

Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

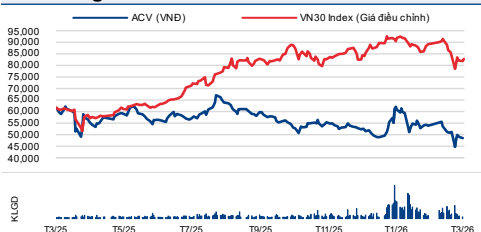
Giá mục tiêu: VNĐ48,900 (từ VNĐ63,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 0.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	48,700
Mã Bloomberg	ACV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	44,800-67,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	48,733
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	174,443
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,637
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,582
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,755
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,680
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	2.09%
Tỷ lệ freefloat	4.60%
Cổ đông lớn	Bộ Tài Chính (95.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(9.65)	(7.41)	(21.0)
So với chỉ số	(2.66)	(6.21)	(41.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,377	2,051	15.9
2027F	1,045	1,912	(45.4)
2028F	1,766	4,563	(61.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Cảng Hàng Không Việt Nam quản lý và điều hành 22 sân bay trên cả nước. Trong đó, có 7 sân bay Quốc tế. Hiện tại, Công ty đang triển khai xây dựng hai dự án lớn là SBQT Long Thành và nhà ga 3 của sân bay SBQT Tân Sơn Nhất.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Chê Thị Mai Trang

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Động lực suy giảm: rủi ro bị định giá lại ở mặt bằng thấp hơn, hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ

- HSC hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu mới thấp hơn là 48.900đ (tiềm năng tăng giá 0,4%) để phản ánh những thông tin mới về Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (LTH).
- Mặc dù điều chỉnh tăng 40% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 (giảm 2% so với năm trước) nhưng HSC giảm 36% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 do điều chỉnh giảm giả định tổng lượng hành khách vì chúng tôi cho rằng cuối năm 2026 là thời điểm sớm nhất LTH có thể đi vào hoạt động, so với kế hoạch ban đầu là tháng 6/2026. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần phục hồi 69% trong năm 2028 nhưng tốc độ CAGR 3 năm là -10,7%, dù EBITDA vẫn duy trì tăng trưởng 17,1%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 3 tháng qua, ACV đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 11,1 lần, so với bình quân 3 năm là 12,8 lần. Do bối cảnh cạnh tranh đang thay đổi, chúng tôi dự báo cổ phiếu sẽ bị định giá lại ở mặt bằng thấp hơn.

Sự kiện: Cập nhật về LTH và thay đổi nhân sự

Theo ACV, Dự án thành phần 3, bao gồm nhà ga hành khách và hạ tầng thiết yếu, đã đạt 72,69% tiến độ hoàn thành, với giá trị khối lượng thực hiện hiện tại là 62,8 nghìn tỷ đồng trên tổng giá trị hợp đồng 86,4 nghìn tỷ đồng. Trong đó, tổng giá trị giải ngân đạt 40,7 nghìn tỷ đồng, tương đương 47,1% tiến độ tài chính của dự án. Việc đưa LTH vào vận hành thương mại vào tháng 6/2026 đang chịu áp lực tiến độ đáng kể. Trong bối cảnh 27% khối lượng công việc vẫn còn dang dở và các tuyến kết nối giao thông trọng điểm với TP.HCM chưa hoàn thiện, mục tiêu vận hành vào tháng 6/2026 là thách thức rất lớn. Nhà đầu tư nên chuẩn bị cho kịch bản chuyển đổi theo từng giai đoạn; mặc dù các thử nghiệm giai đoạn đầu có thể diễn ra vào cuối năm 2026 nhưng việc chuyển dịch lượng lớn hành khách từ TIA (Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất) sang LTH dự kiến sẽ cần thời gian dài hơn so với kế hoạch.

ACV hiện đang hoàn tất việc kiện toàn cơ cấu lãnh đạo cấp cao sau các biến động nhân sự điều hành gần đây. Chúng tôi kỳ vọng bộ máy tổ chức sẽ tiếp tục được củng cố trong ngắn hạn, qua đó giúp ACV ở vị thế thuận lợi hơn khi bước vào giai đoạn phát triển mang tính bản lề. Những thay đổi về nhân sự lãnh đạo này mang ý nghĩa then chốt đối với việc triển khai hiệu quả dự án trọng điểm LTH, dự án này vẫn là nền tảng cho tham vọng xây dựng trung tâm trung chuyển hàng không hàng đầu khu vực của ACV.

Tác động: Điều chỉnh tăng 40% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 nhưng giảm 36% cho năm 2027

Để phản ánh việc điều chỉnh giảm lượng khách quốc tế và việc trì hoãn 5 tháng thời điểm vận hành thương mại của LTH, HSC điều chỉnh tăng 40% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 nhưng giảm 36% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027, tương ứng lợi nhuận thuần dự báo giảm lần lượt 2% và 56%. Cho năm 2028, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần phục hồi 69%, tương ứng CAGR lợi nhuận thuần 3 năm ở mức -10,7%, trong khi EBITDA vẫn duy trì đà tăng trưởng tích cực 17,1%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 3 tháng qua, ACV đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 11,1 lần, so với bình quân 3 năm là 12,8 lần. Triển vọng lợi nhuận ngắn hạn chịu áp lực ngày càng gia tăng do bắt đầu ghi nhận chi phí khấu hao và chi phí lãi vay ở mức cao, trong khi các thay đổi nhân sự lãnh đạo đang diễn ra tiếp tục ảnh hưởng đến tâm lý thị trường. Do tương quan rủi ro-lợi nhuận kém hấp dẫn và lợi thế độc quyền suy giảm, HSC hạ khuyến nghị đối với ACV xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu mới thấp hơn là 48.900đ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/3.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	14,750	16,882	19,387	21,539 ▼	24,367
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	10,421	10,842	9,475 ▲	4,165 ▼	7,037
EPS ĐC (đồng)	2,615	2,720	2,377 ▲	1,045 ▼	1,766
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	27,554	19,505	21,882	22,927	23,793
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.05	10.0	11.6	9.28	7.57
P/E ĐC (lần)	18.6	17.9	20.5	46.6	27.6
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.77	2.50	2.23	2.12	2.05
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	42.4	4.04	(12.6)	(56.0)	69.0
ROAE (%)	18.9	16.7	12.8	5.19	8.41

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Triển vọng ngắn hạn kém hấp dẫn hơn; hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

Mặc dù HĐKD cốt lõi của ACV vẫn duy trì tích cực với CAGR EBITDA 3 năm đạt 17,1% trong giai đoạn 2025-2028 nhưng triển vọng lợi nhuận ngắn hạn chịu áp lực do chi phí khấu hao và chi phí lãi vay của LTA tăng cao trong năm 2027, dẫn đến dự báo lợi nhuận giảm 56% hay lợi nhuận thuần có CAGR âm khoảng 10% đến năm 2028. Các thay đổi nhân sự lãnh đạo và điều chỉnh cơ cấu tổ chức đang diễn ra nhiều khả năng sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư trong giai đoạn then chốt của quá trình triển khai dự án. Chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ bước vào giai đoạn tích lũy khi phải xử lý các nút thắt về logistics và giai đoạn tăng tốc ban đầu của LTH. Theo đó, sự phục hồi rõ rệt của lợi nhuận nhiều khả năng sẽ bị trì hoãn đến năm 2028 khi công suất hoạt động được cải thiện. Do đó, tương quan rủi ro - lợi nhuận hiện tại trở nên kém hấp dẫn hơn, cho thấy cần duy trì quan điểm thận trọng cho đến khi xuất hiện các yếu tố hỗ trợ rõ ràng hơn về vận hành và hạ tầng. Cổ phiếu được dự báo sẽ bị định giá lại ở mặt bằng thấp hơn khi ACV đang dần đánh mất vị thế độc quyền. HSC hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu mới thấp hơn là 48.900đ.

Cập nhật tiến độ Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (LTH)

Dự án Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (LTH) chính thức khởi công vào tháng 1/2021 và là dự án hạ tầng tham vọng nhất của Việt Nam cho đến nay. Giai đoạn 1 của dự án có tổng mức đầu tư khoảng 110 nghìn tỷ đồng, được chia thành bốn dự án thành phần.

Bảng 1: Sân bay Quốc tế Long Thành – Quy mô đầu tư

Tổng vốn đầu tư giai đoạn 1 được phê duyệt ở mức 109 nghìn tỷ đồng, trong đó ACV đảm nhận triển khai phần vốn khoảng 99 nghìn tỷ đồng.

LTH	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2	Giai đoạn 3
Công suất nhà ga hành khách (triệu lượt khách/năm)	25.0	50.0	100.0
Công suất nhà ga hàng hóa (triệu tấn/năm)	1.2	1.5	5.0
Tổng vốn đầu tư (nghìn tỷ đồng)	109.1		
Tổng vốn đầu tư 3 giai đoạn (nghìn tỷ đồng)		336.6	

Nguồn: HSC thu thập số liệu

Dự án Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (LTH) chính thức khởi công vào tháng 1/2021 và là dự án hạ tầng tham vọng nhất của Việt Nam cho đến nay. Giai đoạn 1 của dự án có tổng mức đầu tư khoảng 110 nghìn tỷ đồng, được chia thành bốn dự án thành phần.

Quan trọng nhất là Dự án thành phần 3 do ACV quản lý. Với tổng vốn đầu tư của ACV là 99 nghìn tỷ đồng, dự án thành phần này bao gồm hạ tầng cốt lõi của Cảng hàng không, gồm nhà ga hành khách, đường băng, đường lăn, sân đỗ và các hệ thống hạ tầng kỹ thuật. Trong tổng ngân sách này, riêng chi phí xây dựng chiếm khoảng 52 nghìn tỷ đồng, phần còn lại được phân bổ cho thiết bị công nghệ cao, tư vấn và các chi phí liên quan.

Xét về góc độ tài chính, hoạt động đầu tư của ACV đã có sự thay đổi đáng kể trong giai đoạn 2021-2025. Sau giai đoạn giải ngân thấp trong thời kỳ thiết kế và đấu thầu ban đầu (2021-2022), dòng vốn đã tăng mạnh từ năm 2023 khi các gói thầu xây dựng chính được triển khai đồng loạt. Tính đến cuối năm 2024, ACV đã giải ngân khoảng 12,7 nghìn tỷ đồng, con số này tăng lên 34,2 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2025, tương đương khoảng một phần ba tổng ngân sách của Dự án thành phần 3. Tính đến cuối năm 2025, ACV sử dụng nguồn vốn tự có trong khi khoản vay hợp vốn trị giá 1,8 tỷ USD từ các ngân hàng thương mại trong nước vẫn chưa được giải ngân.

Việc triển khai kỹ thuật của Dự án thành phần 3 tập trung chủ yếu vào hai gói thầu trọng điểm. Gói thầu 5.10, bao gồm xây dựng và lắp đặt thiết bị cho nhà ga hành khách, là hạng mục trọng tâm của dự án với giá trị 35 nghìn tỷ đồng. Gói thầu này do Liên danh Vietur thực hiện, với IC Ictas (Thổ Nhĩ Kỳ) là đơn vị đứng đầu, cùng sự

tham gia của các doanh nghiệp lớn trong nước như Vinaconex (VCG; chưa khuyến nghị) và Ricons (công ty tư nhân), v.v.. Bổ trợ cho gói thầu này là Gói 4.6 trị giá 7,2 nghìn tỷ đồng, tập trung vào hạ tầng khu bay (đường băng và đường lăn) do liên danh gồm VCG, Trường Sơn (công ty tư nhân) và Cienco4 (C4G; chưa khuyến nghị) triển khai. Bên cạnh đó, ACV cũng đang triển khai nhiều gói thầu quy mô hàng nghìn tỷ đồng cho sân đỗ, hệ thống đường nội bộ và các hệ thống hạ tầng điện/nước.

Trong khi ACV phụ trách các hạng mục cốt lõi của Cảng hàng không, các hạng mục khác cũng đang được triển khai song song nhằm đảm bảo sẵn sàng vận hành. Dự án thành phần 1 (trụ sở cơ quan quản lý nhà nước) đã hoàn thành toàn bộ 6 tòa nhà vào đầu năm 2026. Dự án thành phần 2 (các công trình quản lý bay), do Tổng công ty Quản lý bay Việt Nam (VATM) phụ trách, tập trung vào tháp kiểm soát không lưu và hệ thống radar. Cuối cùng, Dự án thành phần 4, bao gồm các dịch vụ hàng không như suất ăn, phục vụ mặt đất và bảo dưỡng máy bay, đang được triển khai bởi các doanh nghiệp chủ chốt trong ngành như Vietnam Airlines (HVN; Tăng tỷ trọng) và Vietjet (VJC; Giảm tỷ trọng). Nhìn chung, các nỗ lực này cho thấy vai trò chiến lược của LTH trong lộ trình trở thành trung tâm trung chuyển hàng không hàng đầu khu vực.

HSC cho rằng LTH sẽ bắt đầu vận hành sớm nhất vào tháng 12/2026

Theo báo cáo mới nhất từ ACV, Dự án thành phần 3, bao gồm nhà ga hành khách và hạ tầng thiết yếu, đã đạt 72,69% tiến độ hoàn thành, với giá trị khối lượng thực hiện hiện tại là 62,8 nghìn tỷ đồng trên tổng giá trị hợp đồng 86,4 nghìn tỷ đồng. Tổng giá trị giải ngân đến nay đạt khoảng 40,7 nghìn tỷ đồng, tương đương 47,07% tiến độ tài chính của dự án.

Khi chỉ còn ba tháng, mục tiêu đưa LTH vào vận hành thương mại vào tháng 6/2026 của Chính phủ ngày càng trở nên tham vọng hơn. Không chỉ còn 27% khối lượng công việc chưa hoàn thành mà sự phức tạp trong tích hợp hệ thống và các giai đoạn chạy thử cuối cùng cũng tạo ra rủi ro triển khai đáng kể.

Bên cạnh đó, nút thắt hạ tầng kết nối giữa TP.HCM và LTH vẫn là mối quan ngại lớn đối với khả năng kết nối trong giai đoạn đầu. Do đó, mặc dù chúng tôi kỳ vọng các hoạt động chạy thử quy mô nhỏ tại một số hạng mục sẽ sớm được triển khai nhưng việc chuyển dịch toàn bộ lưu lượng hành khách từ TIA sang LTH nhiều khả năng sẽ diễn ra chậm hơn đáng kể so với kế hoạch ban đầu. Trong báo cáo này, chúng tôi giả định LTH sẽ bắt đầu vận hành thương mại từ đầu tháng 12/2026 thay vì kế hoạch ban đầu là tháng 6/2026.

Các tuyến đường kết nối đang được xây dựng

Từ nay đến năm 2029, hệ thống đường bộ (bao gồm cao tốc và đường vành đai) sẽ là phương thức kết nối chủ đạo giữa TP.HCM đến LTH. Chi tiết như sau:

Bảng 2: Các phương thức kết nối giao thông từ TP.HCM đến Long Thành (LTH)

Trong điều kiện hạ tầng hiện tại, thời gian di chuyển giữa TP.HCM và LTH ước tính khoảng 60–90 phút.

Loại hình giao thông	Tuyến đường	Thời gian di chuyển	Tình trạng triển khai / Tiến độ
Đường bộ hiện tại (Đường cao tốc)	Nút giao An Phú → Cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây → Quốc lộ 51 → Đường T1	60 - 90 phút (Hiện tại) 40 - 45 phút (Dự kiến)	Mở rộng cao tốc hiện tại lên 10 làn, dự kiến hoàn thành năm 2026 (so với 4 làn hiện hữu). 2026 vs. 4 lanes hiện tại.
Đường bộ hiện tại (Alternative)	Vành đai 3 → Tỉnh lộ 25B/25C → Quốc lộ 51 → LTH	60 - 90 phút	Tỉnh lộ 25B và 25C hiện tại đang được nâng cấp, dự kiến hoàn thành T6/2026.
Đường bộ hiện tại (Miền Nam)	Cao tốc Bến Lức – Long Thành (kết nối ĐBSCL/khu Nam TP.HCM với LTH)	Thay đổi	Dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2026
Tuyến Metro số 1 (mở rộng)	Metro Bến Thành – Suối Tiên (kéo dài tới Đồng Nai & LTH)	70 - 80 phút	Năm 2029 (triển khai theo cơ chế khẩn trương).
Đường sắt nhẹ Thủ Thiêm – Long Thành	Ga Thủ Thiêm (Quận 2) → Sân bay LTH (trục kết nối chuyên biệt trực tiếp)	45 - 50 phút (đường sắt cũ) 10 - 15 phút (cao tốc)	Dự kiến hoàn thành năm 2030 (khởi công dự kiến T6/2026).
Đường sắt cao tốc Bắc – Nam	Ga Thủ Thiêm → Sân bay LTH (đoạn kết nối ngắn)	10 - 15 phút	Dài hạn (sau 2030, phương án có chi phí cao nhất).
Tuyến Metro số 6 (tuyến chuyên biệt)	Sân bay Tân Sơn Nhất → Phú Hữu → Sân bay LTH (tuyến nhanh cho hành khách trung chuyển)	35 - 40 phút	Đang trong giai đoạn quy hoạch (tiến độ đồng bộ với mạng lưới Metro).
Tuyến Metro số 2 (kết nối)	Quận 1 → Metro số 2 (giai đoạn 2) → Trung tâm Thủ Thiêm → LTH qua đường sắt nhẹ	50 - 55 phút	Năm 2030 (Giai đoạn 2 Bến Thành – Thủ Thiêm).

Nguồn: HSC thu thập

Hiện trạng – tập trung vào hạ tầng đường bộ

Cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây đang được mở rộng lên 10 làn xe nhằm giảm tình trạng ùn tắc so với quy mô 4 làn hiện tại. Sau khi mở rộng, dự án này dự kiến sẽ rút ngắn thời gian di chuyển từ 60-90 phút hiện nay xuống còn 40-45 phút, với mục tiêu hoàn thành vào cuối năm 2026.

Các tuyến tỉnh lộ 25B và 25C đang được khẩn trương nâng cấp nhằm đáp ứng tiến độ khai thác Cảng hàng không dự kiến vào tháng 6/2026. Các tuyến này được kỳ vọng sẽ đóng vai trò là phương án thay thế cho cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây. Tuy nhiên, thời gian di chuyển đến LTH vẫn vào khoảng 60-90 phút, với rủi ro ùn tắc tại Quốc lộ 51.

Hạ tầng trong tương lai (metro và đường sắt)

Dự án kéo dài tuyến metro số 1 (từ Bến Thành đến Suối Tiên) được xem là “dự án cấp bách” nhằm kết nối trực tiếp tuyến hiện hữu với Cảng hàng không mới LTH.

Tuyến đường sắt nhẹ Thủ Thiêm – Long Thành: đây là tuyến kết nối xương sống. Tuyến này sẽ cung cấp cả dịch vụ thông thường với nhiều điểm dừng (45-50 phút) và dịch vụ nhanh (không dừng, mục tiêu 15 phút). **Tính khả thi** – mặc dù mục tiêu dưới 30 phút có thể đạt được về mặt kỹ thuật với các chuyến tàu nhanh không dừng nhưng hạ tầng cần thiết sẽ chưa thể hoàn thiện trước giai đoạn 2029-2030.

Lộ trình điều chuyển các chuyến bay quốc tế

Theo kế hoạch vận hành do Bộ Xây dựng trình Thủ tướng, việc chuyển các chuyến bay quốc tế từ TIA sang LTH sẽ bắt đầu ngay khi LTH chính thức đi vào hoạt động vào tháng 6/2026. Đến năm 2030, toàn bộ các đường bay và chuyến bay quốc tế sẽ được chuyển sang LTH, ngoại trừ các chuyến bay quốc tế cự ly ngắn dưới 1.000 km do các hãng hàng không Việt Nam khai thác.

Kết hợp với 10% các đường bay nội địa, chúng tôi ước tính khoảng 34% lượng hành khách sẽ chuyển từ TIA sang LTH trong năm 2027. Tỷ lệ này dự kiến sẽ tăng lên 39% vào năm 2028 (Bảng 3). Do đó, trong khi chờ hệ thống metro đi vào vận hành, mạng lưới đường bộ khu vực sẽ đóng vai trò then chốt trong việc vận chuyển hàng chục triệu hành khách giữa TP.HCM và LTH trong thời gian tới.

Như đã đề cập ở trên, trong báo cáo này, HSC giả định LTH sẽ bắt đầu vận hành thương mại từ đầu tháng 12/2026 thay vì tháng 6/2026 theo kế hoạch ban đầu. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng hành khách của LTH ở mức thấp, khoảng 500.000 hành khách trong năm 2026 trước khi cải thiện rõ rệt từ năm 2027 trở đi.

Về công suất hoạt động, chúng tôi ước tính đến năm 2030, tổng công suất hoạt động của cả TIA và LTH sẽ đạt khoảng 91%, trong đó TIA đạt 83% trong khi LTH đạt 107%.

Bảng 3: Phân bổ lại lưu lượng giữa TIA và LTH – ACV

Chúng tôi ước tính TIA/LTH sẽ chiếm tỷ trọng 61%/39% trong tổng lưu lượng khu vực TP.HCM và Đông Nam Bộ

Công suất thiết kế (triệu lượt khách/năm)	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
TIA	30.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
Nhà ga nội địa	15.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0
Nhà ga quốc tế	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
LTH - Giai đoạn 1	0.0	0.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
Tổng công suất của hai sân bay	30.0	50.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0
Số lượng hành khách (triệu lượt khách)							
TIA	39.9	42.4	45.4	33.0	34.1	37.7	41.5
Nhà ga nội địa	23.6	24.6	26.5	26.6	29.3	32.2	35.5
Nhà ga quốc tế	16.3	17.9	18.9	6.3	4.8	5.4	6.0
LTH - Giai đoạn 1	0.0	0.0	0.5	16.8	21.5	24.1	26.7
Khách nội địa	0.0	0.0	0.0	2.0	2.2	2.4	2.7
Khách quốc tế	0.0	0.0	0.5	14.8	19.3	21.7	24.1
Tổng số hành khách của hai sân bay	39.9	42.4	45.9	49.7	55.6	61.8	68.2
Hiệu suất (%)							
TIA	133%	85%	91%	66%	68%	75%	83%
Nhà ga nội địa	157%	70%	76%	76%	84%	92%	101%
Nhà ga quốc tế	109%	119%	126%	42%	32%	36%	40%
LTH - Giai đoạn 1	n/a	n/a	2%	67%	86%	96%	107%
Tổng hiệu suất của 2 sân bay	133%	85%	61%	66%	74%	82%	91%
Đóng góp							
TIA	100%	100%	99%	66%	61%	61%	61%
LTH - Giai đoạn 1	0%	0%	1%	34%	39%	39%	39%

Nguồn: HSC

Cập nhật cơ cấu lãnh đạo

Ngày 4/3/2026, ACV công bố đã nhận được thông báo chính thức từ Cơ quan Cảnh sát Điều tra thuộc Bộ Công an liên quan đến việc bắt giữ và tạm giam ông Vũ Thế Phiệt, Chủ tịch HĐQT và ông Nguyễn Tiến Việt, Thành viên HĐQT kiêm Phó Tổng Giám đốc. Hai cá nhân này đang bị điều tra về hành vi vi phạm quy định đấu thầu gây hậu quả đặc biệt nghiêm trọng, đồng thời bị cáo buộc nhận tiền từ các nhà thầu để đảm bảo trúng thầu.

Theo Điều lệ CTCP của ACV ban hành vào tháng 1/2025, Công ty có hai người đại diện theo pháp luật: (1) Chủ tịch HĐQT và (2) Tổng Giám đốc. Trước các thay đổi nhân sự gần đây, vị trí Tổng Giám đốc vẫn đang bỏ trống, khiến ông Phiệt là người đại diện theo pháp luật duy nhất của ACV tại thời điểm đó.

Sau các sự kiện vừa qua, vào ngày 25/2/2026, ông Lê Văn Khiên, Thành viên HĐQT, đã được tạm thời bổ nhiệm làm người đại diện theo pháp luật. Chúng tôi cho rằng đây là giải pháp mang tính tạm thời và kỳ vọng sẽ có thêm các quyết định bổ nhiệm để phù hợp với Điều lệ hiện hành, hoặc có thể điều chỉnh Điều lệ nhằm phản ánh tốt hơn tình hình thực tế của Công ty.

Trong bối cảnh này, HSC cho rằng ĐHCĐ sắp tới sẽ là sự kiện then chốt để hoàn thiện cơ cấu lãnh đạo, bao gồm việc bổ nhiệm (nếu có) Chủ tịch HĐQT, Tổng Giám đốc và các Phó Tổng Giám đốc mới. Khi LTH bước vào giai đoạn xây dựng cuối cùng và dự kiến sẽ sớm bắt đầu vận hành thử trong những tháng tới, việc nhanh chóng ổn định đội ngũ lãnh đạo sẽ đóng vai trò then chốt trong việc thúc đẩy tăng trưởng và thành công của Công ty trong giai đoạn tiếp theo.

Dự báo lợi nhuận mới

Nhìn lại năm 2025

ACV ghi nhận KQKD năm 2025 tích cực với doanh thu thuần đạt 25.960 tỷ đồng, tăng trưởng 15% và bằng 100% dự báo của HSC, trong khi lợi nhuận thuần vượt dự báo

2% đạt 10.842 tỷ đồng, tăng trưởng 4% nhờ doanh thu HĐ tài chính cao hơn kỳ vọng. Chi tiết như sau:

ACV phục vụ 120,4 triệu hành khách trong năm 2025, tăng trưởng 9,4%. Kết quả này được hỗ trợ nhờ lượng khách quốc tế tăng trưởng mạnh 13,6% (đạt 47,1 triệu lượt) và lượng khách nội địa tăng trưởng ổn định 6,9% (đạt 73,3 triệu lượt). Kết quả này được thúc đẩy nhờ sự phục hồi ổn định của du lịch quốc tế đến Việt Nam, đặc biệt từ thị trường Trung Quốc. Xu hướng này cho thấy Việt Nam đã trở thành điểm đến thay thế được ưa chuộng đối với du khách Trung Quốc trong nửa cuối năm 2025, qua đó gia tăng thị phần khi mức độ quan tâm đến các điểm đến truyền thống như Thái Lan và Nhật Bản giảm dần.

Đáng chú ý, để phản ánh chính xác hơn cơ cấu vận hành trong tương lai của ACV, HSC đã điều chỉnh phân tích năm 2025 sau khi hoàn tất việc chuyển giao hoạt động an ninh hàng không sang Bộ Công an trong nửa đầu năm 2025 và việc hoàn thành Nhà ga Quốc tế Phú Quốc (PQC) trong nửa cuối năm 2025. Theo đó, doanh thu thuần điều chỉnh còn 22.474 tỷ đồng (giảm 13,4% so với số liệu báo cáo năm 2025) và lợi nhuận thuần đạt 9.694 tỷ đồng (giảm 10,6%) (Bảng 4). Việc loại trừ các yếu tố không thường xuyên này khỏi số liệu năm 2025 giúp chúng tôi theo dõi hiệu quả hơn tăng trưởng hữu cơ và hiệu quả hoạt động của mảng vận hành cảng hàng không cốt lõi của ACV từ năm 2026 trở đi.

Đối với lưu lượng hành khách, nếu không tính đến PQC, ACV đã phục vụ 114,5 triệu lượt hành khách trong năm 2025, tăng trưởng 8,1%, bao gồm 44,2 triệu hành khách quốc tế, tăng trưởng 11,6% và 70,3 triệu hành khách nội địa, tăng trưởng 6,0% (Bảng 5).

Trong phần dự báo KQKD giai đoạn 2026-2028, chúng tôi loại trừ đóng góp từ PQC và mảng an ninh hàng không trong mô hình dự báo.

Bảng 4: KQKD năm 2025, ACV

Lợi nhuận thuần tích cực, vượt dự báo của HSC 2%, nhờ thu nhập tài chính tốt hơn dự báo

Tỷ đồng	2024A	2025A	Tăng trưởng	2025 đã điều chỉnh	Ghi chú cho số liệu điều chỉnh năm 2025
Doanh thu thuần	22,597	25,960	14.9%	22,474	Không bao gồm SB Phú Quốc và phí dịch vụ an ninh.
Lợi nhuận thuần	10,421	10,842	4.0%	9,694	Không bao gồm SB Phú Quốc và phí dịch vụ an ninh.
Lợi nhuận 'cốt lõi'	9,953	11,057	11.1%	9,886	Không bao gồm SB Phú Quốc và phí dịch vụ an ninh.
EBITDA	14,750	16,882	14.5%	15,194	Không bao gồm SB Phú Quốc và phí dịch vụ an ninh.

Nguồn: ACV, HSC

Bảng 5: Giả định lưu lượng hành khách, ACV

Giả định lượng hành khách của ACV sẽ tăng trưởng 8.8%/10.3%/10.2% trong năm 2026/27/28F

Triệu khách	FY19	2020	2021	2022	2023	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Khách quốc tế (gồm PQC)	41.8	7.4	0.5	12.0	32.6	41.4	47.1			
Khách quốc tế (trừ PQC)	41.1	7.1	0.5	11.8	32.0	39.6	44.2	48.7	53.9	60.4
Khách nội địa (gồm PQC)	74.6	57.8	29.6	87.1	80.4	68.6	73.3			
Khách nội địa (trừ PQC)	71.5	54.8	28.0	81.7	76.7	66.3	70.3	75.9	83.5	91.0
Tổng số hành khách (gồm PQC)	116.3	65.2	30.1	99.0	113.0	110.0	120.4			
Tổng số hành khách (trừ PQC)	112.6	61.9	28.5	93.5	108.8	105.9	114.5	124.6	137.4	151.4
Tăng trưởng										
Khách quốc tế (gồm PQC)	13.9%	-82.3%	-93.0%	2202.3%	172.8%	27.1%	13.6%			
Khách quốc tế (trừ PQC)	13.2%	-82.6%	-92.7%	2179.2%	171.2%	23.6%	11.6%	10.2%	10.8%	12.1%
Khách nội địa (gồm PQC)	11.5%	-22.5%	-48.8%	194.4%	-7.7%	-14.7%	6.9%			
Khách nội địa (trừ PQC)	11.8%	-23.4%	-49.0%	191.9%	-6.0%	-13.6%	6.0%	8.0%	10.0%	9.0%
Tổng số hành khách (gồm PQC)	12.3%	-44.0%	-53.8%	229.0%	14.1%	-2.6%	9.4%			
Tổng số hành khách (trừ PQC)	9.2%	-45.0%	-54.0%	228.1%	16.4%	-2.7%	8.1%	8.8%	10.3%	10.2%

Nguồn: ACV, HSC

Bảng 6: Dự báo cũ và dự báo mới, ACV

Nâng dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 40% nhưng hạ dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 36%, do thời gian đưa vào vận hành thương mại của LTH bị chậm 5 tháng

Tỷ đồng	Dự báo cũ		Dự báo mới			Tăng trưởng			Điều chỉnh	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	26,701	31,801	26,786	31,605	35,913	19%	18%	14%	0%	-1%
Lợi nhuận thuần	6,763	6,462	9,475	4,165	7,037	-2%	-56%	69%	40%	-36%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	6,763	6,462	9,475	4,165	7,037	-4%	-56%	69%	40%	-36%
EBITDA	19,833	23,930	19,387	21,539	24,367	28%	11%	13%	-2%	-10%

Nguồn: HSC

Bảng 7: Chi phí khấu hao, ACV

Chúng tôi kỳ vọng tăng mạnh trong giai đoạn 2026–27, được thúc đẩy bởi T3 TIA, T2 mở rộng T2 của NIA và LTH.

Chi phí khấu hao (Tỷ đồng)	2025A	2026F	2027F	2028F
Tài sản hiện tại	2,201	3,289	3,516	3,303
T3 TIA	762	1,143	1,143	1,143
T2 NIA mở rộng	0	333	333	333
LTH		746	8,951	8,951
Tổng chi phí khấu hao	2,964	5,512	13,943	13,730
Tăng trưởng	29.5%	86.0%	153.0%	-1.5%

Nguồn: ACV, HSC

Bảng 8: Tỷ suất lợi nhuận, ACV

Dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ thu hẹp trong giai đoạn 2026-28F, do tác động từ chi phí lãi vay chi phí khấu hao tăng

Tỷ suất lợi nhuận	2025 (công bố)	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	61%	58%	30%	36%
Chi phí BH&QL	7%	7%	6%	6%
Tỷ suất LNTT	57%	51%	22%	30%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	42%	35%	13%	20%

Nguồn: HSC

Dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028

Về lưu lượng hành khách, HSC dự báo ACV sẽ phục vụ 124,6 triệu lượt hành khách trong năm 2026 (tăng trưởng 8,8%). Trong đó, lượng khách quốc tế tăng 10,2% (đạt 48,7 triệu hành khách) và lượng khách nội địa tăng 8% (đạt 75,9 triệu hành khách). Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng sẽ tiếp diễn trong các năm 2027-2028 với mức tăng trưởng lần lượt là 10,3% và 10,2%, đưa tổng lưu lượng hành khách lên 151,4 triệu lượt vào năm 2028. Động lực tăng trưởng này đến từ công suất bổ sung của LTH, qua đó tạo thêm slot bay và thu hút các hãng hàng không quốc tế mới, đồng thời giải quyết tình trạng hạn chế công suất tại TIA trong nhiều năm qua. Với giả định này, chúng tôi dự báo doanh thu thuần của ACV trong các năm 2026, 2027, 2028 đạt lần lượt 26,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19%), 31,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và 35,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14%).

Về lợi nhuận, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 đạt 9.475 tỷ đồng (giảm 2%), phản ánh việc ghi nhận đầy đủ chi phí khấu hao cả năm của nhà ga T3 TIA (bắt đầu vận hành từ cuối tháng 4/2025), phần mở rộng nhà ga T2 của NIA (Cảng hàng không Quốc tế Nội Bài, hoàn thành vào tháng 12/2025) và chi phí khấu hao 1 tháng từ LTH (dự kiến vận hành thương mại từ tháng 12/2026). Chúng tôi điều chỉnh tăng 40% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 do giảm chi phí khấu hao ghi nhận trong năm 2026, phản ánh việc trì hoãn 5 tháng so với kế hoạch ban đầu là tháng 6/2026.

Cho năm 2027, HSC giảm mạnh 36% dự báo lợi nhuận thuần xuống 4.165 tỷ đồng (giảm 56% so với năm 2026) do điều chỉnh giảm 1% tổng lượng hành khách, đồng thời do đây là năm đầu tiên ghi nhận đầy đủ chi phí khấu hao và chi phí lãi vay không vốn hóa.

Cho năm 2028, HSC đưa ra dự báo lần đầu với lợi nhuận thuần phục hồi lên 7.037 tỷ đồng, tăng trưởng 69% và tương ứng CAGR lợi nhuận thuần 3 năm là -10,7%.

Mặc dù triển vọng lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 kém hấp dẫn hơn do gánh nặng chi phí từ LTH trước khi đạt điểm hòa vốn (dự kiến trên 70%), chúng tôi vẫn dự báo EBITDA duy trì tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR 3 năm đạt 17,1% trong giai đoạn này.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 23% giá mục tiêu của ACV xuống 48.900đ (tiềm năng tăng giá 0,4%) để phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với hiệu quả HĐKD của LTH trong giai đoạn 2026-2028. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 36% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027, dẫn đến CAGR lợi nhuận thuần 3 năm mới là -10,7% (so với 0,5% trước đó). Định giá của chúng tôi cũng cập nhật hệ số beta ở mức 0,926 (so với 0,940 trước đó theo Bloomberg) và điều chỉnh tốc độ tăng trưởng dài hạn xuống 2% (so với 3% trước đó). Điều chỉnh này phản ánh sự chuyển dịch từ vị thế độc quyền sang môi trường cạnh tranh hơn, với sự tham gia của các doanh nghiệp tư nhân như Sun Group (vận hành PQC) và kế hoạch đưa Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình của Masterise Group vào hoạt động vào cuối năm 2027.

Mặc dù EBITDA duy trì mức tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR đạt 17,1% trong giai đoạn 2025-2028, ACV đối mặt với áp lực ngắn hạn từ chi phí khấu hao và chi phí lãi vay của LTH, dẫn đến lợi nhuận dự báo giảm 56% trong năm 2027. Bên cạnh đó, các thay đổi nhân sự lãnh đạo và những nút thắt trong giai đoạn tăng tốc ban đầu của LTH có thể tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý thị trường. Khi sự phục hồi lợi nhuận thuần bị trì hoãn đến năm 2028, tương quan rủi ro - lợi nhuận trở nên kém hấp dẫn hơn. Đáng chú ý, khi bối cảnh cạnh tranh dần quay trở lại trạng thái bình thường, HSC dự kiến ACV tiếp tục đối mặt với áp lực định giá lại ở mặt bằng thấp hơn. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với ACV xuống **Năm giữ** (từ **Tăng** tỷ trọng).

Bảng 9: Tính toán FCFF, ACV

Chúng tôi dự báo dòng tiền tự do sẽ đảo chiều mạnh từ 2027F trở đi, khi ACV hoàn tất đầu tư Giai đoạn 1 LTH vào cuối năm 2026.

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
Thu nhập thuần	10,842	9,475	4,165	7,037	9,639	12,524
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	2,964	5,512	13,943	13,730	13,730	13,730
+ Khấu hao	49	1,410	1,721	1,551	1,247	1,004
- Thay đổi vốn lưu động	(3,113)	(612)	(8,516)	844	619	697
- Chi phí đầu tư cơ bản	(48,458)	(47,427)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(37,716)	(31,642)	9,313	21,162	23,235	25,955

Nguồn: HSC

Bảng 10: Định giá DCF, ACV

Hạ 23% giá mục tiêu xuống 48.900đ (tiềm năng tăng giá 1%)

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF	Đơn vị	Giá trị (cuối năm-2026)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	196,704
Beta (lần)	0.926	Giá trị hiện tại của dòng tiền	Tỷ đồng	28,159
Chi phí vốn CSH	12.1%	Tổng giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	224,862
Chi phí nợ	6.0%	Cộng: Tiền & Các khoản đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	8,563
Tỷ trọng vốn CSH	84%	Trừ: Nợ ngắn hạn & nợ dài hạn điều chỉnh	Tỷ đồng	(58,312)
Tỷ trọng nợ	16%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	175,113
WACC	10.9%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	3,583
		Vốn CSH/cp	Đồng/cp	48,875

Nguồn: HSC

Bảng 11: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, ACV

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	49,334	45,945	42,845	48,875	37,374
	1.5%	52,834	49,100	45,700	48,875	39,738
	2.0%	56,768	52,626	48,875	45,463	42,345
	2.5%	61,223	56,595	52,429	48,660	45,234
	3.0%	66,308	61,094	56,433	52,242	48,454

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 3 tháng qua, ACV đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 11,1 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 12,8 lần.

Biểu đồ 12: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm từ, ACV

ACV đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 11,1 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 12,8 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	22,597	25,960	26,786	31,605	35,913
Lợi nhuận gộp	13,873	15,785	15,625	9,624	12,925
Chi phí BH&QL	(1,413)	(1,867)	(1,751)	(2,029)	(2,288)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	12,461	13,919	13,875	7,595	10,637
Lãi vay thuần	1,634	517	(847)	(1,225)	(539)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	336	432	454	477	500
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	33.4	47.5	49.0	57.8	65.7
LN TT	14,465	14,915	13,531	6,905	10,664
Chi phí thuế TNDN	(2,788)	(2,845)	(2,706)	(1,381)	(2,133)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1,256)	(1,229)	(1,350)	(1,359)	(1,494)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	10,421	10,842	9,475	4,165	7,037
Lợi nhuận thuần ĐC	9,366	9,745	8,516	3,743	6,325
EBITDA ĐC	14,750	16,882	19,387	21,539	24,367
EPS (đồng)	4,787	3,925	2,645	1,163	1,964
EPS ĐC (đồng)	2,615	2,720	2,377	1,045	1,766
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,177	2,763	3,582	3,582	3,582
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,177	3,582	3,582	3,582	3,582
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,582	3,582	3,582	3,582	3,582

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	6,307	4,240	4,009	13,525	16,187
Đầu tư ngắn hạn	20,249	10,505	4,554	18,963	21,548
Phải thu khách hàng	12,309	8,253	8,603	10,646	12,472
Hàng tồn kho	294	352	386	761	795
Các tài sản ngắn hạn khác	1,537	3,492	3,603	4,251	4,830
Tổng tài sản ngắn hạn	40,695	26,842	21,155	48,146	55,833
TSCĐ hữu hình	32,920	60,119	124,175	111,433	97,705
TSCĐ vô hình	12.1	11.7	13.3	15.0	16.8
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	175	177	177	177	177
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,832	3,012	2,693	2,693	2,693
Tài sản dài hạn khác	647	756	762	762	762
Tổng tài sản dài hạn	36,587	64,076	127,820	115,080	101,354
Tổng cộng tài sản	77,282	90,918	148,974	163,226	157,187
Nợ ngắn hạn	396	412	0	0	0
Phải trả người bán	1,685	2,989	3,278	6,457	6,752
Nợ ngắn hạn khác	2,155	4,315	4,673	8,597	8,963
Tổng nợ ngắn hạn	7,634	11,317	11,902	22,835	23,852
Nợ dài hạn	9,346	9,300	58,256	57,830	47,674
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
Nợ dài hạn khác	261	371	371	371	371
Tổng nợ dài hạn	9,607	9,672	58,627	58,202	48,046
Tổng nợ phải trả	17,241	20,989	70,529	81,037	71,898
Vốn chủ sở hữu	59,984	69,873	78,389	82,132	85,233
Lợi ích cổ đông thiểu số	56.4	56.4	56.4	56.4	56.4
Tổng vốn chủ sở hữu	60,041	69,930	78,445	82,188	85,289
Tổng nợ phải trả và VCSH	77,282	90,918	148,974	163,226	157,187
BVPS (đ)	27,554	19,505	21,882	22,927	23,793
Nợ thuần/(tiền mặt)	3,436	5,472	54,247	44,306	31,487

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	12,461	13,919	13,875	7,595	10,637
Khấu hao	(2,289)	(2,964)	(5,512)	(13,943)	(13,730)
Lãi vay thuần	1,634	517	(847)	(1,225)	(539)
Thuế TNDN đã nộp	(2,418)	(2,582)	(2,706)	(1,381)	(2,133)
Thay đổi vốn lưu động	(2,750)	2,124	3,426	(10,236)	(7,680)
Khác	(69.1)	198	(1,145)	(1,617)	(1,373)
LCT thuần từ HĐKD	9,574	16,682	20,723	10,456	15,121
Đầu tư TS dài hạn	(13,263)	(29,492)	(70,331)	(1,204)	(3,97)
Góp vốn & đầu tư	307	122	833	688	927
Thanh lý	7,156	11,028	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(5,800)	(18,342)	(69,498)	(515)	923
Cổ tức trả cho CSH	(7.20)	(8.80)	0	0	(3,225)
Thu từ phát hành CP	0	(3.94)	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(406)	(421)	48,544	(425)	(10,156)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(414)	(434)	48,544	(425)	(13,381)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,844	6,307	4,240	4,009	13,525
LCT thuần trong kỳ	3,361	(2,093)	(231)	9,516	2,663
Ảnh hưởng của tỷ giá	102	26.4	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	6,307	4,240	4,009	13,525	16,187
Dòng tiền tự do	(3,689)	(12,809)	(49,608)	9,252	15,117

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	61.4	60.8	58.3	30.5	36.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	65.3	65.0	72.4	68.1	67.9
Tỷ suất LNT (%)	46.1	41.8	35.4	13.2	19.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.3	19.1	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	12.8	14.9	3.18	18.0	13.6
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	39.3	14.5	14.8	11.1	13.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	42.4	4.04	(12.6)	(56.0)	69.0
Tăng trưởng EPS (%)	42.4	(18.0)	(32.6)	(56.0)	69.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	42.4	4.04	(12.6)	(56.0)	69.0
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	18.9	16.7	12.8	5.19	8.41
ROACE (%)	19.1	18.7	12.8	5.47	7.77
Vòng quay tài sản (lần)	0.31	0.31	0.22	0.20	0.22
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.77	1.20	1.49	1.38	1.42
Số ngày tồn kho	12.3	12.6	12.6	12.6	12.6
Số ngày phải thu	515	296	281	177	198
Số ngày phải trả	70.5	107	107	107	107
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	5.74	7.85	69.2	54.0	37.0
Nợ/tài sản (%)	12.6	10.7	39.1	35.4	30.3
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	16.4	6.20	19.7
Nợ/EBITDA (lần)	0.66	0.58	3.01	2.69	1.96
Chỉ số TT hiện thời (lần)	5.33	2.37	1.78	2.11	2.34
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.95	6.53	8.37	6.32	5.14
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.05	10.0	11.6	9.28	7.57
P/E (lần)	10.2	12.4	18.4	41.9	24.8
P/E ĐC (lần)	18.6	17.9	20.5	46.6	27.6
P/B (lần)	1.77	2.50	2.23	2.12	2.05
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn