



Tổng Công ty Hàng không Việt Nam (HVN)

KHẢ QUAN +17,4%

Ngành	Hàng không
Ngày báo cáo	22/07/2025
Giá hiện tại	31.600 VND
Giá mục tiêu	37.100 VND
Giá mục tiêu gần nhất	10.400 VND
TL tăng	+17,4%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+17,4%

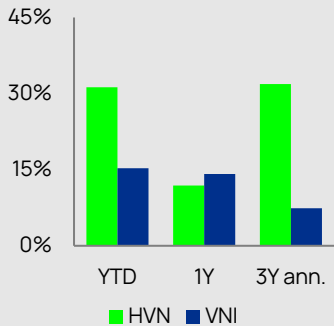
GT vốn hóa	96,2 nghìn tỷ đồng
Room KN	20,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	78 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	55,2%
SL cổ phiếu lưu hành	3.114 tr
Pha loãng	3.114 tr

	HVN	VNI
P/E (trượt)	11,6x	14,6x
P/B (ht)	N.M.	1,8x
ROE	N.M.	12,8%
ROA	N.M.	2,0%

Tổng quan công ty

Tổng CT Hàng không Việt Nam (HOSE: HVN) bao gồm công ty mẹ là hãng hàng không truyền thống Vietnam Airlines (VNA), 4 công ty liên kết và 15 công ty con thuộc các phân khúc khác nhau trong ngành hàng không, bao gồm cổ phần kiểm soát tại hãng hàng không chi phí thấp Pacific (PA).

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thị Ngọc Hân
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	105.942	113.714	114.456	121.806
% YoY	15,7%	7,3%	0,7%	6,4%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	7.564	9.423	8.660	9.432
% YoY	N.M	24,6%	-8,1%	8,9%
EPS	N.M	13,1%	-28,0%	8,9%
Biên lợi nhuận gộp	13,1%	17,2%	15,7%	15,8%
Biên EBITDA	11,2%	15,2%	13,7%	13,4%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	6,4%	10,4%	8,8%	8,8%
Biên lợi nhuận ròng	7,1%	8,3%	7,6%	7,7%
EV/EBITDAR	3,5x	2,9x	3,0x	2,9x
P/E	9,3x	8,2x	11,4x	10,4x
P/B	N.M	N.M	5,3x	3,5x
ROE	N.M	N.M	61,6%	40,1%

Lợi nhuận năm 2025 dự kiến tăng trưởng mạnh nhờ lợi suất cao, giá nhiên liệu thấp

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho Tổng Công ty Hàng không Việt Nam (HVN) lên 37.100 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi phản ánh (1) dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/2026 cao hơn lần lượt 28 lần/10 lần, khi HVN ghi nhận lợi nhuận dương trở lại vào năm 2024 (so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi là năm 2025) và KQKD quý 1/2025 tốt hơn kỳ vọng, được hỗ trợ bởi nhu cầu mạnh hơn và giá dầu thấp hơn dự kiến, và (2) tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá sang giữa năm 2026.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 24,6% YoY. Điều này được củng cố bởi các dự phóng của chúng tôi gồm: (1) chỉ số ghế luân chuyển (ASK) tăng 5,1% YoY và hệ số lấp đầy đạt mức kỷ lục 82,4% (+1,7 điểm % YoY; so với mức trung bình 79,5% trong giai đoạn 2015–2019), được hỗ trợ bởi tình trạng thiếu hụt máy bay đang diễn ra và nhu cầu du lịch tăng mạnh; (2) lợi suất duy trì ở mức cao 2.009 đồng/khách-km (đi ngang so với cùng kỳ; 120% so với mức năm 2019), trong bối cảnh cung-cầu thắt chặt, cạnh tranh hạn chế và HVN cung cấp thêm hạng vé phổ thông đặc biệt; và (3) giá nhiên liệu máy bay giảm 11% YoY xuống 85 USD/thùng, dựa trên dự báo giá Brent nội bộ của chúng tôi là 65 USD/thùng.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2026/2027 lần lượt là -8,1%/+8,9% YoY. Trong các năm 2026/2027, chúng tôi dự phóng ASK sẽ tăng 8,0%/7,5% YoY, trong khi hệ số lấp đầy giảm xuống 80,6%/79,3% (-1,8 điểm %/-1,2 điểm % YoY). Chúng tôi kỳ vọng Pratt & Whitney sẽ dẫn trả lại động cơ trong giai đoạn 2026–2028 và cạnh tranh nội địa sẽ gia tăng với sự trở lại của Vietravel Airlines và sự ra mắt của Sun Phu Quoc Airways vào nửa cuối năm 2025. Theo đó, chúng tôi dự phóng lợi suất sẽ giảm 7% YoY trong năm 2026 xuống 1.868 đồng/người-km, mặc dù vẫn cao hơn 12% so với mức năm 2019. Đối với năm 2027, chúng tôi kỳ vọng lợi suất sẽ duy trì ổn định so với cùng kỳ.
- Rủi ro/yếu tố hỗ trợ:** Tăng trưởng các chuyến bay quốc tế chậm hơn/nhanh hơn dự kiến; giá dầu duy trì cao hơn/thấp hơn; lợi nhuận từ thoái vốn công ty con và công ty liên kết cao hơn/thấp hơn dự kiến và tỷ giá USD/VND thấp hơn/cao hơn.

Chúng tôi dự báo Pratt & Whitney sẽ trả lại các động cơ trong giai đoạn 2026–2028, cho phép 15 máy bay đang nằm chờ của HVN từng bước quay lại đội bay. Chúng tôi cũng dự báo HVN sẽ thuê trung bình 3 máy bay mỗi năm trong giai đoạn 2025–2027 để đáp ứng nhu cầu thị trường, do đơn đặt hàng 50 máy bay thân hẹp dự kiến bàn giao sớm nhất trong giai đoạn 2030–2032. Song song đó, HVN dự kiến sẽ cần thêm 50 máy bay thân rộng trước năm 2035 (xem thêm [Báo cáo ĐHCĐ](#) của chúng tôi vào ngày 25/06/2025), kế hoạch hiện đang được triển khai.

Kế hoạch thoái vốn đang được triển khai: Các phương án tái cơ cấu vốn tại các công ty con đã được phê duyệt, theo tài liệu ĐHCĐ thường niên 2025. Trong đó, HVN dự kiến sẽ thoái toàn bộ vốn tại TCS (dịch vụ hàng hóa hàng không – HVN sở hữu 55%) trong giai đoạn 2025–2026, trong khi Skypec (nhiên liệu hàng không – HVN sở hữu 100%) dự kiến thoái vốn trong năm 2027, theo

chia sẻ của ban lãnh đạo. Chúng tôi hiện chưa phản ánh bất kỳ khoản lợi nhuận bất thường nào từ các hoạt động tái cơ cấu này vào dự phóng do thông tin còn hạn chế.

Chúng tôi phản ánh phát hành quyền mua cổ phần Giai đoạn 1 của HVN: Ngày giao dịch không hưởng quyền là 21/07/2025. Sau đợt phát hành, vốn điều lệ của HVN tăng lên 31,1 nghìn tỷ đồng (+41% so với hiện tại). 9 nghìn tỷ đồng thu được sẽ được sử dụng để (1) thanh toán các khoản phải trả cho nhà cung cấp, và (2) trả nợ vay trong giai đoạn 2025–2026. Giai đoạn 2 của đợt phát hành với quy mô tối đa dự kiến là 13 nghìn tỷ đồng đang được nghiên cứu. Theo ban lãnh đạo, việc triển khai cũng như quy mô thực tế của Giai đoạn 2 sẽ phụ thuộc vào nhu cầu vốn trong tương lai.

Triển vọng năm 2025: LNST sau lợi ích CĐTTS dự kiến đạt mức cao mới nhờ lợi suất hành khách cao và giá nhiên liệu bay thấp

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu gộp	106.912	114.617	7,2%	
- VNA	83.708	90.273	7,8%	
Doanh thu vận tải	82.523	89.026	7,9%	* Chúng tôi dự phóng RPK sẽ tăng 7% trong năm 2025, nhờ nhu cầu phục hồi và HVN chủ động nối lại và mở rộng các đường bay quốc tế. * Chúng tôi dự báo lợi suất hành khách đạt 2.009 đồng/người-km (tương đương 120% so với mức năm 2019), được hỗ trợ bởi tình trạng thiếu máy bay trên toàn cầu, cạnh tranh trong thị trường hàng không trong nước ở mức thấp, và HVN triển khai sản phẩm dịch vụ mới như hạng phổ thông cao cấp.
Tổng phụ trợ	1.185	1.246	5,2%	
- Các công ty con	23.171	24.344	5,1%	
Doanh thu thuần	105.942	113.714	7,3%	
Lợi nhuận gộp	13.902	19.527	40,5%	
Chi phí SG&A	-7.089	-7.753	9,4%	
Lợi nhuận từ HĐKD	6.813	11.774	72,8%	
Thu nhập tài chính	1.266	1.406	11,1%	
Chi phí tài chính	-4.951	-3.069	-38,0%	
Lợi nhuận/lỗ từ liên doanh, công ty liên kết	70	72	3,0%	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	5.217	450	-91,4%	
LNTT	8.416	10.634	26,4%	
LNST	7.958	9.867	24,0%	
- VNA	2.775	9.499	242,2%	
- Các công ty con	5.182	368	-92,9%	
LNST sau lợi ích CĐTTS	7.564	9.423	24,6%	
Biên lợi nhuận gộp	13,1%	17,2%		* Chúng tôi dự phóng biên LN gộp năm 2025 sẽ tăng 4,0 điểm % YoY, nhờ: (1) hệ số tải cải thiện lên 82,4% (+1,7 điểm % YoY; +1,6 điểm % so với năm 2019), và (2) lợi suất hành khách ở mức cao và (3) giá nhiên liệu bay giảm. * Trong quý 1/2025, HVN đã ghi nhận biên LN gộp cao kỷ lục ở mức 20,5% (+5,9 điểm % YoY; +4,1 điểm % QoQ). * Chúng tôi dự báo giá nhiên liệu bay đạt 85 USD/thùng trong năm 2025 (-11% YoY), dựa trên dự báo của chuyên viên ngành Dầu khí của Vietcap cho giá dầu Brent ở mức 65 USD/thùng.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	6,4%	10,4%		
Biên lợi nhuận ròng	7,1%	8,3%		

Nguồn: HVN, Vietcap dự báo

Triển vọng năm 2026: Lợi suất hành khách dự kiến giảm YoY do tình trạng thiếu máy bay giảm và gia tăng cạnh tranh; giá nhiên liệu bay kỳ vọng duy trì ở mức thấp

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu gộp	114.617	115.354	0,6%	* Chúng tôi dự phóng RPK sẽ tăng 6% trong năm 2026, phản ánh Pratt & Whitney dẫn trả lại các động cơ và các hoạt động thuê máy bay được triển khai để đáp ứng nhu cầu thị trường. * Chúng tôi dự báo lợi suất hành khách sẽ giảm xuống 1.868 đồng/người-km (-7% YoY), do tình trạng thiếu máy bay giảm. Bên cạnh đó, cạnh tranh trong nước dự kiến sẽ gia tăng sau khi Vietravel Airlines quay trở lại và hãng hàng không mới Sun Phu Quoc Airways đi vào hoạt động từ nửa cuối năm 2025.
- VNA	89.370	88.895	-0,5%	
Doanh thu vận tải	89.026	88.466	-0,6%	
Tổng phụ trợ	1.246	1.327	6,5%	
- Các công ty con	24.344	25.561	5,0%	
Doanh thu thuần	113.714	114.456	0,7%	
Lợi nhuận gộp	19.527	17.969	-8,0%	
Chi phí SG&A	-7.753	-7.882	1,7%	
Lợi nhuận từ HĐKD	11.774	10.087	-14,3%	
Thu nhập tài chính	1.406	1.419	0,9%	
Chi phí tài chính	-3.069	-2.333	-24,0%	
Lợi nhuận/lỗ từ liên doanh, công ty liên kết	72	75	3,0%	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	450	450	0,0%	
LNTT	10.634	9.698	-8,8%	
LNST	9.867	9.068	-8,1%	
- VNA	9.499	8.523	-10,3%	
- Các công ty con	368	545	48,1%	
LNST sau lợi ích CĐTS	9.423	8.660	-8,1%	
Biên lợi nhuận gộp	17,2%	15,7%		* Chúng tôi dự phóng biên LN gộp (GPM) năm 2026 sẽ giảm 1,5 điểm % YoY, chủ yếu do lợi suất hành khách giảm, được bù đắp một phần bởi khoản bồi thường từ Pratt & Whitney liên quan đến động cơ trong giai đoạn 2026-2028. * Chúng tôi ước tính khoản bồi thường này sẽ rơi vào khoảng 3-5 triệu USD/máy bay. * Chúng tôi dự báo giá nhiên liệu bay sẽ giữ ổn định ở mức 85 USD/thùng trong năm 2026, dựa trên dự báo từ chuyên viên ngành Dầu khí của Vietcap với giá dầu Brent ở mức 65 USD/thùng.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	10,4%	8,8%		
Biên lợi nhuận ròng	8,3%	7,6%		

Nguồn: HVN, Vietcap dự báo

Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp định giá tổng của từng phần (SoTP) cho HVN vì có nhiều công ty con phi hàng không đóng góp đáng kể vào tổng lợi nhuận của công ty. Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ cuối năm 2024 sang giữa năm 2026.

(1) Tiếp tục sử dụng phương pháp EV/EBITDAR để định giá VNA. Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp định giá EV/EBITDAR, với EV/EBITDAR mục tiêu giữ nguyên ở mức 5,0x. Chúng tôi cho rằng phương pháp EV/EBITDAR nhìn chung là cách tiếp cận phù hợp hơn để định giá và so sánh các hãng hàng không trên các thị trường khác nhau vì phương pháp này trung lập trong chính sách thuế, cơ cấu vốn, chiến lược tài trợ đội tàu và chính sách kế toán, vốn ảnh hưởng tính chính xác của tỷ lệ P/E và P/B. Ngoài ra, dòng tiền của HVN trong vài năm tới có thể không đại diện cho giá trị mà công ty đem lại cho các cổ đông do chiến lược tài trợ cho kế hoạch mua máy bay của công ty không chắc chắn.

(2) Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp định giá theo giá trị sổ sách (GTSS) cho các công ty con và công ty liên kết của HVN do quá trình phê duyệt thoái vốn tại các công ty con và công ty liên kết của HVN kéo dài và không chắc chắn. Chúng tôi duy trì giả định rằng giá trị sổ sách/CP (GTSS/CP) BVPS và định giá của Pacific Airlines (PA) bằng 0.

Chúng tôi không áp dụng chiết khấu tập đoàn khi định giá SoTP vì HVN không phải là một tập đoàn nắm giữ nhiều công ty khác nhau trong các ngành không liên quan. Chúng tôi tin rằng các công ty con và công ty liên kết của HVN sẽ tiếp tục hỗ trợ HVN đạt được lợi thế kinh tế về quy mô. Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi duy trì mức chiết khấu 15% để định giá HVN do cổ phiếu vẫn nằm trong danh sách hạn chế giao dịch.

Hình 3: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị
Vietnam Airlines	EV/EBITDAR	132.505
Công ty con và công ty liên kết	GTSS	3.320
Tổng giá trị vốn CSH		135.825
Chiết khấu 15%		20.374
Tổng giá trị vốn CSH sau chiết khấu		115.452
SL cổ phiếu (triệu)		3.114
Giá mục tiêu (đồng)		37.100

Nguồn: Vietcap

Hình 4: Tóm tắt định giá EV/EBITDAR

Tỷ đồng	Giá trị
Dự phóng EBITDAR giai đoạn 2025F-26	27.219
EV/EBITDAR mục tiêu (x)	5,0x
EV mục tiêu	136.097
+ Tiền mặt	16.031
- Nợ vay	19.623
Giá trị vốn chủ sở hữu mục tiêu	132.505

Nguồn: HVN, Vietcap

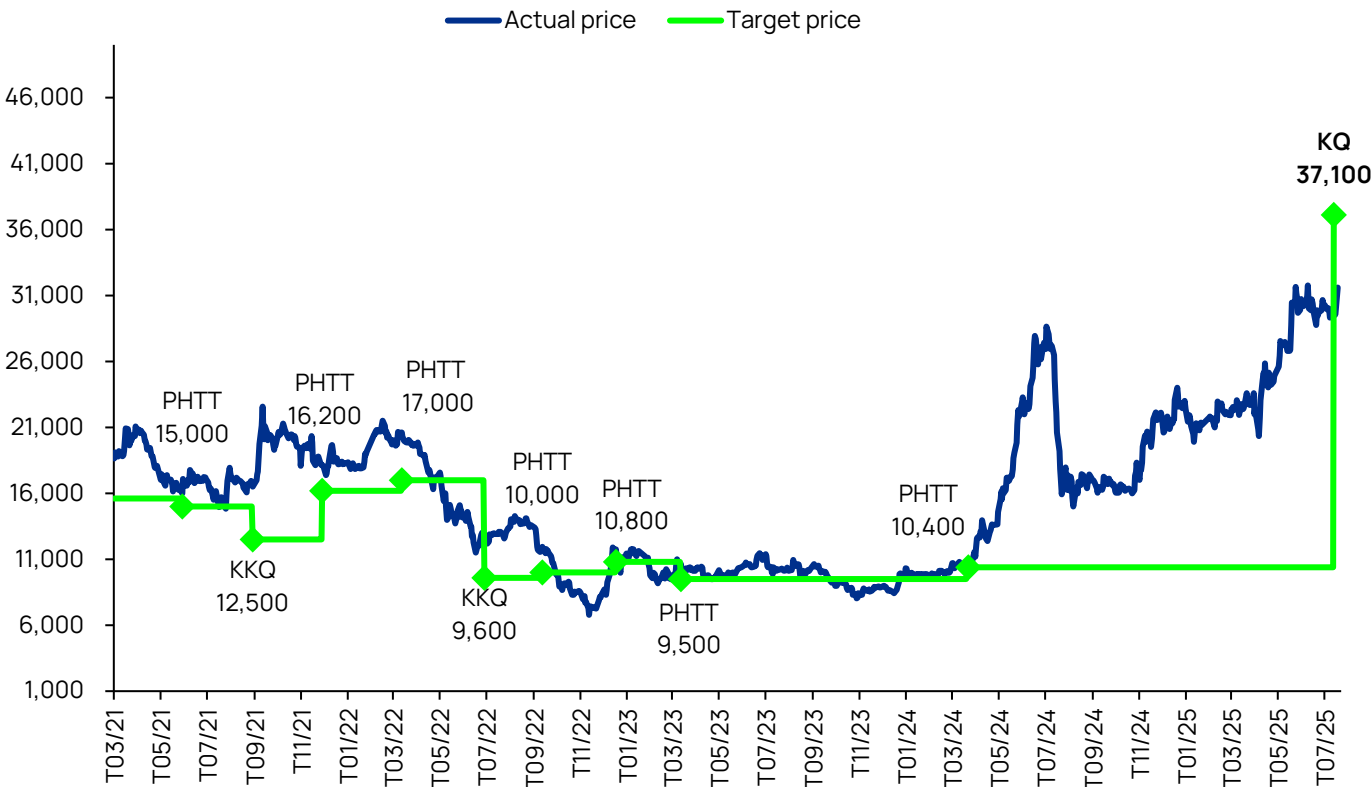
Hình 5: Định giá các công ty con và công ty liên kết

Tỷ đồng	LNST 2024	GTSS 2024	P/B mục tiêu (x)	Giá trị vốn CSH	Tỷ lệ sở hữu của HVN	Giá trị
VALC	478	439	1,0x	439	32,5%	143
TCS	387	57	1,0x	57	55,0%	31
NCT	331	1.299	1,0x	1,299	55,1%	716
SKYPEC	268	800	1,0x	800	100,0%	800
VACS	NA	85	1,0x	85	100,0%	85
VIAGS	244	250	1,0x	250	100,0%	250
VAECO	272	1.093	1,0x	1,093	100,0%	1.093
NCS	68	113	1,0x	113	60,2%	68
TECS	94	29	1,0x	29	51,0%	15
MAS	7	87	1,0x	87	36,1%	31
AIRIMEX	6	23	1,0x	23	41,3%	9
AITS	13	31	1,0x	31	52,7%	16
VINAKO	28	7	1,0x	7	65,1%	4
SABRE	10	3	1,0x	3	51,7%	2
VFT	5	34	1,0x	34	51,5%	18
ALSIMEXCO	5	5	1,0x	5	51,0%	3
NAS	26	62	1,0x	62	51,0%	31
PA*	2.506	0	1,0x	0	98,8%	0
APLACO	NA	14	1,0x	14	30,4%	4
Giá trị vốn CSH mục tiêu						3.320

Nguồn: Số liệu của công ty, Vietcap. * Chúng tôi giả định giá trị sổ sách (GTSS) hiện tại của PA bằng 0.

Diễn biến Khuyến nghị

Hình 6: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	105.942	113.714	114.456	121.806
Giá vốn hàng bán	-92.040	-94.187	-96.487	-102.592
Lợi nhuận gộp	13.902	19.527	17.969	19.214
Chi phí bán hàng	-4.898	-5.317	-5.309	-5.665
Chi phí quản lí DN	-2.191	-2.436	-2.573	-2.822
LN thuần HĐKD	6.813	11.774	10.087	10.727
Doanh thu tài chính	1.266	1.406	1.419	1.443
Chi phí tài chính	-4.951	-3.069	-2.333	-2.168
Trong đó, chi phí lãi vay	-1.282	-1.049	-830	-662
Lợi nhuận từ công ty LDLK	70	72	75	77
Lợi nhuận/(chi phí) khác	5.217	450	450	450
LNTT	8.416	10.634	9.698	10.528
Thuế TNDN	-458	-767	-629	-651
LNST trước CĐTS	7.958	9.867	9.068	9.876
Lợi ích CĐ thiếu số	-393	-444	-408	-444
LN ròng sau CĐTS, báo	7.564	9.423	8.660	9.432
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh^	7.564	9.423	8.660	9.432
EBITDA	11.908	17.317	15.676	16.365
EPS báo cáo, VND	3.416	3.863	2.781	3.029
EPS điều chỉnh, VND	3.416	3.863	2.781	3.029
EPS pha loãng, VND	2.429	3.026	2.781	3.029
DPS, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
^ điều chỉnh cho quỹ khen thưởng và phúc lợi				
CHỈ SỐ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	15,7%	7,3%	0,7%	6,4%
Tăng trưởng LN HĐKD	N,M	72,8%	-14,3%	6,3%
Tăng trưởng LNTT	N,M	26,4%	-8,8%	8,6%
Tăng trưởng EPS, điều	N,M	13,1%	-28,0%	8,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	13,1%	17,2%	15,7%	15,8%
Biên LN từ HĐ %	6,4%	10,4%	8,8%	8,8%
Biên EBITDA	11,2%	15,2%	13,7%	13,4%
LN ròng sau CĐTS điều	7,1%	8,3%	7,6%	7,7%
ROE %	N,M	N,M	61,6%	40,1%
ROA %	13,1%	15,1%	12,9%	13,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	13,5	13,5	13,9	13,8
Số ngày phải thu	23,2	24,6	26,2	26,5
Số ngày phải trả	121,6	107,2	83,2	65,4
TG luân chuyển tiền	-85,0	-69,2	-43,2	-25,1
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	0,3	0,6	0,9	1,3
CS thanh toán nhanh	0,2	0,5	0,7	1,1
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,4	0,5	0,9
Nợ/Tài sản	0,4	0,2	0,2	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	1,8	0,6	0,4	0,3
Nợ/Vốn CSH	N,M	N,M	-0,4	-0,7
Khả năng thanh toán lãi	5,3	11,2	12,2	16,2

BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	4.627	15.071	19.199	29.766
Đầu tư TC ngắn hạn	1.015	1.015	1.015	1.015
Các khoản phải thu	7.322	8.014	8.406	9.276
Hàng tồn kho	3.369	3.579	3.773	4.000
TS ngắn hạn khác	1.004	1.078	1.084	1.154
Tổng TS ngắn hạn	17.338	28.757	33.477	45.211
TS dài hạn (gộp)	80.895	81.831	82.615	83.518
- Khấu hao lũy kế	-51.304	-56.848	-62.436	-68.075
TS dài hạn (ròng)	29.591	24.984	20.178	15.443
Đầu tư TC dài hạn	109	109	109	109
TS dài hạn khác	11.149	13.110	13.062	13.833
Tổng TS dài hạn	40.849	38.203	33.349	29.386
Tổng Tài sản	58.187	66.960	66.826	74.597
Phải trả ngắn hạn	30.504	24.959	19.142	17.712
Nợ ngắn hạn	14.311	9.246	7.486	5.964
Nợ ngắn hạn khác	12.344	11.517	11.663	12.387
Tổng nợ ngắn hạn	57.159	45.722	38.290	36.063
Nợ dài hạn	6.172	7.209	5.760	4.978
Nợ dài hạn khác	4.200	4.507	4.186	5.089
Tổng nợ	67.531	57.437	48.236	46.130
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	22.144	31.144	31.144	31.144
Thặng dư vốn cổ phần	1.221	1.221	1.221	1.221
Lợi nhuận giữ lại	-33.614	-24.192	-15.531	-6.099
Vốn khác	233	233	233	233
Lợi ích CĐTS	672	1.116	1.525	1.969
Vốn chủ sở hữu	-9.344	9.522	18.591	28.467
Tổng cộng nguồn vốn	58.187	66.960	66.826	74.597
CP lưu hành cuối năm	2.214	3.114	3.114	3.114

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	2.551	4.627	15.071	19.199
Lợi nhuận sau thuế	7.564	9.423	8.660	9.432
Khấu hao	5.095	5.543	5.589	5.638
Thay đổi vốn lưu động	-1.044	-7.348	-6.263	-1.872
Điều chỉnh khác	-2.174	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	9.441	7.618	7.986	13.198
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-320	-936	-783	-903
Đầu tư, ròng	570	-1.961	48	-771
Tiền từ HĐ đầu tư	250	-2.897	-735	-1.675
Cổ tức đã trả	-220	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	9.000	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-3.251	-5.065	-1.760	-1.522
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-3.635	1.037	-1.449	-782
Tiền từ các hoạt động TC	-509	751	87	1.348
Tiền từ hoạt động TC	-7.615	5.723	-3.122	-956
Tổng lưu chuyển tiền tệ	2.076	10.444	4.128	10.567
Tiền cuối năm	4.627	15.071	19.199	29.766

Nguồn: Báo cáo tài chính của HVN, Vietcap dự báo

Phụ lục

Hình 9: Bảng định nghĩa

Từ viết tắt	Định nghĩa
ASK	Số ghế trống có sẵn, được tính bằng cách nhân số ghế trên một chuyến bay nhất định với khoảng cách của chuyến bay tính bằng km. Chúng tôi lưu ý rằng tăng trưởng ASK đại diện cho tăng trưởng công suất của hãng hàng không.
Các công ty/doanh nghiệp phi hàng không của HVN	Các công ty con và/hoặc công ty liên kết không phải Pacific Airlines (công ty con của HVN) và Campuchia Angkor Air (công ty liên kết của HVN)
RPK	Doanh thu hành khách theo km, được tính bằng cách nhân số lượng hành khách trên một chuyến bay với khoảng cách của chuyến bay tính bằng km. Chúng tôi lưu ý rằng tăng trưởng RPK đại diện cho tăng trưởng về sản lượng hàng không.
Lợi suất hành khách	Doanh thu vận tải hành khách trên mỗi RPK. Chúng tôi lưu ý rằng lợi suất hành khách đại diện cho giá vé máy bay.

Nguồn: Vietcap

Hình 10: Mã các sân bay Việt Nam

Mã sân bay	Tên sân bay	Tỉnh/thành
BMV	Buôn Ma Thuột	Đắk Lắk
CAH	Cà Mau	Cà Mau
CXR (*)	Cam Ranh/Nha Trang	Khánh Hòa
DAD (*)	Đà Nẵng	Đà Nẵng
DIN	Điện Biên	Điện Biên Phủ
DLI	Liên Khương	Lâm Đồng
HAN (*)	Nội Bài	Hà Nội
HPH (*)	Cát Bi	Hải Phòng
HUI	Phủ Bài	Thừa Thiên Huế
PQC	Phủ Quốc	Kiên Giang
PXU	Pleiku	Pleiku
SGN (*)	Tân Sơn Nhất	TP.HCM
TBB	Tuy Hòa	Phú Yên
THD	Thọ Xuân	Thanh Hóa
UIH	Phù Cát	Bình Định
VCA	Cần Thơ	Cần Thơ
VCL	Chu Lai	Quảng Nam
VCS	Côn Đảo	Bà Rịa – Vũng Tàu
VDH	Đồng Hới	Quảng Bình
VII	Vinh	Nghệ An
VKG	Rạch Giá	Kiên Giang

Nguồn: Vietcap

Lưu ý (*): Sân bay lớn nhất Việt Nam

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Nguyễn Thị Ngọc Hân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Phường Cửa Nam, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Kim Liên, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.