

Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam (ACV)

KHẢ QUAN +17,7%

Ngành	Hàng không
Ngày báo cáo	19/11/2025
Giá hiện tại	54.900 VND
Giá mục tiêu	64.600 VND
Giá mục tiêu gần nhất	74.300 VND
TL tăng	+17,7%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+17,7%
GT vốn hóa	195,4 nghìn tỷ đồng
Room KN	89,9 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	47,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	95,4%
SL cổ phiếu lưu hành	3,6 tỷ
Pha loãng	3,6 tỷ

	ACV	VNI
P/E (trượt)	18,0x	15,8x
P/B (hiện tại)	2,9x	1,9x
ROA	13,2%	2,0%
ROE	16,8%	13,5%

Tổng quan Công ty

ACV sở hữu và điều hành gần như toàn bộ các nhà ga hành khách tại 22 sân bay đang hoạt động của Việt Nam. Các nguồn doanh thu chính của công ty là dịch vụ hành khách và phí kiểm tra an ninh. Công ty được cổ phần hóa trong quý 1/2016 và Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) hiện nắm cổ phần kiểm soát 95,4%.

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thị Ngọc Hà
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	22.555	25.423	28.295	33.663
% YoY	13%	13%	11%	19%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	11.564	11.774	8.628	7.840
% YoY	37%	2%	-27%	-9%
EPS	43%	0%	-32%	-13%
Biên LN gộp	61,2%	61,3%	47,2%	43,2%
Biên EBITDA	64,7%	67,0%	64,1%	66,7%
Biên LN từ HĐKD	54,5%	54,8%	41,8%	37,5%
Biên LN ròng	52,3%	46,2%	28,0%	20,2%
DTTD/Doanh thu	-15,0%	-167,6%	-116,9%	-21,8%
EV/EBITDA	14,4x	12,3x	11,6x	9,3x
P/E	18,7x	18,3x	24,8x	27,2x
P/B	3,3x	2,7x	2,4x	2,2x
ROE	21,0%	17,9%	11,4%	9,3%

Tăng trưởng dài hạn, thách thức ngắn hạn; LTA đi vào vận hành trong năm 2026

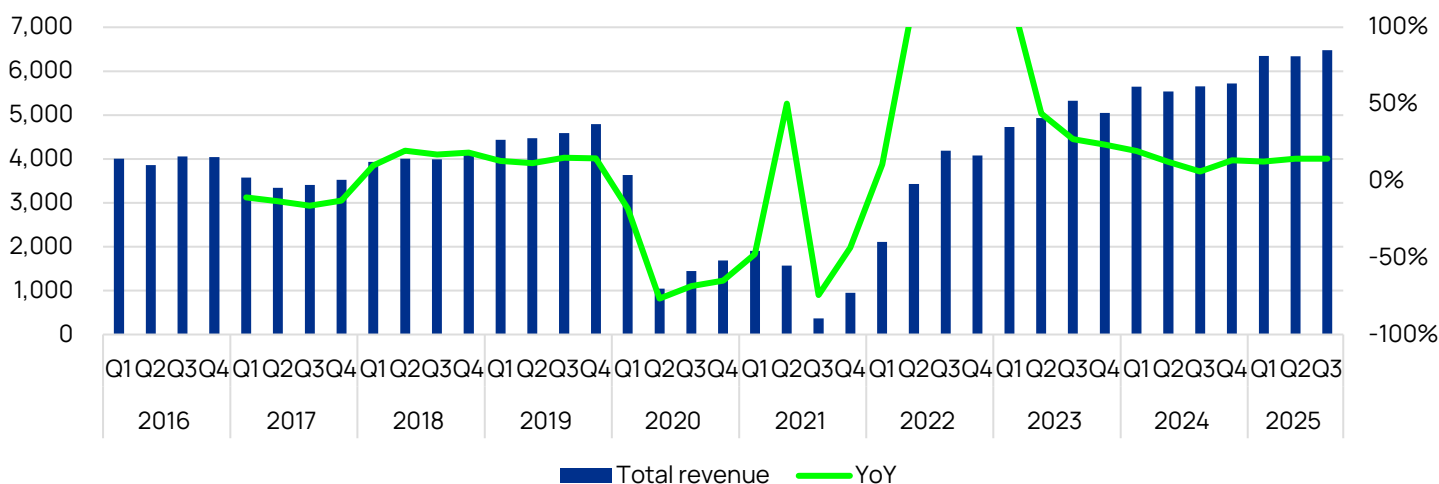
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 14% giá mục tiêu nhưng duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam (ACV), do giá cổ phiếu đã giảm 15% trong 3 tháng qua. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi đến từ (1) mức giảm 15% trong dự báo tổng EBITDA cốt lõi giai đoạn 2025–2038 của chúng tôi (không bao gồm mảng cất cánh/hạ cánh) và (2) mức giảm EV/EBITDA mục tiêu xuống 16,0 lần (so với 20,0 lần trong dự báo trước đây). Những yếu tố này một phần được bù đắp bởi việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2026.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 nhưng điều chỉnh giảm 41%/15% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2026/2027. Điều này chủ yếu phản ánh (1) giá định mới của chúng tôi về việc LTA (Sân bay Quốc tế Long Thành) bắt đầu hoạt động từ giữa năm 2026 (so với năm 2027 trước đó) và (2) chúng tôi điều chỉnh giảm mức tăng phí trung bình các năm 2027/2032 của chúng tôi xuống 5%/10% (từ 20% cho các năm trên).
- Chúng tôi duy trì dự phóng lượng khách quốc tế các năm 2025/26/27 ở mức 47/53/59 triệu khách (+14%/+13%/+11% YoY) và lượng khách trong nước ở mức 75/82/87 triệu khách (+9%/+9%/+7% YoY). Trong 10T 2025, lượng khách quốc tế và trong nước lần lượt đạt 38,5/61,7 triệu khách (+14%/+7% YoY).
- Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh của chúng tôi tương ứng với mức tăng trưởng lần lượt là +2%/-27%/-9% YoY trong các năm 2025/26/27. Tuy nhiên, dự phóng tăng trưởng EBITDA của chúng tôi vẫn tích cực lần lượt là 17%/6%/26%, được hỗ trợ bởi tăng trưởng nhu cầu và việc bổ sung công suất sắp tới. Trong khi đó, những thách thức như gánh nặng chi phí từ LTA và lo ngại về cạnh tranh gia tăng từ các đơn vị khai thác tư nhân đã được phản ánh phần nào vào giá, khiến ACV đang giao dịch ở mức chiết khấu với EV/EBITDA dự phóng các năm 2025/26/27 lần lượt là 12,3 lần/11,6 lần/9,3 lần (chiết khấu 22%/26%/41% so với mức trung bình 15,8 lần của ACV giai đoạn 2017–2020).
- Rủi ro: Chi phí dự phòng nợ xấu hoặc chi phí vốn đầu tư XD CB cao hơn dự kiến; việc chuyển giao PQC cho Sun Group; tốc độ mở rộng công suất sân bay chậm hơn dự kiến; lượng khách thấp hơn dự kiến; rủi ro pha loãng từ việc tăng vốn Nhà nước thông qua tài sản Nhà nước đầu tư.

Chúng tôi nay giả định LTA sẽ bắt đầu đi vào hoạt động thương mại từ giữa năm 2026 (so với giả định trước đây là năm 2027): LTA được lên kế hoạch sẽ khánh thành vào ngày 19/12/2025, sau đó bước vào giai đoạn vận hành thử trong 6T 2026 và vận hành thương mại toàn phần trong 6T 2026, theo Cục Hàng không Việt Nam (CAAV). Trong giai đoạn 2025–2030, LTA được phân công tiếp nhận khoảng 80% các đường bay quốc tế (toàn bộ các chuyến bay quốc tế trên 1.000 km và một số đường bay khác tùy theo mong muốn của các hãng) và 10% các đường bay nội địa, trong khi TSN sẽ tiếp tục đảm nhiệm phần còn lại. Tuy nhiên, xét tới hiện trạng kết nối giao thông giữa LTA và khu vực trung tâm TP. HCM còn hạn chế, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng, giả định tỷ lệ dịch chuyển dẫn khách quốc tế từ TSN sang LTA đạt khoảng 30% trong 6T 2026 và 40%

trong năm 2027. Chúng tôi kỳ vọng LTA sẽ áp dụng mức phí dịch vụ hành khách quốc tế tương đương sân bay Nội Bài, ở mức 25 USD/khách, cao hơn so với mức hiện tại là 20 USD/khách tại TSN.

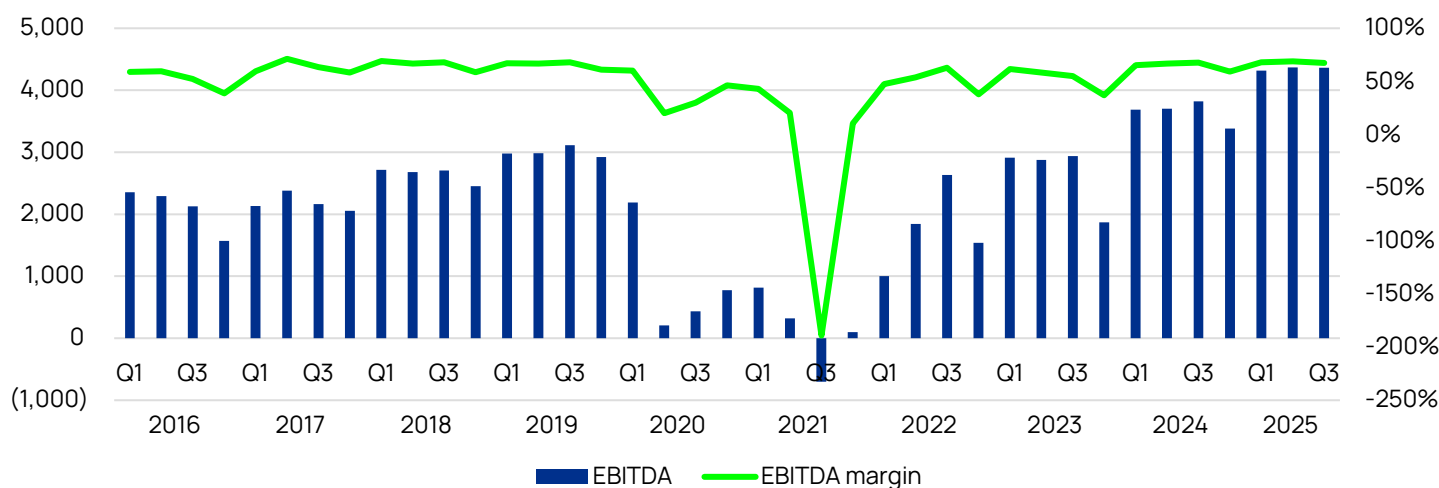
Sân bay quốc tế Phú Quốc (PQC) bắt đầu quá trình chuyển giao sang Sun Group: Theo Thông báo số 625/TB-VPCP ngày 17/11/2025 của Thủ tướng Chính phủ, ACV đã bàn giao tài sản kết cấu hạ tầng tại PQC cho UBND tỉnh Kiên Giang, và các tài sản này sẽ tiếp tục được chuyển giao cho Sun Group – nhà đầu tư dự án mở rộng PQC. Bất chấp việc chuyển giao này, ACV vẫn sẽ tiếp tục vận hành và ghi nhận lợi nhuận từ PQC (tương đương khoảng 6% LNST năm 2024, theo ACV) trong thời gian công tác định giá tài sản đang được triển khai. Sau khi hoàn tất – khả năng trong năm 2025 – ACV sẽ trình kết quả định giá lên UBND tỉnh, và Sun Group sẽ chi trả toàn bộ giá trị còn lại của tài sản dựa trên kết quả định giá của ACV. Chúng tôi sẽ cập nhật tác động của diễn biến này khi có đầy đủ thông tin chi tiết hơn.

Hình 1: Doanh thu của ACV (tỷ đồng, trái) và tăng trưởng so với cùng kỳ (% ,phải)



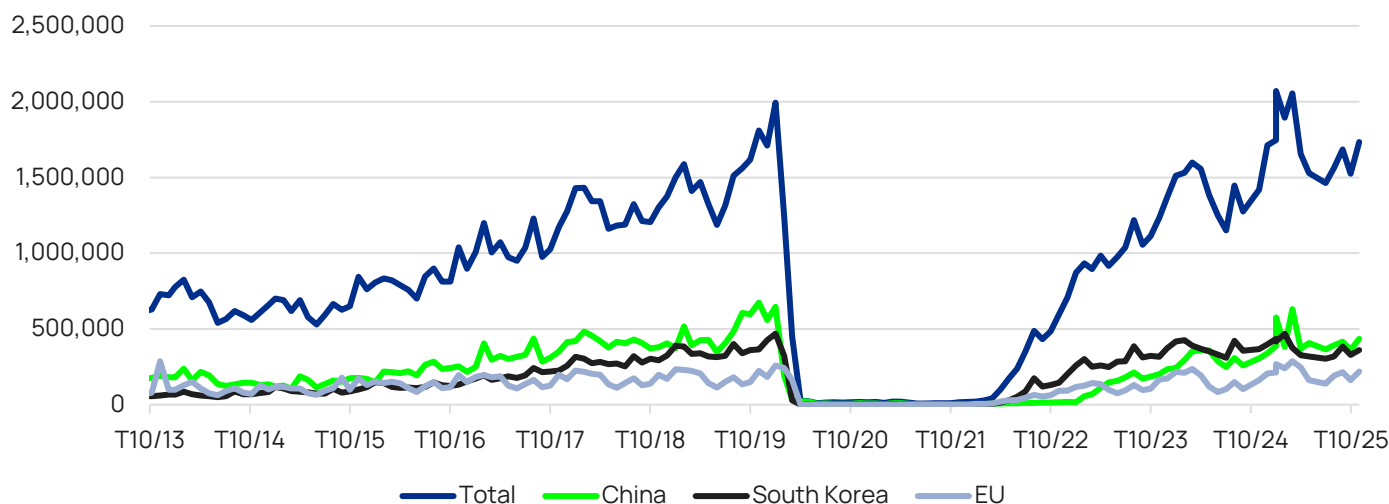
Nguồn: ACV, Vietcap

Hình 2: EBITDA hàng quý của ACV (tỷ đồng, trái) và biên EBITDA (% ,phải)



Nguồn: ACV, Vietcap

Hình 3: Lượng khách quốc tế hàng tháng đến Việt Nam



Nguồn: Cục Thống kê, Vietcap

Triển vọng năm 2025: Lượng hành khách tăng trưởng mạnh nhưng lỗ tỷ giá tiếp tục gây áp lực lên lợi nhuận

Hình 4: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 cũ	Nhận định của Vietcap
Lượng khách quốc tế của ACV (triệu lượt) ^	41,1	46,9	14%	46,9	* Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng mạnh, được hỗ trợ bởi các chính sách thị thực thuận lợi và những nỗ lực xúc tiến hoạt động du lịch.
Lượng khách trong nước của ACV (triệu lượt)	68,6	74,8	9%	74,8	* Chúng tôi duy trì quan điểm về sự phục hồi dần dần của nhu cầu trong nước, hỗ trợ bởi tâm lý người tiêu dùng dần cải thiện.
Tổng lượng khách của ACV (triệu)	109,7	121,6	11%	121,6	
Doanh thu thuần	22.555	25.423	13%	25.423	
Doanh thu hàng không	15.837	17.701	12%	17.701	
Phi cất hạ cánh	2.811	3.150	12%	3.150	
Doanh thu phi hàng không	4.011	4.676	17%	4.676	
Doanh thu của ACV**	19.744	22.273	13%	22.273	
Lợi nhuận gộp	13.813	15.580	13%	15.580	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-1.512	-1.645	9%	-1.645	
Lợi nhuận từ HĐKD	12.301	13.935	13%	13.935	
Thu nhập tài chính	2.510	1.377	-45%	1.377	
Chi phí tài chính	-876	-1.130	29%	-1.130	* Chúng tôi giả định tỷ giá JPY/VND tăng 12% (so với 11% trước đây), theo dự báo đồng thuận của Bloomberg, dẫn đến khoản lỗ tỷ giá dự kiến là 1,1 nghìn tỷ đồng.
Thu nhập ròng từ CTLK	364	386	6%	386	
LNTT	14.333	14.593	2%	14.593	
LNTT điều chỉnh theo lãi/lỗ tỷ giá	14.746	13.518	-8%	13.518	
Thuế thu nhập	-2.756	-2.806	2%	-2.806	
LNST	11.577	11.787	2%	11.787	
LNST sau lợi ích CĐTS	11.564	11.774	2%	11.774	
LNST sau lợi ích CĐTS của ACV	10.321	10.293	0%	10.293	
LNST sau lợi ích CĐTS của Nhà nước***	1.242	1.480	19%	1.480	
Khấu hao	2.288	3.099	35%	3.099	
EBITDA	14.589	17.034	17%	17.034	
Biên lợi nhuận gộp	61,2%	61,3%		61,3%	
Biên SG&A	-6,7%	-6,5%		-6,5%	* Chúng tôi duy trì giả định hoàn nhập nợ xấu 200 tỷ đồng trong năm 2025.
Biên EBITDA	64,7%	67,0%		67,0%	
Biên lợi nhuận ròng*	52,3%	46,2%		46,2%	

Nguồn: ACV, Vietcap. Lưu ý: (^) Bao gồm hành khách quốc tế tại các nhà ga quốc tế Đà Nẵng (DAD) và Cam Ranh (CXR); (**) Không bao gồm đóng góp từ các tài sản hàng không được Nhà nước đầu tư; (***) LNST sau lợi ích CĐTS từ các tài sản thuộc sở hữu của Nhà nước; Nhà nước ủy quyền cho ACV quản lý các tài sản này (bao gồm đường băng).

Triển vọng năm 2026: Lượng khách quốc tế duy trì tăng trưởng 2 chữ số; LTA Giai đoạn 1 bắt đầu vận hành từ giữa năm 2026

Hình 5: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 cũ	Nhận định của Vietcap
Lượng khách quốc tế của ACV (triệu lượt) ^	46,9	52,9	13%	52,9	* Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng 2 chữ số sẽ được duy trì nhờ tăng trưởng kinh tế, chính sách thị thực thuận lợi hơn (miễn thị thực cho 12 quốc gia Châu Âu từ tháng 8/2025), đô thị hóa và tầng lớp trung lưu ngày càng tăng. * Chúng tôi kỳ vọng tâm lý tiêu dùng đối với nhu cầu hàng không sẽ tiếp tục cải thiện khi sức mua phục hồi, trong khi giá vé máy bay có thể giảm trong năm 2026 nhờ giảm tình trạng thiếu tàu bay, giá nhiên liệu bay thấp, và tình trạng cạnh tranh giá tăng.
Lượng khách trong nước của ACV (triệu lượt)	74,8	81,5	9%	81,5	
Tổng lượng khách của ACV (triệu)	121,6	134,4	11%	134,4	
Doanh thu thuần	25.423	28.295	11%	28.295	* Cao hơn so với dự báo trước đây, do chúng tôi đã đưa chi phí lãi vay của LTA vào mô hình dự báo, phản ánh giả định của chúng tôi rằng LTA sẽ bắt đầu hoạt động thương mại từ giữa năm 2026 (so với giả định trước đây là năm 2027).
Doanh thu hàng không	17.701	19.591	11%	19.591	
Phí cất hạ cánh	3.150	3.484	11%	3.484	
Doanh thu phi hàng không	4.676	5.324	14%	5.324	
Doanh thu của ACV**	22.273	24.811	11%	24.811	
Lợi nhuận gộp	15.580	13.348	-14%	17.809	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-1.645	-1.526	-7%	-1.526	
Lợi nhuận từ HĐKD	13.935	11.823	-15%	16.284	
Thu nhập tài chính	1.377	904	-34%	927	
Chi phí tài chính	-1.130	-2.388	111%	-872	
Thu nhập ròng từ CTLK	386	430	11%	430	
LNTT	14.593	10.797	-26%	16.797	
LNTT điều chỉnh theo lãi/lỗ tỷ giá	13.518	10.066	-26%	15.977	
Thuế thu nhập	-2.806	-2.159	-23%	-3.359	
LNST	11.787	8.637	-27%	13.437	
LNST sau lợi ích CĐTS	11.774	8.628	-27%	13.422	
LNST sau lợi ích CĐTS của ACV	10.293	6.955	-32%	11.750	
LNST sau lợi ích CĐTS của Nhà nước***	1.480	1.672	13%	1.672	
Khấu hao	3.099	6.315	104%	3.337	
EBITDA	17.034	18.137	6%	19.621	
Biên lợi nhuận gộp	61,3%	47,2%		62,9%	* Biên lợi nhuận chịu áp lực bởi chi phí khấu hao tăng khi LTA được giả định sẽ bắt đầu hoạt động thương mại từ giữa năm 2026 (so với giả định trước đây là năm 2027).
Biên SG&A	-6,5%	-5,4%		-5,4%	* Chúng tôi kỳ vọng ACV sẽ hoàn nhập 500 tỷ đồng dự phòng nợ xấu trong năm 2026.
Biên EBITDA	67,0%	64,1%		69,3%	
Biên lợi nhuận ròng*	46,2%	28,0%		47,4%	

Nguồn: ACV, Vietcap. Lưu ý: (^) Bao gồm hành khách quốc tế tại các nhà ga quốc tế Đà Nẵng (DAD) và Cam Ranh (CXR); (**) Không bao gồm đóng góp từ các tài sản hàng không được Nhà nước đầu tư; (***) LNST sau lợi ích CĐTS từ các tài sản thuộc sở hữu của Nhà nước; Nhà nước ủy quyền cho ACV quản lý các tài sản này (bao gồm đường băng).

Hình 6 Các khoản phải thu của ACV tính đến quý 3/2025

Tỷ đồng	Tổng cộng	Tổng nợ xấu gộp	Tổng nợ xấu ròng
Tất cả các hãng	7.624	3.816	2
Vietjet Air	1.522	0	0
Bamboo Airways	2.573	2.573	0
Vietnam Airlines	345	1	1
Pacific Airlines	871	871	0

Nguồn: ACV, Vietcap

Hình 7: Độ nhạy lãi/lỗ tỷ giá dựa theo tỷ giá dự báo JPY/VND trong năm 2025

Tỷ đồng	JPY/VND				
	176	181	186	191	196
Dự báo lãi/lỗ tỷ giá 2025	-514	-794	-1.075	-1.355	-1.636
% lợi nhuận từ HĐKD	-4%	-6%	-9%	-11%	-13%

Nguồn: Vietcap

Dự án Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA)

LTA Giai đoạn 1 với một đường băng sẽ cung cấp sức chứa 25 triệu hành khách và 1,2 triệu tấn hàng hóa cho TP.HCM và các tỉnh lân cận. Tại ĐHCĐ năm 2024 của ACV, ban lãnh đạo cho biết LTA sẽ phục vụ khoảng 90% chuyến bay quốc tế cho TP.HCM và các tỉnh lân cận. ACV sẽ có thể thu phí cất cánh và hạ cánh (T-O/L) tại LTA vì ACV là nhà phát triển tiểu dự án thứ ba của LTA (bao gồm cơ sở hạ tầng đường băng và sân đỗ).

Việc xây dựng bắt đầu vào cuối năm 2020 và ACV dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2026 - chậm so với mục tiêu ban đầu là 2025 nhưng sớm hơn kỳ vọng của chúng tôi là 2027.

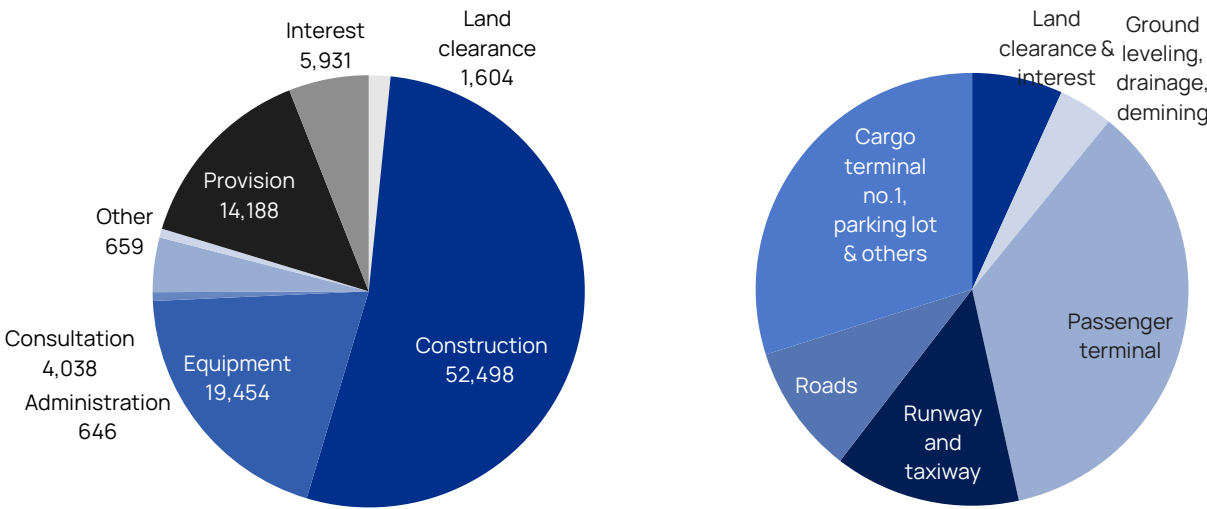
Vui lòng tìm thêm thông tin chi tiết về tác động tiềm ẩn của gói này và Sân bay Quốc tế Long Thành trong [Góc nhìn đầu tư](#): Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA) - Đại dự án hàng không dự kiến tác động đến nhiều ngành, ngày 17/07/2023 của chúng tôi.

Hình 8: Tổng quan chủ đầu tư Giai đoạn 1 của LTA và tổng mức đầu tư các dự án thành phần

	Dự án thành phần 1	Dự án thành phần 2	Dự án thành phần 3	Dự án thành phần 4	Tổng cộng
Hạng mục	Các công trình của cơ quan chức năng	Tòa nhà quản lý không lưu	Xây dựng sân bay thiết yếu, bao gồm cơ sở hạ tầng chung và nhà ga hàng hóa số 1	Các tòa nhà cho các dịch vụ hàng không bổ sung, bao gồm nhà ga hàng hóa số 2	
Nhà đầu tư	Cơ quan nhà nước và/hoặc nhà đầu tư đối tác công tư (PPP) nếu cơ quan nhà nước không thu xếp được vốn	Tổng công ty Quản lý bay Việt Nam	ACV	Bộ GTVT sẽ giám sát việc đấu thầu dự án thành phần số 4	
Tổng chi phí đầu tư (tỷ đồng)	293	3.435	99.019	6.364	109.112
Tổng chi phí đầu tư (triệu USD) với tỷ giá VND/USD là 23.390)	13	147	4.233	272	4.665

Nguồn: Quyết định số 1777/QĐ-TTg, ACV, Vietcap

Hình 9: Cơ cấu chi phí đầu tư dự án thành phần 3 của LTA giai đoạn 1 (tỷ đồng)



Nguồn: ACV (trái), ước tính của Vietcap dựa trên dữ liệu của ACV (phải)

Hình 10: Các gói thầu xây lắp tiêu biểu của dự án thành phần 3 của LTA

Hạng mục	Gói thầu	Giá trị (tỷ đồng)	Tình trạng	Bên trúng thầu/bên đấu thầu/công ty niêm yết hưởng lợi tiềm năng
San nền & thoát nước	3.4	4.412	Đang thi công	Bên trúng thầu: CT TNHH Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Tổng Công ty Xây dựng Công trình Hàng không ACC Phúc Lộc Group Cienco8 Vinaconex (HOSE: VCG)
Nhà ga hành khách	5.10 - Phần thân ga hành khách	35.234	Đang thi công	Bên trúng thầu: Liên danh VIETUR (xem bên dưới) Những công ty niêm yết hưởng lợi tiềm năng: HOSE: DHA UPCoM: VLB
Nhà ga hàng hóa số 1	7.8	N/A	Đang thi công	Những công ty niêm yết hưởng lợi tiềm năng: HOSE: SCS HOSE: NCT
Cơ sở hạ tầng	4.6 – Đường băng, một sân đỗ khác	8.136	Đang thi công	Bên trúng thầu (một liên danh) Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex) (HOSE: VCG) CT TNHH Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Tổng Công ty xây dựng công trình hàng không ACC CTCP Tập đoàn CIENCO4 (UPCoM: C4G) CTCP Phát triển Đầu tư Xây dựng Việt Nam CTCP Xây dựng công trình hàng không Sáu Bốn Bảy
	4.7 – Sân đỗ nhà ga hành khách	6.268	Đang thi công	Bên trúng thầu CT TNHH Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Tổng Công ty xây dựng công trình hàng không ACC Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam CTCP Phát triển Đầu tư Xây dựng Việt Nam CTCP Tập đoàn CIENCO4 CTCP Xây dựng công trình hàng không Sáu Bốn Bảy
	4.8 – Đường nội bộ	11.066	Đang thi công	Bên trúng thầu CT TNHH Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn CTCP Đầu tư và Xây dựng Giao thông Phương Thành Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam Tổng Công ty Xây dựng số 1 CTCP Kỹ thuật Công nghiệp Châu Á CTCP Ứng dụng và Phát triển Công nghệ Thông tin CTCP Đầu tư và Phát triển Xây dựng Việt Nam CT TNHH Đầu tư và Xây dựng Dacinco CTCP Xây dựng và Lắp đặt 368
	6.12 – Đường T1, T2	2.785	Đang thi công	Bên trúng thầu CTCP Đầu tư hạ tầng giao thông Đèo Cả (HOSE: HHV) Tổng Công ty Thăng Long (HNX: TTL) CTCP Đầu tư Xây dựng Hạ tầng Khang Nguyên CT TNHH Thương mại, Xây dựng và Tư vấn Hoàng Long CTCP Xây lắp 368

Nguồn: ACV, truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp

Đề án pháp lý quản lý đường băng và niêm yết trên HOSE

Đề án pháp lý quản lý đường băng đã được Chính phủ phê duyệt. Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt đề án vào tháng 12/2020 giao ACV quản lý và khai thác tài sản hạ tầng hàng không (bao gồm cả đường băng) đến hết năm 2025 trong khi quyền sở hữu đường băng vẫn thuộc về Chính phủ. Đề án này hiện đã được gia hạn đến cuối năm 2026, theo chia sẻ từ ban lãnh đạo ACV.

Theo đề án pháp lý này, Bộ Giao thông Vận tải đã đề xuất ACV sử dụng nguồn thu từ tài sản cơ sở hạ tầng hàng không để tài trợ cho các dòng tiền cần thiết như bảo trì và sửa chữa tài sản. Trong khi đó, Chính phủ sẽ định giá lại tài sản hạ tầng đường băng, có thể đưa vào bảng cân đối kế toán của ACV để đổi lấy việc tăng cổ phần Nhà nước. Để thực hiện quá trình này, Chính phủ giao Bộ GTVT chủ trì, phối hợp với các cơ quan liên quan xác định giá trị tài sản hạ tầng hàng không do Nhà nước đầu tư.

Việc ACV chuyển niêm yết sang HOSE đòi hỏi phải giải quyết mọi vấn đề còn tồn đọng liên quan đến việc ACV bắt đầu ghi nhận doanh thu, chi phí liên quan đến tài sản hạ tầng hàng không do Nhà nước đầu tư (bao gồm cả đường băng) từ năm 2021. ACV đã hoàn tất phân loại tài sản và quá trình định giá lại tài sản đang được triển khai. Khi quá trình này được hoàn tất (kỳ vọng vào cuối năm 2026), ACV dự kiến sẽ đề xuất sử dụng các tài sản sau định giá để tăng vốn Nhà nước tại ACV, giúp ACV đáp ứng các yêu cầu niêm yết trên HOSE, mặc dù quyết định cuối cùng vẫn thuộc về Chính phủ.

Định giá

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi giữ nguyên phương pháp định giá là kết hợp giữa chiết khấu dòng tiền - CKDT (70%) và hệ số Giá trị doanh nghiệp/Lợi nhuận trước lãi vay, thuế, và khấu hao (EV/EBITDA) dựa trên EBITDA dự phóng năm 2025 của chúng tôi (30%). Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ giữa năm 2026 sang cuối năm 2026.

Đối với phương pháp CKDT, chúng tôi áp dụng giai đoạn dự báo là 13 năm (2026-2038) để phản ánh tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ACV từ LTA Giai đoạn 1 (dự kiến vận hành vào giữa năm 2026, so với dự kiến trước đó là năm 2027) và Giai đoạn 2 (dự kiến vận hành vào năm 2032). Định giá CKDT của chúng tôi phụ thuộc nhiều vào giá trị cuối cùng do gánh nặng vốn đầu tư XDCB cao trong 10 năm tới.

Chúng tôi đưa vào tỷ trọng 30% đối với phương pháp định giá EV/EBITDA nhằm giảm bớt tác động của gánh nặng vốn đầu tư XDCB lớn tại LTA và chi phí lãi vay tăng từ giữa năm 2026 trở đi (so với dự kiến trước đó là năm 2027). Chúng tôi điều chỉnh giảm EV/EBITDA từ mức 20,0 lần xuống 16,0 lần, phù hợp với mức trung bình giai đoạn 2017-2025 của ACV (loại trừ giai đoạn 2020-2022). Chúng tôi cho rằng mức điều chỉnh này phản ánh phù hợp tâm lý thận trọng hơn của thị trường, trong bối cảnh Chính phủ ngày càng đẩy mạnh hỗ trợ và khuyến khích khu vực tư nhân tham gia, qua đó tạo ra bức tranh cạnh tranh đa dạng hơn so với cấu trúc gần như độc quyền truyền thống của ACV.

Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng EV/EBITDA dự phóng các năm 2025/26/27 của ACV lần lượt là 19,2 lần/18,2 lần/14,4 lần so với mức trung bình 17,6 lần của giai đoạn 2017-2025 (không bao gồm 2021-2022).

Hình 11: Tóm tắt định giá của Vietcap đối với ACV

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng/CP)	Tỷ trọng	Đóng góp (đồng/CP)
CKDT	68.800	70%	48.160
EV/EBITDA với EBITDA dự phóng năm 2026 là 16,0 lần	54.946	30%	16.484
Giá mục tiêu (đồng/CP)			64.600
EV/EBITDA dự phóng năm 2025/2026/2027 tương ứng với giá mục tiêu			19,2x/18,2x/14,4x

Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 12: Tóm tắt định giá CKDT

Chi phí vốn	Trước đây	Điều chỉnh	Dự báo DTTD (15 năm) - tỷ đồng	Giá trị
Beta	0,8	0,8	GTHT của DTTD	66.951
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%	GTHT của GT cuối (TT 2%)	169.928
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%	GTHT của DTTD và GTC	236.878
Chi phí vốn cổ phần %	12,3%	12,3%	+ Tiền mặt & Tiền gửi ngắn hạn	20.022
Chi phí lãi vay %	11,0%	11,0%	- Nợ	-10.262
Lãi vay %	10,0%	10,0%	- Lợi ích CBTS	-52
Vốn cổ phần %	90,0%	90,0%	Giá trị vốn chủ sở hữu	246.586
Thuế DN %	20,0%	20,0%	Số lượng cổ phiếu (triệu)	3.583
WACC %	12,0%	12,0%	Giá trị CKDT/cổ phiếu, đồng	68.800

Nguồn: Bloomberg, Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi thay đổi giả định chi phí nợ vay do chúng tôi tin rằng chi phí nợ vay trong tương lai của ACV sẽ vào khoảng 11% do vay nợ để tài trợ cho dự án LTA, vốn không được Chính phủ bảo lãnh.

Hình 13: Dự báo DTTD cho giai đoạn 2025-2030

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN từ HĐKD của ACV	12.556	10.246	10.968	14.058	17.406	21.323
- Thuế	-2.511	-2.049	-2.194	-2.812	-3.481	-4.265
+ Khấu hao	3.169	6.384	9.894	9.987	10.081	10.175
- Vốn đầu tư XDCB	-57.319	-51.457	-28.354	-28.354	-28.354	-28.354
- Tăng vốn hoạt động	363	2.601	1.088	573	-1.079	-437
Dòng tiền tự do	-43.743	-34.275	-8.598	-6.546	-5.427	-1.558
GTHT của DTTD	0	-30.616	-6.860	-4.665	-3.455	-886
GTHT lũy kế của DTTD	0	-30.616	-37.476	-42.141	-45.596	-46.482

Nguồn: Vietcap

Hình 14: Dự báo DTTD cho giai đoạn 2031-2038

Tỷ đồng	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	2038F
LN từ HĐKD của ACV	25.704	27.761	33.302	39.601	46.761	54.901	63.717	73.724
- Thuế	-5.141	-5.552	-6.660	-7.920	-9.352	-10.980	-12.743	-14.745
+ Khấu hao	10.269	16.595	16.734	16.873	17.011	17.150	17.315	17.454
- Vốn đầu tư XDCB	-28.354	-2.594	-2.594	-2.594	-2.594	-2.594	-2.594	-2.594
- Tăng vốn hoạt động	-1.089	-2.334	-2.033	-2.072	-2.112	-811	-1.873	-1.872
Dòng tiền tự do	1.389	33.875	38.748	43.887	49.714	57.667	63.821	71.968
GTHT của DTTD	705	15.368	15.702	15.885	16.073	16.654	16.463	16.582
GTHT lũy kế của DTTD*	-45.776	-30.408	-14.706	1.179	17.252	33.905	50.369	66.951

Nguồn: Vietcap

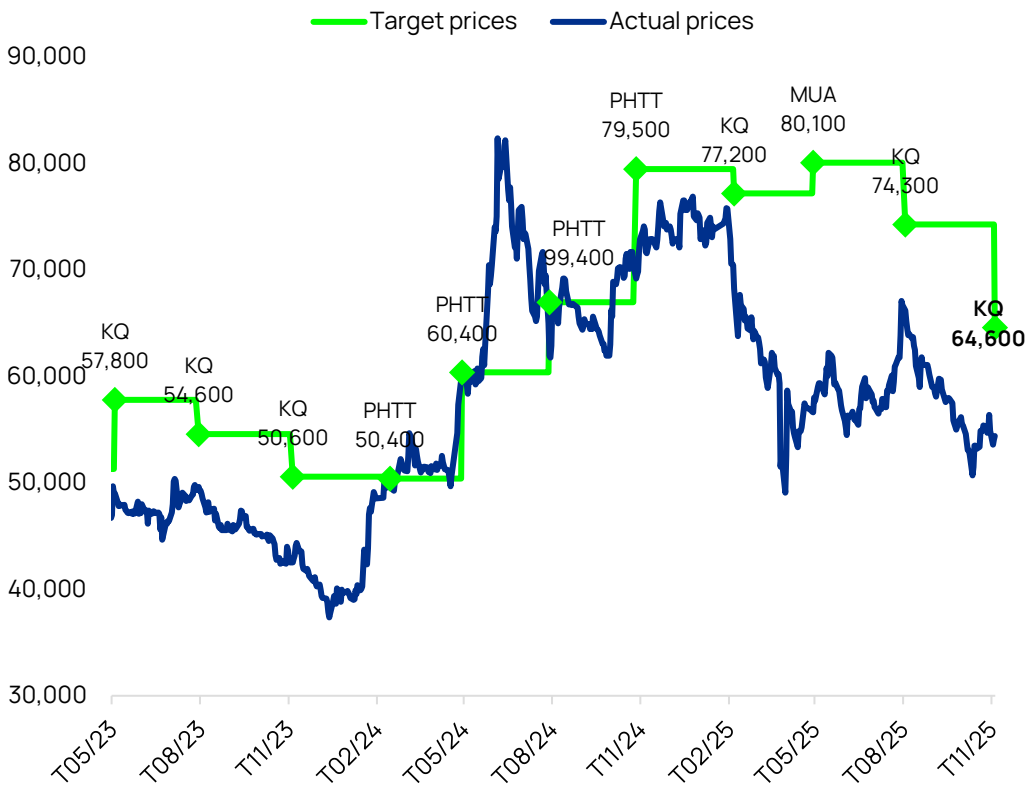
Hình 15: Độ nhạy giá mục tiêu đối với tăng trưởng giá trị cuối và WACC (đồng/cổ phiếu)

		WACC				
Tăng trưởng		11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
	1,0%	69.900	65.200	60.900	57.200	53.800
	1,5%	72.000	67.000	62.500	58.600	55.000
	2,0%	74.400	69.000	64.600	60.000	56.200
	2,5%	77.000	71.200	66.100	61.600	57.600
	3,0%	79.900	73.700	68.300	63.500	59.200

Nguồn: Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 16: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu của ACV (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	22.555	25.423	28.295	33.663
Giả vốn hàng bán	-8.741	-9.843	-14.947	-19.117
Lợi nhuận gộp	13.813	15.580	13.348	14.546
Chi phí bán hàng	-374	-422	-469	-558
Chi phí quản lý DN	-1.138	-1.224	-1.056	-1.351
LN thuần HĐKD	12.301	13.935	11.823	12.636
Doanh thu tài chính	2.510	1.377	904	785
Chi phí tài chính	-876	-1.130	-2.388	-4.155
Trong đó, chi phí lãi vay	-61	-55	-1.657	-2.880
Lợi nhuận từ công ty LDLC	364	386	430	511
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	33	25	28	34
LNTT	14.333	14.593	10.797	9.811
Thuế TNDN	-2.756	-2.806	-2.159	-1.962
LNST trước CĐTS	11.577	11.787	8.637	7.849
Lợi ích CĐ thiểu số	-13	-13	-10	-9
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	11.564	11.774	8.628	7.840
LNST sau lợi ích CĐTS của ACV *	10.321	10.293	6.955	6.024
LNST sau lợi ích CĐTS của CP **	1.242	1.480	1.672	1.817
EBITDA	14.589	17.034	18.137	22.460
EPS báo cáo, VND	2.939	2.999	2.214	2.020
EPS báo cáo của ACV, VND	2.593	2.586	1.747	1.513
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DT	12,8%	12,7%	11,3%	19,0%
Tăng trưởng DT của ACV *	13,3%	12,8%	11,4%	20,4%
TT LN từ HĐKD	51,9%	13,3%	-15,2%	6,9%
LNTT	36,6%	1,8%	-26,0%	-9,1%
EPS báo cáo của ACV	42,9%	-0,3%	-32,4%	-13,4%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	61,2%	61,3%	47,2%	43,2%
Biên LN từ HĐ %	54,5%	54,8%	41,8%	37,5%
Biên EBITDA	64,7%	67,0%	64,1%	66,7%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS *	52,3%	46,2%	28,0%	20,2%
ROE *	21,0%	17,9%	11,4%	9,3%
ROA *	16,0%	11,9%	6,2%	4,6%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	15,9	13,5	13,3	14,3
Số ngày phải thu	200,8	163,8	141,2	122,9
Số ngày phải trả	60,1	63,8	58,9	66,8
TG luân chuyển tiền	156,6	113,5	95,6	70,4
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	5,2x	3,9x	2,1x	1,9x
CS thanh toán nhanh	5,2x	3,9x	2,0x	1,9x
CS thanh toán tiền mặt	3,4x	2,1x	0,8x	0,8x
Nợ/Tài sản	13,5%	42,0%	49,1%	47,3%
Nợ/Vốn sử dụng	14,9%	45,4%	52,4%	50,6%
Nợ/Vốn CSH	-30,5%	39,2%	79,1%	83,8%
Khả năng thanh toán lãi vay ⁽²⁾	241,0x	307,1x	10,9x	7,8x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	6.307	4.410	1.217	3.911
Đầu tư TC ngắn hạn	20.249	11.249	7.249	5.749
Các khoản phải thu	12.144	10.679	11.216	11.460
Hàng tồn kho	294	431	655	838
TS ngắn hạn khác	1.537	2.034	1.698	2.020
Tổng TS ngắn hạn	40.530	28.803	22.033	23.977
TS dài hạn (gộp)	49.771	60.771	178.403	179.903
- Khấu hao lũy kế	-37.741	-40.840	-47.155	-56.979
TS dài hạn (ròng)	12.030	19.931	131.248	122.924
Chi phí XDCC dở dang	20.904	67.223	1.049	27.903
TS dài hạn khác	3.805	4.289	4.774	5.680
Tổng TS dài hạn	36.739	91.444	137.071	156.506
Tổng Tài sản	77.270	120.247	159.104	180.484
Phải trả ngắn hạn	1.689	1.753	3.071	3.928
Nợ ngắn hạn	396	496	657	745
Nợ ngắn hạn khác	5.636	5.105	6.813	7.793
Tổng nợ ngắn hạn	7.722	7.354	10.540	12.466
Nợ dài hạn	9.346	40.954	67.920	79.488
Nợ dài hạn khác	261	210	278	316
Tổng nợ	17.329	48.519	78.738	92.269
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	21.772	35.829	35.829	35.829
Thặng dư vốn CP	15	15	15	15
Lợi nhuận giữ lại	32.067	29.783	38.411	46.251
Vốn khác	6.032	6.032	6.032	6.032
Lợi ích CĐTS	56	70	79	88
Vốn chủ sở hữu	59.941	71.728	80.365	88.214
Tổng cộng nguồn vốn	77.270	120.247	159.104	180.484
CP lưu hành cuối năm (triệu)	2.177	3.583	3.583	3.583

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	2.844	6.307	4.410	1.217
Lợi nhuận sau thuế	11.564	11.774	8.628	7.840
Khấu hao	2.288	3.099	6.315	9.824
Thay đổi vốn lưu động	-2.319	363	2.601	1.088
Điều chỉnh khác ⁽¹⁾	886	-1.148	-654	-490
Tiền từ hoạt động KD	9.626	14.088	16.890	18.263
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-13.279	-57.319	-51.457	-28.354
Đầu tư, ròng	7.428	9.627	4.247	1.130
Tiền từ HĐ đầu tư	-5.852	-47.693	-47.211	-27.224
Cổ tức đã trả	-7	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-406	31.608	26.966	11.568
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	100	160	88
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-414	31.708	27.126	11.656
Tổng lưu chuyển tiền tệ	3.361	-1.896	-3.195	2.695
Tiền cuối năm	102	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	6.307	4.410	1.217	3.911

Nguồn: ACV, Vietcap; Ghi chú: (*) Không bao gồm đóng góp từ tài sản hàng không do Nhà nước đầu tư; (**) LNST sau lợi ích CĐTS từ tài sản Nhà nước sở hữu; Nhà nước ủy quyền cho ACV quản lý các tài sản này (bao gồm cả đường băng); (1) chủ yếu bao gồm thu nhập từ lãi và cổ tức; (2) bao gồm các khoản đầu tư ngắn hạn (tiền gửi có kỳ hạn ngắn).

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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 (1): Bitexco

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

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

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

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

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 Thực, 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

- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@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.