**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

**Phạm Cao Duy**
duy.pc@shs.com.vn

KHUYẾN NGHỊ
**KHẢ QUAN**

| Giá 05/11 | Giá mục tiêu | Tiềm năng |
|---|---|---|
| 39.100 | 46.300 | +18,4% |

**THÔNG SỐ CƠ BẢN**

| | |
|---|---|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 140.069 |
| Số CP lưu hành | 3.582.324.023 |
| Giá cao 52 tuần | 62.100 |
| Giá thấp 52 tuần | 38.400 |
| Biến động 3 tháng | -2,5% |
| Biến động 12 tháng | -29,3% |
| Từ đầu năm | -20,2% |
| Sở hữu Nhà nước | 95,4% |

**DIỄN BIẾN GIÁ 12 THÁNG**

**ACV kém VN-Index 34 điểm %**

Chỉ số hóa, 03/11/2025 = 100




*Nguồn: FiinX, SHS Research.*

**ĐỊNH GIÁ TẠI GIÁ HIỆN TẠI**

| | |
|---|---|
| P/E 2026 | 15,7x |
| P/E 2027 | 24,6x |
| P/E 2028 | 23,7x |
| EV/EBITDA 2028E | 10,5x |
| P/B 2026E | 1,8x |

**TÓM TẮT TÀI CHÍNH (NGHÌN TỶ ĐỒNG)**

| | 25A | 26E | 27E | 28E |
|---|---|---|---|---|
| DT thuần | 25,9 | 25,6 | 28,6 | 33,9 |
| EBITDA | 14,8 | 13,9 | 15,1 | 17,7 |
| **LN ACV** | **10,8** | **8,9** | **5,7** | **5,9** |
| EPS (đ) | 3.019 | 2.495 | 1.591 | 1.653 |

*Báo cáo phân tích doanh nghiệp*

# CẬP NHẬT KQKD QUÝ 3/2026

**Khách tăng tốc nhưng lợi nhuận quý 3 giảm vì cấu trúc: chuyển giao mảng an ninh hàng không cùng chi phí sửa chữa, khấu hao giai đoạn đầu tư then chốt kéo biên gộp xuống 47,4%.**

| 33,1 | 6.066 | 2.206 | 83% |
|---|---|---|---|
| triệu khách Q3/26 | tỷ DT thuần Q3/26 | tỷ LN của ACV Q3/26 | LN 9T so với 2026E |
| +12,7% YoY | -6,3% YoY | -14,2% YoY | 7.435 tỷ đồng |

## KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3/2026

Q3/2026, ACV ghi nhận **doanh thu thuần 6.066 tỷ đồng (-6,3% YoY)** và **LN của ACV 2.206 tỷ đồng (-14,2% YoY)**. Lũy kế 9T, doanh thu đi ngang ở 19.226 tỷ đồng (+0,3%), LN của ACV đạt **7.435 tỷ đồng (+2,2%)**, hoàn thành **83%** dự phóng năm.

**Doanh thu giảm vì phạm vi.** Từ Q3/2026, ACV không còn ghi nhận doanh thu bảo đảm an ninh (Q3/2025: 447 tỷ đồng); loại mảng này, doanh thu thuần **+0,6%**. Doanh thu PSC chỉ +2,1% dù khách +12,7% vì nền 2025 gồm Phú Quốc. Cả hai thay đổi phạm vi đã được nêu trong báo cáo lần đầu; khác biệt là doanh thu an ninh vẫn được ghi nhận trong BCTC H1/2026.

**Biên gộp giảm 14,4 điểm % xuống 47,4%.** Giá vốn **+28,8%** lên 3.192 tỷ đồng do chi phí sửa chữa tài sản và khấu hao tăng khi tài sản mới đưa vào sử dụng. Doanh thu tài chính -55,5%, chi phí tài chính +380% do đánh giá lại tỷ giá. Phần Nhà nước chuyển từ +639 sang **-123 tỷ đồng**, nên LN của ACV chỉ giảm 14,2% so với -35,1% của LNST hợp nhất.

**Sản lượng khách tăng tốc.** Khách Q3 **+12,7%**, gấp đôi mức +6,6% của 6 tháng đầu năm. Lũy kế 9T đạt 94,1 triệu lượt (+8,6%), quốc tế 36,0 triệu (+10,8%). Theo Cục Hàng không, khách qua các cảng toàn ngành 10T đạt **110,4 triệu lượt (+10,2%)**, riêng tháng 10 khoảng +11%: đà tăng giữ được sang Q4.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀ ĐỊNH GIÁ

**Tăng trưởng còn dư địa** 01

IATA: khách Việt Nam tăng **121%** giai đoạn 2014-2024 (8,3%/năm), nhanh nhất top 10 châu Á - Thái Bình Dương. Cục Hàng không dự báo 2026 +13%; Boeing dự báo **8%/năm** trong 10 năm tới.

**Long Thành theo lộ trình** 02

Dự kiến khai thác từ 24/12/2026 với **366 chuyến/tuần**. Dự phóng **8,5 triệu** khách năm 2027 và 25,1 triệu năm 2028; lợi ích tăng dần theo lưu lượng khai thác.

**Áp lực khấu hao ngắn hạn** 03

Capex bằng tiền đạt **36.468 tỷ đồng** năm 2028. Khấu hao Long Thành kéo LN 2027E giảm 36,2%, nhưng EBITDA vẫn tăng; nợ vay thuần đạt đỉnh **3,0 lần** EBITDA năm 2029, trong ngưỡng kiểm soát được.

**Giá mục tiêu 46.300 đồng** 04

50% DCF (42.000 đồng), 50% EV/EBITDA 14× 2028E (50.600 đồng). Tiềm năng **+18,4%**, khuyến nghị **KHẢ QUAN**.

**⚠ Rủi ro chính**

- Long Thành khai thác chậm hoặc hãng chuyển chuyến chậm: khấu hao, chi phí tài chính vẫn ghi nhận khi doanh thu PSC đến muộn.
- Đầu tư vượt dự toán, tỷ giá USD và JPY, giảm phí hỗ trợ hãng giai đoạn đầu tại Long Thành.

## 1. KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3/2026

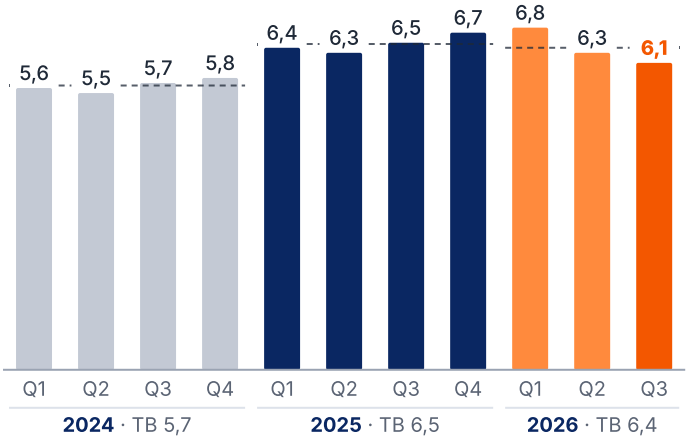
Đơn vị: tỷ đồng

| Tỷ đồng | Q3/2026 | Q3/2025 | %YoY | 9T/2026 | 9T/2025 | %YoY | % 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **DOANH THU THEO MẢNG** | | | | | | | |
| Phục vụ hành khách (PSC) | 3.139 | 3.074 | +2,1% | 9.472 | 9.314 | +1,7% | 74% |
| Cất hạ cánh | 875 | 844 | +3,7% | 2.538 | 2.411 | +5,3% | 74% |
| Dịch vụ hàng không khác | 844 | 858 | -1,7% | 2.687 | 2.439 | +10,2% | 72% |
| Phi hàng không | 908 | 846 | +7,3% | 2.636 | 2.429 | +8,5% | 75% |
| Bán hàng | 237 | 269 | -11,8% | 807 | 778 | +3,8% | 75% |
| Bảo đảm an ninh | 0 | 447 | n.a. | 909 | 1.336 | -31,9% | 100% |
| Phục vụ mặt đất | 86 | 159 | -46,2% | 236 | 517 | -54,4% | 73% |
| **Doanh thu thuần** | **6.066** | **6.476** | **-6,3%** | **19.226** | **19.167** | **+0,3%** | **75%** |
| **KẾT QUẢ KINH DOANH** | | | | | | | |
| Giá vốn hàng bán | 3.192 | 2.478 | +28,8% | 8.017 | 6.900 | +16,2% | 67% |
| **Lợi nhuận gộp** | **2.875** | **3.999** | **-28,1%** | **11.209** | **12.266** | **-8,6%** | **82%** |
| *Biên lợi nhuận gộp* | *47,4%* | *61,7%* | *-14,4 đ%* | *58,3%* | *64,0%* | *-5,7 đ%* | |
| Doanh thu tài chính | 165 | 372 | -55,5% | 607 | 884 | -31,4% | 86% |
| Chi phí tài chính | 196 | 41 | +380,3% | 172 | 1.058 | -83,7% | 83% |
| Chi phí bán hàng và QLDN | 487 | 453 | +7,5% | 1.343 | 1.324 | +1,5% | 76% |
| Lãi công ty liên kết | 136 | 87 | +57,1% | 405 | 259 | +56,4% | 77% |
| **Lợi nhuận trước thuế** | **2.537** | **3.975** | **-36,2%** | **10.780** | **11.055** | **-2,5%** | **83%** |
| **LNST hợp nhất** | **2.083** | **3.210** | **-35,1%** | **8.742** | **8.936** | **-2,2%** | **83%** |
| Trừ phần Nhà nước và CĐKKS | -123 | 639 | n.a. | 1.306 | 1.663 | -21,4% | 81% |
| **LN của ACV** | **2.206** | **2.572** | **-14,2%** | **7.435** | **7.273** | **+2,2%** | **83%** |
| *Tổng hành khách (triệu lượt)* | *33,1* | *29,4* | *+12,7%* | *94,1* | *86,6* | *+8,6%* | *76%* |

*Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 (ký 30/10/2026), SHS Research. % 2026E: tỷ lệ hoàn thành dự phóng năm của SHS. LN của ACV = LNST hợp nhất trừ lợi nhuận khai thác tài sản kết cấu hạ tầng hàng không và bảo đảm an ninh hàng không thuộc Nhà nước, trừ cổ đông không kiểm soát. Màu %YoY theo tác động lên lợi nhuận: xanh có lợi, đỏ bất lợi.*

### Doanh thu thuần quý thấp nhất 7 quý

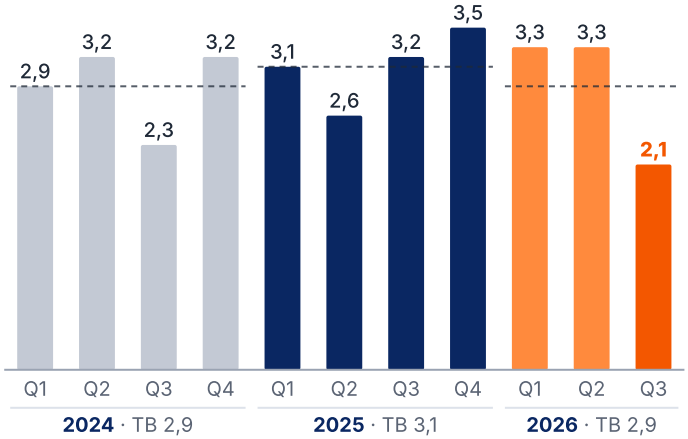
Hợp nhất theo quý, nghìn tỷ đồng · đường đứt: bình quân quý trong năm




*Nguồn: BCTC hợp nhất như đã công bố (FiinX), SHS Research.*

### LNST hợp nhất giảm về mức thấp nhất kể từ năm 2024

Hợp nhất theo quý, nghìn tỷ đồng · đường đứt: bình quân quý trong năm




*Nguồn: BCTC hợp nhất như đã công bố (FiinX), SHS Research.*

## 2. CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN KQKD QUÝ 3

Đơn vị: tỷ đồng

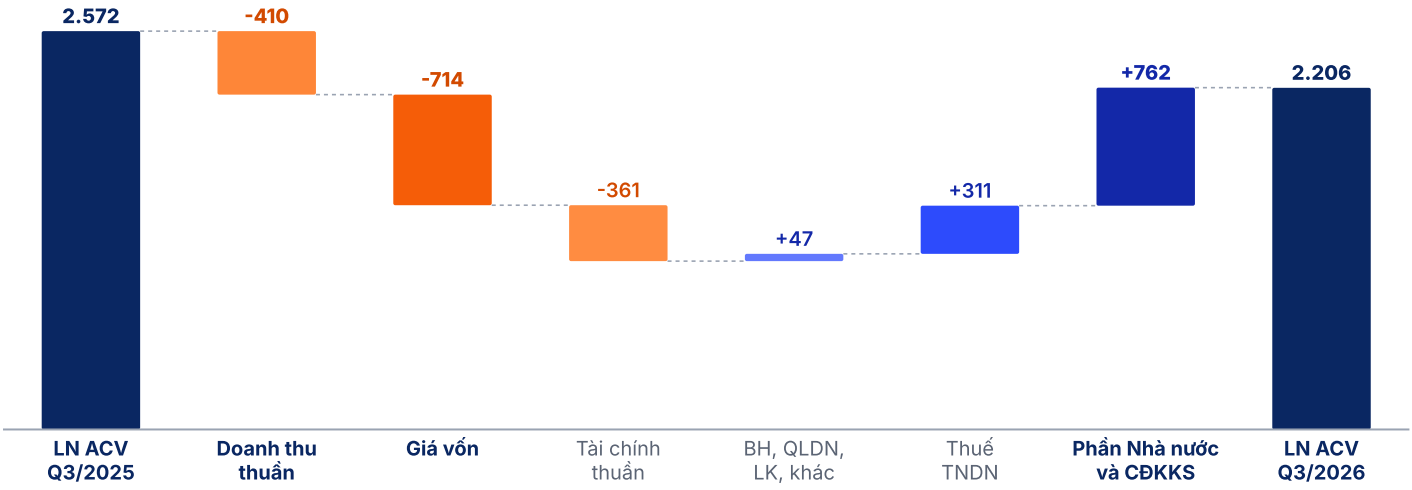
**01** **Doanh thu quý 3 không còn mảng an ninh hàng không.** Doanh thu thuần -6,3% YoY, chủ yếu do mảng an ninh đã chuyển giao hoàn toàn cho Bộ Công an (Q3/2025: 447 tỷ đồng); loại mảng này, doanh thu **+0,6%**. Doanh thu PSC chỉ +2,1% dù khách +12,7%, vì nền 2025 vẫn gồm Phú Quốc (đã chuyển cho Sun Group).

**02** **Biên gộp giảm 14,4 điểm %.** Giá vốn +28,8% lên 3.192 tỷ đồng: khấu hao 9T **+39,5%** khi tài sản mới đưa vào sử dụng, và chi phí sửa chữa khu bay khiến phần hạ tầng thuộc Nhà nước lỗ 128 tỷ đồng.

**03** **Cơ sở so sánh lợi nhuận 9 tháng đã thay đổi.** BCTC Q3/2026 trừ thêm 419 tỷ đồng lợi nhuận an ninh thuộc Nhà nước khỏi số cùng kỳ, nên mức +2,2% trên bảng dùng số đã điều chỉnh; so với 7.692 tỷ đồng đã công bố, LN của ACV 9T/2026 giảm **3,3%**. Cách trình bày này nhất quán với báo cáo lần đầu của SHS.

### Phần Nhà nước và CĐKKS hấp thụ khoảng 2/3 mức giảm lợi nhuận quý 3

Cầu nối LN của ACV từ Q3/2025 sang Q3/2026, tỷ đồng · xanh: tăng · cam: giảm · càng đậm, tác động càng lớn




**PHÂN BỔ LỢI NHUẬN GIỮA ACV VÀ PHẦN HẠ TẦNG NHÀ NƯỚC**

**-35%** → **-14%**

LNST hợp nhất → LN của ACV

Phần lợi nhuận gắn với hạ tầng Nhà nước và CĐKKS chuyển từ **+639** sang **-123 tỷ đồng**, chiếm 762 trong 1.127 tỷ đồng LNST hợp nhất giảm đi, nên LN của ACV giảm ít hơn nhiều.

*Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026, SHS Research.*

### Tăng trưởng doanh thu phân hóa giữa các mảng

Tăng trưởng doanh thu theo mảng, 9T/2026 so với cùng kỳ




*Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026, SHS Research.*

### PSC bình quân giảm do khác biệt phạm vi khai thác

Doanh thu PSC 9T bình quân **100.655 đồng/khách**, thấp hơn 107.492 đồng cùng kỳ (-6,4%). Biểu phí không đổi, tỷ trọng khách quốc tế tăng, nên mức giảm chủ yếu do phạm vi: doanh thu cùng kỳ còn gồm Phú Quốc, số khách so sánh thì đã loại.

Phi hàng không +8,5%, tương đương mức tăng khách 8,6%; dịch vụ hàng không khác +10,2%. Long Thành mở thêm mặt bằng, nhưng tốc độ chuyển hóa thành doanh thu phụ thuộc lưu lượng khách và mức thương mại hóa nhà ga.

**Q4/2026 CẦN THEO DÕI**

**3.542** → **~1.500**

LN của ACV Q4/2025 → Q4/2026E (tỷ đồng)

Nền Q4/2025 cao nhờ **548 tỷ đồng** lợi nhuận khác và hoàn nhập chi phí tài chính, trong khi chi phí chuẩn bị khai thác Long Thành dồn vào giai đoạn trước 24/12/2026. Ước tính chưa gồm chênh lệch đánh giá lại tỷ giá cuối năm.

## 3. LONG THÀNH: ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG THEO LỘ TRÌNH

**10/2026**
Dự án thành phần 3 đạt 86,03% giá trị hợp đồng; gói nhà ga 5.10 đạt 83,05%

**11/2026**
Nghiệm thu công trình trọng yếu, trình hồ sơ cấp phép khai thác

**24/12/2026**
**Khai thác thương mại:** 366 chuyến/tuần, 44 chuyến quốc tế

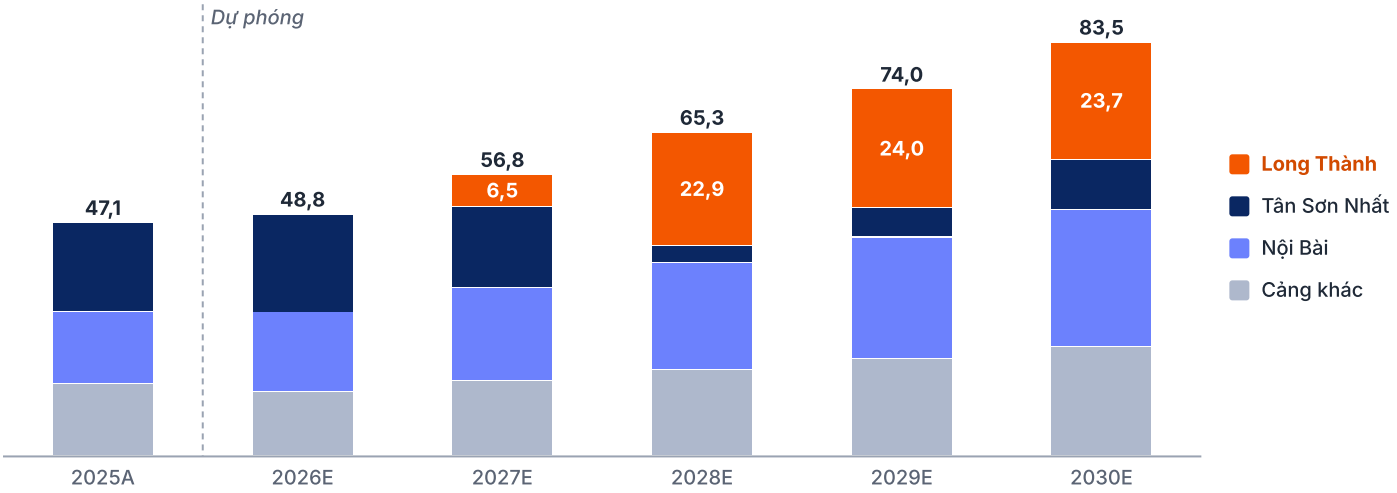
**2027E**
8,5 triệu khách; khấu hao và lãi vay bắt đầu chạy

**2028E**
25,1 triệu khách, chạm công suất 25 triệu, khởi động giai đoạn 2

*Nguồn: Bộ Xây dựng (10/2026), ACV (29/10/2026), SHS Research dự phóng.*

### Tỷ trọng khách quốc tế qua Long Thành tăng dần theo lộ trình khai thác

Khách quốc tế theo cảng, triệu lượt · số trong cột cam: khách qua Long Thành




Theo dự phóng, Long Thành phục vụ **22,9 triệu** lượt khách quốc tế năm 2028, khoảng **35%** tổng khách quốc tế toàn mạng. Tân Sơn Nhất vẫn giữ một phần khách quốc tế đường ngắn; mức chuyển dịch thực tế phụ thuộc kế hoạch khai thác của các hãng.

*Nguồn: ACV, SHS Research. 2025A gồm Phú Quốc trong nhóm cảng khác.*

### Chênh lệch phí PSC tạo thêm 5 USD trên mỗi lượt khách quốc tế tại Long Thành

Phí PSC quốc tế niêm yết bằng USD. Khách chuyển từ Tân Sơn Nhất (20 USD) sang Long Thành (25 USD) làm doanh thu trên mỗi khách tăng **25%**, trong khi chi phí vận hành nhà ga mới chủ yếu là khấu hao đã cố định. Doanh thu PSC bằng USD cũng là lớp phòng hộ tự nhiên cho khoản vay USD tài trợ dự án. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định Tân Sơn Nhất áp mức 25 USD từ năm 2031, ngang Long Thành và Nội Bài; kịch bản thận trọng giữ 20 USD.

| Cảng | PSC quốc tế | Giả định trong model |
|---|---|---|
| **Long Thành** | **25 USD** | **Từ 24/12/2026** |
| Nội Bài | 25 USD | Giữ nguyên |
| Tân Sơn Nhất | 20 USD | 25 USD từ 2031 |
| Đà Nẵng, Cam Ranh | 20 USD | Giữ nguyên |
| Cảng địa phương | 8-16 USD | Giữ nguyên |

*Nguồn: biểu phí hiện hành, SHS Research.*

### Thanh toán Long Thành tăng tốc trước ngày khai thác, bộ đệm tiền mặt mỏng dần

Tại 30/9/2026, tỷ đồng

**10.151**
Tiền và tiền gửi
**Đầu năm 14.856**

**44.129**
XDCB dở dang Long Thành
**Đầu năm 34.227**

**9.185**
Vay, chủ yếu ODA JPY
**Đầu năm 9.712**

**10.430**
Khối lượng LT chờ thanh toán
**Bộ Xây dựng, 10/2026**

**DÒNG TIỀN 9T/2026**

**12.084** LCTT HĐKD 9T/2025 → **7.335** LCTT HĐKD 9T/2026

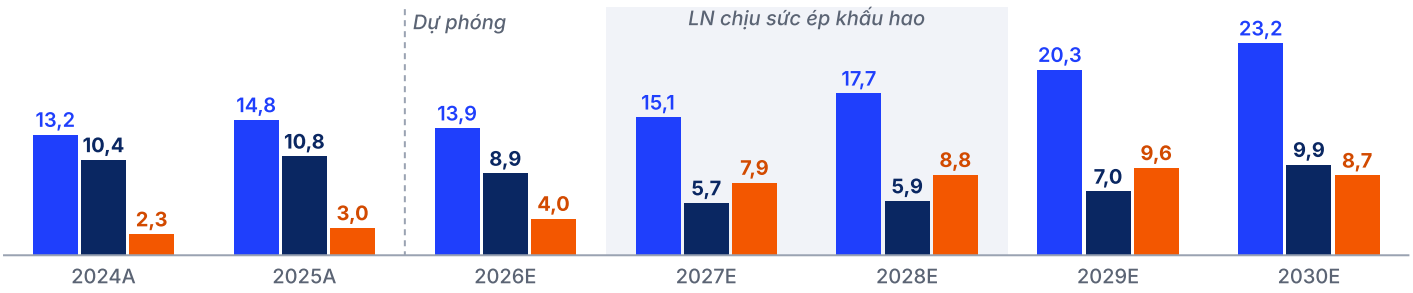
Chi XDCB **12.263 tỷ đồng** vượt dòng tiền hoạt động, khiến tiền và tiền gửi giảm 4.705 tỷ đồng trong 9 tháng. Q4/2026 và 2027 là giai đoạn chi tiền lớn nhất; nguồn bù đắp chính là khoản vay USD giải ngân theo nhu cầu.

## 4. DỰ PHÓNG 2026-2030: EBITDA TĂNG, KHẤU HAO ÉP LỢI NHUẬN

Đơn vị: tỷ đồng

### EBITDA tiếp tục tăng, trong khi khấu hao Long Thành gây sức ép lên lợi nhuận 2027-2028

Nghìn tỷ đồng · vùng nền: giai đoạn lợi nhuận chịu sức ép khấu hao

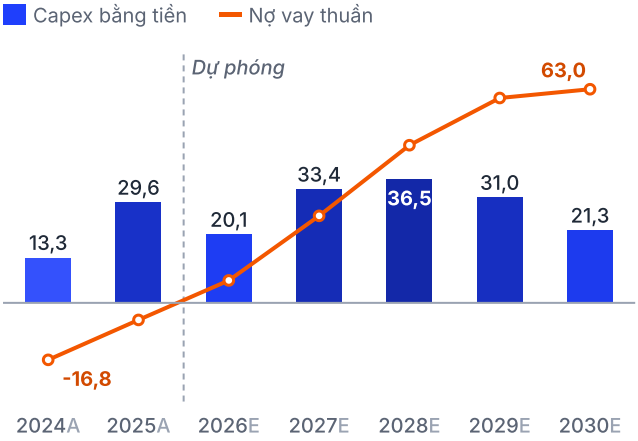



Khấu hao Long Thành tăng nhanh trong các năm đầu vận hành khiến lợi nhuận kế toán tăng chậm hơn EBITDA. P/E 2027E (**24,6x**) cần nhìn cùng tiến độ tăng công suất; EV/EBITDA 2028E (**10,5x**) so sánh khả năng tạo tiền trước khác biệt chính sách khấu hao (nhà ga 50 năm, khu bay 20 năm, thiết bị 12 năm).

*Nguồn: SHS Research dự phóng.*

### Chi đầu tư cao đến 2028, nợ vay thuần tăng rồi ổn định

Nghìn tỷ đồng




*Nguồn: SHS Research dự phóng.*

### Giả định chính

| Giả định | 2027E | 2028E | Dài hạn |
|---|---|---|---|
| Tăng trưởng khách quốc tế | 15,4% | 14,2% | 12% |
| Tăng trưởng khách nội địa | 7,5% | 7,7% | 8% |
| Phí PSC quốc tế Long Thành | 25 USD | 25 USD | 25 USD |
| Tỷ giá USD/VND bình quân | 26.542 | 26.940 | +1,5%/năm |
| TMĐT Long Thành TP3 (tỷ đồng) | | | 99.019 |
| Khấu hao nhà ga, khu bay, thiết bị | | | 50, 20, 12 năm |
| Trần capex mở rộng các cảng | 15% DT | 15% DT | 15% DT |

*Nguồn: SHS Research.*

| Tỷ đồng | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Tổng hành khách (triệu) | 108,9 | 120,4 | 123,9 | 137,6 | 152,4 | 168,3 | 186,0 |
| Khách qua Long Thành (triệu) | - | - | 0,1 | 8,5 | 25,1 | 26,2 | 26,2 |
| **Doanh thu thuần** | **22.597** | **25.898** | **25.617** | **28.635** | **33.864** | **38.293** | **43.195** |
| Trong đó PSC | 10.869 | 12.500 | 12.722 | 15.096 | 18.512 | 21.209 | 24.190 |
| **EBITDA phần ACV** | **13.196** | **14.809** | **13.897** | **15.092** | **17.716** | **20.315** | **23.215** |
| Khấu hao | 2.289 | 2.970 | 3.995 | 7.942 | 8.798 | 9.559 | 8.728 |
| Chi phí lãi vay | 61 | 60 | 77 | 1.040 | 2.393 | 2.629 | 2.583 |
| **LN của ACV** | **10.421** | **10.815** | **8.938** | **5.699** | **5.921** | **6.969** | **9.906** |
| Tăng trưởng LN | +44,3% | +3,8% | -17,4% | -36,2% | +3,9% | +17,7% | +42,1% |
| EPS (đồng) | 2.909 | 3.019 | 2.495 | 1.591 | 1.653 | 1.945 | 2.765 |
| Capex bằng tiền | 13.263 | 29.558 | 20.084 | 33.427 | 36.468 | 30.992 | 21.318 |
| Nợ vay thuần | -16.813 | -5.034 | 6.619 | 25.678 | 46.519 | 60.450 | 63.035 |
| Nợ vay thuần / EBITDA (lần) | tiền ròng | tiền ròng | 0,5 | 1,7 | 2,6 | 3,0 | 2,7 |

*Nguồn: BCTC hợp nhất ACV, SHS Research dự phóng. Cột tiêu đề sáng hơn: dự phóng.*

## 5. ĐỊNH GIÁ: GIÁ MỤC TIÊU 46.300 ĐỒNG, KHẢ QUAN

| Phương pháp | Đồng/cp | Trọng số |
|---|---|---|
| DCF FCFF, WACC 8,75%, g 3,0% | 42.000 | 50% |
| EV/EBITDA 14x EBITDA phần ACV 2028E | 50.600 | 50% |
| **Giá mục tiêu 12 tháng** | **46.300** | |
| Giá đóng cửa 05/11/2026 | 39.100 | |
| **Tiềm năng tăng giá** | **+18,4%** | |

| Thông số DCF | Giá trị |
|---|---|
| Lãi suất phi rủi ro / Beta / MRP | 4,37% / 0,7 / 8,13% |
| Chi phí vốn chủ | 10,06% |
| **WACC** | **8,75%** |
| Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng) | 153.682 |

*Nguồn: SHS Research.*

### Cơ sở lựa chọn phương pháp và hệ số định giá

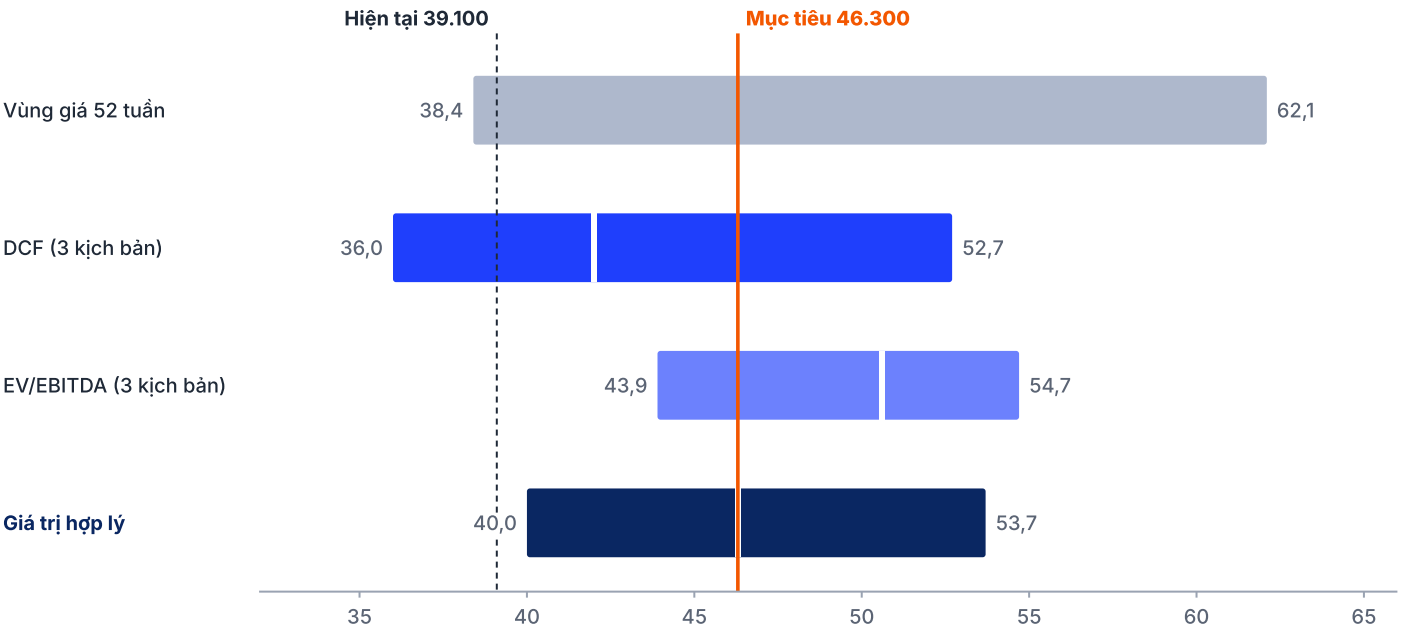
Chúng tôi kết hợp DCF và EV/EBITDA, mỗi phương pháp 50%. Khấu hao Long Thành khiến lợi nhuận 2027-2028 thấp hơn khả năng tạo tiền của mạng lưới, nên P/E đơn lẻ chưa phản ánh đầy đủ hoạt động khai thác.

Bội số EV/EBITDA **14x** ghi nhận vị thế mạng lưới và triển vọng tăng trưởng hành khách quốc tế trong dài hạn, nhưng vẫn thấp hơn các nhà khai thác cảng đã qua chu kỳ đầu tư lớn.

So với báo cáo lần đầu, giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu vì mô hình bổ sung capex duy tu, nâng cấp và mở rộng các cảng ngoài Long Thành trong tương lai gần, cùng khấu hao phát sinh khi các hạng mục này đi vào khai thác. Doanh thu an ninh còn ghi nhận trong H1/2026 được giữ cho năm 2026 và loại khỏi dự phóng từ 2027. Quan điểm về tăng trưởng khách và vai trò của Long Thành không đổi.

### Giá hiện tại thấp hơn giá trị hợp lý trong kịch bản thận trọng

Vùng giá trị theo phương pháp và kịch bản, nghìn đồng/cổ phiếu · vạch trắng: kịch bản cơ sở




*Nguồn: SHS Research.*

### Ba kịch bản

| Đồng/cp | Thận trọng | Cơ sở | Lạc quan |
|---|---|---|---|
| DCF | 36.000 | 42.000 | 52.700 |
| EV/EBITDA | 43.900 | 50.600 | 54.700 |
| **Giá trị hợp lý** | **40.000** | **46.300** | **53.700** |
| So với giá hiện tại | +2,3% | +18,4% | +37,3% |
| LN của ACV 2028E (tỷ) | 4.166 | 5.921 | 7.183 |

Thận trọng: tăng trưởng thấp hơn, TMĐT Long Thành 109.000 tỷ đồng, Tân Sơn Nhất giữ 20 USD. Lạc quan: tăng trưởng cao hơn, TMĐT 93.000 tỷ đồng, Tân Sơn Nhất lên 25 USD từ 2029.

### +0,5 điểm % WACC làm giá trị DCF giảm khoảng 13%

| WACC \ g | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% |
|---|---|---|---|---|---|
| **7,75%** | 52.700 | 54.400 | 56.500 | 59.000 | 62.100 |
| **8,25%** | 46.000 | 47.200 | 48.500 | 50.100 | 52.000 |
| **8,75%** | 40.400 | 41.200 | **42.000** | 43.000 | 44.100 |
| **9,25%** | 35.600 | 36.100 | 36.600 | 37.100 | 37.800 |
| **9,75%** | 31.500 | 31.700 | 32.000 | 32.300 | 32.600 |

*Độ nhạy giá trị DCF theo WACC (dòng) và g (cột), đồng/cp. Khung cam: kịch bản cơ sở.*

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

Đơn vị: tỷ đồng

| Tỷ đồng | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **KẾT QUẢ KINH DOANH** | | | | | | | |
| **Doanh thu thuần** | **22.597** | **25.898** | **25.617** | **28.635** | **33.864** | **38.293** | **43.195** |
| Giá vốn hàng bán | -8.723 | -10.282 | -11.943 | -17.577 | -20.143 | -22.268 | -22.775 |
| **Lợi nhuận gộp** | **13.873** | **15.616** | **13.674** | **11.058** | **13.721** | **16.026** | **20.420** |
| Chi phí bán hàng và QLDN | -1.043 | -1.327 | -1.395 | -1.760 | -2.263 | -2.397 | -2.694 |
| **EBIT** | **12.461** | **13.885** | **11.904** | **8.868** | **10.950** | **13.054** | **17.079** |
| Doanh thu tài chính | 1.739 | 975 | 706 | 323 | 455 | 358 | 155 |
| Chi phí tài chính | -105 | -457 | -208 | -1.119 | -2.820 | -3.333 | -3.279 |
| Lãi công ty liên kết | 336 | 430 | 528 | 586 | 649 | 717 | 792 |
| **Lợi nhuận trước thuế** | **14.465** | **15.409** | **13.014** | **8.708** | **9.284** | **10.845** | **14.797** |
| LNST hợp nhất | 11.677 | 12.465 | 10.554 | 7.083 | 7.557 | 8.820 | 11.996 |
| **LN của ACV** | **10.421** | **10.815** | **8.938** | **5.699** | **5.921** | **6.969** | **9.906** |
| **BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN** | | | | | | | |
| Tiền và tiền gửi | 26.555 | 14.746 | 7.813 | 11.559 | 8.788 | 3.000 | 3.000 |
| TSCĐ (giá trị còn lại) | 12.039 | 25.453 | 103.856 | 115.308 | 121.011 | 129.275 | 141.199 |
| XDCB dở dang | 20.893 | 35.200 | 973 | 4.859 | 16.777 | 22.057 | 22.724 |
| **Tổng tài sản** | **77.282** | **91.910** | **129.239** | **146.805** | **160.972** | **168.755** | **182.274** |
| Phải trả nhà thầu Long Thành | 0 | 0 | 28.086 | 17.939 | 7.890 | 0 | 0 |
| Vay ODA JPY | 9.742 | 9.712 | 9.162 | 8.756 | 8.350 | 7.944 | 7.538 |
| Vay USD | 0 | 0 | 5.270 | 28.481 | 46.957 | 46.419 | 43.759 |
| Vay bổ sung | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 9.087 | 14.738 |
| **Vốn chủ sở hữu** | **60.041** | **69.902** | **77.842** | **82.737** | **88.145** | **94.581** | **103.860** |
| **LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ** | | | | | | | |
| Lưu chuyển tiền HĐKD | 9.574 | 16.759 | 7.778 | 12.157 | 14.265 | 16.778 | 19.246 |
| Capex (gồm thanh toán Long Thành) | -13.263 | -29.558 | -20.084 | -33.427 | -36.468 | -30.992 | -21.318 |
| Lưu chuyển tiền HĐĐT | -5.800 | -18.409 | -19.560 | -31.127 | -34.668 | -29.992 | -21.118 |
| Lưu chuyển tiền HĐTC | -414 | -434 | 4.849 | 22.716 | 17.633 | 7.426 | 1.872 |
| **CHỈ SỐ** | | | | | | | |
| Biên lợi nhuận gộp | 61,4% | 60,3% | 53,4% | 38,6% | 40,5% | 41,8% | 47,3% |
| Biên EBITDA hợp nhất | 65,3% | 65,1% | 62,1% | 58,7% | 58,3% | 59,1% | 59,7% |
| ROE | 18,9% | 16,7% | 12,1% | 7,1% | 6,9% | 7,6% | 10,0% |
| ROA | 14,4% | 12,8% | 8,1% | 4,1% | 3,8% | 4,2% | 5,6% |
| EBIT / lãi vay (lần) | 205,9 | 229,7 | 155,5 | 8,5 | 4,6 | 5,0 | 6,6 |
| Giá trị sổ sách / cp (đồng) | 16.745 | 19.497 | 21.714 | 23.080 | 24.590 | 26.386 | 28.977 |

*Nguồn: BCTC hợp nhất ACV 2024-2025 đã kiểm toán, SHS Research dự phóng 2026-2030. Cột tiêu đề sáng hơn: dự phóng.*

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

**Tăng tỷ trọng:** Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

**Khả quan:** Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

**Nắm giữ:** Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

**Kém khả quan:** Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

**Hạ tỷ trọng:** Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

**Cần lưu ý:** Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

**Không khuyến nghị:** Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

**Chưa khuyến nghị:** Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có 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 có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

## MỌI THÔNG TIN XIN VUI LÒNG LIÊN HỆ

Phòng Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

**Trụ sở chính tại Hà Nội**
Số 43 Lý Thường Kiệt, P. Cửa Nam, Thành phố Hà Nội, Việt Nam.
Tel: (84-24)-3818 1888
Fax: (84-24)-3818 1688
Email: contact@shs.com.vn
Website: www.shs.com.vn

**Chi nhánh Hà Nội**
Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Tòa nhà SHS, Số 41 Ngô Quyền, phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội, Việt Nam.
Tel: (84-24)-3818 1888
Fax: (84-24)-3818 1688
Email: contact@shs.com.vn

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**
Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số 36 Bùi Thị Xuân, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam.
Tel: (84-8)-3915 1368
Fax: (84-8)-3915 1369
Email: contact-hcm@shs.com.vn

**Chi nhánh Đà Nẵng**
Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, số 03 Lê Đình Lý, Thành phố Đà Nẵng, Việt Nam
Tel: (84-511)-352 5777
Fax: (84-511)-352 5779
Email: contact-dn@shs.com.vn

SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)


Website: shs.com.vn

Tel: 1900 63 8588

Email: hotrokhachhang@shs.com.vn


### GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

**App trading:** SH Smart

**Bảng giá:** sboard.shs.com.vn

**Web trading:** shsmart.shs.com.vn