

Hàng không

Không xếp hạng

Hàng không tăng trưởng nhờ du lịch quốc tế

Du lịch quốc tế thúc đẩy tăng trưởng 4Q24

Tổng luân chuyển hành khách tăng 7% n/n trong 4Q24 nhờ vào sự gia tăng của du lịch quốc tế, số lượng hành khách giảm nhẹ 1% n/n. Có thể thấy sự phục hồi đáng kể về lượng khách quốc tế (4,88 triệu hành khách, +31% n/n), đặc biệt là từ Trung Quốc, Ấn Độ và Hoa Kỳ, có thể là nhờ thời tiết được cải thiện và các chương trình du lịch kỷ niệm 75 năm quan hệ ngoại giao Việt Nam-Trung Quốc. Số lượng hành khách đi ra nước ngoài cũng có dấu hiệu phục hồi vào cuối quý.

Các hãng hàng không – KQKD trái chiều

Doanh thu hàng không 4Q24 (HVN & VJC) tăng 15% n/n lên 36.4 nghìn tỷ đồng, với LNST là 1 nghìn tỷ đồng (so với lỗ 2 nghìn tỷ đồng trong 4Q23).

Tổng LNHD của hãng hàng không đạt 932 tỷ đồng (so với lỗ 3.7 nghìn tỷ đồng trong 4Q23) nhưng giảm một nửa so với quý 3. Biên LNHD của các hãng hàng không (tổng của HVN và VJC) đạt 1.2% (-2.8đpt q/q, +13đpt n/n), nhưng có sự lệch pha về lợi nhuận giữa hai hãng, trong đó:

- Biên LNHD của VJC đã giảm trong 4Q24. Những lý do chính có thể đến từ: (1) Sự gia tăng công suất ở Đông Nam Á và Việt Nam, đặc biệt là từ các hãng hàng không giá rẻ trong khu vực và (2) ước tính của chúng tôi cho thấy hệ số tải của VJC giảm 6% q/q và LNHD âm do mở rộng đội bay quá nhanh trong quý 4.
- Ngược lại, HVN với hoạt động mở rộng đội tàu bay vừa phải hơn giúp vẫn duy trì được hệ số tải ổn định và biên LNHD cao.

Dịch vụ hàng không – Tăng trưởng khi các hãng hàng không gặp áp lực cạnh tranh

Ngược lại, các công ty dịch vụ hàng không, không chịu sự cạnh tranh gay gắt như các hãng hàng không, được hưởng lợi đáng kể từ lượng hành khách quốc tế tăng lên, cho phép họ thu phí cao hơn và mở rộng biên lợi nhuận. Tổng doanh thu của các công ty này đạt 1,155 tỷ đồng (+23% n/n), biên lợi nhuận được cải thiện và tổng LNST tăng lên 345 tỷ đồng (+53% n/n).

Cảng hàng không – Nợ xấu ổn định hỗ trợ lợi nhuận tăng vọt

KQKD tích cực này được phản ánh trong thu nhập của ACV, ghi nhận doanh thu 5.7 nghìn tỷ đồng (+14% n/n) và LNST đạt 3.1 nghìn tỷ đồng (gấp 2.2 lần 4Q23), nhờ giảm trích lập dự phòng cho các khoản nợ xấu của các hãng hàng không.

Không tính đến định giá, chúng tôi tin rằng SGN là công ty triển vọng nhất về tăng trưởng LNST mạnh mẽ trong 1Q25, nhờ vào vị thế độc quyền tại sân bay TSN, cùng với sự phục hồi của khách nội địa và tăng trưởng khách quốc tế.

Bảng 1. Danh mục cổ phiếu

Khuyến nghị & GMT			Lợi nhuận & Định giá										
Công ty				DT	LNHD	NP	EPS	BPS	ROE	ROA	PE	PB	EV/EBIT DA
				(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(đồng)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)
TCT Hàng không Việt Nam (HVN)	GMT (đồng)	N/A	2020A	40,538	(10,954)	(10,927)	(6,094)	3,530	(89.3)	(15.7)	-	6.3	-
	Thị giá (đồng)	29,150	2021A	27,911	(12,937)	(12,908)	(6,960)	681	(329.3)	(20.5)	-	34.0	-
	Vốn hóa	64,550	2022A	70,410	(7,840)	(11,298)	(5,102)	(5,222)	-	(18.3)	-	-	-
	(Tỷ đồng)		2023A	91,540	(2,587)	(5,930)	(2,678)	(7,910)	-	(10.0)	-	-	29.9
			2024	105,787	6,775	7,267	3,108	3,108	-	11.9	8.6	-	6.4
CTCP Hàng không Vietjet (VJC)	GMT (đồng)	N/A	2020A	18,220	(2,551)	69	130	28,592	0.5	0.1	959.7	4.4	-
	Thị giá (đồng)	96,700	2021A	12,875	(3,012)	75	147	31,082	0.5	0.2	870.1	4.1	-
	Vốn hóa	52,374	2022A	40,142	(3,464)	(2,262)	(4,178)	27,470	(14.3)	(3.8)	-	4.0	-
	(Tỷ đồng)		2023A	58,341	(529)	231	426	28,123	1.5	0.3	234.4	3.6	-
			2024	71,859	3,020	1427	2,632	31,218	8.9	1.5	36.8	3.1	25.2
TCT Cảng Hàng không Việt Nam (ACV)	GMT (đồng)	N/A	2020A	7,767	577	1,647	577	17,237	3.4	2.9	140.4	4.7	44.3
	Thị giá (đồng)	112,300	2021A	4,752	(2,102)	480	363	17,277	1.3	0.9	239.8	5.0	397.6
	Vốn hóa	244,652	2022A	13,805	4,645	7,232	2,991	20,147	16.0	12.6	28.3	4.2	23.3
	(Tỷ đồng)		2023A	19,998	8,097	8,460	3,318	23,133	18.0	13.3	19.9	2.9	12.0
			2024	22,659	12,301	11,577	4,741	27,506	18.7	14.3	25.4	4.4	18.2
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS)	GMT (đồng)	N/A	2020A	693	473	464	4,963	10,054	49.5	42.9	11.0	5.4	12.0
	Thị giá (đồng)	77,400	2021A	839	574	564	6,003	12,542	53.1	44.9	11.8	5.6	12.2
	Vốn hóa	7,344	2022A	851	641	646	6,505	14,505	48.1	43.5	9.9	4.5	9.1
	(Tỷ đồng)		2023A	705	484	498	5,280	13,423	37.9	30.6	12.3	4.8	11.0
			2024	1,037	730	693	7,301	14,058	53.3	38.5	11.0	5.7	8.3
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài (NCT)	GMT (đồng)	N/A	2020A	669	230	207	7,901	15,641	44.8	38.0	6.3	3.2	6.0
	Thị giá (đồng)	113,000	2021A	742	272	224	8,546	17,479	51.6	42.3	7.5	3.7	6.2
	Vốn hóa	2,957	2022A	736	279	237	8,646	16,523	53.3	45.0	8.6	4.5	6.5
	(Tỷ đồng)		2023A	702	251	217	8,286	16,564	50.1	41.1	10.1	5.1	7.1
			2024	921	302	267	9,179	21,343	53.8	41.1	11.2	5.3	8.6
CTCP Phục vụ Mặt đất Sài Gòn (SGN)	GMT (đồng)	N/A	2020A	731	95	86	2,628	24,727	10.0	7.7	24.1	2.5	9.7
	Thị giá (đồng)	100,900	2021A	488	50	42	1,584	23,135	6.7	5.4	40.2	2.8	11.7
	Vốn hóa	3,384	2022A	995	159	136	3,971	23,905	17.5	13.7	14.3	2.5	6.2
	(Tỷ đồng)		2023A	1,456	254	241	6,377	27,983	26.1	19.2	10.4	2.5	5.2
			2024	1,518	324	294	6,756	36,679	26.6	19.5	11.9	2.9	7.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Bảng 2. Kết quả kinh doanh 4Q24

(tỷ đồng, %)

	Doanh thu			LNST		
	4Q24	n/n	q/q	4Q24	n/n	q/q
HVN	26,625	11.1	0.1	1,004	-	16.4
VJC	19,797	35.6	9.0	21	(45.6)	(96.2)
ACV	5,721	14.1	1.2	3,089	117.7	32.0
SCS	294	47.9	10.6	170	32.6	(8.4)
NCT	278	34.9	16.3	77	42.3	2.3
SGN	390	6.6	2.7	85	216.6	15.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Nội dung

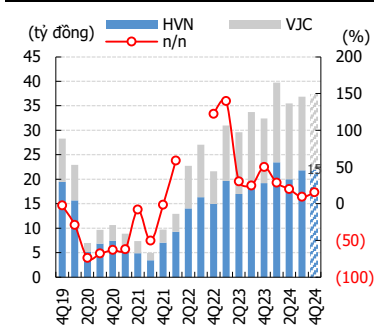
I.	Tổng quan ngành hàng không 4Q24	4
	1. Các hãng hàng không	4
	2. Các công ty dịch vụ hàng không và cảng hàng không	5
II.	Kỳ vọng năm 2025F sôi động hơn	7
III.	KQKD 4Q24 các công ty niêm yết	8
	HVN – Thêm một lần xóa nợ	8
	VJC – Lỗ hoạt động kinh doanh cốt lõi	9
	ACV – Dự phòng nợ xấu ngừng tăng	10
	SCS – Khách hàng mới hỗ trợ tăng trưởng	12
	NCT – Biên lợi nhuận ổn định hậu phục hồi	13
	SGN – Lợi nhuận tăng gấp ba nhờ hoàn nhập dự phòng	14

I. Tổng quan về hàng không 4Q24

1. Các hãng hàng không

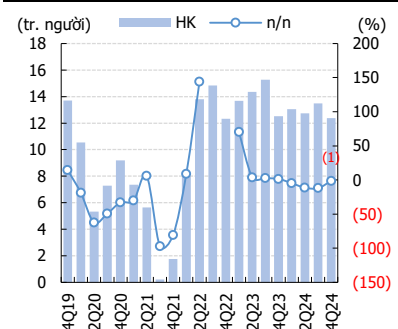
Lượng hành khách hàng không trong 4Q24 giảm 1% n/n, tuy nhiên luân chuyển hành khách tăng 7% n/n, đến từ du lịch quốc tế tiếp tục xu hướng cải thiện (Hình 2, 3). Hoạt động kinh doanh của mảng vận tải hàng không cũng ghi nhận sự cải thiện tương ứng với đại diện bởi HVN và VJC, chiếm 74% tổng ghế cung ứng, doanh thu đạt 36.4 nghìn tỷ đồng, +15% n/n (hình 1) và LNST đạt 1 nghìn tỷ đồng, so với lỗ 2 nghìn tỷ đồng trong 4Q23.

Hình 1. Doanh thu 4Q24 của HVN & VJC tăng 15% so với cùng kỳ



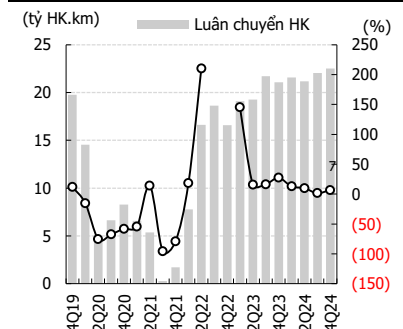
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research
Ghi chú: 2Q22 (+236% n/n), 3Q22 (+471% n/n);
Doanh thu từ vận tải và dịch vụ phụ trợ

Hình 2. Lượng hành khách hàng không giảm 1% n/n trong 4Q24



Nguồn: TCTK, KIS Research
Lưu ý: 3Q22 (+6.262% n/n), 4Q22 (+868% n/n)

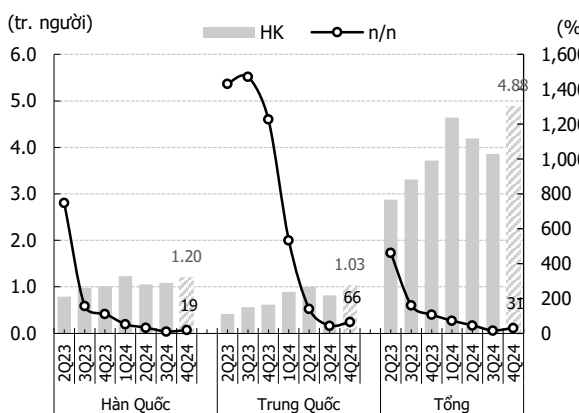
Hình 3. Luân chuyển hành khách 4Q24 vẫn ổn định với mức tăng trưởng 7% n/n



Nguồn: TCTK, KIS Research
Lưu ý: 3Q22 (+6.625% n/n), 4Q22 (+598% n/n)

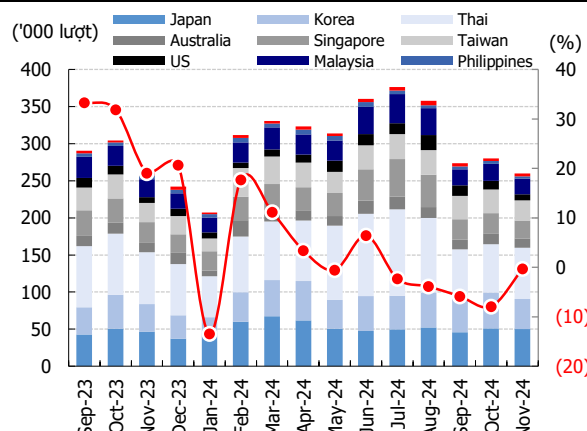
Tổng lượng khách quốc tế đến Việt Nam trong 4Q24 đạt 4.88 triệu (+31% n/n, hình 4). Mức tăng trưởng này được thúc đẩy bởi sự gia tăng đáng kể của du khách từ Trung Quốc, Ấn Độ và Mỹ. Bên cạnh có thể là nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn so với quý 3. Hơn nữa, việc lượng khách Trung Quốc tăng mạnh có thể là nhờ các chương trình xúc tiến du lịch kỷ niệm 75 năm quan hệ ngoại giao giữa Việt Nam và Trung Quốc. Điều này được phản ánh ở lượng khách Trung Quốc quý 4 tăng trưởng mạnh khi có các chương trình này. Ngoài ra, số lượng hành khách đi nước ngoài đã ghi nhận sự phục hồi vào tháng 11/2025, và gần trở lại tới mức tăng trưởng dương (hình 5).

Hình 4. Lượng khách đến trong 4Q24 tăng vọt nhờ sự tăng tốc từ thị trường Trung Quốc



Nguồn: GSO, KIS Research

Hình 5. Lượng khách du lịch Việt Nam ra gần về mức phục hồi trong tháng 11/2024



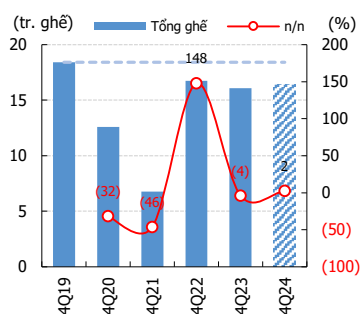
Nguồn: Bộ du lịch các nước, KIS Research

Tổng LNHD của các hãng hàng không đạt 932 tỷ đồng, so với lỗ 3.7 nghìn tỷ đồng trong 4Q23, nhưng ghi nhận giảm một nửa so với quý 3. Biên LNHD của các hãng hàng không (tổng của HVN và VJC) đạt 1.2% (-2.8đpt q/q, +13đpt n/n,

hình 8), nhưng có sự lệch pha về lợi nhuận giữa hai hãng, cụ thể:

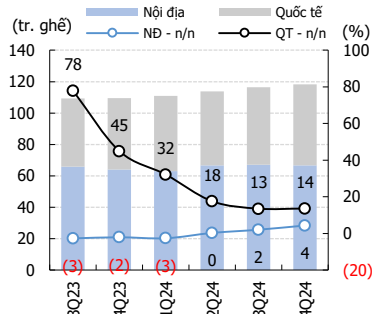
- Biên LNHD của VJC giảm mạnh trong 4Q24. Những lý do chính có thể đến từ: (1) Sự gia tăng ghế cung ứng ở Đông Nam Á và Việt Nam (hình 6, 7), đặc biệt là từ các hãng hàng không giá rẻ trong khu vực khi đã tạo áp lực giảm giá vé (tham khảo [Báo cáo 3Q24 của chúng tôi](#)); (2) Ước tính của chúng tôi cho thấy hệ số tải của VJC giảm khoảng 6đp¹ q/q¹ do mở rộng đội bay nhanh trong quý 4.
- Ngược lại, HVN, với việc mở rộng đội tàu vừa phải, vẫn duy trì được hệ số tải ổn định (hình 8) và biên LNHD cao.

Hình 6. Tổng số ghế của Việt Nam trong 4Q24 tăng 2% n/n



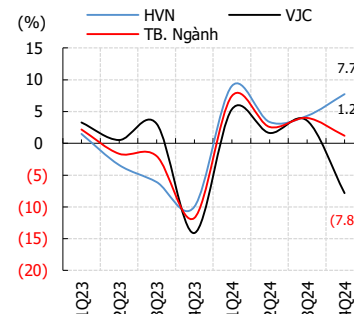
Nguồn: OAG, KIS Research
Lưu ý: Ghế ngồi trên các chuyến bay từ/đến Việt Nam

Hình 7. Cả số ghế trong nước và quốc tế của Đông Nam Á đều tăng trong 4Q24



Nguồn: OAG, KIS Research

Hình 8. Diễn biến biên LNHD của 2 hãng hàng không có sự ngược chiều trong 4Q24



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research
Lưu ý: TB. Ngành = HVN + VJC

2. Dịch vụ hàng không và sân bay

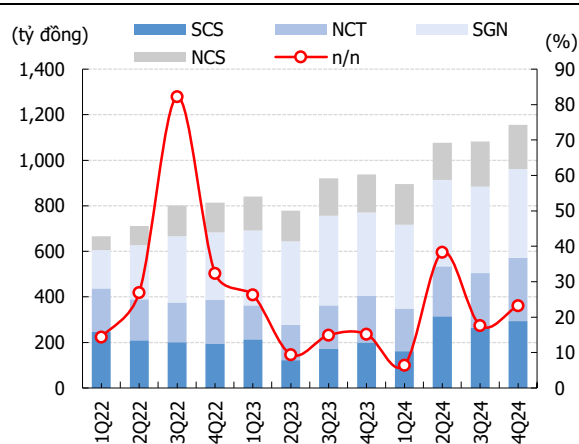
Khác với các hãng hàng không, các công ty dịch vụ hàng không, không chịu nhiều áp lực cạnh tranh như các hãng hàng không, đã hưởng lợi đáng kể từ lượng hành khách quốc tế tăng mạnh, cho phép họ thu phí cao hơn và gia tăng biên lợi nhuận. Tổng doanh thu của các công ty này đạt 1.2 nghìn tỷ đồng, +23% n/n (hình 10), biên lợi nhuận được cải thiện và tổng LNST tăng vọt lên 345 tỷ đồng, +53% n/n (hình 11, 12). KQKD tích cực này cũng được phản ánh trong thu nhập của ACV, với 5.7 nghìn tỷ đồng doanh thu, +14% n/n và LNST đạt 3.1 nghìn tỷ đồng, gấp 2.2 lần 4Q23, đóng góp nhiều nhờ việc giảm trích lập dự phòng phải thu khó đòi đối với các hãng hàng không.

Hình 9. Tăng trưởng hàng tháng của các thị trường lớn

	HQuốc	TQuốc	Đài Loan	Ấn Độ	Mỹ	Malay.	Nhật
Dec-24	17%	66%	20%	40%	26%	6%	-11%
Nov-24	26%	68%	26%	33%	16%	3%	21%
Oct-24	14%	66%	19%	15%	16%	-7%	3%
Sep-24	15%	49%	35%	33%	7%	6%	4%
Aug-24	9%	45%	42%	20%	-11%	6%	23%
Jul-24	8%	38%	10%	0%	-12%	-10%	5%
Jun-24	16%	81%	43%	7%	-3%	-3%	25%
May-24	42%	143%	90%	32%	11%	-22%	22%
Apr-24	42%	220%	93%	44%	23%	11%	32%
Mar-24	55%	408%	143%	53%	29%	21%	53%
Feb-24	42%	437%	94%	42%	15%	23%	29%
Jan-24	61%	1426%	169%	30%	-3%	30%	77%

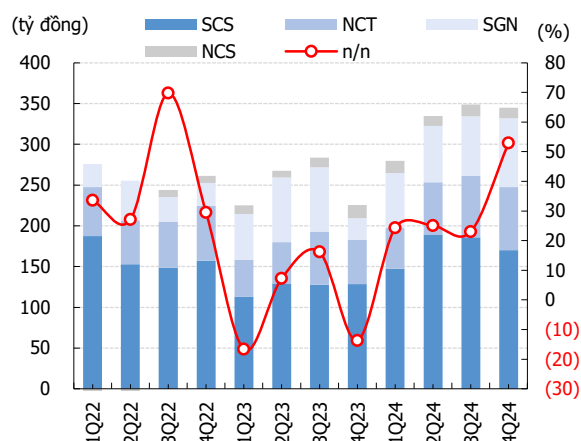
Nguồn: TCTK, KIS Research

Hình 10. Tổng doanh thu dịch vụ tăng 23% n/n

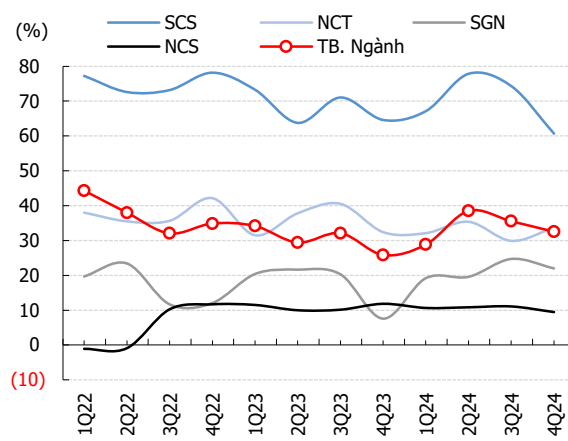


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

¹Ước tính của KIS dựa trên sản lượng hành khách công bố bởi VJC và HVN, so với số ghế theo cung ứng của mỗi hãng (dữ liệu từ OAG) trong cùng quý.

Hình 11. Tổng LNST tăng vọt 53% n/n

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 12. Biên LNHB cả ngành được cải thiện

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

II. Kỳ vọng năm 2025F sôi động hơn

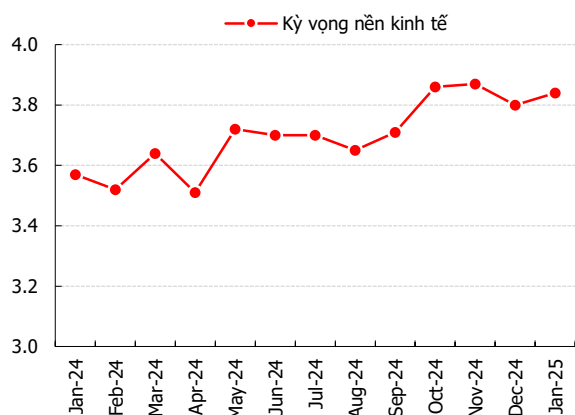
Nhu cầu – Kinh tế tiếp tục tăng trưởng giúp ngành hàng không sôi động

Báo cáo mới nhất của CAAV cho thấy tổng lượng hành khách hàng không nội địa và quốc tế tăng lần lượt 50% và 80%. Bên cạnh xu hướng tăng trưởng của du lịch quốc tế, nhu cầu trong nước cũng đã cải thiện đáng kể khi giá vé máy bay giảm nhờ nguồn cung tăng. Chúng tôi vẫn duy trì dự báo cho năm 2025F rằng lượng hành khách hàng không và luân chuyển hành khách sẽ tăng lần lượt là 12% và 15% (hình 15, 16) dự trên các luận điểm sau:

- (1) **Thị trường trong nước.** Khảo sát mới nhất của Intage cho thấy kỳ vọng chung của người tiêu dùng về nền kinh tế khá lạc quan (hình 13). Tuy nhiên, người tiêu dùng vẫn thận trọng về chi tiêu (hình 14). Mặc dù tác động kích thích của chi tiêu chính phủ có thể mất thời gian để hiện thực hóa, chúng tôi cho rằng niềm tin người tiêu dùng sẽ dần phục hồi vào năm 2025F. Tăng trưởng số lượng hành khách trong nước bay trong kỳ nghỉ Tết đã hỗ trợ cho quan điểm của chúng tôi.
- (2) **Thị trường quốc tế.** Chúng tôi dự báo lượng khách quốc tế dự kiến sẽ tăng 20% vào năm 2025F, phù hợp với xu hướng trước đại dịch. Du lịch ra nước ngoài (không bao gồm Trung Quốc) sẽ phục hồi hoàn toàn. Điều này dựa trên dự phóng giá vé máy bay toàn cầu giảm 1.8% trong 2025F của IATA và Việt Nam đang là điểm du lịch hấp dẫn. Lượng khách nước ngoài đến vào tháng 1/2025 đạt 2.1 triệu (+37% n/n), trong đó khách du lịch Trung Quốc tăng 137% n/n, vượt qua tháng 1/2019 46%. Các sự kiện du lịch kỷ niệm 75 năm quan hệ ngoại giao Việt Nam-Trung Quốc, sẽ tiếp tục thúc đẩy hơn nữa du lịch với Trung Quốc và lượng khách nói chung vào năm 2025F

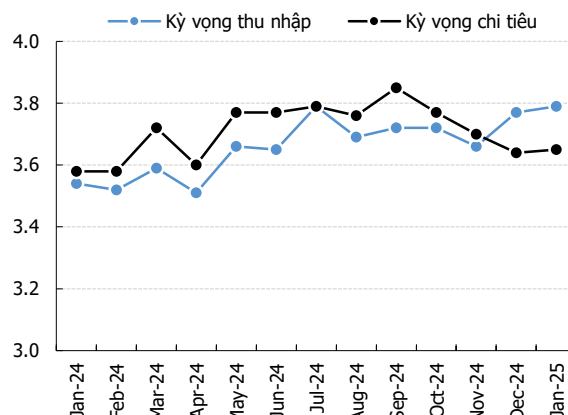
Báo cáo của CAAV về sự phục hồi nhu cầu trong nước ủng hộ quan điểm của chúng tôi về chi tiêu thận trọng của người tiêu dùng. Nguồn cung tăng (hình 17 và 18) đã đưa giá vé máy bay về mức giá hợp lý, qua đó giúp tăng lượng hành khách trong nước. Sự phục hồi nhu cầu trong nước, kết hợp với giai đoạn tăng trưởng mới về lượng khách đến từ Trung Quốc, sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cho các cảng hàng không và các công ty dịch vụ hàng không.

Hình 13. Người tiêu dùng lạc quan hơn về nền kinh tế



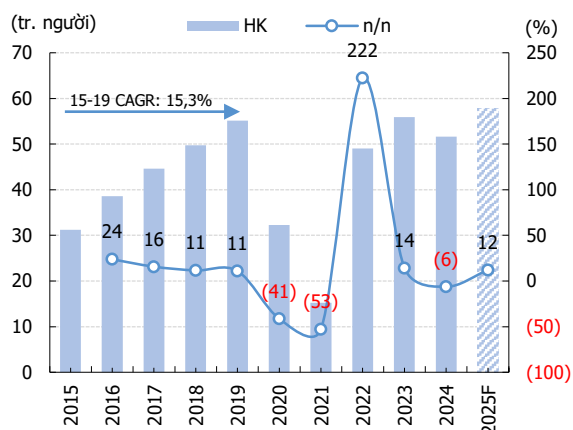
Nguồn: Intage, KIS Research
 Lưu ý: 1-Xấu đi hoàn toàn, 2-Xấu đi một chút, 3-Trung tính, 4-Cải thiện một chút, 5-Cải thiện hoàn toàn

Hình 14. ... nhưng vẫn thận trọng khi chi tiêu



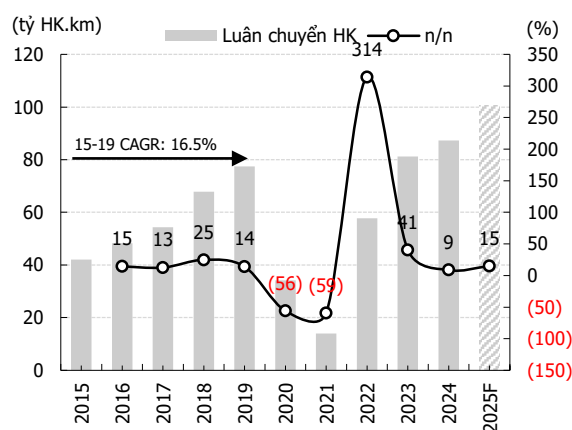
Nguồn: Intage, KIS Research
 Lưu ý: 1-Giảm hoàn toàn, 2-Giảm một phần, 3-Trung lập, 4-Tăng một phần, 5-Tăng hoàn toàn

Hình 15. Tổng lượng hành khách hàng không dự kiến tăng 12% n/n nhờ giá vé máy bay giảm



Nguồn: GSO, KIS Research

Hình 16. Thị trường trong nước sẽ hỗ trợ tăng trưởng lưu lượng khi cạnh tranh ở nước ngoài tăng lên



Nguồn: GSO, KIS Research

Biên LNHD dự kiến sẽ thu hẹp trong 1Q25

Hệ số tải được cải thiện

Sự phục hồi của hành khách nội địa trong kỳ nghỉ Tết, cùng với sự trở lại của khách Trung Quốc vào tháng 1/2025, là dấu hiệu về KQKD 1Q25 tích cực, được hỗ trợ bởi sử dụng đòn bẩy hoạt động hiệu quả hơn 4Q24, khi mà VJC và HVN nhận 11 trong tổng số 15 máy bay giao cả năm 2024F. Tuy nhiên, biên LNHD của các hãng hàng không dự kiến sẽ thu hẹp do họ không thể bán vé giá cao như cùng kỳ khi lượng ghế cung ứng phục hồi (hình 17, 18).

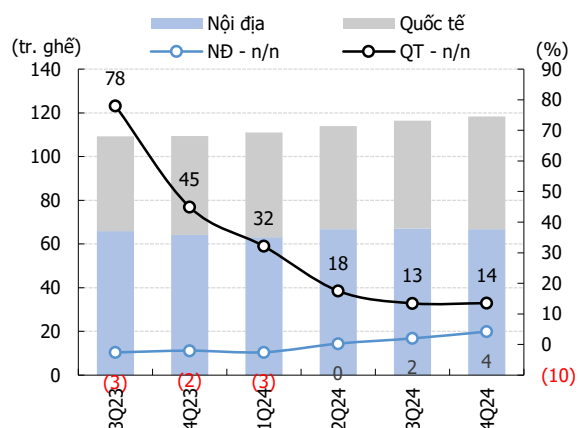
... nhưng không thể bù đắp được sự sụt giảm giá vé máy bay

Tình trạng thiếu hụt máy bay toàn cầu vẫn tiếp diễn, nhưng giai đoạn áp lực nhất đã qua. Sản lượng của Boeing và Airbus, mặc dù tăng nhẹ trong những tháng gần đây, vẫn thấp hơn nhiều so với trước đại dịch đứt gãy chuỗi cung ứng. Số lượng máy bay trang bị động cơ PW1100G nằm đất đã chứng lại, cho thấy nguồn cung sẽ gia tăng và làm giảm giảm giá vé máy bay trong năm 2025F.

Tại Việt Nam, số lượng máy bay nằm đất tại Việt Nam đã đạt đỉnh. Cho đến nay, năng lực chờ vẫn đi theo quan điểm của chúng tôi khi đội tàu bay hoạt

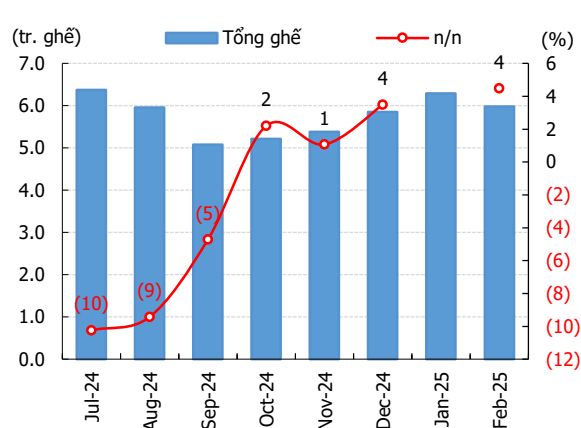
động đã tăng 4.5% YTD và đà phục hồi công suất sẽ tiếp tục tăng để đạt mức tăng trưởng 13-14% YTD vào cuối năm 2025. Điều này khiến các hãng hàng không khó áp giá vé cao như trong 1Q24. Đây có thể là rủi ro thu hẹp biên lợi nhuận của các hãng hàng không trong 1Q25 và cả năm 2025.

Hình 17. Các hãng hàng không ĐNÁ đã bổ sung thêm ghế quốc tế trong 4Q24



Nguồn: OAG, KIS Research

Hình 18. Tổng số ghế tại Việt Nam tiếp tục phục hồi trong 2 tháng đầu năm



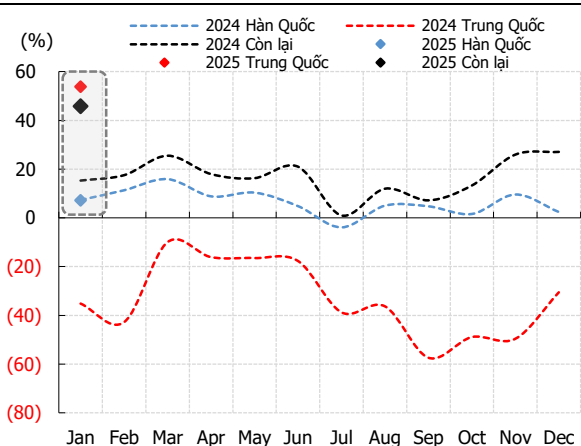
Nguồn: OAG, KIS Research

Hình 19. Tăng trưởng lượng khách quốc tế tháng 1/2025

	HQuốc	TQuốc	Đài Loar	Ấn Độ	Mỹ	Malay.	Nhật
Jan-25	0%	137%	9%	5%	22%	-11%	19%
Dec-24	17%	66%	20%	40%	26%	6%	-11%
Nov-24	26%	68%	26%	33%	16%	3%	21%
Oct-24	14%	66%	19%	15%	16%	-7%	3%
Sep-24	15%	49%	35%	33%	7%	6%	4%
Aug-24	9%	45%	42%	20%	-11%	6%	23%
Jul-24	8%	38%	10%	0%	-12%	-10%	5%
Jun-24	16%	81%	43%	7%	-3%	-3%	25%
May-24	42%	143%	90%	32%	11%	-22%	22%
Apr-24	42%	220%	93%	44%	23%	11%	32%
Mar-24	55%	408%	143%	53%	29%	21%	53%
Feb-24	42%	437%	94%	42%	15%	23%	29%

Nguồn: GSO, KIS Research

Hình 20. Sự phục hồi mạnh mẽ từ khách Trung Quốc



Nguồn: GSO, KIS Research

Giá nhiên liệu máy bay ổn định

Dự báo của IATA về xăng máy bay toàn cầu trung bình ở mức 87 USD/thùng, tuy nhiên, chúng tôi dự báo 90 USD/thùng vào năm 2025F do các yếu tố khu vực và bất ổn toàn cầu gia tăng so với thời điểm IATA công bố báo cáo (xem thêm trong [Báo cáo Triển vọng 2025](#)). Giá xăng máy bay trong tháng 1/2025 trung bình ở mức 93.7 USD/thùng (-8% n/n) và có biến động thấp. Điều này cũng sẽ làm giá vé máy bay thấp hơn vì khả năng chuyển chi phí cho khách hàng của các hãng hàng không nội địa rất hạn chế. Do đó, chúng tôi đánh giá rằng yếu tố này không quá ảnh hưởng đến biên LNHD của hãng hàng không.

Lợi nhuận hoạt động giảm

Dựa trên phân tích triển vọng doanh thu và biên LNHD vào năm 2025, chúng tôi ước tính lợi nhuận hoạt động chung của ngành có thể sẽ không tăng trưởng mạnh mẽ như năm 2024.

III. KQKD 4Q24 của các doanh nghiệp niêm yết

1. Hãng hàng không

HVN – Thêm một lần xóa nợ

Trong 4Q24, HVN đã công bố doanh thu là 26.6 nghìn tỷ đồng (+11% n/n, hình 21) và LNST là 1 nghìn tỷ đồng (svck lỗ 2 nghìn tỷ đồng). HVN đã vận chuyển 5.5 triệu hành khách trong 4Q24 (+5% n/n) mặc dù đội bay nhỏ hơn 13% n/n nhờ CAAV tăng lịch bay và tăng được thị phần.

Bảng 3. Cơ cấu lợi nhuận 4Q24 của HVN

(tỷ đồng, %)

	4Q24	4Q23	n/n	
Doanh thu	26,625	23,973	11.1	
Vận chuyển	20,913	18,382	13.8	Khoảng 91 máy bay được khai thác trong 4Q24 (-8% n/n), HVN đã vận chuyển 5.5 triệu hành khách (+5% n/n)
Bán hàng	4,138	4,265	(3.0)	
Phụ trợ	1,131	849	33.1	
Khác	647	706	(8.4)	
Lợi nhuận gộp	4,377	(347)	-	
Lợi nhuận hoạt động	3,130	(1,862)	-	
LNST	1,004	(2,042)	-	

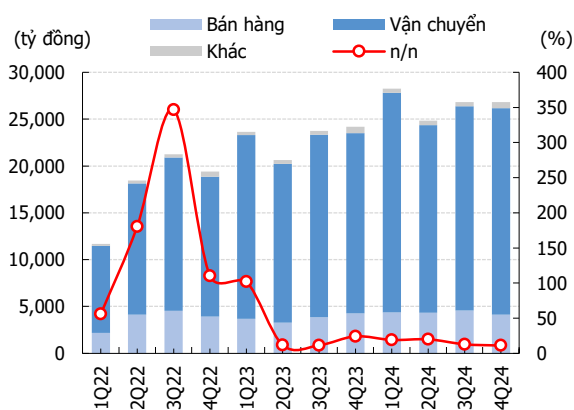
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Biên lợi nhuận của HVN trong 4Q24 đều được cải thiện so với 4Q23. Biên LNG tăng vọt lên 16.4% (+6.1đpt q/q, +17.9đpt n/n, hình 22). Điều này là nhờ hệ số tải giữ ổn định, gần bằng 3Q24 theo ước tính của chúng tôi, cùng với lượng khách quốc tế tăng trưởng cao trong quý 4.

Chi phí BH&QLDN tăng vọt lên 2.2 nghìn tỷ đồng (so với 1.5 nghìn tỷ đồng trong 4Q23) và biên LNHD mở rộng n/n (+15.8% một năm) và q/q (+3.6% một năm).

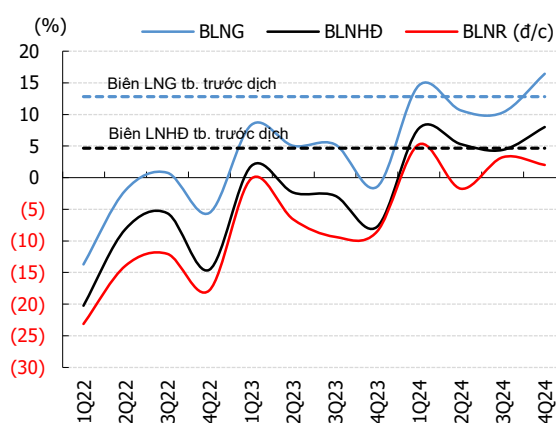
HVN ghi nhận khoản lỗ ngoại hối 650 tỷ đồng (so với lãi 53 tỷ đồng trong 3Q23) do tỷ giá USD/VND tăng mạnh và HVN cũng được xóa các khoản nợ thuế và nợ nhà cung cấp 528 tỷ đồng. Kết quả là, LNST của HVN tăng vọt lên 1 nghìn tỷ đồng (cùng kỳ lỗ 2 nghìn tỷ đồng). Loại trừ các khoản lợi nhuận bất thường, biên LNR của HVN trở lại mức dương là 2% (+10.5đpt n/n).

Hình 21. Doanh thu thuần 4Q24 của HVN tăng 11% n/n



Nguồn: Dữ liệu công ty, Nghiên cứu KIS

Hình 22. Tất cả các biên độ đều dương trở lại



Nguồn: Dữ liệu công ty, Nghiên cứu KIS
Lưu ý: Chúng tôi đã loại trừ lợi nhuận từ xóa nợ

VJC – Lỗ hoạt động kinh doanh cốt lõi

Trong 4Q24, doanh thu của VJC tăng lên 19.8 nghìn tỷ đồng (+28% n/n, hình 23) và LNST tăng vọt lên 571 tỷ đồng, nhưng chủ yếu nhờ hoạt động bán và tái thuê tàu bay. VJC đã vận chuyển 6.3 triệu hành khách (-2% n/n), dù đội tàu bay khai thác giảm 7% n/n. Tương tự như HVN, điều này đạt được nhờ CAAV tăng lịch bay và thị phần mở rộng. Xem phân tích thu nhập trong Bảng 4:

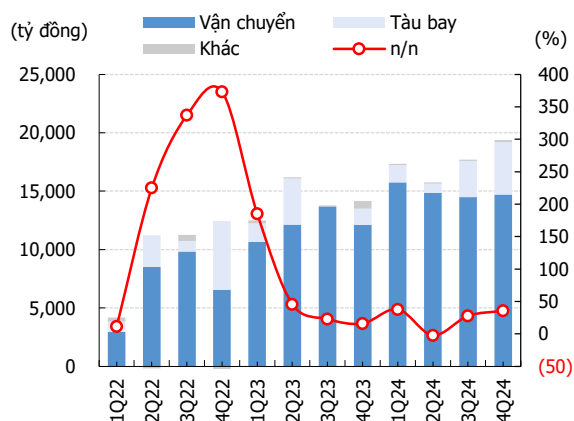
Bảng 4. Cơ cấu lợi nhuận 4Q24 của VJC

(tỷ đồng, %)

	4Q24	4Q23	n/n	
Doanh thu	19,797	14,603	35.6	
Vận chuyển	14,499	13,684	21.7	Khoảng 75 máy bay được khai thác trong quý 3 năm 2024 (-7% n/n), VJC đã vận chuyển 6.5 triệu hành khách (-2% n/n):
Nội địa	2,934	2,678	9.5	4 triệu hành khách nội địa (-13% n/n)
Quốc tế & thuê chuyến	8,345	5,191	55.5	2.3 triệu hành khách quốc tế (+28% n/n)
Hàng hóa & Phụ trợ	6,598	6,082	8.5	
Bán tàu bay	4,488	1,407	218.9	VJC nhận 8 tàu bay (2.7 lần so với 4Q23)
Cho thuê khô	419	438	(4.5)	
Khác	167	657	(74.7)	
Lợi nhuận gộp	1,010	(499)	-	
Vận chuyển	83	(1,217)	-	
Bán tàu bay	1,055	342	208.7	
Khác	(127)	377	(133.8)	
Lợi nhuận hoạt động	(142)	(1,518)	-	
LNST	21	39	(45.6)	

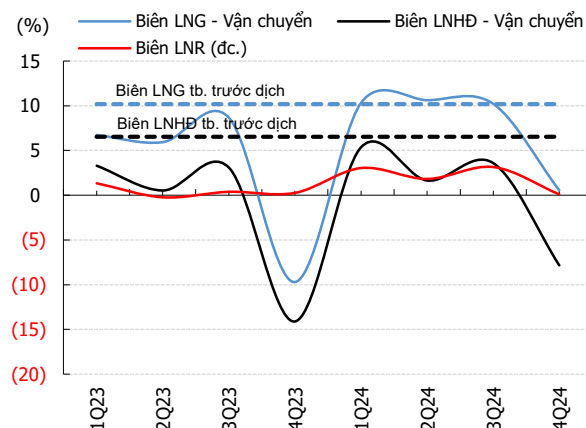
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 23. Doanh thu 4Q24 của VJC tăng 28% n/n, chủ yếu từ hoạt động bán và tái thuê tàu bay



Nguồn: Dữ liệu công ty, Nghiên cứu KIS
Lưu ý: Doanh số bán máy bay lớn trong 2Q23 dẫn đến tăng trưởng âm 2Q23

Hình 24. VJC không thể duy trì biên lợi nhuận cao như trong 1Q24



Nguồn: Dữ liệu công ty, Nghiên cứu KIS
Lưu ý: Chúng tôi đã cộng lại khoản hoàn nhập dự phòng 295 tỷ đồng trong 3Q24

Biên lợi nhuận gộp vận tải của VJC giảm mạnh xuống chỉ còn 0.5% (-7.0đpt q/q, +8.5đpt n/n, hình 24), điều này bất thường so với quý 3 năm 2024. Ước tính của chúng tôi cho thấy hệ số tải của VJC (*lượt hành khách/tổng số ghế*) trong 4Q24 đã giảm 6đpt q/q, cho thấy gia tăng đòn bẩy hoạt động từ việc mở rộng đội bay được sử dụng chưa hiệu quả.

Chi phí BH&QLDN tăng lên 1.1 nghìn tỷ (13% n/n), nhưng tăng không đáng kể, biên LNHD chịu tác động lớn bởi biên LNG giảm mạnh của VJC. Dù biên LNG giảm mạnh, LNST vẫn gia tăng nhờ khoản hoàn nhập chi phí tài chính 827 tỷ đồng và thu nhập ròng khác là 121 tỷ đồng.

2. Cảng hàng không

ACV – Dự phòng nợ xấu ngừng tăng

Trong 4Q24, ACV đã công bố doanh thu 5.7 nghìn tỷ đồng (+14% n/n, hình 25) và 3.1 tỷ đồng LNST (+118% n/n). Tổng có khoảng 25.5 triệu lượt khách (+3.1% n/n) đi qua hệ thống sân bay của ACV, tổng lượt cất hạ cánh đạt 156 nghìn lượt (-3.5% n/n). Xem phân tích thu nhập trong Bảng 5:

Bảng 5. Cơ cấu lợi nhuận 4Q24 của ACV

(tỷ đồng, %)

	4Q24	4Q23	n/n
Doanh thu	5,721	5,013	14.1
Dịch vụ hàng không	4,764	4,033	18.1
Phục vụ hành khách	2,757	2,304	19.6
Cất hạ cánh (CHC)	721	639	12.9
Khác	1,286	1,089	18.1
Dịch vụ phi hàng không	700	755	6.5
Hàng hóa	288	255	(21.6)
Lợi nhuận gộp	3,112	2,635	18.1
Dịch vụ	3,023	2,543	18.9
Hàng hóa	142	147	(3.3)
Lợi nhuận hoạt động	2,814	1,156	143.5
LNST	3,089	1,459	117.7
Dự phòng nợ khó đòi²	160	(1,156)	
Vietjet Air	27	445	
Vietnam Airlines	191	(117)	
Pacific Airlines	(1)	(287)	
Bamboo Airways	(35)	(1,703)	
Vietravel Airlines	(21)	(134)	
Lãi/(lỗ) tỷ giá	632	219	
JPY/VND	162.5	172.3	
% LNHD	22.5	19.0	

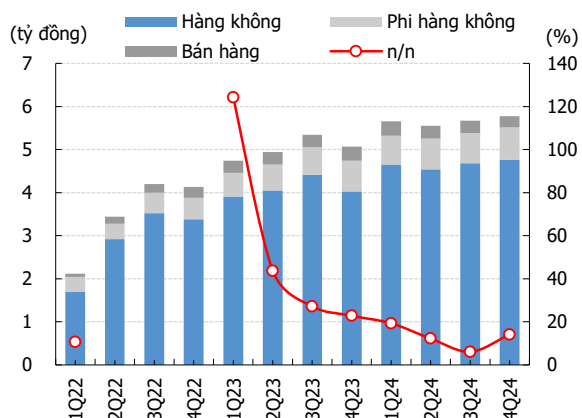
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Lưu ý: (1) ước tính từ thông báo của ACV; (2) giảm/(tăng) trong số dư tài khoản dự phòng

Biên lợi nhuận gộp của ACV được cải thiện lên 10.2% (-15.5đpt q/q, +3.5đpt n/n, hình 26). Sự cải thiện này đến từ lượng hành khách tăng và thu phí cao hơn với các chuyến bay/hành khách quốc tế.

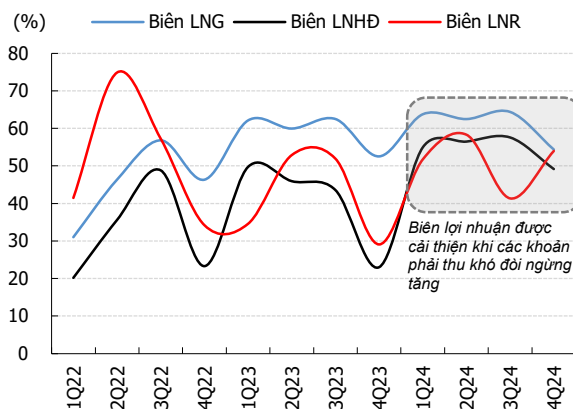
Chi phí BH&QLDN giảm mạnh còn 298 tỷ đồng (-80% n/n) do dự phòng cho các khoản nợ khó đòi dừng tăng và một số khách hàng bắt đầu thanh toán trong 2H24. Điều này dẫn đến biên LNHD tăng vọt (+113đpt n/n) và biên LNST (+85đpt n/n). Trong năm 2024, ACV ghi nhận 1.58 nghìn tỷ đồng LNST (hoàn thành 111%/153% kế hoạch năm).

Hình 25. Doanh thu của ACV tăng 14% n/n



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 26. Các biên lợi nhuận đều cải thiện xuyên suốt 2024 khi dự phòng phải thu khó đòi ngừng tăng



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

3. Dịch vụ hàng không

SCS – Khách hàng mới hỗ trợ tăng trưởng

Trong 4Q24, SCS đã công bố doanh thu là 294 tỷ đồng (+13% n/n, hình 27) và LNST là 170 tỷ đồng (+33% n/n) nhờ vào sự gia tăng về lượng hàng hóa được xử lý (73 nghìn tấn, +37% n/n). Xem phân tích thu nhập trong Bảng 6:

Bảng 6. Cơ cấu lợi nhuận 4Q24 của SCS

(tỷ đồng, %)

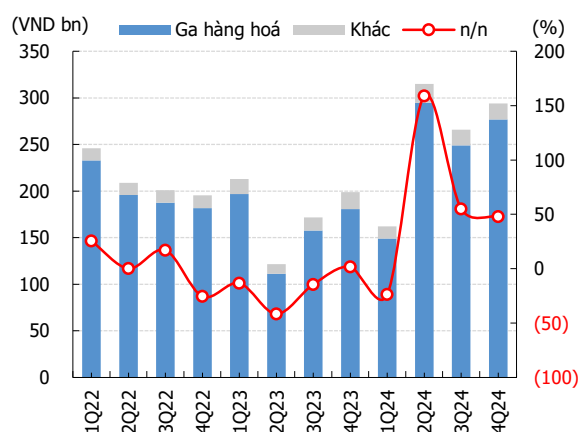
	4Q24	4Q23	n/n
Doanh thu	294	199	47.9
Nhà ga hàng hóa	277	181	53.3
Khác	17	18	(5.5)
Lợi nhuận gộp	207	144	43.3
Nhà ga hàng hóa	194	131	48.9
Khác	12	14	(9.6)
Lợi nhuận hoạt động	178	128	38.9
LNST	170	128	32.6

SCS đã xử lý 73,070 tấn hàng hóa hàng không (+37% n/n), sản lượng quý 4 cao nhất từng ghi nhận, nhờ hợp đồng với Qatar Airways

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

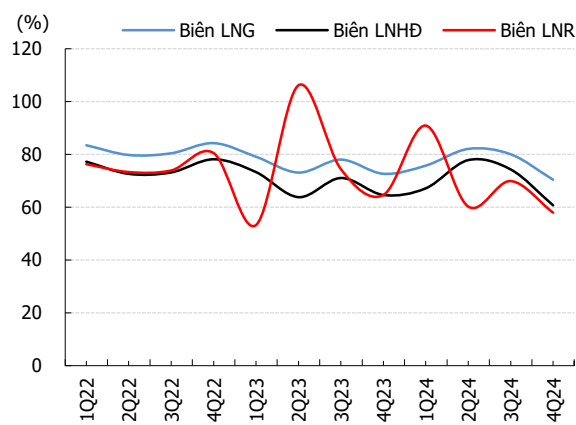
Mặc dù doanh thu tăng trưởng, biên LNG của SCS đã giảm xuống còn 70.4% (-12.1đpt q/q, -3.1đpt n/n, hình 28). Biên LNG thu hẹp cũng tác động đến biên LNHD và biên LNST, lần lượt giảm xuống còn 60.7% (-6.1đpt n/n) và 57.9% (-10.4đpt n/n). Biên lợi nhuận thu hẹp trong 4Q24 do chi phí nhân công tăng gấp đôi, có thể đến từ việc chi lương thưởng khi đạt KQKD tốt trong năm. Trong năm 2024, SCS đạt 693 tỷ đồng LNST (hoàn thành 120%/102% kế hoạch năm).

Hình 27. Doanh thu 4Q24 của SCS tăng 48% n/n



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 28. Biên lợi nhuận của SCS trong 4Q24 giảm do chi phí nhân công tăng mạnh



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

NCT – Biên lợi nhuận ổn định hậu hồi phục

NCT báo cáo kết quả kinh doanh 4Q24 mạnh mẽ, với doanh thu tăng vọt lên 278 tỷ đồng (+37% n/n, hình 29). Điều này được thúc đẩy bởi khối lượng hàng hóa được xử lý tăng 20% n/n. LNST cũng tăng vọt lên 77 tỷ đồng (+42% n/n). Xem phân tích thu nhập trong Bảng 7:

Bảng 7. Cơ cấu lợi nhuận 4Q24 của NCT

(tỷ đồng, %)

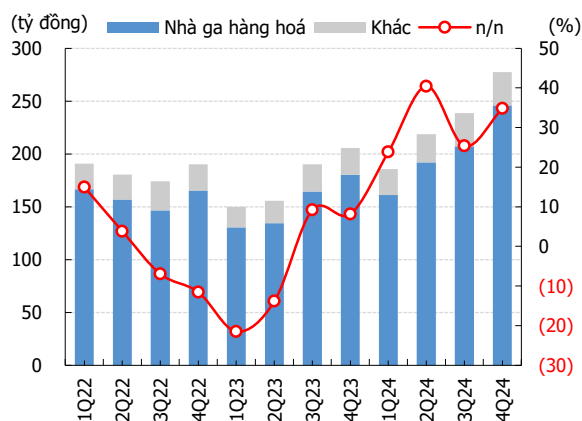
	4Q24	4Q23	n/n	
Doanh thu	278	206	34.9	
Nhà ga hàng hóa	216	155	36.6	Hàng hóa xử lý trong 4Q24 tăng ~20% n/n
Khác	62	51	21.8	
Lợi nhuận gộp	122	95	27.8	
Lợi nhuận hoạt động	94	67	40.3	
LNST	77	54	42.3	

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

NCT duy trì biên lợi nhuận ổn định trong suốt năm 2024 (+0.1đpt q/q, -2.4đpt n/n), biên LNHD chứng kiến sự cải thiện khiêm tốn lên 33.7% (+3.8đpt q/q, +1.3đpt n/n, hình 30).

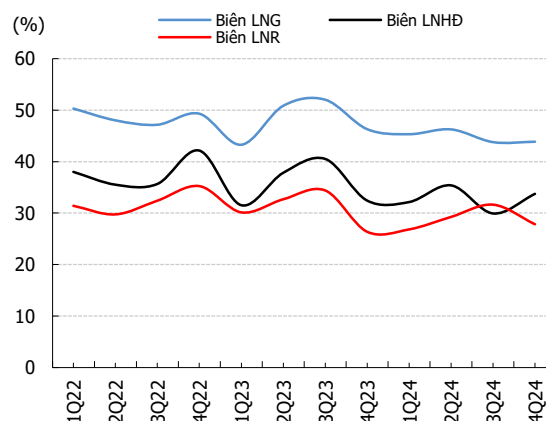
NCT cũng đã nhận được 17 tỷ đồng cổ tức trong 3Q24, dẫn đến biên LNR được cải thiện theo n/n (+1.5đpt) nhưng lại thu hẹp theo q/q (-3.8đpt). Đối với năm 2024, NCT ghi nhận 331 tỷ đồng LNST (hoàn thành 116%/122% kế hoạch năm).

Hình 29. Doanh thu của NCT tăng 35% n/n



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 30. Biên lợi nhuận ổn định xuyên suốt năm 2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

SGN – Lợi nhuận tăng gấp 3 nhờ hoàn nhập dự phòng

Trong 4Q24, SGN công bố doanh thu là 390 tỷ đồng (+7% n/n, hình 31) và LNST là 85 tỷ đồng (+214% n/n). Xem phân tích thu nhập trong Bảng 8:

Bảng 8. Cơ cấu lợi nhuận 4Q24 của SGN

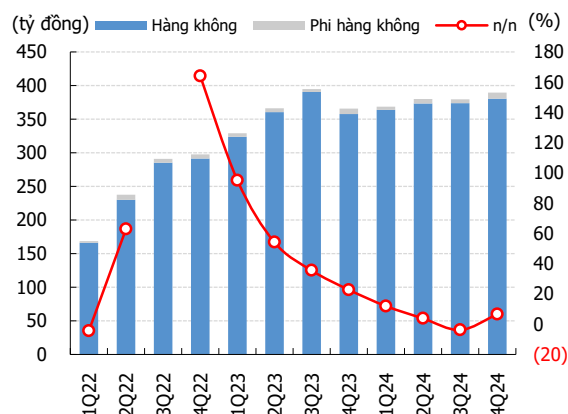
(tỷ đồng, %)

	4Q24	4Q23	n/n
Doanh thu	390	366	6.6
Dịch vụ hàng không	381	358	6.4
Dịch vụ phi hàng không	9	8	14.3
Lợi nhuận gộp	125	114	9.4
Lợi nhuận hoạt động	86	28	209.5
			<i>SGN đã hoàn nhập 4.8 tỷ đồng dự phòng phải thu khó đòi từ Bamboo và Vietravel (cùng kỳ SGN trích lập 55.2 tỷ đồng dự phòng)</i>
LNST	85	27	216.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

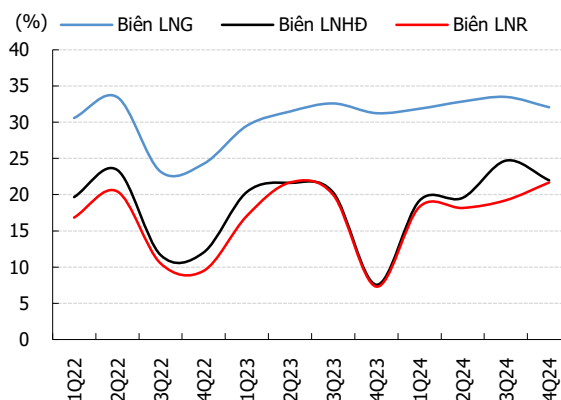
Biên LNG của SGN vẫn ổn định quanh mức 32% trong cả năm, xu hướng này cũng được phản ánh trong biên LNHD của công ty. Trong 2H24, công ty đã thu hồi được một phần khoản nợ xấu của khách hàng, dẫn đến khoản hoàn nhập 4.8 tỷ đồng trong 4Q24 (trong 4Q23 SGN trích lập dự phòng 55 tỷ đồng). Khoản hoàn nhập dự phòng này đã thúc đẩy đáng kể biên LNR, tăng gấp ba lần lên 21.7% (+14.4đpt n/n, hình 32). Trong năm 2024, SGN ghi nhận 270 tỷ đồng LNST (hoàn thành 101%/123% so với mục tiêu của năm).

Hình 31. Doanh thu của SGN tăng 7% n/n



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 32. Biên LNHD và biên LNR mở rộng nhờ việc hoàn nhập dự phòng các khoản phải thu khó đòi



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

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

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

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

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

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

■ **Thông tin công khai quan trọng**

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

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

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

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 14/02/2025.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 14/02/2025.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

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

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

Bản quyền © 2025 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp.