

Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV)

PHTT +6,1%

Ngành	Hàng không
Ngày báo cáo	19/08/2026
Giá hiện tại	40.800 VND
Giá mục tiêu	43.300 VND
Giá mục tiêu gần nhất	48.000 VND
TL tăng	+6,1%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+6,1%

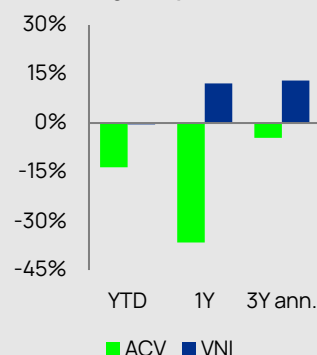
GT vốn hóa	147,3 nghìn tỷ đồng
Room KN	73,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	21 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	95,4%
SL cổ phiếu lưu hành	3,6 tỷ
Pha loãng	3,6 tỷ

	ACV	VNI
P/E (trượt)	14,5x	13,6x
P/B (hiện tại)	2,0x	2,0x
ROA	12,3%	2,4%
ROE	18,0%	16,2%

Tổng quan Công ty

Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam (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. Phí dịch vụ hành khách là cấu phần lớn nhất trong doanh thu của công ty. ACV được cổ phần hóa trong quý 1/2016 và Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) hiện nắm giữ 95,4% cổ phần kiểm soát.

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thị Ngọc Hân
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng Cao cấp

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	25.898	27.528	32.861	37.174
% YoY	15%	6%	19%	13%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	12.452	12.577	6.171	9.110
% YoY	8%	1%	-51%	48%
EPS của ACV*	5%	-3%	-66%	74%
Biên LN gộp	60,3%	58,5%	37,9%	40,9%
Biên EBITDA	65,1%	65,5%	65,1%	64,4%
Biên LN từ HĐKD	53,6%	53,2%	32,4%	35,2%
Biên LN ròng	48,1%	45,7%	18,8%	24,5%
DTTD/Doanh thu	-43,2%	-227,1%	26,9%	-18,4%
EV/EBITDA	9,9x	9,5x	8,0x	7,1x
P/E của ACV*	15,0x	15,5x	45,6x	26,2x
P/B	2,1x	1,8x	1,6x	1,6x
ROE	19,2%	16,5%	7,2%	9,8%

Lưu ý: (*) Không bao gồm lợi nhuận từ mảng cất hạ cánh (TO/L) và an ninh hàng không

Tăng trưởng lượng hành khách được duy trì; kỳ vọng áp lực từ giá dầu sẽ hạ nhiệt

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 10% giá mục tiêu và duy trì khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** đối với Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam (ACV). Trong 3 tháng qua, giá cổ phiếu ACV đã giảm 10%.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu phản ánh giả định WACC cao hơn ở mức 11,7% so với 11,1% trước đây. Điều này đến từ việc chúng tôi nâng giả định tỷ lệ phi rủi ro thêm 100 điểm cơ bản lên 7,0%, phù hợp với điều chỉnh nội bộ của Vietcap (xem phần Định giá). Ngoài ra, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận, với LNST sau lợi ích CĐTS tăng trưởng lần lượt +1%/-51%/+48% YoY trong các năm 2026/27/28.
- Chúng tôi duy trì dự báo lượng khách quốc tế ở mức 49/54/61 triệu lượt trong các năm 2026/27/28, tương ứng mức tăng trưởng lần lượt +3%/+12%/+13% YoY. Chúng tôi duy trì dự báo lượng khách trong nước ở mức 74/82/89 triệu lượt trong các năm 2026/27/28, tương ứng mức tăng trưởng lần lượt +1%/+10%/+9% YoY.
- Trên cơ sở so sánh tương đương (loại trừ đóng góp của PQC trong năm 2025), dự báo lượng hành khách năm 2026 của chúng tôi cho thấy mức tăng trưởng tích cực với lượng khách quốc tế và trong nước lần lượt tăng 10% và 5% YoY, mặc dù chúng tôi đã phản ánh giả định thận trọng về lưu lượng hành khách trong bối cảnh căng thẳng tại Trung Đông.
- Lưu ý rằng, dự báo của chúng tôi từ năm 2026 trở đi đã được loại trừ đóng góp của sân bay Phú Quốc (PQC) (xem [Báo cáo Cập nhật](#)).
- Chúng tôi duy trì giả định sân bay Long Thành (LTH) đi vào vận hành trong nửa đầu năm 2027, với phí dịch vụ hành khách giả định là 25 USD/khách, tương đương Nội Bài và cao hơn mức 20 USD/khách của Tân Sơn Nhất.
- Rủi ro: Chi phí trích lập dự phòng nợ xấu/chi phí đầu tư XDCB cao hơn dự kiến; tiến độ mở rộng các sân bay chậm hơn dự kiến; lượng hành khách thấp hơn dự kiến; pha loãng cổ phiếu từ việc góp thêm các tài sản do Nhà nước đầu tư; rủi ro thông tin liên quan đến cuộc điều tra tại ACV thuộc diện theo dõi của cấp trung ương.
- Yếu tố hỗ trợ: Khoản bồi thường một lần đối với PQC: ACV đã hoàn tất việc định giá tài sản và đã trình đề xuất bồi thường lên các cơ quan có thẩm quyền. Tại thời điểm cuối năm 2025, giá trị còn lại của PQC là 762 tỷ đồng so với nguyên giá là 3,2 nghìn tỷ đồng.

Giá dầu cao hơn tạo áp lực trong ngắn hạn, nhưng chúng tôi kỳ vọng tình hình sẽ hạ nhiệt vào quý 4/2026. Nhóm phân tích ngành Năng lượng của chúng tôi đã nâng giả định giá dầu Brent kịch bản cơ sở năm 2026 lên 83 USD/thùng từ 75 USD/thùng và điều chỉnh giảm kịch bản tích cực xuống 93 USD/thùng từ 95 USD/thùng (xem Báo cáo Ngành Năng lượng ngày 24/07/2026), trong bối cảnh căng thẳng Mỹ – Iran kéo dài. Đối với năm 2027, nhóm phân tích dự báo giá dầu Brent đạt 70 USD/thùng trong kịch bản cơ sở và 80 USD/thùng trong kịch bản tích cực khi lưu lượng qua eo biển Hormuz bình thường hóa và thị trường dầu chuyển sang trạng thái thặng dư. Kịch bản cơ sở giả định lưu lượng qua Hormuz hồi phục về 50%/90% mức bình thường trong tháng 8/tháng 10, trong khi kịch bản tích cực giả định 20%/50%/90% trong tháng 8/tháng 10/tháng 12. Mặc dù giả

định tốc độ hồi phục chậm hơn, lượng hành khách quý 2 cao hơn kỳ vọng đã bù đắp cho áp lực kéo dài từ giá dầu, do đó chúng tôi giữ nguyên phân tích kịch bản (xem trang 4).

Lưu lượng hàng không của Việt Nam phù hợp với dự báo lượng hành khách của chúng tôi.

Theo Cục Hàng không Việt Nam (CAAV), tổng lượng hành khách qua các sân bay Việt Nam đạt 76 triệu lượt trong 7 tháng đầu năm 2026 (7T 2026) (+7% YoY), bao gồm 30 triệu lượt khách quốc tế (+11% YoY) và 46 triệu lượt khách trong nước (+4% YoY). Mức tăng trưởng này cho thấy tác động của chi phí nhiên liệu và giá vé máy bay cao hơn đến nhu cầu đi lại vẫn trong tầm kiểm soát.

Kết luận thanh tra Giai đoạn 1 sân bay Long Thành (LTH)

Vào ngày 28/07/2026, Thanh tra Chính phủ đã chỉ ra nhiều vi phạm về thủ tục, hợp đồng và quản lý xây dựng tại LTH Giai đoạn 1, bao gồm dự án thành phần số 3 do ACV quản lý. Đối với ACV, các phát hiện chính liên quan đến gói thầu 5,6 về thi công cọc nhà ga hành khách và gói thầu 5,10 về xây dựng nhà ga và lắp đặt thiết bị.

- **Việc chuyển nhượng thầu chưa được phê duyệt là phát hiện nghiêm trọng nhất.** Tại gói thầu 5,10, bảy nhà thầu chính đã chuyển khoảng 1,6 nghìn tỷ đồng khối lượng công việc cho các nhà thầu không được ACV phê duyệt là nhà thầu phụ. Ở cấp liên danh Vietur, chín trong mười thành viên có liên quan đến khoảng 1,7 nghìn tỷ đồng khối lượng công việc được xác định là chuyển nhượng hợp đồng không hợp lệ. Vấn đề tương tự liên quan đến 87 tỷ đồng tại gói thầu 5,6.

- **Một vấn đề tài chính quan trọng liên quan đến 235,7 triệu USD chi phí thiết bị thuộc gói thầu 5.10.** Liên danh Vietur đã dự thầu và ký hợp đồng phần này bằng USD, điều mà Thanh tra Chính phủ đánh giá là không phù hợp với quy định về đấu thầu. ACV được yêu cầu xác định tỷ giá chuyển đổi phù hợp và rà soát toàn bộ các khoản thanh toán thiết bị bằng ngoại tệ còn lại nhằm ngăn ngừa thất thoát vốn Nhà nước.

- Các phát hiện khác bao gồm những hạn chế trong công tác đấu thầu và đánh giá hồ sơ dự thầu, thay đổi thông số vật liệu/thiết bị mà không điều chỉnh giá tương ứng, thủ tục thí nghiệm và bảo hiểm chưa hoàn tất, chậm tiến độ thi công, sai lệch khối lượng và sử dụng tiền tạm ứng không đúng quy định. Tám thành viên liên danh Vietur đã gửi 936 tỷ đồng tiền tạm ứng vào tiền gửi có kỳ hạn, thu về 10,7 tỷ đồng tiền lãi.

- **Thanh tra Chính phủ đã chuyển thông tin sang Bộ Công an để tiếp tục điều tra và xử lý.** Nội dung chuyển giao bao gồm việc chuyển nhượng hợp đồng chưa hợp lệ, vi phạm về đấu thầu và đồng tiền thanh toán, cùng các vi phạm tiềm ẩn liên quan đến mua sắm. **Tuy nhiên, văn bản không xác định trách nhiệm hình sự đối với cá nhân cụ thể cũng như tổng mức thiệt hại tài chính thuộc trách nhiệm của ACV.**

- **ACV được yêu cầu thực hiện các biện pháp khắc phục,** bao gồm rà soát các thỏa thuận thầu phụ và năng lực nhà thầu, tính lại khối lượng và giá trị hợp đồng, thu hồi hoặc điều chỉnh các khoản thanh toán khi cần thiết, xử lý các vấn đề kỹ thuật và an toàn, đồng thời tăng cường giám sát tiến độ thi công. ACV cũng phải theo sát tiến độ xây dựng và điều chuyển khối lượng công việc nếu nhà thầu không đáp ứng cam kết về tiến độ.

* Quan điểm của chúng tôi:

- Chúng tôi đánh giá các phát hiện thanh tra ở mức trung tính đến hơi tiêu cực đối với ACV. Các vi phạm có phạm vi rộng và nghiêm trọng, đặc biệt là quy mô các trường hợp chuyển nhượng hợp đồng không hợp lệ và việc chuyển một số nội dung sang Bộ Công an. Tuy nhiên, thông báo công khai không nêu thêm lãnh đạo ACV nào bị khởi tố mới. Các lãnh đạo chủ chốt của ACV liên quan đến vụ án hình sự hiện hữu đã bị khởi tố và vẫn đang trong quá trình điều tra.

- Chưa có thiệt hại tài chính, mức xử phạt hay nghĩa vụ bồi thường đáng kể nào đối với ACV được lượng hóa. Phần lớn các biện pháp khắc phục liên quan đến việc tính lại giá trị hợp đồng, giảm hoặc thu hồi các khoản thanh toán không phù hợp và ngăn ngừa thất thoát trong tương lai, điều này có thể phần nào bảo vệ hiệu quả kinh tế của dự án. Chi phí thiết bị bằng USD vẫn là rủi ro tài chính trực tiếp đáng chú ý nhất, mặc dù phần lớn chưa được thanh toán tại thời điểm thanh tra, qua đó tạo dư địa cho ACV điều chỉnh cơ chế thanh toán và giảm thiểu tác động tiềm ẩn từ tỷ giá.

- Rủi ro trong ngắn hạn chủ yếu liên quan đến việc kiểm soát thanh toán chặt chẽ hơn, các đợt rà soát bổ sung đối với nhà thầu và hồ sơ, cùng khả năng chậm tiến độ triển khai. Tuy nhiên, kết luận thanh tra không yêu cầu tạm dừng thi công, mà yêu cầu ACV theo sát tiến độ, xử lý các vấn đề kỹ thuật và điều chuyển khối lượng công việc khi nhà thầu không đáp ứng cam kết. Do đó, chúng tôi cho rằng hiện chưa có đủ cơ sở từ riêng kết luận thanh tra này để điều chỉnh dự báo lợi nhuận hoặc giả định về thời điểm vận hành LTH.

Triển vọng năm 2026: LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi giảm so với cùng kỳ do loại trừ PQC và việc tái phân loại lợi nhuận từ mảng an ninh hàng không

Hình 1: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 cũ	Nhận định của Vietcap
Tổng lượng khách của ACV (triệu lượt)	120,7	122,8	2%	122,8	* Chúng tôi giữ nguyên dự báo. Vui lòng xem Hình 2 về giả định tăng trưởng trên cơ sở so sánh tương đương không bao gồm đóng góp của PQC và Hình 14 về các kịch bản tăng trưởng lượng hành khách. * Trong nửa đầu năm 2026, ACV ghi nhận tổng lượng khách đạt 60,5 triệu lượt (+1% YoY), bao gồm 23,3 triệu lượt khách quốc tế (+2% YoY) và 37,2 triệu lượt khách trong nước (đi ngang so với cùng kỳ).
Lượng khách quốc tế của ACV (triệu lượt) ^	47,0	48,5	3%	48,5	
Lượng khách trong nước của ACV (triệu lượt)	73,7	74,3	1%	74,3	
Doanh thu thuần	25.898	27.528	6%	27.528	* Xin lưu ý, trong báo cáo trước đây, chúng tôi đã loại doanh thu an ninh hàng không khỏi doanh thu của ACV sau khi mảng này được chuyển giao cho Bộ Công an từ tháng 3/2025.
Doanh thu hàng không	16.625	17.268	4%	17.268	
Phí cất hạ cánh	3.263	3.478	7%	3.478	
Phí an ninh hàng không	1.783	1.878	5%	1.878	
Doanh thu phi hàng không	4.302	4.980	16%	4.980	
Khoản giảm trừ doanh thu	-75	-75	0%	-75	* Chúng tôi giữ nguyên kỳ vọng ACV sẽ hoàn nhập 500 tỷ đồng dự phòng nợ xấu mỗi năm trong giai đoạn 2026-28.
Doanh thu của ACV**	20.852	22.172	6%	22.172	
Lợi nhuận gộp	15.616	16.091	3%	16.091	* Xin lưu ý, trong báo cáo trước đây, chúng tôi đã phản ánh việc tái phân loại lợi nhuận từ mảng an ninh hàng không từ ACV sang LNST sau lợi ích CĐTTS của Nhà nước cho giai đoạn từ tháng 3/2025 trở đi. * Bao gồm lợi nhuận từ mảng cất hạ cánh trong tất cả các kỳ và mảng an ninh hàng không từ tháng 3/2025.
Chi phí SG&A	-1.730	-1.442	-17%	-1.442	
Lợi nhuận từ HĐKD	13.885	14.649	5%	14.649	
Thu nhập tài chính	975	1.089	12%	1.089	
Chi phí tài chính	-457	-446	-2%	-446	
Thu nhập ròng từ CTLK	430	420	-2%	420	
Thu nhập/lỗ khác	575	28	-95%	28	
LNST	15.409	15.738	2%	15.738	
LNST điều chỉnh theo lãi/lỗ tỷ giá	15.154	15.349	1%	15.349	
Thuế thu nhập	-2.944	-3.148	7%	-3.148	
LNST	12.465	12.591	1%	12.591	
LNST sau lợi ích CĐTTS	12.452	12.577	1%	12.577	
LNST sau lợi ích CĐTTS của ACV	10.815	10.453	-3%	10.453	
LNST sau lợi ích CĐTTS của Nhà nước***	1.637	2.124	30%	2.124	
Khấu hao	2.970	3.394	14%	3.394	
EBITDA	16.856	18.043	7%	18.043	
EBITDA, điều chỉnh**	14.559	15.244	5%	15.244	
Biên lợi nhuận gộp	60,3%	58,5%		58,5%	
Biên SG&A	-6,7%	-5,2%		-5,2%	
Biên EBITDA	65,1%	65,5%		65,5%	
Biên lợi nhuận ròng*	51,9%	47,1%		47,1%	

Nguồn: ACV, Vietcap. Lưu ý: (^) Bao gồm lượng 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 do Nhà nước đầu tư và mảng an ninh hàng không; (***) LNST sau lợi ích CĐTTS từ các tài sản do Nhà nước sở hữu và lợi nhuận liên quan đến mảng an ninh hàng không.

Hình 2: Tăng trưởng lượng hành khách của ACV (triệu lượt)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tổng lượng khách của ACV, số liệu công bố*	113,2	109,7	120,7	122,8	136,1	150,5
- Khách quốc tế	32,6	41,1	47,0	48,5	54,4	61,4
- Khách trong nước	80,6	68,6	73,7	74,3	81,7	89,1
YoY						
Tổng lượng khách của ACV, số liệu công bố*	14,3%	-3,1%	10,0%	1,8%	10,8%	10,6%
- Khách quốc tế	171,7%	26,1%	14,4%	3,3%	12,0%	13,0%
- Khách trong nước	-7,4%	-14,9%	7,4%	0,8%	10,0%	9,0%
Tổng lượng khách của ACV, điều chỉnh PQC*	109,0	105,6	114,9	122,8	136,1	150,5
- Khách quốc tế	32,0	39,3	44,1	48,5	54,4	61,4
- Khách trong nước	76,9	66,3	70,7	74,3	81,7	89,1
YoY						
Tổng lượng khách của ACV, điều chỉnh PQC*	16,6%	-3,1%	8,8%	6,9%	10,8%	10,6%
- Khách quốc tế	170,0%	22,5%	12,4%	10,0%	12,0%	13,0%
- Khách trong nước	-5,7%	-13,8%	6,7%	5,0%	10,0%	9,0%

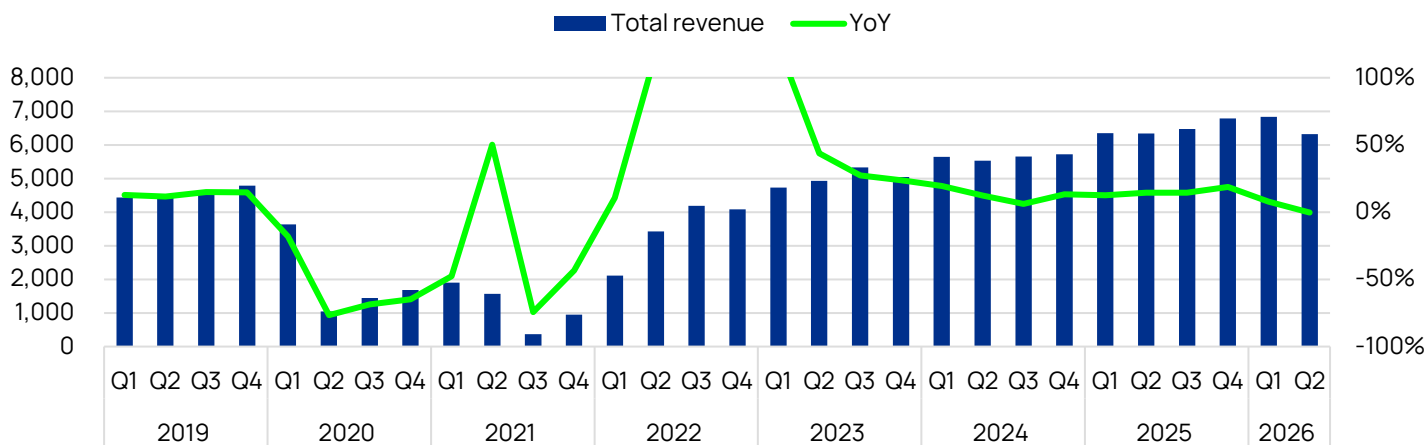
Nguồn: ACV, dự báo của Vietcap. Lưu ý: (*) Số liệu công bố chỉ loại trừ lượng khách PQC từ năm 2026 trở đi; (**) Số liệu quá khứ được trình bày lại để loại trừ lượng khách PQC ở tất cả các năm nhằm đảm bảo tính so sánh.

Hình 3: Phân tích kịch bản tăng trưởng lượng hành khách; kịch bản tiêu cực giả định căng thẳng địa chính trị kéo dài, ảnh hưởng đến triển vọng lượng khách của ACV trong nửa cuối năm 2026 – 2027

	2025	Dự báo 2026	Dự báo 2027	Dự báo 2028
Tăng trưởng lượng hành khách YoY				
Kịch bản cơ sở				
Tổng lượng khách của ACV	10,0%	1,8%	10,8%	10,6%
- Khách quốc tế	14,4%	3,3%	12,0%	13,0%
- Khách trong nước	7,4%	0,8%	10,0%	9,0%
Kịch bản tiêu cực				
Tổng lượng khách của ACV	10,0%	-4,8%	11,8%	11,6%
- Khách quốc tế	14,4%	-6,1%	13,0%	14,0%
- Khách trong nước	7,4%	-4,0%	11,0%	10,0%
LNST sau lợi ích CĐT				
- Kịch bản cơ sở	12.452	12.577	6.171	9.110
- Kịch bản tiêu cực	12.452	11.508	4.944	7.826
% thay đổi so với kịch bản cơ sở	0%	-8%	-20%	-14%

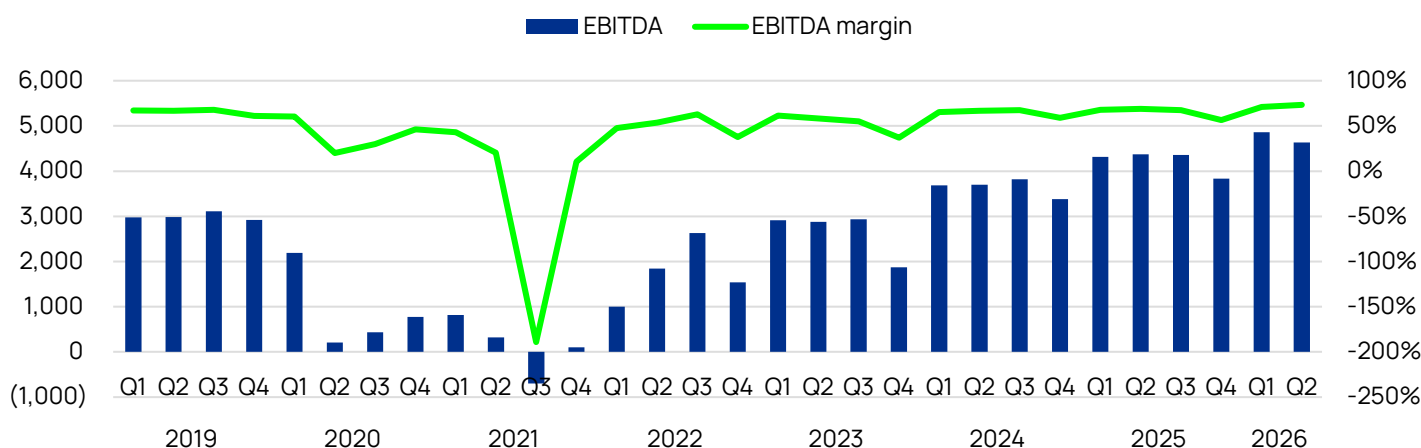
Nguồn: Vietcap

Hình 4: Doanh thu của ACV (tỷ đồng, trái) và tăng trưởng YoY (% , phải)



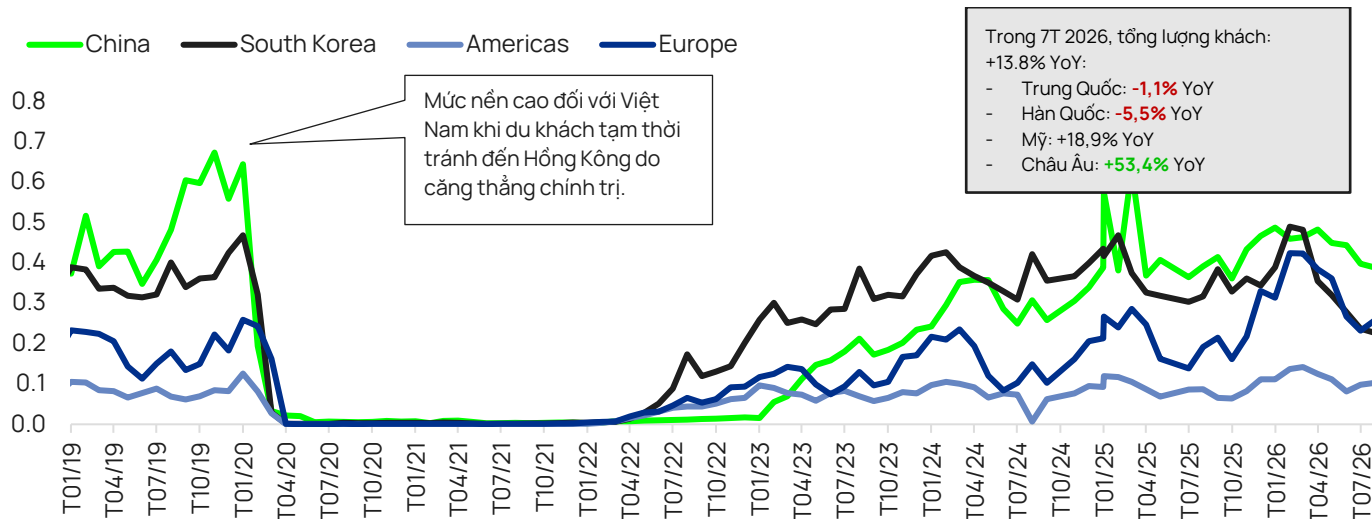
Nguồn: ACV, Vietcap

Hình 5: EBITDA hàng quý (tỷ đồng, trái) và biên EBITDA (% , phải) của ACV



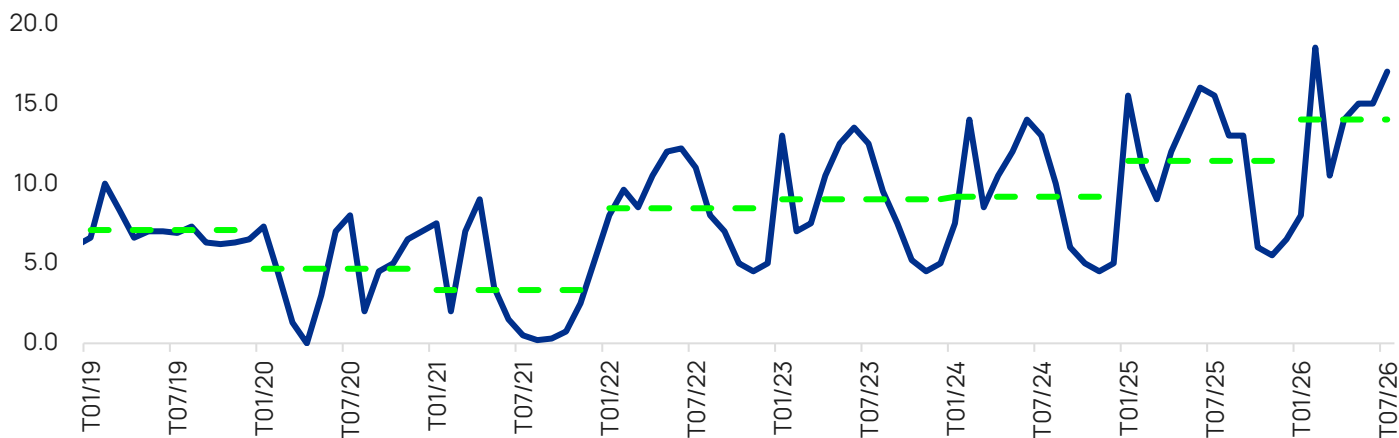
Nguồn: ACV, Vietcap

Hình 6: Lượng khách quốc tế đến Việt Nam hàng tháng (triệu lượt)



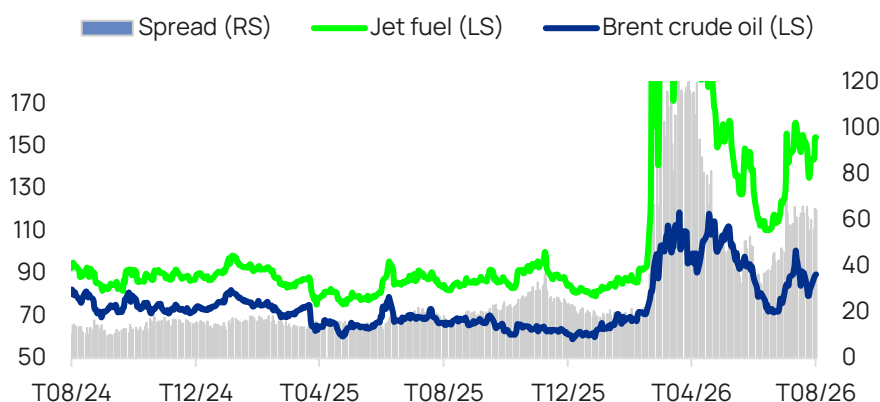
Nguồn: Cục Thống kê, Vietcap

Hình 7: Lượng khách trong nước hàng tháng (triệu lượt)



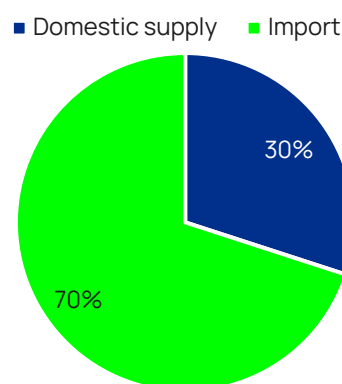
Nguồn: Cục Thống kê, Vietcap

Hình 8: Giá nhiên liệu bay (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 9: Nguồn cung nhiên liệu bay của Việt Nam (2025)



Nguồn: Truyền thông trong nước, Cục Hải quan, Vietcap

Định giá

Chúng tôi duy trì phương pháp định giá dựa trên sự kết hợp giữa phương pháp Chiết khấu dòng tiền (CKDT – trọng số 70%) và EV/EBITDA (trọng số 30%).

Đối với phương pháp CKDT, chúng tôi duy trì giai đoạn dự báo cụ thể là 13 năm (2026–2038) để phản ánh tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ACV từ LTH Giai đoạn 1 (dự kiến đi vào vận hành trong nửa đầu năm 2027) và Giai đoạn 2 (dự kiến xây dựng trong giai đoạn 2028–2032). Định giá CKDT của chúng tôi nghiêng nhiều về giá trị cuối do gánh nặng chi phí đầu tư XDCB dự phóng ở mức cao trong thập kỷ tới.

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi nâng giả định tỷ lệ phi rủi ro thêm 100 điểm cơ bản lên 7,0%, phù hợp với điều chỉnh nội bộ của Vietcap. Mặc dù NHNN được kỳ vọng sẽ giữ nguyên lãi suất điều hành trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng môi trường lợi suất trong nước sẽ cao hơn về mặt cơ cấu trong trung hạn. Theo đó, WACC của chúng tôi tăng lên 11,7% từ mức 11,1% trước đây.

Chúng tôi duy trì trọng số 30% cho phương pháp định giá EV/EBITDA, áp dụng EV/EBITDA mục tiêu không đổi là 16,0 lần. Mức này thấp hơn một chút so với mức trung bình giai đoạn 2017–2025 của ACV (loại trừ giai đoạn 2020–2022) là 17,6 lần, phản ánh việc Chính phủ hỗ trợ gia tăng sự tham gia của khu vực tư nhân, qua đó tạo ra bối cảnh cạnh tranh đa dạng hơn thay vì cấu trúc độc quyền truyền thống của ACV.

Hình 10: Tóm tắt định giá của Vietcap đối với ACV

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng/CP)	Tỷ trọng	Đóng góp (đồng/CP)
CKDT	36.800	70%	25.760
EV/EBITDA với EBITDA dự phóng các năm 2026-27 là 16,0 lần	58.352	30%	17.506
Giá mục tiêu (đồng/CP)			43.300
EV/EBITDA dự phóng các năm 2026/2027/2028 tại giá mục tiêu			13,9x/11,8x/10,5x

Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 11: Tóm tắt định giá CKDT

Chi phí vốn	Trước đây	Điều chỉnh	Dự báo DTTD (13 năm) – tỷ đồng	Giá trị
Hệ số Beta	0,8	0,8	GTHT của dòng tiền tự do	22.719
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%	GTHT của GT cuối (TT 2%)	166.043
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	7,0%	GTHT của DTTD và GTC	188.762
Chi phí vốn cổ phần %	12,3%	13,3%	+ Tiền mặt & Tiền gửi ngắn hạn	16.463
Chi phí nợ vay %	11,0%	11,0%	- Nợ	-73.436
Tỷ lệ nợ vay %	35,0%	35,0%	- Lợi ích CDTs	-70
Tỷ lệ vốn cổ phần %	65,0%	65,0%	Giá trị vốn chủ sở hữu	131.719
Thuế DN %	20,0%	20,0%	Số lượng cổ phiếu (triệu)	3.583
WACC %	11,1%	11,7%	Giá trị CKDT/cổ phiếu, đồng	36.800

Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 12: Dự báo DTTD cho giai đoạn 2025-2030

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN từ HĐKD của ACV	12.269	12.520	8.049	10.225	12.938	16.177
- Thuế	-2.454	-2.504	-1.610	-2.045	-2.588	-3.235
+ Khấu hao	2.720	3.144	10.507	10.607	10.707	10.807
- Vốn đầu tư XDCB	-29.557	-73.690	-10.086	-27.690	-27.690	-27.690
- Tăng vốn lưu động	4.163	-3.947	-330	-467	-262	-546
Dòng tiền tự do	-12.858	-64.477	6.531	-9.369	-6.894	-4.487
GTHT của DTTD		-60.999	5.530	-7.101	-4.676	-2.724
GTHT lũy kế của DTTD		-60.999	-55.469	-62.570	-67.246	-69.970

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Dự báo DTTD sử dụng số liệu tài chính của ACV (không bao gồm mảng cất hạ cánh và an ninh hàng không).

Hình 13: Dự báo DTTD cho giai đoạn 2031-2038

Tỷ đồng	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	2038F
LN từ HĐKD của ACV	19.919	26.963	25.419	30.777	36.909	43.931	51.961	61.201
- Thuế	-3.984	-5.393	-5.084	-6.155	-7.382	-8.786	-10.392	-12.240
+ Khấu hao	10.907	11.007	17.386	17.533	17.680	17.827	17.996	18.143
- Vốn đầu tư XDCB	-27.690	-27.690	-2.594	-2.594	-2.594	-2.594	-2.594	-2.594
- Tăng vốn lưu động	-726	-1.161	-1.218	-1.081	-1.116	-1.189	-1.047	-1.177
Dòng tiền tự do	-1.574	3.727	33.908	38.480	43.497	49.189	55.924	63.333
GTHT của DTTD	-855	1.813	14.761	14.992	15.168	15.353	15.622	15.835
GTHT lũy kế của DTTD*	-70.825	-69.013	-54.252	-39.260	-24.092	-8.739	6.884	22.719

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Dự báo DTTD sử dụng số liệu tài chính của ACV (không bao gồm mảng cất hạ cánh và an ninh hàng không).

Hình 14: Độ nhạy giá mục tiêu đối với tăng trưởng giá trị cuối và WACC (đồng/cổ phiếu)

		WACC				
TT		10,7%	11,2%	11,7%	12,2%	12,7%
	1,0%	48.300	43.900	39.900	36.400	33.200
	1,5%	50.500	45.700	41.500	37.700	34.400
	2,0%	52.900	47.700	43.300	39.300	35.700
	2,5%	55.500	50.000	45.200	40.900	37.100
	3,0%	58.500	52.500	47.300	42.700	38.600

Nguồn: Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 15: 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)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	25.898	27.528	32.861	37.174
Giá vốn hàng bán	-10.282	-11.437	-20.409	-21.956
Lợi nhuận gộp	15.616	16.091	12.452	15.217
Chi phí bán hàng	-403	-428	-511	-578
Chi phí quản lý DN	-1.327	-1.014	-1.307	-1.545
LN thuần HĐKD	13.885	14.649	10.633	13.094
Doanh thu tài chính	975	1.089	1.281	1.435
Chi phí tài chính	-457	-446	-4.770	-3.783
Trong đó, chi phí lãi vay	-60	-56	-3.087	-2.886
Lợi nhuận từ công ty LDLC	430	420	545	617
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	575	28	33	37
LNTT	15.409	15.738	7.723	11.401
Thuế TNDN	-2.944	-3.148	-1.545	-2.280
LNST trước CĐTS	12.465	12.591	6.178	9.120
Lợi ích CĐ thiếu số	-13	-14	-7	-10
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	12.452	12.577	6.171	9.110
LNST sau lợi ích CĐTS của ACV *	10.815	10.453	3.563	6.205
LNST sau lợi ích CĐTS của CP **	1.637	2.124	2.608	2.905
EBITDA	16.856	18.043	21.390	23.952
EBITDA, Điều chỉnh *	14.559	15.244	18.011	20.215
EPS báo cáo, VND	3.128	3.159	1.550	2.288
EPS báo cáo của ACV, VND *	2.717	2.626	895	1.559
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DT	14,8%	6,3%	19,4%	13,1%
Tăng trưởng DT của ACV *	5,6%	6,3%	20,7%	13,5%
TT LN từ HĐKD	12,9%	5,5%	-27,4%	23,1%
LNTT	7,5%	2,1%	-50,9%	47,6%
EPS báo cáo, VND	7,7%	1,0%	-50,9%	47,6%
EPS báo cáo của ACV *	4,8%	-3,3%	-65,9%	74,1%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	60,3%	58,5%	37,9%	40,9%
Biên LN từ HĐ %	53,6%	53,2%	32,4%	35,2%
Biên EBITDA	65,1%	65,5%	65,1%	64,4%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	48,1%	45,7%	18,8%	24,5%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh*	51,9%	47,1%	13,3%	20,4%
ROE	19,2%	16,5%	7,2%	9,8%
ROA	14,7%	9,8%	3,7%	5,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	11,5	15,6	18,1	24,1
Số ngày phải thu	144,8	126,1	124,2	120,9
Số ngày phải trả	83,1	75,3	42,9	53,1
TG luân chuyển tiền	73,1	66,5	99,4	92,0
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,2x	3,1x	3,1x	3,0x
CS thanh toán nhanh	2,2x	3,1x	3,0x	2,9x
CS thanh toán tiền mặt	1,2x	1,8x	1,8x	1,7x
Nợ/Tài sản	11,5%	57,2%	42,6%	44,8%
Nợ/Vốn sử dụng	13,0%	62,4%	45,2%	47,8%
Nợ/Vốn CSH ⁽²⁾	-7,8%	74,8%	60,0%	64,6%
Tỷ lệ khả năng trả lãi từ EBITDA	278,8x	319,8x	6,9x	8,3x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	4.240	9.958	15.127	15.712
Đầu tư TC ngắn hạn	10.505	6.505	5.005	5.005
Các khoản phải thu	8.398	10.631	11.733	12.901
Hàng tồn kho	352	627	1.398	1.504
TS ngắn hạn khác	3.474	1.652	1.972	2.230
Tổng TS ngắn hạn	26.969	29.372	35.235	37.353
TS dài hạn (gộp)	65.964	72.964	184.075	185.575
- Khấu hao lũy kế	-40.522	-43.916	-54.673	-65.530
TS dài hạn (ròng)	25.442	29.048	129.402	120.045
Chi phí XDDB dở dang	35.200	101.890	865	27.054
TS dài hạn khác	4.299	4.569	5.454	6.170
Tổng TS dài hạn	64.940	135.507	135.721	153.269
Tổng Tài sản	91.910	164.879	170.956	190.622
Phải trả ngắn hạn	2.994	1.723	3.075	3.309
Nợ ngắn hạn	412	738	766	787
Nợ ngắn hạn khác	8.930	6.938	7.451	8.284
Tổng nợ ngắn hạn	12.336	9.400	11.291	12.379
Nợ dài hạn	9.300	72.697	70.694	80.118
Nợ dài hạn khác	372	288	299	333
Tổng nợ	22.007	82.386	82.285	92.830
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	35.828	35.828	35.828	35.828
Thặng dư vốn cổ phần	15	15	15	15
Lợi nhuận giữ lại	17.767	30.344	36.515	45.625
Vốn khác	16.236	16.236	16.236	16.236
Lợi ích CĐTS	56	70	77	88
Vốn chủ sở hữu	69.902	82.493	88.671	97.792
Tổng cộng nguồn vốn	91.910	164.879	170.956	190.622
CP lưu hành cuối năm (triệu)	3.583	3.583	3.583	3.583

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	6.307	4.240	9.958	15.127
Lợi nhuận sau thuế	12.452	12.577	6.171	9.110
Khấu hao	2.970	3.394	10.757	10.857
Thay đổi vốn lưu động	4.163	-3.947	-330	-467
Điều chỉnh khác ⁽¹⁾	-2.827	-844	-999	-1.113
Tiền từ hoạt động KD	16.759	11.179	15.599	18.388
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-29.557	-73.690	-10.086	-27.690
Đầu tư, ròng	11.147	4.504	1.632	442
Tiền từ HĐ đầu tư	-18.409	-69.186	-8.454	-27.248
Cổ tức đã trả	-9	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	-4	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-421	63.397	-2.003	9.423
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	327	27	21
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-434	63.724	-1.976	9.444
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-2.084	5.717	5.169	584
Dòng tiền điều chỉnh khác	18	0	0	0
Tiền cuối năm	4.240	9.958	15.127	15.712

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

Phụ lục

Dự án Sân bay Quốc tế Long Thành (LTH)

LTH Giai đoạn 1 sẽ cung cấp công suất 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 LTH sẽ phục vụ khoảng 90% chuyến bay quốc tế cho TP.HCM và các tỉnh lân cận. ACV sẽ được thu phí cất hạ cánh (T-O/L) tại LTH do ACV là chủ đầu tư dự án thành phần số 3 của LTH (bao gồm hạ tầng đường băng và sân đỗ).

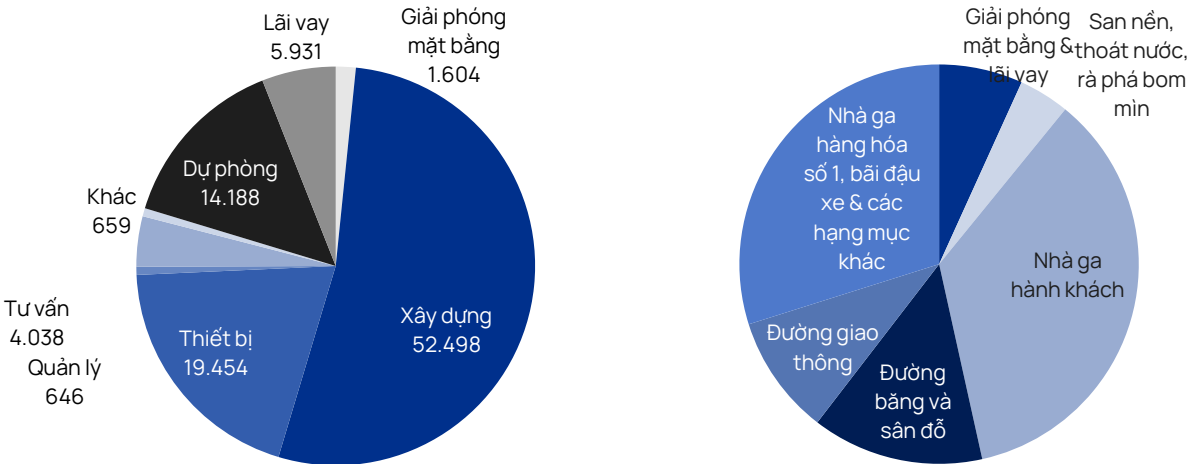
Vui lòng tìm thêm thông tin chi tiết về tác động tiềm ẩn của gói thầu này và LTH trong Góc nhìn đầu tư của chúng tôi, "[Sân bay Quốc tế Long Thành \(LTH\) - Đại dự án hàng không dự kiến tác động đến nhiều ngành](#)," ngày 17/07/2023.

Hình 16: Tổng quan chủ đầu tư Giai đoạn 1 của LTH và tổng mức đầu tư các dự án thành phần

	Dự án thành phần số 1	Dự án thành phần số 2	Dự án thành phần số 3	Dự án thành phần số 4	Tổng
Hạng mục	Các công trình trụ sở cơ quan Nhà nước	Các công trình phục vụ quản lý bay	Các công trình thiết yếu của sân bay, bao gồm hạ tầng chung và nhà ga hàng hóa số 1	Các công trình phục vụ dịch vụ hàng không bổ sung, bao gồm nhà ga hàng hóa số 2	
Chủ đầu tư	Các cơ quan Nhà nước có thẩm quyền và/hoặc nhà đầu tư PPP nếu các cơ quan Nhà nước không thể thu xếp được vốn	Tổng Công ty Quản lý bay Việt Nam	ACV	Bộ Giao thông Vận tải sẽ chủ trì công tác đấu thầu dự án thành phần số 4	
Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	293	3.435	99.019	6.364	109.112
Tổng mức đầu tư (triệu USD) tại tỷ giá 23.390 VND/USD	13	147	4.233	272	4.665

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

Hình 17: Cơ cấu chi phí đầu tư dự án thành phần số 3 của LTH Giai đoạn 1 (tỷ đồng)



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

Hình 18: Các gói thầu xây lắp tiêu biểu của dự án thành phần số 3 của LTH

Hạng mục	Gói thầu	Giá trị (tỷ đồng)	Tình trạng	Đơn vị trúng thầu/Đơn vị dự thầu/ Doanh nghiệp niêm yết có thể hưởng lợi
San lấp mặt bằng & thoát nước	3.4	4.412	Đang thi công	Đơn vị trúng thầu Xây dựng & Tư vấn Trường Sơn Xây dựng Hàng không ACC Tập đoàn Phúc Lộc Cienco 8 Vinaconex (HOSE: VCG)
Nhà ga hành khách	5.10 - Thân nhà ga hành khách	35.234	Đang thi công	Đơn vị trúng thầu Liên danh VIETUR (xem bên dưới) Doanh nghiệp niêm yết khác có thể hưởng lợi: HOSE: DHA UPCOM: VLB
Nhà ga hàng hóa	7.8	N/A	Đang thi công	Doanh nghiệp niêm yết có thể hưởng lợi: HOSE: SCS HOSE: NCT
Hạ tầng	4.6 – Đường băng, sân đỗ khác	8.136	Đang thi công	Đơn vị trúng thầu (một liên danh) Vinaconex (HOSE: VCG) Xây dựng & Tư vấn Trường Sơn Xây dựng Hàng không ACC Cienco 4 (UPCoM: C4G) CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng Việt Nam CTCP Xây dựng Công trình Hàng không 647
	4.7 – Sân đỗ nhà ga hành khách	6.268	Đang thi công	Đơn vị trúng thầu Xây dựng & Tư vấn Trường Sơn Xây dựng Hàng không ACC Tổng Công ty Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Xây dựng Việt Nam CTCP Tập đoàn Cienco4 CTCP Xây dựng Công trình Hàng không 647
	4.8 – Đường nội bộ	11.066	Đang thi công	Đơn vị trúng thầu Xây dựng & Tư vấn Trường Sơn CTCP Đầu tư và Xây dựng Giao thông Phương Thành Tổng Công ty Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam Tổng Công ty Xây dựng số 1 CTCP Kỹ thuật Công nghiệp Á Châu CTCP Ứng dụng và Phát triển Công nghệ Thông tin CTCP Đầu tư và Phát triển Xây dựng Việt Nam Công ty TNHH Đầu tư và Xây dựng Dacinco CTCP Xây dựng và Lắp máy 368
	6.12 – Đường kết nối bên ngoài T1, T2	2.785	Đang thi công	Đơn vị trúng thầu Tập đoàn Đèo Cả (HOSE: HHV) CTCP Thăng Long (HNX: TTL) Xây dựng Hạ tầng Khang Nguyên Thương mại, Xây dựng & Tư vấn Hoàng Long Xây dựng 368

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

Hình 19: Các tuyến giao thông trọng điểm kết nối LTH-TP.HCM

Tuyến đường		Chiều dài	Tình trạng	Mục tiêu hoàn thành
Đường bộ				
Cao tốc TP.HCM-Long Thành mở rộng	Tuyến cao tốc duy nhất từ trung tâm TP.HCM đến LTH khi LTH đi vào vận hành: Nút giao An Phú - TP.HCM-Long Thành-Dầu Giây - Quốc lộ 51 - Tuyến T1	55 km	Đang quá tải; Đang mở rộng: (1) nâng cấp 21 km từ 4 lên 8-10 làn xe; (2) cầu Long Thành thứ hai bổ sung nhịp mới 5 làn xe.	Q1 2027
Cao tốc Bến Lức-Long Thành	Hành lang tiếp cận từ phía Tây và Đồng bằng sông Cửu Long: Bến Lức - LTH	58 km	Đang thi công	Q3 2026
Vành đai 3-LTH	Vành đai 3 - đường 25B/C - Quốc lộ 51 - LTH	50 km	- Vành đai 3: thông xe kỹ thuật ngày 19/12/2025 - 25B & 25C: đang nâng cấp	- Vành đai 3: thông xe toàn bộ trong tháng 6/2026 - 25B & 25C: Tháng 6/2026
Đường sắt/Metro				
Tuyến Metro số 1 mở rộng	Bến Thành-Suối Tiên-LTH	41 km	Đoạn kéo dài (Suối Tiên-LTH) đang trong giai đoạn lập báo cáo nghiên cứu khả thi. Đang đề xuất thực hiện theo Cơ chế khẩn cấp	Đến năm 2030-2031
Tuyến Metro số 2	Bến Thành-Thủ Thiêm	5,6 km	Đang lập báo cáo nghiên cứu khả thi	Đến năm 2030
Tuyến Metro số 6	TSN-Phú Hữu-Thủ Thiêm-LTH	54 km	Đang trong giai đoạn quy hoạch	N/A
Đường sắt Thủ Thiêm-Lon Thành	Tuyến kết nối chính từ trung tâm TP.HCM đến LTH trong 30 phút khi đi vào vận hành: Ga Thủ Thiêm - [20 ga trung gian] - LTH	42 km	Mục tiêu khởi công vào giữa năm 2026	Đến năm 2030

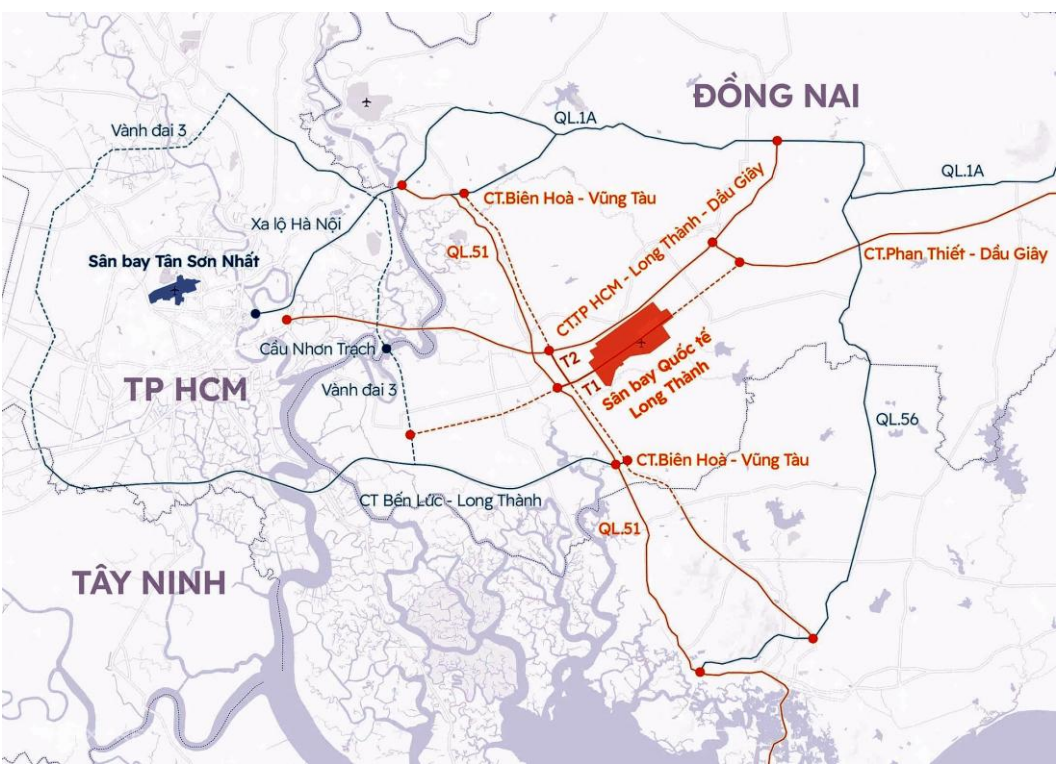
Nguồn: Bộ Xây dựng, truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp

Hình 20: Đường T1 và T2



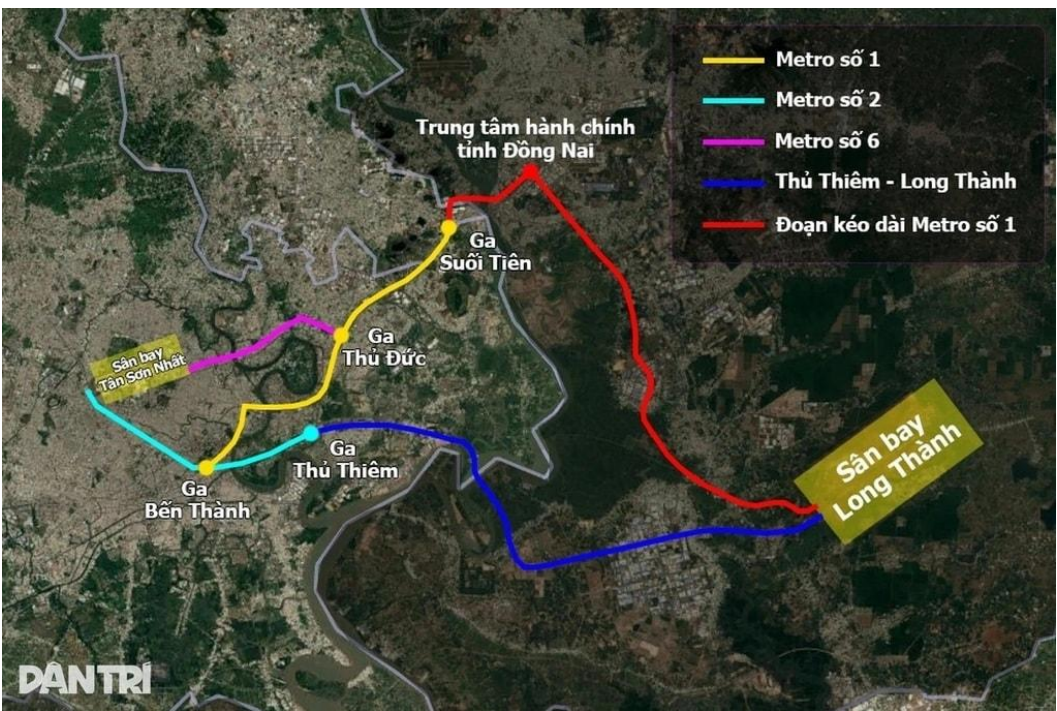
Nguồn: Truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp

Hình 21: Kết nối đường bộ LTH-TP.HCM



Nguồn: Truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp

Hình 22: Kết nối đường sắt/metro LTH-TP.HCM



Nguồn: 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 Quyết định 2007/QĐ-TTg vào tháng 12/2020 cho phép ACV quản lý và vận hành các tài sản kết cấu hạ tầng hàng không (bao gồm cả đường băng) đến hết năm 2025, trong khi quyền sở hữu đường băng vẫn thuộc về Nhà nước. Theo ban lãnh đạo ACV, đề án này hiện đã được gia hạn đến hết năm 2026.

Theo đề án pháp lý này, ACV sử dụng các dòng tiền thu được từ tài sản kết cấu hạ tầng hàng không để chi trả cho các khoản chi phí cần thiết như bảo trì và sửa chữa tài sản trong giai đoạn này. Trong khi đó, Chính phủ sẽ thực hiện đánh giá lại các tài sản kết cấu hạ tầng đường băng. Các tài sản sau khi được đánh giá lại có thể được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán của ACV thông qua việc tăng phần vốn Nhà nước tại ACV. Để triển khai, Chính phủ đã giao Bộ Giao thông Vận tải (trước đây) phối hợp với các cơ quan liên quan xác định giá trị các tài sản kết cấu hạ tầng hàng không do Nhà nước đầu tư.

Việc chuyển sang niêm yết trên HOSE của ACV đòi hỏi phải giải quyết vấn đề còn tồn đọng này liên quan đến việc ghi nhận doanh thu và chi phí đối với các tài sản hạ tầng do Nhà nước đầu tư từ năm 2021 trở đi. ACV đã hoàn tất việc phân loại tài sản và quá trình đánh giá lại đang được thực hiện. Sau khi hoàn tất (dự kiến vào cuối năm 2026), ACV dự kiến đề xuất sử dụng các tài sản này để tăng vốn Nhà nước, qua đó đáp ứng các điều kiện niêm yết trên HOSE. Tuy nhiên, quyết định cuối cùng thuộc về Chính phủ.

Tư nhân hóa ngành hàng không Việt Nam: Nâng cao chất lượng danh mục tài sản của ACV với GBA là rủi ro chính cần theo dõi

Ngành hàng không Việt Nam đang chứng kiến sự tham gia ngày càng tăng của các nhà đầu tư tư nhân, khi gánh nặng chi phí đầu tư XD CB của ACV trong bối cảnh tiến độ LTH được đẩy nhanh đã thúc đẩy sự phụ thuộc lớn hơn vào các nhà phát triển tư nhân để tài trợ cho các dự án đầu tư mới và mở rộng trong ngắn – trung hạn. Đáng chú ý, các sân bay được tư nhân hóa chủ yếu là các tài sản có tỷ suất sinh lời thấp hơn, thuộc điểm đến nghỉ dưỡng hoặc mang tính khu vực, trong khi ACV giữ lại các trung tâm có mật độ cao gồm Nội Bài, Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng và LTH trong tương lai.

Chúng tôi coi đây là sự hỗ trợ về mặt cơ cấu để định hình lại danh mục tài sản của ACV, đồng thời tạo điều kiện hình thành các hệ sinh thái tích hợp cho các nhà đầu tư tư nhân

- **Về phía ACV**, việc chuyển giao các tài sản có tỷ suất sinh lời thấp hơn và thâm dụng vốn giúp giảm bớt áp lực chi phí đầu tư XD CB trong ngắn – trung hạn, cho phép ACV tập trung vào siêu dự án LTH cùng các trung tâm có mật độ cao và biên lợi nhuận lớn. Theo đó, điều này có thể hỗ trợ ACV chuyển dịch từ mô hình vận hành toàn hệ thống sang mô hình “trung tâm cốt lõi” hiệu quả hơn – tương tự Airports of Thailand (AOT), đơn vị vận hành các sân bay nhộn nhịp nhất Thái Lan.
- **Về phía các nhà đầu tư tư nhân**, sự chuyển dịch này cho phép xây dựng các hệ sinh thái du lịch tích hợp với hiệu quả kinh tế tiềm năng cao hơn tại các sân bay có lưu lượng thấp. Ví dụ, Sun Group kết hợp quyền sở hữu sân bay (Phủ Quốc, Phan Thiết), vận hành hàng không (Sun PhuQuoc Airways) và nền tảng nghỉ dưỡng có vị thế dẫn đầu.

Ngoại lệ đáng chú ý là Sân bay Quốc tế Gia Bình (GBA), nơi mà chúng tôi coi là một rủi ro cơ cấu cần theo dõi. Nằm cách Nội Bài (HAN) 43 km – một trong những trung tâm có lưu lượng cao nhất của ACV (chiếm 28% lượng khách của ACV năm 2025) – GBA được định vị để hấp thụ phần công suất vượt trội của HAN sau năm 2030. Khác với các sân bay tập trung vào du lịch nghỉ dưỡng, GBA nhắm trực tiếp vào trung tâm có giá trị nhất của ACV. Mặc dù việc phát triển GBA giúp ACV giảm chi phí đầu tư XD CB cho việc mở rộng HAN trong trung hạn, tác động phân bổ lại lưu lượng từ năm 2030 trở đi là một rào cản mang tính cơ cấu đối với triển vọng lượng hành khách dài hạn của sân bay này – và qua đó, đối với nguồn doanh thu có tỷ suất sinh lời cao nhất của ACV. Chúng tôi đã phản ánh một phần rủi ro này vào giả định CAGR lượng hành khách giai đoạn 2026–38 (xem [Báo cáo Cập nhật ACV](#) của chúng tôi, ngày 13/08/2025), và sẽ tiếp tục đánh giá lại khi có thêm thông tin rõ ràng về tiến độ xây dựng và kế hoạch phân bổ lưu lượng.

Hình 23: Sự tham gia của các doanh nghiệp tư nhân vào ngành hàng không Việt Nam

	Chủ đầu tư	Vốn đầu tư XDCB* (nghìn tỷ đồng)	Công suất	Tình trạng
Sân bay Quốc tế Gia Bình (Bắc Ninh)	Masterise thông qua Masterise Aviation Infrastructure	196,4	- Giai đoạn 1 (2025–2030): 30 triệu khách; 1,6 triệu tấn hàng hóa - Giai đoạn 2 (2031–2050): 50 triệu khách; 2,5 triệu tấn hàng hóa	- Khởi công ngày 19/08/2025. - Mục tiêu hoàn thành giải phóng mặt bằng vào tháng 4/2026.
Sân bay Quốc tế Phú Quốc mở rộng (Kiên Giang)	Sun Group thông qua SAC	22	- Hiện tại: 4 triệu khách - Đến năm 2030: 18 triệu khách, thực hiện qua 2 giai đoạn - Đến năm 2050: 50 triệu khách	- ACV đã chính thức chuyển giao quyền vận hành cho SAC có hiệu lực từ ngày 01/01/2026. - Hạng mục mở rộng đang được thi công.
Sân bay Phan Thiết (Bình Thuận) – Hạ tầng hàng không dân dụng	Sun Group thông qua Công ty TNHH Mặt Trời Phan Thiết	3,8	- Đến năm 2030: 2 triệu khách - Đến năm 2050: 3 triệu khách	- Hạng mục quân sự đã hoàn thành và đi vào hoạt động từ cuối năm 2025. - Sun Group trở thành nhà đầu tư cho hạng mục dân dụng vào tháng 3/2026. - Mục tiêu khởi công - tháng 4/2026.
Sân bay Quảng Trị (Quảng Trị)	Hợp đồng PPP – BOT: Tập đoàn T&T (Nhà đầu tư đứng đầu), CIENCO4 (Nhà thầu chính)	5,8	- Đến năm 2026: 1,0 triệu khách - Đến năm 2050: 2,0 triệu khách	- Việc thi công đã được tiếp tục sau những đợt chậm trễ trước đó; đang có tiến triển nhưng vẫn còn chậm.

Nguồn: Quyết định số 648/QĐ-TTg, truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: Đối với vốn đầu tư XDCB, GBA phản ánh tổng vốn đầu tư dự án, trong khi các sân bay khác phản ánh ước tính đến năm 2030.

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 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, Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- 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 cao cấp, ext 135

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

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, Phó Trưởng phòng, 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.