

HÀNG KHÔNG

DUY TRÌ ĐỘ CAO



Hàng không

Duy trì độ cao

2H25F dự báo tiếp tục tích cực nhờ môi trường kinh doanh thuận lợi

Ngành hàng không Việt Nam ghi nhận phục hồi mạnh trong 1H25 với doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng vượt trội nhờ nhu cầu quốc tế cao, nội địa phục hồi và giá nhiên liệu giảm. Sang 2H25F, chúng tôi dự báo tổng khách đạt 57.5 triệu (+12% n/n), LCHK đạt 87.1 tỷ RPK (+11% n/n), được hỗ trợ bởi lượng khách quốc tế tăng và thị trường nội địa tiếp tục phục hồi nhờ giá vé giảm. Bên cạnh đó nguồn cung tàu bay dự báo tăng 11.5% n/n nhờ tàu bảo dưỡng quay lại khai thác và tàu bay mới được bàn giao sẽ giúp các hãng hàng không đáp ứng nhu cầu một cách tối đa.

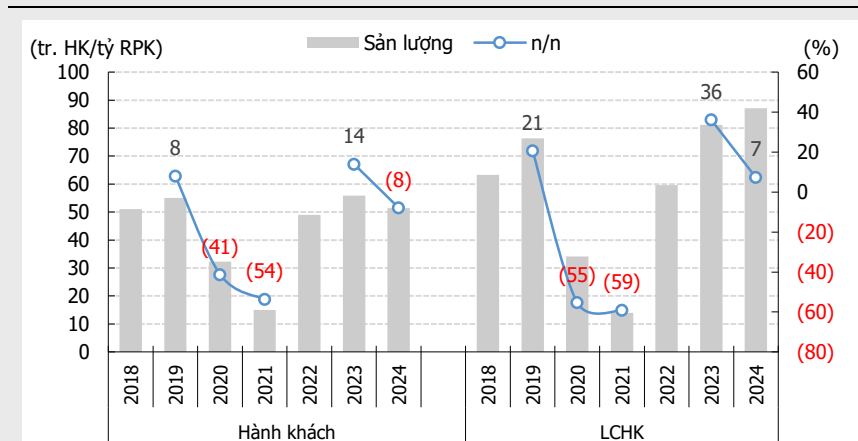
Triển vọng 2026F: Nguồn cung tàu bay trong 2026F tăng nhanh có thể gây áp lực lên lợi nhuận

Nhu cầu tiếp tục cải thiện nhờ niềm tin tiêu dùng và khách quốc tế tăng, tuy nhiên công suất 2026F dự báo +12.8% n/n do đội bay mở rộng, có phần cao hơn so với tăng trưởng hành khách. Cùng với, giá nhiên liệu dự báo tăng có thể gây áp lực biên lợi nhuận toàn ngành. Tuy nhiên ở góc độ chi tiết, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của HVN giảm nhẹ trong khi VJC tiếp tục cải thiện nhờ thu hẹp khoảng cách giá vé qua việc tăng công suất.

VJC và HVN duy trì vị thế dẫn đầu, nhưng ĐSCT sẽ định hình lại triển vọng dài hạn của ngành

Trong giai đoạn khó khăn 2021–2024 khi Bamboo Bamboo thu hẹp hoạt động, HVN và VJC đã củng cố thị phần và duy trì sức cạnh tranh. Từ 2025-30F, ngành hàng không dự báo vẫn tăng trưởng CAGR 8%/năm. Tuy nhiên, kể từ 2030F, sau khi ĐSCT bắt đầu hoạt động, sản lượng hành khách hàng không sẽ bị ảnh hưởng đáng kể, trong đó chúng tôi đưa ra các ước tính: (1) từ 2029F, các đường bay ngắn dưới 800km có thể giảm 34-36%, (2) từ 2035F, các đường bay chính cự ly trên 800km có thể giảm 34-35%. Chúng tôi đưa ra dự phóng tăng trưởng CAGR sản lượng hàng khách trong giai đoạn này rơi về mức 4%/năm.

Sản lượng hành khách và LCHK của Việt Nam giai đoạn 2018-2024



Nguồn: Cục thống kê, KIS Research

NGÀNH Chuyên sâu

Hàng không

15/10/2025

Trung lập

Công ty	K/N	GMT (đồng)
TCT HK Việt Nam	NĂM GIỮ	18,800
CTCP HK Vietjet	NĂM GIỮ	109,200

Phòng phân tích

researchdept@kisvn.vn

Nội Dung

I. Tổng quan báo cáo	3
II. Dự phóng và định giá	5
III. 2024 – Tín hiệu phục hồi	6
IV. 2025-26F – Vượt qua tình trạng thiếu hụt tài	8
1. 2025F – Năm thuận lợi	
2. 2026F – Nguồn cung tăng sẽ gây áp lực lên biên lợi nhuận	
V. Triển vọng dài hạn	15
1. Triển vọng cầu 2025-35F	
2. Triển vọng cung 2025-35F	
3. Tỷ suất sinh lời 2025-35F	
VI. Các rủi ro cần cân nhắc	17
VII. Kết luận và khuyến nghị	24
Khuyến nghị đầu tư	25
TCT Hàng không Việt Nam (HVN)	
TCT Hàng không Vietjet (VJC)	
Phụ lục	32

Nội dung báo cáo

- 2025-26F – Triển vọng ngành Hàng không
- Triển vọng & rủi ro của ngành Hàng không trong trung-dài hạn
- Dự báo & khuyến nghị ngành và cổ phiếu

I. Tổng quan báo cáo

2H25F sẽ còn tiếp tục tích cực nhờ các điều kiện kinh doanh đều thuận lợi

Ngành hàng không Việt Nam phục hồi mạnh trong 1H25 với doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng vượt trội nhờ nhu cầu quốc tế cao, nội địa phục hồi và giá nhiên liệu giảm. Sang 2H25F, chúng tôi dự báo tổng khách đạt 57.5 triệu (+12% n/n), LCHK đạt 87.1 tỷ RPK (+11% n/n), khi lượng khách quốc tế tiếp tục tăng cao và thị trường nội địa phục hồi nhờ giá vé giảm. Lượng tàu bay 2025F dự kiến tăng 11.5% n/n nhờ các tàu bay bảo dưỡng xong và có thêm tàu bay mới.

Nguồn cung tàu bay trong 2026F tăng nhanh gây áp lực lên biên lợi nhuận

Bên cạnh cầu tiếp tục cải thiện nhờ niềm tin tiêu dùng và khách quốc tế tăng. VJC và HVN tiếp tục mở rộng cũng như số tàu bay nằm đất giảm, đồng thời Sun PhuQuoc (SPQ) gia nhập, nâng số tàu bay hoạt động trong 2026F dự báo +15.3% n/n. EIA dự báo giá xăng máy bay nhích tăng nhẹ, các hãng khó tiếp tục hưởng lợi nhờ khoản tiết kiệm này. Trong 2026F, biên LNHD của HVN giảm về 7.8% (-1.3 đpt n/n), VJC tăng lên 7.8% (+2.0 đpt n/n) nhờ thu hẹp khoảng cách giá với HVN và khi các cú sốc bên ngoài phai dần. Qua đó, biên LNHD cả ngành trong 2026F dự kiến ở mức 7.8%.

HVN và VJC duy trì vị thế đầu ngành

Trong giai đoạn khó khăn 2021–2024 khi Bamboo thu hẹp hoạt động, HVN và VJC đã củng cố thị phần và duy trì sức cạnh tranh. Từ 2025F trở đi, ngành hàng không kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ với kinh tế tăng trưởng cao và du lịch bùng nổ với chính sách visa thuận lợi, hạ tầng hoàn thiện. Trong giai đoạn 2025-30F, ngành hàng không dự báo vẫn tăng trưởng CAGR 8%/năm.

ĐSCT sẽ định hình lại triển vọng ngành hàng không

Tuy nhiên, kể từ 2030F, Chúng tôi kỳ vọng thị phần vận tải nội địa Việt Nam đạt đỉnh 12–14%, về dài hạn sẽ chịu áp lực cạnh tranh lớn từ ĐSCT, tương tự ở Trung Quốc – nơi các ĐSCT áp đảo cự ly dưới 800 km, ở chặng dài hơn hàng không vẫn có lợi thế. Dự báo nguồn cung tàu bay giai đoạn 2025-35F. Tuy nhiên, kể từ 2030F, sau khi ĐSCT bắt đầu hoạt động, sản lượng hành khách hàng không sẽ bị ảnh hưởng đáng kể, trong đó chúng tôi đưa ra các ước tính: (1) từ 2029F, các đường bay ngắn dưới 800km có thể giảm 34-36%, (2) từ 2035F, các đường bay chính cự ly trên 800km có thể giảm 34-35%. Chúng tôi đưa ra dự phóng tăng trưởng CAGR sản lượng hàng khách trong giai đoạn này rơi về mức 4%/năm.

Nhóm các hãng nhỏ sẽ có sự phân hoá.

Trong giai đoạn 2024-30F, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tăng trưởng mạnh mẽ, vượt qua tốc độ mở rộng cung (CAGR: 9.4%/năm). Tuy nhiên, từ 2030-35F, cạnh tranh từ ĐSCT sẽ khiến cầu nội địa sụt giảm, tình trạng dư cung có thể xảy ra (CAGR: 4.7%/năm) và buộc các hãng phải đẩy mạnh bay quốc tế. Trong đó, nhóm các hãng hàng không nhỏ, KIS Research dự báo SPQ có khả năng mở rộng tốt hơn khi tận dụng hệ sinh thái du lịch và khai thác các đường bay ngách, trong khi Bamboo là tệ nhất. KIS Research dự báo CAGR quy mô đội tàu bay của hai hãng lớn là VJC và HVN giai đoạn 2024-30F lần lượt 12%/4%; sang giai đoạn 2030-35F lần lượt giảm về 6~7%/2~3%. Nhóm còn lại sẽ phân hoá và sẽ duy trì tăng trưởng dài hạn theo trung bình ngành.

**TRUNG LẬP, khuyến nghị
NẮM GIỮ VJC (GMT:
109,200 đồng) và NẮM GIỮ
HVN (GMT: 18,800 đồng)**

Khuyến nghị cổ phiếu: Dù dự báo triển vọng kinh doanh giai đoạn 2025–28F vẫn tích cực, chúng tôi cho rằng các rủi ro của ĐSCT Bắc – Nam trong dài hạn vẫn chưa được phản ánh đầy đủ vào giá cổ phiếu. Trên cơ sở này, chúng tôi đưa ra khuyến nghị NẮM GIỮ đối với HVN (GMT: 18,800 đồng) và VJC (GMT: 109,200 đồng) cho mục tiêu nắm giữ dài hạn.

II. Dự phóng và định giá

Bảng 1. Danh mục cổ phiếu

Khuyến nghị & GMT			Lợi nhuận & Định giá										
Công ty				DT	LNHD	LN ròng	EPS	BPS	ROE	ROA	PE	PB	EV/EBITDA
				(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Đồng)	(Đồng)	(x)	(x)	(%)	(x)	(x)
Vietnam Airlines (HVN)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2023A	91,540	(2,587)	(5,632)	(2,678)	(7,910)	-	(9.5)	-	-	-
	GMT (đồng)	18,800	2024A	105,942	6,813	7,958	3,416	(4,523)	-	13.7	8.0	-	11.6
	Giá	35,200	2025F	120,588	12,377	10,037	3,063	359	-	16.3	10.9	98.1	9.8
	Vốn hóa	109,627	2026F	127,265	10,413	8,430	2,573	2,932	156.4	12.7	13.0	12.0	11.6
	(tỷ đồng)		2027F	137,565	10,484	8,631	2,634	5,566	62.0	12.3	12.7	6.3	11.6
Vietjet Air (VJC)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2023A	58,341	(529)	231	426	28,123	1.5	0.3	252.8	3.8	-
	GMT (đồng)	109,200	2024A	72,045	3,161	1,404	2,591	31,566	8.7	1.5	38.6	3.2	27.9
	Giá	152,500	2025F	78,779	4,801	1,751	2,960	40,374	8.5	1.7	47.2	3.5	25.8
	Vốn hóa	90,221	2026F	106,323	7,154	3,196	5,403	39,487	13.5	2.8	25.8	3.5	17.3
	(tỷ đồng)		2027F	127,377	10,008	5,193	8,777	42,240	21.5	4.0	15.9	3.3	12.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research. Giá được lấy vào ngày 14/10/2025.

Giá vé tăng cùng lượng khách quốc tế tăng 39% n/n và khách nội địa bắt đầu phục hồi giúp biên LNHD của các hãng hàng dương trở lại

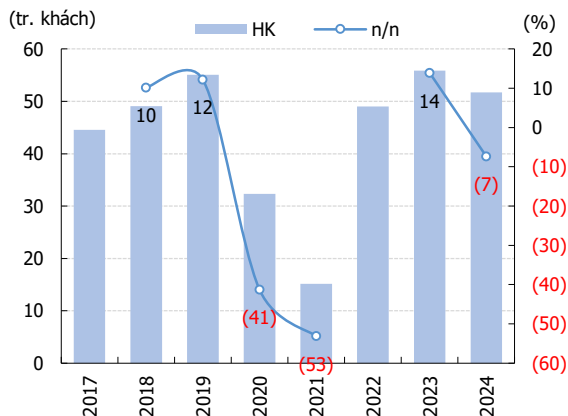
III. 2024 – Tín hiệu phục hồi

Năm 2024, sự cố động cơ khiến số lượng máy bay khai thác giảm đáng kể, trùng với mùa cao điểm du lịch trong 1Q24. Sự hạn chế nguồn cung này đã đẩy giá vé máy bay tăng mạnh. Tuy vậy, các hãng vẫn còn dư địa gia tăng tần suất bay để hưởng lợi từ dòng khách quốc tế tích cực, trong đó lượng khách nước ngoài đạt 17.6 triệu khách, +39% n/n, cùng lượng khách Việt ra nước ngoài duy trì ổn định so với cùng kỳ. Kết quả HVN và VJC ghi nhận tổng doanh thu vận tải đạt 149 nghìn tỷ đồng (+18% n/n). Bên cạnh, hiệu quả khai thác cải thiện, cũng đưa biên LNHD dương trở lại, đánh dấu khởi đầu cho quá trình phục hồi.

Một số diễn biến đáng chú ý trong năm 2024:

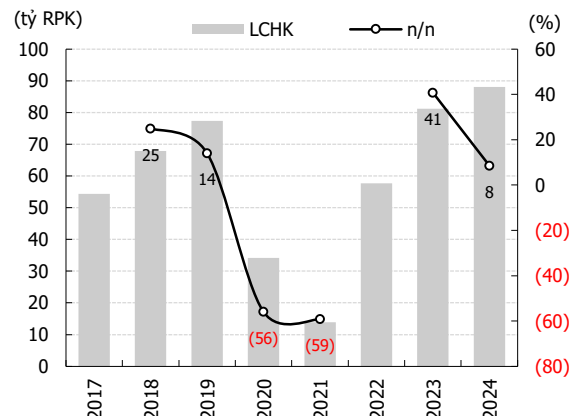
- **Sản lượng toàn ngành:** Lượng khách nội địa giảm mạnh khiến tổng số hành khách giảm 7% n/n. Tuy nhiên, nhu cầu quốc tế mạnh mẽ đã thúc đẩy LCHK tăng 8%, phản ánh hiệu quả khai thác lưu lượng được cải thiện (Hình 1, 2).
- **Khách quốc tế:** Lượng khách Trung Quốc tăng trở lại 114% n/n nhưng vẫn thấp hơn mức trước dịch. Hàn Quốc dẫn đầu tăng trưởng với lượng khách tăng 27% n/n – vượt mức 2019. Các thị trường khác cũng vượt qua mức trước dịch, được hỗ trợ bởi chính sách visa nới lỏng và các chương trình xúc tiến du lịch (Hình 3, 4).
- **KQKD:** Cả HVN và VJC đều ghi nhận tín hiệu phục hồi nhưng diễn biến khác nhau, với biên lợi nhuận của HVN hồi phục mạnh hơn nhiều so với VJC (Hình 5, 6). Nguyên nhân chủ yếu do VJC có nhiều máy bay phải bảo dưỡng, hạn chế khả năng duy trì giá vé thấp, trong khi HVN tiếp tục cắt giảm chi phí và bán giá vé nội địa ngày càng cạnh tranh hơn. Khi nhu cầu nội địa vẫn yếu và cạnh tranh quốc tế ngày càng gay gắt, các hãng hàng không giá rẻ như VJC chịu thêm áp lực suy giảm biên lợi nhuận. Do đó, cả hai hãng đã đẩy nhanh kế hoạch nhận máy bay mới trong 4Q24 nhằm giảm giá vé và kích cầu nội địa. Từ đó, biên lợi nhuận hoạt động cải thiện trở lại trong 4Q24.

Hình 1. Lượng khách hàng hàng không giảm 7% n/n



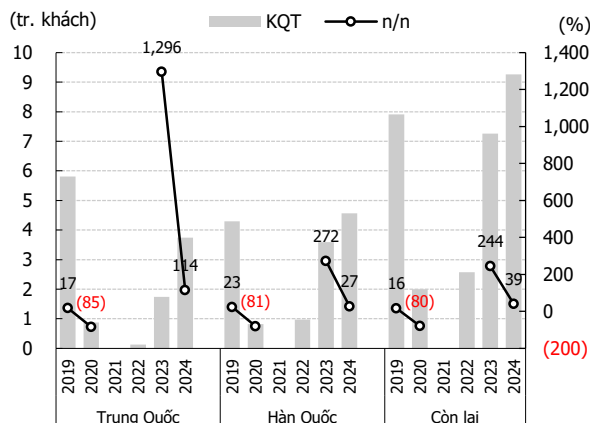
Nguồn: Cục thống kê, KIS Research

Hình 2. Lưu lượng hàng không năm 2024 tăng 8% n/n



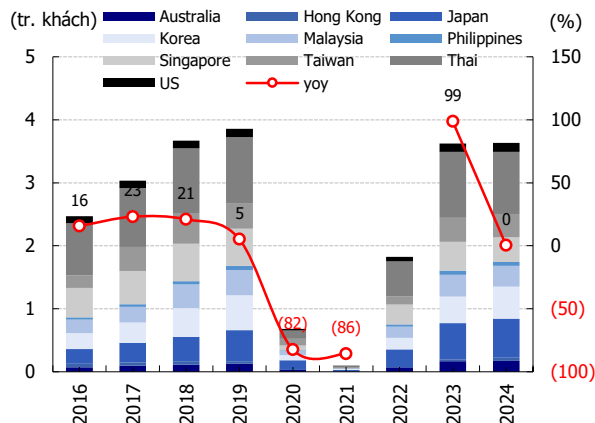
Nguồn: Cục thống kê, KIS Research

Hình 3. Thị trường Hàn Quốc dẫn đầu tăng trưởng khách quốc tế đến trong năm 2024



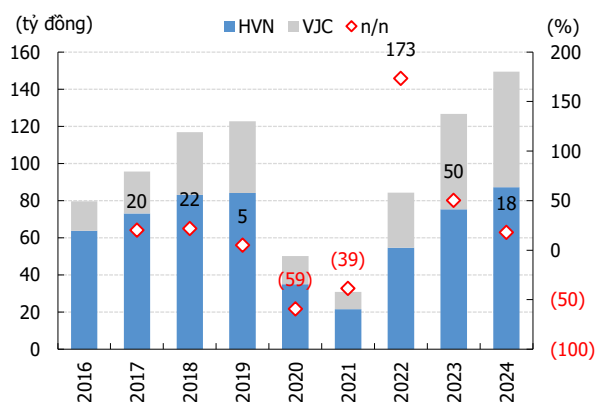
Nguồn: Cục thống kê, KIS Research

Hình 4. Số lượng khách Việt Nam du lịch nước ngoài năm 2024 đi ngang



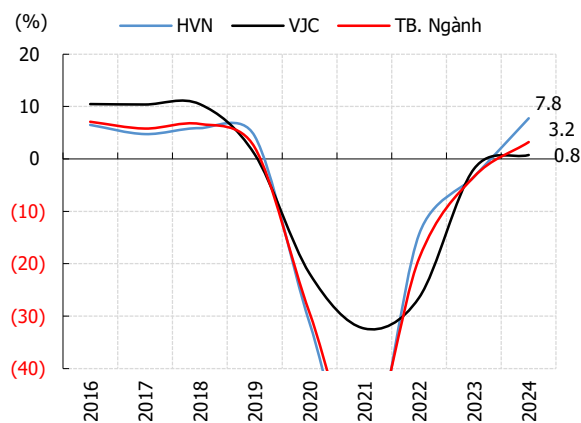
Nguồn: Bộ du lịch các nước, KIS Research

Hình 5. Doanh thu vận tải hàng không tăng 18% n/n



Nguồn: Cục thống kê, KIS Research

Hình 6. Biên LNHD của 2 hãng lớn tách biệt trong 2024



Nguồn: Cục thống kê, KIS Research
Ghi chú: TB. Ngành = HVN + VJC

IV. 2025-26F – Vượt qua tình trạng thiếu tàu bay và sẵn sàng bay cao

1. 2025F – Năm thuận lợi

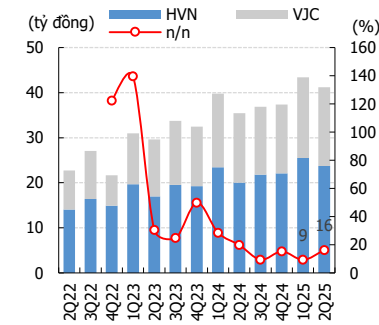
6T25, KQKD của HVN và VJC tiếp tục cải thiện

Nội địa phục hồi tốt nhờ giá vé hạ nhiệt, Trung Quốc dẫn dắt tăng trưởng khách quốc tế trong 6T25

Trong 1H25, ngành hàng không ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ, với doanh thu vận tải của HVN và VJC trong 6T đạt 84.6 nghìn tỷ đồng (+12% n/n) và LNST đạt 4.1 nghìn tỷ đồng (+22% n/n), trong khi lợi nhuận hoạt động tăng vọt lên 10.3 nghìn tỷ đồng (+124% n/n) và biên LNHD tiếp tục được cải thiện (hình 7, 9).

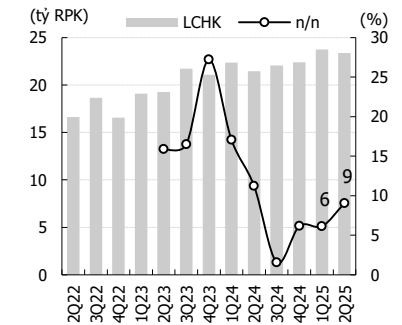
Kết quả khả quan này đến từ nhu cầu bay quốc tế cao, sự phục hồi nội địa (hình 12), và giá nhiên liệu thuận lợi (giảm 12%/17% n/n trong Q1/Q2), giúp biên lợi nhuận cải thiện dù mở rộng công suất. Lượng khách quốc tế đạt 10.7 triệu (+21% n/n), dẫn dắt bởi khách Trung Quốc nhờ các chương trình hợp tác du lịch song phương, chi phí đi lại thấp, và chính sách kích cầu thúc đẩy nhu cầu vượt mức trước COVID, trong khi du lịch từ Việt Nam ra nước ngoài cũng phục hồi dù có sự chững lại trong tháng 4–5 (hình 11). Ngoài ra, sự sụt giảm lượng ghế cung ứng tại Indonesia và Myanmar khi có hững dừng hoạt động càng làm nổi bật sự vượt trội của Việt Nam, khi các hãng nội địa được hưởng lợi từ giá vé thấp, nhu cầu di chuyển dịp nghỉ lễ tăng cao, và các chính sách kích cầu du lịch, đặc biệt với Trung Quốc.

Hình 7. DT vận tải hàng không 1H25 +12% n/n



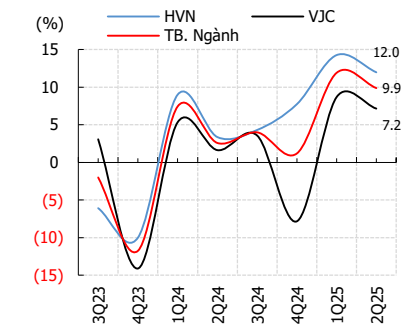
Nguồn: VJC, HVN, KIS Research
Ghi chú: DT vận tải và hoạt động phụ trợ

Hình 8. LCHK 1H25 +7% n/n



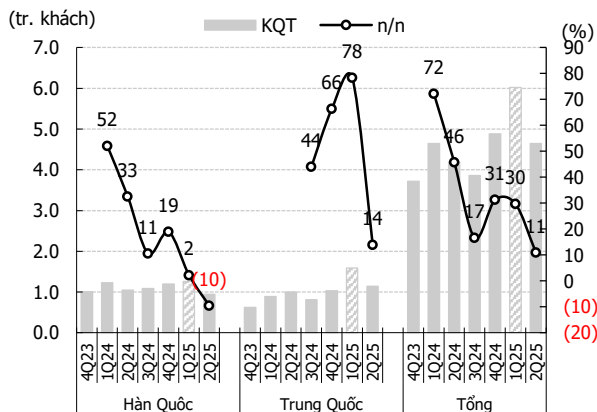
Nguồn: Cục thống kê, KIS Research

Hình 9. Biên LNHD tăng mạnh trong 1H25



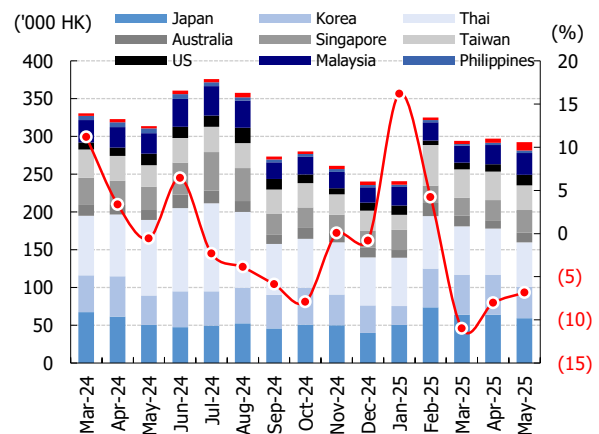
Nguồn: Cục thống kê, KIS Research
Ghi chú: TB. Ngành = HVN + VJC

Hình 10. Khách Hàn Quốc dẫn dắt phục hồi trong 2024, khách Trung Quốc đang quay trở lại trong 2025



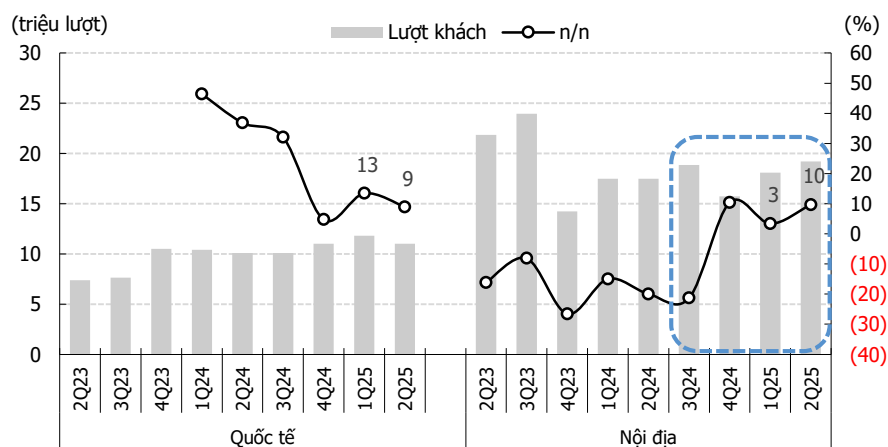
Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 11. Lượng khách Việt đến một số nước trong 1H25



Nguồn: Bộ du lịch các nước, KIS Research

Hình 12. Sản lượng HK của ACV: lượng khách nội địa tiếp tục phục hồi

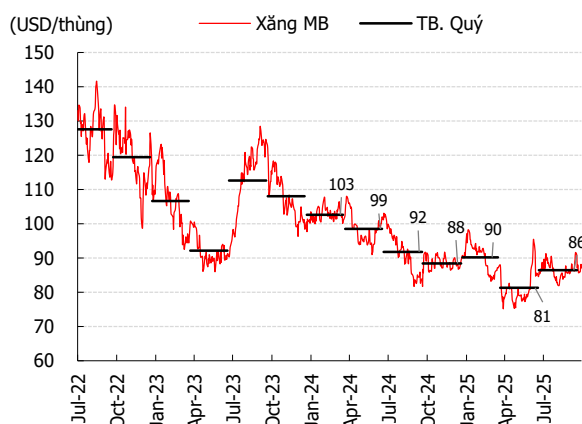


Nguồn: ACV, KIS Research

Nhu cầu tăng tốt, giá nhiên liệu giảm tạo điều kiện các hãng tiếp tục tăng nguồn cung ghế

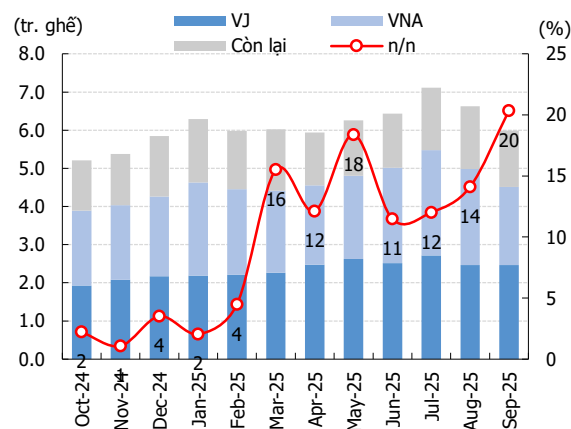
Từ tháng 3, công suất ghế tăng mạnh (hình 14), nhờ vào: (1) giá nhiên liệu giảm mạnh (-17% n/n, hình 13), tạo điều kiện để các hãng giảm giá vé; (2) lượng khách quốc tế đến Việt Nam tiếp tục tăng; và (3) nhu cầu khách nội địa phục hồi ổn định. Dựa trên đà tăng công suất và khả năng hấp thụ nhu cầu mạnh trong 6T25, biên lợi nhuận ngành hàng không tiếp tục cải thiện trong 1Q25 và 2Q25 và chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục trong 2H25F.

Hình 13. Giá xăng máy bay đang giảm



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 14. Cung ghế tiếp tục tăng trong 2H25



Nguồn: OAG, KIS Research

Trong 2H25F, Chúng tôi kỳ vọng lượng hành khách và luân chuẩn chuyển hành khách (LCHK) lần lượt tăng 22%/19% n/n. Điều này dựa trên việc lượng khách nội địa sẽ tiếp tục phục hồi khiến cho cự ly bay bình quân giảm và tăng trưởng tổng LCHK thấp hơn tăng trưởng tổng hành khách.

Năm 2025F dự kiến tổng hành khách tăng 12% n/n, LCHK tăng 11% n/n

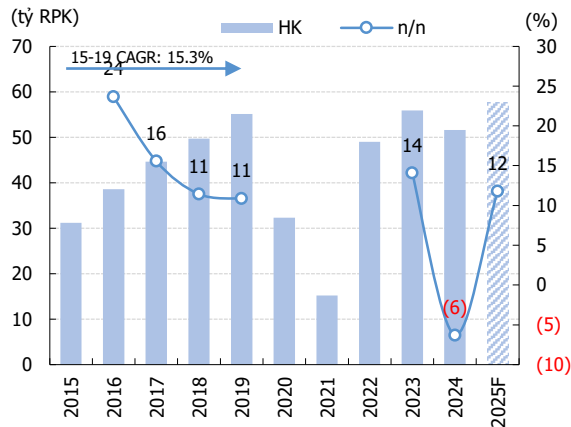
Cả năm 2025F, chúng tôi dự báo tổng lượng khách năm 2025 dự kiến đạt 57.5 triệu, tăng 12% n/n (hình 15). Dựa trên cự ly bay nội địa/quốc tế TB trong 2024, chúng tôi kỳ vọng tổng LCHK lên 87.1 tỷ RPK (+11% n/n, hình 16).

- (1) Tổng khách nội địa và LCHK tăng cùng mức 9% n/n, nhờ sự phục hồi của khách nội địa khi giá vé giảm, nhưng vẫn thấp hơn 2023 và 2019 do niềm tin tiêu dùng còn yếu.
- (2) Tổng khách quốc tế và LCHK lần lượt tăng 16.5%/12.4% n/n và LCHK nhờ (a) khách outbound tăng 2% và (b) khách inbound tăng 20% n/n.

Đội tàu bay cuối 2025F dự kiến tăng 10% n/n

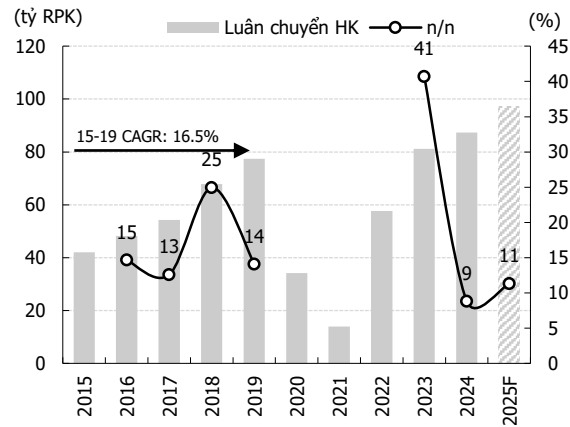
Về phía cung tàu bay, chúng tôi kỳ vọng số tàu bay nằm đất sau khi hoàn tất bảo dưỡng động cơ sẽ dần được trở lại khai thác, cùng với việc bàn giao các tàu bay mới cho Vietjet và Vietravel. Do đó, quy mô đội tàu bay hoạt động tại Việt Nam dự kiến tăng 11.0% vào cuối năm (Bảng 2).

Hình 15. Lượng HK 2025 dự báo tăng 12% n/n



Nguồn: Cục thống kê, KIS Research

Hình 16. ... và LCHK tăng 11% n/n



Nguồn: Cục thống kê, KIS Research

Bảng 2. Đội tàu bay tại Việt Nam giai đoạn 2017-2026F

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
HVN group	100	104	117	121	118	113	103	101	101	102
Vietjet Air	51	64	71	73	75	79	87	94	101	112
Bamboo Airways	-	1	23	26	29	29	9	7	7	7
Vietravel	-	-	-	1	3	3	3	2	3	5
Sun PhuQuoc ⁽¹⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	7	13
Tổng	151	169	211	221	225	224	202	204	219	239
Hoạt động	151	169	211	221	225	224	202	182	202	233
<i>Tăng trưởng (%)</i>		11.9	24.9	4.7	1.8	(0.4)	(9.8)	(9.9)	11.0	15.3

Nguồn: Planespotters, KIS Research

Ghi chú: Pacific Airlines thuê 3 chiếc A321 của Vietnam Airlines từ 2024, (1) Mở bán vé từ tháng 10/2025

Chính sách thị thực cởi mở và kích thích kinh tế thúc đẩy nhu cầu

VJC tiếp tục mở rộng đội tàu. Xuất hiện hãng bay mới!

Biên LNHD của VJC tiếp tục cải thiện, HVN giảm

2. 2026F – Nguồn cung tăng có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận

Về phía nhu cầu. Chúng tôi kỳ vọng những yếu tố tích cực từ thuế quan Mỹ, kích thích kinh tế và giá vé giảm nhờ công suất tăng sẽ cải thiện niềm tin tiêu dùng. Ngoài ra, nhờ xu hướng du lịch ủng hộ và việc xin thị thực dễ dàng hơn thông qua hình thức trực tuyến, lượng khách quốc tế được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng cao, trong đó có nhóm khách từ Trung Quốc. Qua đó, tổng hành khách năm 2026F dự kiến 66 triệu (+12.4% n/n, hình 17).

Về phía cung tàu bay. Chúng tôi kỳ vọng VJC và Vietravel, Sun PhuQuoc tiếp tục mở rộng đội bay, khi phần lớn máy bay đang nằm đất sẽ được đưa vào khai thác trở lại, qua đó giúp công suất tăng 15.3% n/n trong 2026F (Bảng 3).

Biên lợi nhuận. EIA dự báo giá xăng máy bay sẽ nhích tăng nhẹ, các hãng khó có thể tiếp tục hưởng lợi từ việc tiết kiệm chi phí. Trong bối cảnh này, chúng tôi dự báo biên LNHD của HVN có thể giảm về 7.8% (-1.3 đpt n/n), trong khi VJC tăng lên 7.8% (+2.0 đpt n/n) nhờ thu hẹp khoảng cách giá với HVN nhờ mở rộng công suất. Ngoài ra, HVN còn đối mặt rủi ro cạnh tranh từ SPQ, dự kiến khai thác theo mô hình truyền thống thay vì giá rẻ như VJC.

V. TRIỂN VỌNG DÀI HẠN

1. Triển vọng cầu 2025-35F

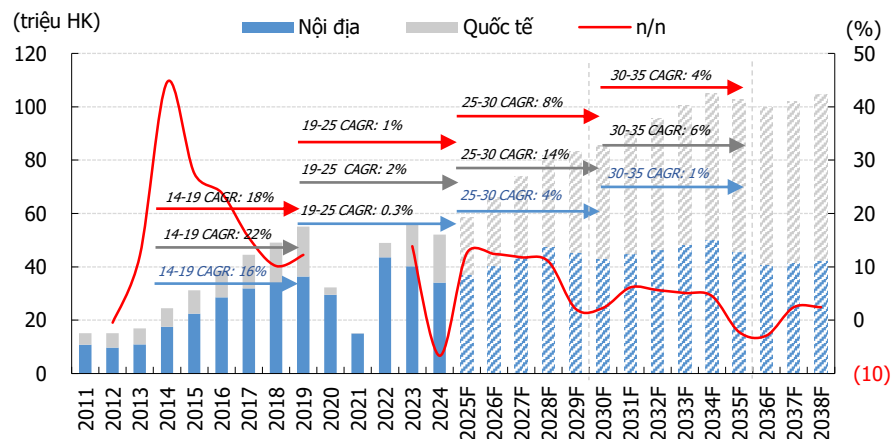
Việt Nam đã trả qua giai đoạn tăng trưởng nóng nhờ hiệu ứng bay giá rẻ

Đại dịch đã sàng lọc ra 2 hãng dẫn đầu là VJC và HVN

Trong giai đoạn 2011-2019, tốc độ tăng trưởng bình quân kép (CAGR) về sản lượng hàng khách đạt 17.5%/năm là một trong những quốc gia tăng trưởng nhanh nhất khu vực ĐNÁ. Trong đó 2014-19 ghi nhận giai đoạn tăng trưởng bùng nổ khi cấu trúc ngành thay đổi từ khi Vietjet đi vào hoạt động phá vỡ tính độc quyền của Vietnam Airline và đưa mô hình LCC của VJC đã giúp người dân dễ tiếp cận với vận chuyển hàng không so với trước đó.

Tuy nhiên từ sau đại dịch, các hãng hàng không tiếp tục đối mặt với nhiều thách thức lớn – bao gồm giá nhiên liệu duy trì ở mức cao trong 2023 và cạnh tranh nội địa gay gắt – trong khi hoạt động quốc tế vẫn bị hạn chế do nhiều nước mở cửa biên giới chậm. Kết quả là Bamboo Airways buộc phải thu hẹp quy mô từ 20 tàu bay xuống chỉ còn 7 tàu bay tính đến cuối 2024. Trong bối cảnh đó, chỉ có Vietnam Airlines (HVN) và Vietjet (VJC) trụ vững, giành thêm thị phần, và biên lợi nhuận gia tăng mạnh mẽ trong 2025 sau nhiều năm tối ưu hoạt động.

Hình 17. Dự báo HK: 2025-2030F CAGR đạt 8%, 2030-2035F CAGR đạt 4%



Nguồn: Cục thống kê, KIS Research

Note: Mũi tên xanh = Nội địa, Mũi tên xám = Quốc tế, Mũi tên đỏ = Tất cả

Tăng trưởng hành khách giai đoạn:

2025-30F là 8%/năm

2030-35F là 4%/năm

Trong giai đoạn 2025-35F chúng tôi tin rằng ngành hàng không Việt Nam vẫn có thể duy trì tăng trưởng ở mức 6%/năm từ các động lực như thu nhập tăng và chính sách thị thực cởi mở hơn. Trong đó, trong giai đoạn 2025-30F CAGR, chúng tôi dự báo tăng trưởng ngành hàng không vẫn duy trì ở mức khả quan 8%/năm và điều chỉnh giảm về mức 4%/năm trong giai đoạn 2030-35F, một phần nguyên nhân của sự giảm nhanh trong giai đoạn sau khi chúng tôi nhận thấy rủi ro giảm thị phần từ Đường sắt cao tốc Bắc-Nam dự kiến hoạt động từ 2029 khi tham chiếu sự ảnh hưởng tại hai quốc gia Trung Quốc và Thái Lan.

1.1. GDP bình quân đầu người của Việt Nam dự báo tăng trưởng rất cao dựa trên mục tiêu của Chính phủ

Tăng trưởng từ hiệu ứng bay giá rẻ yếu đi

Trong quá khứ, hình 18, số liệu phân tích cho thấy sự tương quan chặt chẽ giữa thu nhập và tăng trưởng hàng khách. Độ co giãn nhu cầu-thu nhập vào khoảng 1.1 trước khi VJC gia nhập (1% tăng trưởng thu nhập dẫn đến 1.1% tăng trưởng nhu cầu), sau đó tăng mạnh nhờ hiệu ứng từ bay giá rẻ giai đoạn 2012–2019. Sau COVID, chúng tôi thấy xu hướng đang trở lại bình thường, với hệ số co giãn dự kiến ở mức ~1.0–1.1x.

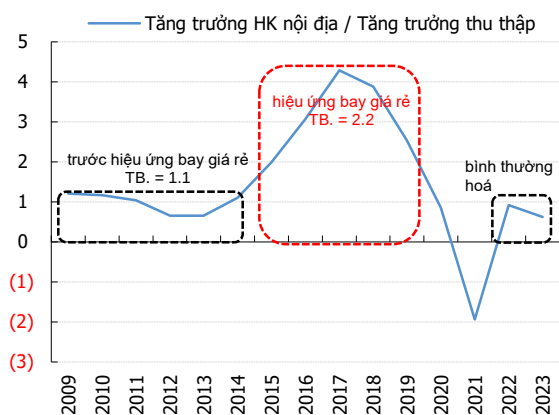
Chính phủ kỳ vọng tăng trưởng kinh tế cao trong các năm tới.

Việt Nam còn tiềm năng tăng trưởng nhu cầu bay so với khu vực

Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP mạnh giai đoạn 2025F–30F, được đến từ việc chú trọng phát triển hạ tầng, công nghệ và thúc đẩy thương mại quốc tế. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng trung bình GDP bình quân đầu người đạt 8%/năm trong 5 năm tới, đạt 8.2 nghìn USD, và giảm về khoảng 5% trong 5 năm tiếp theo (hình 19). So sánh ở Hình 20 cho thấy các quốc gia có thu nhập cao (Nhật Bản, Hàn Quốc) có nhu cầu bay lớn, trong khi Thái Lan và Malaysia tỏ ra cao hơn hẳn so với nhóm thu nhập thấp ở Đông Nam Á.

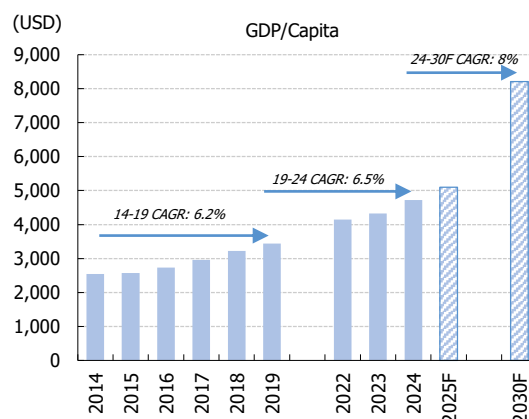
Dựa trên các yếu tố này, chúng tôi tin rằng trong 5–10 năm tới, tăng trưởng kinh tế cao cùng thu nhập bình quân đầu người tăng sẽ vẫn là một điểm tựa lớn cho sự tăng trưởng nhu cầu đi lại bằng đường hàng không của người Việt, cả đi trong nước lẫn đi quốc tế.

Hình 18. Tăng trưởng HK quay lại mức tự nhiên sau khi hiệu ứng giá rẻ giảm đi



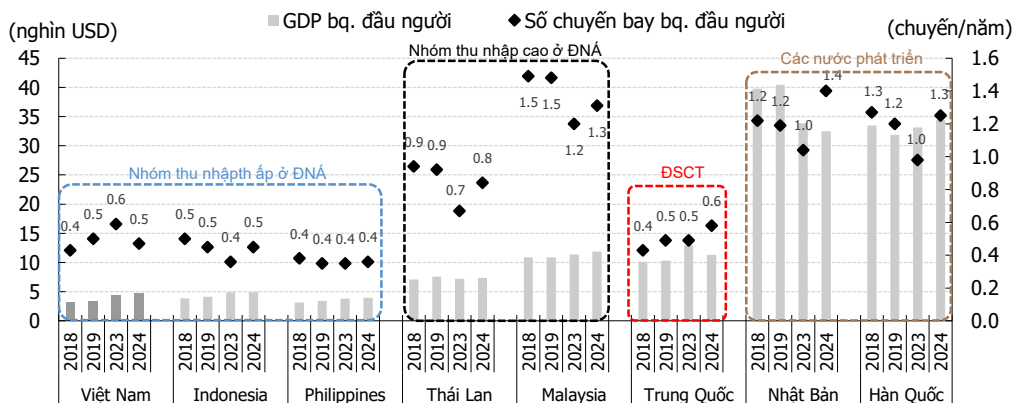
Nguồn: Cục thống kê, KIS Research
Ghi chú: Tăng trưởng = CAGR 5 năm

Hình 19. Kỳ vọng GDP bình quân đầu người tăng 8% trong 5 năm tới



Nguồn: Bộ Tài chính, World Bank, KIS Research

Hình 20. Số chuyến bay bq. đầu người & Thu nhập: Việt Nam so với các nước khác tại Châu Á



Nguồn: Airbus, Sabre, World Bank, KIS Research
Ghi chú: Số chuyến bay bq. đầu người = (Khách bay nội địa + Khách nội địa đi nước ngoài)/Dân số

1.2. Chính sách visa cởi mở hơn, các hiệp định mở cửa bầu trời và nâng cấp hạ tầng sẽ hỗ trợ tăng trưởng hành khách quốc tế

Bảng 3. Một số chính sách thị thực các nước

Nước	Chính sách thị thực	2010	2015	2019	2023	2025
Việt Nam (17.5 triệu HK)	Miễn thị thực (visa)	15	16	24	25	38
	Thị thực điện tử (e-visa)	-	-	80	Tất cả	Tất cả
	Một số chính sách khác	- Tăng thời gian tạm trú cho ASEAN - Đơn giản hóa thủ tục visa theo đoàn Tăng thời gian tạm trú cho nhiều nước Châu Âu Miễn thị thực khi đến Phú Quốc				
Nhật Bản (36.9 triệu HK)	Miễn visa	62	67	66	70	74
	e-visa	-	-	-	-	20*
	Một số chính sách khác	Nói lỏng yêu cầu visa cho ASEAN, một số được miễn Nói lỏng yêu cầu visa cho khách du lịch Trung Quốc đi theo đoàn và khách lẻ				
Thái Lan (35.5 triệu HK)	Miễn visa	49	55	64	78	95
	e-visa	-	-	-	73	Tất cả
	VOA/e-VOA	28	19	18	18	32
	Một số chính sách khác	Tăng thời gian tạm trú cho ASEAN - Nói lỏng visa cho khách Trung Quốc đi theo đoàn - Đơn giản hóa VOA				
Hàn Quốc (16.4 triệu HK)	Miễn visa	113	113	112	113	118
	K-ETA (e-Visa)	-	-	-	112	108
	Một số chính sách khác	- Đơn giản thủ tục visa cho khách Trung Quốc - Nói lỏng yêu cầu visa cho ASEAN và Trung Quốc Mở rộng phạm vi VOA cho đảo Jeju từ 8 lên 20 quốc gia				
Malaysia (38.0 triệu HK)	Miễn visa	157	157	159	167	167
	eNTRI/e-Visa	-	7	10	33	30
Indonesia (13.8 triệu HK)	Miễn visa	13	13	174	11	17
	VOA/e-VOA (từ 2022)	63	63	68	98	98
	Một số chính sách khác	Tăng thời gian tạm trú lên 60 ngày với e-VOA				
Ấn Độ (9.9 triệu HK)	Miễn visa	3	3	3	3	3
	VOA/e-Tourist Visa	12	113	135	160	167

Nguồn: UNWTO, Bộ Ngoại giao các nước, KIS Research

Ghi chú: VOA (Visa on arrival) = cấp visa khi hạ cánh tại sân bay mà không cần xin visa trước khi bay;

(*) Một số thông qua các công ty lữ hành được cấp phép

Lượng khách quốc tế còn dư địa tăng trưởng cao

Việt Nam hưởng lợi nhờ xu hướng du lịch mới. Các chính sách thị thực mới đang cho thấy hiệu quả

Ký kết hiệp định vận tải hàng không với nhiều nước và khu vực

Khi so sánh với một số nước tại châu Á, chúng tôi nhận thấy quy mô khách quốc tế so với chính sách thị thực hiện tại của Việt Nam còn nhiều dư địa để duy trì tốc độ tăng trưởng cao (Bảng 3).

Bên cạnh đó, xu hướng du lịch đang chuyển dịch sang những điểm đến mới, ít đông đúc và gần gũi thiên nhiên, tạo điều kiện thuận lợi cho Việt Nam. Việc nới lỏng chính sách thị thực và nâng cấp hạ tầng (bao gồm ĐSCT) sẽ giúp nâng cao trải nghiệm, gia tăng tỷ lệ quay lại của du khách. Thực tế, lượng khách từ các quốc gia được miễn thị thực đã phục hồi nhanh chóng trong thời gian qua, cho thấy dư địa chính sách thị thực đang hiệu quả. Với quy hoạch du lịch bài bản, cùng lợi thế về văn hóa, ẩm thực và cảnh quan, Việt Nam có cơ hội rút ngắn khoảng cách với các thị trường dẫn đầu trong khu vực như Thái Lan.

Ngoài ra, Việt Nam đang dần hoàn thiện khung pháp lý hàng không thông qua các hiệp định như ASEAN-EU, ASEAN Open Skies, cùng việc nâng cấp thường quyền hàng không với Trung Quốc. Trước đây, quá trình mở cửa bầu trời còn hạn chế do chính sách còn mang tính bảo hộ doanh nghiệp nội địa và xảy ra tình trạng quá tải tại các sân bay lớn. Nhưng nhờ HVN và VJC tích cực

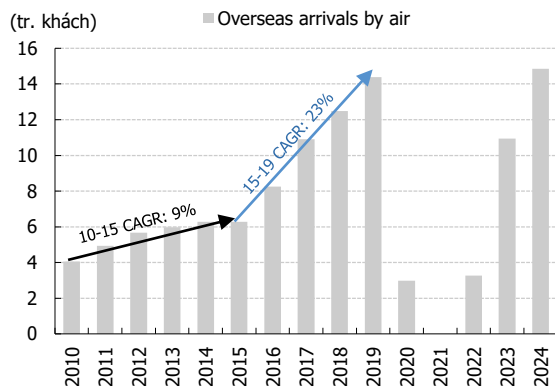
Nguồn cung tàu bay trong 2026F tăng nhanh có thể áp lực lên lợi nhuận

mở rộng mạng bay quốc tế, kết hợp đầu tư hạ tầng và lợi thế vị trí chiến lược, Việt Nam ở vị trí thuận lợi đẩy mạnh hội nhập và mở cửa bầu trời.

Cuối cùng, Chính phủ định hướng phát triển các trung tâm tài chính, qua đó tạo động lực cho du lịch công vụ và khách trung chuyển, giúp Việt Nam trở thành điểm bổ sung quan trọng cho các trung tâm hàng không lớn trong khu vực ĐNÁ.

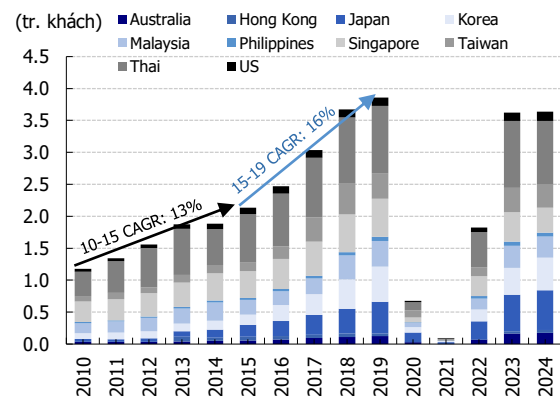
Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng lượng **khách quốc tế đến Việt Nam (inbound)** sẽ tiếp tục tăng trưởng khoảng 20%/năm trong giai đoạn 2025–2027, trong đó khách Trung Quốc đóng góp lớn nhờ các chương trình hợp tác du lịch được thúc đẩy mạnh mẽ giữa hai nước. Sau đó giảm dần về 10%/năm vào 2030F, tương ứng CAGR 2025–2030 đạt 14%. Trong 2030–2035, inbound CAGR dự kiến ở mức 6%. Chúng tôi cũng kỳ vọng **Khách Việt đi nước ngoài (outbound)**: dự báo CAGR đạt 12% trong 2025–2030F, giảm còn 6% trong 2030–2035F và 2–3%/năm trong các năm sau, nhờ thu nhập tăng nhanh và kết nối hàng không cải thiện.

Hình 21. Mở cửa bầu trời ASEAN và các chính sách khác có thể kích hoạt tăng trưởng khách quốc tế



Nguồn: Cục thống kê, KIS Research

Hình 22. ..., cũng như nhu cầu du lịch outbound



Nguồn: Bộ du lịch các nước, KIS Research

1.3. Đường sắt cao tốc (ĐSCT) sẽ định hình lại ngành hàng không của Việt Nam

Chính phủ đẩy mạnh nâng cấp hạ tầng sân bay và xây dựng ĐSCT

Các nút thắt hạ tầng và chậm tăng công suất tại các sân bay lớn đã dẫn đến thời gian chờ mặt đất kéo dài, tình trạng trễ chuyến gia tăng, và trải nghiệm hành khách giảm sút trong chu kỳ trước. Việc đẩy nhanh nâng cấp hạ tầng sân bay và giao thông sẽ giúp tháo gỡ các hạn chế này, nâng cao cả sự hài lòng của hành khách lẫn hiệu quả khai thác của hãng bay. Tuy nhiên, ĐSCT được kỳ vọng sẽ định hình lại hoàn toàn quỹ đạo phát triển của ngành hàng không.

1.3.1. Bài học từ các thị trường phát triển

Tại Trung Quốc, ĐSCT chiếm ưu thế so với hàng không ở cự ly dưới 800km

Trung Quốc: Ở mạng lưới ĐSCT lớn nhất thế giới, nghiên cứu của H. Yang (2018)¹ chỉ ra các đường bay cạnh tranh với tuyến ĐSCT có cự ly dưới 800 km chịu cạnh tranh mạnh nhất, khi thủ tục nhanh hơn và chi phí rẻ hơn, khiến hàng không cắt giảm công suất trực tiếp và chuyển sang tập trung vào khách trung chuyển.

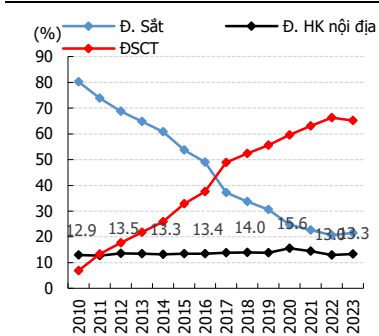
Hệ thống metro của Thái Lan tăng kết nối sân bay với trung tâm thành phố

Thái Lan: Đầu tư đường sắt chủ yếu tập trung vào metro Bangkok, giúp cải thiện khả năng tiếp cận sân bay nhưng không cạnh tranh trực tiếp với hàng

¹ The implications of high-speed railways on air passenger flows in China (H. Yang, 2018)

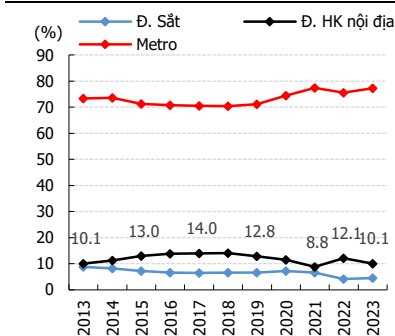
không. Đường sắt đường dài vẫn chậm, nên hàng không vẫn chiếm ưu thế. Nhìn chung, metro đóng vai trò bổ trợ thay vì thay thế cho vận tải hàng không.

Hình 23. Thị phần HK ở Trung Quốc



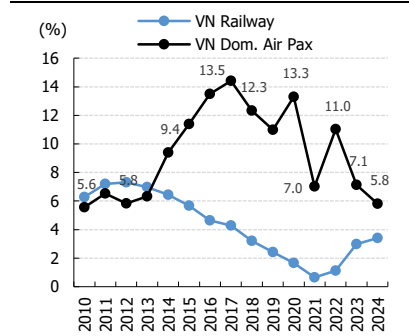
Nguồn: EPS China Data, KIS Research
Ghi chú: Tổng thị phần = Đ. Sắt + Đ. HK + Đ. Thuỷ

Hình 24. Thị phần HK ở Thái Lan



Nguồn: Bộ Giao thông Thái Lan, KIS Research
Ghi chú: Tổng thị phần = Đ. Sắt + Đ. HK + Đ. Thuỷ

Hình 25. Thị phần HK ở Việt Nam



Nguồn: Cục thống kê, KIS Research
Ghi chú: Tổng thị phần = Đ. Sắt + Đ. HK + Đ. Thuỷ

1.3.2. Triển vọng cho Việt Nam

Thị phần hàng không tại Việt Nam khó tăng tiếp

Dựa trên Trung Quốc và Thái Lan (thị phần hàng không ~13–14% khi loại trừ đường bộ, hình 23 và 24), chúng tôi kỳ vọng thị phần hàng không nội địa của Việt Nam sẽ đạt đỉnh 12–14%. Giai đoạn đầu phát triển **ĐSCT và hệ thống metro sẽ bổ trợ cho hàng không nội địa trong giai đoạn đầu phát triển, do các ga đường sắt chưa kết nối trực tiếp các trung tâm kinh tế lớn**. Nhưng về dài hạn, sự mở rộng của ĐSCT sẽ gây áp lực lên thị phần nội địa.

Các nghiên cứu của H. Yang chỉ ra rằng:

- **Đối với các chuyến bay ngắn** trùng tuyến với ĐSCT dưới 800 km, các hãng hàng không khó có thể cạnh tranh. Một số hãng vẫn khai thác nhưng với tần suất bay thấp, chủ yếu để giữ slot hoặc hỗ trợ nối chuyến (Bảng 4).
- **Đối với các chuyến bay dài** trùng tuyến với ĐSCT trên 800 km, các hãng hàng không mở rộng hiện diện và có lợi thế khi quãng đường dài hơn. Trên trục hành lang Bắc Kinh – Thượng Hải (~tuyến ĐSCT của Việt Nam), nhu cầu lớn từ nhóm khách doanh nhân giúp duy trì tính cạnh tranh của hàng không so với đường sắt.

Ở quy mô dân số của Việt Nam, ĐSCT Bắc – Nam khó có lãi so với tuyến Bắc Kinh – Thượng Hải

Chúng tôi đặt kịch bản cơ sở về tác động lên ngành hàng không theo lộ trình xây dựng của chính phủ là 2027-2035

Tuyến Bắc Kinh – Thượng Hải bắt đầu có lãi khi sản lượng hành khách đạt 100 triệu – bốn năm sau khi khai trương. Dùng mốc này làm tham chiếu, **tuyến ĐSCT Bắc – Nam** của Việt Nam khó có lãi nếu giá vé hạng phổ thông duy trì thấp hơn giá vé máy bay 20–40% (tương tự chính sách của Trung Quốc trước năm 2016), khi xét đến quy mô dân số nhỏ hơn nhiều.

Tuyến ĐSCT Bắc – Nam (dự kiến khởi công vào tháng 12/2026) đặt mục tiêu trở thành một trong những dự án ĐSCT có tốc độ xây dựng nhanh nhất thế giới, tương đương tuyến Bắc Kinh – Quảng Châu (Bảng 5). Việt Nam nhiều khả năng sẽ dựa vào công nghệ Trung Quốc để tối ưu chi phí. Dù rủi ro chậm tiến độ vẫn hiện hữu, song ý chí chính trị mạnh mẽ, công nghệ hàng đầu của Trung Quốc và khả năng huy động vốn theo mô hình TOD có thể giúp giảm nguy cơ đội vốn. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định dự án sẽ hoàn thành giai đoạn 2027–2035 để đánh giá tác động tới ngành hàng không.

Bảng 4. ĐSCT và Hàng không: Hàng không không thể cạnh tranh với các tuyến dưới 800km

Trục đường	Tuyến	ĐSCT			Đường HK		
		Thời gian	Giá vé	Đ. dừng	Thời gian	Giá vé	Đ. dừng
Shanghai – Shenzhen (1,623 km)	Shanghai Hongqiao – Shenzhenbei	7h22 – 7h41	\$121.5-122.5	5-8	2h30 – 2h50	\$72-78	0
Beijing – Shanghai (1,318-1,462 km)	Beijingnan – Shanghai Hongqiao (1,318)	5h40 – 6h00	\$77.4-92.7	7-9	2h05 – 2h15	\$90-142*	0
	Beijingnan – Shanghai (1,462)	4h30 – 4h45	\$84.9-94.2	2			
Wuhan – Guangzhou (943-968 km)	Wuhan – Guangzhou Baiyun (943)	3h27 – 4h50	\$63.3-71.7	1-9	1h50 – 2h05	\$58-94	0
	Wuhan – Guangzhounan (968)	3h28 – 4h42	\$64.6-77.4	1-7			
Xi'an – Chengdu (658 km)	Xianbei – Chengdudong	3h30 – 4h09	\$36.8	6	4h20 – 6h25	\$102-236	1
Shanghai – Nanjing (301 km)	Shanghai Hongqiao – Nanjingnan	1h21 – 2h17	\$17.9-20.4	3-5			
Shanghai – Hangzhou (202 km)	Shanghai Hongqiao – Hangzhoudong	45' – 1h21	\$8.1-10.2	0-3	-	-	-
Beijing – Tianjin (117 km)	Beijingnan – Tianjin/Tianjinan	30' – 35'	\$7.4-7.6	0	-	-	-
Guangzhou – Shenzhen (102-142 km)	Guangzhounan – Shenzhenbei (102)	38' – 48'	\$10.4	1	-	-	-
	Guangzhounan – Futian (142)	41' – 59'	\$11.5	2			

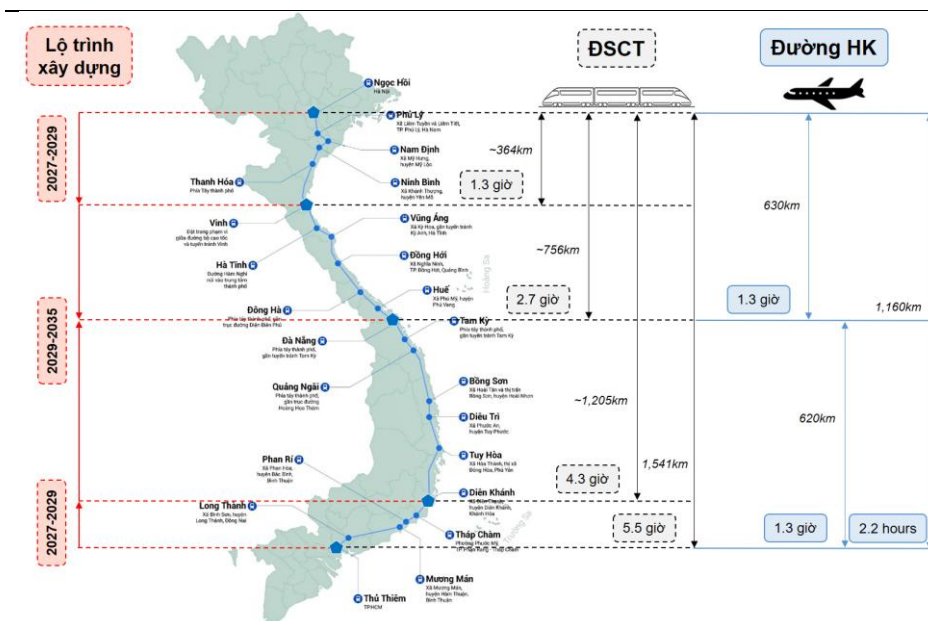
Nguồn: Trip.com, KIS Research
Ghi chú: Khởi hành ngày 12/9, ghế hạng phổ thông; Tô màu xanh lá = có lãi;
(*) Dải giá vé rộng, nhưng chủ yếu ở dưới 100 USD

Bảng 5. Tiến độ xây dựng một số dự án ĐSCT đã hoàn thành

Trục đường	Dân số*	Tốc độ thi công (ngày/100km)	Độ dài (km)	Tốc độ tàu (km/h)	Thời gian	
					Khởi công	Hoạt động
Trung Quốc		247				
Beijing – Harbin	193.5		1,700	350	23/08/2007	22/01/2021
Beijing – Shanghai	158.8	122	1,433	350	08/01/2008	16/10/2012
Beijing – Guangzhou – Shenzhen – Hong Kong	454.3	214	2,229	350	01/09/2005	23/09/2018
Qingdao – Taiyuan	235.3	607	817	350	01/06/2005	26/12/2018
Xuzhou – Lanzhou	309.8	324	1,363	350	01/06/2005	09/07/2017
Shanghai – Kunming	289.2	141	2,066	350	28/12/2008	28/12/2016
Indonesia ¹		2,037				
Jakarta – Bandung	60.1		138	350	21/01/2016	02/10/2023
Korea		1,347				
Seoul – Daegu	41.3		310	330	30/06/1992	01/04/2004
Daegu – Busan	13.8		128	330	23/06/2002	01/11/2010
Seoul – Mokpo	38.3		252	330	04/12/2009	02/04/2015
Nhật Bản		2,827				
Nagano – Kanazawa	4.3		228	260	14/11/1993	14/03/2015
Kanazawa – Tsuruga	2.1		125	260	8/2012	16/03/2024
Takeo-Onsen – Nagasaki	2.2		260	260-320	28/03/2008	23/09/2022
Đài Loan		717				
Taipei – Kaohsiung	20		349	300	3/2000	05/01/2007
Châu Âu		1,596				
Paris – Baudrecourt	5.4		300	350	28/01/2002	10/06/2007
Baudrecourt – Vendenheim	2.2		106	350	23/06/2010	03/07/2016
Fawkham Junction – Channel Tunnel	1.9		74	300	05/10/1998	28/09/2003
London St Pancras – Fawkham Junction	10.8		39	300	24/7/2001	14/11/2007
UAE		777				
Medina – Mecca	18.1		450	360	3/2009	25/09/2018
Việt Nam (Kế hoạch)		213				
Hà Nội – TP. HCM	49.7		1,541	350	31/12/2026	31/12/2035

Nguồn: KIS Research
Ghi chú: (*) Dân số các thành phố có nhà ga mà tuyến ĐSCT đi qua; (1) 2 năm hoãn vì dịch Covid

Hình 26. Lộ trình xây dựng ĐSCT, so sánh giữa ĐSCT và đường hàng không



Nguồn: Bộ GTVT, KIS Research

Ghi chú: (1) H. Yang (2018) Cho thấy sản lượng hành khách hàng không giảm 18–21%/34–36%/22–24% trên các tuyến đường sắt có cự ly ≤500km/500–800km/>800km. Trên một số tuyến HSR đông đúc nhất như Vũ Hán–Quảng Châu (1,039km)/Bắc Kinh–Thượng Hải (1,318km), sản lượng hành khách hàng không giảm 37–39%/34–35%.

(2) Mũi tên đỏ chỉ hướng tuyến đường sắt được xây dựng (vd: 2027–2029, đường sắt kết nối từ HCM đến Khánh Hòa)

1.3.3. Dự báo tác động của ĐSCT đến sản lượng hành khách nội địa

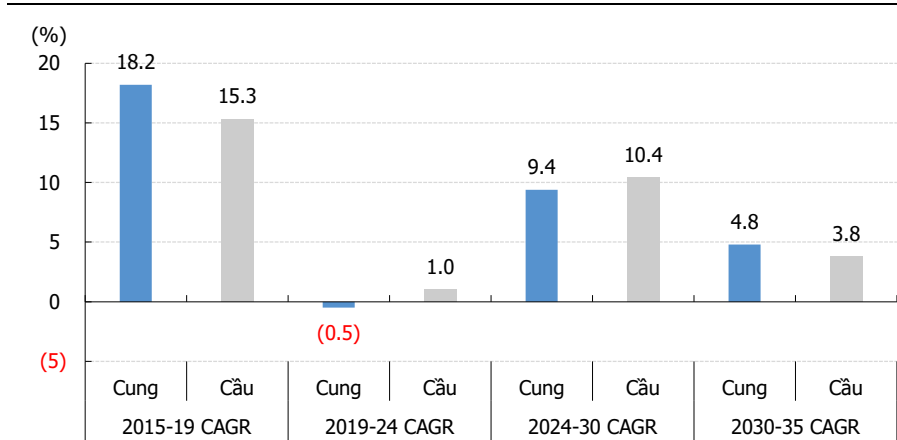
Chúng tôi tách ra 2 nhóm đường bay chính và phụ để đánh giá tác động theo từng giai đoạn

Chúng tôi chia lượng khách nội địa thành hai nhóm: **các đường bay chính** (kết nối ba thành phố Hà Nội – Đà Nẵng – TP.HCM), hiện chiếm gần 50% tổng công suất ghế nội địa (OAG), và **các đường bay phụ**, gồm toàn bộ các đường bay nội địa khác, phần lớn nằm trong phạm vi cạnh tranh trực tiếp của HSR. Dựa trên kế hoạch xây dựng của Chính phủ, chúng tôi cho rằng:

- (1) **Các đường bay phụ** dự kiến duy trì tăng trưởng 8–10%/năm giai đoạn 2025–2028F, nhưng sản lượng khách sẽ sụt giảm 34–36% trong hai năm đầu ĐSCT đi vào hoạt động (2029–2030), trước khi ổn định lại ở mức tăng trưởng bình quân 1–2%/năm trong các năm tiếp theo.
- (2) **Các đường bay chính** trong giai đoạn 2025–30F sẽ chưa chịu cạnh tranh trực tiếp từ ĐSCT, vì ĐSCT chưa kết nối các trung tâm kinh tế lớn (TP.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng) với các tỉnh/thành ở cự ly cạnh tranh trực tiếp với hàng không. Trong 2025–30F, các đường bay chính dự kiến duy trì tăng trưởng 8–10%/năm, chậm lại ở 5%/năm giai đoạn 2030–2034F. Tuy nhiên, một khi toàn tuyến ĐSCT vận hành, sản lượng khách 2035–36F được dự báo sẽ giảm 34–35%, sau đó tăng trưởng ổn định ở mức 1–2%/năm.

2. Triển vọng cung 2025-35F

Hình 27. So sánh cung-cầu qua từng giai đoạn từ 2015-2035F

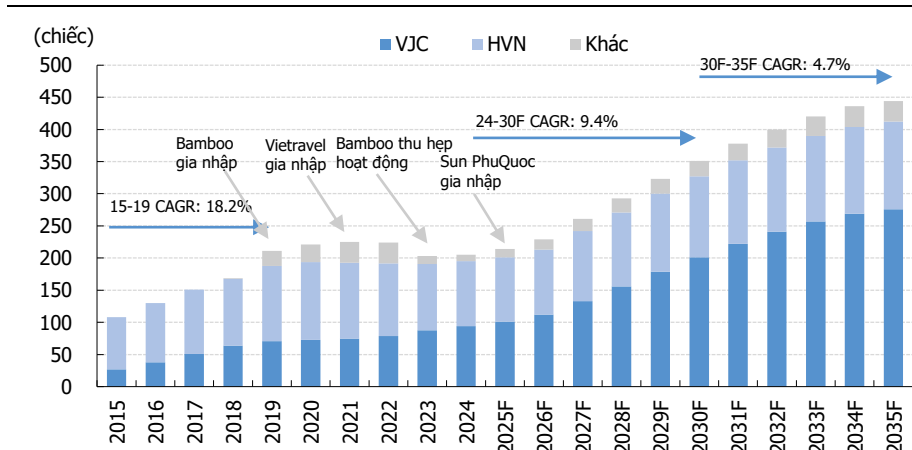


Nguồn: Cục thống kê, Planespotters, KIS Research
Ghi chú: Cung dựa trên quy mô đội tàu bay tại Việt Nam, Cầu dựa trên tổng hành khách qua đường hàng không

Trong giai đoạn 2015–2019, VJC dẫn dắt tăng trưởng nhờ chiến lược giá rẻ, qua đó kích thích mạnh nhu cầu bay. Tuy nhiên, đến năm 2019, Bamboo Airways gia nhập với đội tàu lên tới 23 chiếc đã dẫn đến tình trạng dư cung (hình 27). Giai đoạn 2019–2024, Bamboo thu hẹp hoạt động từ năm 2023, khiến cung giảm, nhờ đó, năm 2024 đánh dấu sự phục hồi của VJC và HVN.

Trong giai đoạn 2024-30F, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tăng trưởng mạnh mẽ, vượt qua tốc độ mở rộng cung (CAGR: 9.4%/năm). Tuy nhiên, từ 2030-35F, cạnh tranh từ ĐSCT sẽ khiến cầu nội địa sụt giảm, tình trạng dư cung có thể xảy ra (CAGR: ~ 4.7%/năm) và buộc các hãng phải đẩy mạnh bay quốc tế. Các dự báo của chúng tôi dựa trên triển vọng cầu, chiến lược và tình hình tài chính của năm hãng hàng không hiện tại của Việt Nam, cụ thể:

Hình 28. Dự phóng quy mô đội tàu của các hãng trong nước giai đoạn 2025-35F



Nguồn: Dữ liệu công ty, Planespotters, KIS Research
Ghi chú: Dựa trên backlog mua tàu bay của các hãng, giả định về độ tuổi và thời điểm tàu bay nghỉ hưu

KIS Research dự báo CAGR quy mô đội tàu bay của hai hãng lớn là VJC và HVN giai đoạn 2024-30F lần lượt 12%/4%; sang giai đoạn 2030-35F lần lượt giảm về 6~7%/2~3%.

Ở nhóm các hãng nhỏ có sự phân hoá và sẽ duy trì tăng trưởng dài hạn theo trung bình ngành:

- **Bamboo Airways** dịch vụ không có sự khác biệt, trong khi chịu áp lực tài chính và cổ đông lớn FLC gặp khó khăn, khiến khả năng mở rộng hạn chế.
- **Vietravel Airlines (VT)** chưa tạo được lợi thế từ mô hình kết hợp lữ hành – hàng không, khi các công ty du lịch ưu tiên giá rẻ, giờ bay linh hoạt, vốn là thế mạnh của các hãng lớn. Dịch vụ chưa đủ khác biệt, trong khi cổ đông lớn (T&T) định hướng phát triển vận tải hàng hóa, nên tiềm năng mở rộng ở mức trung bình.
- **Sun Phu Quoc Airways (SPQ)** thuộc Sun Group có lợi thế từ hệ sinh thái du lịch – khách sạn và sở hữu hai sân bay (Vân Đồn, Phú Quốc). SPQ có thể được ưu tiên slot đẹp tại 2 sân bay này và khai thác hiệu quả các đường bay ngách kết nối điểm du lịch của Sun Group. Theo kế hoạch của SPQ, hãng chú trọng phát triển các đường bay quốc tế kết nối với Phú Quốc.

Bảng 6. Đánh giá khả năng mở rộng đội tàu bay của các hãng hàng không

	Quy mô & khung giờ bay	Dịch vụ khác biệt	Cổ đông lớn	Khả năng mở rộng quy mô
HVN group	Lớn. Có nhiều slot bay.	FSC. Ít sự khác biệt	Chính phủ Việt Nam	CAO
Vietjet Air	Lớn. Có nhiều slot bay.	LCC. Ít sự khác biệt	Tập đoàn Sovico	CAO
Bamboo	Nhỏ. Ít slot đẹp.	Hybrid. Ít sự khác biệt	Tập đoàn FLC đang gặp khó khăn	THẤP
Vietravel	Nhỏ. Ít slot đẹp.	LCC/Leisure. Ít sự khác biệt	Tập đoàn T&T	TRUNG BÌNH
Sun PhuQuoc	Nhỏ. Khó có nhiều slot đẹp. Sun Group có 2 sân bay VB và PQ	FSC/Leisure. Ưu đãi khi lưu trú, giải trí tại các điểm du lịch thuộc Tập đoàn	Tập đoàn Sun Group	TRUNG BÌNH CAO

Nguồn: KIS Research

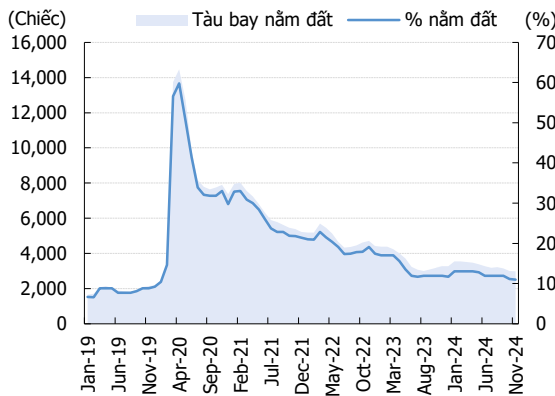
3. Tỷ suất sinh lời 2025-35F

Toàn cầu - Trong ngắn hạn, tốc độ sản xuất thắt chặt sẽ làm cân bằng cung-cầu thêm mất cân đối

Các sự cố kỹ thuật làm giảm sản lượng tàu bay được sản xuất

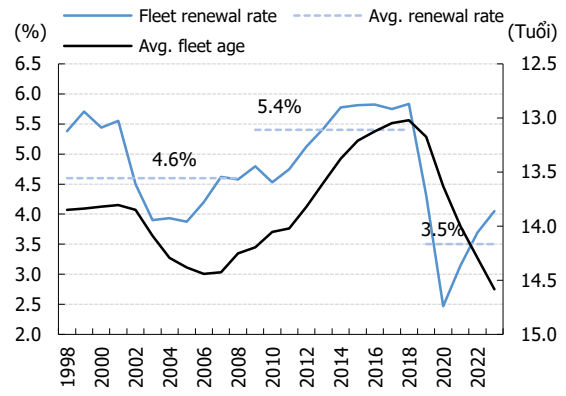
Tỷ lệ máy bay phải nằm đất đã giảm về gần mức trước đại dịch từ đầu năm 2024 (Hình 29), giúp giảm áp lực nguồn cung liên quan đến lỗi động cơ PW1000G. Tuy nhiên, sản lượng của Airbus và Boeing vẫn thấp hơn so với giai đoạn trước COVID do chuỗi cung ứng bị đứt gãy và việc Boeing bị giám sát chặt chẽ hoạt động sản xuất dòng tàu bay 737 MAX.

Hình 29. Lượng tàu bay nằm đất sau sự cố động cơ giảm



Nguồn: SMBC Aviation Capital, Cirium, KIS Research

Hình 30. Nhu cầu thay mới đội tàu bay trì hoãn do đại dịch



Nguồn: IATA, Cirium, KIS Research

Nhu cầu thay mới đội tàu khiến tình trạng thiếu tàu bay trong ngắn hạn thêm trầm trọng

Bên cạnh đó, chu kỳ thay thế đội bay – vốn đã trì hoãn do đại dịch – sẽ được nối lại, đẩy giá máy bay và chi phí thuê tăng trong 5–10 năm tới (Hình 30). Dựa trên tốc độ giao hàng hiện tại và xu hướng đơn hàng tồn, IATA dự báo quá trình bình thường hóa (cân bằng giữa giá máy bay và thời gian giao hàng) sẽ không diễn ra trước năm 2031, thậm chí có thể kéo dài đến 2034.

Toàn cầu - Trong dài hạn, dự báo Cầu sẽ tiếp tục vượt cung trong 20 năm tới, các hãng đã đảm bảo các slot giao tàu bay sẽ hưởng lợi

Bảng 7. Tổng hợp dự báo tăng trưởng cung-cầu từ các tổ chức hàng không lớn

	LCHK	Hành khách		Đội tàu bay			
	ICAO	ACI	IATA	Airbus	Boeing	Avolon	Cirium
2023-2028 CAGR	6.1%	6.3%	-	-	-	-	-
2023-2032 CAGR	5.1%	5.2%	-	-	-	-	-
2023-2042 CAGR	4.6%	4.1%	3.8%	3.5	3.2%	3.4%	3.7%
TB. 2023-2042 CAGR	4.6%	3.95%		3.45%			

Nguồn: ICAO, ACI, IATA, Airbus, Boeing, Avolon, Cirium, KIS Research

Dự báo từ tổ chức hàng không lớn cho thấy cầu vượt cung trong 20 năm tới

Dự báo từ các tổ chức hàng không lớn đều cho thấy tăng trưởng dài hạn của ngành sẽ vượt tăng trưởng GDP toàn cầu và tăng trưởng đội bay (Bảng 6). Các nền kinh tế mới nổi được kỳ vọng sẽ dẫn dắt làn sóng mở rộng tiếp theo, đặc biệt tại khu vực Châu Á-Thái Bình Dương và Trung Đông. IATA nhấn mạnh Ấn Độ, Indonesia, và Việt Nam là những thị trường tăng trưởng nhanh nhất. Ngoài ra, SMBC AC dự báo sẽ chưa có phiên bản nâng cấp toàn diện máy bay nào cho đến giữa thập niên 2030, nghĩa là sẽ không có sự gia tăng đáng kể về công nghệ và sức chở trung bình của mỗi tàu bay. Điều này hàm ý:

1. Đầu tư cố định trong tương lai và chi phí sửa chữa, bảo dưỡng sẽ tăng cao, gây áp lực lên các hãng nhỏ.

- Việc mở rộng công suất của các hãng có đơn đặt hàng lớn từ trước COVID sẽ ít bị gián đoạn.
- Những hãng đã được đảm bảo các slot giao tàu bay sẽ có sự linh hoạt trong việc điều chỉnh tốc độ mở rộng đội bay khi cầu đang vượt cung.

HVN và VJC được kỳ vọng sẽ kiểm soát biên lợi nhuận tốt hơn từ bối cảnh toàn cầu

Việc mở rộng đội tàu của HVN và VJC được hỗ trợ bởi các đơn hàng lớn, cho phép họ linh hoạt mở rộng và giảm thiểu rủi ro thiếu tàu bay. Các hãng nhỏ hơn dự kiến tăng trưởng theo trung bình ngành, tránh lặp lại tình trạng dư cung ở quá khứ và bảo vệ biên lợi nhuận. Nếu dư cung xảy, HVN và VJC có thể cho thuê hoặc bán tàu bay thừa trên thị trường thứ cấp, trong bối cảnh toàn cầu đang thiếu cung.

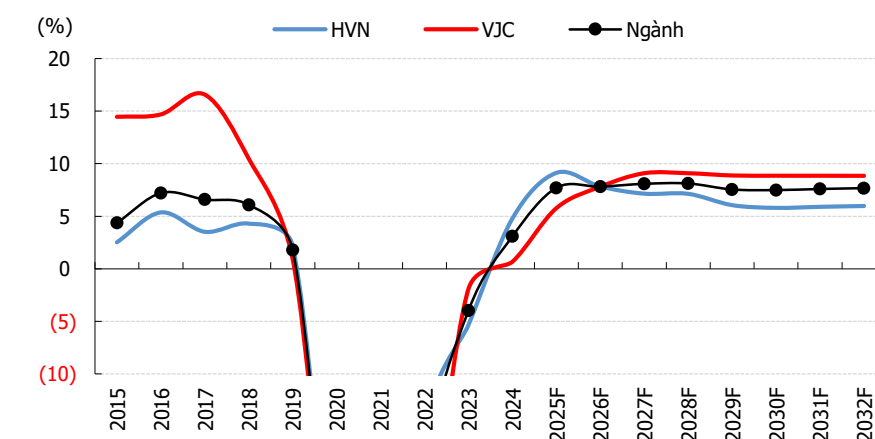
Cuối cùng, chúng tôi kỳ vọng VJC tiếp tục dẫn đầu thị trường Việt Nam cả về sản lượng khách và LCHK. Trong ngành do VJC và HVN thống trị, các hãng nhỏ hoặc hãng mới mới phải nhắm đến các phân khúc ngách hoặc áp dụng chiến lược khác biệt để tồn tại và có lãi do cạnh tranh cao.

Dự báo biên lợi nhuận hoạt động ngành

Trong ngắn và trung hạn, chúng tôi kỳ vọng biên LNHD có thể hội tụ về mức trung bình quá khứ. Trong 2026F, biên LNHD của HVN giảm về 7.8% (-1.3 đpt), VJC tăng lên 7.8% (+2.0 đpt) nhờ thu hẹp khoảng cách giá với HVN và khi các cú sốc bên ngoài phai dần. Qua đó, biên LNHD cả ngành trong 2026F dự kiến ở mức 7.8%.

Trong dài hạn, do vị thế yếu trong chuỗi giá trị hàng không và chịu cạnh tranh cao, các hãng hàng không hầu như không tăng giá vé kịp lạm phát (so với CPI) (Phụ lục 2). Thay vào đó, họ tập trung cắt giảm chi phí và tối ưu hóa vận hành để duy trì lợi nhuận đơn vị. Vì vậy, về dài hạn, biên lợi nhuận khó gia tăng trong điều kiện kinh tế ổn định. Để tăng trưởng lợi nhuận, các hãng hàng không ưu tiên việc bán được nhiều ghế nhất có thể bằng cách sử dụng đòn bẩy hoạt động rất cao. Tuy nhiên, nếu các hãng hàng không tiếp tục chiến lược mở rộng ra quốc tế để tìm kiếm sự tăng trưởng có thể làm giảm nhẹ biên lợi nhuận dài hạn.

Hình 31. Dự phóng biên LNHD mảng vận tải của ngành giai đoạn 2025-32F



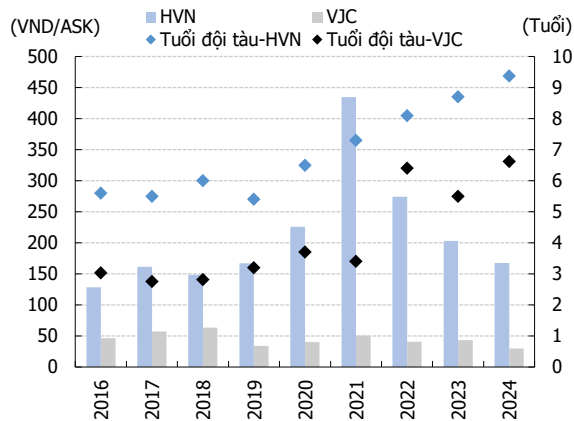
Nguồn: HVN, VJC, KIS Research
Ghi chú: Ngành = VJC + HVN

Với lượng đơn đặt hàng lớn, VJC và HVN linh hoạt trong điều chỉnh quy mô đội tàu theo tăng trưởng ngành

Ở ngắn hạn và trung hạn, biên LNHD sẽ hội tụ về trung bình.

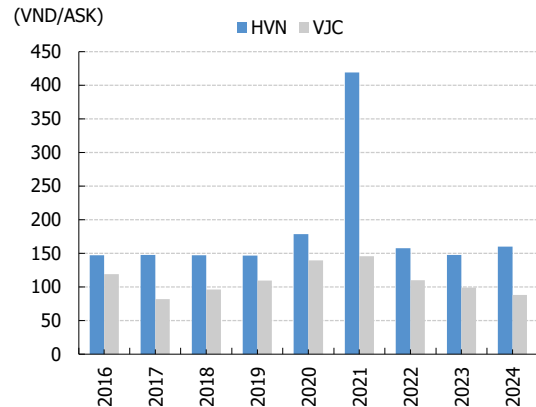
Trong dài hạn, biên LNHD sẽ duy trì ổn định ở mức trung bình quá khứ và khó mở rộng do vị thế yếu trong chuỗi giá trị ngành

Hình 32. Đội tàu bay trẻ hơn giúp VJC có lợi thế về chi phí bảo dưỡng và sửa chữa tàu bay



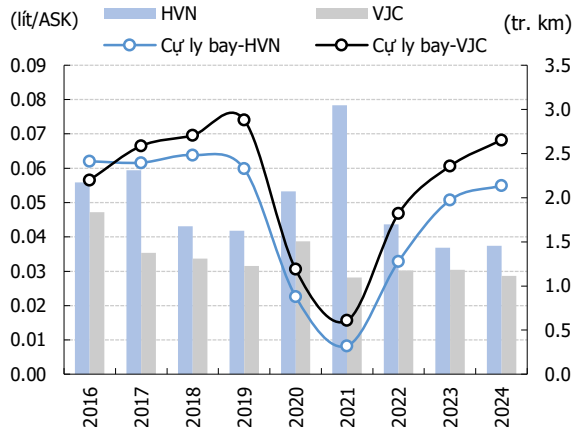
Nguồn: HVN, VJC, KIS Research
Ghi chú: Chi phí bảo dưỡng của VJC và tuổi đời tàu của HVN là ước tính

Hình 33. Chi phí nhân sự của VJC được dàn trải và thấp hơn HVN



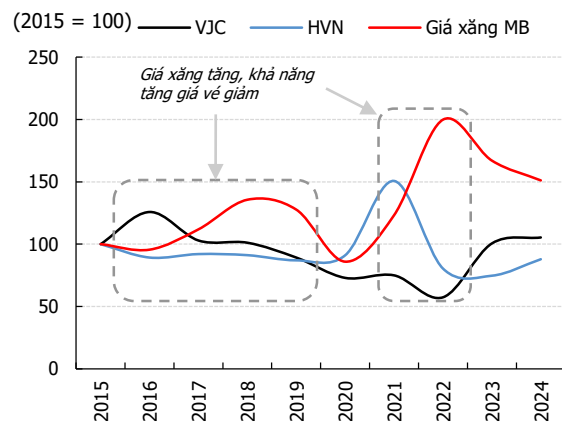
Nguồn: HVN, VJC, KIS Research
Ghi chú: VJC linh hoạt hơn HVN trong việc thay đổi quy mô nhân sự, với chi phí nhân sự năm 2021 giảm 42%, so với mức cắt giảm chỉ 10% của HVN

Hình 34. VJC có mức tiêu thụ nhiên liệu tốt hơn HVN



Nguồn: HVN, VJC, KIS Research
Note: Cự ly bay bình quân của 1 tàu bay trong 1 năm

Hình 35. Hai hãng khó nâng giá vé khi giá nhiên liệu tăng



Nguồn: HVN, VJC, KIS Research
Ghi chú: Chúng tôi dùng RASK-fuel để đánh giá khả năng truyền dẫn chi phí nhiên liệu, lấy năm 2015 làm gốc

VI. Rủi ro cần cân nhắc

Giai đoạn 2025-27F: Chúng tôi kỳ vọng các tàu bay dính lỗi động cơ sau khi bảo dưỡng xong sẽ dần trở lại khai thác từ 2H25F đến 2027F và chưa tác động đáng kể đến biên lợi nhuận của các hãng. Ngoài ra, việc giá dầu biến động mạnh theo chiều hướng tăng cũng sẽ khiến lợi nhuận suy giảm.

Tuy nhiên, việc công suất toàn ngành tăng mạnh hơn kỳ vọng sau khi Sun PhuQuoc Airways gia nhập thị trường có thể tạo áp lực giảm biên lợi nhuận: Theo lịch slot mùa hè 2024 của Cục Hàng không, khoảng 15% slot còn trống (mở xác nhận từ tháng 11/2023), quy mô đội tàu bay khi đó tương đương dự kiến cuối 2025F. Trong giai đoạn tháng 1–7/2025, tỷ lệ sử dụng slot của các hãng nội địa tại Tân Sơn Nhất và Nội Bài thường xuyên trên 90%, cho thấy nhóm này vẫn được ưu tiên cấp slot trong các mùa tiếp theo. Như vậy, dù SPQ có thể gia nhập thị trường, hãng nhiều khả năng sẽ khó tiếp cận các khung giờ bay thuận lợi do chưa có lịch sử sử dụng slot để Cục Hàng không đánh giá.

Bảng 8. Đội tàu bay tại Việt Nam giai đoạn 2017-2027F

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
HVN group	104	117	121	118	113	103	101	101	102	110
Vietjet Air	64	71	73	75	79	87	94	101	112	127
Bamboo Airways	1	23	26	29	29	9	7	7	7	7
Vietravel	-	-	1	3	3	3	2	3	5	6
Sun PhuQuoc ⁽¹⁾	-	-	-	-	-	-	-	7	13	17
Tổng	169	211	221	225	224	202	204	219	239	267
Hoạt động	169	211	221	225	224	202	182	202	233	267
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>11.9</i>	<i>24.9</i>	<i>4.7</i>	<i>1.8</i>	<i>(0.4)</i>	<i>(9.8)</i>	<i>(9.9)</i>	<i>11.0</i>	<i>15.3</i>	<i>14.6</i>

Nguồn: Planespotters, KIS Research

Ghi chú: Pacific Airlines thuê 3 chiếc A321 của Vietnam Airlines từ 2024, (1) Mở bán vé từ tháng 10/2025

Bảng 9. Tần suất bay tại một số tuyến mà SPQ dự kiến khai thác

	HCM ↔ Hà Nội	Hà Nội ↔ Đà Nẵng	HCM ↔ Phú Quốc	Hà Nội ↔ Phú Quốc
HVN group	170	100	45	14
Vietjet Air	151	78	36	27
Bamboo	35	9	4	0
Vietravel	30	13	13	0
Tổng	~386	~200	~98	~41
Sun PhuQuoc ¹	~56	~21	~56	~35
<i>% tăng</i>	<i>+15%</i>	<i>+11%</i>	<i>+57%</i>	<i>+85%</i>

Nguồn: Trip.com, KIS Research

Ghi chú: Bao gồm cả chuyến khứ hồi trong tuần 20/10-26/10, (1) Thông tin từ báo chí

Trong dài hạn: Dù đã tham khảo và phản ánh các tác động của trực ĐSCT tương tự tại Trung Quốc khi đưa ra dự phóng về triển vọng ngành, chúng tôi cũng không loại trừ việc thị phần hành khách nội địa của ngành hàng không có thể sụt giảm mạnh hơn kỳ vọng. Việc mở cửa bầu trời tăng cơ hội và cả thách thức đối với các hãng hàng không trong nước, cạnh tranh từ các đối thủ ngoại sẽ tác động tiêu cực đến triển vọng tăng trưởng và biên lợi nhuận của các hãng trong nước.

VII. Kết luận và khuyến nghị

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** dựa trên các triển vọng và rủi ro của ngành Hàng không trong ngắn, trung và dài hạn:

- *Trong 2H25F*, chúng tôi kỳ vọng diễn biến ngành tích cực, khi nhu cầu du lịch quốc tế tiếp tục tăng, đáng chú ý nhất là sự phục hồi lượng khách từ Trung Quốc, trong khi thị trường nội địa cũng phục hồi mạnh nhờ giá vé máy bay hạ nhiệt và các chính sách kích thích kinh tế. Đồng thời, áp lực nguồn cung tàu bay trong 2H25F dự kiến vẫn trong tầm kiểm soát khi nhu cầu phục hồi tốt, ngoài ra sự gia nhập của Sun PhuQuoc theo chúng tôi là chưa tác động đáng kể đến ngành. Giá nhiên liệu duy trì ở mức thấp cũng sẽ hỗ trợ lợi nhuận cho các hãng hàng không.
- *Trong dài hạn*, chúng tôi cho rằng ngành hàng không đang bước vào giai đoạn đầu của một chu kỳ tăng trưởng mới. Điều này được hỗ trợ bởi việc nâng cấp hạ tầng đang diễn ra, dự kiến sẽ giảm bớt tình trạng quá tải tại các sân bay lớn. Bên cạnh đó, chính sách bầu trời mở đang củng cố khả năng kết nối quốc tế, trong khi các quy định visa thông thoáng hơn tạo môi trường thuận lợi cho các hãng có tiềm lực vốn mạnh mở rộng mạng bay quốc tế. Dù vậy, khi ĐSCT hoàn thành theo từng giai đoạn sẽ kéo giảm số tăng trưởng hàng khách nội địa. Lúc này việc mở rộng và khai thác hiệu quả thị trường quốc tế sẽ là yếu tố chủ đạo quyết định khả năng duy trì tăng trưởng của các hãng hàng không.

Khuyến nghị cổ phiếu: Mặc dù chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng ngành hàng không Việt Nam trong ngắn và trung hạn như đã phân tích trên, tuy nhiên do xét trên quan điểm định giá cổ phiếu, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ ĐỐI VỚI HVN** (GMT: 18,800 đồng) và **VJC** (GMT: 109,200 đồng), khi chúng tôi cho rằng rủi ro từ các tác động của ĐSCT Bắc – Nam trong dài hạn vẫn chưa được phản ánh đầy đủ vào giá cổ phiếu.

Khuyến nghị đầu tư

TCT Hàng không Việt Nam (HAV)

CTCP Hàng không Vietjet (VJC)

TCT Hàng không Việt Nam (HSX: HVN)

NĂM GIỮ (Định giá lần đầu), GMT 18,800 đồng

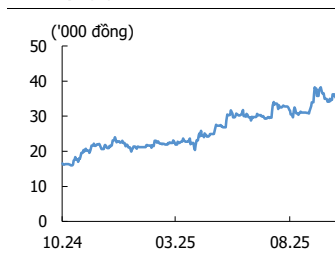
Giá cp (14/10, đồng)	35,200	Năm	DT	LNHĐ	LNR	EPS	% tăng	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	Cổ tức
Vốn hóa (triệu USD)	4,156	T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(VND)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
SLCP lưu hành (triệu)	3,111	2023A	91,540	(2,587)	(5,632)	(2,678)	-	(7,910)	-	-	(9.5)	-	-
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	38,250/15,999	2024A	105,942	6,813	7,958	3,416	-	(4,523)	7.4	-	13.7	-	-
GTGDTB 6T (triệu USD)	3.21	2025F	120,588	12,377	10,037	3,063	(10.3)	359	11.0	99.2	16.3	-	-
Tỷ lệ CP tự do (%)	34.6	2026F	127,265	10,413	8,430	2,573	(16.0)	2,932	13.1	12.1	12.7	156.4	-
Sở hữu NN (%)	9.3	2027F	137,565	10,484	8,631	2,634	2.4	5,566	12.8	6.4	12.3	62.0	-
Cổ đông lớn (%)													
SCIC	47.1												
Bộ Tài chính	39.3												
ANA Holdings	5.6												

Tái cấu trúc thành công

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	3.7	42.9	113.2
Tương đối với VNI (%p) (2.3) (0.8)			73.9

Biến động giá cổ phiếu



NĂM GIỮ, giá mục tiêu (GMT) 18,800 đồng/cp: Chúng tôi định giá lần đầu với khuyến nghị **NĂM GIỮ** cho HVN, với GMT 18,800 đồng/cp. Định giá DCF dựa trên các giả định: (1) lãi suất phi rủi ro 3.5%, (2) beta = 1.0, (3) phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu 8.35%, và (4) tăng trưởng dài hạn 2%.

2025-26F – Giá xăng tăng nhẹ, cung tăng tạo áp lực hạ giá vé:

Năm 2025F, chúng tôi dự báo RPK (LCHK)/LSHK tăng lần lượt +13%/+4% n/n, doanh thu vận tải tăng 11% n/n, biên LNG đạt 17.0% (+5.2 đpt n/n), nhờ mở rộng đường bay quốc tế và phục hồi ở nội địa, tăng tần suất bay. Doanh thu hàng hóa dự kiến tăng 15% n/n, với biên LNG 16.5% (+1.8 đpt n/n). Qua đó, doanh thu/LNST-CTM của HVN ước đạt 120.6 nghìn tỷ đồng (+14% n/n)/9,541 tỷ đồng (+26% n/n).

Năm 2026F, chúng tôi dự báo LCHK/LSHK tăng lần lượt +7%/-2% n/n, doanh thu vận tải/hàng hoá lần lượt tăng 6%/11% n/n. Tổng doanh thu/LNST-CTM năm 2026 lần lượt ước đạt 127.3 nghìn tỷ đồng/8,014 tỷ đồng tăng trưởng +6%/-16% n/n.

Tái cấu trúc và kế hoạch tăng vốn thêm 13,000 tỷ trong 2026F:

Tháng 11/2024, Quốc hội thông qua kế hoạch HVN tăng vốn tối đa 22 nghìn tỷ đồng, chia làm 2 giai đoạn (9,000 tỷ và 13,000 tỷ). Giai đoạn 1 đã hoàn tất với sự tham gia của SCIC, trong khi giai đoạn 2 dự kiến diễn ra trong 2026 khi Nhà nước bán quyền mua và giảm tỷ lệ sở hữu tại HVN. Chúng tôi cho rằng đây là động lực chính hỗ trợ giá cổ phiếu gần đây và sắp tới.

Bảng 10. Các giả định dự phóng mảng vận tải của HVN

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASK	44,900	46,500	51,535	56,174	60,668
RPK (LCHK)	35,440	37,500	42,511	45,501	49,141
Ti lệ lấp đầy	79%	81%	81%	81%	81%
LSHK (USD cents)	8.65	8.88	9.22	9.04	9.01
Lợi nhuận đơn vị (USD cents)	(0.31)	0.43	0.69	0.57	0.52

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Rủi ro về việc mở các đường bay mới và biến động giá nhiên liệu.

Mở các đường bay mới có thể phát sinh thua lỗ do nhu cầu thực tế thấp hơn kỳ vọng. Các bất ổn chính trị trên toàn cầu có thể dẫn đến giá xăng máy bay tăng cao.

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Hàng không Quốc gia Việt Nam (HVN), một hãng hàng không thuộc sở hữu Nhà nước, được thành lập năm 1995, chuyên cung cấp dịch vụ vận tải hàng không. Tính đến cuối 1Q25, HVN đang khai thác 100 tàu bay với 96 đường bay, bao gồm 57 đường bay nội địa và 39 đường bay quốc tế.

ĐỊNH GIÁ VÀ DỰ PHÓNG

Chi phí VCSH - giả định

%

Chi tiêu	
Beta	1.00
Lãi suất phi rủi ro	3.5
Phần bù rủi ro VCSH	8.4
Chi phí VCSH	11.9

Nguồn: KIS Research

WACC - giả định

%

Chi tiêu	
Chi phí sử dụng vốn vay	11.7
Hệ số nợ trên vốn vay mục tiêu	22.9
Thuế TNDN	20.0
WACC	11.7

Nguồn: KIS Research

Tổng hợp định giá FCFF

tỷ đồng

FCFF	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
EBIT x (1-thuế TNDN)	9,893	8,200	8,334	8,599	6,944	6,929	7,318	7,568
cộng: khấu hao	5,111	5,199	5,436	5,677	5,921	4,015	2,491	1,566
trừ: capex	(511)	(534)	(2,370)	(2,411)	(2,438)	(2,452)	(2,467)	(2,474)
(tăng) / giảm vốn lưu động	(805)	(5,259)	(5,789)	581	357	250	271	162
trừ: khen thưởng & phúc lợi	-	-	-	(847)	(694)	(697)	(735)	(763)
cộng: lãi vay x (1-thuế TNDN)	1,230	904	638	546	475	504	524	539
FCFF	14,919	8,509	6,250	12,145	10,566	8,550	7,402	6,598
GTHT của FCFF	3,191	8,509	6,250	12,145	10,566	8,550	7,402	6,598
Lũy kế GTHT của FCFF trong 11 năm	42,040							
Giá trị cuối	31,480							
FCFF	18,800							

Nguồn: KIS Research

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn	14,884	17,338	27,555	35,246	41,488
Tiền và tương đương tiền	2,551	4,627	13,638	20,512	25,628
Phải thu	8,903	9,342	10,074	10,589	11,365
Hàng tồn kho	3,431	3,369	3,843	4,146	4,494
Tài sản dài hạn	42,833	40,849	37,222	33,129	30,944
Tài sản cố định	34,359	29,591	24,991	20,326	17,259
Đầu tư tài chính	1,673	1,795	1,795	1,795	1,795
Khác	6,802	9,463	10,436	11,008	11,890
Tổng tài sản	57,717	58,187	64,776	68,375	72,432
Nguồn vốn trả trước	974	485	2,077	2,192	2,369
Doanh thu chưa thực hiện	1,217	1,669	1,666	1,666	1,666
Phải trả người bán	31,561	30,773	30,771	27,384	24,098
Khác	13,622	10,461	11,637	10,731	10,242
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	17,562	14,311	13,428	12,175	10,933
Nợ và TP dài hạn	9,806	6,172	-	-	-
Tổng nợ và phải trả	74,743	67,531	62,491	57,659	53,085
VCSH	(17,515)	(10,017)	1,117	9,131	17,335
Vốn điều lệ	22,144	22,144	23,044	23,044	23,044
Thặng dư	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
Quỹ khác	178	233	926	926	926
LN giữ lại	(41,057)	(33,614)	(24,073)	(16,060)	(7,856)
Lợi ích cổ đông thiểu số	489	672	1,169	1,586	2,012
Tổng VCSH	(17,026)	(9,344)	2,286	10,716	19,347

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Dòng tiền hoạt động	1,004	9,441	16,030	9,611	9,603
LN ròng	(5,363)	8,416	10,461	8,874	9,085
Khấu hao và khấu trừ	5,986	5,095	5,111	5,199	5,436
Tăng vốn lưu động ròng	(1,371)	(5,093)	(1,541)	(6,083)	(6,400)
Dòng tiền đầu tư	667	250	(1,558)	(1,483)	(3,245)
Tài sản cố định	(863)	324	248	(261)	(284)
Tăng đầu tư tài chính	343	2	(1,297)	(1,199)	(1,125)
Dòng tiền tài chính	(1,613)	(7,609)	(5,461)	(1,253)	(1,242)
Tăng vốn chủ	-	-	1,593	-	-
Tăng nợ	(1,308)	(7,389)	(7,054)	(1,253)	(1,242)
Chi trả cổ tức	(306)	(220)	-	-	-
Dòng tiền khác	-	-	-	-	-
Tăng tiền mặt	58	2,082	9,011	6,874	5,116

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	91,540	105,942	120,588	127,265	137,565
Giá vốn hàng bán	87,654	92,040	100,189	108,087	117,160
Lợi nhuận gộp	3,885	13,902	20,399	19,178	20,405
Chi phí bán hàng & QLDN	6,473	7,089	8,022	8,765	9,921
LN hoạt động	(2,587)	6,813	12,377	10,413	10,484
Doanh thu tài chính	926	1,266	1,335	1,433	1,507
Thu nhập lãi	72	56	125	223	297
Chi phí tài chính	4,405	4,951	3,584	3,304	3,238
Chi phí lãi vay	1,555	1,282	952	672	606
LN khác	615	5,217	250	250	250
Lãi (lỗ) từ LD&LK	88	70	82	82	82
LN trước thuế	(5,363)	8,416	10,461	8,874	9,085
Thuế TNDN	269	458	424	444	454
LN sau thuế	(5,632)	7,958	10,037	8,430	8,631
LN ròng cho công ty mẹ	(5,930)	7,564	9,541	8,014	8,204
EBITDA	2,178	14,792	16,524	14,746	15,128

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	(2,678)	3,416	3,063	2,573	2,634
BPS	(7,910)	(4,523)	359	2,932	5,566
DPS	138	99	-	-	-
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	30.0	15.7	13.8	5.5	8.1
LN hoạt động	-	-	81.7	(15.9)	0.7
LN ròng	(49.8)	(241.3)	26.1	(16.0)	2.4
EPS	-	-	(10.3)	(16.0)	2.4
EBITDA	-	579.0	11.7	(10.8)	2.6
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	(2.8)	6.4	10.3	8.2	7.6
Biên LN ròng	(6.2)	7.5	8.3	6.6	6.3
Biên EBITDA	2.4	14.0	13.7	11.6	11.0
ROA	(9.5)	13.7	16.3	12.7	12.3
ROE	40.8	(54.9)	-	156.4	62.0
Suất sinh lợi cổ tức	0.5	0.4	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức	(5)	3	-	-	-
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	24,817	15,856	(209)	(8,337)	(14,695)
Nợ ròng/ VCSH (%)	(146)	(170)	(9)	(78)	(76)
Định giá (x)					
PE	-	-	8.0	10.9	13.0
PB	-	-	-	98.1	12.0
EV/EBITDA	-	-	11.6	9.8	11.6

CTCP Hàng không Vietjet (HSX: VJC)

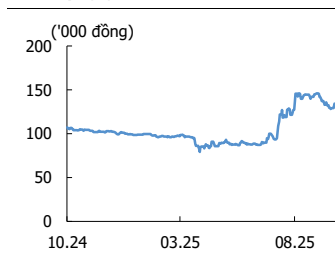
NĂM GIỮ (Định giá lần đầu), GMT 109,200 đồng

Giá cp (14/10, đồng)	152,500	Năm	DT	LNHĐ	LNR	EPS	% tăng	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	Cổ tức
Vốn hóa (triệu USD)	3,134	T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(VND)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
SLCP lưu hành (triệu)	542												
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	152,500/79,100	2023A	58,341	(529)	231	426	-	28,123	256.3	3.9	0.3	1.5	-
GTGD TB 6T (triệu USD)	7.17	2024A	72,045	3,161	1,404	2,591	508.5	31,566	38.6	3.2	1.5	8.7	-
Tỷ lệ CP tự do (%)	52.5	2025F	78,779	4,801	1,751	2,960	14.3	40,374	47.2	3.5	1.7	8.5	-
Sở hữu NN (%)	7.0	2026F	106,323	7,154	3,196	5,403	82.5	39,487	25.8	3.5	2.8	13.5	4.5
Cổ đông lớn (%)		2027F	127,377	10,008	5,193	8,777	62.4	42,240	15.9	3.3	4.0	21.5	4.3
Hướng Dương Sunny	26.2												
Nguyễn Thị Phương Thảo	8.0												
Sovico	7.6												

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	4.5	78.4	42.1
Tương đối với VNI (%p) (1.5)	34.6	2.9	

Biến động giá cổ phiếu



Giai đoạn tăng trưởng mới

NĂM GIỮ, giá mục tiêu (GMT) 109,200 đồng/cp: Chúng tôi định giá lần đầu với khuyến nghị NĂM GIỮ cho VJC, với GMT 109,200 đồng/cp. Định giá DCF dựa trên các giả định: (1) lãi suất phi rủi ro 3.5%, (2) beta = 1.0, (3) phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu 8.35%, và (4) tăng trưởng dài hạn 3%.

2025-26F – Giá xăng thấp thuận lợi để mở rộng quy mô, tối ưu dịch vụ phụ trợ giúp cải thiện lợi suất hành khách (LSHK):

Năm 2025F, chúng tôi dự báo RPK (LCHK)/LSHK tăng lần lượt +22%/-4% n/n, doanh thu vận tải tăng 20% n/n, biên LNG đạt 12.0% (+1.5 đpt n/n), nhờ xu hướng giá nhiên liệu giảm và nội địa phục hồi tốt. Doanh thu kinh doanh tàu bay (KDTB) dự kiến giảm 49% n/n, ghi nhận 498 tỷ lãi gộp. Qua đó, doanh thu/LNST-CTM của VJC ước đạt 78.8 nghìn tỷ đồng (+9% n/n)/1,751 tỷ đồng (+25% n/n).

Năm 2026F, chúng tôi dự báo LCHK/LSHK tăng lần lượt +18%/+0.5% n/n, doanh thu vận tải/KDTB lần lượt tăng +20%/+330% n/n. Tổng doanh thu/LNST-CTM năm 2026 lần lượt ước đạt 106.3 nghìn tỷ đồng/3,196 tỷ đồng tương ứng tăng trưởng +35%/+83% n/n.

Cập nhật vụ kiện với FWA

Tòa phúc thẩm đã bác bỏ yêu cầu phong tỏa toàn cầu từ FWA, đây là tín hiệu tích cực khi Vietjet đang có đơn đặt hàng tàu bay rất lớn. Về khoản phạt khoảng 182 triệu USD, trước đó, Vietjet cho biết đang tích cực đàm phán với FWA nhằm giảm mức phạt. Theo dõi đội tàu bay tại Việt Nam, chúng tôi nhận thấy 2/3 số máy bay của Sun PhuQuoc (SPQ) được thuê từ FWA, cũng chính là 2/4 chiếc trong tranh chấp với Vietjet. Bên cạnh đó, Vietjet đến nay vẫn chưa ghi nhận khoản phạt vốn lẽ ra phải chi trả từ 2Q25. Chúng tôi cho rằng quá trình đàm phán giữa Vietjet và FWA đang có tiến triển thuận lợi với sự tham gia của SPQ, điều này cũng phản ánh qua diễn biến tích cực của giá cổ phiếu, dù hiện tại Vietjet chưa đưa ra thông báo chính thức nào.

Rủi ro về việc mở đường bay mới và biến động giá xăng.

Mở các đường bay mới có thể phát sinh thua lỗ do nhu cầu thực tế thấp hơn kỳ vọng. Các bất ổn chính trị trên toàn cầu có thể dẫn đến giá xăng máy bay tăng cao.

Bảng 11. Các giả định dự phóng mảng vận tải của VJC

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASK	44,329	55,520	64,635	76,916	90,760
RPK (LCHK)	38,566	46,637	5.06	5.11	5.16
Tỉ lệ lấp đầy	87%	84%	87%	87%	87%
LSHK (USD cents)	5.28	5.11	4.91	4.94	5.06
Lợi nhuận đơn vị (USD cents)	(0.09)	0.03	0.26	0.34	0.41

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Hàng không Vietjet (VJC), hãng hàng không tư nhân đầu tiên của Việt Nam, được thành lập năm 2007, chuyên cung cấp dịch vụ vận tải hàng không. Tính đến cuối 2Q25, VJC đang khai thác 99 tàu bay (chưa bao gồm 18 tàu bay của Thai Vietjet) với 154 đường bay, trong đó có 45 đường bay nội địa và 109 đường bay quốc tế.

ĐỊNH GIÁ VÀ DỰ PHÓNG

Chi phí VCSH - giả định

%

Chi tiêu	
Beta	1.00
Lãi suất phi rủi ro	3.5
Phần bù rủi ro VCSH	8.4
Chi phí VCSH	12.2

Nguồn: KIS Research

WACC - giả định

%

Chi tiêu	
Chi phí sử dụng vốn vay	12.1
Hệ số nợ trên vốn vay mục tiêu	141.1
Thuế TNDN	20.0
WACC	12.1

Nguồn: KIS Research

Tổng hợp định giá FCFF

tỷ đồng

FCFF	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
EBIT x (1-thuế TNDN)	1,590	3,077	5,073	6,202	7,122	8,193	9,226	10,204	11,046	11,757	11,890
cộng: khấu hao	876	1,089	1,358	1,627	1,894	2,154	2,423	2,693	2,962	3,231	3,501
trừ: capex	(3,979)	(2,693)	(4,039)	(4,039)	(4,039)	(4,039)	(4,039)	(4,039)	(4,039)	(4,039)	(4,039)
(tăng) / giảm vốn lưu động	(899)	(926)	(2,152)	(3,922)	(4,221)	(3,997)	(3,452)	(2,666)	(1,645)	(372)	1,201
trừ: khen thưởng & phúc lợi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
cộng: lãi vay x (1-thuế TNDN)	2,299	3,055	3,279	3,423	3,626	3,914	4,123	4,310	4,429	4,474	4,442
FCFF	(114)	3,602	3,519	3,291	4,383	6,226	8,282	10,502	12,753	15,051	16,994
GTHT của FCFF	(26)	3,602	3,519	3,291	4,383	6,226	8,282	10,502	12,753	15,051	16,994
Lũy kế GTHT của FCFF trong 11 năm	38,442										
Giá trị cuối	60,206										
FCFF	109,200										

Nguồn: KIS Research

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn	40,827	38,578	38,046	46,822	51,536
Tiền và tương đương tiền	5,051	4,559	4,985	6,728	8,060
Phải thu	35,073	32,013	30,918	37,201	40,056
Hàng tồn kho	703	2,005	2,142	2,893	3,420
Tài sản dài hạn	46,098	60,738	68,531	74,368	83,723
Tài sản cố định	10,173	14,166	18,793	20,397	23,079
Đầu tư tài chính	149	149	149	149	149
Khác	35,776	46,422	49,588	53,821	60,495
Tổng tài sản	86,925	99,315	106,577	121,190	135,259
Người mua trả trước	3,546	1,516	1,418	1,914	2,293
Doanh thu chưa thực hiện	3,600	4,253	3,425	3,425	3,425
Phải trả người bán	8,805	6,195	4,884	6,592	7,897
Khác	24,910	10,461	11,637	10,731	10,242
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	13,554	12,460	14,983	18,389	21,944
Nợ và TP dài hạn	17,257	30,052	29,701	29,350	28,999
Tổng nợ và phải trả	71,672	82,197	82,669	97,807	110,248
VCSH	15,232	17,097	23,885	23,361	24,989
Vốn điều lệ	5,416	5,416	5,466	5,466	5,466
Thặng dư	247	247	4,747	4,747	4,747
Quỹ khác	319	780	1,268	1,268	1,268
LN giữ lại	9,250	10,653	12,404	11,879	13,508
Lợi ích cổ đông thiểu số	21	22	22	22	22
Tổng VCSH	15,253	17,119	23,908	23,383	25,012

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Dòng tiền hoạt động	(4,247)	(1,682)	(9)	3,206	3,696
LN ròng	606	1,823	2,448	4,468	7,258
Khấu hao và khấu trừ	413	613	876	1,089	1,358
Tăng vốn lưu động ròng	(9,992)	(7,121)	(5,686)	(5,037)	(7,669)
Dòng tiền đầu tư	(957)	(10,816)	(702)	(796)	(2,004)
Tài sản cố định	(1,217)	598	(7,928)	(3,828)	(2,541)
Tăng đầu tư tài chính	(1,555)	(2,889)	3,126	1,746	1,884
Dòng tiền tài chính	8,412	11,964	7,210	(667)	(360)
Tăng vốn chủ	-	-	5,038	-	-
Tăng nợ	8,412	12,022	2,172	3,055	3,204
Chi trả cổ tức	-	(58)	-	(3,721)	(3,564)
Dòng tiền khác	-	-	-	-	-
Tăng tiền mặt	3,208	(534)	6,498	1,743	1,332

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	58,341	72,045	78,779	106,323	127,377
Giá vốn hàng bán	55,820	64,892	69,327	93,609	110,662
Lợi nhuận gộp	2,521	7,153	9,452	12,715	16,715
Chi phí bán hàng & QLDN	3,049	3,993	4,651	5,560	6,707
LN hoạt động	(529)	3,161	4,801	7,154	10,008
Doanh thu tài chính	2,955	1,991	2,046	2,026	2,164
Thu nhập lãi	395	660	716	695	833
Chi phí tài chính	2,242	3,480	4,551	4,863	5,065
Chi phí lãi vay	1,950	3,212	4,271	4,583	4,785
LN khác	422	151	151	151	151
Lãi (lỗ) từ LD&LK	-	-	-	-	-
LN trước thuế	606	1,823	2,448	4,468	7,258
Thuế TNDN	375	419	697	1,271	2,065
LN sau thuế	231	1,404	1,751	3,196	5,193
LN ròng cho công ty mẹ	231	1,403	1,751	3,196	5,193
EBITDA	2,970	5,648	7,594	10,140	13,401

Chỉ số tài chính

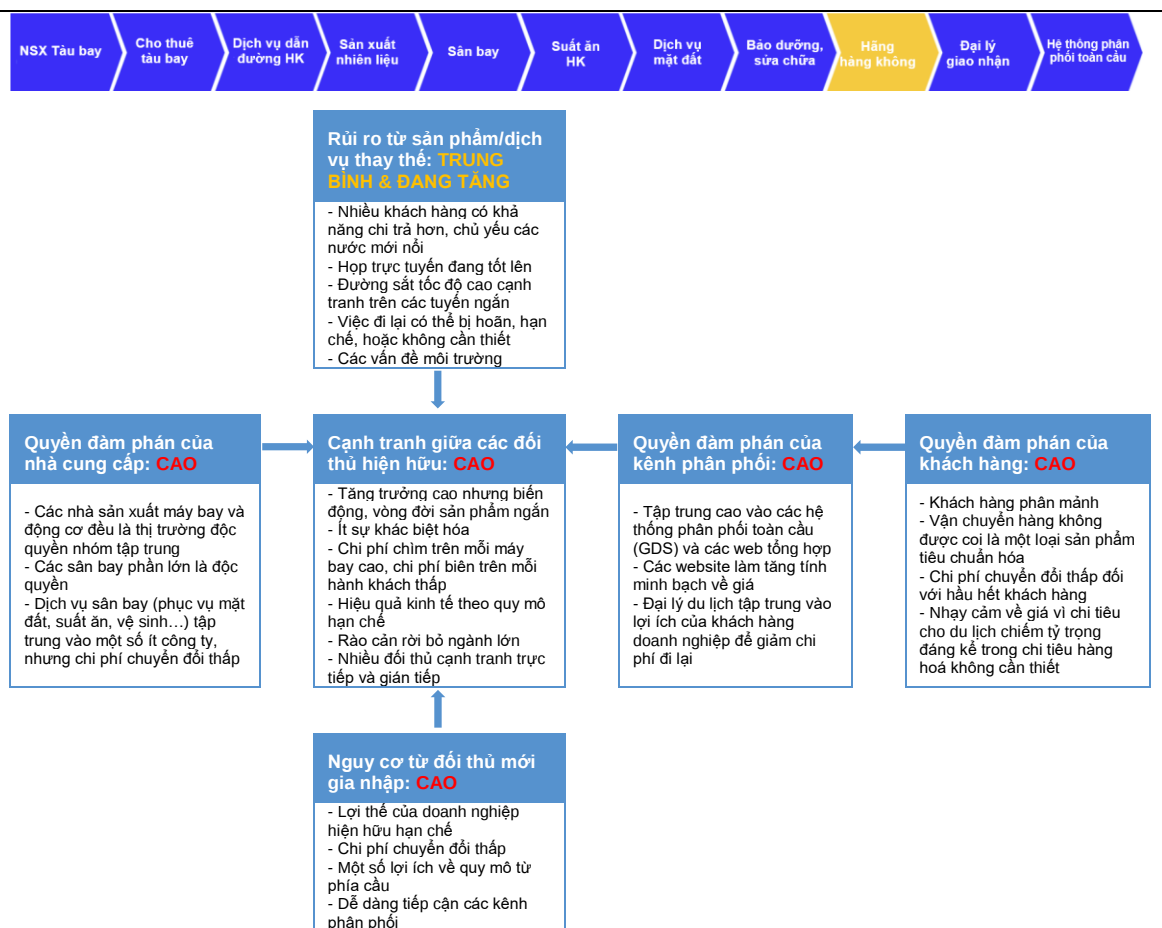
Cuối năm tài chính	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	426	2,591	2,960	5,403	8,777
BPS	28,123	31,566	40,374	39,487	42,240
DPS	-	107	-	6,290	6,024
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	45.3	23.5	9.3	35.0	19.8
LN hoạt động	-	-	51.9	49.0	39.9
LN ròng	(110.2)	506.7	24.7	82.5	62.4
EPS	-	508.5	14.3	82.5	62.4
EBITDA	-	90.2	34.5	33.5	32.2
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	(0.9)	4.4	6.1	6.7	7.9
Biên LN ròng	0.4	1.9	2.2	3.0	4.1
Biên EBITDA	5.1	7.8	9.6	9.5	10.5
ROA	0.3	1.5	1.7	2.8	4.0
ROE	1.5	8.7	8.5	13.5	21.5
Suất sinh lợi cổ tức	-	-	-	5.3	5.1
Tỷ lệ chi trả cổ tức	-	-	-	116	69
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	24,817	15,856	39,699	41,011	42,883
Nợ ròng/ VCSH (%)	(146)	(170)	166	175	171
Định giá (x)					
PE	252.8	38.6	47.2	25.8	15.9
PB	3.8	3.2	3.5	3.5	3.3
EV/EBITDA		27.9	25.8	17.3	12.4

PHỤ LỤC

Trong chuỗi giá trị hàng không, các hãng hàng không là mắt xích yếu nhất khi lợi thế đàm phán nghiêng về phía nhà cung cấp và khách hàng. Bên cạnh đó, rào cản gia nhập ngành tương đối thấp, và nguy cơ thay thế ngày càng gia tăng. Do vậy xu hướng tất yếu trong ngành hàng không thế giới trong những thập kỷ vừa qua là **tái cấu trúc và hợp nhất**. Trước đây, thị trường rất phân mảnh, nhưng các thương vụ M&A đã giúp cải thiện hiệu quả vận hành và biên lợi nhuận.

Tuy nhiên, các hãng hàng không nước ngoài vẫn đối mặt với rào cản gia nhập đáng kể do hạn chế về vốn và tỉ lệ sở hữu. Ngoài ra, vé máy bay có vòng đời cực ngắn, buộc các hãng phải tối đa hóa doanh số bán vé để tránh lỗ vận hành trên từng chuyến bay. Động lực này đã khiến các LCC áp dụng một số đặc điểm của mô hình FSC và ngược lại, nhằm cân bằng lợi nhuận trên mỗi đầu ghế và duy trì hệ số tải. Tại Việt Nam, thực tế cũng cho thấy, cả Vietjet (VJC) và Vietnam Airlines (HVN) đều đang hướng tới mô hình lai (hybrid). VJC đã đưa vào hạng ghế thương gia, trong khi HVN tăng bán vé hạng phổ thông.

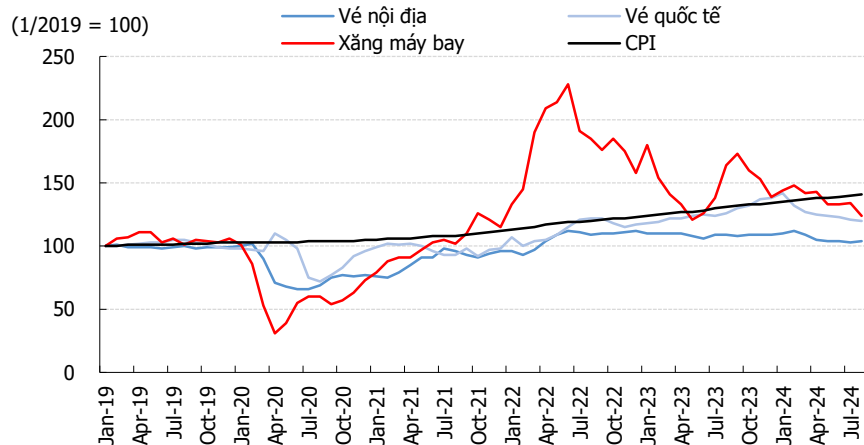
Phụ lục 1. Chuỗi giá trị ngành hàng không và mô hình 5 lực lượng cạnh tranh của GS. Michael Porter



Nguồn: GS. Michael Porter, IATA, KIS Research

Trong dài hạn, do vị thế yếu trong chuỗi giá trị hàng không và chịu cạnh tranh cao, các hãng hàng không hầu như không tăng giá vé kịp lạm phát (so với CPI) (Phụ lục 2). Thay vào đó, họ tập trung cắt giảm chi phí và tối ưu hóa vận hành để duy trì lợi nhuận đơn vị (unit profit hay RASK-CASK). Vì vậy, về dài hạn, biên lợi nhuận khó gia tăng trong điều kiện kinh tế ổn định. Để tăng trưởng lợi nhuận, các hãng hàng không ưu tiên việc bán được nhiều ghế nhất có thể bằng cách sử dụng đôn bầy hoạt động rất cao.

Phụ lục 2. Giá vé không theo kịp lạm phát, các hãng HK chật vật để có lãi



Nguồn: IATA, KIS Research

Phụ lục 3. Thương quyền và một số hiệp định hàng không đã áp dụng

	Summary	Việt Nam đã áp dụng
Thương quyền số 1	Quyền bay qua không phận nước ngoài mà không hạ cánh - VD: Quyền bay qua (Overflight rights)	Hầu hết các nước
Thương quyền số 2	Quyền hạ cánh tại nước ngoài cho mục đích kỹ thuật - VD: Tiếp nhiên liệu, sự cố kỹ thuật...	Hầu hết các nước
Thương quyền số 3	Quyền chở hành khách/hàng hóa (HK/HH) từ quốc gia của hãng đến quốc gia khác - VD: VNA chở khách từ Việt Nam sang Thái Lan	Hầu hết các nước
Thương quyền số 4	Quyền chở HK/HH từ quốc gia khác về quốc gia của hãng - VD: VNA chở khách từ Thái Lan về Việt Nam	Hầu hết các nước
Thương quyền số 5	Quyền chở HK/HH giữa 2 quốc gia nước ngoài như một phần của dịch vụ khởi hành hoặc kết thúc tại quốc gia của hãng - VD: Singapore Airlines chở khách từ Singapore sang Việt Nam rồi tiếp tục đi Nhật Bản	- Toàn bộ: Brazil, Canada, UAE, Lào, Kazakhstan... - Hạn chế (*): Saudi Arabia, Turkey, Ấn Độ, Trung Quốc...
Thương quyền số 6	Quyền chở HK/HH giữa 2 quốc gia nước ngoài thông qua quốc gia của hãng - VD: Singapore Airlines chở khách từ Úc sang Singapore rồi tiếp tục đi London	Không
Thương quyền số 7	Quyền chở HK/HH giữa 2 quốc gia nước ngoài mà không liên quan đến quốc gia của hãng - VD: Ryanair (Ireland) chở khách từ Vienna (Áo) đi Athens (Hy Lạp)	Không
Thương quyền số 8	Quyền chở HK/HH trong nội địa một quốc gia khác, như một phần của dịch vụ khởi hành hoặc kết thúc tại quốc gia của hãng - VD: Lufthansa (Đức) chở khách nội địa trong Pháp trên chặng bay xuất phát hoặc kết thúc tại Đức	Không
Thương quyền số 9	Quyền chở HK/HH trong nội địa một quốc gia khác - VD: Lufthansa (Đức) khai thác chuyến bay nội địa tại Pháp	Không

Nguồn: KIS Research

Ghi chú: Thương quyền 5 được chỉ định cho một số hãng nhất định theo hiệp định, (*) Chỉ kết nối đến TP. HCM, Hà Nội, Đà Nẵng

Phụ lục 4. Quy hoạch tổng thể phát triển hệ thống cảng hàng không, sân bay toàn quốc thời kỳ 2021 - 2030, tầm nhìn 2050

Sân bay	KH khai thác	Loại	Công suất thiết kế			
			2024	2025	2030F	2050F
Nội Bài	Đã có	Quốc tế	25.0	25.0	30.0 ²	50.0 ²
Vân Đồn	Đã có	Quốc tế	2.5	2.5	5.0	20.0
Hải Phòng	-	Quốc tế	-	-	-	12.0
Thọ Xuân	Đã có	Quốc tế	1.2	1.2	5.0	7.0
Vinh	Đã có	Quốc tế	2.8	2.8	8.0	14.0
Phú Bài	Đã có	Quốc tế	1.5	1.5	7.0	12.0
Đà Nẵng	Đã có	Quốc tế	10.0	10.0	25.0	30.0
Chu Lai	Đã có	Quốc tế	1.2	1.2	10.0	30.0
Cam Ranh	Đã có	Quốc tế	6.5	6.5	25.0	36.0
Liên Khương	Đã có	Quốc tế	2.0	2.0	5.0	7.0
Long Thành	Trong 2026	Quốc tế	-	-	25.0	100.0
Tân Sơn Nhất	Đã có	Intl./Dom.*	28.0	48	50.0	50.0
Cần Thơ	Đã có	Quốc tế	3.0	3.0	7.0	12.0
Phú Quốc	Đã có	Quốc tế	5.0	5.0	10.0	18.0
Cát Bi	Đã có	Intl./Dom.*	3.6	3.6	12.0	18.0
Gia Bình	Cuối 2026	Quốc tế	-	-	30.0	50.0
Cao Bằng	-	Nội địa	-	-	-	2.0
Lai Châu	-	Nội địa	-	-	0.5	1.5
Điện Biên	Đã có	Nội địa	0.3	0.3	2.0	3.0
Sa Pa	-	Nội địa	-	-	3.0	5.0
Nà Sản	-	Nội địa	-	-	1.0	2.0
Ha Noi 2 nd Airport	-	Nội địa	-	-	-	-
Đồng Hới	Đã có	Nội địa	0.5	0.5	3.0	5.0
Quảng Trị	Từ tháng 7/2026	Nội địa	-	-	1.0	2.0
Pleiku	Đã có	Nội địa	0.6	0.6	4.0	5.0
Phù Cát	Đã có	Nội địa	1.5	1.5	5.0	7.0
Tuy Hòa	Đã có	Nội địa	0.6	0.6	3.0	5.0
Buôn Ma Thuột	Đã có	Nội địa	2.0	2.0	5.0	7.0
Phan Thiết	Cuối 2026	Nội địa	-	-	2.0	3.0
Rạch Giá	Đã có	Nội địa	0.3	0.3	0.5	1.0
Cà Mau	Đã có	Nội địa	0.2	0.2	1.0	3.0
Côn Đảo	Đã có	Nội địa	0.4	0.4	2.0	3.0
Biển Hòa	-	Nội địa	-	-	5.0	10.0
Thành Sơn	-	Nội địa	-	-	1.5	3.0
Tổng			98.7	118.7	295.5	536.5

Nguồn: Quyết định 648/QĐ-TTg, Quyết định 1102/QĐ-BXD, KIS Research

Ghi chú: (*) Dự kiến trở thành sân bay nội địa sau khi có sân bay quốc tế thay thế

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- NẮM GIỮ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- BÁN: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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;

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 08/10/2025.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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 08/10/2025.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam có phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu VJC trong báo cáo này và là công ty tạo lập thị trường.

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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, 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 chép, 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

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. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. 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 © 2024 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.