dầu mỏ và khí LNG xuất khẩu). Chúng tôi đánh giá nhiên liệu bay vẫn sẽ tiếp tục biến động do tình hình chiến sự tại Trung Đông vẫn còn nhiều yếu tố bất định ([Báo cáo cập nhật ảnh hưởng xung đột Mỹ - Iran – T06/2026](#)).

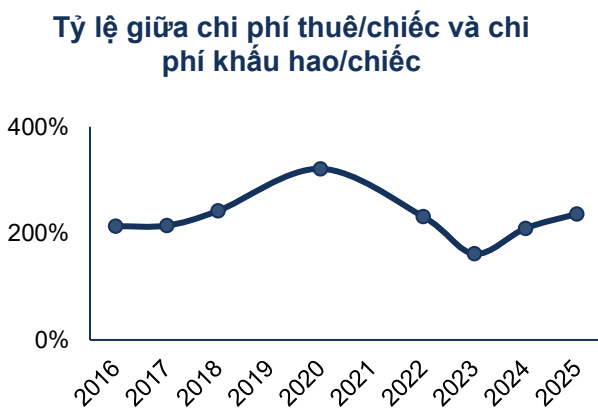
Biểu đồ: Giá nhiên liệu bay phụ thuộc vào giá dầu thô (Brent) và crack spread giữa giá 2 loại nhiên liệu



Nguồn: FPT S tổng hợp

2.2. Chi phí vốn tàu bay (~20% chi phí) – Chi phí vốn/chiếc tăng trưởng chủ yếu bởi tăng tỷ trọng tàu bay thuê hoạt động

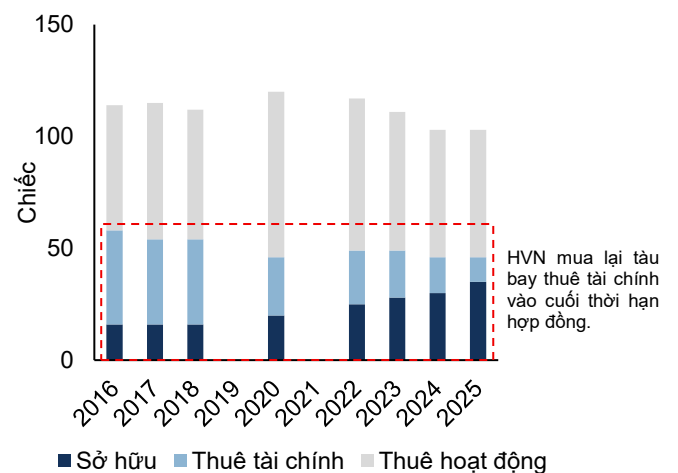
Biểu đồ: Chi phí thuê hoạt động tàu bay gấp 2-3 lần so với chi phí khấu hao (sở hữu & thuê tài chính)



Mốc so sánh: Chi phí khấu hao/chiếc = 100%

Nguồn: HVN, FPT S tổng hợp

Biểu đồ: HVN có xu hướng gia tăng tỷ lệ tàu bay thuê hoạt động



Nguồn: HVN, FPT S tổng hợp

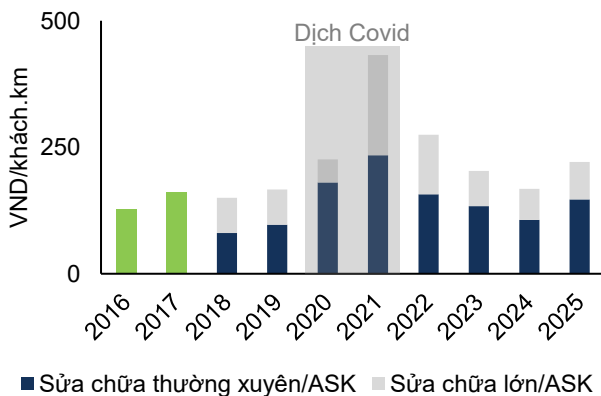
⁵ Các nhà máy lọc dầu có thể thay đổi cơ cấu sản lượng nhiên liệu Jet A1 và khí diesel trong quá trình lọc dầu.

Chi phí vốn tàu bay/chiếc của HVN tăng ổn định +3,1%/năm (2016 – 2025) bởi (1) tỷ trọng tàu bay thuê hoạt động có xu hướng tăng từ 49% (2016) lên 55% (2025), với chi phí thuê/chiếc cao hơn ~2 lần so với hình thức sở hữu và thuê tài chính và (2) chi phí khấu hao/tàu bay và chi phí thuê/tàu bay lần lượt tăng +1,8%/năm và +2,9%/năm.

- **Tỷ trọng tàu bay thuê hoạt động trong giai đoạn 2016 – 2025 gia tăng bởi trình tự phê duyệt đơn giản:**
 - **Đặt mua tàu bay – Cần có sự phê duyệt của Nhà nước:** Dựa trên Điều lệ của HVN và Luật số 69/2014/QH13, Luật số 68/2025/QH15, quyết định đầu tư tài sản trên có giá trị $\geq 35\%$ tổng tài sản của HVN phải có sự thông qua của Bộ Tài chính và SCIC. Chúng tôi ước tính tỷ lệ này tương đương ~11 – 20 tàu bay thân hẹp của Boeing và Airbus ([Phụ lục 3: Các quy định ảnh hưởng đến hoạt động đặt mua tàu bay của HVN](#)).
 - **Thuê tài chính tàu bay – Rào cản do tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao:** Giai đoạn 2016 – 2025, tỷ trọng nợ vay trong cơ cấu vốn của HVN đạt trên 75%, chưa bao gồm các nghĩa vụ thanh toán ngoài bản cân đối kế toán, tạo nên rào cản trong việc ký các hợp đồng thuê tài chính tàu bay mới bởi các hợp đồng thuê tài chính thường có kỳ hạn dài trong khi HVN có rủi ro tín dụng cao.
 - **Thuê hoạt động tàu bay – Phương thức phù hợp bởi kỳ hạn hợp đồng thuê ngắn và không làm gia tăng đòn bẩy tài chính trên bảng cân đối kế toán – đánh đổi bằng chi phí gấp ~02 lần.**
- **Bên cạnh đó, HVN cũng dần mua lại các tàu bay thuê tài chính vào thời điểm đáo hạn hợp đồng⁶ trong 2016 – 2025, tuy nhiên hai hình thức này có chi phí tương đương nhau.**

2.3. Chi phí bảo dưỡng động cơ tàu bay (~12% chi phí) – Chi phí/ASK ổn định nhờ sử dụng gói dịch vụ bảo dưỡng theo giờ bay

Biểu đồ: Chi phí bảo dưỡng/ASK của HVN tăng trưởng ổn định (trừ giai đoạn đại dịch)



* HVN không bóc tách chi phí bảo dưỡng trước năm 2018

Nguồn: HVN, FPTs tổng hợp

HVN sử dụng gói dịch vụ phụ tùng vật tư thuê ngoài tính theo giờ bay cho hoạt động bảo dưỡng: Giai đoạn 2016 – 2025, chi phí bảo dưỡng/ASK của HVN tăng trưởng ổn định (+6,2%/năm) nhờ sử dụng các gói dịch vụ bảo dưỡng theo giờ.

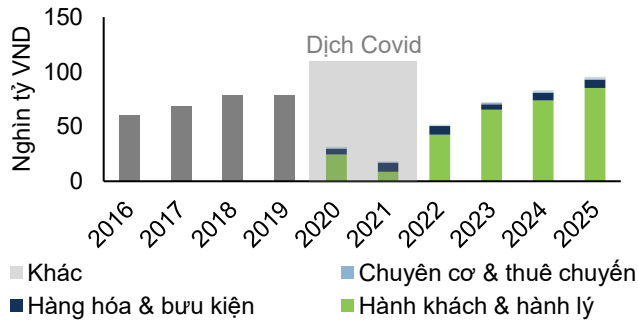
- **Riêng giai đoạn đại dịch (2020 – 2021),** chi phí bảo dưỡng/ASK của HVN tăng cao dù sử dụng dịch vụ bảo dưỡng tính theo giờ bay. Nguyên nhân bởi tàu bay và động cơ vẫn phải thực hiện bảo dưỡng định kỳ khi đến hạn trong khi hiệu suất khai thác tàu bay giảm do nhu cầu vận tải thấp.

⁶ Các hợp đồng thuê tài sản thường có điều khoản cho phép bên thuê lựa chọn mua lại tài sản thuê theo giá thỏa thuận từ trước.

3. Đầu ra: Doanh thu tăng +6,3% chủ yếu nhờ mở rộng sang các thị trường quốc tế mới ít cạnh tranh

Giai đoạn 2016 – 2025, doanh thu thuần của HVN tăng +6,3%/năm, riêng dịch vụ vận tải hàng không (~79% doanh thu) tăng +5,3%/năm nhờ (1) lượng hành khách và hàng hóa lần lượt tăng +2,2%/năm và +2,0%/năm; (2) giá dịch vụ vận tải hàng khách và hàng hóa ước tính tăng +3,7%/năm và +0,7%/năm.

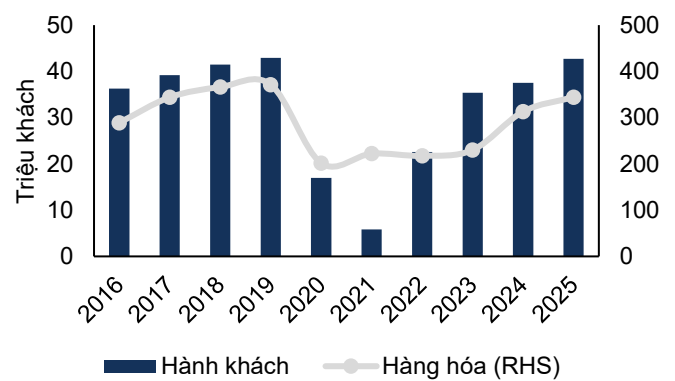
Biểu đồ: Doanh thu dịch vụ vận tải hàng không của HVN tăng bình quân +6,3%/năm



* Không có số liệu riêng từng mảng trước năm 2020 (BCTC hợp nhất).

Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

Biểu đồ: Lượng hành khách và hàng hóa vận chuyển của HVN lần lượt tăng +2,2%/năm và +2,0%/năm



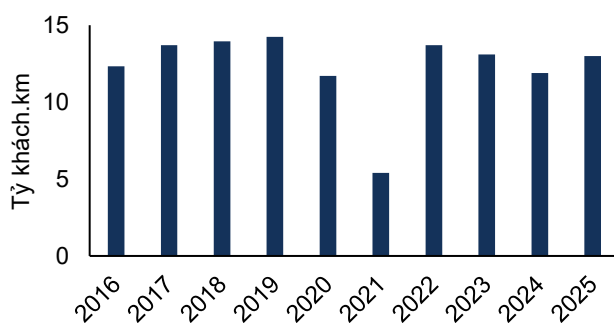
Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

Mảng vận tải hành khách tăng trưởng chậm bởi tình hình cạnh tranh gay gắt và quy mô đội bay sụt giảm ảnh hưởng bởi dịch Covid

Lượng hành khách vận chuyển của HVN tăng +2,2%/năm (2016 – 2025). Trong đó:

3.1. Lượng khách nội địa luân chuyển (~30% lượng khách) tăng trưởng thấp bởi gia tăng cạnh tranh và ảnh hưởng từ dịch Covid

Biểu đồ: Lượng khách nội địa luân chuyển của HVN gần như không tăng trưởng (+0,3%/năm)



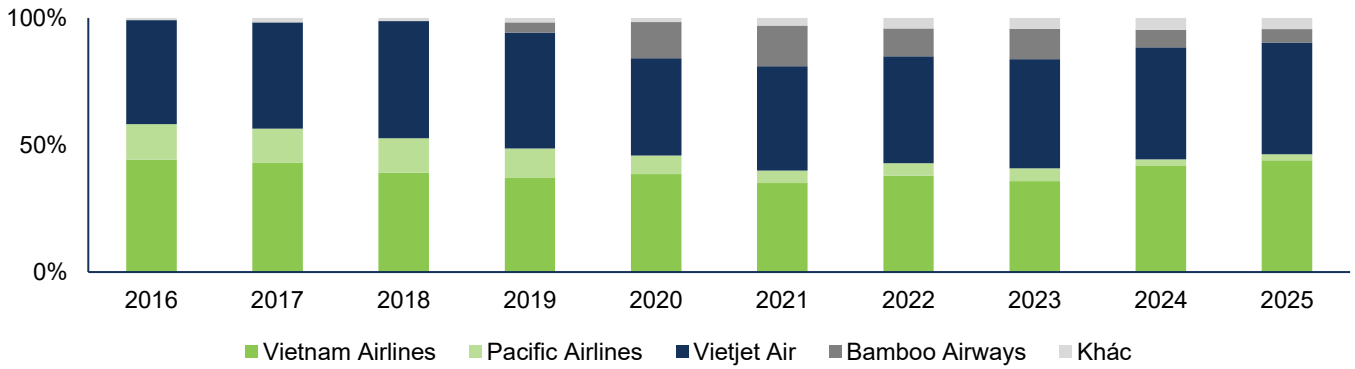
Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2016 – 2025, lượng khách nội địa luân chuyển của HVN tăng +0,3%/năm, thấp hơn -1,8 đpt so với mức tăng trưởng của cả nước, dẫn tới thị phần sụt giảm từ 61% (2016) còn 51% (2025). Nguyên nhân bởi:

(a) Cạnh tranh từ mô hình hàng không giá rẻ – VJC: Thị phần của VJC tăng từ 41% (2016) lên 44% (2025) nhờ tập trung khai thác phân khúc giá rẻ, cung cấp dịch vụ vận chuyển với mức giá rẻ hơn đáng kể so với VNA.

(b) Sự gia nhập liên tiếp từ các đối thủ mới: Bamboo Airways (hãng hàng không kết hợp) và Vietravel (hãng giá rẻ) lần lượt gia nhập thị trường năm 2019 và 2021, chiếm <10% thị phần năm 2025. Trong đó, thị phần mất đi của HVN chủ yếu rơi vào tay của Bamboo Airways với mô hình hàng không kết hợp nhờ (1) giá vé rẻ hơn và (2) chất lượng dịch vụ tiệm cận với HVN. Năm 2026 tiếp tục ghi nhận sự gia nhập từ Sun PhuQuoc Airways (hãng truyền thống), cạnh tranh trực tiếp với dịch vụ của VNA.

(c) Hoàn trả tàu bay để tái cơ cấu do ảnh hưởng từ dịch Covid – 19: Pacific Airlines đã liên tục giảm quy mô đội bay từ 18 chiếc (2020) còn 10 chiếc (2023). Từ 18/3/2024, Pacific Airlines hoàn trả toàn bộ đội bay để xóa một phần khoảng nợ. Đến 26/06/2024, Pacific Airlines hoạt động trở lại với 3 tàu bay theo mô hình FSC – cung cấp các dịch vụ tương tự VNA.

Biểu đồ: Thị phần của HVN sụt giảm từ 61% (2016) còn 51% (2025)


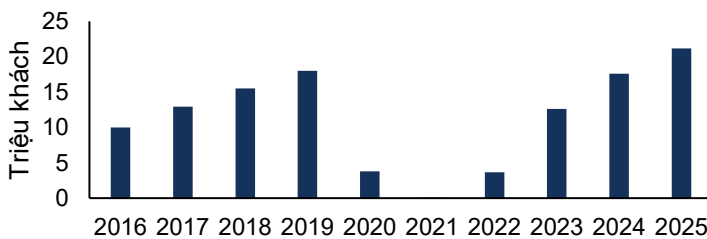
Thị phần của HVN bao gồm thị phần 3 hãng Vietnam Airlines, Pacific Airlines và VASCO.

Nguồn: FPTS tổng hợp

3.2. Cạnh tranh gay gắt tại thị trường quốc tế chính – Mở rộng sang các thị trường mới ít cạnh tranh

Giai đoạn 2016 – 2025, lượng khách quốc tế luân chuyển của HVN (~70% lượng khách) tăng +2,4%/năm, thấp hơn -6,0 đpt so với mức tăng trưởng của ngành bởi (1) quy mô đội bay sụt giảm⁷ do không đủ khả năng thanh toán và tình trạng âm vốn chủ sở hữu; (2) chất lượng dịch vụ kém cạnh tranh so với các đối thủ cùng phân khúc tại thị trường Đông Bắc Á (~55% lượng khách du lịch ngành).

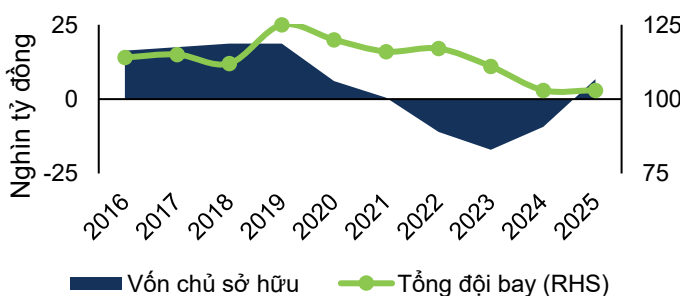
Ngành du lịch – Lượng khách quốc tế tăng trưởng nhanh nhờ chính sách thị thực cải thiện

Biểu đồ: Lượng khách du lịch quốc tế của Việt Nam tăng +8,7%/năm (2016 – 2025)


Nguồn: Cục Du lịch quốc gia Việt Nam, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2016 – 2025, lượng du khách quốc tế đến Việt Nam tăng trưởng +8,7%/năm nhờ nhờ chính phủ thực hiện nhiều thay đổi tích cực trong chính sách thị thực để thu hút khách du lịch quốc tế, gồm: (1) Miễn thị thực cho ~29 quốc gia, tăng 7 quốc gia so với năm 2018; (2) Áp dụng thị thực điện tử cho tất cả các quốc gia và vùng lãnh thổ theo Luật số 23/2023/QH15; (3) Gia tăng thời hạn cư trú ở Việt Nam với hình thức thị thực điện tử, từ tối đa 30 ngày lên tối đa 90 ngày.

(1) Quy mô đội bay sụt giảm do không đủ khả năng thanh toán và tình trạng âm vốn chủ sở hữu

Biểu đồ: Quy mô đội bay HVN sụt giảm bởi tình trạng âm vốn chủ sở hữu


Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2016 – 2025, dù ngành du lịch Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng lượng khách quốc tế tốt (+8,7%/năm), nhưng HVN chỉ ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn (+2,4%/năm) bởi sự sụt giảm trong quy mô đội bay do tình hình tài chính khó khăn ảnh hưởng từ đại dịch Covid 19. Cụ thể, quy mô đội bay của HVN đạt đỉnh 120 chiếc vào năm 2020 và liên tục sụt giảm xuống còn 103 chiếc (2025) bởi:

⁷ Chúng tôi đánh giá trong trường HVN gia tăng quy mô đội bay, lượng tăng thêm chủ yếu được sử dụng để khai thác thị trường quốc tế do (1) thị trường nội địa tăng trưởng mạnh và (2) thị phần của HVN có xu hướng sụt giảm do gia tăng cạnh tranh.

- **Tình hình tài chính khó khăn – Âm vốn chủ sở hữu, mất khả năng thanh toán do liên tục thua lỗ ảnh hưởng bởi đại dịch:** Giai đoạn 2020 – 2023, HVN ghi nhận lỗ sau thuế trong 4 năm liên tiếp do (1) lượng khách vận chuyển và giá vé sụt giảm bởi nhu cầu di chuyển suy giảm ảnh hưởng bởi dịch Covid, trong khi (2) chi phí nhiên liệu tăng cao do chiến sự Nga – Ukraine và chi phí thuê cho đội bay hiện hữu vẫn phải tiếp tục được thanh toán. Tình trạng âm vốn chủ sở hữu từ năm 2022 khiến HVN không thể đàm phán thuê mới tàu bay để tăng quy mô và phải hoàn trả một phần đội bay để tái cơ cấu.

(2) Năng lực cạnh tranh thấp tại thị trường Đông Bắc Á – Mở rộng sang các thị trường ít cạnh tranh

Tốc độ tăng trưởng của HVN tại các thị trường có phân hóa do áp lực cạnh tranh:

- **Tăng trưởng thấp tại thị trường Đông Bắc Á (+1,9%/năm, chiếm ~29% lượng khách luân chuyển):** Tới từ (1) mức độ cạnh tranh gay gắt và (2) chất lượng dịch vụ của HVN thấp hơn các đối thủ nước ngoài (cùng phân khúc FSC) về chất lượng bữa ăn, dịch vụ giải trí và dịch vụ tiếp viên ([Phụ lục 4: So sánh chất lượng dịch vụ của các hãng hàng không truyền thống](#)). Nhóm thị trường này gồm các thị trường gửi khách du lịch chính đến Việt Nam như Trung Quốc (~25%), Hàn Quốc (~20%), Đài Loan (~6%) và Nhật Bản (~4%).
- **Tăng trưởng nhanh tại thị trường Châu Âu, Châu Úc, Bắc Mỹ và Nam Á (+6,2%/năm, ~34% lượng khách luân chuyển):** Các thị trường này có rất ít hãng hàng không khai thác đường bay thẳng, cụ thể:
 - **Thị trường Châu Âu (+3,0%/năm) và Bắc Mỹ** (bắt đầu khai thác từ T11/2021): Nhờ lợi thế gần như độc quyền khai thác các tuyến bay thẳng đến Châu Âu và Bắc Mỹ, HVN có thể đặt mức giá vé cao hơn ~2 – 3 lần so với các lựa chọn bay nối chuyến mà vẫn duy trì tỷ lệ lấp đầy ghế bình quân trên 80%.
 - **Thị trường Châu Úc (+6,1%/năm):** Chỉ có HVN khai thác mô hình hàng không truyền thống, chủ yếu cạnh tranh với các hãng hàng không giá rẻ như VJC và Jetstar.
 - **Thị trường Nam Á (Ấn Độ)** (bắt đầu khai thác từ T06/2022): Trong cùng phân khúc, HVN chỉ cạnh tranh với Air India – được hành khách đánh giá có chất lượng dịch vụ tương đương HVN ([Phụ lục 4](#)).

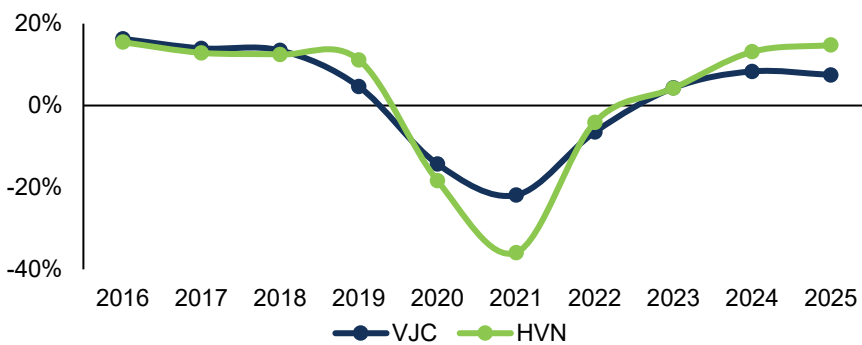
III. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Biên lợi nhuận gộp phục hồi và tăng trưởng trở lại so với trước đại dịch nhờ tình hình cạnh tranh ngành giảm

Biên lợi nhuận gộp tăng từ 11,1% (2019) lên 14,8% (2025) nhờ tình hình cạnh tranh ngành giảm:

- **Giảm cạnh tranh từ Bamboo Airways:** Thị phần giảm từ 16% (2021) xuống còn 5% (2025) do hoàn trả tàu bay để tái cơ cấu trước tác động của giai đoạn đại dịch.
- **Giảm tác động từ Pacific Airlines:** Trước Q2/2024, mặc dù là hãng hàng không trực thuộc HVN (công ty con), nhưng Pacific Airlines cũng đồng thời giảm biên lợi nhuận gộp của HVN bởi (1) gia tăng cạnh tranh ngành và (2) biên lợi nhuận gộp mảng hàng không giá rẻ thấp hơn. Từ Q2/2024, chúng tôi đánh giá mức độ tác động từ Pacific Airlines đến HVN sẽ giảm bởi Pacific Airlines chuyển sang mô hình hàng không giá rẻ (tương tự Vietnam Airlines).

Biểu đồ: Biên lợi nhuận gộp của HVN dần cao hơn so với VJC

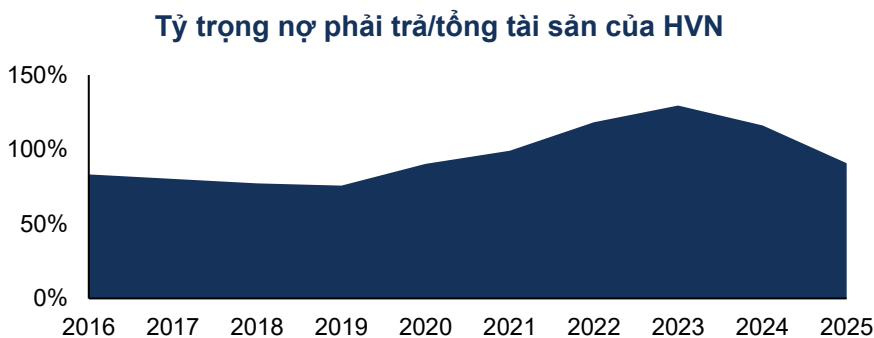


Biên lợi nhuận gộp cao hơn VJC nhờ chiến lược cạnh tranh bằng chất lượng dịch vụ: Chúng tôi đánh giá HVN có mức biên lợi nhuận cao hơn VJC nhờ chiến lược cạnh tranh bằng chất lượng dịch vụ với mặt bằng giá cao hơn. Trong khi đó, VJC sử dụng chiến lược cạnh tranh bằng giá nên luôn duy trì mức biên lợi nhuận thấp.

Nguồn: FPTS tổng hợp

2. Tỷ lệ nợ phải trả/tổng tài sản vượt mức 100% thời kỳ đại dịch, nhưng đang dần suy giảm nhờ hoạt động kinh doanh phục hồi và hỗ trợ từ chính phủ

Biểu đồ: Tỷ trọng nợ phải trả vượt mức 100% trong 2022 – 2023



Tỷ lệ nợ phải trả của HVN tăng từ 76% (2019) lên 129% (2023) do hoạt động kinh doanh ảnh hưởng bởi đại dịch ([Phần II. Phân tích hoạt động kinh doanh](#)). Chúng tôi đánh giá tỷ lệ nợ rất cao của HVN gây khó khăn cho doanh nghiệp trong việc thuê mới tàu bay bởi rủi ro tín dụng cao cho nhà cung cấp.

Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

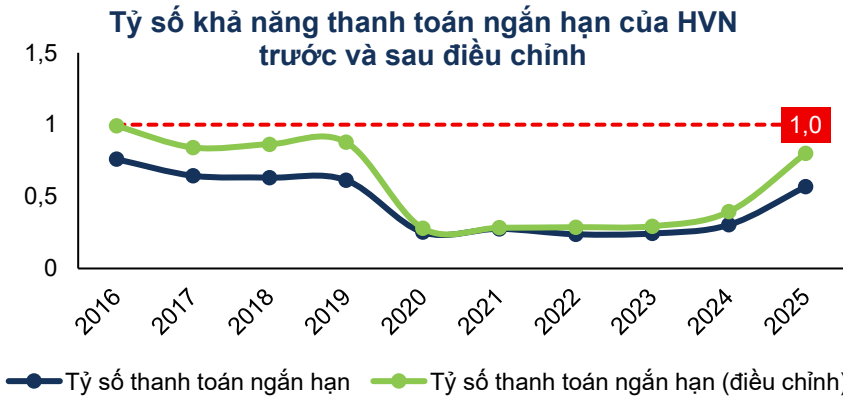
Từ năm 2024, tỷ lệ nợ của HVN dần suy giảm từ mức 129% (2023) còn 91% (2025) nhờ hoạt động kinh doanh phục hồi và giải pháp tháo gỡ khó khăn từ chính phủ:

- **Hoạt động kinh doanh phục hồi:** HVN có lợi nhuận sau thuế trở lại từ năm 2024 nhờ (1) lượng khách du lịch tăng trở lại sau khi đại dịch kết thúc và (2) giá nhiên liệu giảm bởi giảm nhu cầu diesel từ EU.
- **Giải pháp tháo gỡ khó khăn từ chính phủ:** Cuối T04/2025, chính phủ ban hành Nghị quyết số 110/NQ-CP về các giải pháp tiếp tục tháo gỡ khó khăn do ảnh hưởng từ đại dịch cho HVN. Trong đó, chính phủ chấp thuận cho HVN phát hành vốn cho cổ đông hiện hữu với tổng quy mô 22 nghìn tỷ đồng (2 giai đoạn). Trong Q3/2025, HVN đã phát hành vốn giai đoạn 1 quy mô 9 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá tỷ lệ đòn bẩy của HVN sẽ tiếp tục giảm sau khi HVN hoàn thành phát hành vốn đợt 2 với quy mô 13 nghìn tỷ đồng.

3. Rủi ro không đủ khả năng thanh toán các nghĩa vụ ngắn hạn

Biểu đồ: Tỷ số khả năng thanh toán ngắn hạn của HVN luôn dưới mức an toàn (2016 – 2025)

Chúng tôi đánh giá HVN gặp rủi ro không đủ khả năng thanh toán các nghĩa vụ ngắn hạn khi tỷ số khả năng thanh toán ngắn hạn luôn dưới 1,0 (2016 – 2025). Chúng tôi nhận định HVN đã duy trì khả năng hoạt động nhờ (1) chu kỳ tiền mặt âm (nhận tiền trước khi thanh toán các chi phí) và (2) thực hiện đảo nợ (dùng vay nợ mới để thanh toán cho các nghĩa vụ đến hạn).



* Điều chỉnh loại bỏ các khoản thanh toán trả trước dịch vụ vận tải của khách hàng do đây không phải nghĩa vụ thanh toán bằng tiền.

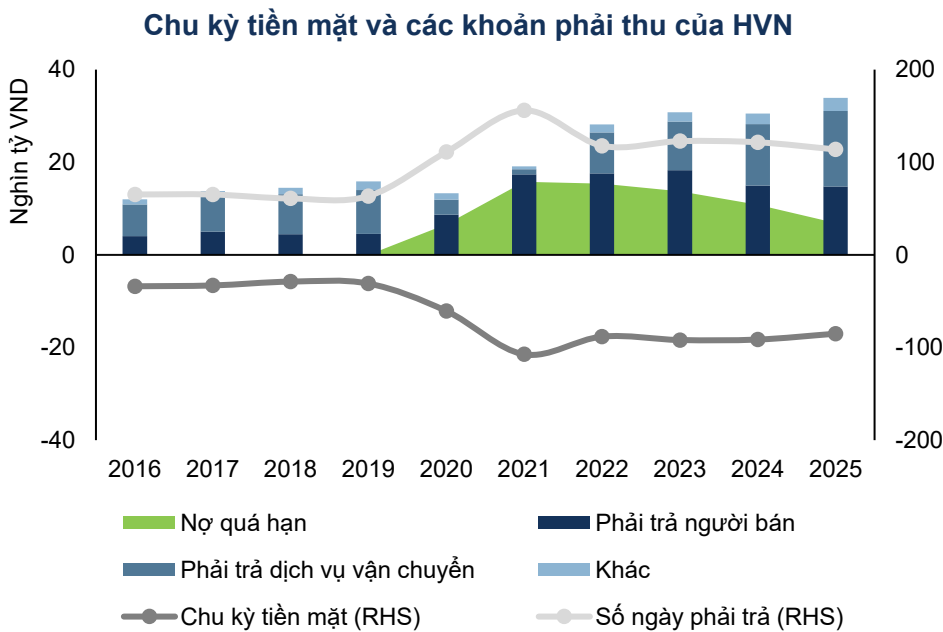
Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

4. Chu kỳ tiền mặt gia tăng do tăng nợ quá hạn chưa thanh toán cho nhà cung cấp

Biểu đồ: Chu kỳ tiền mặt dần gia tăng (nhưng vẫn ở mức âm) do hoàn trả các khoản nợ quá hạn

Chu kỳ tiền mặt gia tăng do tăng các khoản nợ quá hạn cho nhà cung cấp: Giai đoạn 2016 – 2019, chu kỳ tiền mặt của HVN duy trì ổn định quanh mức âm -32 ngày (số ngày phải trả tương ứng ~64 ngày).

Giai đoạn 2019 – 2025, số ngày phải trả của HVN tăng từ 64 ngày (2019) lên 156 ngày (2021) bởi gia tăng các khoản nợ quá hạn chưa thanh toán cho nhà cung cấp. Số ngày phải trả của HVN đã giảm dần về 114 ngày khi dần hoàn trả các khoản nợ quá hạn bởi hoạt động kinh doanh phục hồi và có lợi nhuận trở lại.

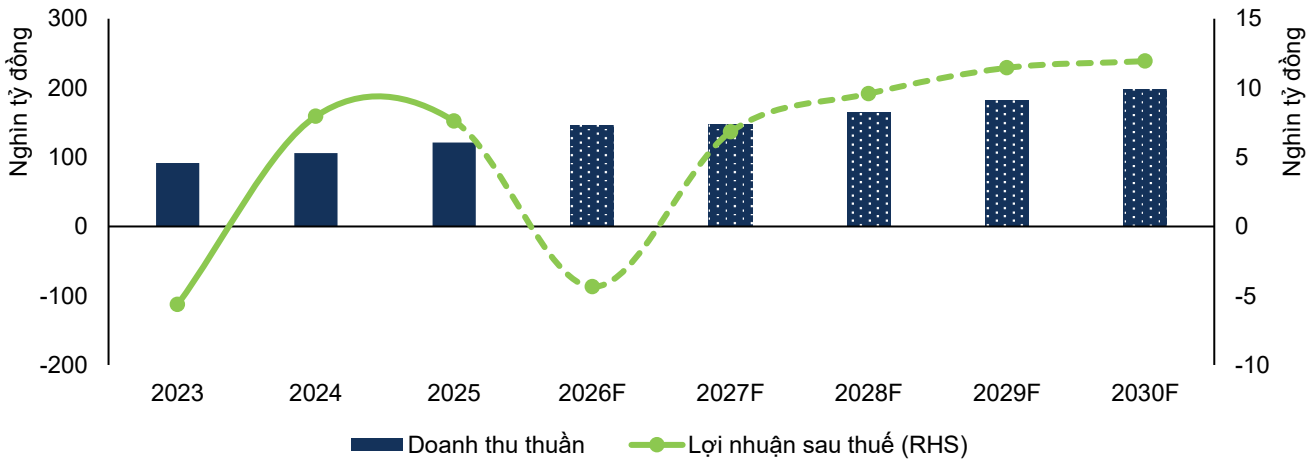


Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

IV. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Tuyên bố rủi ro về các giả định: Báo cáo dựa trên kịch bản **Mỹ - Iran ký kết thỏa thuận hòa bình trong T07/2027**. Trường hợp tiến độ tích cực hơn dự kiến sẽ củng cố khuyến nghị **MUA** của chúng tôi. Trường hợp chiến sự leo thang, chúng tôi sẽ cập nhật trong báo cáo tiếp theo.

Biểu đồ: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HVN (2026 – 2030)



Nguồn: FPTS dự phóng

Giai đoạn 2026 – 2030, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HVN lần lượt tăng trưởng +10,0%/năm và +4,6%/năm với các luận điểm chính sau:

- **Năm 2026, HVN dự phóng doanh thu tăng +20,3% YoY nhưng lỗ sau thuế -4.352 tỷ (-157,2% YoY).** Trong đó, tăng trưởng doanh thu chủ yếu từ mảng vận tải hàng không (+24,3% YoY) nhờ (1) lượng hành khách luân chuyển tăng +9,7% YoY nhờ chính sách thị thực và xu hướng du lịch đến các địa điểm an toàn, chi phí rẻ; (2) doanh thu/hành khách luân chuyển tăng +15,0% YoY bởi tăng giá vé để bù đắp tác động từ tình trạng tăng giá nhiên liệu. Ngược lại, HVN dự phóng lỗ bởi giá nhiên liệu Jet A1 dự phóng tăng +50,0% YoY do tình hình chiến sự tại Trung Đông.
- **Năm 2027, doanh thu của HVN dự phóng chỉ tăng nhẹ +1,2% YoY nhưng lãi sau thuế 6.826 tỷ đồng** nhờ giá vé hàng không hạ nhiệt (-8,0% YoY) bởi giá nhiên liệu Jet A1 bình quân giảm -32,6% YoY sau khi Mỹ - Iran chính thức ký kết thỏa thuận hòa bình.
- **Đến năm 2030, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HVN dự phóng tăng lần lượt +10,3%/năm và +20,5%/năm.** Trong đó, động lực tăng trưởng doanh thu đến từ (1) giả định giá vé tăng +4,5%/năm và (2) lượng hành khách luân chuyển tăng +7,0%/năm nhờ triển vọng ngành du lịch và quy mô đội bay của HVN tăng +0,8%/năm.

1. Năm 2026 – Lợi nhuận sau thuế của HVN dự phóng âm (-157,2% YoY) do giá nhiên liệu Jet A1 tăng +50% YoY do chiến sự Trung Đông: [\(Quay về trang đầu\)](#)

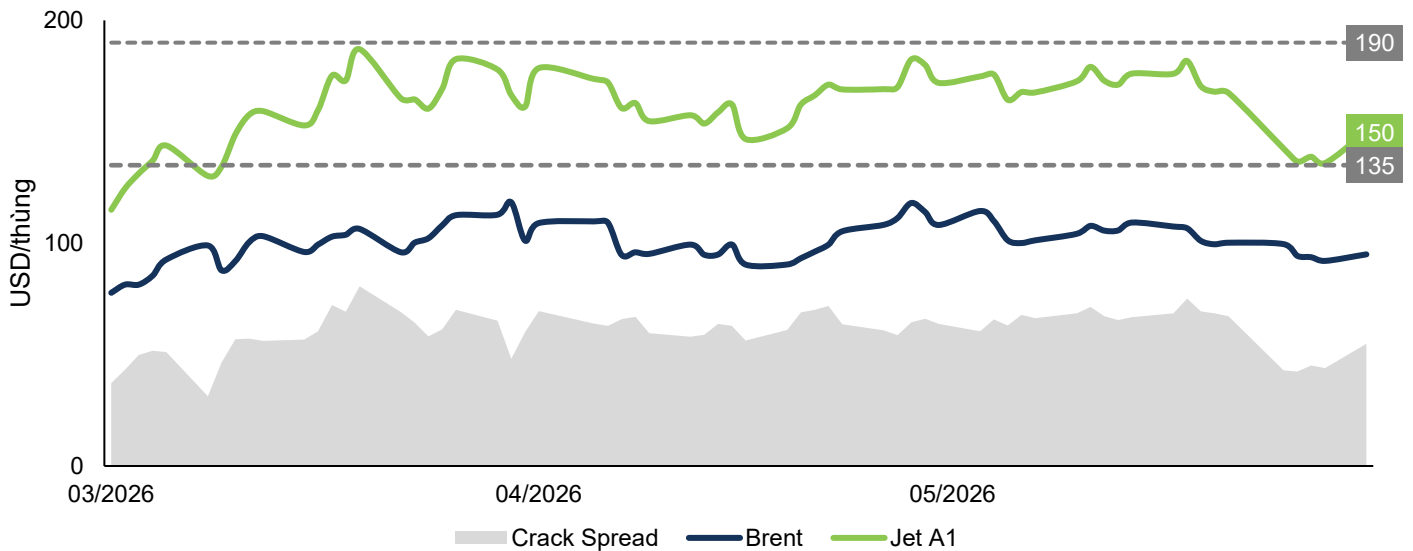
Doanh thu của HVN dự phóng tăng +20,3% YoY (2026) nhờ:

- **Doanh thu/hành khách luân chuyển dự phóng tăng +15,0% YoY** bởi HVN đã tăng giá vé để bù đắp tác động từ tình trạng giá nhiên liệu bay gia tăng. Chúng tôi đánh giá mức tăng giá vé của HVN sẽ thấp hơn -5 đpt so với trung bình ngành do tham gia cạnh tranh về giá để duy trì thị phần khi (1) nhu cầu ngành suy giảm trong giai đoạn giá vé tăng cao và (2) tình hình cạnh tranh ngành gia tăng với sự gia nhập của Sun PhuQuoc Airways.
- **Lượng hành khách luân chuyển dự phóng tăng +9,7% YoY**, thấp hơn -0,9 đpt so với tốc độ tăng trưởng ngành. Trong đó, lượng khách nội địa và quốc tế luân chuyển lần lượt tăng +4,8% YoY và +11,9% YoY. Chúng tôi đánh giá lượng khách hàng không vẫn duy trì tăng trưởng tích cực dù tình hình giá vé tăng cao nhờ (1) chính sách thị thực của Việt Nam được cải thiện và (2) khách du lịch có xu hướng chuyển sang các địa điểm an toàn, gần hơn và chi phí rẻ hơn (theo UN Tourism).

Biên lợi nhuận gộp của HVN dự phóng giảm từ 14,8% (2025) về 5,4% (2026) do giá nhiên liệu Jet A1 dự phóng tăng bình quân +50% YoY (2026, theo EIA). Trong 2 tháng đầu Q2/2026, giá nhiên liệu Jet A1 đạt bình quân 165 USD/thùng (+97% YoY) do tình trạng gián đoạn nguồn cung nhiên liệu bởi eo biển Hormuz đóng cửa (chiếm ~20% sản lượng dầu vận chuyển). Từ đầu T03/2026 đến hết T05/2026, giá nhiên liệu biến động mạnh trong khoảng từ 135 USD/thùng đến 190 USD/thùng (+61% YoY đến +126% YoY) theo diễn biến leo thang – hạ nhiệt của tình hình chiến sự Mỹ - Iran.

- **Dự của chúng tôi về biên lợi nhuận gộp của HVN trong năm 2026 có phần thận trọng hơn so với kết quả kinh doanh trong Q1/2026** ([Phụ lục 5: Bảng kết quả kinh doanh của HVN Q1/2026](#)). Cụ thể, biên lợi nhuận của HVN vẫn duy trì tương đương so với cùng kỳ (-0,7 đpt YoY) do các hãng hàng không tăng mạnh giá vé tại giai đoạn đầu chiến sự (trong T03/2026). Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy giá vé đã có phần hạ nhiệt sau đó để duy trì tỷ lệ lấp đầy các chuyến bay.

Biểu đồ: Giá nhiên liệu Jet A1 (T03/2026 – T05/2026) biến động mạnh theo chu kỳ leo thang – hạ nhiệt của chiến sự Trung Đông

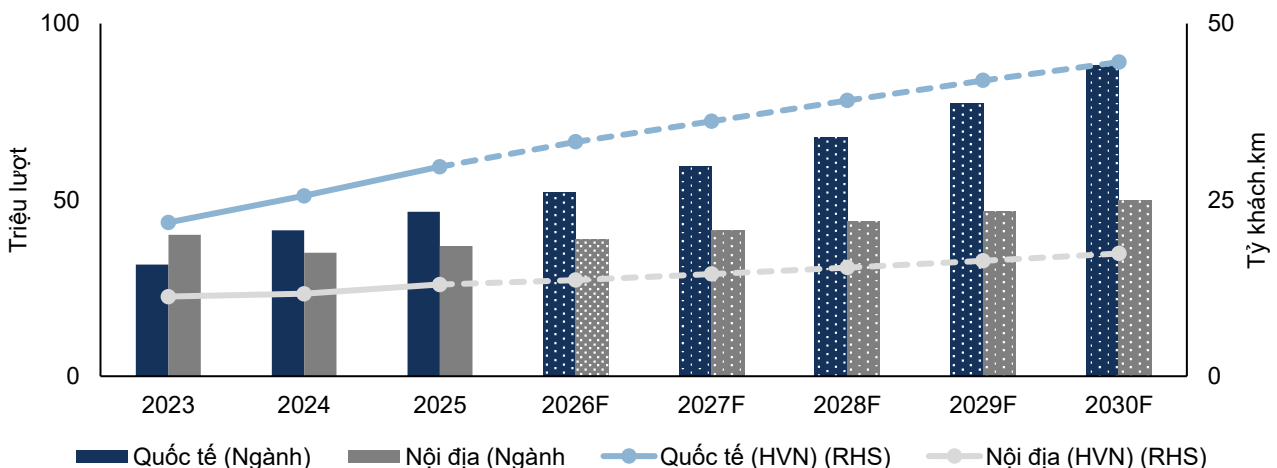


Nguồn: FPTTS tổng hợp

2. Giai đoạn 2027 – 2030, biên lợi nhuận ròng phục hồi từ năm 2027 (đạt ~4,6%) và tăng trưởng ổn định (+0,5 đpt/năm) đến năm 2030 nhờ tăng tỷ trọng tàu bay thế hệ mới: ([Quay về trang đầu](#))

2.1. Lượng khách luân chuyển của HVN dự phóng tăng +7,2%/năm (2027 – 2030), thấp hơn -3,8 đpt so với ngành bởi quy mô đội bay tăng chậm (+0,8%/năm):

Biểu đồ: Dự phóng lượng khách hàng không của Việt Nam và HVN



Nguồn: FPTTS dự phóng

Giai đoạn 2027 – 2030, chúng tôi dự phóng doanh thu của HVN chỉ tăng nhẹ +1,2% YoY (2027) và tăng trưởng ổn định +10,3%/năm đến năm 2030 do (1) giá vé hàng không hạ nhiệt (-8,0% YoY) trong năm 2027 khi giá nhiên liệu suy giảm sau kết thúc chiến sự và (2) giá định giá vé tăng bình quân +4,5%/năm (2028 – 2030). Trong khi đó, lượng khách luân chuyển của HVN dự phóng tăng trưởng ổn định +7,2%/năm trong suốt giai đoạn 2027 – 2030, thấp hơn -3,8 đpt so với ngành. Cụ thể:

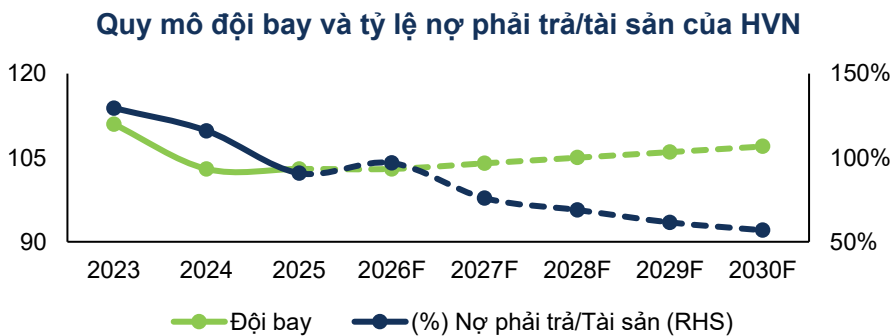
Về ngành hàng không, lượng khách dự kiến tăng trưởng +11,0%/năm (2027 – 2030). Trong đó:

- **Lượng khách quốc tế dự phóng tăng +14,0%/năm** nhờ chính sách thị thực tiếp tục cải thiện: (1) Việt Nam miễn thị thực thêm 9 quốc gia YoY theo Nghị quyết 229/NQ-CP; (2) Tiếp tục đàm phán với ~15 quốc gia về miễn thị thực song phương; (3) Nới lỏng chính sách thị thực khi Việt Nam tổ chức Hội nghị APEC năm 2027 để quảng bá thương hiệu quốc gia ([Phụ lục 6: Nới lỏng chính sách thị thực phục vụ APEC](#)).
- **Lượng khách nội địa dự phóng tăng +6,5%/năm** nhờ thu nhập của người dân cải thiện (GDP/người tăng +6,2% theo IMF).

Với HVN, lượng khách luân chuyển dự phóng chỉ tăng +7,2%/năm, thấp hơn -3,8 đpt/năm so với toàn ngành bởi quy mô đội bay tăng chậm (+0,8%/năm).

Biểu đồ: HVN có thể thuê tàu bay trở lại khi tỷ lệ nợ phải trả/tài sản của HVN giảm về mức an toàn hơn (<80%)

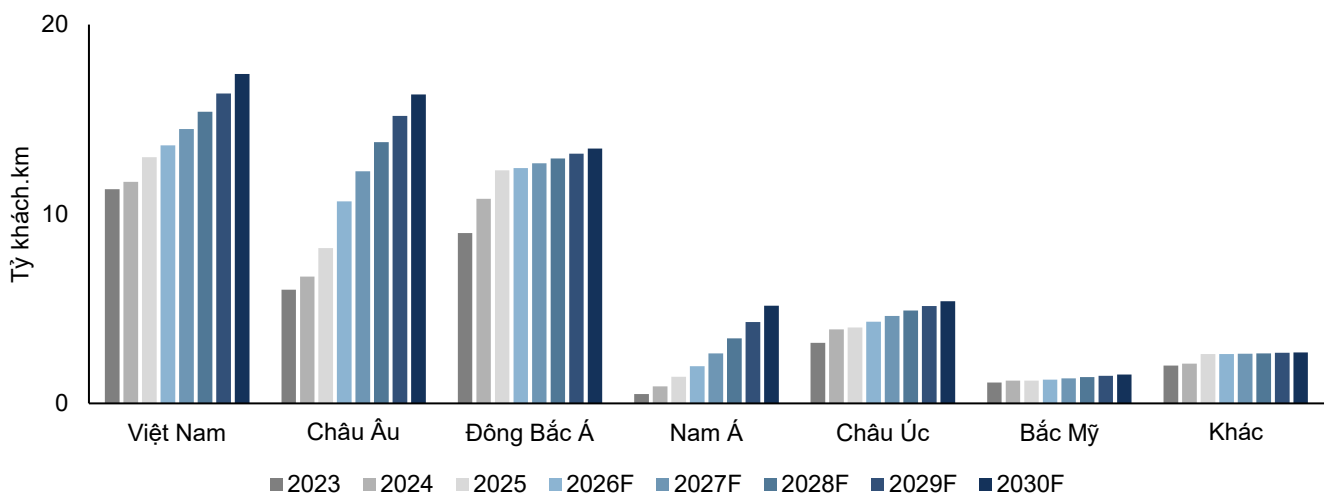
Nguyên nhân bởi (1) hợp đồng đặt mua 50 tàu bay với Boeing dự kiến được bàn giao từ năm 2031 và (2) khả năng đàm phán thuê hoạt động tàu bay thấp bởi (a) tỷ trọng nợ vay cao cùng với (b) lịch sử mất khả năng thanh toán sau đại dịch Covid.



Nguồn: FPT S dự phóng

Trong đó, tăng trưởng của HVN được thúc đẩy từ các thị trường đường bay xa và ít cạnh tranh:

Biểu đồ: Động lực tăng trưởng chính của HVN đến từ thị trường quốc tế, đặc biệt tại Châu Âu, Mỹ, Nam Á



Nguồn: FPT S dự phóng

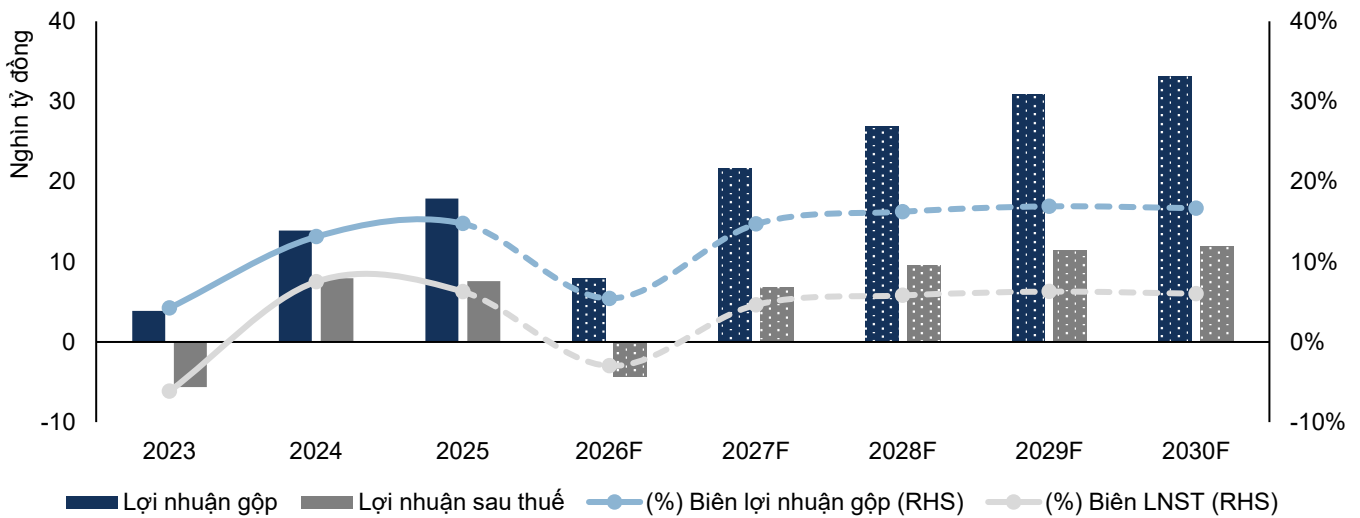
Thị trường nội địa (~30% lượng khách 2025): Chúng tôi dự phóng lượng khách luân chuyển của HVN tăng +6,3%/năm, thấp hơn -0,2 đpt so với tăng trưởng toàn ngành. Nguyên nhân bởi tình trạng cạnh tranh gia tăng khi Sun PhuQuoc Airways (cùng phân khúc với HVN) dần gia tăng quy mô đội bay.

Thị trường quốc tế (~70% lượng khách 2025): Chúng tôi dự phóng luân chuyển của HVN tăng +7,6%/năm. Trong đó:

- **Lượng khách luân chuyển từ thị trường Đông Bắc Á** (chiếm ~29%) dự phóng tăng +2,0%/năm bởi (1) mức độ cạnh tranh gay gắt và (2) năng lực cạnh tranh thấp so với các hãng hàng không nước ngoài ([Phụ lục 4](#)).
- **Lượng khách luân chuyển tăng nhanh chủ yếu từ các thị trường đường bay dài** như Châu Âu (+11,2%/năm), Châu Úc (+5,7%/năm) và Nam Á (+27,4%/năm) nhờ không có các đối thủ cạnh tranh khai thác các đường bay thẳng (riêng thị trường Nam Á có thêm Air India khai thác).

2.2. Biên lợi nhuận hồi phục nhờ giá nhiên liệu suy yếu và giảm tiêu hao nhiên liệu từ tăng tỷ trọng tàu bay thế hệ mới

Biểu đồ: Biên lợi nhuận của HVN phục hồi từ năm 2027 nhờ giá nhiên liệu giảm -32,6% YoY



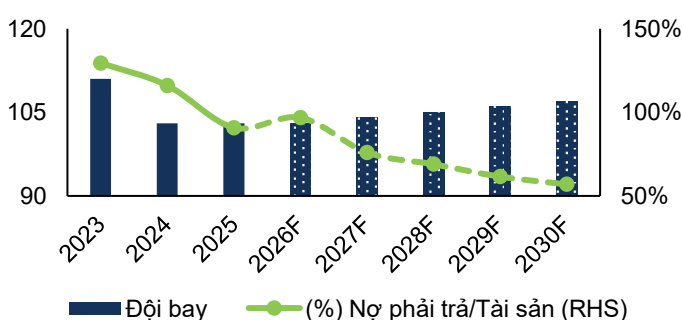
Nguồn: FPTIS dự phóng

Tới 2030, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của HVN sẽ tăng từ mức âm lên 9.528 tỷ đồng, tương đương mức biên lợi nhuận sau thuế tăng từ -3,0% (2026) lên 4,9% (2030). Trong đó:

- **Biên lợi nhuận gộp tăng từ 5,4% (2026) lên 13,3% (2027) nhờ giá nhiên liệu Jet A1 giảm -32,6% YoY sau khi Mỹ - Iran chính thức ký kết thỏa thuận hòa bình.**
- **Đến năm 2030, biên lợi nhuận gộp dự phóng đạt 16,7% nhờ tăng tỷ trọng tàu bay động cơ thế hệ mới giảm tiêu hao nhiên liệu.** Cụ thể, chúng tôi dự phóng lượng nhiên liệu tiêu thụ mỗi ghế luân chuyển của HVN sẽ giảm -1,0%/năm nhờ tỷ trọng tàu bay sử dụng động cơ thế hệ mới tăng từ 52,9% (2026) lên 54,2% (2030).

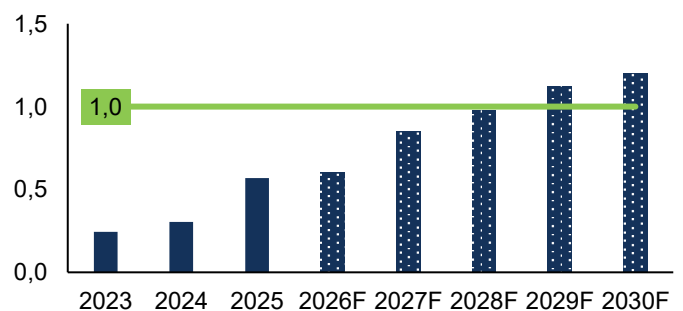
3. Cấu trúc vốn và khả năng thanh toán dự phóng dần cải thiện tạo dư địa gia tăng quy mô đội bay

Biểu đồ: Tỷ trọng nợ phải trả của HVN về mức biên an toàn (<80%) từ năm 2027F



Nguồn: FPTIS dự phóng

Biểu đồ: Tỷ số khả năng thanh toán ngắn hạn của HVN dự phóng đạt trên 1,0 từ năm 2029F



Nguồn: FPTIS dự phóng

Tỷ trọng vay nợ giảm về mức biên an toàn (<80%) từ năm 2027F nhờ (1) phát hành vốn đợt 2 và (2) hoạt động kinh doanh phục hồi: Theo Nghị quyết số 110/NQ-CP, HVN vẫn còn đợt tăng vốn điều lệ thứ 2 với quy mô 13.000 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng HVN sẽ hoàn tất phát hành vốn đợt 2 vào năm 2027, giúp tăng vốn điều lệ lên ~44 nghìn tỷ đồng (~49,4% cơ cấu vốn). Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng hoạt động kinh doanh của HVN sẽ phục hồi trở lại trong năm 2027F sau khi eo biển Hormuz mở cửa trở lại.

Tỷ số khả năng thanh toán ngắn hạn đạt > 1,0 từ năm 2029F: Chúng tôi đánh giá tốc độ cải thiện tỷ số khả năng thanh toán của HVN cải thiện chậm bởi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chủ yếu để hoàn trả các khoản nợ quá hạn.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng HVN vẫn chịu rủi ro không đủ khả năng thanh toán các nghĩa vụ ngắn hạn trước năm 2029. ([Phần V.3. Rủi ro mất khả năng thanh toán](#))

V. RỦI RO

1. Rủi ro biến động giá nhiên liệu Jet A1 theo tình hình chiến sự tại Trung Đông ([Quay về trang đầu](#))

Từ T03/2026, giá nhiên liệu bay Jet A1 biến động trong khoảng 135 – 190 USD (tương đương mức tăng +61% đến +126% YoY) theo chu kỳ leo thang – hạ nhiệt của chiến sự Trung Đông. Tình hình chiến sự Mỹ - Iran tiếp tục diễn biến với nhiều yếu tố bất định. Cụ thể, Mỹ và Iran đã ký biên bản ghi nhớ nhằm chấm dứt xung đột (18/06/2026), nhưng ngay sau đó (19/06), Iran đã hủy bỏ buổi đàm phán với Mỹ. Chúng tôi nhận định giá nhiên liệu Jet A1 sẽ còn tiếp tục diễn biến khó lường, cho đến khi Mỹ - Iran hoàn tất ký kết thỏa thuận hòa bình (giả định hoàn tất trong T07/2026 theo [Báo cáo cập nhật ảnh hưởng xung đột Mỹ - Iran – T06/2026](#)).

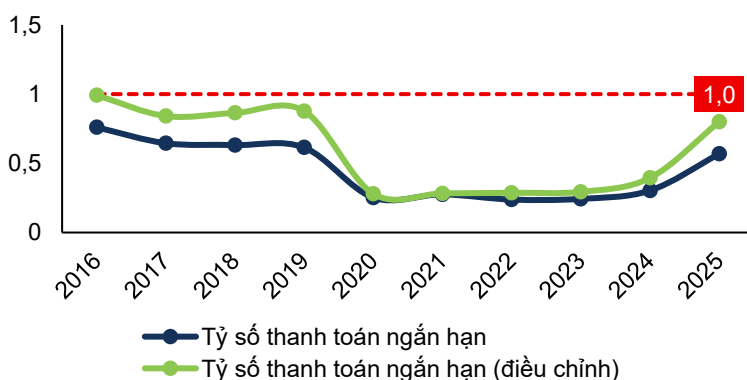
Nhóm doanh nghiệp vận tải hàng không, trong đó có HVN, chịu tác động trực tiếp của tình trạng đóng cửa eo biển Hormuz khi chi phí nhiên liệu chiếm ~30% chi phí hoạt động. Các hãng hàng không đã phải tăng giá vé hoặc thu phụ phí nhiên liệu để giảm tác động từ chiến sự. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá mức tăng giá vé chưa đủ để triệt tiêu hoàn toàn các tác động từ diễn biến giá nhiên liệu.

2. Rủi ro gia tăng cạnh tranh từ VJC tại các thị trường Châu Âu, Châu Mỹ ([Quay về trang đầu](#))

VJC có kế hoạch mở rộng mạng đường bay hướng đến các thị trường như Châu Âu, Châu Mỹ (chiếm ~22% lượng khách luân chuyển của HVN). Theo Đại hội đồng cổ đông năm 2026 của VJC, hãng dự tính mở mới các đường bay đến thị trường Châu Âu trong Q4/2026, sau khi các tàu bay A330 được bàn giao. Chúng tôi đánh giá sự tham gia của VJC làm HVN phải giảm mức giá vé để cạnh tranh tại các đường bay này.

3. Rủi ro mất khả năng thanh toán khi tỷ số khả năng thanh toán ngắn hạn < 1,0 ([Quay về trang đầu](#))

Biểu đồ: Tỷ số khả năng thanh toán ngắn hạn của HVN luôn dưới 1,0 (2016 – 2025)



Chúng tôi đánh giá HVN gặp rủi ro không đủ khả năng thanh toán các nghĩa vụ ngắn hạn khi tỷ số khả năng thanh toán ngắn hạn luôn dưới 1 (2016 – 2025). Chúng tôi nhận định HVN đã duy trì khả năng hoạt động nhờ (1) chu kỳ tiền mặt dương (nhận tiền trước khi thanh toán các chi phí) và (2) thực hiện đảo nợ (dùng vay nợ mới để thanh toán cho các nghĩa vụ đến hạn).

* Điều chỉnh loại bỏ các khoản thanh toán trả trước dịch vụ vận tải của khách hàng do đây không phải nghĩa vụ thanh toán bằng tiền.

Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

4. Rủi ro tiến độ bàn giao tàu bay chậm hơn kế hoạch

[\(Quay về trang đầu\)](#)

Trong trung hạn (2026 – 2030), triển vọng tăng trưởng của HVN bị giới hạn bởi tốc độ tăng trưởng đội bay chậm, như chúng tôi đã trình bày tại [Phần IV. Triển vọng kinh doanh](#). Triển vọng tăng trưởng của HVN trong dài hạn (sau năm 2030) chủ yếu phụ thuộc vào tiến độ bàn giao hợp đồng đặt mua 50 tàu bay với Boeing. Chúng tôi đánh giá HVN gặp rủi ro nhà cung cấp bàn giao tàu bay chậm tiến độ bởi (1) tình trạng thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu bởi tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng và (2) quy trình kiểm định chất lượng bị siết chặt sau các sự cố an toàn hàng không.

VI. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Tuyên bố rủi ro về các giả định: Báo cáo dựa trên kịch bản **Mỹ - Iran ký kết thỏa thuận hòa bình trong T07/2027**. Trường hợp tiến độ tích cực hơn dự kiến sẽ củng cố khuyến nghị **MUA** của chúng tôi. Trường hợp chiến sự leo thang, chúng tôi sẽ cập nhật trong báo cáo tiếp theo.

Dựa trên kịch bản cơ sở, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HVN với mức giá mục tiêu **31.100 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn **+36,3%** so với giá đóng cửa ngày 22/06/2026. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF).

Kết quả định giá:

Tổng hợp Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Giá trị	Trọng số
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	30.800	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	31.400	50%
Giá mục tiêu	31.100	

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND)	93.073
(+) Tiền mặt (tỷ VND)	17.955
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND)	13.104
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	97.924
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	3.111
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	31.400
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	95.826
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	30.800

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2025	9,2%	Phần bù rủi ro thị trường	10,4%
Chi phí sử dụng nợ	7,0%	Hệ số Beta	1,0
Chi phí sử dụng VCSH	14,2%	Tăng trưởng dài hạn	2,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,8%	Thời gian dự phóng	5 năm

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD (tỷ VND)	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	105.942	121.207	145.752	147.522
- Giá vốn hàng bán	(92.040)	(103.310)	(137.848)	(125.837)
Lợi nhuận gộp	13.902	17.897	7.905	21.685
- Chi phí bán hàng	(4.898)	(6.067)	(7.296)	(7.385)
- Chi phí quản lý DN	(2.191)	(2.691)	(3.440)	(3.482)
Lợi nhuận thuần HĐKD	6.813	9.138	(2.831)	10.819
- Doanh thu tài chính	1.266	1.515	1.794	1.818
- Chi phí tài chính	(4.951)	(3.581)	(4.403)	(4.104)
- Thu nhập khác	5.217	254	-	-
- Lãi/lỗ trong công ty LKLD	70	842	-	-
Lợi nhuận trước thuế	8.416	8.168	(5.441)	8.533
- Thuế TNDN	(390)	(533)	1.088	(1.707)
- Thuế hoãn lại	(68)	(28)	-	-
LNST	7.958	7.607	(4.352)	6.826
Lợi ích cổ đông thiểu số	(393)	(403)	223	(349)
EPS (đồng)	3.416	2.949	(1.327)	1.468
EBITDA	14.792	13.852	(96)	13.906
Khấu hao	-	-	-	-
Tăng trưởng doanh thu	16%	14%	38%	1%
Tăng trưởng LN HĐKD	-154%	147%	-270%	-257%
Tăng trưởng LNST	-241%	-4%	-155%	-257%
Tăng trưởng EPS	-228%	-14%	-139%	-211%
Chỉ số khả năng sinh lời	2024	2025	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,1%	14,8%	5,4%	14,7%
Tỷ suất LNST	7,5%	6,3%	-3,0%	4,6%
ROE DuPont	-60,4%	-581,9%	-93,3%	55,8%
ROA DuPont	13,7%	11,6%	-5,6%	7,9%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	9,2%	7,4%	-3,3%	6,2%
LNST/LNTT	94,6%	93,1%	80,0%	80,0%
LNTT/EBIT	82,1%	84,5%	90,8%	74,1%
Vòng quay tổng tài sản	1,8	1,8	1,9	1,7
Đòn bẩy tài chính	-4,4	-50,2	16,7	7,1
Chỉ số hiệu quả vận hành	2024	2025	2026F	2027F
Số ngày phải thu	15,7	15,2	15,0	16,2
Số ngày tồn kho	14,4	13,6	12,6	15,1
Số ngày phải trả	121,6	113,8	104,8	118,7
Thời gian luân chuyển tiền	-91,4	-85,1	-77,3	-87,4
COGS/Hàng tồn kho	27,1	28,8	33,8	26,0
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024	2025	2026F	2027F
CS thanh toán hiện hành	0,3	0,6	0,6	0,8
CS thanh toán nhanh	0,2	0,5	0,5	0,8
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,2	0,5
Nợ/Tài sản	1,2	0,9	1,0	0,8
Nợ/Vốn CSH	-7,2	9,9	30,7	3,2
Nợ ngắn hạn/Vốn CSH	-6,1	8,4	28,4	3,0
Nợ dài hạn/Vốn CSH	-1,1	1,5	2,3	0,1

CĐKD (tỷ VND)	2024	2025	2026F	2027F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	4.627	9.896	17.827	29.898
+ Đầu tư TC ngắn hạn	1.015	8.059	8.059	8.059
+ Các khoản phải thu	7.322	9.427	11.142	11.277
+ Hàng tồn kho	3.369	3.796	5.064	4.623
+ Tài sản ngắn hạn khác	1.004	873	2.346	2.142
Tổng tài sản ngắn hạn	17.338	32.051	44.438	55.998
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	46.822	53.666	54.253	54.839
+ Khấu hao lũy kế	(33.934)	(41.552)	(44.038)	(46.524)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	12.887	12.114	10.215	8.315
+ Đầu tư tài chính dài hạn	1.795	2.705	2.705	2.705
+ Tài sản dài hạn khác	7.486	10.648	11.645	12.553
+ Xây dựng cơ bản dở dang	109	254	254	254
Tổng tài sản dài hạn	40.849	41.124	38.026	34.839
Tổng tài sản	58.187	73.175	82.464	90.837
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	30.504	33.937	45.214	36.618
+ Vay và nợ ngắn hạn	14.311	9.379	11.446	13.334
Nợ ngắn hạn	57.159	56.433	73.899	66.123
+ Vay và nợ dài hạn	6.172	3.725	1.324	886
+ Phải trả dài hạn khác	1.377	1.154	1.154	1.154
Nợ dài hạn	10.372	10.012	5.965	2.864
Tổng nợ	67.531	66.445	79.864	68.987
+ Thặng dư	1.220	1.220	1.220	1.220
+ Vốn điều lệ	22.144	31.115	31.115	44.115
+ LN chưa phân phối	(33.614)	(26.686)	(30.816)	(24.565)
Vốn chủ sở hữu	(9.344)	6.730	2.600	21.850
Lợi ích cổ đông thiểu số	672	799	799	799
Tổng cộng nguồn vốn	58.187	73.175	82.464	90.837
Lưu chuyển tiền tệ (tỷ VND)	2024	2025	2026F	2027F
Tiền đầu năm	2.551	4.627	9.896	17.827
Lợi nhuận sau thuế	7.564	7.204	(4.130)	6.477
+ Khấu hao	5.095	4.846	4.699	4.699
+ Điều chỉnh	17	3.272	(1.304)	(2.691)
+ Thay đổi vốn lưu động	(3.346)	(2.401)	12.073	(9.329)
Tiền từ hoạt động KD	9.441	12.278	8.868	(1.774)
+ Thanh lý tài sản cố định	568	7	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	(320)	(1.577)	(604)	(604)
+ Tăng (giảm) đầu tư	-	-	-	-
+ Các hoạt động đầu tư khác	2	(6.615)	-	-
Tiền từ hoạt động đầu tư	250	(8.185)	(604)	(604)
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	(3.251)	(4.932)	(2.865)	1.888
+ Thay đổi nợ dài hạn	(3.635)	(2.446)	(4.848)	(438)
+ Các hoạt động TC khác	(724)	8.554	7.379	13.000
Tiền từ hoạt động TC	(7.609)	1.175	(334)	14.449
Tổng lưu chuyển tiền tệ	2.082	5.268	7.931	12.071
Tiền cuối năm	4.627	9.896	17.827	29.898

VII. PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Mô hình kinh doanh của các hãng hàng không

[\(Quay về nội dung chính\)](#)

Có 3 mô hình hoạt động của các hãng hàng không:

- **Mô hình hàng không giá rẻ (LCC – Low Cost Carrier):** Các hãng LCC với chiến lược tập trung vào tối ưu hóa chi phí thông qua cắt giảm các dịch vụ kèm theo vé để cạnh tranh về giá vé. Thay vào đó, các dịch vụ được chia nhỏ và tính phí để hành khách tự do lựa chọn theo nhu cầu.
- **Mô hình hàng không truyền thống (FSC – Full Service Carrier):** Các hãng FSC tập trung vào trải nghiệm của hành khách, với chỗ ngồi rộng hơn, tỷ lệ đúng giờ cao hơn so với các hãng LCC và cung cấp đầy đủ dịch vụ kèm theo vé như suất ăn miễn phí, hành lý ký gửi, lựa chọn chỗ ngồi, v.v.
- **Mô hình hàng không kết hợp (Hybrid):** Hãng hàng không hybrid kết hợp giữa mô hình hoạt động của LCC và FSC, cung cấp thêm một số dịch vụ kèm theo vé so với các hãng LCC nhưng có mức giá vé rẻ hơn các hãng FSC.

Bảng: So sánh giá vé và dịch vụ của các mô hình kinh doanh hãng hàng không

Đặc điểm	Vietjet Air	Vietravel Airlines	Bamboo Airways	Pacific Airlines	Vietnam Airlines	Sun PhuQuoc Airways
Mô hình kinh doanh	LCC	LCC	Hybrid	FSC	FSC	FSC
Giá vé (VND) *	100%	92%	119%	N/A	105%	106%
Tỷ lệ đúng giờ ()						
Dịch vụ kèm theo vé	Suất ăn miễn phí	Không	Không	Có	Có	Có
	Hành lý xách tay	7 kg	7 kg	7 kg	10 kg	10 kg
	Hành lý ký gửi	Không	Không	Không	23 kg	23 kg
	Phương tiện giải trí trên chuyến bay	Không	Không	Không	Không	Có
Khoảng cách ghế ngồi (inch)	28 – 29	28 – 29	30 – 31	31 – 33	31 – 33	~ 32
Độ rộng ghế ngồi (inch)	18	17	17	18 – 20	18 – 20	17 – 18
Xếp hạng Skytrax	3 sao	N/A	3 sao	N/A	4 sao	N/A

* Giá vé sau thuế phí trên tuyến TP.HCM – Hà Nội

Nguồn: FPT S tổng hợp

Phụ lục 2: Động cơ hiện đại và động cơ cổ điển

[\(Quay về nội dung chính\)](#)

Dựa trên cách phân loại của Airbus, có thể chia các động cơ tàu bay thành hai loại: (1) Động cơ hiện đại (NEO) gồm các động cơ với lần chạy đầu tiên từ năm 2016; (2) Động cơ cổ điển (CEO) gồm các động cơ với lần chạy đầu tiên từ trước năm 1990. Theo Airbus và các nghiên cứu thực nghiệm, động cơ NEO có lượng nhiên liệu tiêu thụ trên mỗi ghế luân chuyển thấp hơn 15% - 25% so với động cơ CEO.

Phụ lục 3: Các quy định ảnh hưởng đến hoạt động đặt mua tàu bay của HVN [\(Quay về nội dung chính\)](#)

Theo Điều lệ của HVN, tại khoản 2, Điều 29 về điều kiện để Nghị quyết của Đại hội đồng cổ đông được thông qua: “Nghị quyết về nội dung sau đây được thông qua nếu được số cổ đông đại diện từ 65% tổng số phiếu biểu quyết trở lên của tất cả cổ đông tham dự và biểu quyết tại cuộc họp tán thành...:

- Dự án đầu tư hoặc bán tài sản có giá trị từ 35% tổng giá trị tài sản trở lên được ghi trong báo cáo tài chính gần nhất của VIETNAM AIRLINES;”

Phần vốn nhà nước chiếm 86,4% vốn cổ phần tại HVN, do đó, để thông qua Nghị quyết của Đại hội đồng cổ đông cần có sự chấp thuận từ người đại diện phần vốn nhà nước tại HVN.

Theo Luật về Quản lý, sử dụng vốn nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh tại doanh nghiệp (Luật số 69/2014/QH13, Luật số 68/2025/QH15), tại khoản 1, Điều 48 về quyền và trách nhiệm của người đại diện phần vốn nhà nước: “Báo cáo, xin ý kiến cơ quan đại diện chủ sở hữu trước khi tham gia ý kiến, biểu quyết và quyết định tại Đại hội đồng cổ đông, cuộc họp của Hội đồng quản trị, Hội đồng thành viên...”

Do đó, người đại diện phần vốn nhà nước tại HVN cần xin ý kiến Bộ Tài chính và SCIC trước khi biểu quyết tại Đại hội đồng cổ đông của HVN.

Nguồn: Điều lệ công ty – HVN (2025), Luật số 69/2014/QH13, Luật số 68/2025/QH15

Phụ lục 4: So sánh chất lượng dịch vụ của các hãng hàng không truyền thống [\(Quay về nội dung chính\)](#)

Về giá vé, chúng tôi nhận thấy mức chênh lệch giá vé giữa các hãng có sự thay đổi đáng kể tùy thời điểm.

Về chất lượng dịch vụ:

- **Sự thoải mái của ghế ngồi:** Chúng tôi nhận thấy không có sự khác biệt giữa các hãng hàng không truyền thống về khoảng cách ghế và độ rộng ghế;
- **Có sự khác biệt đáng kể về chất lượng dịch vụ ăn uống, giải trí và tiếp viên (*):** Chúng tôi sử dụng điểm đánh giá bình quân từ hành khách được thống kê bởi Skytrax.

Bảng: So sánh chất lượng dịch vụ của các hãng hàng không trên tuyến Việt Nam – Trung Quốc & Hong Kong

Tiêu chí	HVN	Cathay Pacific Airways	China Southern Airlines	China Eastern Airlines	Air China	Shenzhen Airlines
Skytrax	4 sao	5 sao	4 sao	3 sao	3 sao	3 sao
Liên minh	SkyTeam	OneWorld	N/A	SkyTeam	Star Alliance	Star Alliance
Dịch vụ						
Khoảng cách ghế (inch)	31 – 33	32	32 – 33	32	30 - 34	29,5 – 32
Độ rộng ghế (inch)	18 – 20	18	17 – 17,5	17	17	17 – 18
Chất lượng bữa ăn *	3 sao	3 sao	4 sao	3 sao	2 sao	3 sao
Giải trí *	2 sao	4 sao	4 sao	2 sao	2 sao	2 sao
Dịch vụ tiếp viên *	3 sao	4 sao	4 sao	3 sao	3 sao	3 sao

Nguồn: FPTS tổng hợp

Bảng: So chất lượng dịch vụ của các hãng hàng không tuyến Việt Nam – Nhật Bản, Hàn Quốc & Đài Loan

Tiêu chí	HVN	Hàn Quốc		Nhật Bản	Đài Loan		
		Asiana Airlines	Korean Air	All Nippon Airways	China Airlines	Starlux	EVA Air
Skytrax	4 sao	5 sao	5 sao	5 sao	4 sao	5 sao	5 sao
Liên minh	SkyTeam	Star Alliance	SkyTeam	Star Alliance	SkyTeam	N/A	Star Alliance
Dịch vụ							
Khoảng cách ghế (inch)	31 – 33	31 – 33	32 – 34	34	31 – 32	31 – 32	31 – 32
Độ rộng ghế (inch)	18 – 20	17 – 19	17 – 18	17	17 – 18	18	17 – 18,5
Chất lượng bữa ăn *	3 sao	4 sao	4 sao	4 sao	3 sao	3 sao	4 sao
Giải trí *	2 sao	3 sao	4 sao	4 sao	3 sao	4 sao	4 sao
Dịch vụ tiếp viên *	3 sao	4 sao	4 sao	5 sao	4 sao	4 sao	4 sao

Nguồn: FPTIS tổng hợp

Bảng: So chất lượng dịch vụ của các hãng hàng không tuyến Việt Nam – Ấn Độ

Tiêu chí	HVN	Air India
Skytrax	4 sao	4 sao
Liên minh	SkyTeam	Star Alliance
Dịch vụ		
Khoảng cách ghế (inch)	31 – 33	31 – 33
Độ rộng ghế (inch)	18 – 20	17 – 18
Chất lượng bữa ăn *	3 sao	3 sao
Giải trí *	2 sao	2 sao
Dịch vụ tiếp viên *	3 sao	3 sao

Nguồn: FPTIS tổng hợp

Phụ lục 5: Bảng kết quả kinh doanh của HVN trong Q1/2026
[\(Quay về nội dung chính\)](#)

Nhìn chung, HVN vẫn duy trì kết quả kinh doanh tích cực trong Q1/2026 nhờ lượng khách phục vụ tăng trưởng tích cực (+12% YoY) và động thái điều chỉnh giá vé trước tình hình giá nhiên liệu gia tăng bởi tình hình chiến sự tại khu vực Trung Đông.

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/2026	%YoY	Ghi chú
Doanh thu thuần *	36.883	+21%	Lượng hành khách phục vụ của HVN đạt 6,9 triệu lượt (+12% YoY). HVN tiếp tục tập trung mở rộng thị trường quốc tế - các đường bay trọng điểm tăng +28,6% YoY.
<i>Vận tải hành khách</i>	28.774	+18%	
<i>Hoạt động phụ trợ</i>	1.469	+28%	
<i>Bán hàng</i>	6.030	+30%	
Lợi nhuận gộp	7.311	+17%	Giá vé: Từ T03/2026, HVN đã điều chỉnh tăng giá vé và phụ thu nhiên liệu để bù đắp ảnh hưởng từ giá nhiên liệu tăng. Theo khảo sát của chúng tôi, HVN thực hiện điều chỉnh giá vé chỉ sau 1 tuần kể từ khi giá nhiên liệu tăng ảnh hưởng bởi chiến sự Mỹ - Iran.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	25%	-0,7 đpt	
Lợi nhuận trước thuế	4.680	+29%	Giá nhiên liệu Jet A1 bình quân trong Q1/2026 tăng +21% YoY do nguồn cung dầu thô bị ảnh hưởng bởi tình trạng đóng cửa của eo biển Hormuz.
<i>Biên LNNT</i>	16%	+0,8 đpt	
Lợi nhuận sau thuế	320	+30%	Biên lợi nhuận gộp vẫn duy trì tương đương cùng kỳ năm 2025 chủ yếu nhờ động thái tăng giá vé kịp thời của HVN.
<i>Biên LNST</i>	12%	+0,8 đpt	

Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

Phụ lục 6: Nới lỏng chính sách thị thực phục vụ APEC
[\(Quay về nội dung chính\)](#)

Hội nghị cấp cao APEC là cuộc họp thường của các nguyên thủ quốc gia tổ các nước thành viên thuộc Diễn đàn Hợp tác Kinh tế Châu Á – Thái Bình Dương (APEC). Không chỉ là sự kiện hội họp, các quốc gia còn tận dụng hình ảnh từ các kỳ APEC để quảng bá hình ảnh đất nước với quốc tế. Do đó, các quốc gia tổ chức thường đẩy nhanh tiến độ xây dựng cơ sở hạ tầng trước kỳ APEC để quảng bá hình ảnh và nới lỏng chính sách thị thực để tận dụng hiệu ứng truyền thông từ Hội nghị APEC nhằm thu hút khách du lịch.

Bảng: Nới lỏng chính sách thị thực tại các kỳ APEC trước đây

Kỳ APEC	Địa điểm	Trước tổ chức	Sau tổ chức
APEC 2013	Indonesia	T10/2013: Ký thỏa thuận thành lập trung tâm kết nối hàng không với các nước ASEAN và APEC	T01/2014: Triển khai cổng kiểm soát hộ chiếu tự động
APEC 2015	Philippines	T01/2015: Áp dụng chính sách “Open Skies”	T03/2016: Nới lỏng chính sách thị thực cho Trung Quốc.
APEC 2017	Việt Nam	T02/2017: Thí điểm thị thực điện tử cho 40 quốc gia	T1/2018: Mở rộng danh sách các cửa khẩu sử dụng thị thực điện tử
APEC 2022	Thái Lan	T10/2022: Nâng thời hạn miễn visa từ 30 lên 45 ngày	T01/2023: Miễn thị thực 60 ngày cho 93 nước và ra mắt thị thực 180 ngày

Nguồn: FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu HVN, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tầng 3, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

100, Quang Trung, Phường Thạch Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888