

# TCT Cảng Hàng không Việt Nam (ACV)

## Tăng trưởng bền vững đến từ khách quốc tế

15/09/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
(+84) 24-7303-5333 anhnntn@kbsec.com.vn

**2Q2025, ACV ghi nhận doanh thu 6,340 tỷ VND (+15% yoy). LNST đạt 2,605 tỷ VND (-19% yoy)**

2Q2025, ACV ghi nhận doanh thu đạt 6,340 tỷ VND (+15% yoy). Trong đó, doanh thu hàng không chiếm tỷ trọng 83%, ghi nhận 5,266 tỷ VND (+16% yoy). Tuy nhiên, LNST ghi nhận 2,605 tỷ VND, giảm 19% yoy do ghi nhận khoản lỗ tỷ giá 708 tỷ VND trong kỳ.

**Lượt khách qua cảng hàng không Việt Nam duy trì tăng trưởng bền vững giai đoạn từ nay đến 2030**

Trong 5 năm tới, lượng khách quốc tế và nội địa qua hệ thống cảng hàng không Việt Nam được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng bền vững, CAGR đạt 9%/4% nhờ: (1) chính sách visa ngày càng cởi mở, (2) sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu, (3) kế hoạch mở rộng đội tàu bay và mạng lưới đường bay từ các hãng hàng không, cùng (4) việc nâng cấp công suất hạ tầng cảng hàng không do ACV triển khai.

**Điều chỉnh tăng trưởng lượt khách của ACV chậm lại sau khi sân bay Gia Bình đưa vào khai thác**

Chúng tôi điều chỉnh giảm tốc độ tăng trưởng lượt khách quốc tế và nội địa của ACV giai đoạn 2028 – 2030 còn lần lượt 8% và 3.5%/năm với giả định sân bay Gia Bình đi vào hoạt động từ 2027 sẽ làm chậm lại tốc độ tăng trưởng của sân bay Nội Bài.

**Cảng HKQT Long Thành giai đoạn 1 dự kiến bắt đầu khai thác trong 1H2026**

Cảng HKQT Long Thành giai đoạn 1 với công suất 25 triệu khách/năm đang được đẩy nhanh tiến độ thi công, dự kiến cơ bản hoàn thành và đưa vào khai thác thương mại trong 1H2026. Dự án hoàn thành kỳ vọng sẽ giảm tải cho Tân Sơn Nhất, đảm bảo động lực tăng trưởng trung và dài hạn cho ACV.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 72,500 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu ACV, giá mục tiêu là 72,500 VND/cổ phiếu, cao hơn 24.8% so với giá đóng cửa ngày 12/09/2025.

## Mua duy trì

| Giá mục tiêu                              | VND 72,500 |
|-------------------------------------------|------------|
| Tăng/giảm (%)                             | 24.8%      |
| Giá hiện tại (12/09/2025)                 | VND 58,100 |
| Giá mục tiêu đồng thuận                   | VND 70,800 |
| Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD) | 213.9/8.1  |

### Dữ liệu giao dịch

|                                    |                      |
|------------------------------------|----------------------|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng       | 4.6%                 |
| GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD) | 59.2/2.3             |
| Sở hữu nước ngoài (%)              | 2.9%                 |
| Cổ đông lớn                        | Bộ Tài chính (95.4%) |

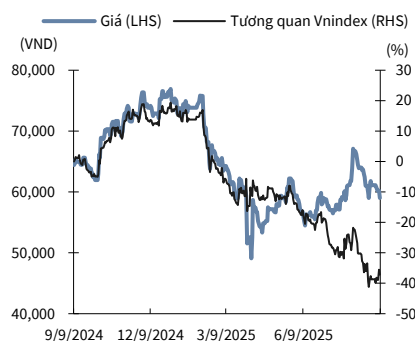
### Biến động giá cổ phiếu

| (%)       | 1M    | 3M    | 6M    | 12M   |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| Tuyệt đối | -11.5 | 5.7   | -8.2  | -8.4  |
| Tương đối | -14.0 | -18.3 | -30.7 | -36.5 |

### Dự phóng KQKD & định giá

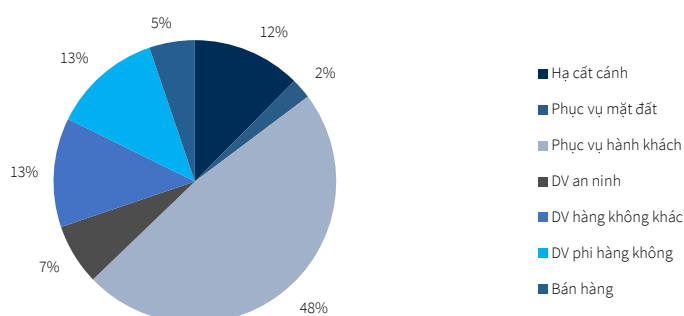
| FY-end                               | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh số thuần (tỷ VND)              | 19,998 | 22,597 | 25,249 | 27,549 |
| Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)            | 10,467 | 14,431 | 13,875 | 14,753 |
| Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND) | 7,222  | 10,421 | 10,179 | 10,825 |
| EPS (VND)                            | 3,318  | 4,787  | 2,841  | 3,021  |
| Tăng trưởng EPS (%)                  | 28.6   | 44.3   | -40.6  | 6.3    |
| P/E (x)                              | 17.5   | 12.1   | 20.4   | 19.2   |
| P/B (x)                              | 2.5    | 2.1    | 3.0    | 2.5    |
| ROE (%)                              | 16.8   | 19.4   | 16.4   | 14.9   |
| Tỷ suất cổ tức (%)                   | 0      | 0      | 0      | 0      |

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cấu trúc doanh thu 2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Hoạt động kinh doanh

ACV hiện đang quản lý, đầu tư và khai thác hệ thống 22 Cảng hàng không trong cả nước, bao gồm 11 Cảng hàng không quốc tế và 11 Cảng hàng không nội địa. Ngành nghề kinh doanh chính của ACV là hoạt động cung cấp dịch vụ hỗ trợ trực tiếp cho vận tải hàng không, bao gồm dịch vụ hàng không, dịch vụ phi hàng không và bán hàng.

## Điểm nhấn đầu tư

Tăng trưởng bền vững đến từ cả nhóm khách nội địa và quốc tế, tốc độ tăng trung bình dự kiến đạt 4% và 9%/năm giai đoạn 2025-2030.

Quá trình lên HOSE của ACV tiến triển thuận lợi nhờ các tài sản nhà nước đang dần được tách bạch, tạo thuận lợi cho việc hoàn tất cổ phần hóa tài sản khu bay cho phần vốn nhà nước.

Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và Cảng HKQT Long Thành tăng công suất ACV 17%/18% yoy sau khi 2 dự án lần lượt đưa vào vận hành từ 2025/2026.

## Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

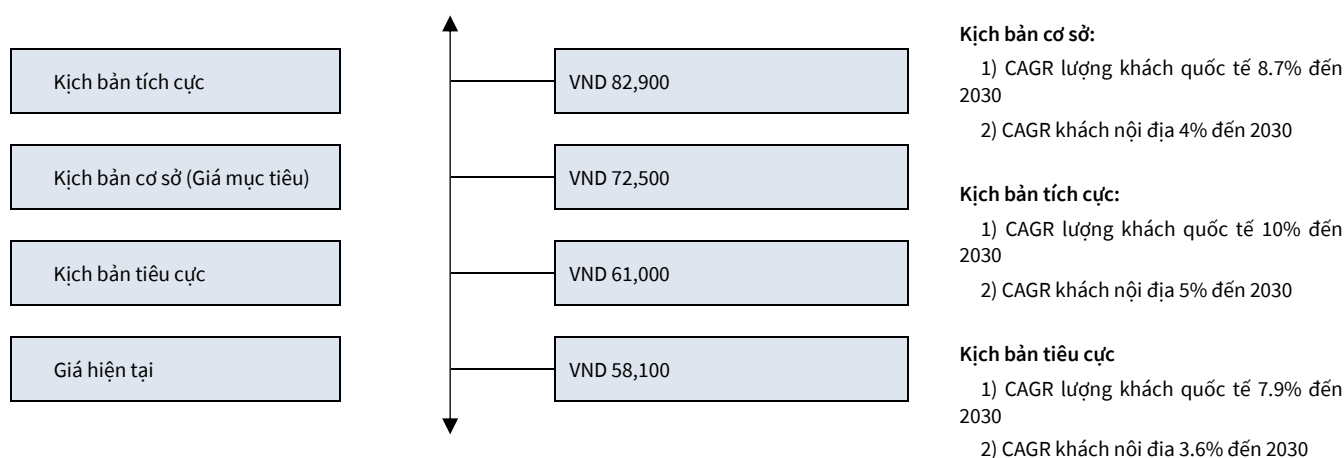
## Dự phóng kết quả kinh doanh

| (tỷ VND)        | Dự phóng của KBSV |        | Thay đổi với kỳ trước |       | Dự phóng đồng thuận* |        | Chênh lệch |       |
|-----------------|-------------------|--------|-----------------------|-------|----------------------|--------|------------|-------|
|                 | 2025E             | 2026E  | 2025E                 | 2026E | 2025E                | 2026E  | 2025E      | 2026E |
| Doanh thu       | 25,249            | 27,549 | +3%                   | +4%   | 24,861               | 27,359 | +2%        | +1%   |
| EBIT            | 14,029            | 15,095 | -8%                   | -5%   | 14,197               | 14,621 | -1%        | +3%   |
| LNST công ty mẹ | 10,179            | 10,825 | -6%                   | -5%   | 10,723               | 10,755 | -5%        | 0%    |

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Quan điểm định giá



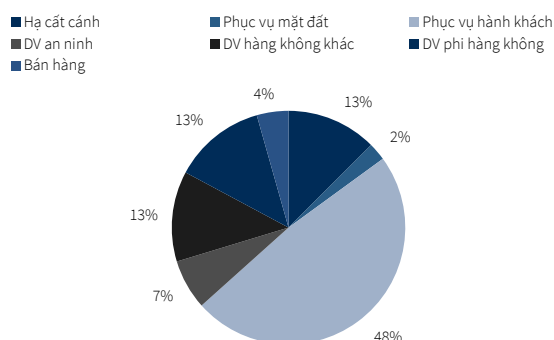
## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh**

| (tỷ VNĐ)                              | 2Q2024       | 2Q2025       | +/-%YoY         | 1H2024        | 1H2025        | +/-%YoY         | Chú thích                                                                                                                                                                                                                                         |
|---------------------------------------|--------------|--------------|-----------------|---------------|---------------|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu</b>                      | <b>5,535</b> | <b>6,340</b> | <b>15%</b>      | <b>11,178</b> | <b>12,727</b> | <b>14%</b>      | Hoàn thành 51% doanh thu kế hoạch 2025 (25,190 tỷ VNĐ)                                                                                                                                                                                            |
| Hàng không                            | 4,543        | 5,266        | 16%             | 9,198         | 10,634        | 16%             | 1H2025 ghi nhận số lượt khách quốc tế và nội địa lần lượt ở mức 22.9 và 36.8 triệu lượt, tăng 11.8/7.8% yoy                                                                                                                                       |
| Phi hàng không                        | 710          | 813          | 15%             | 1,376         | 1,584         | 15%             |                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Bán hàng                              | 298          | 279          | -6%             | 638           | 509           | -20%            |                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>3,460</b> | <b>3,919</b> | <b>13%</b>      | <b>7,059</b>  | <b>8,267</b>  | <b>17%</b>      |                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>             | <i>63%</i>   | <i>62%</i>   | <i>-1 ppt</i>   | <i>63%</i>    | <i>65%</i>    | <i>+2 ppts</i>  | Biên gộp 2Q2025 giảm do chi phí giá vốn tăng đến từ tăng khấu hao và chi phí vận hành sau khi nhà ga T3 Tân Sơn Nhất đi vào hoạt động từ cuối tháng 4/2025                                                                                        |
| Thu nhập tài chính                    | 827          | 262          | -68%            | 1,306         | 512           | -61%            | Giảm mạnh do (1) lãi tiền gửi ngân hàng giảm hơn 120 tỷ VNĐ, tiền và tương đương tiền cuối 1H2025 ghi nhận 3.8 nghìn tỷ VNĐ (-40% ytd) vì tăng đầu tư vào các dự án mới và (2) không còn khoản lãi chênh lệch tỷ giá 517 tỷ ghi nhận trong 1H2024 |
| Chi phí tài chính                     | -26          | -739         | 2701%           | -45           | -1071         | 2280%           | Tăng mạnh do tỷ giá HPY/VND tăng, ghi nhận khoản lỗ tỷ giá 935 tỷ VNĐ trong 1H2025                                                                                                                                                                |
| Lợi nhuận từ công ty LD, LK           | 63           | 74           | 17%             | 124           | 172           | 39%             |                                                                                                                                                                                                                                                   |
| SG&A                                  | -332         | -310         | -7%             | -830          | -871          | 5%              |                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b> | <b>3,992</b> | <b>3,206</b> | <b>-20%</b>     | <b>7,614</b>  | <b>7,063</b>  | <b>-7%</b>      |                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Thu nhập khác                         | 7            | 8            | 5%              | 13            | 16            | 23%             |                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Lợi nhuận trước thuế                  | 3,999        | 3,214        | -20%            | 7,627         | 7,079         | -7%             | Hoàn thành 65% LNTT kế hoạch 2025 (10,889 tỷ VNĐ)                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>             | <b>3,228</b> | <b>2,605</b> | <b>-19%</b>     | <b>6,148</b>  | <b>5,725</b>  | <b>-7%</b>      |                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>LNST công ty mẹ</b>                | <b>2,898</b> | <b>2,212</b> | <b>-24%</b>     | <b>5,492</b>  | <b>4,925</b>  | <b>-10%</b>     |                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <i>Biên LNST</i>                      | <i>52%</i>   | <i>35%</i>   | <i>-17 ppts</i> | <i>49%</i>    | <i>39%</i>    | <i>-10 ppts</i> |                                                                                                                                                                                                                                                   |

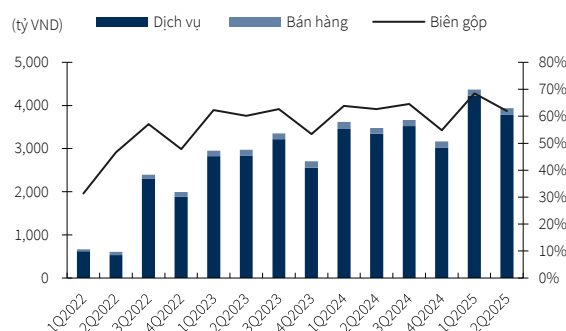
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu ACV 2Q2025 (tỷ VNĐ)**

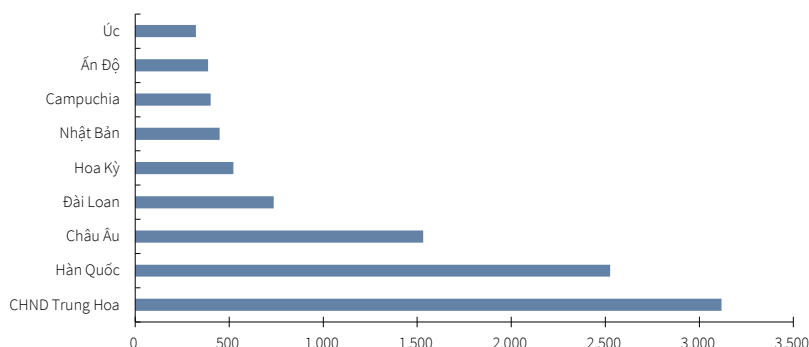


Nguồn: ACV, KBSV

**Biểu đồ 3. Cơ cấu lợi nhuận và biên gộp ACV**



Nguồn: ACV, KBSV

**Biểu đồ 4. 10 quốc gia có lượng khách đến Việt Nam lớn nhất 7T2025 (nghìn người)**

Nguồn: GSO

Trung Quốc tiếp tục là quốc gia có lượng khách đến Việt Nam lớn nhất trong tháng 7/2025 cũng như 7 tháng đầu năm 2025 với hơn 3.1 triệu khách (+146% yoy), vượt mức trước Covid nhờ một loạt đường bay đến Trung Quốc được nối lại và mở mới.

### **Lượt khách qua cảng hàng không Việt Nam duy trì tăng trưởng bền vững giai đoạn từ nay đến 2030**

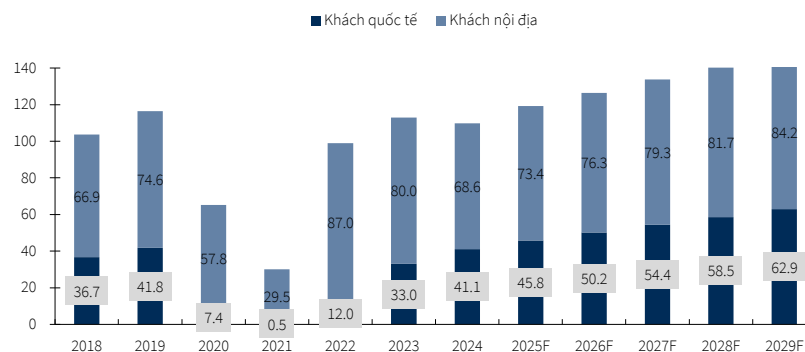
7 tháng đầu năm 2025, lượt khách quốc tế và nội địa đường hàng không ghi nhận 26.4 và 44.6 triệu lượt, tăng 11.2%/6.9% yoy. Theo Báo cáo Commercial Market Outlook 2025 của Boeing, Việt Nam được dự báo là thị trường hàng không tăng trưởng mạnh nhất Đông Nam Á với CAGR lượt khách hàng năm giai đoạn 2025 – 2030 đạt 8.1%. Trong ngắn hạn, lượng khách quốc tế được kỳ vọng tiếp tục là động lực chính cho ACV, tăng trưởng trung bình khoảng 10%/năm trong 2 năm tới, trong khi khách nội địa duy trì mức tăng 5%/năm. Động lực tăng trưởng bền vững cho ACV trong dài hạn đến từ:

- Sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu Việt Nam với nhu cầu chi tiêu cho du lịch cao.
- Chính sách visa của Việt Nam ngày càng thuận lợi với thời gian lưu trú dài hơn và phạm vi miễn thị thực mở rộng.
- Các hãng hàng không liên tục mở mới và khôi phục các đường bay quốc tế – điển hình như trong 2Q2025, Vietnam Airlines đã mở mới đường bay tới Milan, Copenhagen, Busan và khôi phục nhiều đường bay tới Trung Quốc, Vietjet khai thác thêm các đường bay thẳng tới Nga và Trung Quốc
- Các dự án mở rộng công suất ACV đang và có kế hoạch triển khai đảm bảo dư địa tăng trưởng dài hạn cho doanh nghiệp.

### **Sân bay Nội Bài tăng trưởng chậm lại sau khi sân bay Gia Bình được đưa vào khai thác**

Theo Quy hoạch tổng thể phát triển hệ thống cảng hàng không toàn quốc giai đoạn 2021–2030, tầm nhìn đến 2050, sân bay Gia Bình (Tập đoàn Masterise làm chủ đầu tư) được định hướng nâng công suất thiết kế lên 30 triệu khách/năm, trong khi công suất quy hoạch của Nội Bài được điều chỉnh giảm so với phương án trước đây còn 35 triệu khách/năm. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm tốc độ tăng trưởng lượt khách quốc tế và nội địa của ACV giai đoạn 2028 – 2030 còn lần lượt 8% và 3.5%/năm do dự kiến sân bay Gia Bình đi vào hoạt động sẽ làm chậm lại tốc độ tăng trưởng của Nội Bài. Tuy nhiên việc phân bổ khách khu vực phía Bắc sang Gia Bình sẽ giúp ACV giảm áp lực vốn đầu tư trong thời gian tới khi ACV đang triển khai một loạt các dự án lớn, nhất là trong bối cảnh hiện nay Nội Bài đã quá tải và việc mở rộng tiếp sẽ gặp nhiều khó khăn về giải phóng mặt bằng.

Biểu đồ 5. Lưu lượng khách qua cảng hàng không ACV 2018 – 2029 (triệu lượt)



Nguồn: ACCV, KBSV dự phóng

**Long Thành giai đoạn 1 dự kiến bắt đầu khai thác trong 1H2026**

ACV đang tập trung nguồn lực đẩy nhanh tiến độ thi công Cảng HKQT Long Thành giai đoạn 1, mục tiêu cơ bản hoàn thành trong 2025 và đưa vào khai thác thương mại trong nửa đầu năm 2026, tăng tổng công suất của ACV lên 18% yoy. Ngoài ra doanh nghiệp cũng đã khởi công một loạt các dự án trong 1H2025 tại các Cảng HK Đồng Hới, Cát Bi, Vinh, cùng với nhà ga T3 Tân Sơn Nhất (đã đưa vào khai thác từ 2Q2025) kỳ vọng sẽ bổ sung công suất mới liên tục, đảm bảo đà tăng trưởng dài hạn cho ACV.

Bảng 6. Các dự án chủ lực ACV triển khai trong giai đoạn từ nay đến 2030

| Dự án                        | TMDT (tỷ VND) | Công suất hiện tại (triệu khách) | Công suất MR (triệu khách) | Kế hoạch xây dựng | Tiến độ                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|------------------------------|---------------|----------------------------------|----------------------------|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Long Thành GĐ 1              | 109,000       | 0                                | 25                         | 2023-2026         | Xây dựng từ cuối tháng 10/2023, Quy mô theo quy hoạch điều chỉnh gồm 2 đường CHC, 1 nhà ga hành khách công suất 25 triệu khách/năm, 1.2 triệu tấn hàng hóa/năm. Đường CHC thứ 2 khởi công từ đầu tháng 6/2025 đang được đẩy nhanh tiến độ, mục tiêu hoàn thành 12/2025. Chưa triển khai |
| Long Thành GĐ 2              | 76,600        | 25                               | 25                         | 2027-2030         | Hoàn thành và chính thức đưa vào khai thác từ tháng 4/2025.                                                                                                                                                                                                                             |
| Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất       | 10,990        | 30                               | 20                         | 2023-2025         | Khởi công vào tháng 5/2024                                                                                                                                                                                                                                                              |
| MR nhà ga T2 Nội Bài         | 4,983         | 25                               | 5                          | 2023-2025         | Khởi công tháng 8/2025. Có phương án dự trù mở rộng lên 10 triệu khách/năm.                                                                                                                                                                                                             |
| Nhà ga T2 Cát Bi - Hải Phòng | 3,147         | 2                                | 5                          | 2024-2026         | Bao gồm nhà ga hành khách và công trình phụ trợ trên diện tích 1.2 ha, khởi công tháng 4/2025, dự kiến vận hành từ quý 4/2026.                                                                                                                                                          |
| Nhà ga T2 - Đồng Hới         | 1,843         | 0.5                              | 3                          | 2024-2026         | Mở rộng sân đỗ máy bay, đang tiến hành GPMB kéo dài 600m đường cất hạ cánh. Cải tạo nâng công suất phục vụ của nhà ga T1. Mục tiêu hoàn thành cuối 2025.                                                                                                                                |
| Cảng HKQT Vinh               |               | 2.5                              | 0.5-1                      | 2025              | Đã nhận bàn giao 100% mặt bằng vào cuối tháng 7/2025. Công suất có thể mở rộng lên 1 triệu khách khi có nhu cầu.                                                                                                                                                                        |
| Mở rộng CHK Cà Mau           | 2,400         | 0.3                              | 0.2                        | 2024-2025         |                                                                                                                                                                                                                                                                                         |

Nguồn: ACV, KBSV tổng hợp

Ảnh 7. Tiến độ sân bay Long Thành (cuối tháng 8/2025)



Nguồn: ACV

Ảnh 8. Tiến độ sân bay Long Thành (cuối tháng 8/2025)



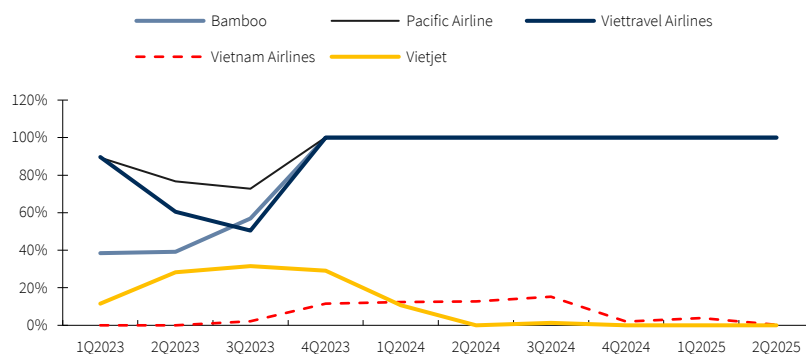
Nguồn: ACV

### Kỳ vọng sớm ghi nhận hoàn nhập từ dự phòng nợ xấu đã trích lập

ACV được kỳ vọng sẽ sớm ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng nợ xấu trong bối cảnh toàn ngành hàng không đang phục hồi rõ rệt. Vietnam Airlines và Vietjet Air ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận đạt 18%/15% yoy trong 1H2025. Bamboo Airways và Vietravel Airlines cũng đang từng bước cải thiện hoạt động nhờ mở rộng đội tàu bay và nối lại nhiều đường bay nội địa và quốc tế. Những chuyển biến tích cực này cho thấy khả năng trả nợ của các hãng hàng không đang dần được củng cố, mở ra dư địa hoàn nhập dự phòng cho ACV trong các năm tới.

Biểu đồ 9. Tỷ lệ trích lập/tổng nợ xấu theo hãng hàng không

Tính đến cuối 1Q2025, nợ xấu vẫn là vấn đề lớn với tổng nợ xấu lên đến 3,775 tỷ VND. Tỷ lệ trích lập của Bamboo, Pacific Airlines và Vietravel Airlines vẫn đang ở mức 100%, với nợ xấu cuối 2Q2025 lần lượt ở mức 2,487/871/367 tỷ VND. Trích lập dự phòng của 2 hãng hàng không lớn là Vietnam Airlines & Vietjet Air cải thiện rõ rệt. Mức nợ xấu của HVN đã giảm từ 2,087 tỷ VND xuống 50 tỷ từ 2Q2025.



Nguồn: ACV

## DỰ PHÓNG KQKD & ĐỊNH GIÁ

**Bảng 10. Dự phóng Kết quả kinh doanh**

| (tỷ VND)                               | 2024          | 2025F         | +/-%YoY        | 2026F         | +/-%YoY        | Chú thích                                                                                                                             |
|----------------------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu</b>                       | <b>22,597</b> | <b>25,249</b> | <b>12%</b>     | <b>27,549</b> | <b>9%</b>      | Hoàn thành 100% doanh thu kế hoạch 2025 (25,190 tỷ VND)                                                                               |
| Hàng không                             | 18,647        | 20,914        | 12%            | 22,662        | 8%             | Lượt khách quốc tế 2025/2026 đạt 45.8/50.2 triệu (+11.5%/9.5% yoy)<br>Lượt khách nội địa 2025/2026 đạt 73.4/76.3 triệu (+6.9%/4% yoy) |
| Phi hàng không                         | 2,831         | 3,112         | 10%            | 3,338         | 7%             |                                                                                                                                       |
| Bán hàng                               | 1,181         | 1,348         | 14%            | 1,685         | 25%            |                                                                                                                                       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                   | <b>13,873</b> | <b>15,058</b> | <b>9%</b>      | <b>15,627</b> | <b>4%</b>      |                                                                                                                                       |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>              | <i>61%</i>    | <i>60%</i>    | <i>-1 ppt</i>  | <i>57%</i>    | <i>-3 ppts</i> |                                                                                                                                       |
| Thu nhập tài chính                     | 1,739         | 904           | -48%           | 721           | -20%           |                                                                                                                                       |
| Chi phí tài chính                      | -105          | -1000         | 855%           | -504          | -50%           | 2025 ghi nhận lỗ tỷ giá 880 tỷ VND (giả định JPY/VND cuối 2025 giảm nhẹ so với cuối 2Q2025, tỷ giá tăng 10% so với đầu năm)           |
| Lợi nhuận từ công ty LD, LK            | 336           | 353           | 5%             | 282           | -20%           |                                                                                                                                       |
| SG&A                                   | -1,413        | -1,441        | 2%             | -1,373        | -5%            | Ghi nhận hoàn nhập 150/400 tỷ VND trong 2025/2026                                                                                     |
| <b>Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh</b> | <b>14,431</b> | <b>13,875</b> | <b>-4%</b>     | <b>14,753</b> | <b>6%</b>      |                                                                                                                                       |
| Thu nhập khác                          | 33            | 35            | 4%             | 38            | 9%             |                                                                                                                                       |
| Lợi nhuận trước thuế                   | 14,465        | 13,910        | -4%            | 14,791        | 6%             | Hoàn thành 127% LNTT kế hoạch 2025 (10,889 tỷ VND)                                                                                    |
| Lợi nhuận sau thuế                     | 11,677        | 11,406        | -2%            | 12,129        | 6%             |                                                                                                                                       |
| <b>LNST công ty mẹ</b>                 | <b>10,421</b> | <b>10,179</b> | <b>-2%</b>     | <b>10,825</b> | <b>6%</b>      |                                                                                                                                       |
| <i>Biên LNST</i>                       | <i>46%</i>    | <i>40%</i>    | <i>-6 ppts</i> | <i>39%</i>    | <i>-1 ppt</i>  |                                                                                                                                       |

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

### Chúng tôi khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 72,500 VND/cổ phiếu

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền cho ACV, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu ACV, giá mục tiêu 72,500 VND/cổ phiếu, tương đương với mức tăng giá tiềm năng 24.8% so với mức giá đóng cửa 58,100 VND/cổ phiếu ngày 15/09/2025 dựa trên các giả định chính tăng trưởng CAGR giai đoạn 2025 – 2030 của lượt khách quốc tế/ nội địa qua hệ thống cảng hàng không ACV đạt 9%/4%. Cụ thể:

- Số lượt khách quốc tế ghi nhận mức tăng trưởng 9.5 – 11.5%/năm, nội địa 4 – 7%/năm giai đoạn từ nay đến 2028. Gia Bình đi vào hoạt động sẽ ảnh hưởng đến lượt khách qua Nội Bài, tuy nhiên kỳ vọng được bù đắp bởi một loạt các dự án mới ACV đang và sẽ triển khai. Tốc độ tăng trưởng lượt khách quốc tế/ nội địa của ACV giai đoạn 2028 – 2030 dự kiến lần lượt ở mức 8% và 3.5%/năm.
- Dự án MR nhà gà T2 Nội Bài hoàn thành và đưa vào khai thác từ 2026, dự án Long Thành giai đoạn 1 và giai đoạn 2 bắt đầu đưa vào khai thác từ giữa 2026 và đầu 2032.

**Bảng 11. Tổng hợp giả định**

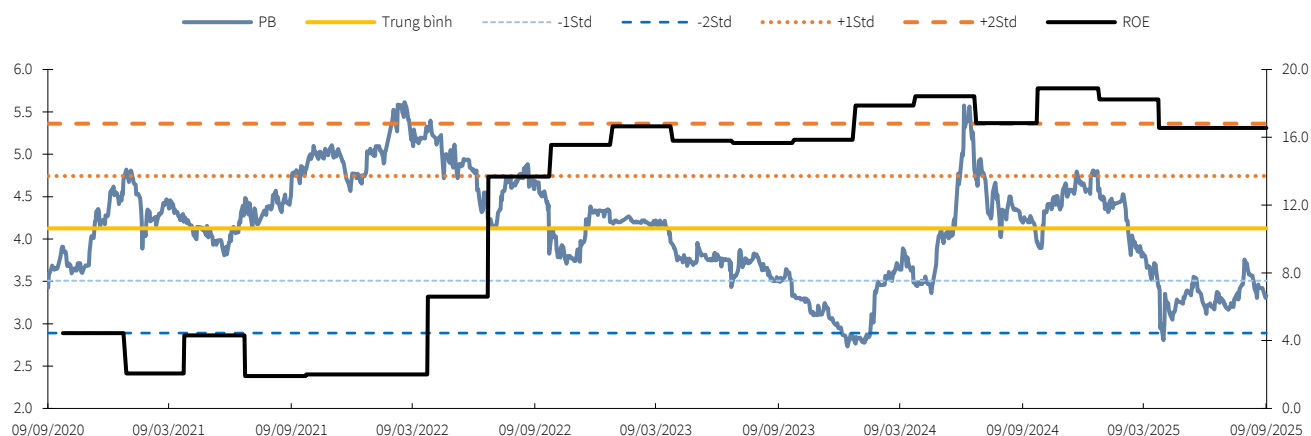
| Giả định                  | Giá trị |
|---------------------------|---------|
| Beta                      | 1.19    |
| Lãi suất phi rủi ro       | 4.80%   |
| Phần bù rủi ro thị trường | 8.35%   |
| Chi phí nợ                | 1%      |
| WACC                      | 11.57%  |

Nguồn: KBSV

**Bảng 12. Định giá ACV**

| (tỷ VND)                                 | 2025    | 2026    | 2027   | 2028   | 2029    | 2030    | 2031    | 2032   | 2033   | 2034   | 2035   | 2036   | 2037   | 2038   | 2039           |
|------------------------------------------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| EBIT                                     | 14,029  | 15,095  | 16,458 | 19,105 | 21,889  | 23,173  | 24,743  | 27,316 | 31,326 | 35,696 | 40,448 | 45,444 | 50,814 | 56,616 | 62,921         |
| Khấu hao                                 | 3,869   | 6,516   | 13,786 | 16,535 | 17,715  | 18,554  | 20,143  | 21,210 | 22,978 | 24,756 | 15,651 | 15,651 | 15,651 | 15,651 | 15,651         |
| Đầu tư TS cố định                        | -48,568 | -62,363 | -1,932 | -1,597 | -11,718 | -24,051 | -46,395 | -3,011 | -3,248 | -3,505 | -3,973 | -4,290 | -4,633 | -5,006 | -5,410         |
| Tăng vốn lưu động                        | 468     | 537     | -595   | -264   | -1,270  | -344    | -1,132  | -265   | -1,248 | -364   | -1,393 | -529   | -1,555 | -705   | -1,747         |
| Giá trị hiện tại FCFF                    | -32,867 | -38,614 | 19,753 | 21,706 | 14,490  | 7,478   | -3,806  | 18,611 | 18,260 | 18,585 | 14,398 | 14,282 | 13,601 | 13,436 | 12,833         |
| Giá trị dài hạn                          |         |         |        |        |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        | 136,712        |
| Giá trị doanh nghiệp                     |         |         |        |        |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        | 248,858        |
| Tiền & tương đương tiền                  |         |         |        |        |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        | 21,633         |
| Nợ                                       |         |         |        |        |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        | 10,544         |
| <b>Giá trị VCSH</b>                      |         |         |        |        |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        | <b>259,946</b> |
| Cổ phiếu lưu hành<br>(triệu cổ phiếu)    |         |         |        |        |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        | 3,583          |
| <b>Giá trị hợp lý<br/>(VND/cổ phiếu)</b> |         |         |        |        |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        | <b>72,500</b>  |

Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 13. P/B, ROE lịch sử**

Nguồn: Bloomberg



## TCT Cảng Hàng không Việt Nam (ACV) – Bảng tóm tắt KQKD &amp; Dự phóng 2023A-2026F

| Báo cáo Kết quả HDKD<br>(Tỷ VNĐ)                             |         |         |         |         | Bảng cân đối kế toán<br>(Tỷ VNĐ)      |        |        |         |         |
|--------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------------------------------------|--------|--------|---------|---------|
| (Báo cáo chuẩn)                                              | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | (Báo cáo chuẩn)                       | 2023   | 2024   | 2025F   | 2026F   |
| Doanh số thuần                                               | 19,998  | 22,597  | 25,249  | 27,549  | TỔNG CỘNG TÀI SẢN                     | 67,348 | 77,282 | 114,104 | 171,289 |
| Giá vốn hàng bán                                             | 8,137   | 8,723   | 10,190  | 11,922  | TÀI SẢN NGẮN HẠN                      | 42,680 | 40,695 | 34,728  | 36,066  |
| Lãi gộp                                                      | 11,861  | 13,873  | 15,058  | 15,627  | Tiền và tương đương tiền              | 2,844  | 6,307  | 200     | 200     |
| Thu nhập tài chính                                           | 2,215   | 1,739   | 904     | 721     | Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn         | 25,896 | 20,249 | 20,249  | 20,249  |
| Chi phí tài chính                                            | 105     | 105     | 1,000   | 504     | Các khoản phải thu                    | 12,672 | 12,309 | 12,451  | 13,586  |
| Trong đó: Chi phí lãi vay                                    | 67      | 61      | 120     | 304     | Hàng tồn kho, ròng                    | 468    | 294    | 465     | 544     |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)                 | 260     | 336     | 353     | 282     | TÀI SẢN DÀI HẠN                       | 24,668 | 36,587 | 79,376  | 135,223 |
| Chi phí bán hàng                                             | 338     | 369     | 379     | 450     | Phải thu dài hạn                      | 266    | 266    | 266     | 266     |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp                                 | 3,427   | 1,043   | 1,062   | 922     | Tài sản cố định                       | 13,140 | 12,039 | 20,423  | 103,523 |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh                             | 10,467  | 14,431  | 13,875  | 14,753  | Tài sản dở dang dài hạn               | 7,888  | 20,893 | 55,298  | 28,045  |
| Thu nhập khác                                                | 29      | 45      | 0       | 0       | Đầu tư dài hạn                        | 2,849  | 3,008  | 3,008   | 3,008   |
| Chi phí khác                                                 | 3       | 12      | 0       | 0       | Lợi thế thương mại                    | 0      | 0      | 0       | 0       |
| Thu nhập khác, ròng                                          | 26      | 33      | 35      | 38      | NỢ PHẢI TRẢ                           | 16,934 | 17,241 | 44,566  | 89,623  |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh                               | 0       | 0       | 0       | 0       | Nợ ngắn hạn                           | 6,722  | 7,634  | 10,212  | 16,538  |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế                                     | 10,492  | 14,465  | 13,910  | 14,791  | Phải trả người bán                    | 1,188  | 1,685  | 1,394   | 2,172   |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp                           | 2,022   | 2,788   | 2,504   | 2,662   | Người mua trả tiền trước              | 4      | 5      | 0       | 0       |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế                                      | 8,470   | 11,677  | 11,406  | 12,129  | Vay ngắn hạn                          | 410    | 396    | 2,367   | 6,819   |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                                 | 1,247   | 1,256   | 1,227   | 1,304   | Nợ dài hạn                            | 10,212 | 9,607  | 34,354  | 73,084  |
| Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ                         | 7,222   | 10,421  | 10,179  | 10,825  | Phải trả nhà cung cấp dài hạn         | 0      | 0      | 0       | 0       |
| Chi số hoạt động                                             |         |         |         |         | Người mua trả tiền trước dài hạn      | 0      | 0      | 0       | 0       |
|                                                              | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | Doanh thu chưa thực hiện              | 0      | 0      | 0       | 0       |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                                        | 59.3%   | 61.4%   | 59.6%   | 56.7%   | Vay dài hạn                           | 10,046 | 9,346  | 34,093  | 72,824  |
| Tỷ suất EBITDA                                               | 85.4%   | 125.3%  | 121.1%  | 119.1%  | VỐN CHỦ SỞ HỮU                        | 50,414 | 60,041 | 69,537  | 81,666  |
| Tỷ suất EBIT                                                 | 52.8%   | 64.3%   | 55.6%   | 54.8%   | Vốn góp                               | 21,772 | 21,772 | 35,828  | 35,828  |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế                                 | 52.5%   | 64.0%   | 55.1%   | 53.7%   | Thặng dư vốn cổ phần                  | 15     | 15     | 15      | 15      |
| Tỷ suất lợi hoạt động KD                                     | 52.3%   | 63.9%   | 55.0%   | 53.6%   | Lãi chưa phân phối                    | 22,542 | 32,166 | 29,516  | 41,644  |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần                                      | 36.1%   | 46.1%   | 40.3%   | 39.3%   | Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác    | 0      | 0      | 0       | 0       |
|                                                              |         |         |         |         | Lợi ích cổ đông không kiểm soát       | 0      | 0      | 0       | 0       |
| Báo cáo lưu chuyển tiền tệ<br>(Tỷ VNĐ)                       |         |         |         |         | Chỉ số chính<br>(x, %, VNĐ)           |        |        |         |         |
|                                                              | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | Chỉ số định giá                       |        |        |         |         |
| Lãi trước thuế                                               | 10,492  | 14,465  | 13,910  | 14,791  | P/E                                   | 17.5   | 12.1   | 20.4    | 19.2    |
| Khấu hao TSCĐ                                                | 2,364   | 2,289   | 3,869   | 6,516   | P/E pha loãng                         | 17.5   | 12.1   | 20.4    | 19.2    |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư                                 | 2,022   | 1,622   | 0       | 0       | P/B                                   | 2.5    | 2.1    | 3.0     | 2.5     |
| Chi phí lãi vay                                              | 67      | 61      | 0       | 0       | P/S                                   | 6.3    | 5.6    | 8.2     | 7.6     |
| Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động                   | 12,987  | 14,741  | 17,779  | 21,307  | P/Tangible Book                       | 2.5    | 2.1    | 3.0     | 2.5     |
| (Tăng)/giảm các khoản phải thu                               | -3,426  | -2,644  | -142    | -1,134  | P/Cash Flow                           | 18.2   | 13.2   | 13.2    | 10.9    |
| (Tăng)/giảm hàng tồn kho                                     | -20     | 159     | -171    | -79     | Giá trị doanh nghiệp/EBITDA           | 7.4    | 4.5    | 6.8     | 6.3     |
| Tăng/(giảm) các khoản phải trả                               | 159     | 334     | -291    | 778     | Giá trị doanh nghiệp/EBIT             | 12.0   | 8.7    | 14.8    | 13.8    |
| (Tăng)/giảm chi phí trả trước                                | 55      | 24      | 215     | 82      |                                       |        |        |         |         |
| Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác        | -717    | -560    | 0       | 0       | Hiệu quả quản lý                      |        |        |         |         |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh | 6,969   | 9,574   | 15,743  | 19,181  | ROE%                                  | 17%    | 19%    | 16%     | 15%     |
| Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác         | -12,894 | -13,263 | -48,568 | -62,363 | ROA%                                  | 13%    | 15%    | 10%     | 7%      |
| Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định                    | 1       | 3       | 0       | 0       | ROIC%                                 | 18%    | 23%    | 13%     | 9%      |
| Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ                             | -2,053  | -1,506  | 0       | 0       | Cấu trúc tài chính                    |        |        |         |         |
| Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ         | 6,655   | 7,153   | 0       | 0       | Tỷ suất thanh toán tiền mặt           | 4.3    | 3.5    | 2.0     | 1.2     |
| Đầu tư vào các doanh nghiệp khác                             | 0       | 0       | 0       | 0       | Tỷ suất thanh toán nhanh              | 0.8    | 1.1    | 1.0     | 1.0     |
| Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác   | 0       | 0       | 0       | 0       | Tỷ suất thanh toán hiện thời          | 6.2    | 5.1    | 3.2     | 2.1     |
| Cổ tức và tiền lãi nhận được                                 | 2,018   | 1,812   | 0       | 0       | Vốn vay dài hạn/Vốn CSH               | 0.2    | 0.2    | 0.5     | 0.9     |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư                  | -6,273  | -5,800  | -48,568 | -62,363 | Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản          | 0.1    | 0.1    | 0.3     | 0.4     |
| Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp                    | 0       | 0       | 0       | 0       | Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH              | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.1     |
| Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu                   | 0       | 0       | 0       | 0       | Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản         | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0     |
| Tiền thu được các khoản đi vay                               | 0       | 0       | 27,114  | 45,549  | Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH              | 0.1    | 0.1    | 0.1     | 0.2     |
| Tiền trả các khoản đi vay                                    | -366    | -406    | -396    | -2,367  | Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản         | 0.1    | 0.1    | 0.1     | 0.1     |
| Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính                    | 0       | 0       | 0       | 0       | Tổng công nợ/Vốn CSH                  | 0.3    | 0.3    | 0.6     | 1.1     |
| Cổ tức đã trả                                                | -2      | -7      | 0       | 0       | Tổng công nợ/Tổng Tài sản             | 0.3    | 0.2    | 0.4     | 0.5     |
| Tiền lãi đã nhận                                             | 0       | 0       | 0       | 0       | Chỉ số hoạt động                      |        |        |         |         |
| Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính                    | -368    | -414    | 26,718  | 43,182  | Hệ số quay vòng phải thu khách hàng   | 1.6    | 1.8    | 2.0     | 2.0     |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ                               | 328     | 3,361   | -6,107  | 0       | Hệ số quay vòng HTK                   | 17.4   | 29.7   | 21.9    | 21.9    |
| Tiền và tương đương tiền đầu kỳ                              | 2,497   | 2,844   | 6,307   | 200     | Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp | 7.7    | 6.0    | 6.7     | 6.7     |
| Tiền và tương đương tiền cuối kỳ                             | 2,844   | 6,307   | 200     | 200     |                                       |        |        |         |         |

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Hotline: 1900 1711

Email: [info@kbsec.com.vn](mailto:info@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

| Mua:              | Trung lập:                | Bán:               |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

| Tích cực:                | Trung lập:         | Tiêu cực:          |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.