

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

Chuyên viên Phân tích cơ bản

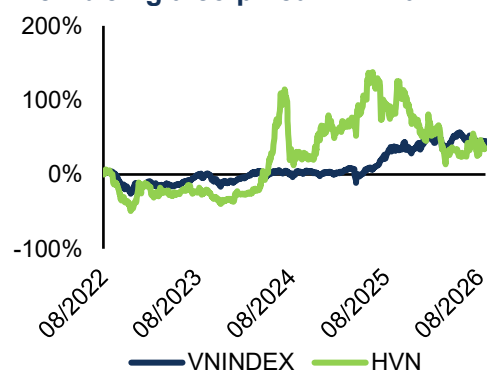
 Email: khoadd@fpts.com.vn

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 11/09/2026

Giá hiện tại (VND/cp)	21.200
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	38.450
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	19.300
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	3.111
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	3.111
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	525.021
% sở hữu nước ngoài	8,54%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	70.009
P/E trailing 12 tháng (lần)	14,23
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	1.643

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: **21.200**

 Giá mục tiêu: **33.100**

 Tăng/(giảm): **+56,1%**
Khuyến nghị
MUA
GIẢM LƯỢNG CHUYỂN BAY DO GIÁ NHIÊN LIỆU CAO

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HVN với giá mục tiêu là **33.100 VNĐ/cp**, cao hơn **+51,5%** so với giá đóng cửa ngày 11/09/2026 (bằng phương pháp FCFF và FCFE). Các luận điểm đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

Năm 2026, lợi nhuận sau thuế dự phóng giảm -51,7% YoY do giá năng lượng neo cao quanh mức ~160 USD/thùng ([Chi tiết](#))

- **Doanh thu vận tải hàng không của HVN dự phóng tăng +20,8% YoY (2026F)** nhờ (1) hoạt động bán hàng tăng trưởng tích cực và (2) chính sách tăng giá vé mới nhằm bù đắp chi phí giá nhiên liệu leo cao. Trong khi đó, lượng khách dự phóng giảm -3,0% YoY do HVN giảm tần suất chuyển bay trước áp lực giá nhiên liệu.
- **Lợi nhuận sau thuế của HVN dự phóng đạt 3.476 tỷ đồng (-51,7% YoY), bị bào mòn bởi giá nhiên liệu tăng +86,3% YoY.** Trong khi đó, doanh thu từ hoạt động bán hàng của hãng đạt 37.310 tỷ đồng (+105% YoY), chủ yếu từ mảng cung cấp nhiên liệu bay của SKYPEC nhờ giá nhiên liệu cao quanh mức ~160 USD/thùng (+81% YoY).

Giai đoạn 2027F – 2030F, doanh thu và biên lợi nhuận góp dự phóng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ mở rộng đường bay và giá nhiên liệu tàu bay hạ nhiệt. ([Chi tiết](#))

- **Doanh thu mảng vận tải hành khách dự phóng tăng +9,0%/năm** nhờ (1) mở rộng đường bay sang các thị trường đường bay dài thẳng và ít cạnh tranh và (2) tăng trưởng nội địa đạt +6,3%/năm.
- **Lợi nhuận gộp của HVN dự phóng tăng +23,6%/năm:** (1) Giá nhiên liệu Jet A1 dự phóng giảm -32,6% (2027F) sau khi Mỹ - Iran ký kết thỏa thuận hòa bình và (2) lượng nhiên liệu tiêu thụ mỗi ghế luân chuyển giảm -1,0%/năm.

CÁC YẾU TỐ THEO DÕI:

- **Rủi ro biến động giá nhiên liệu ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của HVN:** Giá nhiên liệu Jet A1 vẫn tiếp tục neo giữ ở mức cao và chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí hoạt động của HVN. ([Chi tiết](#))
- **Rủi ro cạnh tranh thị phần từ các hãng bay khác:** (1) VJC lên kế hoạch mở rộng đường bay ra thị trường quốc tế và (2) Sun PhuQuoc Airways mở rộng đội tàu bay mới từ T08/2026. ([Chi tiết](#))
- **Rủi ro bàn giao tàu bay chậm hơn kế hoạch:** Tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng và các quy định về quản lý an toàn làm cho tàu bay bàn giao chậm hơn kế hoạch đề ra. ([Chi tiết](#))

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q2/2026

Trong Q2/2026, kết quả kinh doanh của HVN ghi lỗ sau thuế -606 tỷ đồng (-121% YoY) do giá nhiên liệu neo cao quanh mức 160 USD/thùng. Trong khi đó, doanh thu vẫn duy trì đà tăng trưởng tích cực nhờ chính sách tăng giá vé khi giá nhiên liệu neo cao.

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2/2026	%YoY	6T2026	%YoY	Ghi chú Q2/2026
Doanh thu thuần	38.303	+37%	75.186	+28%	
Vận tải hành khách	26.865	+20%	55.640	+19%	Doanh thu mảng vận tải tăng trưởng +20% YoY nhờ chính sách tăng giá vé nhằm bù đắp giá nhiên liệu. Trong khi đó, lượng hành khách vận tải giảm -3% YoY, một phần bởi hãng cắt sản lượng chuyến bay khai thác (-8,4% YoY) do tình hình giá nhiên liệu neo cao.
Hàng hóa & Phụ trợ	1.383	+3%	2.852	+15%	
Bán hàng	9.437	+150%	15.467	+84%	
Lợi nhuận gộp	1.702	-65%	9.013	-19%	Giá nhiên liệu Jet A1 tiếp tục neo cao quanh mức ~160 USD/thùng.
Biên lợi nhuận gộp	4%	-13,1 đpt	12%	-7,1 đpt	
Lợi nhuận trước thuế	(441)	-114%	4.239	-37%	
Biên LNTT	-1%	-12,2 đpt	6%	-5,8 đpt	
Lợi nhuận sau thuế	(606)	-121%	3.908	-39%	
Biên LNST	-2%	-12,1 đpt	5%	-5,8 đpt	

Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

II. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH Q3/2026

Chúng tôi dự phóng HVN tiếp tục lỗ sau thuế trong Q3/2026F bởi giá nhiên liệu hàng không tiếp tục neo cao.

Đơn vị: Tỷ đồng	Q3/2026	%YoY	2026F	%YoY	Ghi chú Q3/2026
Doanh thu thuần	43.122	+42,0%	160.921	+32,8%	
<i>Vận tải hành khách</i>	30.099	+25,0%	115.238	+20,8%	Doanh thu mảng dự phóng tăng trưởng nhờ chính sách tăng giá vé của hãng. Trong khi đó, lượng khách phục vụ dự phóng giảm -3% YoY bởi dự kiến HVN tiếp tục giảm sản lượng chuyển bay khai thác khi giá nhiên liệu bay chưa hạ nhiệt trước bối cảnh căng thẳng Mỹ - Iran.
<i>Hàng hóa & Phụ trợ</i>	1.324	+3,1%	5.927	+15,4%	Chúng tôi dự phóng mảng có mức tăng thấp do đồng loạt cắt giảm sản lượng/chuyển bay khai thác nhằm ứng phó khi giá nhiên liệu neo cao.
<i>Bán hàng</i>	11.090	+150%	37.310	+105%	Doanh thu bán hàng dự phóng trong Q3/2026 tiếp tục tăng mạnh +150% YoY nhờ giá nhiên liệu duy trì quanh mức 160 USD/thùng, tác động tích cực lên mảng dịch vụ cung cấp nhiên liệu bay của Skypec.
Lợi nhuận gộp	2.587	-32,0%	14.157	-20,9%	Biên lợi nhuận gộp dự phóng đạt 6% (giảm -6,5 đpt YoY) do gánh nặng từ chi phí năng lượng không thể chuyển hết qua mức tăng giá vé.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	6%	-6,5 đpt	9%	-6,0 đpt	
Lợi nhuận trước thuế	(226)	-126%	3.791	-53,6%	Cả năm 2026, chúng tôi dự phóng lợi nhuận trước thuế của HVN giảm -53,6% YoY do áp lực từ chi phí nhiên liệu tăng nhanh.
<i>Biên LNTT</i>	-1%	-3,4 đpt	2%	-4,4 đpt	
Lợi nhuận sau thuế	(218)	-130%	3.476	-51,7%	
<i>Biên LNST</i>	-1%	-2,9 đpt	2%	-3,8 đpt	

Nguồn: HVN, FPTS dự phóng

III. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP (2027F – 2030F)

Chúng tôi thực hiện điều chỉnh dự phóng ngắn hạn (2026F) do hoạt động kinh doanh của HVN tiếp tục bị ảnh hưởng bởi chiến sự tại Trung Đông. Giai đoạn 2027 – 2030, chúng tôi giữ nguyên các giả định dự phóng của doanh nghiệp giống với Báo cáo Định giá lần đầu T06/2026, với giả định thỏa thuận hòa bình đã được ký kết. Các thay đổi trong triển vọng của HVN so với Báo cáo T06/2026 gồm:

- **Doanh thu của năm 2026 dự phóng đạt +32,8% YoY (tăng +12,5 đpt so với Báo cáo Định giá lần đầu T06/2026)** nhờ (1) hoạt động bán hàng (chủ yếu là nhiên liệu) của HVN tăng trưởng tích cực và (2) hãng chủ động tăng giá vé trước tình hình giá nhiên liệu tiếp tục neo cao.
- **Biên lợi nhuận gộp của hãng đạt 9% (tăng +3,6 đpt so với Báo cáo Định giá lần đầu T06/2026)** nhờ (1) hãng chủ động tăng giá vé ngay khi giá nhiên liệu tăng cao và (2) sản lượng khách luân chuyển quốc tế tăng trưởng.

Chỉ tiêu	2026F %YoY	2027 – 2030F CAGR	Giả định
Doanh thu thuần	+32,8%	+5,3%/năm	Năm 2026: Chúng tôi đánh giá doanh thu của hãng tăng trưởng +32,8% YoY (tăng +12,5 đpt so với Báo cáo T06/2026) đến từ (1) hoạt động bán hàng của hãng tăng trưởng vượt trội khi giá nhiên liệu tàu bay duy trì mức cao tác động tích cực đến hoạt động bán hàng của SKYPEC và (2) hãng chủ động tăng giá vé để bù đắp giá nhiên liệu. Bước sang giai đoạn 2027 – 2030: Chúng tôi giữ nguyên dự phóng giả định cho toàn giai đoạn 2026 – 2030F, gồm các luận điểm: (1) giá vé hàng không hạ nhiệt (-8,0% YoY, 2027F) khi giá nhiên liệu suy giảm sau khi kết thúc chiến sự và (2) giả định giá vé tăng ổn định +4,5%/năm (2028F – 2030F).
Vận tải hành khách	+20,8%	+9,0%/năm	Trong năm 2026: Chúng tôi dự phóng mảng vận tải hành khách tăng trưởng +20,8% YoY (giảm -3,5 đpt so với Báo cáo T06/2026) do HVN chủ động giảm tần suất chuyến bay khi giá nhiên liệu chưa có dấu hiệu hạ nhiệt do ảnh hưởng bởi bất ổn tại Trung Đông. Giai đoạn 2027 – 2030: Các giả định dự phóng của mảng được giữ nguyên so với Báo cáo T06/2026: (1) HVN mở rộng khai thác các đường bay dài thẳng, ít cạnh tranh trực tiếp như Châu Âu (+11,2%/năm), Châu Úc (+5,7%/năm) và Nam Á (+27,4%/năm) và Đông Bắc Á (+2,0%/năm) và (2) tăng trưởng nội địa đạt +6,3%/năm, thấp hơn tăng trưởng toàn ngành -0,2 đpt do Sun PhuQuoc Airways liên tục gia mở rộng quy mô đội tàu bay từ T08/2026.
Hàng hóa & hoạt động phụ trợ	+15,4%	+8,7%/năm	Cả năm 2026, chúng tôi dự phóng mảng phụ trợ tăng trưởng +15,4% YoY (tăng +5,4 đpt so với Báo cáo T06/2026) do hãng bay chủ động gia tăng khai thác các tàu bay sức chứa lớn trong khi giảm khai thác các tàu bay nhỏ. Giai đoạn 2027 – 2030, chúng tôi dự phóng mảng tăng trưởng với CAGR +8,7%/năm.
Bán hàng	+105%	-12,2%/năm	Năm 2026: Chúng tôi dự phóng mảng bán hàng tăng +105% YoY (cao hơn +101 đpt so với Báo cáo T06/2026) nhờ kỳ vọng giá năng lượng cao tác động tích cực đến doanh thu của SKYPEC.

Giai đoạn 2027 – 2030, chúng tôi đánh giá mảng bán hàng của HVN sẽ quay về mức tăng trưởng ổn định sau khi Mỹ - Iran chính thức ký kết thỏa thuận hòa bình, giúp cho giá nhiên liệu tàu bay hạ nhiệt.

Lợi nhuận gộp	-20,9%	+23,6%/năm	Năm 2026: chúng tôi điều chỉnh biên lợi nhuận gộp dự phóng của HVN đạt mức 9% (tăng +3,6 đpt so với Báo cáo T06/2026) nhờ (1) hoạt động bán hàng của hãng tăng trưởng tích cực và (2) chính sách tăng giá vé ngay khi giá nhiên liệu tăng cao. Giai đoạn 2027 – 2030: chúng tôi giữ nguyên dự phóng giá nhiên liệu Jet A1 giảm -32,6% YoY (2027F) sau khi thỏa thuận hòa bình Mỹ - Iran được ký kết. Biên lợi nhuận gộp của HVN dự phóng đạt 13,3% (2027F) và đạt 16,7% (2030F) nhờ HVN tăng tỷ trọng tàu bay sử dụng động cơ thể hệ mới giúp lượng nhiên liệu tiêu thụ trên mỗi ghế luân chuyển giảm -1,0%/năm.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	9%	16,7% (2030F)	
Lợi nhuận sau thuế	-51,7%	+36,1%/năm	

Nguồn: HVN, FPTs tổng hợp

IV. CÁC YẾU TỐ THEO DÕI

Thay đổi so với Báo cáo Định giá lần đầu T06/2026, chúng tôi đánh giá HVN đối diện với các rủi ro:

- **Rủi ro biến động giá nhiên liệu ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của HVN:** Biên lợi nhuận của hãng có thể tiếp tục giảm sâu do giá nhiên liệu Jet A1 vẫn tiếp tục neo giữ ở mức cao và chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn ~35% trong chi phí vận tải hàng không của HVN.
- **Rủi ro cạnh tranh thị phần quốc tế do VJC mở rộng mạng đường bay:** Theo công bố từ VJC, hãng đang lên kế hoạch mở rộng đường bay sang hai thị trường Châu Âu và Mỹ (chiếm ~22% lượng khách luân chuyển của HVN). Điều này có thể buộc HVN phải giảm giá vé để cạnh tranh thị phần quốc tế.
- **Rủi ro cạnh tranh thị phần tại thị trường nội địa:** Chính sách tăng giá vé của HVN sẽ thấp hơn -5 đpt so với toàn ngành do (1) duy trì thị phần khi các hãng bay đồng loạt tăng giá vé và (2) cạnh tranh thị phần nội địa sau khi Sun PhuQuoc Airways mở rộng đội bay từ T08/2026.
- **Rủi ro tàu bay bàn giao chậm hơn kế hoạch:** Triển vọng tăng trưởng dài hạn của HVN (sau năm 2030) có thể bị hạn chế khi nhà cung cấp bàn giao tàu bay chậm hơn dự kiến bởi (1) tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng và (2) quy định quản lý an toàn hàng không bị siết chặt.

V. KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HVN với mức giá mục tiêu **33.100 VNĐ/cổ phiếu** (+7,0% so với Báo cáo T06/2026) (bằng phương pháp FCFF và FCFE), cao hơn **+56,1%** so với mức giá đóng cửa ngày 11/09/2026. Mức thay đổi trong giá trị định giá so với Báo cáo T06/2026 chủ yếu phản ánh mức điều chỉnh doanh thu bán hàng tăng trưởng tích cực (chủ yếu từ mảng cung cấp nhiên liệu bay của SKYPEC) nhờ giá nhiên liệu tăng cao.

Dù triển vọng kết quả kinh doanh của HVN có phần tiêu cực do ảnh hưởng giá nhiên liệu, chúng tôi vẫn đưa ra khuyến nghị mua cổ phiếu HVN, 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.

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 Tây Hồ, Hà Nội.

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, Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh.

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 Hải Châu, TP. Đà Nẵng

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888