

Nắm giữ (giữ nguyên)

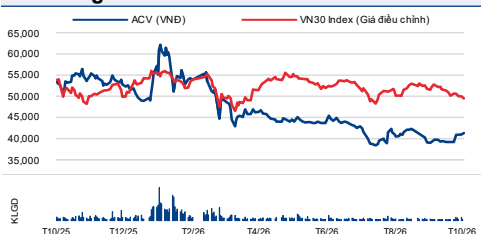
Giá mục tiêu: VNĐ43,400 (từ VNĐ43,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 5.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/10/2026)	41,300
Mã Bloomberg	ACV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	38,400-62,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	41,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	147,937
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	5,712
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)	1,687
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	1.91%
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	5.90	(3.50)	(23.2)
So với chỉ số	10.2	1.37	(16.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,454	2,514	(2.4)
2027F	953	1,747	(45.5)
2028F	1,555	1,897	(18.0)

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

Chế Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành C.Nghiệp & Công Nghệ
 trang.ctmai@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4848

Tiến độ dự án LTIA chậm một chút so với kỳ vọng; Nắm giữ

- HSC giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 43.400 đồng/cp (từ mức 43.500 đồng/cp) nhưng duy trì khuyến nghị Nắm giữ. Kế hoạch đưa Sân bay Quốc tế Long Thành (LTIA) vào vận hành từng giai đoạn từ ngày 24/12 kết hợp với lộ trình nâng dần công suất đều diễn ra chậm hơn một chút so với kỳ vọng ban đầu.
- Chúng tôi tăng lần lượt 3% và 10% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026 và 2027 nhờ lùi thời điểm ghi nhận chi phí khấu hao cùng chi phí lãi vay của dự án, nhưng điều chỉnh giảm 13% dự báo cho năm 2028 dựa trên giả định tiến độ mở rộng công suất tại sân bay mới diễn ra chậm hơn kỳ vọng.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, ACV đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 8,8 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 11,9 lần. Chúng tôi cho rằng điều này hợp lý trong bối cảnh quá trình đưa dự án LTIA vào vận hành thương mại vẫn còn nhiều thách thức.

Sự kiện: Đánh giá kế hoạch vận hành LTIA, cập nhật sản lượng Q3/26

Theo kế hoạch vận hành mới nhất của LTIA, sân bay sẽ bắt đầu khai thác từng phần từ ngày 24/12, với phạm vi giới hạn tại khu vực cánh tây và nhà ga trung tâm, trong khi toàn bộ mạng lưới đường bay quốc tế dự kiến vận hành đầy đủ từ tháng 10/2027. Tiến độ này chậm hơn một chút so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi, với giả định rằng LTIA sẽ vận hành thương mại toàn diện ngay từ ngày 1/12. Ngoài ra, phí phục vụ hành khách đối với các chuyến bay quốc tế được ấn định ở mức 25 USD/khách, cao hơn giả định 20 USD/khách cho các năm 2026-2027 nhưng sát với giả định cho năm 2028.

Trong khi đó, tổng sản lượng hành khách trong Q3/2026 tăng 8% so với cùng kỳ đạt 33,1 triệu lượt, hoặc tăng 12,7% so với cùng kỳ nếu loại trừ sân bay Phú Quốc (PQC) – sân bay đã được chuyển giao cho Sun Group. Sản lượng hành khách trong nước tăng 11,6% so với cùng kỳ, sát với kỳ vọng của chúng tôi, trong khi sản lượng khách quốc tế chỉ tăng 2,1% so với cùng kỳ, thấp hơn một chút so với kỳ vọng.

Tác động: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028

HSC tăng lần lượt 3% và 10% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026 và 2027 nhằm phản ánh việc điều chỉnh giảm giả định chi phí khấu hao và chi phí lãi vay, dựa trên việc đưa LTIA vào vận hành theo từng giai đoạn, cùng với mức phí phục vụ hành khách cao hơn kỳ vọng. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 13% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2028 sau khi giảm giả định sản lượng hành khách quốc tế. Dự báo mới – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần năm 2026 giảm 10% so với cùng kỳ, do chuyển giao quyền vận hành sân bay Phú Quốc cùng mảng dịch vụ an ninh. Sang năm 2027, lợi nhuận thuần dự kiến giảm mạnh 61% so với cùng kỳ khi các chi phí vận hành và tài chính liên quan đến LTIA bắt đầu phát sinh, sau đó phục hồi mạnh 63,2% trong năm 2028.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, ACV đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 8,8 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 11,9 lần. HSC giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 43.400 đồng/cp (từ mức 43.500 đồng/cp) sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định giá, nhưng duy trì khuyến nghị Nắm giữ. Theo quan điểm của chúng tôi, áp lực ngắn hạn lên lợi nhuận phát sinh từ gánh nặng chi phí gia tăng khi LTIA đi vào vận hành là cơ sở thỏa đáng cho thị trường áp mức chiết khấu đối với giá cổ phiếu.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 15/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	14,750	16,882	18,245	21,080	24,352
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	10,421	10,842	9,781	3,798 ▲	6,197 ▼
EPS ĐC (đồng)	2,615	2,720	2,454	953 ▲	1,555 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	27,554	19,505	21,959	22,912	23,566
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.96	8.47	8.57	8.67	6.90
P/E ĐC (lần)	15.8	15.2	16.8	43.3	26.6
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.50	2.12	1.88	1.80	1.75
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	42.4	4.04	(9.79)	(61.2)	63.2
ROAE (%)	18.9	16.7	13.2	4.73	7.44

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

LTIA lùi tiến độ vận hành làm thay đổi triển vọng lợi nhuận

HSC vẫn giữ quan điểm tích cực đối với triển vọng dài hạn của ACV, dựa trên nhu cầu đi lại bằng đường hàng không phục hồi mạnh mẽ tại Việt Nam kết hợp với nguồn cung công suất quy mô lớn từ LTIA. Chúng tôi cho rằng lộ trình vận hành mới của LTIA, tuy có phần chậm lại so với dự báo trước đây, nhưng mang lại hiệu ứng tích cực là tạm thời giảm tải gánh nặng chi phí trong ngắn hạn. Tuy nhiên, áp lực xói mòn lợi nhuận trong trung hạn vẫn là điều khó tránh khỏi khi giai đoạn tăng công suất khai thác ban đầu sẽ kéo theo chi phí vận hành, khấu hao và lãi vay tăng vọt trước khi sản lượng hành khách và doanh thu kịp tăng quy mô tương ứng. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi khi sân bay từng bước mở rộng mạng lưới đường bay và nâng cao công suất hoạt động. Cân cân rủi ro - lợi nhuận hiện ở mức cân bằng. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ, với tiềm năng tăng giá 5% so với giá mục tiêu đã được điều chỉnh giảm nhẹ.

Cập nhật tiến độ xây dựng dự án Sân bay Quốc tế Long Thành

Bắt đầu khai thác và vận hành toàn diện muộn hơn dự kiến

Theo kế hoạch vận hành mới nhất của ACV công bố vào ngày 4/10, LTIA sẽ bắt đầu vận hành theo ba giai đoạn:

- Giai đoạn 1 (Tháng 12/2026 - Tháng 3/2027): Chỉ có cánh phía Tây và khu vực trung tâm của nhà ga hành khách sẽ được vận hành. Một phần của Nhà ga Hàng hóa số 1 sẽ bắt đầu xử lý hàng hóa trong nước vào ngày 24/12/2026 và hàng hóa quốc tế vào tháng 1/2027. Theo kế hoạch của ACV, LTIA sẽ tiếp nhận tối đa 366 chuyến bay mỗi tuần, bao gồm 322 chuyến bay trong nước và 44 chuyến bay quốc tế, tương đương 6-10% công suất thiết kế trong giai đoạn này.
- Đối với nhà ga hàng hóa, một phần của nhà ga sẽ bắt đầu xử lý hàng hóa trong nước vào ngày 24/12/2026 và hàng hóa quốc tế từ tháng 1/2027, ngoại trừ hàng hóa đi và đến từ Châu Âu và Mỹ.
- Giai đoạn 2 (Tháng 4 - Tháng 10/2027): Phạm vi khai thác sẽ từng bước mở rộng sang các tuyến bay quốc tế tầm xa kết nối thị trường EU, Úc, Mỹ và Bắc Á.
- Giai đoạn 3 (từ tháng 10/2027): LTIA dự kiến đưa vào khai thác toàn bộ mạng lưới đường bay quốc tế, đồng thời hoàn tất thi công và đưa vào sử dụng đồng bộ các hạng mục phụ trợ bao gồm bãi đỗ xe, hệ thống đường giao thông nội cảng và nhà ga hàng hóa.

Theo kế hoạch mới, LTIA sẽ được đưa vào khai thác theo từng giai đoạn cụ thể. Điều này khiến quá trình tăng tốc vận hành thương mại diễn ra chậm hơn so với giả định ban đầu của HSC, thời điểm chúng tôi từng kỳ vọng toàn bộ dự án sẽ đi vào vận hành đồng bộ ngay sau khi toàn bộ dự án được khánh thành. Diễn biến này nhiều khả năng sẽ giúp tiết giảm áp lực từ chi phí khấu hao và chi phí lãi vay trong các năm 2026 và 2027 so với dự báo trước đây của chúng tôi.

Phí phục vụ hành khách năm 2026/2027 cao hơn kỳ vọng

Phí phục vụ hành khách được ấn định ở mức 25 USD/khách đối với hành khách quốc tế và 90.909 đồng/khách đối với hành khách trong nước. Mức phí phục vụ hành khách quốc tế cao hơn so với giả định trước đây cho giai đoạn 2026-2027 (ở mức 20 USD mỗi khách), nhưng mức phí cho năm 2028 trở đi sát với dự báo. Trong khi đó, mức phí trong nước gần như sát với dự báo của HSC.

Tác động đến dự báo lợi nhuận

Kế hoạch vận hành mới nhất của LTIA cho thấy thời điểm mở cửa diễn ra muộn hơn và theo từng giai đoạn, thay vì kịch bản vận hành toàn diện từ ngày 1/12/2026 như giả định trước đây của chúng tôi. Diễn biến này buộc HSC phải điều chỉnh giảm dự báo sản lượng hành khách trong giai đoạn 2026-2028. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2026-2027, tác động tích cực từ việc giảm giả định chi phí khấu hao và chi phí lãi vay nhờ áp dụng lộ trình vận hành theo từng giai đoạn thừa sức bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc giảm giả định sản lượng hành khách, dẫn đến việc tăng dự báo lợi nhuận

thuần. Cho năm 2028, việc giữ nguyên giả định chi phí khấu hao và chi phí lãi vay trong khi giảm dự báo sản lượng hàng khách là nguyên nhân khiến chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận thuần.

Cập nhật sản lượng Q3/2026

ACV đã công bố KQKD sơ bộ Q3/2026. Sản lượng hành khách trong nước tăng 11,6% so với cùng kỳ, sát với kỳ vọng của chúng tôi, trong khi sản lượng khách quốc tế chỉ tăng 2,1% so với cùng kỳ, thấp hơn một chút so với kỳ vọng. Chi tiết như sau:

- Trong Q3/2026, tổng sản lượng hành khách đạt 33,1 triệu lượt, tăng 8% so với cùng kỳ, nhờ lực đẩy chính từ phân khúc hành khách trong nước với mức tăng 12% so với cùng kỳ lên 21,2 triệu lượt. HSC cho rằng đà tăng trưởng tích cực của phân khúc trong nước bắt nguồn từ xu hướng giảm giá vé máy bay, trong bối cảnh các hãng hàng không chủ động giảm giá vé nhằm kích cầu đi lại sau giai đoạn trầm lắng trong Q2/2026 do giá vé neo ở mức cao.
- Xét trên cơ sở so sánh tương đương, sau khi loại trừ tác động từ sân bay Phú Quốc vốn đã được bàn giao cho Sun Group (tư nhân; chưa niêm yết) ra khỏi BCTC năm 2025, tốc độ tăng trưởng thực tế của sản lượng khách trong nước đạt tới 16% so với cùng kỳ. Trong khi đó, sản lượng hành khách quốc tế tăng 2% so với cùng kỳ lên 11,9 triệu lượt, hoặc tăng 7,4% so với cùng kỳ nếu loại trừ sân bay Phú Quốc, thấp hơn một chút so với kỳ vọng của chúng tôi.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2026, sản lượng hành khách trong nước và quốc tế lần lượt đạt 58 triệu lượt và 36,1 triệu lượt, tăng tương ứng 3% và 4,5% so với cùng kỳ, nâng tổng sản lượng hành khách lên 94 triệu lượt, tăng 3,6% so với cùng kỳ. Nếu loại trừ sân bay Phú Quốc, tổng sản lượng hành khách tăng 8,6% so với cùng kỳ, trong đó sản lượng trong nước và quốc tế lần lượt tăng 7,1% và 10,9% so với cùng kỳ. Sản lượng hành khách trong nước sát với kỳ vọng của chúng tôi khi hoàn thành 76% dự báo cho cả năm 2026, trong khi sản lượng hành khách quốc tế thấp hơn một chút so với kỳ vọng khi đạt 73% dự báo trước đây cho cả năm 2026.

Bảng 1: Lưu lượng hành khách 9 tháng đầu năm 2026, ACV

Tổng lượng khách 9 tháng đầu năm 2026 tăng 4% so với cùng kỳ (9% nếu không bao gồm sân bay Phú Quốc), tương đương 75% dự báo cả năm 2026 trước đây của chúng tôi

Triệu	Q1/26	Q2/26	Q3/26	9T26	% dự báo cũ 2026
Tổng lượng hành khách	32.1	28.9	33.1	94.0	74.9%
Khách nội địa	19.3	17.5	21.2	58.0	76.4%
Khách quốc tế	12.8	11.4	11.9	36.1	72.7%
Tăng trưởng (so với số liệu công bố 2025)					
Tổng lượng hành khách	7.2%	-4.4%	8.0%	3.6%	
Khách nội địa	6.7%	-8.8%	11.6%	3.0%	
Khách quốc tế	8.1%	3.2%	2.1%	4.5%	
Tăng trưởng (so với 2025 không bao gồm PQC)					
Tổng lượng hành khách	13.1%	-0.1%	12.7%	8.6%	
Khách nội địa	10.7%	-5.0%	15.9%	7.1%	
Khách quốc tế	16.9%	8.5%	7.4%	10.9%	

Nguồn: ACV, HSC

Dự báo mới

HSC tăng lần lượt 3% và 10% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 nhờ lùi thời điểm ghi nhận chi phí khấu hao và chi phí lãi vay kết hợp với mức phí phục vụ hành khách quốc tế cao hơn tại LTIA. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm 13% dự báo cho năm 2028 khi tác động tiêu cực từ việc sản lượng hành khách giảm đã lấn át hoàn toàn tác động tích cực từ các lợi thế về chi phí. Thông tin chi tiết về các thay đổi trong dự báo lợi nhuận như sau:

- Chúng tôi giảm bình quân 2% dự báo doanh thu thuần giai đoạn 2026-2028, chủ yếu phản ánh: (1) sản lượng khách quốc tế trong 9 tháng đầu năm 2026 thấp hơn

kỳ vọng và (2) thời điểm vận hành muộn hơn dự kiến cùng lộ trình vận hành từng phần tại LTIA khiến tốc độ tăng trưởng sản lượng hành khách diễn ra chậm hơn.

- Chúng tôi tăng lần lượt 3% và 10% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 và 2027 lên 9,8 nghìn tỷ đồng (-10% svck) và 3,8 nghìn tỷ đồng (-61% svck). Động lực chính đến từ việc giảm lần lượt 19% và 5% giả định chi phí khấu hao trong hai năm 2026 và 2027 xuống còn 4,1 nghìn tỷ đồng (+37% svck) và 12,8 nghìn tỷ đồng (+215% svck). Đồng thời, chi phí lãi vay cũng được điều chỉnh giảm tương ứng 78% và 19% do tiền độ đưa vào vận hành toàn diện LTIA diễn ra chậm hơn dự kiến ban đầu. Lợi nhuận thuần năm 2026 dự kiến giảm 10% so với cùng kỳ, chủ yếu chịu ảnh hưởng tiêu cực từ việc hoàn tất chuyển giao: (1) quyền khai thác sân bay Phú Quốc sang Sun Group và (2) mảng dịch vụ an ninh hàng không sang cho Bộ Công an. Trong khi đó, mức sụt giảm 61% so với cùng kỳ của lợi nhuận thuần trong năm 2027 chủ yếu chịu áp lực đè nặng từ chi phí khấu hao tài sản và lãi vay tăng mạnh khi LTIA chính thức bước vào giai đoạn vận hành thương mại.
- Đáng chú ý, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q3/2026 lần lượt đạt 6,9 nghìn tỷ đồng (+6% svck) và 2,4 nghìn tỷ đồng (-14% svck). Lợi nhuận thuần giảm chủ yếu đến từ việc bàn giao sân bay Phú Quốc cho Sun Group và mảng dịch vụ an ninh sang Bộ Công an. Theo mô hình dự báo lợi nhuận, hai mảng hoạt động này đóng góp từ 10% đến 15% lợi nhuận hàng năm của tổng công ty.
- Cho năm 2028, chúng tôi giảm 13% dự báo lợi nhuận thuần xuống 6,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 63%) do giảm giả định sản lượng hành khách trong bối cảnh tốc độ tăng công suất khai thác tại LTIA diễn ra chậm hơn dự kiến.

Bảng 2: Dự báo mới, ACV

HSC nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2027 nhờ hạ giả định khấu hao/lãi vay, nhưng giảm dự báo lợi nhuận 2028 do giảm giả định về lưu lượng hành khách

Tỷ đồng	2025A	Dự báo cũ			Dự báo mới			Tăng trưởng			Điều chỉnh		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	25,960	28,089	31,877	37,149	26,885	31,443	36,547	4%	17%	16%	-4%	-1%	-2%
Lợi nhuận thuần	10,842	9,539	3,456	7,164	9,781	3,798	6,197	-10%	-61%	63%	3%	10%	-13%

Nguồn: HSC

Bảng 3: Giả định lưu lượng hành khách, ACV

Hạ bình quân 3% ước tính lưu lượng hành khách quốc tế và duy trì dự báo lưu lượng hành khách nội địa

Triệu khách	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Khách quốc tế	32.6	41.4	47.1	48.7	53.9	60.8
Quốc tế (không bao gồm PQC)	32.0	39.6	44.2	48.7	53.9	60.8
Nội địa	80.4	68.6	73.3	75.9	82.0	88.5
Khách nội địa (không bao gồm PQC)	76.7	66.3	70.3	75.9	82.0	88.5
Tổng lưu lượng hành khách	113.0	110.0	120.4	124.5	135.9	149.4
Tổng lưu lượng hành khách (Không bao gồm PQC)	108.8	105.9	114.5	124.5	135.9	149.4
Tăng trưởng						
Quốc tế (không bao gồm PQC)	172.8%	27.1%	13.6%	3.4%	10.8%	12.9%
Nội địa	171.2%	23.6%	11.6%	10.1%	10.8%	12.9%
Khách nội địa (không bao gồm PQC)	-7.7%	-14.7%	6.9%	3.5%	8.0%	8.0%
Tổng lưu lượng hành khách	-6.0%	-13.6%	6.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Tổng lưu lượng hành khách (Không bao gồm PQC)	14.1%	-2.6%	9.4%	3.5%	9.1%	9.9%
Quốc tế (không bao gồm PQC)	16.4%	-2.7%	8.1%	8.8%	9.1%	9.9%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Điều chỉnh giả định chi phí khấu hao và chi phí lãi vay, ACV

Chúng tôi hạ giả định chi phí khấu hao và chi phí lãi vay năm 2026/2027 do hoạt động của LTIA thấp hơn kỳ vọng

Tỷ đồng	2025A	2026F	2027F	2028F
Khấu hao				
Dự báo cũ	2,964	5,011	13,434	13,333
Dự báo mới	2,964	4,061	12,796	13,333
Điều chỉnh	-	(19.0%)	(4.7%)	-
Chi phí lãi vay				
Dự báo cũ	61	287	2,151	1,939
Dự báo mới	61	59	1,742	1,939
Điều chỉnh	-	(79.2%)	(19.0%)	-
Tổng cộng				
Dự báo cũ	3,024	5,297	15,585	15,271
Dự báo mới	3,024	4,121	14,538	15,271
Điều chỉnh	-	(22.2%)	(6.7%)	-

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với ACV và chỉ điều chỉnh giảm nhẹ giá mục tiêu (được xác định theo phương pháp DCF) xuống còn 43.400 đồng/cp sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá. Với tiềm năng tăng giá 5% so với mức giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ.

Chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, nhưng áp dụng hệ số beta mới là 1,0 (so với 0,9 trước đây – theo số liệu cập nhật từ Bloomberg). Theo đó, giả định WACC mới là 11,8% (so với mức 11,2% trước đây). Chúng tôi cũng giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

Bảng 5: Tính toán FCFF, ACV

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Thu nhập thuần	6,338	7,319	10,421	10,842	9,781	3,798	6,197	9,141	12,036
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	(17)	54	(831)	(407)	(284)	947	682	62	(594)
+ Khấu hao	2,337	2,364	2,289	2,964	4,061	12,796	13,333	13,333	13,333
- Thay đổi vốn lưu động	(4,047)	(3,330)	(2,151)	3,113	389	8,077	(88)	(829)	(918)
- Chi phí đầu tư cơ bản	(4,518)	(6,824)	(14,086)	(27,565)	(26,580)	(50,107)	(4,000)	(4,000)	(4,000)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	92	(418)	(4,359)	(11,055)	(12,633)	(24,489)	16,124	17,707	19,857

Nguồn: HSC
Bảng 6: Định giá, ACV

Giá mục tiêu mới là 43.400

WACC calculation	Giá trị	Định giá DCF (Tỷ đồng)	Giá trị (cuối năm-2027)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	146,402
Beta (lần)	1.0	Giá trị hiện tại của dòng tiền	17,587
Chi phí vốn CSH	12.3%	Tổng giá trị doanh nghiệp	163,989
Chi phí nợ	8.8%	Cộng: Tiền & Các khoản đầu tư ngắn hạn	6,383
Tỷ trọng vốn CSH	84%	Trừ: Nợ ngắn hạn & nợ dài hạn điều chỉnh	(14,854)
Tỷ trọng nợ	16%	Giá trị vốn CSH	155,518
WACC	11.8%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	3,583
		Vốn CSH/cp (đồng)	43,406

Nguồn: HSC

Bảng 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, ACV

Kịch bản cơ sở sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Tốc độ tăng trưởng dài hạn		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	1.0%	43,593	41,272	39,138	37,172	35,353
	1.5%	46,046	43,497	41,165	39,024	37,051
	2.0%	48,783	45,969	43,406	41,064	38,914
	2.5%	51,857	48,729	45,897	43,321	40,967
	3.0%	55,334	51,834	48,683	45,832	43,241

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, ACV đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 8,8 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 11,9 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, áp lực ngắn hạn lên lợi nhuận phát sinh từ gánh nặng chi phí gia tăng khi LTIA đi vào vận hành là cơ sở thỏa đáng cho thị trường áp mức chiết khấu lên giá cổ phiếu.

Biểu đồ 8: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, ACV

ACV đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 8,8 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 11,9 lần



Nguồn: HSC

Rủi ro đầu tư

Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng

Khoản lợi nhuận không thường xuyên từ việc chuyển nhượng sân bay Phú Quốc: ACV nhiều khả năng sẽ ghi nhận một khoản lợi nhuận không thường xuyên từ việc chuyển giao sân bay Phú Quốc. Theo BLĐ, công ty dự kiến có thể ghi nhận khoảng 1,8 nghìn tỷ đồng LNTT từ thương vụ chuyển nhượng này. Cần lưu ý rằng mô hình định giá hiện tại của chúng tôi chưa phản ánh khoản lợi nhuận không thường xuyên này. HSC sẽ đưa khoản lợi nhuận này vào mô hình dự báo ngay khi công ty chính thức ghi nhận vào BCTC.

Chuyển sân niêm yết từ UPCOM sang HSX: ACV vẫn đang tiến hành định giá tài sản khu bay. Việc hoàn tất công tác định giá tài sản nói trên sẽ là cột mốc then chốt, tạo tiền đề thuận lợi cho ACV tiến hành chuyển sân niêm yết từ UPCoM sang HSX. Với vị thế vốn hóa lớn, chúng tôi kỳ vọng ACV sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn và thu hút được lượng vốn lớn từ NĐT NN ngay khi hoàn tất chuyển sân sang HSX. Hạn chót cho việc định giá tài sản khu bay là vào cuối năm 2026.

Khấu hao Sân bay Quốc tế Long Thành: HSC giả định thời gian khấu hao là 11 năm đối với LTIA, phù hợp với kế hoạch ban đầu của công ty. Theo quan điểm của chúng tôi, thời gian khấu hao này là tương đối ngắn đối với một tài sản có quy mô lớn và vòng đời dài như LTIA. Tuy nhiên, thời gian khấu hao ngắn phản ánh ý định của BLĐ tiên nhiệm nhằm thu hồi chi phí đầu tư nhanh hơn và giữ lại nhiều nguồn lực hơn cho

LTIA Giai đoạn 2. Tuy nhiên, nếu BLĐ lựa chọn phương án kéo dài thời gian khấu hao của dự án LTIA, điều này sẽ tạo động lực tăng trưởng lợi nhuận nhờ: (1) giảm áp lực chi phí khấu hao tài sản tại dự án, và (2) mang lại kết quả lợi nhuận thực tế cao hơn so với dự báo hiện tại của chúng tôi.

Trung tâm logistics LTIA và Giai đoạn 2: HSC chưa phản ánh các dự án mới của ACV tại LTIA, bao gồm (1) LTIA Giai đoạn 2 và (2) trung tâm logistics hàng không tích hợp và khu phi thuế quan tại sân bay vào mô hình định giá do chưa có đầy đủ thông tin.

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng

Mức độ cạnh tranh từ Sân bay Quốc tế Gia Bình (GBIA): Dự án GBIA đã được giao cho Masterise Group làm đơn vị phát triển, dự kiến bắt đầu vận hành vào cuối năm 2028. Nằm cách Hà Nội khoảng 40km, GBIA có khả năng sẽ làm dịch chuyển một phần sản lượng hành khách hiện đang được phục vụ bởi sân bay Nội Bài, do một phần các tuyến bay tại đây sẽ được chuyển dịch sang sân bay mới này. Chúng tôi hiện chưa phản ánh việc chuyển dịch tuyến bay tiềm năng sang sân bay mới này vào mô hình dự báo lợi nhuận, do đó điều này có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng từ năm 2029 trở đi cũng như đối với giá mục tiêu của ACV.

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	26,885	31,443	36,547
Lợi nhuận gộp	13,873	15,785	15,942	10,275	13,288
Chi phí BH&QL	(1,413)	(1,867)	(1,757)	(1,992)	(2,268)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	12,461	13,919	14,184	8,284	11,019
Lãi vay thuần	1,634	517	637	(887)	(542)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	336	432	454	477	500
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	33.4	47.5	49.2	57.5	66.8
LN TT	14,465	14,915	15,325	7,930	11,045
Chi phí thuế TNDN	(2,788)	(2,845)	(3,065)	(1,586)	(2,209)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1,256)	(1,229)	(2,479)	(2,547)	(2,639)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	10,421	10,842	9,781	3,798	6,197
Lợi nhuận thuần ĐC	9,366	9,745	8,791	3,413	5,570
EBITDA ĐC	14,750	16,882	18,245	21,080	24,352
EPS (đồng)	4,787	3,925	2,730	1,060	1,730
EPS ĐC (đồng)	2,615	2,720	2,454	953	1,555
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	1,813	7,781	4,593
Đầu tư ngắn hạn	20,249	10,505	4,570	15,721	23,755
Phải thu khách hàng	12,309	8,253	8,645	10,577	12,741
Hàng tồn kho	294	352	379	732	805
Các tài sản ngắn hạn khác	1,537	3,492	3,616	4,229	4,916
Tổng tài sản ngắn hạn	40,695	26,842	19,023	39,040	46,810
TSCĐ hữu hình	32,920	60,119	82,635	119,943	106,610
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	3,012	3,012	3,012
Tài sản dài hạn khác	647	756	762	762	762
Tổng tài sản dài hạn	36,587	64,076	86,599	123,908	110,578
Tổng cộng tài sản	77,282	90,918	105,622	162,949	157,387
Nợ ngắn hạn	396	412	426	498	579
Phải trả người bán	1,685	2,989	3,214	6,217	6,832
Nợ ngắn hạn khác	2,155	4,315	4,625	8,366	9,159
Tổng nợ ngắn hạn	7,634	11,317	12,140	22,575	24,804
Nợ dài hạn	9,346	9,300	14,372	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	390	409	430
Tổng nợ dài hạn	9,607	9,672	14,762	58,240	48,105
Tổng nợ phải trả	17,241	20,989	26,901	80,815	72,908
Vốn chủ sở hữu	59,984	69,873	78,664	82,077	84,423
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	78,721	82,134	84,479
Tổng nợ phải trả và VCSH	77,282	90,918	105,622	162,949	157,387
BVPS (đ)	27,554	19,505	21,959	22,912	23,566
Nợ thuần/(tiền mặt)	3,436	5,472	12,985	50,548	43,660

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	12,461	13,919	14,184	8,284	11,019
Khấu hao	(2,289)	(2,964)	(4,061)	(12,796)	(13,333)
Lãi vay thuần	1,634	517	637	(887)	(542)
Thuế TNDN đã nộp	(2,418)	(2,582)	(3,065)	(1,586)	(2,209)
Thay đổi vốn lưu động	(2,750)	2,124	2,550	(8,181)	(13,448)
Khác	(69.1)	198	444	(1,208)	(1,371)
LCT thuần từ HKKD	9,574	16,682	18,234	11,847	9,262
Đầu tư TS dài hạn	(13,263)	(29,492)	(26,580)	(50,107)	(3,97)
Góp vốn & đầu tư	307	122	833	697	855
Thanh lý	7,156	11,028	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(5,800)	(18,342)	(25,747)	(49,410)	851
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)	5,086	43,531	(10,075)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(414)	(434)	5,086	43,531	(13,300)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,844	6,307	4,240	1,813	7,781
LCT thuần trong kỳ	3,361	(2,093)	(2,427)	5,968	(3,187)
Ảnh hưởng của tỷ giá	102	26.4	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	6,307	4,240	1,813	7,781	4,593
Dòng tiền tự do	(3,689)	(12,809)	(8,346)	(38,260)	9,258

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	59.3	32.7	36.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	65.3	65.0	67.9	67.0	66.6
Tỷ suất LNT (%)	46.1	41.8	36.4	12.1	17.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.3	19.1	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	12.8	14.9	3.56	17.0	16.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	39.3	14.5	8.07	15.5	15.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	42.4	4.04	(9.79)	(61.2)	63.2
Tăng trưởng EPS (%)	42.4	(18.0)	(30.4)	(61.2)	63.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	42.4	4.04	(9.79)	(61.2)	63.2
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	13.2	4.73	7.44
ROACE (%)	19.1	18.7	16.4	7.08	8.07
Vòng quay tài sản (lần)	0.31	0.31	0.27	0.23	0.23
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.77	1.20	1.29	1.43	0.84
Số ngày tồn kho	12.3	12.6	12.6	12.6	12.6
Số ngày phải thu	515	296	288	182	200
Số ngày phải trả	70.5	107	107	107	107
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	5.74	7.85	16.5	61.6	51.7
Nợ/tài sản (%)	12.6	10.7	14.0	35.8	30.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	9.34	20.3
Nợ/EBITDA (lần)	0.66	0.58	0.81	2.77	1.98
Chỉ số TT hiện thời (lần)	5.33	2.37	1.57	1.73	1.89
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.24	5.51	5.82	5.81	4.59
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.96	8.47	8.57	8.67	6.90
P/E (lần)	8.63	10.5	15.1	39.0	23.9
P/E ĐC (lần)	15.8	15.2	16.8	43.3	26.6
P/B (lần)	1.50	2.12	1.88	1.80	1.75
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) 2026.

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 gợi 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