

Báo cáo phân tích lần đầu

HVN · Tổng Công ty Hàng không Việt Nam - CTCP (Vietnam Airlines JSC)



Sàn HOSE · Niêm yết 07/05/2019 (chuyển từ UPCoM)

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Vietnam Airlines ra khỏi tái cấu trúc với vốn chủ thoát âm, **tiền ròng dương 6.470 tỷ đồng** và lợi nhuận **7.607 tỷ đồng** năm 2025 đến từ hoạt động lõi. **TCBS Research cho rằng** câu chuyện từ đây là một chu kỳ chi phí: biên lợi nhuận phụ thuộc vào giá Jet A-1 khi cơ chế bù qua giá vé đã hết hiệu lực, còn định giá bị chi phối bởi **nghĩa vụ thuê ngoài bảng 65.815 tỷ đồng**. Chúng tôi đánh giá cổ phiếu HVN **chưa hấp dẫn** do giá nhiên liệu còn ở mức cao, khiến lợi nhuận các quý tới khó cải thiện.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- 01 Hãng Việt Nam duy nhất khai thác mạng quốc tế đường dài**
Đội bay **103 tàu** (31/12/2025) với **31 chiếc thân rộng**, kế hoạch 2026 nâng mạng lên 113 đường bay tới 39 điểm quốc tế. Nội địa nhóm HVN giữ **46,9% thị phần** (2024) so với 43,3% của Vietjet.
- 02 Sinh lời lõi có thật nhưng chưa trải đều cả năm**
Lợi nhuận khác 2025 chỉ **254 tỷ = 3% LNTT** (2024: 62%), EBIT thật **9.138 tỷ đồng**. Nhưng dồn vào nửa đầu: biên EBIT **12,9% so với 2,6% nửa cuối**, dù Jet A-1 khi đó mới ~87 USD.
- 03 Bảng cân đối đã về trạng thái tiền ròng dương**
Vay và nợ thuê tài chính rút từ đỉnh 34.800 tỷ đồng cuối 2021 xuống **12.769 tỷ đồng**, đối trọng 19.239 tỷ đồng tiền và đầu tư — **tiền ròng dương 6.470 tỷ đồng**. Vốn chủ thoát âm, ra khỏi ngưỡng huỷ niêm yết.
- 04 Hệ sinh thái dịch vụ hàng không và cửa thoát vốn SKYPEC**
Sở hữu tuyệt đối bốn mắt xích nhiên liệu, kỹ thuật, mặt đất và suất ăn; đóng góp **24.638 tỷ đồng = 20,3% doanh thu hợp nhất**. Bán tối đa **49% SKYPEC** đến 2027 tạo mốc giá cho khối này.

RỦI RO CHÍNH

- 01 Nghĩa vụ thuê tàu bay ngoài bảng — ẩn số lớn hơn cả giá nhiên liệu**
Báo cáo theo VAS nên nghĩa vụ thuê tàu bay nằm ngoài bảng cân đối. Thuyết minh kiểm toán 2025 công bố cam kết **89.031 tỷ đồng**, hiện giá **65.815 tỷ đồng** — gấp 6,4 lần vốn chủ. Tiền thuê trả bằng USD và cố định: máy bay đầy hay vắng khách, số phải trả vẫn như nhau.
- 02 Giá nhiên liệu đã bào mòn biên lợi nhuận, không còn cơ chế bù đắp qua giá vé**
Jet A-1 quý 2/2026 bình quân **182 USD/thùng** so nền kế hoạch 128,54 USD; mỗi 1 USD/thùng tương đương ~300 tỷ đồng/năm. Phụ thu nhiên liệu nội địa **đã hết hiệu lực 30/6/2026**, giá vé vẫn bị neo bởi khung giá trần.
- 03 Nền vốn mỏng và rủi ro pha loãng đã công bố**
Vốn chủ 10.272 tỷ đồng chỉ bằng **12,9% tổng tài sản** (peer 30–40%), còn **lỗ lũy kế 23.148 tỷ đồng**, xấp xỉ tổng lợi nhuận ba năm 2026–2028 theo dự phóng của chúng tôi; chưa chia cổ tức từ 2018. Tăng vốn Giai đoạn 2 tối đa **13.000 tỷ đồng** hàm ý pha loãng về 20.096 đồng.

ĐỊNH GIÁ

Giá CP (16/09/2026)	20.000 đ
Vốn hoá thị trường	62.230 tỷ đ
P/E (TTM)	13,7x
P/B (TTM)	6,6x
EPS (TTM)	1.460 đ

TÀI CHÍNH NỔI BẬT

Doanh thu TTM	137.842 tỷ đ
LNST cổ đông mẹ TTM	4.544 tỷ đ
Doanh thu 2026E	150.000 tỷ đ
EBITDAR 2026E	~26.100 tỷ đ
EPS 2026E	~1.279 đ

THÔNG TIN CƠ BẢN

Sàn	HOSE
Ngành	Vận tải hàng không
KL lưu hành	3.111,5 tr
Free float	8,0%
Beta (1Y)	0,93

1. Hồ sơ doanh nghiệp

Lịch sử · Sở hữu · Lãnh đạo · Mô hình kinh doanh · Đội tàu bay · Công ty con

1.1. Lịch sử & lộ trình phát triển

1956–2014 – DỰNG NỀN HÃNG QUỐC GIA

Tiền thân là Cục Hàng không dân dụng thành lập tháng 01/1956; Tổng Công ty Hàng không Việt Nam ra đời ngày 27/05/1995 theo Quyết định 328/TTg, chuyển sang mô hình công ty mẹ – công ty con năm 2003, gia nhập IATA năm 2006 và SkyTeam năm 2010. Năm 2012 hãng tiếp nhận phần vốn nhà nước tại Jetstar Pacific Airlines với 68,46% vốn điều lệ – nền tảng của tư cách hãng quốc gia gắn với thương quyền và slot Nội Bài, Tân Sơn Nhất.

2014–2019 – CỔ PHẦN HÓA VÀ NIÊM YẾT

Thủ tướng phê duyệt phương án cổ phần hóa tháng 09/2014; hãng vận hành theo mô hình công ty cổ phần từ 01/04/2015 với vốn điều lệ 11.198,6 tỷ đồng, nâng lên 14.182,9 tỷ đồng ngày 26/02/2019. Cổ phiếu lên UPCoM từ 03/01/2017, được chấp thuận niêm yết HOSE tháng 04/2019 và giao dịch phiên đầu trên HOSE ngày 07/05/2019; ANA Holdings vào làm cổ đông chiến lược. Sở hữu nhà nước vẫn trên 86% nên đầu tư đội bay và tăng vốn đi theo trình tự phê duyệt của doanh nghiệp nhà nước.

2020–2023 – BỐN NĂM LỖ, BA NĂM ÂM VỐN CHỦ

Doanh thu rơi từ 40.538 tỷ đồng năm 2020 xuống đáy 27.911 tỷ đồng năm 2021; lỗ sau thuế 2020–2023 lần lượt 11.178, 13.279, 11.223 và 5.632 tỷ đồng. Vốn chủ sở hữu từ 6.072 tỷ đồng cuối 2020 xuống 526 tỷ đồng cuối 2021, âm 11.056 tỷ đồng năm 2022 và đáy âm 17.026 tỷ đồng năm 2023 – đủ điều kiện hủy niêm yết bắt buộc. Vốn điều lệ tăng lên 22.143,9 tỷ đồng ngày 11/11/2021 qua gói giải cứu, dư nợ vay đạt đỉnh 34.800 tỷ đồng.

2024–NAY – THOÁT ÂM VỐN, MỞ CHU KỲ ĐẦU TƯ

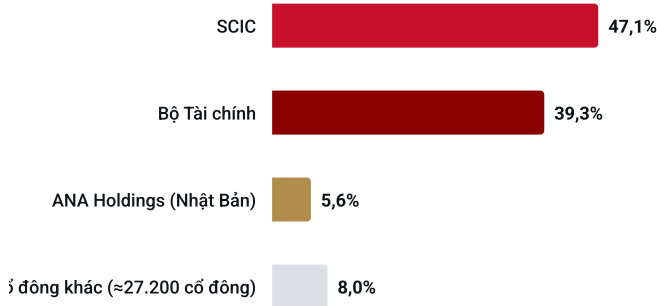
Doanh thu lập kỷ lục hai năm liên tiếp, 106.696 tỷ đồng năm 2024 và 121.207 tỷ đồng năm 2025, lợi nhuận sau thuế 7.958 và 7.607 tỷ đồng. Vốn chủ sở hữu đi từ âm 9.344 tỷ đồng cuối 2024 lên 6.730 tỷ đồng cuối 2025 và 10.272 tỷ đồng tại 30/06/2026; dư nợ vay còn 12.769 tỷ đồng tại 30/06/2026, giảm 63,3% so với đỉnh 2021, đưa bảng cân đối về tiền ròng dương 6.470 tỷ đồng (cuối 2025: 13.104 tỷ và 4.879 tỷ đồng). Thỏa thuận mua 50 tàu Boeing 737 MAX 8 ký tháng 02/2026 có cam kết bảo lãnh sơ bộ trên 2,9 tỷ USD từ Ngân hàng Xuất nhập khẩu Hoa Kỳ, giao 2030–2032. Kế hoạch 2026: doanh thu hợp nhất 138.899 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế hợp nhất chỉ 510 tỷ đồng.

1.2. Cơ cấu cổ đông & sở hữu

Sau đợt chào bán hoàn tất ngày 16/09/2025, vốn điều lệ đạt 31.115 tỷ đồng, tương ứng 3.111,5 triệu cổ phiếu lưu hành trên HOSE; 897,1 trên 900 triệu cổ phiếu chào bán đã phân phối, thu ròng 8.970,6 tỷ đồng. Sở hữu nhà nước 86,4% gồm SCIC 47,1% và Bộ Tài chính 39,3%; ANA Holdings 5,6%, phần còn lại khoảng 8,0% thuộc gần 27.200 cổ đông; sở hữu nước ngoài 8,5%. Vốn hóa 62.230 tỷ đồng, thị giá 20.000 đồng/cổ phiếu tại 16/09/2026, biên độ 52 tuần 19.300–38.250 đồng, beta 0,93.

Cơ cấu cổ đông HVN

% vốn điều lệ (cập nhật 09/2026)



Nguồn: TCBS Research; tỷ lệ nhóm cổ đông khác là phần dư suy ra từ tổng 100%.

Với 86,4% vốn, Nhà nước vượt cả ngưỡng 65% lần 75% cho mọi quyết định trọng yếu tại Đại hội đồng cổ đông; cổ đông đại chúng không có khả năng phủ quyết. Lượng cổ phiếu tự do chuyển nhượng chỉ chừng 249 triệu đơn vị khiến giá dễ tách rời yếu tố cơ bản. P/B 6,6 lần trên giá trị sổ sách 3.042 đồng tại 30/06/2026 không so sánh được với hãng bay khu vực nào. Trần sở hữu nước ngoài áp cho hãng hàng không Việt Nam là 34% vốn điều lệ, nhưng ràng buộc thực tế là Nhà nước chưa có lộ trình giảm tỷ lệ nắm giữ.

1.3. Ban lãnh đạo & quản trị

Cấu trúc quản trị ba cấp: Hội đồng Quản trị – Ban Tổng Giám đốc – Ban Kiểm soát

Hội đồng Quản trị gồm 7 thành viên, Chủ tịch Đặng Ngọc Hòa từ tháng 08/2020; ông Lê Hồng Hà là thành viên Hội đồng Quản trị kiêm Tổng Giám đốc từ 01/01/2021. Ban Tổng Giám đốc có 7 Phó Tổng Giám đốc; Ban Kiểm soát 3 thành viên báo cáo trực tiếp Đại hội đồng cổ đông. Kiểm toán: Deloitte Việt Nam và KPMG.

HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ

7 thành viên · 1 thành viên độc lập · 1 đại diện cổ đông chiến lược

CHỦ TỊCH HĐQT Đặng Ngọc Hòa	TV HĐQT KIỂM TỔNG GIÁM ĐỐC Lê Hồng Hà	THÀNH VIÊN HĐQT Tạ Mạnh Hùng
THÀNH VIÊN HĐQT Lê Trường Giang	THÀNH VIÊN HĐQT Đinh Việt Tùng	THÀNH VIÊN HĐQT Hidekazu Isono
TV HĐQT ĐỘC LẬP Trương Văn Phước		

BAN TỔNG GIÁM ĐỐC

1 Tổng Giám đốc · 7 Phó Tổng Giám đốc · 1 Kế toán trưởng

TỔNG GIÁM ĐỐC Lê Hồng Hà	PHÓ TỔNG GIÁM ĐỐC Nguyễn Thế Bảo	PHÓ TỔNG GIÁM ĐỐC Đặng Anh Tuấn
PHÓ TỔNG GIÁM ĐỐC Đinh Văn Tuấn	PHÓ TỔNG GIÁM ĐỐC Nguyễn Chiến Thắng	PHÓ TỔNG GIÁM ĐỐC Lê Đức Cảnh
PHÓ TỔNG GIÁM ĐỐC Tô Ngọc Giang	PHÓ TỔNG GIÁM ĐỐC Nguyễn Quang Trung	KẾ TOÁN TRƯỞNG Trần Văn Hữu

BAN KIỂM SOÁT

3 thành viên — báo cáo trực tiếp Đại hội đồng cổ đông

TRƯỞNG BAN KIỂM SOÁT Dương Thị Việt Thắm	THÀNH VIÊN BKS Lê Trúc Quỳnh	THÀNH VIÊN BKS Nguyễn Thị Hồng Loan
---	---	--

Nguồn: TCBS Research; công bố thông tin Vietnam Airlines. Báo cáo thường niên 2025: HĐQT 8 thành viên (1 độc lập), họp 13 phiên, ban hành 209 nghị quyết và 303 quyết định, tỷ lệ dự họp 43–100%; Ban kiểm soát 3 thành viên, họp 15 phiên, dự họp 100%.

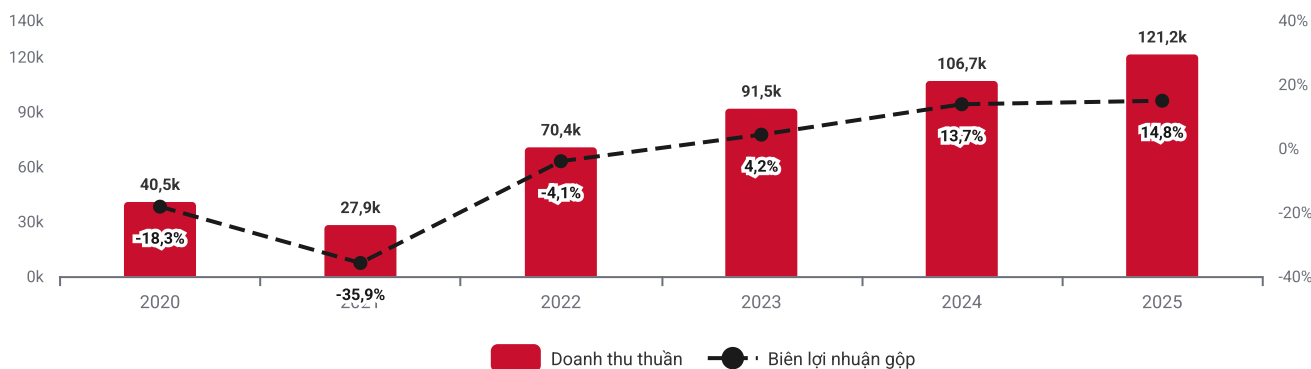
Chỉ 1 trên 7 thành viên Hội đồng Quản trị là thành viên độc lập, thấp hơn thông lệ tối thiểu một phần ba; phần lớn ghế còn lại là người đại diện phần vốn nhà nước. Bù lại, ghế của ANA Holdings giữ cho Hội đồng một kênh chuyên môn hàng không quốc tế.

1.4. Mô hình kinh doanh

Vietnam Airlines vận hành mô hình dịch vụ đầy đủ: khoang thương gia, suất ăn và hành lý tính trong giá vé, chương trình Bông Sen Vàng, thành viên SkyTeam. Tập đoàn phủ thêm phân khúc bằng Pacific Airlines (sở hữu 98,84%) và VASCO khai thác chặng ngắn. Năm 2025 công ty mẹ đạt doanh thu 96.569 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 5.427 tỷ đồng, tương đương 79,7% doanh thu hợp nhất 121.207 tỷ đồng; 24.638 tỷ đồng còn lại (20,3%) đến từ các đơn vị thành viên bán nhiên liệu, bảo dưỡng, phục vụ mặt đất, suất ăn và hàng hóa.

■ Doanh thu thuần & biên lợi nhuận gộp

Cột: tỷ đồng · Đường: %



Nguồn: TCBS Research.

Biên lợi nhuận gộp đi từ âm 35,9% năm 2021 lên 4,2% năm 2023, 13,7% năm 2024 và 14,8% năm 2025, nhờ doanh thu tăng 4,3 lần trên nền chi phí cố định ít thay đổi. Chiều ngược lại hiện ra ngay quý 2/2026: doanh thu 38.303 tỷ đồng tăng 36,8% nhưng biên gộp co từ 17,6% xuống 4,2%, lỗ sau thuế 663 tỷ đồng và riêng cổ đông công ty mẹ âm 792 tỷ đồng. So với quý 1 lãi 4.515 tỷ đồng, toàn bộ khoảng cách hơn 5.100 tỷ đồng nằm ở phía chi phí, trực tiếp là giá nhiên liệu. Biên trước thuế kế hoạch 2026 chỉ 0,4% trên nền giả định 128,54 USD/thùng, trong khi nợ phải trả 66.445 tỷ đồng trên tổng tài sản 73.175 tỷ đồng cuối 2025, tương đương 90,8%.

1.5. Đội tàu bay & mạng đường bay

Tại 31/12/2025, đội bay công ty mẹ gồm 103 tàu theo báo cáo thường niên đã kiểm toán, chia 57 thuê và 46 sở hữu, là số hồ sơ dùng thống nhất trong báo cáo này, phân biệt với 94 tàu thân chính dùng ở mục 6.1–6.2 và 97 tàu tại 01/09/2026 nêu ở mục 2.3. Cơ cấu 63 chiếc A321, 17 Boeing 787, 14 A350, 6 ATR72-500 và 3 A320NEO, tương ứng 31 tàu thân rộng, 66 thân hẹp phản lực và 6 tàu turboprop; thân hẹp phản lực chia đều 33 thuê và 33 sở hữu, thân rộng nghiêng hẳn về thuê với 24 trên 31 chiếc. Tuổi trung bình khoảng 12 năm; tập đoàn đứng thứ hai thị trường sau Vietjet (107 tàu tại 01/09/2026), trên tổng 251 tàu mang quốc tịch Việt Nam.

Lượt khách vận chuyển 2025

25,6 triệu lượt

Kế hoạch 2026: 27,73 triệu lượt
(+8,1%)

Hệ số sử dụng ghế 2025

82,0 %

ghế-km cung ứng 52,1 tỷ · khách-km
lưu chuyển 42,7 tỷ · 2024: 80,6% · hơn
156.000 chuyến bay

Hàng hóa vận chuyển 2025

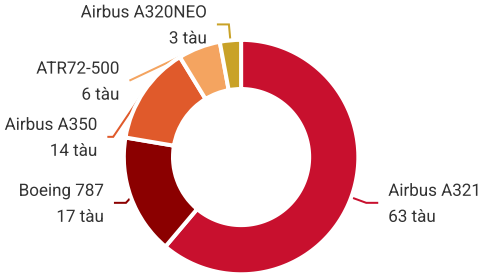
344 nghìn tấn

Kế hoạch 2026: 361,4 nghìn tấn
(+6,2%)

Nguồn: TCBS Research; công bố thông tin Vietnam Airlines; Cục Hàng không Việt Nam. Hệ số sử dụng ghế 2025 là ước tính của nhóm phân tích; mốc công bố chính thức gần nhất là 80,6% cho năm 2024.

■ **Đội tàu bay theo dòng máy bay**

Số tàu, công ty mẹ, tại 31/12/2025



Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam; công bố thông tin Vietnam Airlines.

Đội bay chuẩn hoá cao ở thân hẹp: 66 trên 103 tàu, tương đương 64%, thuộc họ A320/A321 dùng chung chứng chỉ loại. Đổi lại, tỷ trọng thân rộng 30% là mức cao với một hãng phần lớn doanh thu đến từ nội địa và khu vực — hệ quả của việc duy trì đường bay dài tới châu Âu và Úc. Kế hoạch 2026 nâng mạng bay lên 113 đường, tới 22 điểm nội địa và 39 điểm quốc tế. Vì 50 tàu Boeing 737 MAX 8 chỉ giao từ 2030, hãng dự kiến thuê thêm 20 tàu thân hẹp cho 2027–2028; điểm nghẽn ngắn hạn vì thế là tàu bay khả dụng chứ không phải vốn.

1.6. Công ty con & công ty liên kết

Vietnam Airlines nắm chi phối hoặc góp vốn tại 21 đơn vị trải khắp chuỗi giá trị hàng không. Bốn mắt xích quan trọng nhất thuộc sở hữu 100%: SKYPEC (nhiên liệu bay), VAECO (bảo dưỡng), VIAGS (mặt đất) và Suất ăn Hàng không Việt Nam. Nhánh vận chuyển có Pacific Airlines 98,84% và Cambodia Angkor Air 14,0%. Trên báo cáo riêng lẻ, doanh thu 2025 của bốn đơn vị này lần lượt 36.402 tỷ đồng (SKYPEC), 3.431 tỷ (VAECO), 3.050 tỷ (VIAGS) và 1.358 tỷ đồng (VACS), lợi nhuận trước thuế 605,6 / 308,8 / 358,3 / 226,0 tỷ đồng và ROE 62,1% / 21,9% / 94,9% / 134,7%. Phần lớn doanh thu là bán nội bộ nên bị loại trừ khi hợp nhất.

Đơn vị	Lĩnh vực	Sở hữu
CTY TNHH MTV Nhiên liệu Hàng không Việt Nam (SKYPEC)	Nhiên liệu bay	100,0%
CTY TNHH MTV Kỹ thuật Máy bay (VAECO)	Bảo dưỡng kỹ thuật tàu bay	100,0%
CTY TNHH MTV Dịch vụ Mặt đất Sân bay Việt Nam (VIAGS)	Dịch vụ mặt đất	100,0%
CTY TNHH MTV Suất ăn Hàng không Việt Nam	Suất ăn hàng không	100,0%
CTCP Hàng không Pacific Airlines	Vận tải hàng không chi phí thấp	98,84%
CTY TNHH Giao nhận Hàng hóa Vinako	Giao nhận hàng hóa	65,1%
CTCP Suất ăn Hàng không Nội Bài	Suất ăn hàng không	60,2%
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài	Ga hàng hóa	55,1%
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất	Ga hàng hóa	55,0%
CTCP Tin học — Viễn thông Hàng không	Công nghệ thông tin chuyên ngành	52,7%
CTCP Sabre Việt Nam	Hệ thống phân phối chỗ	51,7%
CTCP Đào tạo Bay Việt	Đào tạo phi công	51,5%
CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Việt Nam	Dịch vụ thương mại sân bay	51,0%
CTCP Cung ứng Lao động Hàng không	Cung ứng nhân lực	51,0%
CTY TNHH Dịch vụ Giao nhận Hàng hóa Tân Sơn Nhất	Giao nhận hàng hóa	51,0%
Sáu đơn vị liên kết sở hữu dưới 50%: Xuất nhập khẩu Hàng không 41,3%; Dịch vụ Hàng không Sân bay Đà Nẵng 36,1%; Cho thuê Máy bay Việt Nam (VALC) 32,5%; Nhựa Cao cấp Hàng không 30,4%; Cambodia Angkor Air 14,0%; Dịch vụ Bưu chính Viễn thông Sài Gòn 0,4%		

Nguồn: TCBS Research.

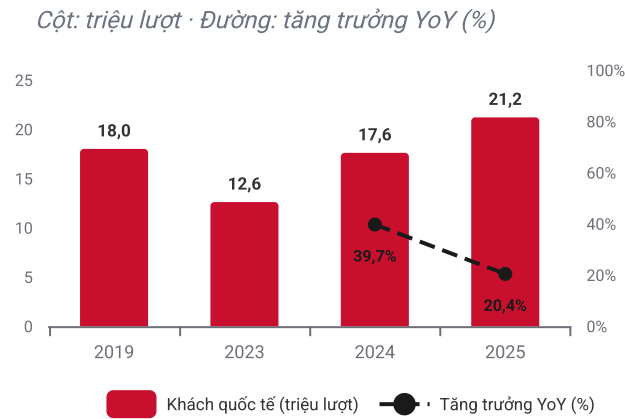
Danh mục này giữ lại trong nội bộ phần biên mà một hãng bay thuần túy phải trả cho bên thứ ba, đồng thời bán dịch vụ cho các hãng khác tại hai sân bay lớn. Mặt trái là vốn bị khóa vào tài sản không sinh ra ghế bay – nhưng cũng vì thế, bán bớt tỷ lệ tại các đơn vị mặt đất, hàng hóa, suất ăn hay nhiên liệu là dư địa vốn cho 50 tàu bay mà không đụng tới tài sản cốt lõi. Riêng Pacific Airlines rất khó khăn: công ty mẹ phải cho Pacific thuê 03 tàu bay để duy trì chứng chỉ nhà khai thác và giữ slot.

2. Phân tích ngành hàng không

2.1. Vĩ mô & du lịch

GDP bình quân đầu người đạt 5.026 USD năm 2025, kinh tế tăng 8,02% và mục tiêu 2026 từ 10%. Ở ngưỡng này, nhu cầu bay tại các thị trường Đông Nam Á đi trước đều tăng nhanh hơn GDP. Khách quốc tế năm 2025 đạt 21,2 triệu lượt, vượt kỷ lục 2019 gần 18%, hơn 84% đến bằng đường hàng không.

■ Khách quốc tế đến Việt Nam



Nguồn: Cục Thống kê

Đường cong phục hồi đã đi hết. Sau nhíp bật 39,7% năm 2024 nhờ nền thấp, tốc độ 2025 hạ về 20,4% trên mặt bằng cao hơn đỉnh trước dịch. Tăng trưởng từ đây phụ thuộc thị thực, hạ tăng và giá vé.

Chỉ tiêu vĩ mô & du lịch	2026 (mục tiêu)	Thực hiện 6T/2026
Tăng trưởng GDP	≥ 10,0%	–
GDP bình quân đầu người	5.400–5.500 USD	–
Khách quốc tế đến Việt Nam	25,0 triệu lượt	12,3 triệu (+15,0%) · 49%
Khách nội địa	150 triệu lượt	81,0 triệu (+4,5%) · 54%
Tổng thu từ khách du lịch	1.125 nghìn tỷ đ	569 nghìn tỷ (+9,8%) · 51%

Nguồn: Cục Thống kê; Cục Du lịch Quốc gia Việt Nam; Nghị quyết Chính phủ về kế hoạch 2026. Cột thực hiện là lũy kế 6 tháng đầu 2026 và tỷ lệ hoàn thành mục tiêu năm.

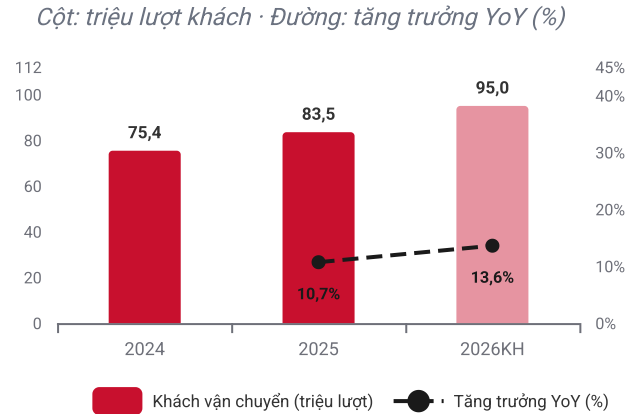
Cần phân biệt hai đại lượng: 21,2 triệu là lượt khách quốc tế nhập cảnh, còn 46,6 triệu là lượt khách quốc tế qua cảng hàng không – mỗi khách quốc tế tạo hai lượt, một đến và một đi. Quy đổi phần đi đường hàng không, khách nước ngoài đã chiếm khoảng ba phần tư tải quốc tế; phần của cư dân trong nước chỉ vào khoảng một phần tư. Tải quốc tế vì thế nhạy với chính sách thị thực và sức cầu khu vực hơn là với thu nhập hộ gia đình trong nước.

2.2. Thị trường hàng không Việt Nam

Năm 2025 toàn thị trường vận chuyển 83,5 triệu lượt khách, tăng 10,7%, và 1,5 triệu tấn hàng hóa. Quốc tế đạt 46,6 triệu lượt tăng 12,6%, nội địa 36,9 triệu lượt tăng 8,4%.

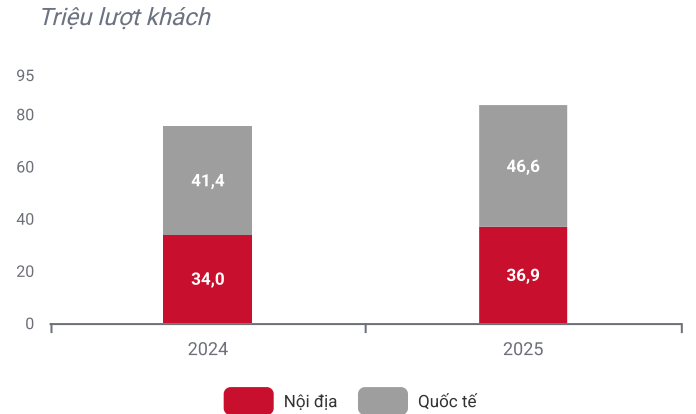
Nội địa tiệm cận bão hòa hạ tầng, trục Bắc – Nam kín slot giờ vàng. quốc tế còn dư địa khi 71 hãng nước ngoài đang khai thác 142 đường bay tới Việt Nam.

Sản lượng vận chuyển toàn thị trường



Nguồn: CAAV; mục tiêu 2026 theo kế hoạch ngành

Cơ cấu khách nội địa & quốc tế



Nguồn: CAAV

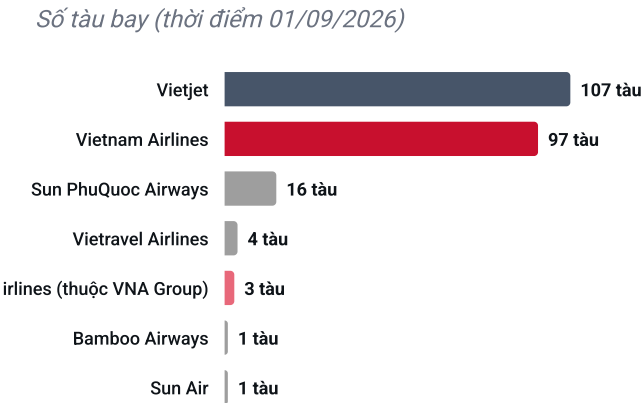
Sản lượng thị trường hàng không Việt Nam	2024	2025	6T/2026	2026 (mục tiêu)
Tổng khách vận chuyển (triệu lượt)	75,4	83,5	45,5	95,0
Tăng trưởng khách (%)	-	10,7%	9,8%	13,6%
Hàng hóa vận chuyển (nghìn tấn)	1.266	1.500	813	1.600
Tổng khách qua cảng hàng không (triệu lượt)	110,0	120,3	-	-
Đội tàu bay khai thác thường lệ (chiếc)	-	-	225	-

Nguồn: CAAV, ACV. Số 2024 là ước tính suy ra từ tăng trưởng công bố.

Nửa đầu 2026 cầu tăng 9,8% với 45,5 triệu lượt khách, nhưng biến động nằm ở phía cung: đội tàu khai thác thường lệ đạt 225 chiếc cuối tháng 6/2026, tăng 21 chiếc. Tải tăng nhanh hơn khách giữa lúc giá nhiên liệu bùng nổ đã ép giá vé trong quý II/2026. Mục tiêu 95 triệu lượt cả năm đặt khi giá nhiên liệu quanh 90 USD/thùng nên phần hụt rơi vào nội địa.

2.3. Cạnh tranh & thị phần

Đội tàu bay khai thác theo hãng

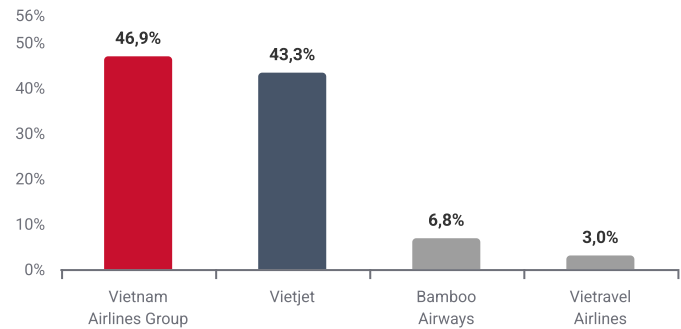


Nguồn: CAAV, công bố của các hãng

VNA Group và Vietjet nắm trên 85% thị phần nội địa, chỉ cần một bên tăng tải mạnh là cả thị trường vào chu kỳ giảm giá vé. Tại 01/09/2026, Vietjet có 107 tàu bay, Vietnam Airlines 97 tàu cộng 3 tàu Pacific Airlines – giảm so với 103 tàu mà báo cáo thường niên kiểm toán ghi nhận tại 31/12/2025 (mục 1.5). Bamboo Airways từ 22 tàu năm 2019 nay còn 1 chiếc, khoảng trống được Sun PhuQuoc Airways lấp với 16 tàu.

Thị phần vận chuyển khách nội địa

% – số liệu 2024, mốc gần nhất CAAV công bố chi tiết



Nguồn: CAAV

Thế cân bằng nội địa gần như tuyệt đối: Vietnam Airlines Group 46,9% so với Vietjet 43,3%. Không bên nào đủ sức áp đặt mặt bằng giá, nên giá vé nội địa thuộc nhóm thấp nhất khu vực. Sun PhuQuoc Airways là biến số mới.

HAI MÔ HÌNH CHI PHÍ, HAI CÁCH KIẾM TIỀN

Vietnam Airlines và Vietjet cùng khai thác một thị trường nhưng thuộc hai mô hình kinh doanh khác nhau về bản chất. Một bên là hãng dịch vụ đầy đủ khai thác mạng đường dài với đội tàu hỗn hợp thân rộng và thân hẹp, một bên là hãng chi phí thấp vận hành đội tàu một họ A320/A321. Đặt hai hãng trên cùng mặt bằng so sánh chỉ có ý nghĩa khi đã tách rõ cấu trúc doanh thu và chi phí. Khác biệt thể hiện trực tiếp trên số liệu nửa đầu 2026: doanh thu phụ trợ chiếm 30,8% doanh thu vận tải của Vietjet so với 10,5% của Vietnam Airlines. Ở chiều chi phí, Vietjet chịu tỷ trọng thuê tàu bay 23,5% tổng chi phí, trong khi Vietnam Airlines chịu gánh nặng khấu hao từ đội thân rộng sở hữu.

So sánh mô hình FSC vs LCC	Vietnam Airlines (FSC)	Vietjet (LCC)
Đội tàu bay khai thác (01/09/2026)	97 (+3 Pacific Airlines)	107
Lượt khách vận chuyển 2025 (triệu)	25,64	28,2
Số chuyến bay 2025 (nghìn)	156,3	153,0
Hàng hóa vận chuyển 2025 (nghìn tấn)	344	114
Doanh thu 2025 (tỷ đồng)	121.207	82.093
LNST 2025 (tỷ đồng)	7.607	2.123
Doanh thu 6T/2026 (tỷ đồng)	75.186	51.536
LNST 6T/2026 (tỷ đồng)	3.852	1.372
Kết quả riêng quý II/2026 (tỷ đồng)	-663	+349
Doanh thu phụ trợ / doanh thu vận tải 6T/2026	10,5%	30,8%
Chi phí nhiên liệu / tổng chi phí 6T/2026	33,0%	37,0%
Chi phí nhân công / tổng chi phí 6T/2026	11,5%	7,9%
Chi phí thuê tàu bay / tổng chi phí (FY2025)	14,8%	23,5%
Biên EBIT hoạt động lõi 6T/2026	5,63%	4,94%
Mục tiêu đội tàu	151 tàu (2030)	200-250 tàu

Nguồn: TCBS Research, CAAV và công bố của các hãng. Biên EBIT hoạt động lõi = (lợi nhuận gộp – chi phí bán hàng và quản lý) ÷ doanh thu

Sáu tháng đầu 2026, biên EBIT lõi của hai hãng gần như ngang nhau, 5,63% với Vietnam Airlines và 4,94% với Vietjet, nhưng toàn bộ khoảng cách đó hình thành trong quý 1. Riêng quý 2, Vietnam Airlines lỗ 663 tỷ đồng còn Vietjet vẫn lãi 349 tỷ: đội tàu một họ và tỷ trọng doanh thu phụ trợ 30,8% giúp mô hình chi phí thấp hấp thụ cú sốc tốt hơn, bất chấp tỷ trọng nhiên liệu trong chi phí cao hơn.

Hãng bay khu vực trong cú sốc nhiên liệu 2026	Diễn biến ghi nhận
AirAsia Group (Malaysia, LCC)	Lỗ ròng; nhiên liệu +58% YoY; cắt 20–25% tải Q3/2026
Cebu Pacific (Philippines) & Scoot (Singapore), LCC	Cùng lỗ: nhiên liệu và đồng nội tệ mất giá
Singapore Airlines (FSC)	Lỗ 76 triệu SGD trong quý dù doanh thu +19,3%; nhiên liệu +78,5%
Vietnam Airlines (FSC)	Lỗ 663 tỷ đồng quý II/2026; 6 tháng lãi 3.852 tỷ đồng
Vietjet (LCC)	Lãi 349 tỷ đồng quý II/2026; 6 tháng lãi 1.372 tỷ đồng

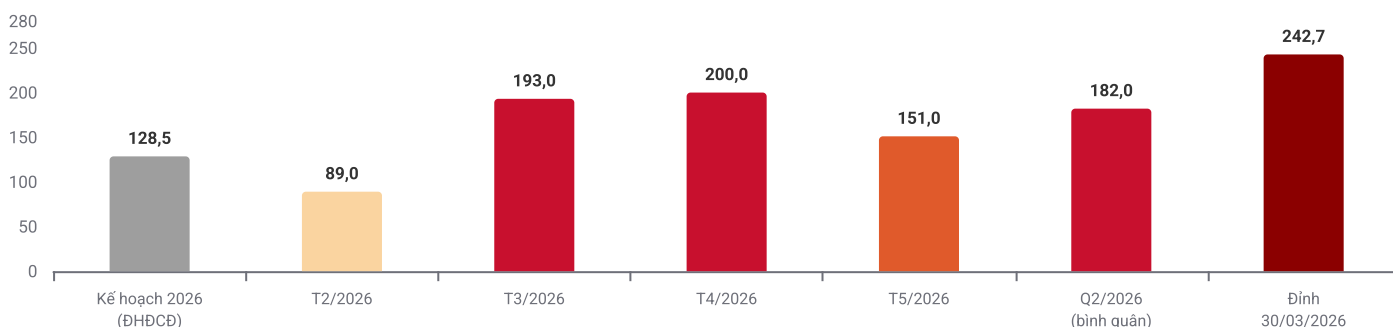
Nguồn: công bố của các hãng, TCBS Research. Kỳ báo cáo của hãng khu vực không trùng quý dương lịch.

2.4. Cấu trúc chi phí ngành

Giá nhiên liệu bay toàn cầu 2026 được dự báo 152 USD/thùng, tăng gần 70%, đẩy tỷ trọng nhiên liệu trong chi phí khai thác toàn ngành từ 25,4% lên 31,4%. Lợi nhuận ròng ngành giảm một nửa còn 23 tỷ USD, biên ròng co từ 4,2% về 2,0%. Cơ cấu chi phí FY2025 của Vietnam Airlines: nhiên liệu 30,4%, thuê tàu bay 14,8%, nhân công 11,4%.

■ Giá nhiên liệu bay Jet A1 nhập từ thị trường Singapore

USD/thùng · cột đầu là mức giá dùng để xây dựng kế hoạch 2026 của HVN

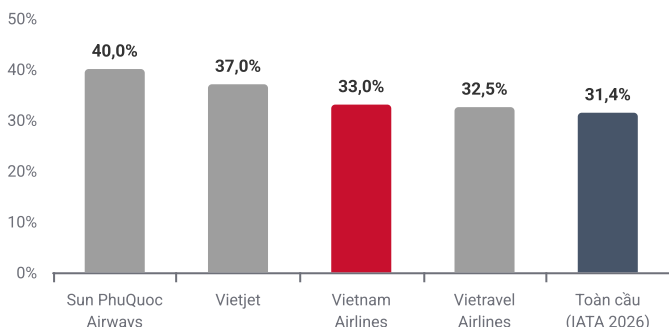


Nguồn: CAAV, công bố của Vietnam Airlines

Kế hoạch cuối 2025 xây trên giả định 85 USD/thùng, sát mức thực hiện 86,75 USD/thùng. Tháng 2/2026 giá còn 89 USD/thùng, rồi xung đột Trung Đông đẩy lên đỉnh 242,7 USD/thùng ngày 30/3 và bình quân 182 USD/thùng suốt quý II; ĐHĐCĐ ngày 28/06/2026 nâng nền giả định cả năm lên 128,54 USD/thùng.

■ Tỷ trọng nhiên liệu trong tổng chi phí

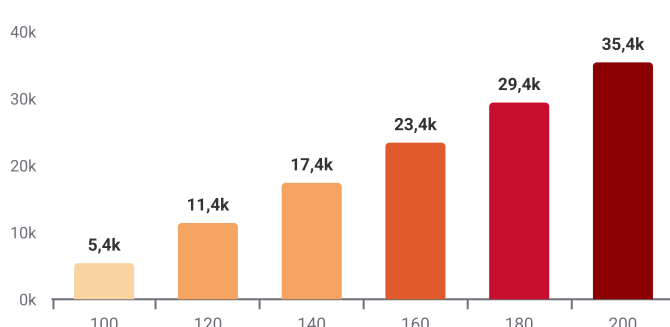
% · 6 tháng đầu năm 2026



Nguồn: Công bố của các hãng; số toàn cầu theo IATA

■ Độ nhạy chi phí nhiên liệu của HVN

Tỷ đồng phát sinh thêm (trục x: USD/thùng)



Nguồn: Vietnam Airlines (độ nhạy 300 tỷ đồng mỗi 1 USD/thùng); TCBS Research ước tính

Độ nhạy do doanh nghiệp công bố là con số then chốt: mỗi 1 USD/thùng tăng thêm làm chi phí tăng khoảng 300 tỷ đồng mỗi năm, ngụ ý sản lượng khoảng 11,4 triệu thùng. Rủi ro thứ hai là tỷ giá: khoảng 60% chi phí thanh toán bằng ngoại tệ, tỷ giá NHTM đã lên 26.100–26.500 đồng/USD.

2.5. Khung pháp lý & hạ tầng sân bay

Quy hoạch đến 2030 xác định 30 cảng hàng không, nhưng lưu lượng vẫn dồn vào Tân Sơn Nhất và Nội Bài. Cao điểm Tết 2026, Tân Sơn Nhất khai thác 45–46 chuyến mỗi giờ, sát ngưỡng kỹ thuật; nhà ga T3 công suất 20 triệu khách/năm giải tỏa áp lực nhà ga nhưng không mở rộng đường băng.

Mốc hạ tầng & pháp lý trọng yếu	Nội dung	Thời điểm
Long Thành giai đoạn 1	Công suất 25 triệu khách và 1,2 triệu tấn hàng/năm	Khai thác dự kiến 01/12/2026
Long Thành giai đoạn 2 & 3	Nâng lên 50 triệu khách/năm, sau đó tối đa 100 triệu	Sau 2030
Chuyển đổi mạng bay quốc tế	Chuyển toàn bộ chuyến bay quốc tế phía Nam sang Long Thành	Sau 2030
Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất	20 triệu khách/năm, vốn ~11.000 tỷ đồng	Đã khai thác
Mở rộng nhà ga T2 Nội Bài	Lên 15 triệu khách/năm, vốn gần 5.000 tỷ đồng	Đang triển khai
Thông tư 23/2026/TT-BXD	Khung giá dịch vụ cất/hạ cánh và quản lý giá dịch vụ hàng không	Hiệu lực 01/07/2026
Phụ thu nhiên liệu nội địa	CAAV đề xuất phụ thu ngoài giá trần, theo giá Jet A-1	Đề xuất từ 03/2026

Nguồn: Bộ Xây dựng, CAAV, ACV

Mốc khai thác Long Thành đã lùi nhiều lần nên rủi ro trượt tiến độ vẫn hiện hữu, đổi lại là chi phí kếp khi khai thác hai sân bay. Thông tư 23/2026/TT-BXD tính giá cất hạ cánh theo trọng lượng cất cánh tối đa và phân nhóm cảng, hãng Việt Nam mới tham gia thị trường chỉ chịu 50%, hạ rào cản gia nhập đúng lúc một hãng mới tăng đội tàu rất nhanh.

2.6. Rủi ro ngành

Biên ròng ngành hàng không toàn cầu chỉ 2,0% năm 2026 nên một biến động 5% ở phía chi phí đủ xóa sạch lợi nhuận. Năm nhóm rủi ro chính: giá nhiên liệu, tỷ giá USD/VND, dư cung tải, gián đoạn địa chính trị – dịch bệnh, và pháp lý – hạ tầng – slot.

CHỈ BÁO CẢNH BÁO SỚM

Rủi ro	Chỉ báo theo dõi	Tần suất	Ngưỡng cảnh báo
Giá nhiên liệu	Giá Jet A1 Singapore; dầu Brent; phí giao hàng	Tuần	Jet A1 > 150 USD/thùng trên 1 quý
Tỷ giá	Tỷ giá trung tâm SBV; tỷ giá bán tại NHTM	Tháng	VND mất giá > 3% lũy kế từ đầu năm
Dur cung tải	Số tàu bay khai thác toàn thị trường; ghế cung ứng	Quý	Tải vượt khách trên 3 điểm phần trăm
Nhu cầu đi lại	Lượt khách CAAV; khách quốc tế đến Việt Nam	Tháng	Tăng trưởng khách dưới 5% hai tháng liên tiếp
Cơ chế giá	Phê duyệt phụ thu nhiên liệu & giá trần nội địa	Sự kiện	Bị bác hoặc lùi quá 2 quý
Hạ tầng	Tiến độ vận hành thử & khai thác Long Thành GD1	Quý	Lùi khai thác quá quý II/2027

Nguồn: CAAV, IATA, Ngân hàng Nhà nước, Bộ Xây dựng; ngưỡng cảnh báo do TCBS Research thiết lập

Cơ chế phụ thu nhiên liệu, nếu được thông qua, là van xả áp lực ngành đang chờ: không giảm chi phí nhưng cho phép chia sẻ biến động với hành khách. Áp lực đến từ một cú sốc cung dầu nên có thể đảo chiều nhanh: giá nhiên liệu bay thế giới đã lùi về khoảng 141,6 USD/thùng cuối mùa hè 2026.

3. Phân tích kết quả kinh doanh

3.0. Tổng quan kết quả kinh doanh

Doanh thu 2025 cao nhất lịch sử, nhưng quý 2/2026 là quý lỗ đầu tiên kể từ quý 4/2023.

DOANH THU THUẦN 2025 121.207 tỷ đồng · +13,6% so 2024	LƯỢT KHÁCH 2025 25,6 triệu lượt · +11% so 2024	HỆ SỐ SỬ DỤNG GHẾ 82,0% 2024: 80,6% · +1,4 điểm	DOANH THU/LƯỢT KHÁCH 4,73 triệu đồng · thay cho RASK
CHI PHÍ/LƯỢT KHÁCH 4,38 triệu đồng · thay cho CASK	EBITDA 2025 13.852 tỷ đồng · biên 11,4%	EBITDAR 2025 28.054 tỷ đồng · biên 23,1% · theo phí thuê công bố	EBIT 2025 9.138 tỷ đồng · biên 7,5%
LNST 2025 7.607 tỷ đồng · -4,4% so 2024	BIÊN LNST 2025 6,3% 2024: 7,5%	CHI TRẢ LÃI VAY 2025 10,9 lần · EBIT/lãi vay · 2024: 5,3 lần	P/E · P/B (TTM) 13,7 · 6,6 lần · trên thị giá 20.000 đ · P/B cao do vốn chủ mỏng
DOANH THU Q2/2026 38.303 tỷ đồng · +36,8% so Q2/2025	BIÊN GỘP Q2/2026 4,2% Q2/2025: 17,6% · -13,4 điểm %	EBITDA Q2/2026 725 tỷ đồng · biên 1,9%	LNST Q2/2026 -663 tỷ đồng · Q2/2025: +2.956 tỷ đồng

Nguồn: TCBS Research; CAAV; BCTN HVN 2025. EBITDAR theo phí thuê tàu bay 14.201 tỷ đồng; số liệu quý không lũy kế.

Sáu điểm chốt của bức tranh kết quả kinh doanh:

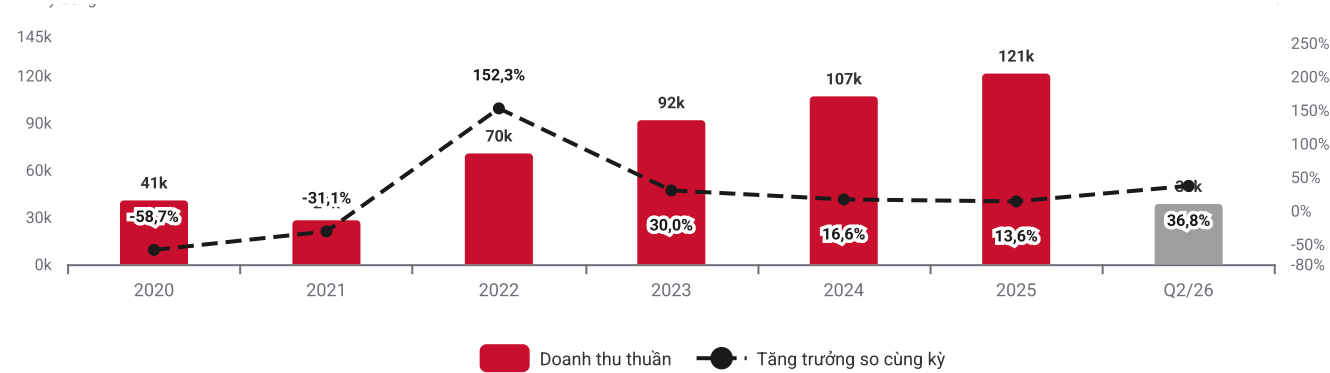
- **Quy mô vượt mức trước dịch.** Doanh thu 2025 gấp 1,23 lần năm 2019 và 4,3 lần đáy 2021; nửa đầu 2026 đạt 75.186 tỷ đồng, tăng 28,4%.
- **Sản lượng tăng chậm lại.** Lượt khách 2025 tăng 11%, nửa đầu 2026 chỉ tăng 4%; phần còn lại đến từ giá vé và đường bay quốc tế.
- **Chất lượng lợi nhuận 2025 tốt hơn 2024.** Lợi nhuận khác 2024 là 5.217 tỷ đồng, bằng 62% lợi nhuận trước thuế; năm 2025 chỉ 254 tỷ đồng, bằng 3%.
- **Cú đảo chiều nằm ở giá vốn.** Doanh thu quý 2/2026 tăng 36,8% nhưng giá vốn tăng 59,0%, tỷ lệ giá vốn trên doanh thu bật từ 82,4% lên 95,8%.
- **Nhiên liệu là biến số quyết định.** Giá Jet A1 bình quân quý khoảng 182 USD/thùng, làm phát sinh hơn 7.000 tỷ đồng chi phí.
- **Bộ đệm mỏng đi.** Hệ số chi trả lãi vay 2025 đạt 10,9 lần trên EBIT 9.138 tỷ đồng, riêng quý 2/2026 âm 8,9 lần.

3.1. Doanh thu & lượt khách

Doanh thu thuần đi từ đáy 27.911 tỷ đồng năm 2021 lên 121.207 tỷ đồng năm 2025, tốc độ tăng chậm dần đều: 152,3%, 30,0%, 16,6% rồi 13,6%. Phần tăng thêm nay đến từ mạng bay quốc tế và giá vé chứ không còn hiệu ứng nền thấp; kế hoạch 2026 đạt 138.899 tỷ đồng.

■ Doanh thu thuần & tăng trưởng

Cột: tỷ đồng · Đường: % so cùng kỳ



Nguồn: TCBS Research. Cột Q2/26 là số phát sinh trong quý, không lũy kế và không so sánh trực tiếp với cột năm.

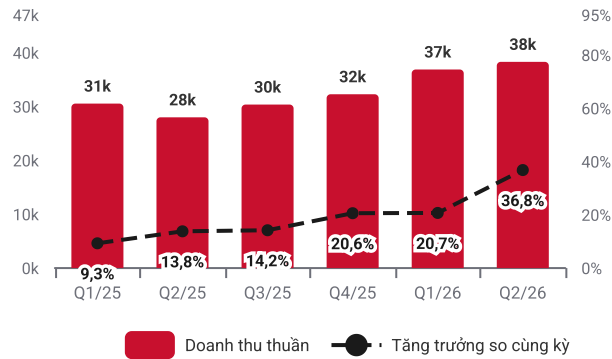
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	Q2/2025	Q2/2026
Doanh thu thuần	27.911	70.410	91.540	106.696	121.207	28.000	38.303
Tăng trưởng so cùng kỳ (%)	-31,1	+152,3	+30,0	+16,6	+13,6	+13,8	+36,8
So với nền 2019 (%)	28,4	71,7	93,2	108,6	123,4	—	—
Doanh thu hoạt động tài chính	1.557	980	926	1.266	1.515	199	417
Lượt khách (triệu)	6,1	18,2	21,0	22,7	25,6	—	—
Doanh thu/lượt khách (triệu đồng)	4,58	3,87	4,36	4,70	4,73	—	—

Nguồn: TCBS Research; CAAV và công bố của Vietnam Airlines. Dấu ~ trước con số là ước tính của nhóm phân tích.

Nửa đầu năm hãng chở hơn 13 triệu lượt khách, tăng 4%, trong đó gần 4,8 triệu lượt quốc tế. Doanh thu tăng 28,4% trên nền sản lượng chỉ tăng 4%, tức đơn giá mỗi lượt khách tăng khoảng 23,5%. Mặt trái là hãng bán nhiều hơn chính những chuyến bay tiêu hao nhiên liệu lớn nhất.

Doanh thu thuần theo quý

Cột: tỷ đồng · Đường: % so cùng kỳ



Nguồn: TCBS Research. Số phát sinh trong quý.

Sáu quý gần nhất là chuỗi tăng trưởng ngày càng mạnh, từ 9,3% quý 1/2025 lên 36,8% quý 2/2026. Quý 2 là mùa thấp điểm nội địa nên kỷ lục 38.303 tỷ đồng cho thấy sức kéo của mạng bay quốc tế.

Vấn đề là tăng trưởng đó không đi cùng lợi nhuận: cùng quý, biên gộp rơi từ 17,6% xuống 4,2%.

3.2. Hệ số lấp đầy & năng suất khai thác

Năm 2025 ghế-km cung ứng đạt **52,1 tỷ ghế.km**, tăng 12,9%. Khách luân chuyển **42,7 tỷ khách.km**, tăng 14,8%; hệ số sử dụng ghế **82,0%** so với 80,6% của 2024. Doanh thu vận tải trên mỗi ghế-km khoảng **1.882 đồng**, chi phí đơn vị chưa gồm nhiên liệu khoảng **1.279 đồng/ghế.km**. Hai số khác phạm vi hẹp nhất nên chênh lệch không đọc thành biên.

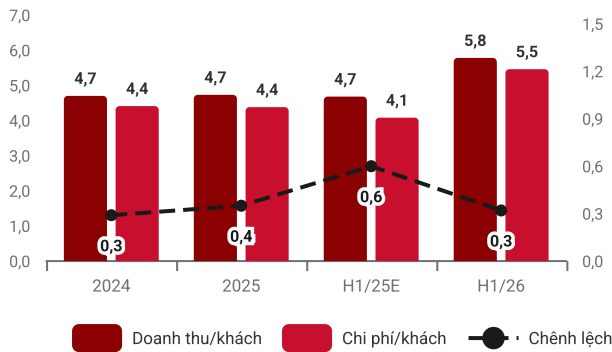
Chỉ tiêu vận hành	2024	2025	H1/2025	H1/2026
Lượt khách (triệu)	22,7	25,6	~12,5	13,0
Lượt khách quốc tế (triệu)	7,2	8,5	~4,0	4,8
Số chuyến bay (nghìn)	139,8	156,2	–	80,0
Hàng hóa (nghìn tấn)	311,2	344,4	~164	180
Ghế luân chuyển ASK (tỷ ghế.km)	46,1	52,1	chỉ công bố theo năm	
Khách luân chuyển RPK (tỷ khách.km)	37,2	42,7	chỉ công bố theo năm	
Hệ số sử dụng ghế (%)	80,6	82,0	chỉ công bố theo năm	
Thị phần toàn thị trường (%)	30,2	30,7	chỉ công bố theo năm	
Doanh thu/lượt khách (triệu đồng)	4,70	4,73	~4,68	5,78
Chi phí hoạt động/lượt khách (triệu đồng)	~4,41	~4,38	~4,08	~5,46
Chênh lệch đơn giá (triệu đồng/lượt khách)	~0,29	~0,35	~0,60	~0,32

Nguồn: TCBS Research; CAAV và công bố của Vietnam Airlines. Đơn giá bình quân và các số có dấu ~ là ước tính của nhóm phân tích, dùng thay cho CASK đầy đủ. ASK = ghế-km cung ứng; RPK = khách-km luân chuyển; RASK và CASK = doanh thu và chi phí trên mỗi ASK; EBITDAR = lợi nhuận trước thuế cộng khấu hao, lãi vay và phí thuê tàu bay.

Quan trọng nhất là dòng cuối bảng: nửa đầu 2026 doanh thu mỗi lượt khách tăng 23,5% lên 5,78 triệu đồng, chi phí mỗi lượt khách tăng 33,7% lên 5,46 triệu đồng, khoảng đệm co từ 0,60 xuống 0,32 triệu đồng. Đây chính là CASK tăng vượt RASK: biên gộp quý 2/2026 còn 4,2% so với 17,6% cùng kỳ.

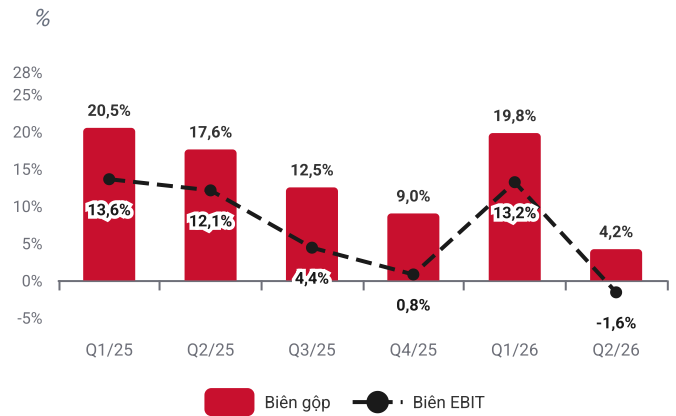
Đơn giá bình quân mỗi lượt khách

Cột: triệu đồng · Đường: chênh lệch, triệu đồng



Nguồn: TCBS Research; Cục Hàng không Việt Nam; ước tính của nhóm phân tích.

Biên gộp & biên EBIT theo quý



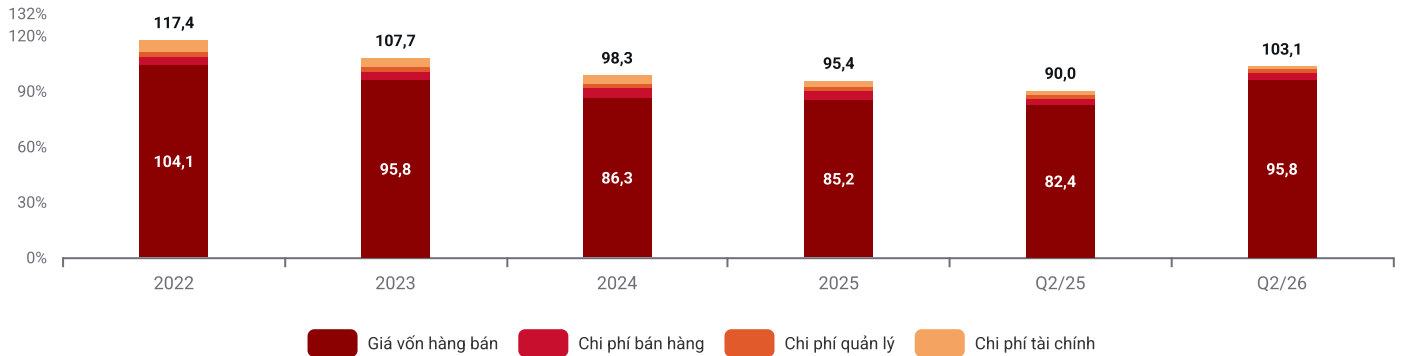
Nguồn: TCBS Research. Số phát sinh trong quý.

3.3. Cơ cấu chi phí & chi phí đơn vị

Thuyết minh chi phí theo yếu tố của báo cáo hợp nhất kiểm toán 2025: trên tổng chi phí **95.726 tỷ đồng**, nhiên liệu bay chiếm **29.074 tỷ đồng, tương đương 30,4%**; thuê máy bay **14.201 tỷ đồng (14,8%)**; nhân công 10.961 tỷ đồng (11,4%); khấu hao 4.846 tỷ đồng (5,1%). Nền 95.726 tỷ đồng hẹp hơn tổng giá vốn cộng chi phí bán hàng và quản lý 112.068 tỷ đồng ở bảng dưới; mọi tỷ trọng cơ cấu chi phí trong báo cáo tính trên nền 95.726 tỷ đồng. Tổng chi phí hoạt động trên doanh thu giảm từ 111,1% năm 2022 xuống 92,5% năm 2025.

Cơ cấu chi phí trên doanh thu

% doanh thu thuần



Nguồn: TCBS Research. Cột Q2/25 và Q2/26 là số phát sinh trong quý.

% doanh thu thuần	2022	2023	2024	2025	Q2/2025	Q2/2026
Giá vốn hàng bán	104,1	95,8	86,3	85,2	82,4	95,8
Chi phí bán hàng	4,5	4,8	5,3	5,0	3,5	4,0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	2,5	2,3	2,1	2,2	2,0	1,8
Tổng chi phí hoạt động	111,1	102,8	93,6	92,5	87,9	101,6
Chi phí tài chính	6,3	4,8	4,6	3,0	2,1	1,5
trong đó chi phí lãi vay	1,7	1,7	1,2	0,7	0,8	0,2
Khấu hao tài sản cố định	5,0	6,5	4,8	4,0	4,4	3,0
Chi phí hoạt động (tỷ đồng)	78.250	94.127	99.883	112.068	24.610	38.928

Nguồn: TCBS Research. Khấu hao lấy từ báo cáo lưu chuyển tiền tệ; tổng chi phí hoạt động gồm giá vốn, chi phí bán hàng và quản lý.

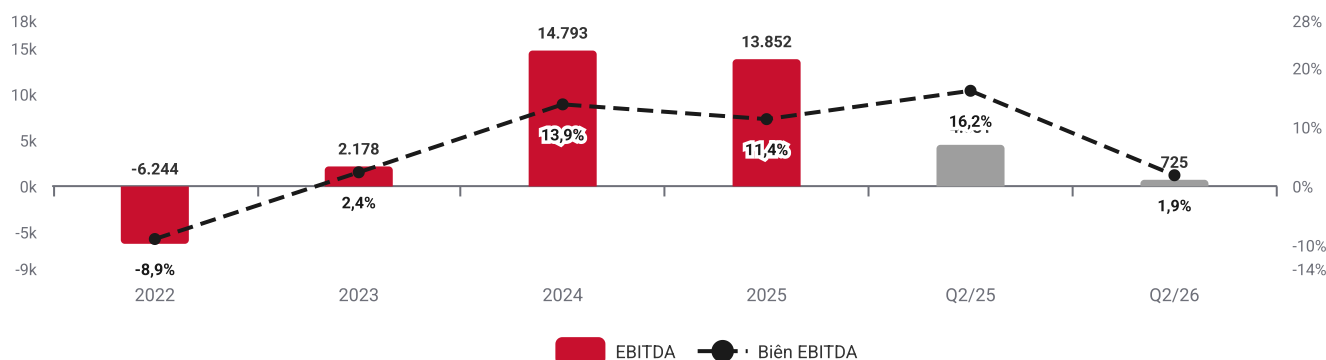
Thành quả ba năm bị xóa trong một quý: tỷ lệ giá vốn trên doanh thu quý 2/2026 bật từ 82,4% lên 95,8%, nếu giữ tỷ lệ cùng kỳ thì lợi nhuận gộp đã là 6.729 tỷ đồng thay vì 1.612 tỷ đồng. Giá nhiên liệu bay bình quân quý khoảng 182 USD/thùng làm phát sinh hơn 7.000 tỷ đồng chi phí.

3.4. EBITDAR & khấu hao

EBITDAR cộng khấu hao, lãi vay và phí thuê tàu bay vào lợi nhuận trước thuế nên trung hòa khác biệt giữa hãng sở hữu và hãng đi thuê. **EBITDAR FY2025 đạt 28.054 tỷ đồng, biên 23,1%**, trên bề mặt đi ngang so với 28.014 tỷ đồng của 2024 – nhưng nền 2024 còn chứa 5.217 tỷ đồng lợi nhuận khác. Loại khoản này, EBITDAR lỗi tăng từ 22.797 lên 27.800 tỷ đồng, tức 21,9%; EBITDA lỗi 2025 đạt 13.598 tỷ đồng, cao hơn 42%.

■ EBITDA & biên EBITDA

Cột: tỷ đồng · Đường: % doanh thu



Nguồn: TCBS Research. EBITDA tính bằng lợi nhuận trước thuế cộng khấu hao và chi phí lãi vay; cột Q2/25 và Q2/26 là số phát sinh trong quý.

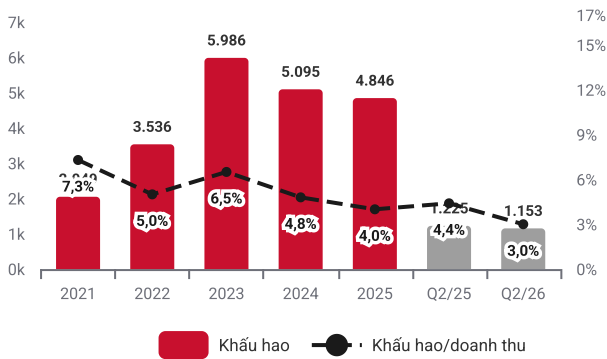
Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	Q2/2025	Q2/2026
Lợi nhuận trước thuế	-12.966	-10.945	-5.363	8.416	8.168	3.091	-498
cộng khấu hao tài sản cố định	2.049	3.536	5.986	5.095	4.846	1.225	1.153
cộng chi phí lãi vay	807	1.165	1.555	1.282	838	215	70
EBITDA	-10.109	-6.244	2.178	14.793	13.852	4.531	725
Biên EBITDA (%)	-36,2	-8,9	2,4	13,9	11,4	16,2	1,9
EBITDA loại thu nhập khác	-10.374	-6.517	1.563	9.576	13.598	4.466	567
cộng phí thuê tàu bay (E)	~10.500	~11.200	12.253	13.222	14.201	~3.500	~3.500
EBITDAR (E)	~391	~4.956	~14.431	28.014	28.054	~8.031	~4.225
Biên EBITDAR (E, %)	1,4	7,1	15,8	26,3	23,1	28,7	11,0

Nguồn: TCBS Research. Phí thuê tàu bay 2023 là 12.253 tỷ đồng theo thuyết minh kiểm toán; các năm có dấu ~ là ước tính của nhóm phân tích.

Xu hướng khấu hao phải đọc cùng dòng tiền đầu tư: chi mua sắm tài sản cố định tăng từ 320 tỷ đồng năm 2024 lên 1.577 tỷ đồng năm 2025 và 2.959 tỷ đồng trong nửa đầu 2026. Cam kết hơn 2,9 tỷ USD cho 50 tàu Boeing 737 MAX 8 giao 2030–2032 xác nhận chu kỳ đầu tư đã bắt đầu.

■ Khấu hao tài sản cố định

Cột: tỷ đồng · Đường: % doanh thu



Nguồn: TCBS Research. Cột Q2/25 và Q2/26 là số phát sinh trong quý.

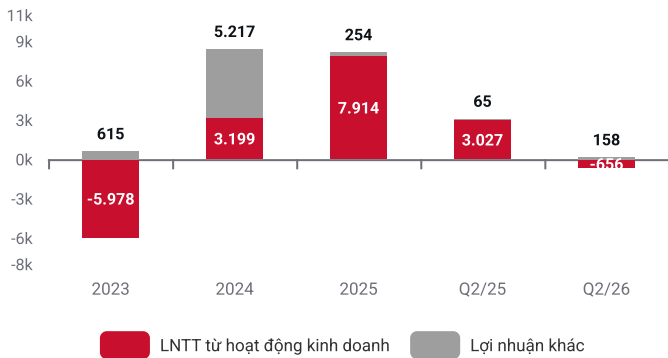
Khấu hao giảm đều từ đỉnh 5.986 tỷ đồng năm 2023 xuống 4.846 tỷ đồng năm 2025; tỷ lệ trên doanh thu rơi từ 6,5% xuống 4,0%; riêng quý 2/2026 còn 3,0%.

Đây là dấu hiệu đội tàu sở hữu đang già đi, nâng lợi nhuận kế toán ngắn hạn nhưng báo trước một chu kỳ đầu tư mới.

3.5. Kết quả kinh doanh

■ Lợi nhuận trước thuế: lãi & thu nhập khác

Tỷ đồng



Nguồn: TCBS Research. Cột Q2/25 và Q2/26 là số phát sinh trong quý.

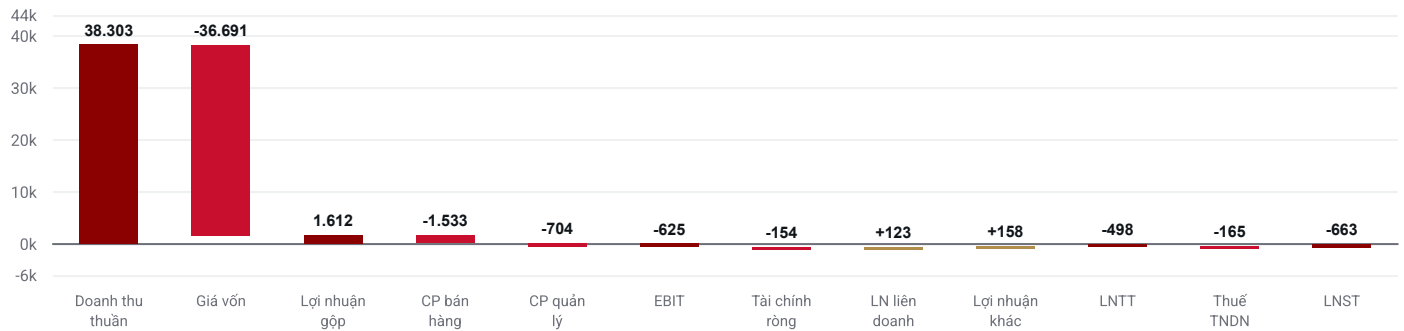
Năm 2024, thu nhập khác đóng góp 5.217 tỷ đồng trên tổng lợi nhuận trước thuế 8.416 tỷ đồng, tức 62% lợi nhuận không đến từ vận tải.

Năm 2025 ngược lại: thu nhập khác chỉ 254 tỷ đồng, chiếm 3%; lợi nhuận trước thuế từ hoạt động kinh doanh nhảy từ 3.199 lên 7.914 tỷ đồng.

Chất lượng lợi nhuận hai năm khác hẳn nhau. Năm 2024, lợi nhuận khác 5.217 tỷ đồng — phần lớn từ khoản nhà cung cấp xóa nợ 4.711 tỷ — chiếm 62% lợi nhuận trước thuế, nên phần thực sự đến từ hoạt động kinh doanh chỉ còn 3.199 tỷ đồng. Năm 2025 thì ngược lại: lợi nhuận trước thuế từ hoạt động kinh doanh đạt 7.914 tỷ đồng, loại tiếp 842 tỷ lãi từ công ty liên kết vẫn còn **7.072 tỷ đồng, gấp 2,2 lần mức tương ứng của 2024. EBIT cả năm 9.138 tỷ đồng** đưa hệ số chi trả lãi vay lên **10,9 lần**, so với 5,3 lần năm trước. Cần đọc kèm phân bố trong năm: biên EBIT nửa đầu 2025 đạt 12,9% nhưng nửa cuối chỉ 2,6% — quý 3 là 4,4% và quý 4 là 0,8% — trong khi Jet A-1 khi đó mới quanh 87 USD/thùng, nghĩa là phần sinh lời của năm tập trung gần hết vào sáu tháng đầu.

■ Cấu thành lợi nhuận quý 2/2026

Tỷ đồng



Nguồn: TCBS Research. Số phát sinh trong quý 2/2026, không lũy kế.

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	Q2/2025	Q2/2026
Lợi nhuận gộp	-10.018	-2.876	3.885	14.656	17.897	4.919	1.612
Biên gộp (%)	-35,9	-4,1	4,2	13,7	14,8	17,6	4,2
EBIT	-12.937	-7.840	-2.587	6.813	9.138	3.390	-625
Biên EBIT (%)	-46,4	-11,1	-2,8	6,4	7,5	12,1	-1,6
Hệ số chi trả lãi vay (lần)	-16,0	-6,7	-1,7	5,3	10,9	15,8	-8,9
Lợi nhuận trước thuế từ hoạt động kinh doanh	-13.231	-11.218	-5.978	3.199	7.914	3.027	-656
Lợi nhuận khác	265	273	615	5.217	254	65	158
Lợi nhuận trước thuế	-12.966	-10.945	-5.363	8.416	8.168	3.091	-498
Lợi nhuận sau thuế	-13.279	-11.223	-5.632	7.958	7.607	2.956	-663
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	-12.908	-11.298	-5.930	7.564	7.204	2.856	-792
Biên lợi nhuận sau thuế (%)	-47,6	-15,9	-6,2	7,5	6,3	10,6	-1,7

Nguồn: TCBS Research. EBIT bằng lợi nhuận gộp trừ chi phí bán hàng và quản lý. Bộ dữ liệu tổng hợp lấy EBIT bằng lợi nhuận gộp nên đẩy hệ số 2025 lên 21,4 lần thay vì 10,9 lần.

Quý 2/2026 giá vốn lấy đi 95,8% doanh thu, chỉ để lại 1.612 tỷ đồng lợi nhuận gộp; EBIT âm 625 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế **âm 663 tỷ đồng** và phần cổ đông công ty mẹ **âm 792 tỷ đồng**. Lỗ đến từ giá vốn khai thác chứ không phải gánh nặng tài chính. Theo mô hình dự phóng, lợi nhuận trước thuế cả năm 2026 về 0 khi bình quân nửa cuối quanh 170 USD/thùng. Giữ quanh 180 USD/thùng thêm hai quý sẽ xóa hết phần lãi nửa đầu năm.

Nhìn theo lũy kế sáu tháng, nguyên nhân hiện rõ hơn số liệu từng quý. Doanh thu tăng 16.635 tỷ đồng, tương đương 28,4%, nhưng giá vốn tăng tới 18.903 tỷ đồng. Toàn bộ phần doanh thu tăng thêm đã bị chi phí khai thác hấp thụ hết và lấy thêm **2.267 tỷ đồng** từ lợi nhuận gộp. Biên gộp lùi từ 19,1% xuống **11,9%**, kéo EBIT giảm 43,8% còn 4.235 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế giảm 40,2% còn **3.852 tỷ đồng**.

Toàn bộ phần lãi này được tạo ra trong quý 1, trước khi giá Jet A-1 vượt 180 USD/thùng. Kế hoạch lợi nhuận sau thuế hợp nhất cả năm 22 tỷ đồng hàm ý nửa cuối năm lỗ khoảng **3.830 tỷ đồng**, tức chính doanh nghiệp đặt kịch bản mặt bằng nhiên liệu cao kéo dài. Ở chiều sản lượng, doanh thu sáu tháng đã đạt 54,1% kế hoạch năm 138.899 tỷ đồng của doanh nghiệp, tương đương 50,1% mức dự phóng của chúng tôi, nên khoảng cách còn lại của năm 2026 nằm ở chi phí đầu vào chứ không ở nhu cầu.

Tỷ đồng	6T/2025	6T/2026	Thay đổi
Doanh thu thuần	58.551	75.186	+28,4%
Giá vốn hàng bán	47.361	66.263	+39,9%
Lợi nhuận gộp	11.190	8.923	-20,3%
Biên gộp (%)	19,1	11,9	-7,2 điểm %
EBIT	7.534	4.235	-43,8%
Biên EBIT (%)	12,9	5,6	-7,3 điểm %
Hệ số chi trả lãi vay (lần)	16,2	15,4	-0,8 lần
Lợi nhuận trước thuế	6.716	4.183	-37,7%
Lợi nhuận sau thuế	6.442	3.852	-40,2%
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	6.257	3.596	-42,5%

Nguồn: TCBS Research; BCTC hợp nhất bán niên HVN. EBIT bằng lợi nhuận gộp trừ chi phí bán hàng và quản lý.

4. Phân tích tình hình tài chính

4.1. Cơ cấu bảng cân đối

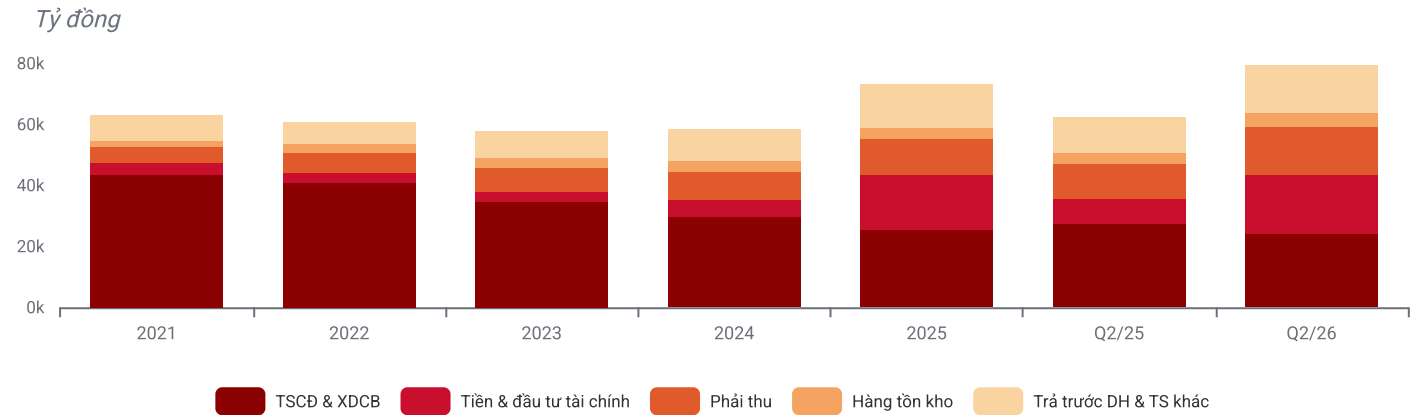
TỔNG TÀI SẢN Q2/2026 79.450 tỷ đồng · +27,5% so cùng kỳ	VỐN CHỦ SỞ HỮU Q2/2026 10.272 tỷ đồng · cùng kỳ âm 3.099 tỷ	LỖ LUYẾ KẾ Q2/2026 -23.148 tỷ đồng · giảm 4.241 tỷ so cùng kỳ	VCSH/TỔNG TÀI SẢN 12,9% FY2025: 9,2% · FY2023: -29,5%
--	--	--	--

Vốn chủ sở hữu âm 14 quý liên tục, từ quý 1/2022 đến quý 2/2025, đáy âm 17.026 tỷ đồng cuối 2023, nay dương **10.272 tỷ đồng** tại 30/06/2026. Động lực là đợt chào bán 900 triệu cổ phiếu giá 10.000 đồng/cp tháng 9/2025, **thu về 8.971 tỷ đồng**, trong đó SCIC mua thay phần vốn nhà nước **7.770 tỷ đồng**. Nhờ đó HVN thoát diện hạn chế giao dịch từ 14/07/2026. Nhưng nền vốn chỉ bằng 12,9% tổng tài sản 79.450 tỷ đồng, trong khi **lỗ lũy kế còn 23.148 tỷ đồng**: một năm lỗ cỡ 2021 đủ đẩy vốn chủ về âm trở lại.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	Q2/2025	Q2/2026
Tổng tài sản	63.060	60.636	57.717	58.187	73.175	62.334	79.450
Tài sản ngắn hạn	11.356	12.330	14.884	17.338	32.051	21.761	36.449
· Tiền & tương đương tiền	1.714	2.490	2.551	4.627	9.896	6.836	8.543
· Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.230	897	920	1.015	8.059	1.392	10.690
· Phải thu ngắn hạn	4.000	4.898	6.122	7.322	9.427	9.138	11.376
· Hàng tồn kho	2.250	2.875	3.431	3.369	3.796	3.581	4.813
Tài sản dài hạn	51.703	48.306	42.833	40.849	41.124	40.573	43.001
· Tài sản cố định	43.252	40.672	34.359	29.591	25.164	27.293	23.699
– TSCĐ hữu hình	16.348	16.033	13.706	12.887	12.114	11.684	11.493
– Tài sản thuê tài chính	26.722	24.465	20.504	16.464	12.827	15.375	12.004
· Trả trước dài hạn	5.302	3.982	4.845	7.229	10.263	8.713	11.423
· Phải thu dài hạn	1.103	1.607	1.632	1.868	2.352	2.247	4.270
Nợ phải trả	62.534	71.692	74.743	67.531	66.445	65.433	69.178
· Nợ ngắn hạn	41.194	51.800	61.171	57.159	56.433	56.051	61.074
· Nợ dài hạn	21.339	19.892	13.572	10.372	10.012	9.381	8.104
· Vay & nợ thuê TC ngắn hạn	14.375	13.400	17.562	14.311	9.379	14.219	10.137
· Vay & nợ thuê TC dài hạn	20.425	14.868	9.806	6.172	3.725	4.929	2.632
Vốn chủ sở hữu	526	-11.056	-17.026	-9.344	6.730	-3.099	10.272
· Vốn góp của chủ sở hữu	22.144	22.144	22.144	22.144	31.115	22.144	31.115
· Lỗ lũy kế	-21.960	-35.072	-41.057	-33.614	-26.686	-27.389	-23.148
VCSH/Tổng tài sản (%)	0,8	-18,2	-29,5	-16,1	9,2	-5,0	12,9

Nguồn: TCBS Research

Cơ cấu tài sản

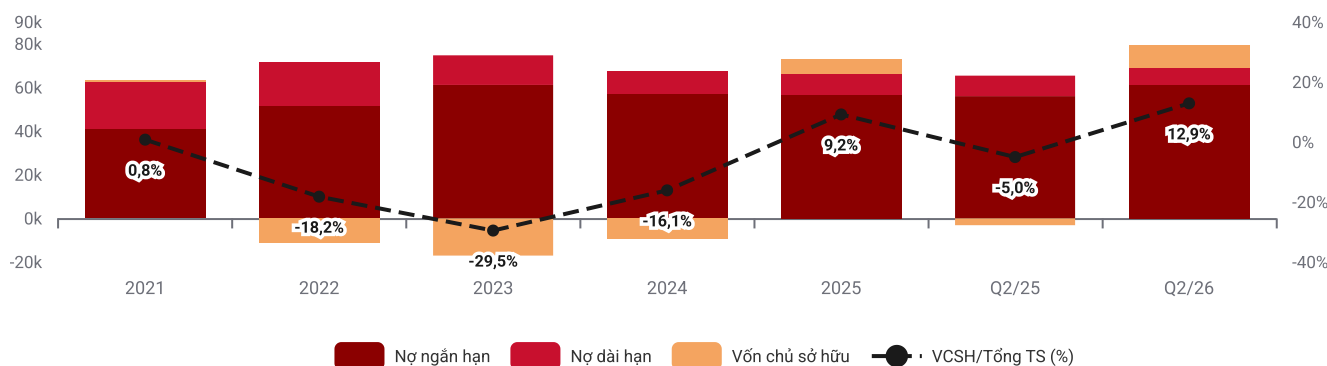


Nguồn: TCBS Research

Cơ cấu tài sản đã đảo ngược so với năm năm trước. Tài sản cố định giảm từ 43.252 xuống 23.699 tỷ đồng, tỷ trọng rơi từ 68,6% xuống 29,8%. Chỗ trống lấp bằng tiền và đầu tư tài chính, nay 19.239 tỷ đồng tức 24,2% tổng tài sản. Trả trước dài hạn 11.423 tỷ đồng và phải thu dài hạn 4.270 tỷ đồng chiếm 19,8% tổng tài sản, gồm **650,6 tỷ đồng trả trước mua máy bay** và 1.453,3 tỷ đồng đặt cọc thuê tàu bay tại 31/12/2025. Nợ dài hạn co còn 8.104 tỷ đồng trong khi nợ ngắn hạn phình lên 61.074 tỷ đồng, tạo thâm hụt vốn lưu động 24.625 tỷ đồng.

Cơ cấu nguồn vốn & tỷ lệ vốn chủ sở hữu

Cột: tỷ đồng · Đường: % tổng tài sản



Nguồn: TCBS Research

4.2. Dòng tiền & Capex

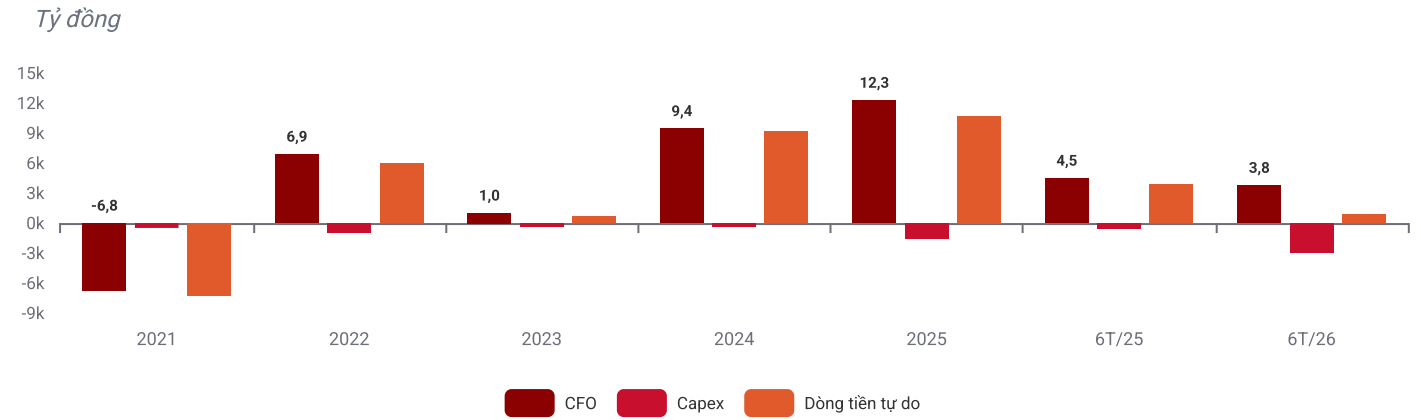
Dòng tiền là phần HVN tự làm được. Dòng tiền kinh doanh đi từ âm 6.759 tỷ đồng năm 2021 sang dương 12.278 tỷ đồng năm 2025, cao hơn cả lợi nhuận sau thuế 7.607 tỷ đồng nhờ khấu hao 4.846 tỷ đồng và đặc thù thu tiền vé trước khi bay. Thu thanh lý tài sản cố định từng đạt 642 và 568 tỷ đồng trong 2023–2024 nay chỉ còn 7 tỷ đồng. Dòng tiền đầu tư âm 8.185 tỷ đồng năm 2025 là mang tiền huy động đi gửi kỳ hạn.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	6T/2025	6T/2026
Lợi nhuận trước thuế	-12.966	-10.945	-5.363	8.416	8.168	6.716	4.183
Khấu hao TSCĐ	2.049	3.536	5.986	5.095	4.846	2.445	2.325
Dòng tiền HĐKD (CFO)	-6.759	6.894	1.004	9.441	12.278	4.493	3.774
Chi mua TSCĐ & TSDH (capex)	-489	-952	-318	-320	-1.577	-594	-2.959
Dòng tiền tự do (CFO - capex)	-7.248	5.942	686	9.121	10.701	3.899	815
Thu thanh lý TSCĐ	93	89	642	568	7	1	2
Dòng tiền đầu tư (CFI)	-1.945	1.456	667	250	-8.185	-763	-4.912
Dòng tiền tài chính (CFF)	8.766	-7.604	-1.613	-7.609	1.175	-1.532	-243
· Thu từ phát hành cổ phiếu	7.961	0	0	0	8.971	0	0
· Tiền vay nhận được	22.581	33.708	38.150	33.286	24.588	14.078	9.267
· Trả nợ gốc vay	-18.938	-37.750	-36.530	-36.710	-29.214	-14.086	-8.472
· Trả gốc thuê tài chính	-2.560	-3.154	-2.928	-3.964	-2.919	-1.524	-1.015
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	62	746	58	2.082	5.268	2.198	-1.380
Capex/Khấu hao (lần)	0,24	0,27	0,05	0,06	0,33	0,24	1,27

Nguồn: TCBS Research. Cột 6T là số lũy kế 6 tháng, không so trực tiếp với cột năm.

Chu kỳ đầu tư đang đảo chiều. Capex chỉ bằng 5–27% khấu hao suốt 2021–2024, lên 33% năm 2025, và **sáu tháng đầu 2026 đạt 1,27x**, tức 2.959 tỷ đồng so với 2.325 tỷ đồng khấu hao. Phía trước là hợp đồng 8,1 tỷ USD mua 50 tàu Boeing 737 MAX 8 và kế hoạch 30 tàu thân rộng, nhu cầu vốn hơn 10 tỷ USD giai đoạn 2028–2032. **Dòng tiền kinh doanh quý 2/2026 âm 1.587 tỷ đồng** — quý âm đầu tiên kể từ quý 3/2023 — kéo dòng tiền tự do sáu tháng còn 815 tỷ đồng. Mức 10.701 tỷ đồng của 2025 là đỉnh của một chu kỳ đầu tư thấp bất thường.

Dòng tiền kinh doanh, chi đầu tư và dòng tiền tự do



Nguồn: TCBS Research

4.3. Đòn bẩy & thanh khoản

Lưu ý phương pháp – VAS và nghĩa vụ thuê ngoài bảng. HVN lập báo cáo theo VAS: chỉ thuê tài chính nằm trên bảng cân đối, còn thuê hoạt động tàu bay – phần lớn đội tàu – chỉ thuyết minh dạng cam kết tương lai. Mọi tỷ số đòn bẩy trên bảng vì thế thấp giả tạo, không so sánh được với hăng áp dụng IFRS 16.

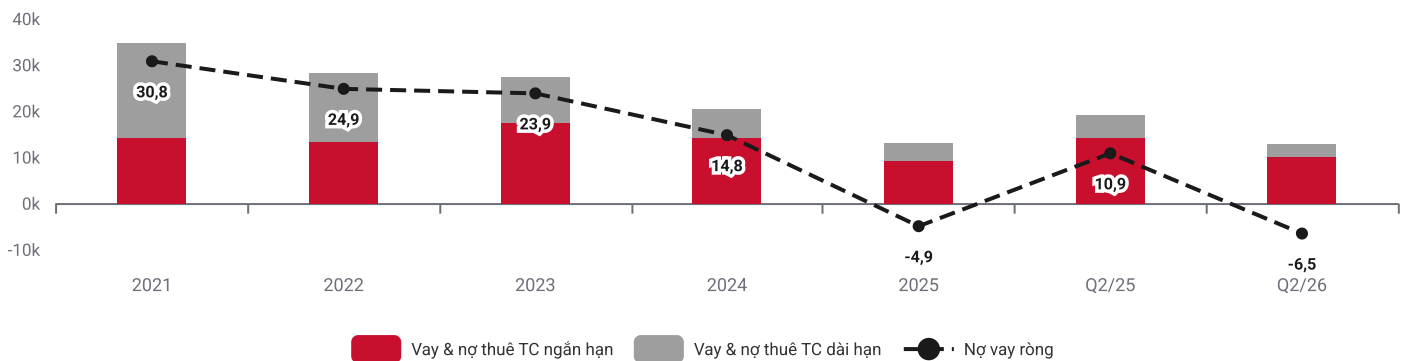
Chỉ tiêu	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	Q2/2025	Q2/2026
Tổng nợ vay & thuê TC (tỷ đồng)	34.800	28.268	27.368	20.483	13.104	19.148	12.769
Tiền, tương đương tiền & đầu tư TC	3.951	3.396	3.471	5.642	17.983	8.237	19.239
Nợ vay ròng (tỷ đồng)	30.849	24.872	23.897	14.841	-4.879	10.911	-6.470
Nợ vay/VCSH (lần)	66,2	n.m.	n.m.	n.m.	1,95	n.m.	1,24
Nợ phải trả/VCSH (lần)	118,9	n.m.	n.m.	n.m.	9,87	n.m.	6,73
EBIT (tỷ đồng)	-12.937	-7.840	-2.587	6.813	9.138	10.870	5.838
Chi phí lãi vay (tỷ đồng)	807	1.165	1.555	1.282	838	985	647
Hệ số chi trả lãi vay (EBIT/lãi vay, lần)	-16,0	-6,7	-1,7	5,3	10,9	11,0	9,0
Hệ số thanh toán hiện hành (lần)	0,28	0,24	0,24	0,30	0,57	0,39	0,60
Hệ số thanh toán nhanh (lần)	0,19	0,16	0,16	0,23	0,49	0,31	0,50
Vốn lưu động ròng (tỷ đồng)	-29.838	-39.470	-46.287	-39.821	-24.382	-34.290	-24.625
Tiền & đầu tư TC/Doanh thu (%)	14,2	4,8	3,8	5,3	14,8	7,4	14,0

Nguồn: TCBS Research. Nợ vay ròng = vay & nợ thuê tài chính – (tiền và đầu tư tài chính). EBIT = lợi nhuận gộp – chi phí bán hàng và quản lý; EBITDA xem bảng mục 3.4. Cột Q2/2025 và Q2/2026: EBIT, chi phí lãi vay và hệ số chi trả lãi vay tính theo 4 quý gần nhất, các dòng còn lại là số cuối quý. "n.m." = vốn chủ sở hữu âm.

Vay và nợ thuê tài chính giảm 63,3% từ cuối 2021, còn **12.769 tỷ đồng**; đối trọng là 19.239 tỷ đồng tiền và đầu tư tài chính, nên **nợ vay ròng âm 6.470 tỷ đồng**, tức tiền ròng dương, so với tiền ròng **4.879 tỷ đồng** cuối FY2025. Chi phí lãi vay FY2025 còn 838 tỷ đồng, đưa hệ số chi trả lãi vay lên 10,9 lần. Theo bốn quý đến Q2/2026 là 647 tỷ đồng và 9,0 lần. Nợ vay trên vốn chủ 1,24 lần dễ đọc sai vì mẫu số mỏng; nợ phải trả trên vốn chủ 6,73 lần trung thực hơn và vẫn thuộc nhóm cao nhất thị trường. Hệ số thanh toán hiện hành 0,60 lần: mỗi đồng nợ ngắn hạn chỉ có 0,60 đồng tài sản bảo đảm; tiền và đầu tư tài chính bằng 14,0% doanh thu bốn quý gần nhất.

Nợ vay và nợ vay ròng

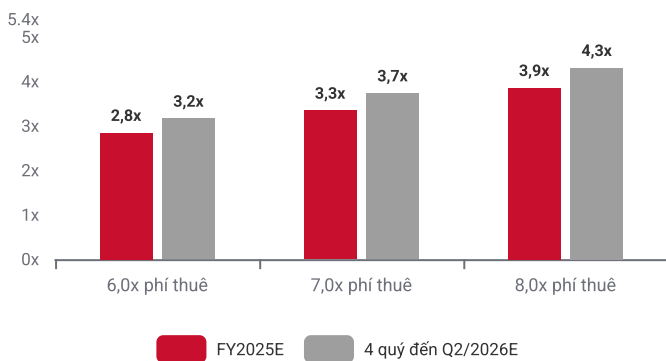
Tỷ đồng



Nguồn: TCBS Research

Nợ ròng điều chỉnh/EBITDAR theo bội số vốn hoá phí thuê

Lần · số ước tính



Nguồn: TCBS Research; nghĩa vụ thuê ngoài bảng là số ước tính

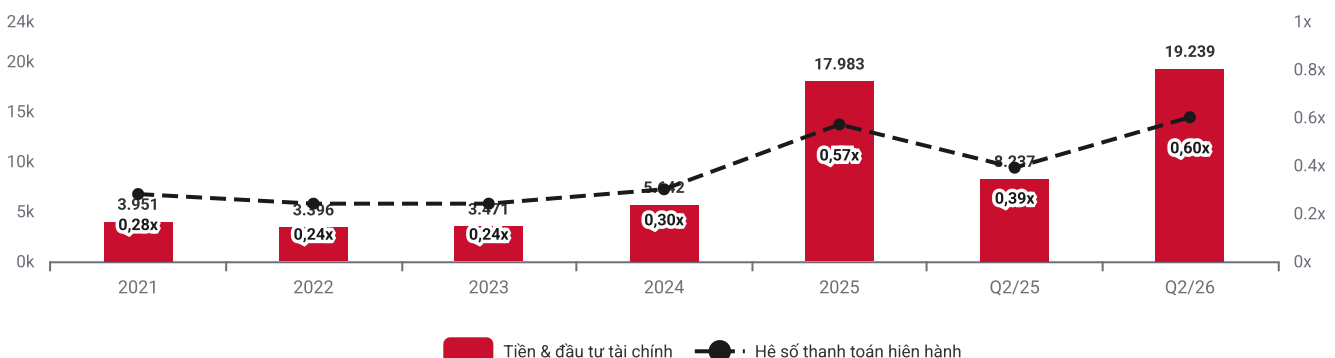
Vốn hoá phí thuê theo bội số 6–8 lần trên phí thuê năm làm tròn 14.100 tỷ đồng đưa nợ ròng điều chỉnh lên 79.700–107.900 tỷ đồng cho FY2025 và 78.100–106.300 tỷ đồng cho 4 quý đến Q2/2026.

Vốn hoá nghĩa vụ thuê theo bội số 6 và 8 lần phí thuê năm, tỷ lệ trên EBITDAR tương ứng 2,8–3,9 lần và 3,2–4,3 lần, dưới ngưỡng cảnh báo 6 lần của ngành nhưng khác hẳn bức tranh "tiền ròng dương".

Nghĩa vụ thuê được quy đổi theo hai chuẩn. Cam kết thuê hoạt động không huỷ ngang tại 31/12/2025 là **89.031 tỷ đồng danh nghĩa**, tương đương 6,27 lần phí thuê tàu bay năm 2025 là 14.201 tỷ đồng; hiện giá ở lãi suất 7% cho **65.815 tỷ đồng**, tức 4,63 lần cùng nền. Đó mới là con số trừ khỏi giá trị doanh nghiệp ở mục 6.3. Đòn bẩy vì vậy đã dịch từ nợ vay sang nghĩa vụ thuê: cam kết danh nghĩa lớn gấp 7,0 lần nợ vay trên bảng và 8,7 lần vốn chủ, hiện giá gấp 5,2 lần và 6,4 lần. nghĩa vụ trả bằng USD và cố định theo hợp đồng, không giảm khi máy bay bay vắng khách. Lỗ lũy kế 23.148 tỷ đồng còn là rào cản pháp lý tuyệt đối với cổ tức, mục tiêu xử lý hết đặt ở 2030–2032.

Thanh khoản: tiền, đầu tư tài chính và hệ số thanh toán hiện hành

Cột: tỷ đồng · Đường: lần



Nguồn: TCBS Research

5. Rủi ro trọng yếu

5.1. Ma trận rủi ro

Rủi ro	Khả năng xảy ra	Mức độ tác động	Xu hướng 12 tháng	Trạng thái hiện tại
R1 — Giá nhiên liệu bay Jet A1	Rất cao	Rất cao	Xấu đi	Đã hiện thực hóa — lỗ quý 2/2026
R2 — Tỷ giá USD/VND	Cao	Trung bình–Cao	Xấu đi nhẹ	Áp lực tăng cuối 2026
R3 — Nền vốn mỏng & lỗ lũy kế	Trung bình	Rất cao	Phụ thuộc R1	Vốn chủ mới dương 4 quý
R4 — Đòn bẩy & nghĩa vụ thuê ngoài bảng	Cao	Cao	Xấu đi từ 2030	Đòn bẩy công bố thấp giả tạo
R5 — Cạnh tranh, cầu, chính sách & thanh khoản cổ phiếu	Trung bình	Trung bình	Ổn định	Free float ~8,0% — biến động mạnh

Nguồn: TCBS Research. Xếp hạng là đánh giá của nhóm phân tích (ước tính).

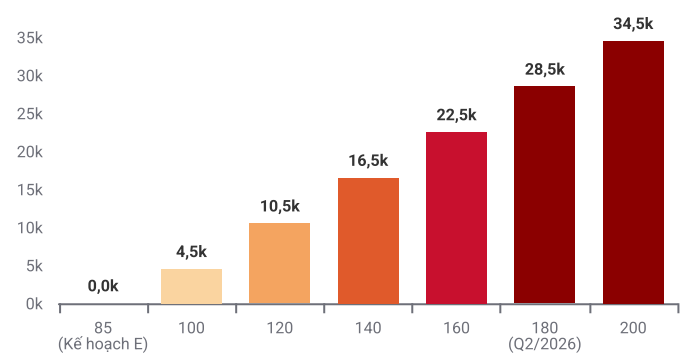
RẤT CAO R1 — Giá nhiên liệu bay Jet A1: rủi ro đã hiện thực hóa

Nhiên liệu chiếm **30,4% tổng chi phí** năm 2025 – 29.074 tỷ đồng trên 95.726 tỷ đồng – và khó chuyển ngay sang giá vé vì nội địa còn khung giá trần.

Doanh nghiệp công bố **độ nhạy 300 tỷ đồng chi phí mỗi năm cho mỗi 1 USD/thùng**. Giá bình quân quý 2/2026 khoảng 182 USD/thùng, cao hơn 53,5 USD so với nền kế hoạch 2026 là 128,54 USD/thùng mà ĐHĐCĐ thông qua ngày 28/06/2026. Nếu duy trì trọn năm, mức chênh đó tương ứng khoảng 16.000 tỷ đồng chi phí phát sinh. Ngưỡng nguy hiểm là giá trên 150 USD/thùng quá hai quý liên tiếp khi phụ thu nhiên liệu đã hết hiệu lực từ 30/6/2026. Hãng phản ứng bằng cắt cung, giảm 23 chuyến nội địa mỗi tuần.

■ **Độ nhạy chi phí nhiên liệu theo giá Jet A1**

Tỷ đồng/năm chênh so kế hoạch (trục x: USD/thùng)



Nguồn: Vietnam Airlines (độ nhạy 300 tỷ đồng/năm mỗi 1 USD/thùng), CAAV; nền kế hoạch 2026 là 128,54 USD/thùng theo ĐHĐCĐ ngày 28/06/2026

Quy mô rủi ro vượt toàn bộ lợi nhuận của năm tốt nhất: lợi nhuận sau thuế 2025 đạt 7.607 tỷ đồng, tương đương chi phí phát sinh khi Jet A1 nhích lên khoảng 110 USD/thùng.

Ở vùng 180–200 USD/thùng như quý 2/2026, chi phí phát sinh so với nền kế hoạch 2026 là 15.400–21.400 tỷ đồng, gấp 2,0 đến 2,8 lần lợi nhuận 2025 và 1,5 đến 2,1 lần vốn chủ sở hữu.

CAO R2 — Tỷ giá USD/VND: rủi ro kép trên cả chi phí lẫn bảng cân đối

Chi phí vận hành neo USD trong khi doanh thu nội địa thu bằng VND: nhiên liệu, phí thuê tàu bay, phụ tùng, bảo dưỡng. Phần vay bằng USD trong 12.769 tỷ đồng nợ vay phải đánh giá lại theo tỷ giá cuối kỳ. Nghĩa vụ thuê hoạt động 65.815 tỷ đồng hiện giá cũng neo USD nhưng nằm ngoài bảng nên không đánh giá lại. Số dư tiền ngoại tệ cuối 2025 chỉ **28,2 triệu USD**.

Cả năm 2025 hãng ghi lỗ chênh lệch tỷ giá **1.925,2 tỷ đồng** đối trọng lãi 1.080,6 tỷ đồng, tức **lỗ ròng 844,6 tỷ đồng**; sáu tháng đầu 2026 lỗ thêm 805,4 tỷ đồng. Mỗi 1% VND mất giá ước lấy đi 440–540 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế; mất giá 5% cả năm tương đương 2.200–2.700 tỷ đồng — trùng pha với R1.

Nguồn: BCTC hợp nhất quý 2/2026 của Vietnam Airlines; TCBS Research (ước lượng độ nhạy).

RẤT CAO R3 — Nền vốn mỏng và lỗ lũy kế: nguy cơ tái diện cảnh báo

Vốn chủ sở hữu mới chuyển từ âm 3.099 tỷ đồng cuối quý 2/2025 sang dương 10.272 tỷ đồng — chỉ **12,9% tổng tài sản** — chủ yếu nhờ phát hành tăng vốn, trong khi lỗ lũy kế 23.148 tỷ đồng gấp 2,3 lần nền vốn hiện có.

Một quý lỗ nhẹ như quý 2/2026 đã lấy đi 960 tỷ đồng vốn chủ, nhiều hơn mức lỗ sau thuế 663 tỷ đồng của chính quý đó; hai quý lỗ liên tiếp tổng trên 5.000 tỷ đồng đủ kích hoạt lại diện kiểm soát, diện cảnh báo trên HOSE. Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu tại 30/06/2026 là 3.042 đồng, tương ứng P/B 6,6 lần.

CAO R4 — Đòn bẩy thực và nghĩa vụ thuê nằm ngoài bảng cân đối

Chuẩn VAS không vốn hóa nghĩa vụ thuê hoạt động lên bảng cân đối, khiến nợ vay và nợ thuê tài chính 12.769 tỷ đồng chỉ bằng 16,1% tổng tài sản, khó tin với hãng khai thác 97 tàu. Cam kết thuê tại 31/12/2025 là 89.031 tỷ đồng danh nghĩa, hiện giá 65.815 tỷ đồng (mục 4.3, 6.3).

Áp lực thật ở phía ngắn hạn: nợ phải trả 69.178 tỷ đồng gấp 6,7 lần vốn chủ, nợ ngắn hạn chiếm 88,3%, thanh toán hiện hành 0,6 lần. Nghĩa vụ cho 50 tàu Boeing 737 MAX 8 rã trong 2030–2032 và có bảo lãnh sơ bộ 2,9 tỷ USD từ US EXIM, nên không đề lên chu kỳ hiện tại; điều cần theo dõi là cơ cấu tài trợ phần còn lại, khoảng 5,2 tỷ USD ngoài hạn mức bảo lãnh.

TRUNG BÌNH R5 — Cạnh tranh, cầu, chính sách và thanh khoản cổ phiếu

HVN cạnh tranh trực diện với mô hình chi phí thấp của Vietjet nhưng gánh cấu trúc chi phí hãng truyền thống và cùng bị neo bởi khung giá trần. Nửa đầu 2026 toàn thị trường vận chuyển 45,5 triệu lượt khách, tăng 9,8%, trong khi đội tàu khai thác thường lệ tăng 21 chiếc lên 225 — tải vào nhanh hơn cầu.

Nhà nước nắm **86,4%** vốn qua SCIC 47,1% và Bộ Tài chính 39,3%, ANA Holdings giữ 5,6%, nên quyết định về mạng bay, giá vé hay tăng vốn có thể mang màu sắc chính sách hơn thương mại. Phần còn lại **khoảng 8,0%**, chừng 249 triệu cổ phiếu của gần 27.200 cổ đông, khiến thanh khoản mỏng và vùng giá 52 tuần trải từ 19.300 đến 38.250 đồng; giai đoạn 2020–2023 hãng lỗ bốn năm liên tiếp tổng 41.312 tỷ đồng.

5.2. Bảng theo dõi rủi ro & chỉ báo cảnh báo sớm

Ngưỡng cảnh báo đặt tại điểm tác động bắt đầu vượt khả năng hấp thụ, không phải tại điểm chỉ báo bắt đầu xấu đi. Mốc 150 USD/thùng ứng với khoảng 6.400 tỷ đồng chi phí phát sinh mỗi năm so với nền kế hoạch 2026, bằng 84% lợi nhuận 2025. Mốc vốn chủ 5.000 tỷ đồng là điểm mà thêm một quý lỗ đủ kéo con số về âm. Mốc đòn bẩy 6 lần EBITDAR điều chỉnh, vốn hoá nghĩa vụ thuê theo bội số 8 lần phí thuê năm, là ngưỡng xếp hạng tín nhiệm coi là căng thẳng.

Rủi ro	Chỉ báo theo dõi	Tần suất	Ngưỡng cảnh báo	Tác động ước tính
R1 — Giá nhiên liệu	Giá Jet A1 Singapore (Platts) và chênh lệch với dầu Brent; giá bình quân tháng của CAAV	Tuần	Jet A1 bình quân > 150 USD/thùng hai quý liên tiếp; hoặc chênh với Brent > 30 USD/thùng trên một tháng	Mỗi 1 USD/thùng làm chi phí tăng ~300 tỷ đồng/năm; ở 150 USD/thùng phát sinh ~6.400 tỷ đồng/năm so nền kế hoạch 128,54 USD
R2 — Tỷ giá USD/VND	Tỷ giá trung tâm SBV và tỷ giá bán tại ngân hàng thương mại; chỉ số USD	Tháng	VND mất giá > 4% so đầu năm; hoặc tỷ giá trung tâm vượt 26.800 đồng/USD	Mỗi 1% mất giá làm chi phí và lỗ đánh giá lại tăng ~440–540 tỷ đồng (E); ở 5% là 2.200–2.700 tỷ đồng
R3 — Nền vốn & lỗ lũy kế	Vốn chủ sở hữu, lỗ lũy kế, số quý lỗ liên tiếp; quyết định của HOSE về tình trạng cổ phiếu	Quý	Vốn chủ sở hữu < 5.000 tỷ đồng; hoặc hai quý lỗ liên tiếp tổng > 5.000 tỷ đồng; hoặc lỗ lũy kế tăng trở lại	Vốn chủ về âm; kích hoạt lại diện cảnh báo/kiểm soát; chi phí huy động vốn tăng mạnh
R4 — Đòn bẩy & nghĩa vụ thuê	Nợ ròng/EBITDAR điều chỉnh; cam kết thuê tàu bay tương lai; tiền và đầu tư tài chính trên doanh thu; hệ số thanh toán hiện hành	Quý	Nợ ròng/EBITDAR điều chỉnh (8 lần phí thuê) > 6 lần; tiền và đầu tư tài chính < 10% doanh thu bốn quý (hiện 14,0%); hiện hành < 0,6 lần	Rủi ro thanh khoản khi nợ ngắn hạn chiếm 88,3% nợ phải trả; khó tài trợ 50 tàu Boeing 737 MAX 8 (hợp đồng 8,1 tỷ USD, bảo lãnh sơ bộ US EXIM 2,9 tỷ USD, giao 2030–2032)
R5 — Cạnh tranh & cầu	Sản lượng khách nội địa/quốc tế theo tháng của CAAV; hệ số sử dụng ghế; giá vé bình quân chặng trực	Tháng	Hệ số sử dụng ghế < 80% hai quý liên tiếp; khách nội địa tăng trưởng âm hai tháng liên tiếp; phụ thu nhiên liệu không được gia hạn	Doanh thu mỗi ghế-km giảm khi cung vượt cầu; mỗi 1 điểm phần trăm biên gộp ~1.210 tỷ đồng lợi nhuận mỗi năm trên nền doanh thu 2025
R5b — Thanh khoản cổ phiếu & rủi ro đuôi	Tỷ lệ free float; khối lượng khớp lệnh bình quân; giao dịch khối ngoại; rủi ro dịch bệnh và địa chính trị	Tháng	Free float duy trì ~8,0% hoặc thấp hơn; biến động giá 52 tuần vượt 90% biên độ; đóng cửa không phận thị trường trọng điểm	Trượt giá lớn khi giao dịch quy mô; bài học 2020–2023: lỗ bốn năm liên tiếp 41.312 tỷ đồng

Nguồn: TCBS Research; Vietnam Airlines (độ nhạy giá nhiên liệu); CAAV, Platts, SBV, HOSE. Mức tác động có hậu tố (E) là ước tính.

Các chỉ báo không độc lập: giá nhiên liệu và tỷ giá cùng tác động lên một khoản chi phí nhập khẩu, còn một chu kỳ lỗ kích hoạt R3 sẽ đẩy đòn bẩy R4 xấu đi do mẫu số vốn chủ co lại. Ở chiều ngược lại, dầu Brent đã lùi về 84,1 USD/thùng đầu tháng 8/2026 trước khi bật lại vùng 92–94 USD/thùng, cho thấy cú sốc phần lớn đến từ căng thẳng địa chính trị nên có thể đảo chiều nhanh. Nếu Jet A1 giữ 180 USD/thùng thêm hai quý, R1, R3 và R4 kích hoạt gần như đồng thời.

6. Triển vọng & Định giá

6.1. Triển vọng

MỤC TIÊU LƯỢT KHÁCH 2026

27,73 tr

+8,1% YoY · quốc tế 9,8 tr (+13,4%) · nội địa 17,93 tr (+5,5%)

MỤC TIÊU DOANH THU 2026

138.899 tỷ đ

+12,1% YoY hợp nhất · kế hoạch LNST 22 tỷ đ (-99,7%) · công ty mẹ: doanh thu 115.045 tỷ đ, LNTT 101 tỷ đ

KẾ HOẠCH ĐỘI TÀU B737 MAX 8

69 chiếc

50 mua nhận 2030–2032 + 19 thuê giao 2028

Nguồn: tài liệu và Nghị quyết ĐHĐCĐ thường niên 2026 Vietnam Airlines (28/06/2026); Cục Hàng không Việt Nam.

ĐỘNG LỰC 1 – TĂNG TRƯỞNG ĐẾN TỪ MẠNG QUỐC TẾ, NỘI ĐỊA ĐÃ BẢO HOÀ

Nửa đầu 2026, HVN chở hơn 13 triệu lượt khách, chỉ tăng 4%, nhưng khách quốc tế đạt gần 4,8 triệu lượt, tăng 18,8%. Nội địa còn khoảng 8,2 triệu lượt, **giảm khoảng 3%** do phụ thu nhiên liệu làm giảm cầu.

Khách quốc tế đường dài mang yield cao hơn nhiều lần. Tỷ trọng quốc tế nâng từ 33% năm 2025 lên trên 36% năm 2026 và gần 39% vào 2028. Mục tiêu 27,73 triệu lượt hàm ý nửa cuối đạt 14,7 triệu; hợp lý hơn là 26,5–27,0 triệu.

ĐỘNG LỰC 2 – ĐỘI TÀU VÀ MẠNG BAY: DƯ ĐỊA NẴM Ở 2028 TRỞ ĐI, KHÔNG PHẢI 2026–2027

Tính đến 15/07/2026, HVN khai thác 94 tàu thân chính — 31 thân rộng (14 A350-900, 17 B787) và 63 A321. Mở rộng dần về cuối tầm: 19 chiếc B737 MAX 8 giao 2028; 50 tàu mua nhận 2030–2032; đề án 20–30 tàu thân rộng 2031–2035.

Trong 2026–2027, tăng trưởng sản lượng **không đến từ tàu bay mới** mà từ chuyển đổi 23 tàu A321CEO lên 209 ghế, nâng tải 13–17%. Bước nhảy năng lực rơi vào 2028; dự phóng đặt tăng trưởng lượt khách 2027 ở 5,5% rồi 8,5%.

ĐỘNG LỰC 3 – CƠ CẤU DOANH THU ĐANG THAY ĐỔI NHANH HƠN CƠ CẤU CHI PHÍ

Nửa đầu 2026, doanh thu hợp nhất đạt 75.186 tỷ đồng, tăng 28,4% trong khi lượt khách chỉ tăng 4%; doanh thu mỗi lượt vọt từ 4,68 lên 5,78 triệu đồng. Phần chênh đến từ phụ thu nhiên liệu và SKYPEC, phần lớn là **doanh thu đi kèm chi phí tương ứng**. Biên gộp nửa đầu năm rơi từ 19,1% xuống 11,9%. Riêng quý 2 chỉ còn 4,2%.

Doanh thu vượt kế hoạch 2026 không phải tin tốt: phần vượt phản ánh giá nhiên liệu, không phải sức cầu. Khi Jet A-1 về 90–100 USD/thùng trong 2027–2028, doanh thu danh nghĩa đi ngang nhưng lợi nhuận bật mạnh.

6.2. Giả định & dự phóng KQKD

Mô hình dự phóng xoay quanh hai biến chi phối: giá nhiên liệu bay và tỷ giá. Jet A-1 được lấy ở 145 USD/thùng cho năm 2026 — nửa đầu năm đã chốt sổ ở mặt bằng rất cao, nửa cuối giả định hạ nhiệt — rồi về 100 và 90 USD/thùng trong 2027–2028 theo nền Brent dài hạn. Tỷ giá USD/VND bình quân đi từ 26.400 lên 26.800 đồng, bất lợi cho một hãng có phần lớn chi phí thuê tàu, nhiên liệu và nghĩa vụ nợ tính bằng USD. Chênh lệch giữa mức lãi mỏng của 2026 và nền lợi nhuận bình thường hoá 2027–2028 gần như nằm trọn ở hai biến này.

BẢNG GIÁ ĐỊNH VĨ MÔ & VẬN HÀNH

Giá định	2026E	2027E	2028E
Giá Jet A-1 bình quân (USD/thùng)	~145	~100	~90
Tỷ giá USD/VND bình quân	~26.400	~26.600	~26.800
Hệ số lấp đầy (load factor, %)	~81,0	~81,5	~82,0
Tăng trưởng lượt khách (%)	~+4,7	~+5,5	~+8,5
Số tàu bay nhận thêm (chiếc)	+1	+2	+19
Chi phí thuê tàu bay (tỷ đ)	~15.400	~16.500	~18.200

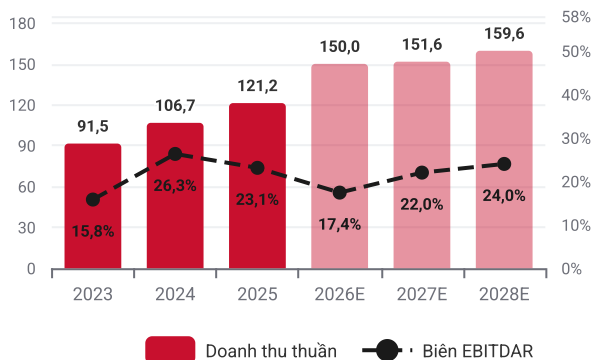
Nguồn: TCBS Research; tài liệu ĐHĐCĐ thường niên 2026 Vietnam Airlines; U.S. EIA; IATA Jet Fuel Price Monitor. Bình quân Jet A-1 nửa đầu 2026 khoảng 152 USD/thùng, nửa cuối giá định khoảng 138 USD để cả năm về 145. Mốc thực hiện 2025 để đối chiếu: Jet A-1 86,75 USD/thùng, hệ số lấp đầy 82,0%, chi phí thuê tàu bay 14.201 tỷ đồng theo thuyết minh kiểm toán. Dấu ~ trước con số là ước tính của nhóm phân tích.

Hệ số lấp đầy giá định 81,0% cho 2026, thấp hơn mức thực hiện 82,0% của 2025 vì cung ghế quốc tế tăng nhanh hơn cầu, rồi hồi về 82,0% vào 2028. Lượt khách chỉ tăng 4,7% rồi 5,5% trong hai năm đầu, trước khi bật lên 8,5% vào 2028 khi năng lực chuyên chở mới vào khai thác. Đội tàu gần như đứng yên: thêm một tàu chở hàng năm 2026 và hai tàu năm 2027. Bước nhảy năm ở 2028 với 19 chiếc B737 MAX 8, và cũng chính nó kéo chi phí thuê tàu bay từ 14.201 tỷ đồng năm 2025 lên khoảng 18.200 tỷ.

Doanh nghiệp công bố hệ số độ nhạy 300 tỷ đồng chi phí cho mỗi 1 USD/thùng tính trọn năm. Nửa đầu 2026 đã chốt số nên độ nhạy còn lại của năm chỉ bằng một nửa, khoảng 150 tỷ đồng mỗi 1 USD/thùng ở bình quân nửa cuối năm. Với 2027–2028 áp hệ số đầy đủ: mỗi 10 USD/thùng đối chiều tương đương khoảng 3.000 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế.

■ Doanh thu & biên EBITDAR

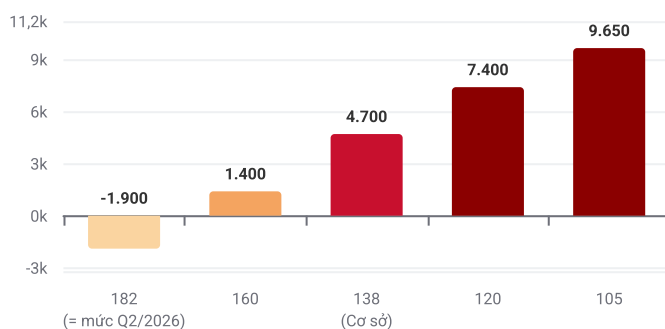
Cột: nghìn tỷ đồng · Đường: % doanh thu



Nguồn: TCBS Research; ước tính của nhóm phân tích cho 2026E–2028E và cho cấu phần phí thuê tàu bay/khấu hao trong EBITDAR.

■ Độ nhạy LNTT 2026E theo giá Jet A-1

Tỷ đồng (trục x: USD/thùng, bình quân nửa cuối 2026)



Nguồn: Vietnam Airlines (hệ số 300 tỷ đồng/1 USD/thùng trọn năm, tương đương 150 tỷ cho mỗi 1 USD của bình quân nửa cuối vì nửa đầu đã chốt số); ước tính của nhóm phân tích.

BẢNG DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2026–2028

Chỉ tiêu	2025A	2026E	2027E	2028E
Doanh thu thuần (tỷ đ)	121.207	~150.000	~151.600	~159.600
Lượt khách vận chuyển (triệu)	25,6	~26,8	~28,3	~30,7
EBITDAR (tỷ đ)	28.054	~26.100	~33.400	~38.300
– Biên EBITDAR (%)	23,1	~17,4	~22,0	~24,0
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đ)	8.168	~4.700	~10.550	~13.200
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	7.607	~4.200	~9.390	~11.620
– Của cổ đông công ty mẹ (tỷ đ)	7.204	~3.980	~8.890	~11.000
EPS (đ/cp)	2.315	~1.279	~2.857	~3.535
Nợ ròng điều chỉnh hiện giá nghĩa vụ thuê/EBITDAR (x)	2,2	~2,5	~2,1	~2,0

Nguồn: TCBS Research cho số 2025A; ước tính của nhóm phân tích cho 2026E–2028E. EBITDAR = lợi nhuận trước thuế + khấu hao + lãi vay + phí thuê tàu bay. Doanh thu thuần tăng 13,6% năm 2025, rồi 23,8%, 1,1% và 5,3% trong ba năm dự phóng. Nợ ròng điều chỉnh = nợ vay ròng + hiện giá nghĩa vụ thuê, cuộn theo bội số 4,63 lần phí thuê năm (= 65.815/14.201 theo thuyết minh kiểm toán 2025); nợ vay ròng -6.470 tỷ đồng tại 30/06/2026 giữ cố định suốt kỳ dự phóng. Cùng cơ sở với bảng so sánh ngang ngành mục 6.3; bản vốn hoá 6–8 lần phí thuê xem mục 4.3. EPS tính trên 3.111,5 triệu cổ phiếu.

Bắc cầu từ số thực sang dự phóng: lợi nhuận trước thuế nửa đầu 2026 đã đạt 4.183 tỷ đồng, nên mức 4.700 tỷ cả năm hàm ý nửa cuối chỉ thêm khoảng 520 tỷ. Ba khoản bù trừ hết phần nhiên liệu hạ nhiệt về nền 138 USD/thùng ở nửa cuối: phụ thu nhiên liệu nội địa hết hiệu lực từ 01/07 nên phần doanh thu này mất đi, quý 4 là mùa thấp, và chi phí thuê tàu bay cùng tỷ giá đều tăng. Ở khoản đầu, mô hình mới trừ phần doanh thu mất đi mà chưa ghi nhận phần cầu nội địa có thể hồi lại khi bỏ phụ thu, nên đây là chỗ dự phóng thiên về thận trọng. Giá định phụ thu không được khôi phục là biến đơn lẻ lớn nhất của con số 4.700 tỷ.

Kế hoạch của doanh nghiệp thấp hơn hẳn. Tài liệu ĐHĐCĐ ngày 28/06/2026 đặt doanh thu hợp nhất 138.899 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế 510 tỷ và lợi nhuận sau thuế 22 tỷ, dựng trên nền Jet A-1 128,54 USD/thùng; nghị quyết thông qua chỉ tiêu công ty mẹ ở mức doanh thu 115.045 tỷ và lợi nhuận trước thuế 101 tỷ. Khoảng cách không nằm ở giả định nhiên liệu mà ngược lại: quy dự phóng của chúng tôi về cùng nền 128,54 USD của kế hoạch (chênh 16,46 USD × 300 tỷ = 4.938 tỷ đồng) thì LNTT 2026E thành 9.638 tỷ, cách kế hoạch tới 9.128 tỷ đồng. Điều biện minh cho khoảng cách đó là chính kết quả nửa đầu năm: LNTT sáu tháng 4.183 tỷ đã gấp 8,2 lần kế hoạch cả năm, nên kế hoạch không còn là mốc tham chiếu có ý nghĩa cho phần còn lại của 2026.

Biên EBITDAR rơi về 17,4% trong 2026 rồi mới hồi lên 22,0% và 24,0%; chính nhíp đó tạo ra cú lún lợi nhuận một năm trước khi bật lại. Nợ ròng điều chỉnh trên EBITDAR nói đúng hơn – 2,5 lần ở đáy 2026 rồi về quanh 2,0–2,1 lần, mức trung bình so với rổ hăng khu vực tính theo IFRS 16.

6.3. Định giá tham chiếu

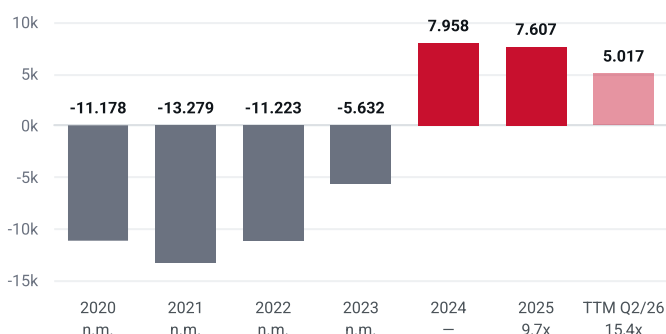
Với hàng không, EV/EBITDAR là bội số chuẩn ngành vì nó trung lập giữa mua và thuê tàu bay. Hai hãng cùng năng lực sản xuất nhưng một bên sở hữu đội tàu, một bên đi thuê sẽ cho EBITDA và lợi nhuận rất khác nhau, trong khi EBITDAR đưa cả hai về cùng mặt bằng. Nó cũng không bị méo bởi lãi vay và khấu hao, hai khoản phụ thuộc vào lịch sử tài trợ hơn là vào sức sinh lời của đội bay. Với HVN, nơi tài sản cố định trên sổ chỉ 23.699 tỷ đồng còn phần lớn tàu bay nằm ngoài bảng, đây gần như là thước đo duy nhất còn ý nghĩa.

Giá trị doanh nghiệp hiện tại gồm vốn hoá 62.230 tỷ đồng (20.000 đồng × 3.111,5 triệu cp tại 16/09/2026), trừ tiền ròng dương 6.470 tỷ tại Q2/2026, cộng hiện giá nghĩa vụ thuê ngoài bảng 65.815 tỷ, tổng **121.575 tỷ đồng**. Trên nền EBITDAR bốn quý thực đến Q2/2026 là 24.600 tỷ E, bội số là **4,94 lần**; trên nền 2026E 26.100 tỷ là 4,66 lần; trên nền chuẩn hoá qua chu kỳ 30.000 tỷ là 4,05 lần; trên nền 2027E 33.400 tỷ chỉ còn 3,64 lần. Khoảng cách 1,3 lần giữa hai đầu dải nói rằng kết luận định giá phụ thuộc vào việc chọn nền lợi nhuận nhiều hơn là chọn bội số.

Ba khung đã khảo sát cho kết quả khác nhau nên cần phân xử ngay. **EV/EBITDAR qua chu kỳ là khung chính** vì nó đo được phần năng lực nằm ngoài bảng. Peer khu vực chỉ là tham chiếu chéo cho bội số, vì neo vào một điểm trên chu kỳ. Khung P/B và SOTP bị loại: vốn chủ sở hữu của một hãng thuê phần lớn đội tàu chỉ là phần dư kế toán sau chuỗi lỗ, không phải thước đo năng lực.

■ Lợi nhuận và P/E của HVN qua chu kỳ

Cột: LNST (tỷ đồng) · dòng dưới trục ngang: P/E tương ứng



Nguồn: BCTN HVN 2025 cho LNST 2020–2025; TCBS Research cho P/E. LNST bốn quý đến Q2/2026 là phần cổ đông công ty mẹ, suy từ EPS TTM 1.460 đồng; lợi nhuận sau thuế hợp nhất cùng kỳ khoảng 5.017 tỷ đồng. n.m. = không có ý nghĩa.

Bốn năm liền 2020–2023 HVN lỗ ròng 11.178, 13.279, 11.223 rồi 5.632 tỷ đồng. Suốt giai đoạn đó P/E âm hoặc vô nghĩa, không so sánh được với bất kỳ hãng nào.

Có lãi trở lại rồi P/E vẫn không đứng yên. FY2025 là 8,6 lần trên EPS 2.315 đồng theo số cp cuối kỳ, hay 6,8 lần trên EPS kiểm toán 2.949 đồng theo số cp bình quân 2.443 triệu, trong khi P/E TTM đã lên 13,7 lần. Chênh 5,1 lần giữa hai cách đọc chính là cú sốc nhiên liệu Q2/2026. P/B 6,6 lần trên BVPS 3.042 đồng cũng cùng lỗi: cao vì vốn chủ cổ đông mẹ chỉ 9.465 tỷ đồng sau chuỗi lỗ, không vì cổ phiếu đắt.

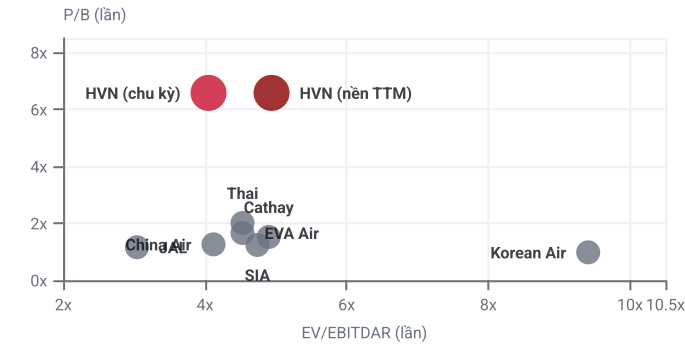
SO SÁNH PEER KHU VỰC

Hãng (mã)	Quốc gia	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDAR (x)	Biên EBITDAR (%)	Nợ ròng/EBITDAR (x)
Korean Air (003490)	Hàn Quốc	n.m.	0,98	9,41	~13,2	5,07
Cathay Pacific (0293)	Hồng Kông	7,05	1,52	4,90	13,2	2,73
Singapore Airlines (C6L)	Singapore	17,63	1,24	4,74	24,7	0,53
Thai Airways (THAI)	Thái Lan	7,98	2,01	4,53	22,9	0,73
EVA Air (2618)	Đài Loan	9,00	1,66	4,53	28,2	0,49
China Airlines (2610)	Đài Loan	9,40	1,26	4,12	22,9	0,97
Japan Airlines (9201)	Nhật Bản	11,85	1,16	3,04	16,6	-0,39
ANA Holdings (9202)	Nhật Bản	9,50	1,05	—	14,6	1,12
Trung vị rõ peer	—	9,40	1,25	4,53	19,8	0,85
Phân vị 25 – 75	—	8,49 – 10,68	1,13 – 1,55	4,33 – 4,82	14,3 – 23,4	0,52 – 1,52
HVN – nền EBITDAR TTM thực 24.600 tỷ	Việt Nam	13,70	6,58	~4,94	~17,8	~2,41
HVN – nền EBITDAR chuẩn hoá 30.000 tỷ	Việt Nam	—	—	~4,05	~20,0	~1,98

Nguồn: valueinvesting.io (bội số EV, chốt 07/09/2026); investing.com và báo cáo tài chính từng hãng cho P/E, P/B (SIA, JAL, ANA – năm tài chính kết thúc 31/03/2026; Cathay Pacific – bán niên 2026), Cathay đã hiệu chỉnh về 4,90 lần. Số HVN theo TCBS Research: nợ ròng điều chỉnh = hiện giá nghĩa vụ thuế 65.815 tỷ đồng – tiền ròng 6.470 tỷ đồng. ANA bị loại khỏi cột EV/EBITDAR và khỏi trung vị. Rổ peer không công bố load factor trên cùng kỳ kế toán nên cột này không lập.

Định giá HVN vs peer khu vực

Trục ngang: EV/EBITDAR (lần) · trục dọc: P/B (lần) · trung vị peer 4,53x



Nguồn: valueinvesting.io, investing.com và báo cáo tài chính từng hãng, chốt 07/09/2026; hai điểm HVN là ước tính của nhóm phân tích trên thị giá 20.000 đồng ngày 16/09/2026. ANA không có EV/EBITDAR nên không hiển thị.

Trên nền TTM thực, HVN ở 4,94 lần – **phụ trội 9,1%** so trung vị rõ 4,53 lần, dù biên EBITDAR 17,8% vẫn dưới trung vị 19,8%. Trên nền chu kỳ 30.000 tỷ, bội số về 4,05 lần, thấp hơn trung vị 10,5%.

Nền thực mới là phép so đúng nền, vì bội số của peer tính trên lợi nhuận đã xảy ra. Phụ trội đó thậm chí có thể bị đánh giá thấp: SIA, JAL và ANA chốt năm tài chính 31/03/2026, chưa phản ánh đủ cú sốc nhiên liệu.

Trục dọc kể chuyện khác. P/B 6,6 lần đẩy HVN ra hẳn ngoài đám mây peer 0,98–2,01 lần, và đó là hệ quả số học của mẫu số bị lỗi lũy kế bào mòn – chính nó là bằng chứng khung P/B không dùng được cho HVN.

KỊCH BẢN & ĐỘ NHẠY

EBITDAR 2026E theo giá nhiên liệu bay và load factor

Nghìn tỷ đồng · trục ngang: Jet A-1 (USD/thùng, bình quân nửa cuối 2026) · trục dọc: load factor

	108	123	138	153	168
83%	32,6	30,4	28,1	25,9	23,6
82%	31,6	29,4	27,1	24,9	22,6
81%	30,6	28,4	26,1	23,9	21,6
80%	29,6	27,4	25,1	22,9	20,6
79%	28,6	26,4	24,1	21,9	19,6

Nguồn: TCBS Research; toàn bộ ô là ước tính của nhóm phân tích. Ô cơ sở là bình quân nửa cuối 2026 ở 138 USD/thùng $\times$ 81,0% = 26.100 tỷ đồng, tương ứng bình quân cả năm 145 USD. Độ nhạy nhiên liệu 150 tỷ đồng cho mỗi 1 USD/thùng của bình quân nửa cuối, bằng một nửa mức 300 tỷ HVN công bố cho trọn năm vì nửa đầu đã chốt số. Độ nhạy load factor 1.000 tỷ đồng mỗi 1 điểm phần trăm.

Jet A-1 thực hiện 2025 là 86,75 USD/thùng, kế hoạch ĐHĐCĐ 2026 dự trên 128,54 USD, nhưng riêng Q2/2026 bình quân đã 182 USD với đỉnh 242,7 USD ngày 30/03. Mô hình lấy 145 USD cho cả năm, thấp hơn dự báo IATA 152 USD; nửa đầu thực hiện khoảng 152 USD, nửa cuối giả định khoảng 138. Load factor 2025 thực 82,0%, giả định 2026E 81,0%.

Cột load factor quy đổi từ ASK 52,1 tỷ ghế.km (giữ nguyên mức 2025) và doanh thu vận tải hàng không 2026E khoảng 120.000 tỷ đồng: 1 điểm phần trăm tương ứng khoảng 0,52 tỷ khách.km ở yield xấp xỉ 2.850 đồng, giữ 70% làm biên đóng góp, ra khoảng 1.000 tỷ — số ước tính, không phải công bố của doanh nghiệp.

Độc ngang bảng: chênh 60 USD/thùng đáng 9.000 tỷ đồng EBITDAR, còn chênh 4 điểm load factor chỉ đáng 4.000 tỷ. Nhiên liệu vẫn là biến chi phối, mà load factor thì đã ở 82,0% nên không còn nhiều dư địa để bù.

ĐỊNH GIÁ THAM CHIẾU THEO KỊCH BẢN

Kịch bản 2026	EBITDAR (tỷ đồng)	EV/EBITDAR ngụ ý (x)	P/E forward (x)	Giá tham chiếu (đ/cp)	Giả định chính
Bear — thận trọng	26.000	4,25	5,1	14.453	Jet A-1 trên 140 USD/thùng sang 2027; nghĩa vụ thuê giãn lên 72.000 tỷ; biên chưa hồi
Base — cơ sở	30.000	4,50	8,5	24.315	Nhiên liệu về 100 USD/thùng năm 2027; bội số bằng trung vị peer 4,53x; thuê 65.815 tỷ
Bull — tích cực	34.000	5,25	13,8	39.521	19 tàu B737 MAX 8 khai thác 2028; biên EBITDAR về 24%; thuê rút còn 62.000 tỷ
Điểm neo — nền EBITDAR đã thực hiện	28.054	4,50	7,5	21.500	EBITDAR bằng đúng mức 2025A, không giả định phục hồi
Điểm neo — sau pha loãng Giai đoạn 2	30.000	4,50	10,0	20.096	Phát hành tối đa 13.000 tỷ đồng, số cp lên 4.411,5 triệu; EPS 2027E pha loãng 2.015 đồng

Nguồn: TCBS Research; bội số, EBITDAR và nghĩa vụ thuê là ước tính của nhóm phân tích. Giá = (bội số × EBITDAR – nghĩa vụ thuê + tiền ròng 6.470 tỷ + tiền thu phát hành) ÷ số cp sau phát hành. P/E forward tính trên EPS 2027E 2.857 đồng giữ cố định giữa các kịch bản, riêng dòng pha loãng dùng EPS 2.015 đồng; cột này chỉ đo độ căng của giá chứ không đo chu kỳ lợi nhuận. Đây là dải giá tham chiếu theo kịch bản, không phải giá mục tiêu hay khuyến nghị.

Vùng lõi giữ nghĩa vụ thuê ở mức đã kiểm toán 65.815 tỷ đồng và chỉ dịch EBITDAR cùng bội số, 4,25 đến 5,25 lần trên 28.000 đến 32.000 tỷ đồng. Dải tham chiếu vì thế là **19.200 đến 34.900 đồng** mỗi cổ phần, trọng tâm 24.315 đồng, nằm ở nửa dưới biên độ 52 tuần 19.300–38.250 đồng. Bear và Bull dịch thêm cả nghĩa vụ thuê nên rơi ra ngoài vùng lõi, ở 14.453 và 39.521 đồng. Dải bội số không đối xứng quanh trung vị peer 4,53 lần: cận dưới 4,25 lần nằm sát phân vị 25 là 4,33 lần, còn cận trên 5,25 lần vượt cả phân vị 75 là 4,82 lần. Đỉnh vùng lõi vì thế hàm ý thị trường trả cho HVN cao hơn ba phần tư rổ peer, điều chỉ hợp lý nếu chu kỳ nhiên liệu và đội tàu cùng thuận. Nền 30.000 tỷ là mức chuẩn hoá tiến chứ không phải trung bình lịch sử: **cao hơn cả hai năm thực tốt nhất**, 28.054 tỷ năm 2025 và 28.014 tỷ năm 2024, và cao hơn 22% so với bốn quý thực đến Q2/2026. Trong bảng độ nhạy, nền này chỉ đạt được ở góc Jet A-1 quanh 120–125 USD/thùng nửa cuối cùng load factor 82–83%. Ngay cả năm 2025 cũng không đỡ được nền này nếu đọc theo nửa năm: biên EBIT nửa đầu 12,9% nhưng nửa cuối chỉ 2,6% (quý 3 là 4,4%, quý 4 là 0,8%) trong khi Jet A-1 khi đó mới quanh 87 USD/thùng – tức phần lớn EBITDAR 2025 đến từ sáu tháng đầu. Cơ sở duy nhất đỡ nền 30.000 tỷ là cột 2027E 33.400 tỷ. Cột đó giả định Jet A-1 về 100 USD/thùng.

Tham số nhạy nhất vẫn là nghĩa vụ thuê ngoài bảng, nhưng nó đã được đóng lại bằng thuyết minh kiểm toán 2025: tổng cam kết không huỷ ngang **89.031 tỷ đồng**, chiết khấu 7% cho hiện giá **65.815 tỷ**, tương đương 6,27 lần và 4,63 lần chi phí thuê thực 2025 là 14.201 tỷ. Bất định còn lại chỉ nằm ở lãi suất chiết khấu. Rủi ro còn mở là pha loãng: đợt tăng vốn Giai đoạn 2 tối đa 13.000 tỷ đồng vẫn treo, lỗ lũy kế 23.148 tỷ chặn cổ tức nhiều năm tới, và riêng cấu phần này kéo giá cơ sở từ 24.315 xuống 20.096 đồng.

CHỐT LẠI VỀ ĐỊNH GIÁ

Trên thước đo EV/EBITDAR – bội số trung lập giữa mua và thuê tàu, phù hợp với một hãng thuê 57 trong 103 tàu tại 31/12/2025 – HVN giao dịch ở **4,94 lần** nền bốn quý thực 24.600 tỷ đồng, tức **phụ trội 9,1%** so với trung vị 4,53 lần của tám hãng dịch vụ đầy đủ châu Á. Trên nền chu kỳ 30.000 tỷ đồng, bội số về **4,05 lần** và chuyển thành **chiết khấu 10,6%**. Kết luận đắt hay rẻ vì thế phụ thuộc hoàn toàn vào việc chấp nhận nền lợi nhuận nào. Áp bội số trung vị lên nền chuẩn hoá và trừ nghĩa vụ thuê đã kiểm toán, dải tham chiếu là **19.200 – 34.900 đồng mỗi cổ phần**, trọng tâm **24.315 đồng** so với thị giá 20.000 đồng.

Các điểm neo ứng với mức độ tin vào giả định, xếp từ chặt đến rộng. **16.742 đồng** nếu áp thẳng trung vị peer 4,53 lần lên EBITDAR bốn quý thực 24.600 tỷ. **21.500 đồng** nếu chấp nhận nền đã thực hiện 28.054 tỷ. **24.315 đồng** nếu EBITDAR lên nền chuẩn hoá 30.000 tỷ khi Jet A-1 hạ về 100 USD/thùng năm 2027. Riêng pha loãng Giai đoạn 2 đưa mốc cơ sở về **20.096 đồng**.

Một lưu ý về kỳ hạn: cả bốn mốc trên giữ nghĩa vụ thuê ở mức đã kiểm toán 65.815 tỷ đồng tại 31/12/2025, trong khi nền EBITDAR lại lấy theo chu kỳ hoặc 2027E. Nếu cuộn nghĩa vụ thuê lên đúng kỳ theo bội số 4,63 lần phí thuê năm, mốc 24.315 đồng lùi về **22.529 đồng** với nghĩa vụ 2026E là 71.372 tỷ và **20.890 đồng** với nghĩa vụ 2027E là 76.470 tỷ, chỉ còn cao hơn thị giá 4,5%. Độ nhạy ở đây là **321 đồng mỗi cổ phần cho mỗi 1.000 tỷ đồng nghĩa vụ thuê**, nên việc chọn kỳ hạn ảnh hưởng đến kết quả không kém gì việc chọn bội số. Khoảng cách gần 7.600 đồng giữa mốc chặt nhất và rộng nhất, tương đương 38% thị giá, là lý do phần này đưa ra một vùng giá tham chiếu thay vì một mức giá duy nhất.

7. Tổng kết phân tích & Kết luận

Luận điểm đầu tư cốt lõi · điểm cần xem xét kỹ · bộ chỉ báo theo dõi định lượng

7.1. Luận điểm đầu tư

Vietnam Airlines ra khỏi giai đoạn tái cấu trúc với bộ luận điểm dựa trên bốn trụ kiểm chứng được bằng số đã công bố. Đó là vị thế hãng dịch vụ đầy đủ duy nhất khai thác mạng quốc tế đường dài, năng lực sinh lời lõi đo được ở nửa đầu 2025 nhưng chưa trải đều cả năm, bảng cân đối đã về trạng thái tiền ròng dương, và cụm dịch vụ sở hữu tuyệt đối kèm cửa thoát vốn SKYPEC. Hai trụ đầu nói về khả năng sinh lời, hai trụ sau nói về sức chịu đựng và phần giá trị chưa phản ánh hết. Tất cả đều lấy từ báo cáo kiểm toán 2025 và bán niên 2026.

Bốn luận điểm nổi thành một mạch: mạng bay và đội tàu thân rộng tạo vị thế khó thay thế, nửa đầu 2025 cho thấy vị thế đó chuyển được thành tiền, bảng cân đối tiền ròng dương cho hãng khoảng đệm đi qua một chu kỳ nhiên liệu xấu. Trên nền đó, vùng giá tham chiếu lõi rơi vào 19.200 – 34.900 đồng mỗi cổ phần, so với thị giá 20.000 đồng tại 16/09/2026. Bốn điểm neo xếp từ chặt đến rộng: 16.742 đồng theo trung vị peer trên EBITDAR bốn quý thực, 20.096 đồng sau pha loãng Giai đoạn 2, 21.500 đồng theo nền đã thực hiện 28.054 tỷ đồng, và 24.315 đồng theo nền chuẩn hoá 30.000 tỷ. Mốc 24.315 đồng lùi về 20.890 đồng nếu cuộn nghĩa vụ thuê lên đúng kỳ 2027E.

1 · Vị thế FSC duy nhất khai thác mạng quốc tế đường dài

Đội bay 103 tàu tại 31/12/2025, trong đó 31 tàu thân rộng — nền tảng bay xuyên lục địa mà không hãng Việt nào khác có. Năm 2025 hãng chở 25,64 triệu lượt khách trên 156.235 chuyến bay; kế hoạch 2026 nâng mạng lên 113 đường bay tới 39 điểm quốc tế. Nội địa, nhóm Vietnam Airlines giữ 46,9% thị phần so với 43,3% của Vietjet, nhưng ở luồng khách quốc tế đi và đến Việt Nam chỉ năm 18,2%.

2 · Sinh lời lãi có thật nhưng chưa trải đều cả năm

Năm 2025 lợi nhuận sau thuế đạt 7.607 tỷ đồng với lợi nhuận khác chỉ 254 tỷ, bằng 3% lợi nhuận trước thuế, so với 62% của năm 2024. Nhưng lợi nhuận đó dồn vào nửa đầu: biên EBIT 12,9% sáu tháng đầu so với chỉ 2,6% sáu tháng cuối (quý 4 là 0,8%), khi Jet A-1 mới quanh 87 USD/thùng — tức ngay ở mặt bằng nhiên liệu rẻ, nửa cuối năm đã gần như không sinh lời. Luận điểm ở đây là năng lực sinh lời lãi có thật và đo được, không phải kỳ vọng kết quả 2025 tái lập trọn năm.

3 · Bảng cân đối về trạng thái tiền ròng dươg

Vay và nợ thuê tài chính giảm từ đỉnh 34.800 tỷ đồng cuối 2021 xuống 12.769 tỷ, đối trọng bằng 19.239 tỷ tiền và đầu tư tài chính, cho tiền ròng dương 6.470 tỷ đồng tại 30/06/2026. Vốn chủ sở hữu đi từ âm 17.026 tỷ cuối 2023 lên 10.272 tỷ, rời ngưỡng âm vốn từng đe dọa tư cách niêm yết. Hiệu suất khai thác cũng cải thiện, hệ số sử dụng ghế đạt 82,0% so với 80,6% của 2024.

4 · Hệ sinh thái dịch vụ và cửa thoát vốn SKYPEC

Bốn mắt xích quanh trục vận tải đều thuộc sở hữu tuyệt đối: SKYPEC nhiên liệu (ROE 62,1%), VAECO kỹ thuật (21,9%), VIAGS mặt đất (94,9%) và VACS suất ăn (134,7%). Phần ngoài công ty mẹ đóng góp 24.638 tỷ đồng, bằng 20,3% doanh thu hợp nhất. Biên cụm này không đồng nhất: SKYPEC là thương mại nhiên liệu biên mỏng 1,7%, ba đơn vị còn lại đạt 9–17% trên nền vốn rất nhỏ, nên ROE cao phản ánh vốn mỏng hơn là sức sinh lời vượt trội. Kế hoạch bán tối đa 49% vốn SKYPEC qua đấu giá công khai đến 2027 là mốc để thị trường định giá mắt xích lớn nhất.

7.2. Rủi ro trọng yếu & điểm cần theo dõi

Hai rủi ro trọng yếu nhất là nghĩa vụ thuê tàu bay ngoài bảng cùng nền EBITDAR dùng để định giá, và nền vốn chủ mỏng trước một cú sốc nhiên liệu đã thực sự xảy ra. Bảng cuối mục chuẩn hoá hai rủi ro này cùng các động lực còn lại thành sáu điểm theo dõi, mỗi điểm gắn một chỉ báo công khai và một ngưỡng đo đếm được.

A · Nghĩa vụ thuê ngoài bảng & nền EBITDAR định giá

Theo VAS, nghĩa vụ thuê hoạt động nằm ngoài bảng cân đối: cam kết 89.031 tỷ đồng, hiện giá 65.815 tỷ ở chiết khấu 7%. Cộng vào EV, hệ số đạt **4,05 lần** nền EBITDAR chuẩn hoá 30.000 tỷ nhưng **4,94 lần** trên EBITDAR bốn quý gần nhất 24.600 tỷ — **phụ trội 9,1%** so trung vị 4,53 lần của các hãng dịch vụ đầy đủ châu Á. Bản thân nền 30.000 tỷ đã cao hơn cả hai năm tốt nhất từng thực hiện.

B · Nền vốn mỏng, sốc nhiên liệu đã xảy ra, pha loăng đã công bố

Vốn chủ 10.272 tỷ đồng chỉ bằng 12,9% tổng tài sản, so với 30–40% của khu vực; lỗ lũy kế 23.148 tỷ, chưa chia cổ tức từ 2018. Quý 2/2026 biên gộp co từ 17,6% xuống 4,2%, lỗ sau thuế 663 tỷ do Jet A-1 bình quân 182 USD/thùng so nền kế hoạch 128,54 USD — mỗi 1 USD/thùng tương đương 300 tỷ chi phí. Phụ thu nội địa đã hết hiệu lực; tăng vốn Giai đoạn 2 pha loăng về 20.096 đồng.

Điểm theo dõi	Chỉ báo	Ngưỡng
Nghĩa vụ thuê & đòn bẩy điều chỉnh (rủi ro Cao)	Thuyết minh cam kết thuê hoạt động; chi phí thuê tàu bay; nợ ròng điều chỉnh trên EBITDAR	Hiện giá nghĩa vụ thuê vượt 80.000 tỷ đồng; hoặc nợ ròng điều chỉnh trên EBITDAR vượt 6 lần
Giá nhiên liệu Jet A-1 (rủi ro Cao)	Giá nhiên liệu bay hằng tuần của IATA; bình quân tháng theo công bố ngành; cơ chế phụ thu	Bình quân trên 150 USD/thùng hai quý liên tiếp mà phụ thu không được khôi phục
Nền vốn chủ & lỗ lũy kế (rủi ro Cao)	Vốn chủ và lỗ lũy kế theo quý; tỷ lệ vốn chủ trên tổng tài sản; số quý lỗ liên tiếp	Vốn chủ sở hữu hợp nhất dưới 5.000 tỷ đồng; hoặc hai quý lỗ liên tiếp tổng trên 5.000 tỷ đồng
Cấu trúc vốn: tăng vốn Giai đoạn 2 & thoái vốn SKYPEC (rủi ro TB-Cao)	Nghị quyết về quy mô, giá, thời điểm phát hành; tiến độ đấu giá 49% vốn SKYPEC	Phát hành đủ 13.000 tỷ đồng ở giá thấp, đưa giá tham chiếu sau pha loãng về 20.096 đồng
Nhu cầu đi lại & hiệu suất khai thác (rủi ro Trung bình)	Hệ số sử dụng ghế theo quý; ghế.km cung ứng, khách.km luân chuyển; lượt khách nội địa và quốc tế	Hệ số sử dụng ghế dưới 80% hai quý liên tiếp, so với 82,0% của 2025
Tỷ giá USD/VND (rủi ro Trung bình)	Tỷ giá trung tâm; lỗ chênh lệch tỷ giá theo quý; tỷ trọng chi phí và nghĩa vụ thuê bằng USD	VND mất giá quá 4% lũy kế so với đầu năm

Nguồn: TCBS Research; BCTC hợp nhất kiểm toán 2025 và bán niên 2026 của Vietnam Airlines; IATA; Cục Hàng không Việt Nam; Ngân hàng Nhà nước. Ngưỡng là mức tham chiếu theo dõi, không phải dự báo.

© **Techcom Securities** | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội | Hotline: 1800 5888 26 | www.tcbs.com.vn

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.