

Hàng không

Điểm lý tưởng

Thị trường nội địa phục hồi, Trung Quốc dẫn dắt tăng trưởng khách quốc tế

Sản lượng hành khách và luân chuyển hành khách đều tăng 6% n/n trong 1Q25 nhờ vào sự hồi phục của thị trường nội địa và sự gia tăng du lịch quốc tế. Tổng lượng khách quốc tế đạt 6.02 triệu lượt (+30% n/n). Mức tăng trưởng mạnh mẽ này là nhờ vào nhu cầu cao từ thị trường Trung Quốc, bên cạnh đó các thị trường nhỏ hơn cũng ghi nhận mức tăng trưởng tốt. Nhiều chương trình văn hóa và du lịch do Việt Nam và Trung Quốc tổ chức từ năm 2024 đã giúp thúc đẩy trao đổi song phương giữa hai nước. Lượng du khách Việt đi nước ngoài cũng phục hồi trong 1Q25, tăng trưởng dương trở lại.

Các hãng hàng không – Giá nhiên liệu giảm hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

Doanh thu vận tải hành khách trong 1Q25 của HVN và VJC tăng 10% n/n lên 43.4 nghìn tỷ đồng, với LNST đạt 4.1 nghìn tỷ đồng (+19% n/n). Tổng LNST của ngành đạt 5.7 nghìn tỷ đồng (+87% n/n), biên LNHD đạt 11.9% (+10.7 đpt q/q, +4.5 đpt n/n), mức gia tăng mạnh từ hai hãng lớn nhất. Cả hai đều hưởng lợi từ giá nhiên liệu giảm (-12% n/n) và gia tăng công suất dồn dập ở 4Q24 giúp hạ giá vé và phục hồi nhu cầu nội địa.

Dịch vụ hàng không – Lợi nhuận tăng cùng sản lượng hành khách

Các công ty dịch vụ hàng không tiếp tục hưởng lợi từ sự gia tăng lượng khách quốc tế và sự phục hồi của hành khách nội địa. Tổng doanh thu của 5 công ty hàng đầu đạt 1.9 nghìn tỷ đồng (+20% n/n), biên lợi nhuận cải thiện và LNST tăng vọt lên 443 tỷ đồng (+36% n/n).

Sân bay – Hoạt động mạnh mẽ

ACV ghi nhận KQKD vững chắc với doanh thu đạt 6.35 nghìn tỷ đồng (+13% n/n) và LNST 3.1 nghìn tỷ đồng (+7% n/n). Tăng trưởng được hỗ trợ bởi lượng khách quốc tế tăng và phục hồi lượng khách nội địa, tổng cộng đạt 29.9 triệu lượt (+7% n/n). Kết quả này đến từ sự phục hồi thị trường nội địa và tăng trưởng ổn định của lượng khách quốc tế.

Triển vọng tích cực trong 2Q25F

Dù niềm tin tiêu dùng còn yếu, nguồn cung ghế gia tăng đã giúp giảm giá vé và thu hút thêm hành khách, cùng với tăng trưởng khách quốc tế. Chúng tôi kỳ vọng thị trường nội địa tiếp tục phục hồi, trong khi du lịch quốc tế tiếp tục nổi dài đà tăng nhờ sự trở lại của du khách Trung Quốc và việc phục hồi du lịch ra nước ngoài. Với nhu cầu tăng và giá nhiên liệu giảm, biên LNHD trong 2Q25F được kỳ vọng sẽ cải thiện so với 2Q24.

Không xếp hạng

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)	37,950	2021A	27,911	(12,937)	(12,908)	(6,960)	681	(329.3)	(20.5)	-	34.0	-
	Vốn hóa	84,306	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
			2024A	105,942	6,813	7,564	3,416	(4,523)	-	13.1	8.4	-	6.6
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)	52,949	2021A	12,875	(3,012)	75	147	31,082	0.5	0.2	870.1	4.1	-
	Vốn hóa		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	-
			2024A	72,045	3,161	1,403	2,590	31,566	8.7	1.5	38.6	3.2	23.4
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)	96,800	2021A	4,752	(2,102)	480	363	17,277	1.3	0.9	239.8	5.0	397.6
	Vốn hóa	210,729	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	2,953	23,133	18.0	13.3	19.9	2.9	12.0
			2024A	22,597	12,461	11,664	4,787	27,554	21.1	16.1	26.3	4.6	17.4
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	7,901	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
			2024A	1,037	730	693	7,302	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)	104,000	2021A	742	272	224	8,546	17,479	51.6	42.3	7.5	3.7	6.2
	Vốn hóa	2,721	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
			2024A	921	302	266	10,183	21,340	53.7	41.1	11.3	5.4	7.8
CTCP Phục vụ Mặt đất Sài Gòn (SGN)	GMT (đồng)	N/A	2020A	731	95	88	2,554	24,727	10.0	7.7	24.1	2.5	9.7
	Thị giá (đồng)	66,100	2021A	488	50	54	1,597	23,135	6.7	5.4	40.2	2.8	11.7
	Vốn hóa	2,216	2022A	995	159	138	4,115	23,905	17.5	13.7	14.3	2.5	6.2
	(Tỷ đồng)		2023A	1,456	254	227	6,382	27,983	26.1	19.2	10.4	2.5	5.2
			2024A	1,518	327	271	8,079	32,745	26.6	19.5	10.4	2.6	4.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Bảng 2. Kết quả kinh doanh 1Q25

(tỷ đồng, %)

	Doanh thu			LNST		
	1Q25	n/n	q/q	1Q25	n/n	q/q
HVN	30,551	9.3	14.1	1,3,486	(21.5)	247.3
VJC	17,952	0.9	(9.6)	641	19.4	2890.8
ACV	6,350	12.5	10.2	3,120	6.8	(2.1)
SCS	266	64.4	(9.4)	170	15.4	(0.2)
NCT	241	29.8	(13.1)	64	29.2	(16.5)
SGN	418	13.4	7.3	78	15.9	(7.7)

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Nội dung

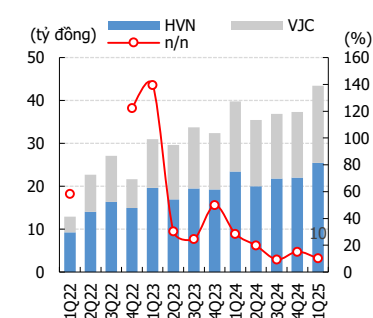
I.	Tổng quan ngành hàng không 1Q25	4
	1. Các hãng hàng không	4
	2. Các công ty dịch vụ hàng không và cảng hàng không	6
II.	Kỳ vọng năm 2025F sôi động hơn	7
III.	KQKD 1Q25 các công ty niêm yết	9
	HVN – Giá nhiên liệu giảm thúc đẩy lợi nhuận tăng trưởng	9
	VJC – Mở rộng công suất để khai thác nhu cầu gia tăng	11
	ACV – Sản lượng và lợi nhuận tăng ổn định	12
	SCS – Hết ưu đãi thuế, tăng trưởng lợi nhuận giảm tốc	14
	NCT – Sản lượng và lợi nhuận tăng trưởng vững chắc	15
	SGN – Thách thức ở phía trước	16

I. Tổng quan về hàng không 1Q25

1. Các hãng hàng không

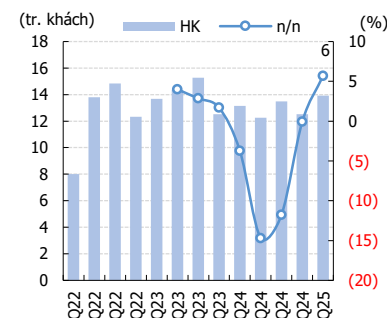
Lượng hành khách và luân chuyển hành khách trong 1Q25 đồng thời tăng 6% n/n khi nhu cầu nội địa tiếp tục phục hồi và lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng trưởng cao, khác với nhiều quý trước khi tăng trưởng dẫn dắt chủ yếu bởi khách quốc tế (Hình 2, 3, 4). Tổng doanh thu của các hãng hàng không (HVN và VJC, chiếm 77% tổng số ghế cung ứng) đạt 43.4 nghìn tỷ đồng (+10% n/n, hình 1) và 4.1 nghìn tỷ đồng LNST (+19% n/n).

Hình 1. Doanh thu 1Q25 của HVN & VJC tăng 10% n/n



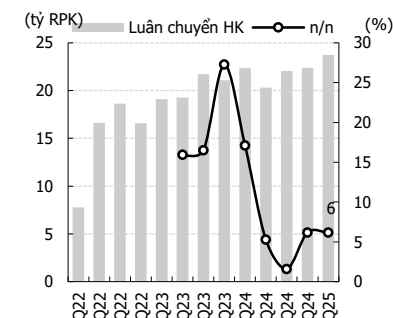
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research
Ghi chú: 2Q22 (+236% n/n), 3Q22 (+471% n/n);
Doanh thu từ vận tải và dịch vụ phụ trợ

Hình 2. Lượng hành khách tăng 6% n/n trong 1Q25



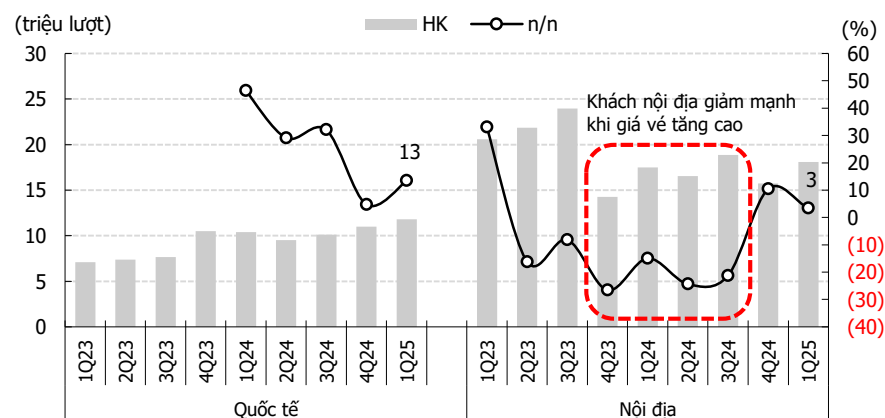
Nguồn: TCTK, KIS Research
Ghi chú: 3Q22 (+6.262% n/n), 4Q22 (+868% n/n)

Hình 3. Luân chuyển hành khách 1Q25 tăng trưởng 7% n/n



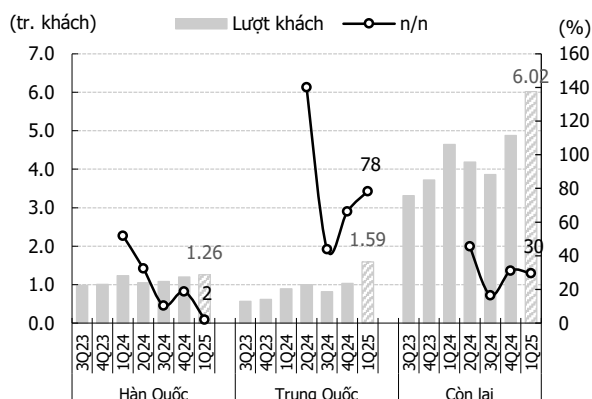
Nguồn: TCTK, KIS Research
Ghi chú: 3Q22 (+6.625% n/n), 4Q22 (+598% n/n)

Hình 4. Lượt khách qua cảng của ACV: Thị trường nội địa tiếp tục phục hồi

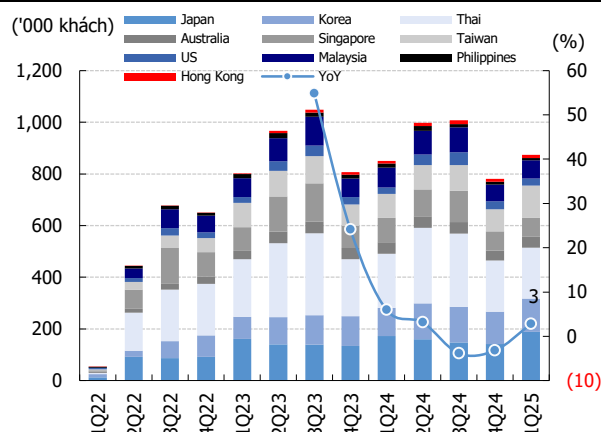


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Tổng lượng khách quốc tế trong 1Q25 đạt 6.02 triệu (+30% n/n, hình 5). Đà tăng trưởng mạnh mẽ này đến từ lượng khách Trung Quốc tăng cao (+78% n/n), các thị trường nhỏ hơn cũng chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ (+30% n/n). Các chương trình văn hóa và du lịch do Việt Nam và Trung Quốc tổ chức từ năm 2024 đã giúp thúc đẩy trao đổi song phương giữa hai nước. Trong bối cảnh kinh tế Trung Quốc đang gặp nhiều thách thức, chi phí du lịch thấp giúp cho Việt Nam trở nên hấp dẫn đối với du khách Trung Quốc, khi lượng khách thậm chí còn vượt qua 1Q19. Ngoài ra, lượng du khách Việt đi nước ngoài đã phục hồi trở lại trong 1Q25, với mức tăng trưởng dương 3% (hình 6).

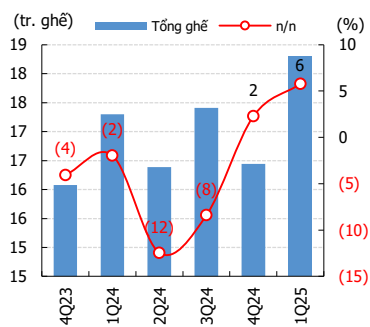
Hình 5. Trung Quốc dẫn đầu tăng trưởng khách quốc tế trong 1Q25

Nguồn: GSO, KIS Research

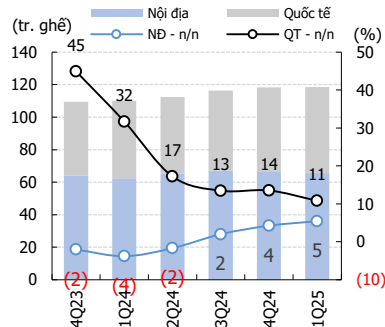
Hình 6. Lượng du khách Việt đi nước ngoài tăng trưởng trở lại trong 1Q25

Nguồn: Bộ du lịch các nước, KIS Research

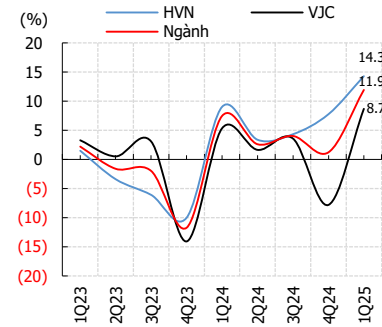
Tổng LNHD 1Q25 của HVN và VJC đạt 5.7 nghìn tỷ đồng (+87% n/n) và biên LNHD đạt 11.9% (+10.7đpt q/q, +4.5đpt n/n, hình 9), một sự cải thiện rất tích cực từ hai hãng vận tải lớn. Sự cải thiện này được hỗ trợ bởi hai yếu tố chính: (1) giá nhiên liệu giảm 12% n/n và (2) gia tăng công suất dồn dập trong 4Q24, góp phần làm giảm giá vé máy bay và kích thích nhu cầu nội địa - trùng khớp với mùa cao điểm trong năm. Dù các hãng hàng không trong khu vực ĐNÁ duy trì tăng nguồn cung ghế, làm dấy lên lo ngại về cạnh tranh khi bay quốc tế, sự trở lại của du khách Trung Quốc và các chiến lược khai thác thị trường nội địa hiệu quả giúp HVN và VJC có kết quả kinh doanh tích cực. Ngược lại, nhiều hãng hàng không lớn tại ĐNÁ đã chứng kiến lợi nhuận suy giảm do chi phí tăng và nhu cầu yếu ở các thị trường quen thuộc.

Hình 7. Tổng ghế cung ứng 1Q25 tăng 6% n/n

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

Hình 8. Các hãng hàng không trong khu vực tiếp tục tăng nguồn cung ghế

Nguồn: OAG, KIS Research

Hình 9. Giá xăng giảm giúp biên LNHD của các hãng hàng không mở rộng

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

2. Dịch vụ hàng không và cảng hàng không

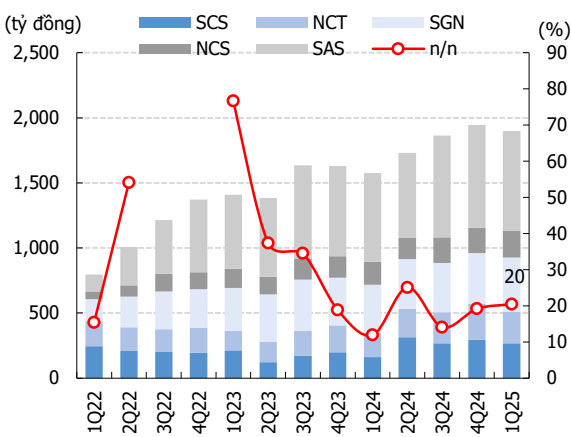
Các công ty dịch vụ hàng không tiếp tục hưởng lợi từ việc tăng lượng khách quốc tế cùng với sự phục hồi của lượng khách nội địa. Tổng doanh thu của năm công ty hàng đầu (SCS, NCT, SGN, NCS và SAS) đạt 1.9 nghìn tỷ đồng (+20% n/n, hình 10, 11) biên lợi nhuận đều cải thiện và LNST tăng vọt lên 443 tỷ đồng (+36% n/n) (hình 12, 13). KQKD tích cực này cũng được phản ánh trong thu nhập của ACV, với 6.35 nghìn tỷ đồng doanh thu (+13% n/n) và 3.12 nghìn tỷ đồng LNST (+7% n/n).

Hình 10. Tăng trưởng hàng tháng của các thị trường lớn

	Hàn Quốc	Trung Quốc	Đài Loan	Ấn Độ	Mỹ	Malay.	Nhật bản
03/2025	-4%	79%	11%	38%	2%	-27%	10%
02/2025	10%	29%	11%	32%	9%	40%	61%
01/2025	0%	137%	9%	5%	22%	-11%	19%
12/2024	17%	66%	20%	40%	26%	6%	-11%
11/2024	26%	68%	26%	33%	16%	3%	21%
10/2024	14%	66%	19%	15%	16%	-7%	3%
09/2024	15%	49%	35%	33%	7%	6%	4%
08/2024	9%	45%	42%	20%	-11%	6%	23%
07/2024	8%	38%	10%	0%	-12%	-10%	5%
06/2024	16%	81%	43%	7%	-3%	-3%	25%
05/2024	42%	143%	90%	32%	11%	-22%	22%
04/2024	42%	220%	93%	44%	23%	11%	32%

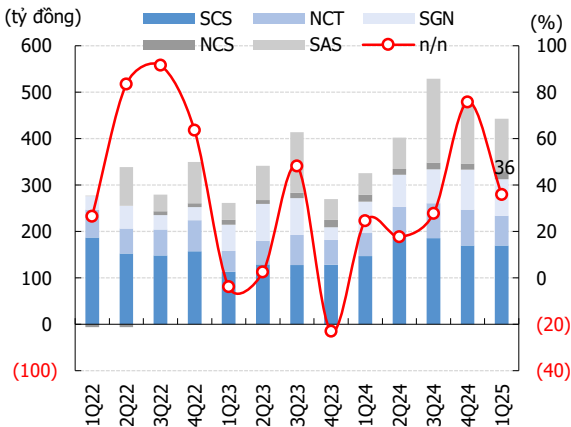
Nguồn: TCTK, KIS Research

Hình 11. Tổng doanh thu dịch vụ 1Q25 tăng 20% n/n



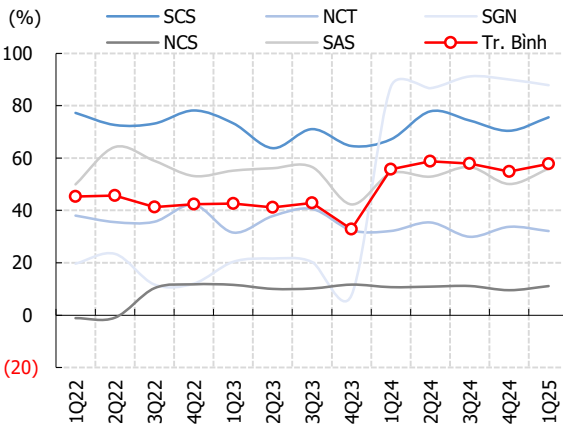
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 12. Tổng LNST 1Q25 tăng vọt 36% n/n



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 13. Biên LNHB 1Q25 cả ngành tiếp tục cải thiện



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

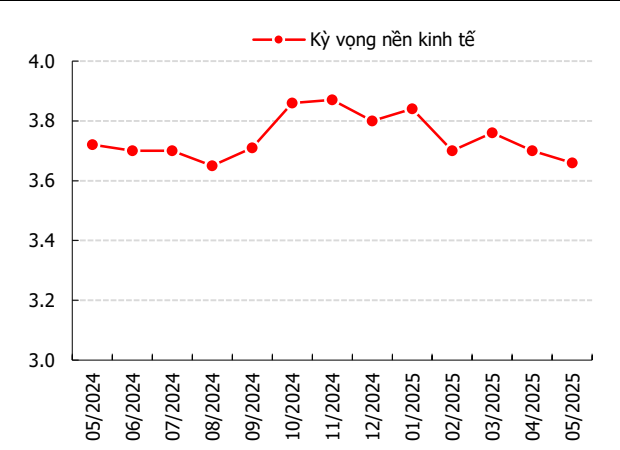
II. Kỳ vọng năm 2025F sôi động hơn

Nhu cầu – Nội địa phục hồi, du khách từ Trung Quốc tiếp tục tăng

Cho đến hiện tại, chúng tôi thấy xu hướng thị trường vẫn đi theo kỳ vọng của chúng tôi, ngoại trừ sự tự tin của người tiêu dùng vẫn còn yếu. Nhưng nhờ nguồn cung ghế tăng, giá vé máy bay hạ nhiệt và thu hút thêm hành khách nội địa, đồng thời lượng khách quốc tế duy trì mức tăng trưởng cao.

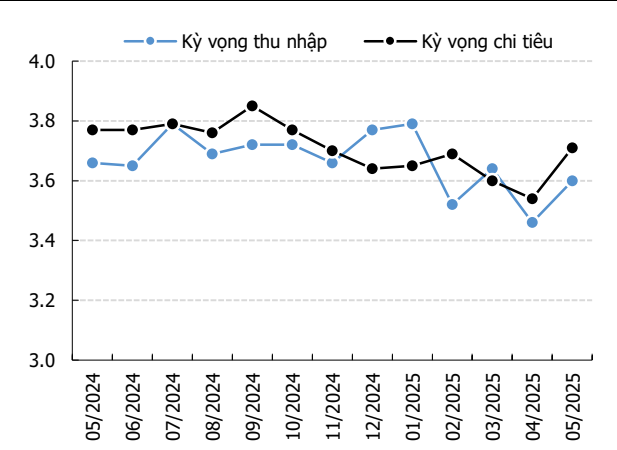
- (1) **Thị trường trong nước.** Khảo sát của Intage (hình 14, 15) cho thấy niềm tin của người tiêu dùng còn yếu, khi hạ thấp kỳ vọng về thu nhập và thận trọng trong chi tiêu. Chúng tôi duy trì kỳ vọng về sự phục hồi trong nước sẽ tiếp tục khi giá nhiên liệu đang giảm và các hãng hàng không có thể tiếp tục bán vé với mức giá phải chăng hơn để kích thích nhu cầu trong nước.
- (2) **Thị trường quốc tế.** Chúng tôi kỳ vọng lượng du khách Trung Quốc sẽ tiếp tục tăng, cùng với sự tăng trưởng từ các thị trường nhỏ hơn. Khi tình hình kinh tế chậm lại, với nhiều địa điểm đẹp và chi phí du lịch thấp, Việt Nam đang ngày càng hấp dẫn đối với du khách quốc tế.

Hình 14. Người tiêu dùng hạ kỳ vọng về nền kinh tế



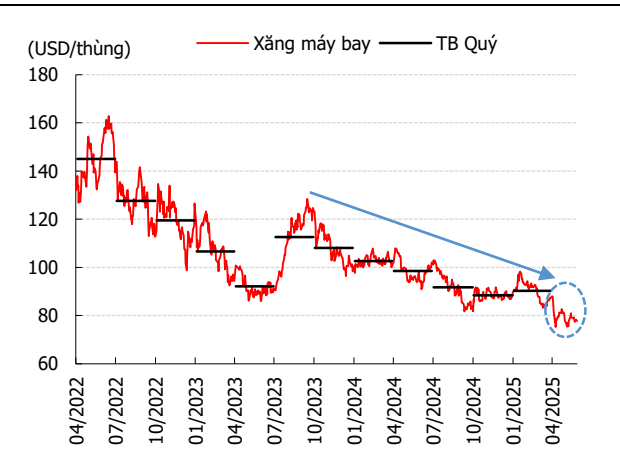
Nguồn: Intage, KIS Research
Lưu ý: 1-Xấu đi hoàn toàn, 2-Xấu đi một chút, 3-Trung tính, 4-Cải thiện một chút, 5-Cải thiện hoàn toàn

Hình 15. ... và chi tiêu thận trọng hơn



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 16. Giá xăng máy bay liên tục giảm



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 17. Khách từ Trung Quốc phục hồi, Ấn Độ vẫn tăng trưởng nhanh

	Hàn Quốc	Trung Quốc	Đài Loan	Ấn Độ	Mỹ	Malay.	Nhật bản
04/2025	-11%	3%	-8%	45%	-6%	8%	-5%
03/2025	-4%	79%	11%	38%	2%	-27%	10%
02/2025	10%	29%	11%	32%	9%	40%	61%
01/2025	0%	137%	9%	5%	22%	-11%	19%
12/2024	17%	66%	20%	40%	26%	6%	-11%
11/2024	26%	68%	26%	33%	16%	3%	21%
10/2024	14%	66%	19%	15%	16%	-7%	3%
09/2024	15%	49%	35%	33%	7%	6%	4%
08/2024	9%	45%	42%	20%	-11%	6%	23%
07/2024	8%	38%	10%	0%	-12%	-10%	5%
06/2024	16%	81%	43%	7%	-3%	-3%	25%
05/2024	42%	143%	90%	32%	11%	-22%	22%

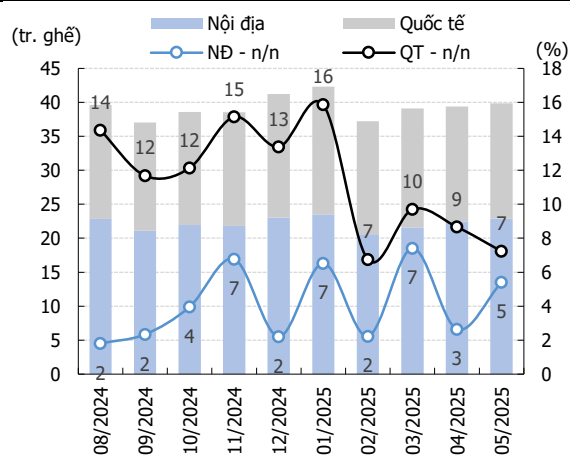
Nguồn: GSO, KIS Research

Nguồn cung – Tiếp tục nhận thêm tàu bay, cung ghế gia tăng

Chúng tôi đã quan sát thấy xu hướng khách du lịch tăng tìm kiếm và lựa chọn Việt Nam cho trải nghiệm du lịch của họ. Đồng thời, HVN và VJC đang mở các đường bay đến các thị trường mới ngoài Đông Nam Á và tăng đáng kể tần suất các chuyến bay đến Ấn Độ, Trung Quốc và Nhật Bản. Điều này được thúc đẩy bởi (1) số lượng du khách Ấn Độ đang tăng nhanh và (2) chi phí du lịch Trung Quốc và Nhật Bản đang rất hợp lý, trong khi các điểm đến quen thuộc tại Đông Nam Á đang ít được du khách Việt Nam ưa chuộng hơn.

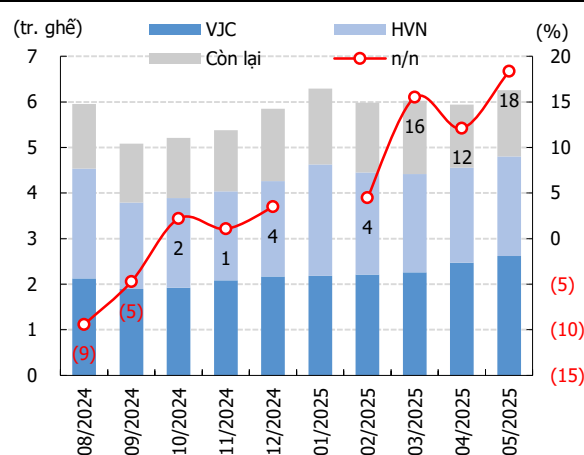
VJC tiếp tục mở rộng đội bay của mình khi nhận 4 tàu bay mới vào tháng 4 và tháng 5, và sẽ còn ít nhất 2 chiếc nữa vào cuối năm nay. Ngược lại, Vietnam Airlines hiện không có kế hoạch bổ sung tàu bay mới trong năm nay. Hiệu quả chi phí của VJC tiếp tục tăng nhờ tự phục vụ mặt đất tại SGN và giá nhiên liệu giảm, cho phép hãng tăng hiệu quả khai thác và cung cấp giá vé máy bay phải chăng hơn.

Hình 18. Tăng trưởng ghế trong khu vực ĐNÁ chậm lại



Nguồn: OAG, KIS Research

Hình 19. Tổng ghế tại Việt Nam tiếp tục tăng trong 2Q25



Nguồn: OAG, KIS Research

Biên LNHD dự kiến tiếp tục cải thiện trong 2Q25F

Trong 2Q24, lượng hành khách sụt giảm mạnh do tính mùa vụ kèm việc giá vé máy bay tăng cao đỉnh điểm. Ngược lại ở 2Q25F, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ thuận lợi hơn so với trước, khi mà lượng khách bay nội địa tiếp tục phục hồi và đà tăng trưởng của du lịch quốc tế nổi tiếp. Ngoài ra, giá nhiên liệu giảm mạnh đang giúp các hãng hàng không tìm được sự cân bằng giữa giá vé và sản lượng hành khách, qua đó tối đa lợi nhuận. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LNHD trong 2Q25F sẽ được cải thiện so với 1Q24.

III. KQKD 1Q25 của các doanh nghiệp niêm yết

1. Hãng hàng không

HVN – Giá nhiên liệu giảm thúc đẩy lợi nhuận tăng trưởng

Trong 1Q25, HVN đã công bố doanh thu thuần là 30.6 nghìn tỷ đồng (+9% n/n, hình 20) và LNST đạt 3.5 nghìn tỷ đồng (-22% n/n). Mặc dù quy mô đội tàu thu hẹp 2%, HVN đã vận chuyển 6.2 triệu hành khách trong năm (+8% n/n) nhờ nhu cầu tăng, dẫn đến đòn bẩy hoạt động được cải thiện. Xem Bảng 3:

Bảng 3. Cơ cấu lợi nhuận 1Q25 của HVN

(tỷ đồng, %)

	1Q25	1Q24	n/n
Doanh thu	30,551	27,964	9.3
Vận chuyển	4,634	4,369	6.1
Bán hàng	24,330	22,551	7.9
Phụ trợ	1,144	899	27.2
Khác	519	449	15.6
Lợi nhuận gộp	6,271	4,085	53.5
Biên LNG (%)	20.5	14.6	5.9
Lợi nhuận hoạt động	4,145	2,178	90.3
Biên LNHD (%)	13.6	7.8	5.8
LNST	3,486	4,441	(21.5)

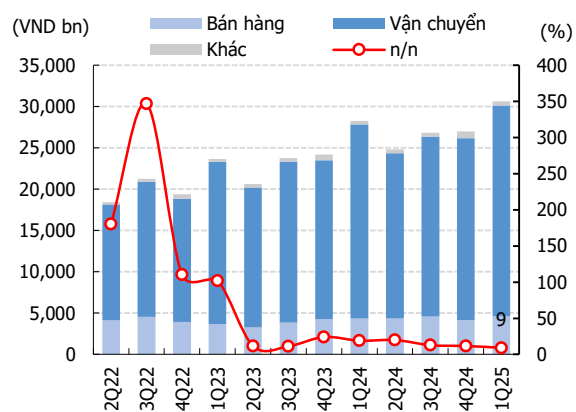
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Lợi nhuận gộp tăng mạnh 54% n/n, đạt 6.7 nghìn tỷ đồng. Điều này dẫn đến biên LNG mở rộng lên 20.5% (+3.9đpt q/q, +5.9đpt n/n, hình 21). Sự cải thiện này chủ yếu nhờ đòn bẩy hoạt động gia tăng và giá xăng máy bay trung bình trong 1Q25 giảm (-12% n/n).

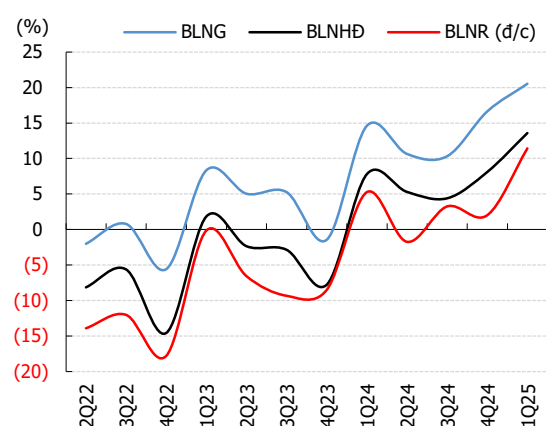
Chi phí BH&QLDN tăng 12% n/n lên 2.1 nghìn tỷ đồng. Dù vậy, LNHD tăng gần gấp đôi (+90% n/n). Do đó, biên LNHD tăng lên 13.6% (+5.5đpt q/q, +5.8đpt n/n).

HVN báo lỗ tỷ giá 165 tỷ đồng, giảm đáng kể so với mức lỗ 647 tỷ đồng trong quý 1/2024. Ngoài ra, lãi vay và các chi phí tài chính khác giảm 34%.

LNST 2Q25 giảm 22% n/n còn 3.5 nghìn tỷ đồng nhưng là do lợi nhuận lớn từ xoá nợ ở cùng kỳ. Nếu bỏ qua khoản lợi nhuận bất thường này, LNST thực tế tăng 137% n/n và NPM mở rộng lên 11.4% (+9.4đpt q/q, +6.2đpt n/n).

Hình 20. Doanh thu thuần 1Q25 của HVN tăng 9% n/n

Nguồn: Dữ liệu công ty, Nghiên cứu KIS

Hình 21. Các biên lợi nhuận đều mở rộng

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

VJC – Mở rộng công suất để khai thác nhu cầu gia tăng

Trong 1Q25, doanh thu của VJC tăng nhẹ lên 18 nghìn tỷ đồng (+1% n/n, hình 22). Mức tăng trưởng khiêm tốn này là do không có giao dịch tàu bay được thực hiện trong 1Q25, riêng doanh thu vận tải tăng 10% n/n. LNST tăng 19% n/n lên 641 tỷ đồng. VJC đã vận chuyển 6.9 triệu hành khách (+9% n/n), trong khi đội bay tăng 6% n/n. Tương tự như HVN, điều này đạt được nhờ tăng lịch trình chuyến bay và thị phần mở rộng. Xem Bảng 4:

Bảng 4. Cơ cấu lợi nhuận 1Q25 của VJC

(tỷ đồng, %)

	1Q25	1Q24	n/n	
Doanh thu	17,952	17,792	0.9	
Vận chuyển	17,408	15,743	10.6	Khoảng 84 máy bay được khai thác trong 1Q25 (+6% n/n), vận chuyển 6.9 triệu hành khách (+9% n/n)
Nội địa	4,549	3,756	21.1	
Quốc tế & thuê chuyển	6,635	6,402	3.6	
Hàng hóa & Phụ trợ	6,223	5,585	11.4	
Bán tàu bay	0	1,488	(100.0)	Không nhận tàu bay mới trong 1Q25
Cho thuê khô	465	452	2.8	
Khác	79	108	(26.6)	
Lợi nhuận gộp	2,404	1,745	37.7	
Vận chuyển	2,392	1,671	43.1	
Bán tàu bay	0	25	(100.0)	
Khác	12	49	(75.7)	
Biên LNG (%)	13.4	10.3	3.1	
Lợi nhuận hoạt động	1,562	898	73.9	
Biên LNHD (%)	8.7	5.4	3.3	
LNST	641	539	19.4	

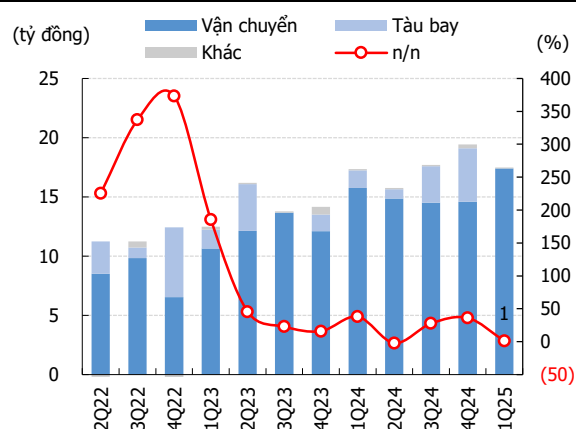
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Biên LNG vận tải của VJC tăng vọt lên 13.4% (+13.7% q/q, +3.1% n/n, hình 12) nhờ tận dụng đòn bẩy hoạt động hiệu quả và giá nhiên liệu máy bay giảm.

Chi phí BH&QLDN giảm 1% n/n còn 841 tỷ đồng. Qua đó, biên LNHD cốt lõi tăng lên 8.7% (+16.2đpt QoQ, +3.3đpt N/n).

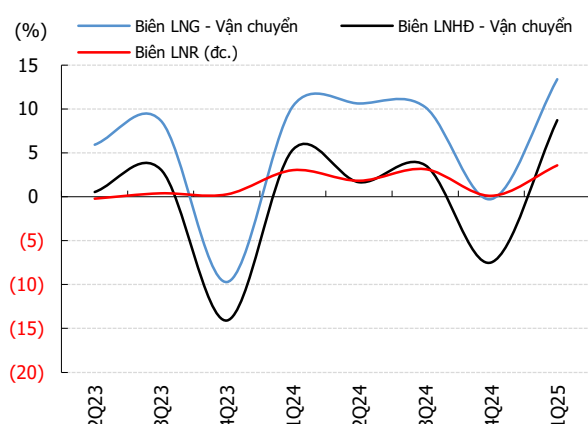
Chi phí tài chính tăng do lãi vay và lãi trả chậm tăng, và lãi tỷ giá giảm.

Hình 22. Doanh thu 1Q25 của VJC tăng nhẹ 1% n/n, do không ghi nhận giao dịch tàu bay nào



Nguồn: Dữ liệu công ty, Nghiên cứu KIS
Lưu ý: Doanh số bán máy bay lớn trong 2Q23 dẫn đến tăng trưởng âm 2Q24

Hình 23. ... nhưng biên lợi nhuận cốt lõi tăng mạnh



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

2. Cảng hàng không

ACV – Sản lượng và lợi nhuận tăng ổn định

Trong 1Q25, ACV đã công bố KQKD tích cực với 6.35 nghìn tỷ đồng doanh thu (+13% n/n, hình 24) và 3.1 tỷ đồng LNST (+118% n/n). Điều này đến từ lượng hành khách tăng 7% n/n, đạt tổng cộng 29.9 triệu lượt. Cụ thể là nhờ sự phục hồi của thị trường nội địa và tăng trưởng ổn định của lượng khách quốc tế. Xem Bảng 5:

Bảng 5. Cơ cấu lợi nhuận 1Q25 của ACV

(tỷ đồng , %)

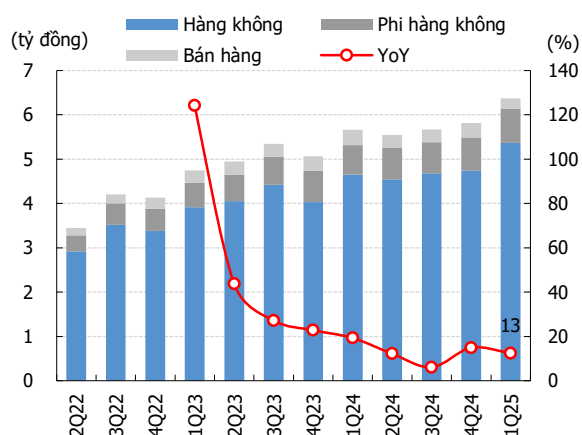
	1Q25	1Q24	n/n
Doanh thu	6,350	5,644	12.5
Dịch vụ hàng không	5,368	4,655	15.3
Phục vụ hành khách	3,163	2,736	15.6
Cất hạ cánh (CHC)	771	692	11.4
Khác	1,433	1,226	16.9
Dịch vụ phi hàng không	771	666	15.8
Hàng hóa	385	318	(32.4)
Lợi nhuận gộp	4,349	3,600	20.8
Dịch vụ	4,208	3,436	22.4
Hàng hóa	141	164	(13.9)
Biên LNG (%)	68.5	63.8	4.7
Lợi nhuận hoạt động	3,787	3,102	22.1
Biên LNHD (%)	59.6	55.0	4.6
LNST	3,120	2,921	6.8
Dự phòng nợ khó đòi²	(189)	(175)	
Vietjet Air	0	149	
Vietnam Airlines	(46)	(123)	
Pacific Airlines	2	(62)	
Bamboo Airways	(96)	(85)	
Vietravel Airlines	(48)	(54)	
Lãi/(lỗ) tỷ giá	(249)	101	
JPY/VND	171	164	4.3
% LNHD	6.6	3.3	

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

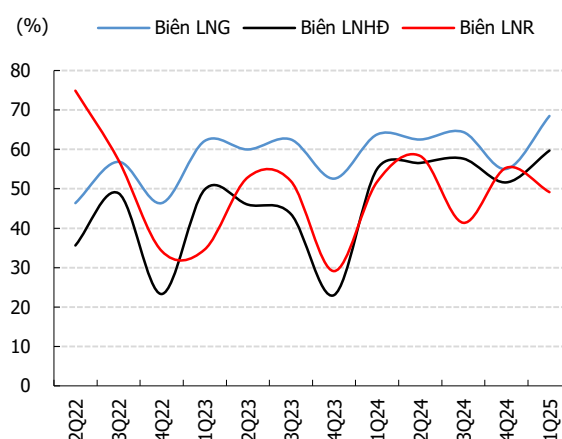
Lưu ý: (1) ước tính từ thông báo của ACV; (2) giảm/(tăng) trong số dư tài khoản dự phòng

Biên LNG của ACV tăng mạnh lên 68.5% (+13.4điểm q/q, +4.7điểm n/n, hình 25). Sự cải thiện này là kết quả của cả sự gia tăng trong lượng và cả sự thay đổi thuận lợi trong cơ cấu hành khách, với khách quốc tế chiếm 40% tổng số, tăng so với mức 37% của 1Q24.

Chi phí BH&QLDN tăng 13% n/n lên 561 tỷ đồng do trong chi phí vận hành tăng và trích lập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn. Mặc dù vậy, biên LNHD tăng lên 59.6% (+8.1điểm q/q, +4.7điểm n/n).

Hình 25. Doanh thu 1Q25 của ACV tăng 13% 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 – Hết ưu đãi thuế, tăng trưởng lợi nhuận giảm tốc

Trong 1Q25, SCS báo cáo doanh thu 266 tỷ đồng (+64% n/n, hình 26). Tuy nhiên, LNST tăng trưởng khiêm tốn ở mức chỉ 15% n/n, đạt 170 tỷ đồng. Chênh lệch này chủ yếu là do chi phí thuế cao hơn sau khi hết hạn ưu đãi thuế 15 năm. Xem Bảng 6:

Bảng 6. Cơ cấu lợi nhuận 1Q25 của SCS

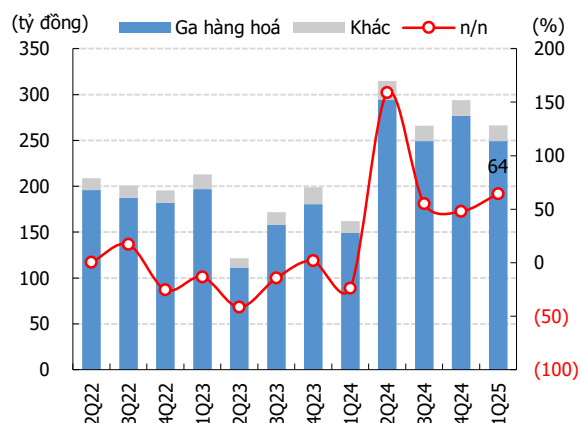
(tỷ đồng, %)

	1Q25	1Q24	n/n
Doanh thu	266	162	64.4
Nhà ga hàng hóa	249	149	67.2
Khác	17	13	31.5
Lợi nhuận gộp	216	123	76.1
Nhà ga hàng hóa	203	114	78.7
Khác	13	9	43.2
Biên LNG (%)	81.1	75.7	5.4
Lợi nhuận hoạt động	201	109	6.9
Biên LNHD (%)	75.5	67.1	8.4
LNST	170	147	15.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

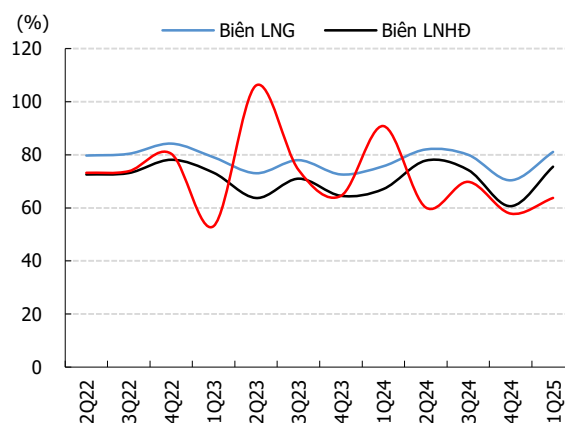
Lợi nhuận gộp tăng vọt 76% n/n lên 216 tỷ đồng và biên LNG mở rộng lên 81.1% (+10.7đpt q/q, +5.4đpt n/n, hình 27). Chi phí BH&QLDN tăng 7% n/n, nhưng biên LNHD vẫn tăng lên 75.5% (+5.1đpt q/q, +5.4đpt n/n). Ngược lại, biên LNR thu hẹp đáng kể xuống còn 63.8% (+5.9đpt q/q, -27.1đpt n/n), điều này liên quan trực tiếp đến mức tăng thuế TNDN đã đề cập ở trên.

Hình 27. Doanh thu 1Q25 của SCS tăng 64% n/n



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 28. Biên lợi nhuận của SCS trong 1Q25 giảm do chi phí nhân công tăng mạnh



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

NCT – Sản lượng và lợi nhuận tăng trưởng vững chắc

NCT báo cáo KQKD 1Q25 tăng trưởng tốt, với doanh thu và LNST lần lượt là 278 tỷ đồng (+37% n/n) và 64 tỷ đồng (29% n/n). Kết quả tích cực này đến từ lượng hàng hoá xử lý trong 1Q25 tăng 22.4% n/n. Xem Bảng 7:

Bảng 7. Cơ cấu lợi nhuận 1Q25 của NCT

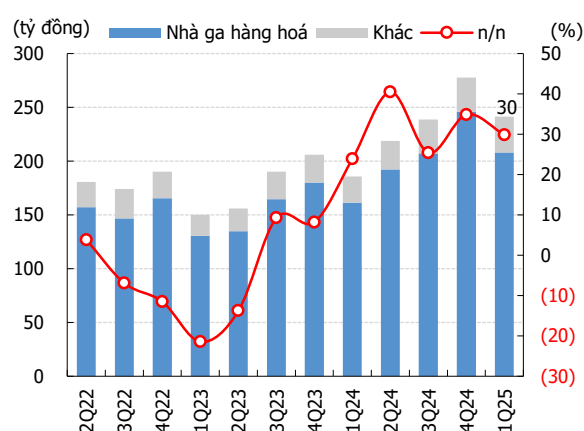
(tỷ đồng, %)

	1Q25	1Q24	n/n
Doanh thu	241	206	29.8
Nhà ga hàng hóa	77	139	36.6
Khác	61	47	29.9
Lợi nhuận gộp	109	84	28.9
Biên LNG (%)	45.0	45.3	(0.3)
Lợi nhuận hoạt động	77	60	29.7
Biên LNHD (%)	32.1	32.1	(0.0)
LNST	64	50	29.2

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

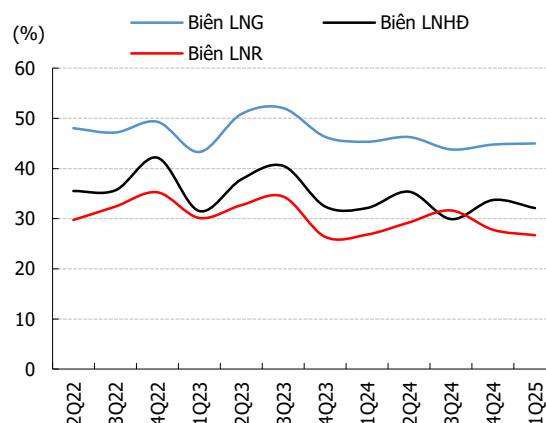
Biên LNG duy trì ổn định trong 1Q25 (+0.2đpt q/q, -0.3đpt n/n). Biên LNHD xuống 33.7% (-1.6đpt q/q, -0.0đpt n/n, hình 29) do chi phí hoạt động tăng. Những thay đổi nhỏ trong kết quả tài chính và thu nhập khác dẫn đến sự thay đổi không đáng kể trong biên LNR, giảm nhẹ xuống 26.7% (-1.1đpt q/q, -0.1đpt n/n).

Hình 29. Doanh thu 1Q25 của NCT tăng 30% n/n



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 30. Biên lợi nhuận của NCT ổn định



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

SGN – Thách thức ở phía trước

Trong 1Q25, SGN đã ghi nhận doanh thu đạt 418 tỷ đồng (+13% n/n, hình 30) và LNST là 85 tỷ đồng (+16% n/n). Xem Bảng 8:

Bảng 8. Cơ cấu lợi nhuận 1Q25 của SGN

(tỷ đồng, %)

	1Q25	1Q24	n/n
Doanh thu	418	369	13.4
Dịch vụ hàng không	411	364	12.9
Dịch vụ phi hàng không	7	5	51.3
Lợi nhuận gộp	138	118	17.7
Biên LNG (%)	33.1	31.9	1.2
Lợi nhuận hoạt động	88	71	23.7
Biên LNHD (%)	20.9	19.2	1.7
LNST	78	68	15.9

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

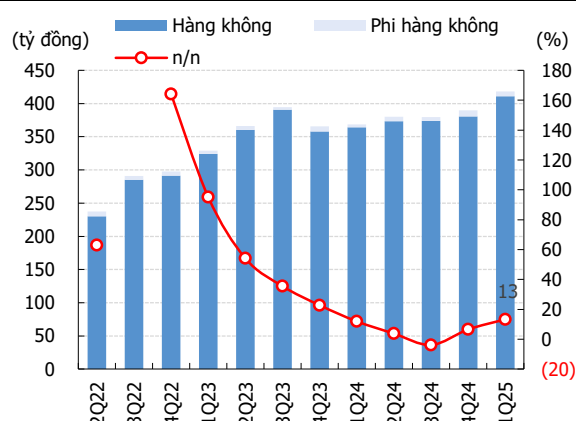
SGN tăng lên 33.1% (+1.0đpt q/q, +1.2đpt n/n). Mặc dù công ty không ghi nhận bất kỳ khoản chi phí dự phòng đáng kể nào cho Bamboo Airways và Vietravel trong 1Q25, chi phí hoạt động tăng đã khiến chi phí BH&QLDN tăng 9% n/n, dù vậy biên LNHD tăng nhẹ lên 20.9% (-1.1đpt q/q, +1.8đpt n/n).

Lãi tỷ giá trong 1Q25 giảm 75% n/n xuống còn 2.1 tỷ đồng, nhưng nhờ lãi tiền gửi tăng 82% n/n, lợi nhuận tài chính ròng chỉ giảm 25% n/n. Biên LNR thu hẹp xuống còn 18.7% (-3.4đpt q/q, +0.4đpt n/n).

Vietjet ngừng sử dụng dịch vụ mặt đất của SGN, ảnh hưởng đến doanh thu trong tương lai

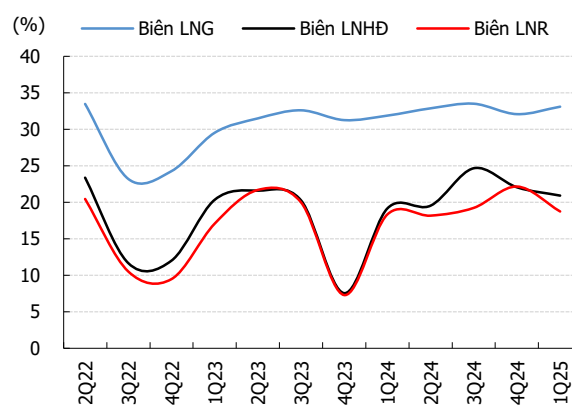
Chúng tôi cũng lưu ý rằng VJC đã ngừng sử dụng dịch vụ mặt đất của SGN kể từ ngày 23 tháng 5. Điều này sẽ dẫn đến sự sụt giảm mạnh trong doanh thu và lợi nhuận cho SGN trong các quý tới, vì Vietjet chiếm 39% tổng doanh thu của SGN vào năm 2024.

Hình 31. Doanh thu 1Q25 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 2/06/2025.

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 2/06/2025.

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.