

**Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam (ACV)**
**PHTT +9,4%**

<b>Ngành</b>	<b>Hàng không</b>
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>06/04/2026</b>
Giá hiện tại	45,800 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>50,100 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	64,600 VND
TL tăng	+9.4%
Lợi suất cổ tức	0.0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+9.4%</b>

GT vốn hóa	159,8 nghìn tỷ đồng
Room KN	75,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	70,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	95,4%
SL cổ phiếu lưu hành	3,6 tỷ
Pha loãng	3,6 tỷ

	ACV	VNI
P/E (trượt)	15,0x	16,7x
P/B (hiện tại)	2,3x	2,3x
ROA	14,3%	2,1%
ROE	18,6%	15,0%

**Tổng quan Công ty**

ACV sở hữu và điều hành gần như toàn bộ các nhà ga hành khách tại 22 sân bay đang hoạt động của Việt Nam. Các nguồn doanh thu chính của công ty là dịch vụ hành khách và phí kiểm tra an ninh. Công ty được cổ phần hóa trong quý 1/2016 và Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) hiện nắm cổ phần kiểm soát 95,4%.

**Diễn biến giá cổ phiếu**


**Nguyễn Thị Ngọc Hân**  
Chuyên viên

**Nguyễn Thảo Vy**  
Trưởng phòng cao cấp

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	25.960	27.568	32.910	37.235
% YoY	15%	6%	19%	13%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	12.056	12.564	6.077	9.210
% YoY	4%	4%	-52%	52%
EPS	5%	3%	-61%	68%
Biên LN gộp	60,8%	58,4%	37,7%	41,5%
Biên EBITDA	65,0%	64,7%	64,3%	64,4%
Biên LN từ HĐKD	53,6%	53,2%	32,2%	35,8%
Biên LN ròng	47,8%	46,4%	14,9%	22,1%
DTTD/Doanh thu	-45,6%	-227,6%	25,9%	-18,7%
EV/EBITDA	10,1x	9,6x	8,1x	7,1x
P/E	15,0x	14,3x	29,1x	19,3x
P/B	2,3x	2,0x	1,9x	1,9x
ROE	18,6%	16,5%	7,1%	9,9%

**Lợi nhuận điều chỉnh do loại trừ PQC, lượng hành khách thấp hơn, dự án LTH chậm tiến độ**

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 22% giá mục tiêu và hạ khuyến nghị cho Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam (ACV) từ KHẢ QUAN xuống PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG. Giá cổ phiếu ACV đã giảm 17% trong 5 tháng qua, chịu áp lực từ cuộc điều tra đang diễn ra của Chính phủ và những khó khăn chung của ngành hàng không toàn cầu do căng thẳng tại Trung Đông.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi phản ánh (1) mức giảm 6% trong dự báo EBITDA cốt lõi (không bao gồm mảng cất cánh/hạ cánh) giai đoạn 2025-38 và (2) các điều chỉnh phương pháp trong mô hình chiết khấu dòng tiền - bao gồm thay đổi nợ ròng từ quý gần nhất sang năm 2026 và tăng tỷ lệ nợ vay/(nợ vay+VCSH) lên 35% từ mức 10% trước đó (**xem thêm phần Định giá**).
- Chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng tổng lượng hành khách thành 2%/11%/11% trong các năm 2026/27/28 (so với mức 10%/9%/11% trong dự báo trước đó). Mức hạ dự báo mạnh cho năm 2026 phản ánh (1) việc loại trừ đóng góp từ Cảng hàng không quốc tế Phú Quốc (PQC) và (2) chúng tôi đưa ra dự báo thận trọng hơn về nhu cầu sau khi lượng khách 2 tháng đầu năm 2026 ở mức tương đương dự báo nhưng rủi ro từ căng thẳng Trung Đông đang gia tăng.
- Chúng tôi lùi thời điểm vận hành dự kiến của LTH Giai đoạn 1 sang nửa đầu năm 2027 (từ giữa năm 2026), đồng thời lùi thời gian xây dựng Giai đoạn 2 thêm một năm sang 2028-2032 (từ 2027-2031).
- Theo đó, dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của chúng tôi thay đổi +46%/-22%/-16% cho dự báo các năm 2026/27/28, tương ứng với mức tăng trưởng lần lượt là +4%/-52%/+52% YoY. Tuy nhiên, EBITDA cốt lõi vẫn duy trì ổn định với mức tăng trưởng 5%/18%/14% trong giai đoạn này.
- Rủi ro:** Chi phí trích lập dự phòng nợ xấu hoặc chi phí đầu tư XD CB cao hơn dự kiến; tiến độ mở rộng công suất các cảng hàng không chậm hơn dự kiến; lượng hành khách thấp hơn dự kiến; việc pha loãng cổ phiếu từ kế hoạch tăng vốn Nhà nước thông qua việc góp vốn bằng tài sản đầu tư của Nhà nước; cuộc điều tra tại ACV thuộc diện theo dõi của Trung ương với thông tin công bố hạn chế có thể tạo ra rủi ro truyền thông.
- Xem thêm trang 5 về sự việc điều tra tại ACV, trang 10 về quan điểm của chúng tôi đối với sự tham gia ngành hàng không của các doanh nghiệp tư nhân.

**Chúng tôi lùi giá định về thời điểm vận hành của sân bay Long Thành (LTH) sang nửa đầu năm 2027 so với dự kiến trước đây là giữa năm 2026.** Vào ngày 29/03/2026, Thủ tướng Chính phủ đã thực hiện chuyển kiểm tra lần thứ 10 tại LTH và đưa ra mốc thời gian điều chỉnh cho việc hoàn thành xây dựng vào cuối quý 3/2026 (so với cuối quý 2 trước đó), và bắt đầu vận hành vào quý 4/2026. Dự án thành phần số 3 đã đạt 74% giá trị hợp đồng (tương ứng với 41 nghìn tỷ đồng đã giải ngân trong 64 nghìn tỷ đồng, theo truyền thông trong nước). Chúng tôi kỳ vọng các hoạt động thương mại sẽ bắt đầu sớm nhất vào nửa đầu năm 2027, phản ánh (1) khoảng cách thời gian từ 3-6 tháng thường thấy giữa giai đoạn vận hành thử nghiệm và vận hành thương mại toàn diện và (2) tác động dự kiến từ cuộc điều tra đang diễn ra tại ACV (trang 5).

**Chúng tôi loại bỏ đóng góp của sân bay Phú Quốc (PQC) khỏi các dự báo từ năm 2026 trở đi; khoản bồi thường một lần hiện đang chờ phê duyệt.** Có hiệu lực từ ngày 01/01/2026, Tổng công ty Cảng hàng không Sun (SAC) chính thức quản lý và vận hành PQC. Đồng thời, Bộ Xây dựng đã thu hồi giấy phép vận hành của ACV. Theo đó, chúng tôi loại trừ đóng góp của PQC khỏi các dự báo năm 2026 trở đi của chúng tôi. Trong giai đoạn 2023-2025, PQC đóng góp trung bình 4,4% lượng khách quốc tế và 4,0% lượng khách trong nước của ACV, tương đương với 6% LNST năm 2024 của ACV, theo dữ liệu từ doanh nghiệp. ACV đã hoàn tất định giá tài sản và đang đệ trình phương án bồi thường lên các cơ quan chức năng. Do các điều khoản cuối cùng vẫn đang chờ được phê duyệt, chúng tôi sẽ ghi nhận mọi khoản lợi nhuận một lần khi thời điểm và giá trị cụ thể trở nên rõ ràng hơn.

## Triển vọng năm 2026: Giảm dự báo lượng hành khách do loại bỏ PQC và nhu cầu yếu hơn; việc lùi tiến độ LTH giúp giảm các chi phí liên quan đến chi phí đầu tư XD CB

Hình 1: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 cũ	Nhận định của Vietcap
Lượng khách quốc tế của ACV (triệu lượt) ^	120,7	122,8	2%	134,4	* Chúng tôi điều chỉnh giảm tăng trưởng lượng hành khách ở tất cả các phân khúc, phản ánh việc loại bỏ PQC và những tác động ngắn hạn từ căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông. * Nếu không bao gồm PQC (xem Hình 2), dự báo của chúng tôi tương ứng với mức tăng trưởng 10% YoY đối với lượng khách quốc tế và 5% đối với lượng khách trong nước.
Lượng khách trong nước của ACV (triệu lượt)	47,0	48,5	3%	52,9	
Tổng lượng khách của ACV (triệu)	73,7	74,3	1%	81,5	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>25.960</b>	<b>27.568</b>	<b>6%</b>	<b>28.295</b>	
Doanh thu hàng không	18.430	19.137	4%	19.591	
Phí cất hạ cánh	3.263	3.478	7%	3.484	
Doanh thu phi hàng không	4.342	5.028	16%	5.324	* Thấp hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi chủ yếu do KQKD năm 2025 thấp hơn kỳ vọng, và hiện tại chúng tôi đưa ra quan điểm thận trọng hơn về lượng hành khách cũng như mức chi tiêu trên mỗi hành khách trong bối cảnh giá dầu tăng mạnh, điều này hàm ý rủi ro lạm phát và dẫn đến việc cắt giảm/hủy chuyến bay cũng như giá vé máy bay ở mức cao.
<b>Doanh thu của ACV**</b>	<b>22.697</b>	<b>24.090</b>	<b>6%</b>	<b>24.811</b>	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>15.783</b>	<b>16.092</b>	<b>2%</b>	<b>13.348</b>	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-1.867	-1.435	-23%	-1.526	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>13.917</b>	<b>14.657</b>	<b>5%</b>	<b>11.823</b>	
Thu nhập tài chính	1.603	1.064	-34%	904	
Chi phí tài chính	-1.086	-446	-59%	-2.388	* Thấp hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi do chúng tôi dời thời điểm vận hành của LTH sang nửa đầu năm 2027 (so với trước đây là giữa năm 2026), giúp giảm chi phí lãi vay.
Thu nhập ròng từ CTLK	432	420	-3%	430	
LNTT	14.914	15.722	5%	10.797	
<b>LNTT điều chỉnh theo lãi/lỗ tỷ giá</b>	<b>14.658</b>	<b>15.332</b>	<b>5%</b>	<b>10.066</b>	
Thuế thu nhập	-2.844	-3.144	11%	-2.159	
<b>LNST</b>	<b>12.069</b>	<b>12.578</b>	<b>4%</b>	<b>8.637</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>12.056</b>	<b>12.564</b>	<b>4%</b>	<b>8.628</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS của ACV</b>	<b>10.841</b>	<b>11.172</b>	<b>3%</b>	<b>6.955</b>	* Cao hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi, do tác động tiêu cực từ (1) việc loại bỏ PQC và (2) tăng trưởng lượng khách yếu hơn được bù đắp bởi (3) giảm bớt gánh nặng khấu hao nhờ việc lùi thời điểm vận hành LTH.
LNST sau lợi ích CĐTS của Nhà nước***	1.216	1.391	14%	1.672	* Thấp hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi do KQKD năm 2025 thấp hơn kỳ vọng.
Khấu hao	2.964	3.181	7%	6.315	
EBITDA	16.881	17.838	6%	18.137	
EBITDA, điều chỉnh**	15.288	16.096	5%	16.061	
Biên lợi nhuận gộp	60,8%	58,4%		47,2%	* Biên lợi nhuận trở lại mức bình thường khi đóng góp của LTH được lùi sang nửa đầu năm 2027, trong khi cơ cấu khách quốc tế vẫn được duy trì.
Biên SG&A	-7,2%	-5,2%		-5,4%	* Chúng tôi giữ nguyên kỳ vọng ACV sẽ hoàn nhập 500 tỷ đồng dự phòng nợ xấu mỗi năm trong giai đoạn 2026-28.
Biên EBITDA	65,0%	64,7%		64,1%	
Biên lợi nhuận ròng*	47,8%	46,4%		28,0%	

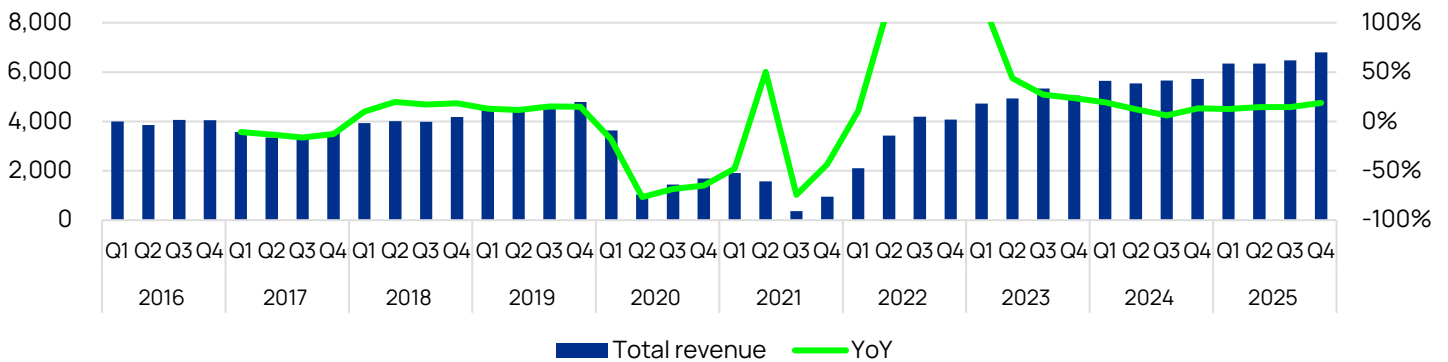
Nguồn: ACV, Vietcap. Lưu ý: (^) Bao gồm hành khách quốc tế tại các nhà ga quốc tế Đà Nẵng (DAD) và Cam Ranh (CXR); (\*\*) Không bao gồm đóng góp từ các tài sản hàng không được Nhà nước đầu tư; (\*\*\*) LNST sau lợi ích CĐTS từ các tài sản thuộc sở hữu của Nhà nước; Nhà nước ủy quyền cho ACV quản lý các tài sản này (bao gồm đường băng).

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

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tổng lượng khách của ACV</b>	<b>99,0</b>	<b>113,2</b>	<b>109,7</b>	<b>120,7</b>	<b>122,8</b>	<b>136,1</b>	<b>150,5</b>
- Khách quốc tế	12,0	32,6	41,1	47,0	48,5	54,4	61,4
- Khách trong nước	87,0	80,6	68,6	73,7	74,3	81,7	89,1
<b>%YoY</b>							
Tổng lượng khách của ACV		14,3%	-3,1%	10,0%	1,8%	10,8%	10,6%
- Khách quốc tế		171,7%	26,1%	14,4%	3,3%	12,0%	13,0%
- Khách trong nước		-7,4%	-14,9%	7,4%	0,8%	10,0%	9,0%
<b>Tổng lượng khách của ACV (không bao gồm PQC)</b>	<b>93,5</b>	<b>109,0</b>	<b>105,6</b>	<b>114,9</b>	<b>122,8</b>	<b>136,1</b>	<b>150,5</b>
- Khách quốc tế	11,9	32,0	39,3	44,1	48,5	54,4	61,4
- Khách trong nước	81,6	76,9	66,3	70,7	74,3	81,7	89,1
<b>%YoY</b>							
Tổng lượng khách của ACV (không bao gồm PQC)		16,6%	-3,1%	8,8%	6,9%	10,8%	10,6%
- Khách quốc tế		170,0%	22,5%	12,4%	10,0%	12,0%	13,0%
- Khách trong nước		-5,7%	-13,8%	6,7%	5,0%	10,0%	9,0%

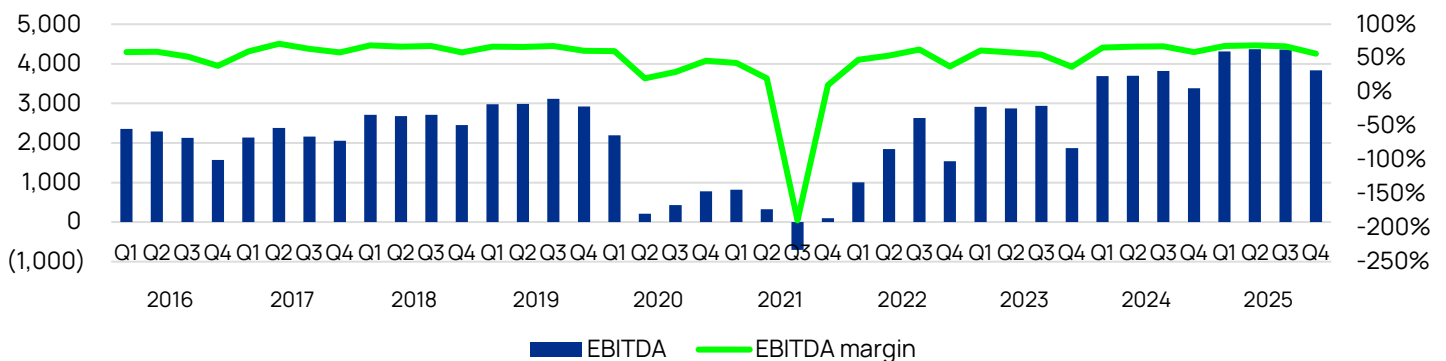
Nguồn: ACV, dự báo của Vietcap

Hình 3: Doanh thu của ACV (tỷ đồng, trái) và tăng trưởng YoY (% , phải)



Nguồn: ACV, Vietcap

Hình 4: EBITDA hàng quý (tỷ đồng, trái) và biên EBITDA (% , phải) của ACV



Nguồn: ACV, Vietcap

## **Cuộc điều tra tại ACV leo thang nhưng ban lãnh đạo đã có phản ứng nhanh chóng: Dự kiến các hoạt động cốt lõi vẫn được duy trì, nhưng thời gian vận hành LTH chậm hơn dự kiến**

**Cuộc điều tra đối với ACV đã diễn ra trong quý 1/2026 với việc bắt giữ các lãnh đạo cấp cao.** Trong đó, Bộ Công an đã bắt giữ nguyên Chủ tịch ACV Vũ Thế Phiệt và ông Nguyễn Tiến Việt (thành viên HĐQT, Phó Tổng Giám đốc và Giám đốc Ban Quản lý dự án LTH) do cáo buộc vi phạm quy định về đấu thầu gây hậu quả nghiêm trọng, được cho là liên quan đến các gói thầu hạ tầng thuộc dự án LTH, cùng với các cáo buộc về hành vi đưa và nhận hối lộ. Trước đó, các hoạt động điều tra đã được bắt đầu vào tháng 02/2026, bao gồm việc thanh tra công tác bồi thường đất đai và tái định cư của LTH, với việc cơ quan chức năng đã thu giữ lượng lớn tài liệu.

**Vụ án sau đó đã được đưa vào diện theo dõi của cấp trung ương, nhấn mạnh tính chất nghiêm trọng và phức tạp.** Vào ngày 18/03/2026, Ban Chỉ đạo Trung ương về phòng, chống tham nhũng đã đưa vụ án vào diện theo dõi, chỉ đạo trực tiếp. Cuộc điều tra tập trung vào hai tội danh chính: (1) vi phạm quy định về đấu thầu gây hậu quả nghiêm trọng và (2) đưa và nhận hối lộ. Việc phân loại này thường dành cho các vụ án nghiêm trọng, phức tạp, đòi hỏi phải đẩy nhanh tiến độ điều tra và có sự giám sát của trung ương.

**ACV đã thực hiện cải tổ ban lãnh đạo để đảm bảo tính liên tục trong hoạt động,** bổ nhiệm (1) ông Nguyễn Đức Hùng giữ chức Phó Tổng Giám đốc phụ trách Ban Giám đốc (có hiệu lực từ ngày 02/02/2026), (2) ông Lê Văn Khiên (thành viên HĐQT và đại diện cho 11,22% phần vốn góp của Nhà nước) làm người đại diện theo pháp luật (từ ngày 25/02) và sau đó là quyền Chủ tịch thay thế ông Phiệt (từ ngày 17/03), và (3) ông Vũ Phạm Nguyên An (Giám đốc sân bay Liên Khương) làm Giám đốc dự án LTH (từ giữa tháng 3), thay thế ông Việt trong bối cảnh sân bay Liên Khương tạm đóng cửa 6 tháng (từ tháng 3) để nâng cấp.

**Chúng tôi đánh giá tác động này chủ yếu mang tính chất quản trị, với những gián đoạn hạn chế đối với các hoạt động cốt lõi trong ngắn hạn.** Những thay đổi này phần lớn mang tính hành chính, nhằm ổn định hoạt động và duy trì tiến độ thực hiện dự án, trong khi **các thông tin về ban lãnh đạo chính thức vẫn đang chờ được công bố.**

**Dù vậy, chúng tôi nhận thấy một số rủi ro về việc chậm trễ đối với Giai đoạn 1 của LTH,** do sự chuyển giao lãnh đạo đồng thời (bao gồm Giám đốc Ban Quản lý dự án LTH và các nhà thầu) có thể tạo ra khoảng trống thực thi ngắn hạn trước khi bộ máy mới đi vào vận hành. Theo truyền thông trong nước, đã có những báo cáo về việc ra quyết định chậm, chậm giải ngân và gián đoạn tạm thời trong việc phối hợp giữa các nhà thầu. Mặc dù chúng tôi không kỳ vọng có những thay đổi trọng yếu đối với định hướng dự án, những yếu tố này khiến chúng tôi lùi giả định về mốc thời gian cho Giai đoạn 1 của LTH như đã thảo luận ở trang 1.

### **Cập nhật tiến độ LTH Giai đoạn 1 tính đến cuối tháng 3/2026:**

- Theo Bộ Xây dựng, các dự án thành phần số 1, 2 và 4 đang đi đúng tiến độ, trong khi dự án thành phần số 3 đã hoàn thành 3/15 gói thầu với tiến độ tổng thể đạt 74%. Tuy nhiên, một số gói thầu nhất định đối mặt với rủi ro chậm trễ, đáng chú ý là gói thầu 5.10 (nhà ga hành khách) và gói thầu 4.8 (hạ tầng kỹ thuật và giao thông nội cảng) (**xem chi tiết gói thầu tại trang 15**).
- Đường băng số 1 đã hoàn thành và hỗ trợ chuyển bay thử nghiệm vào tháng 12/2025, trong khi đường băng số 2 đang được xây dựng và đặt mục tiêu hoàn thành vào tháng 06/2026.
- Việc phát triển kết nối đang được đẩy nhanh (**xem Hình 5**), với hai tuyến đường do ACV đầu tư đang có tiến triển: tuyến T1 (kết nối Quốc lộ 51) đã mở cửa vận hành kỹ thuật, và tuyến T2 (kết nối cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây) đã đạt mức hoàn thành cơ bản tính đến tháng 03/2026. Trong bối cảnh kết nối giữa LTH và TP.HCM vẫn còn hạn chế và tuyến đường chính hiện tại là TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây đang quá tải, việc đưa LTH vào vận hành muộn hơn có thể cho phép sự phối hợp tốt hơn với các hạ tầng kết nối, từ đó giúp tối ưu hiệu suất khai thác trong giai đoạn đầu vận hành.
- Tính đến cuối năm 2025, chi phí xây dựng cơ bản dở dang của ACV tại LTH đạt 34,2 tỷ đồng, thấp hơn dự báo trước đó của chúng tôi là 49,4 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi chuyển phần thiếu hụt này sang năm 2026. Tính đến tháng 03/2026, giá trị giải ngân của dự án thành phần số 3 đã đạt 40,7 tỷ đồng, theo truyền thông trong nước.

Hình 5: Các tuyến giao thông trọng điểm kết nối LTH-TP.HCM

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

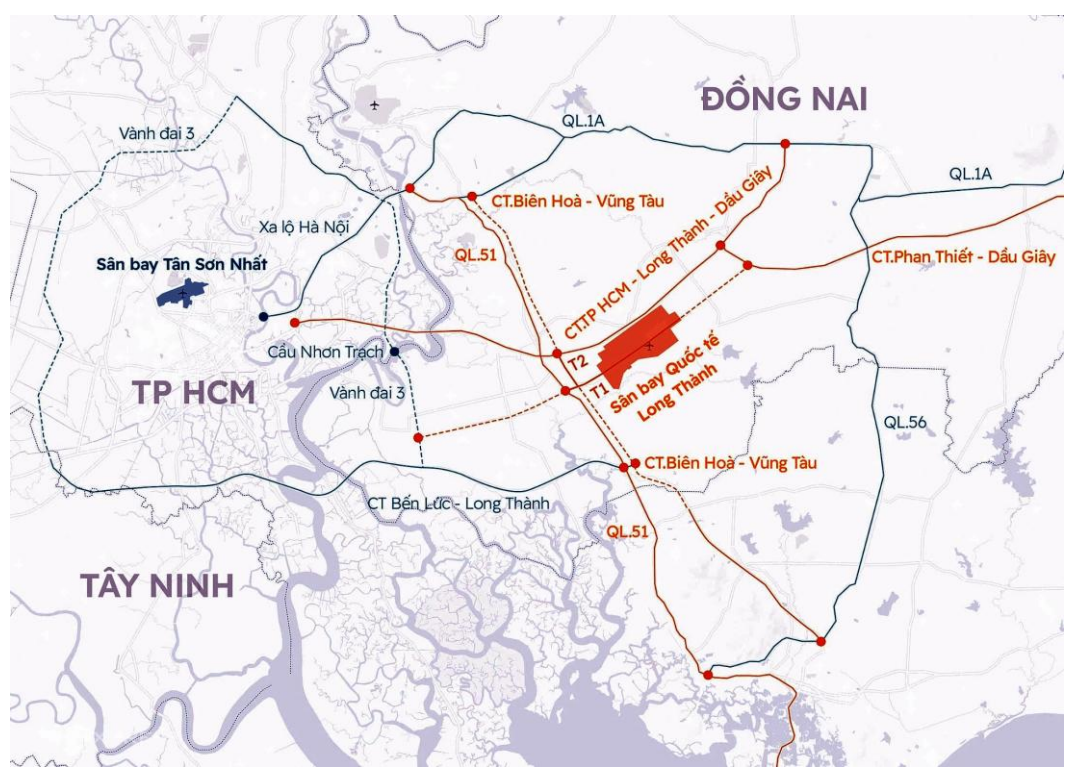
Nguồn: Bộ Xây dựng, truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp

Hình 6: Đường T1 và T2



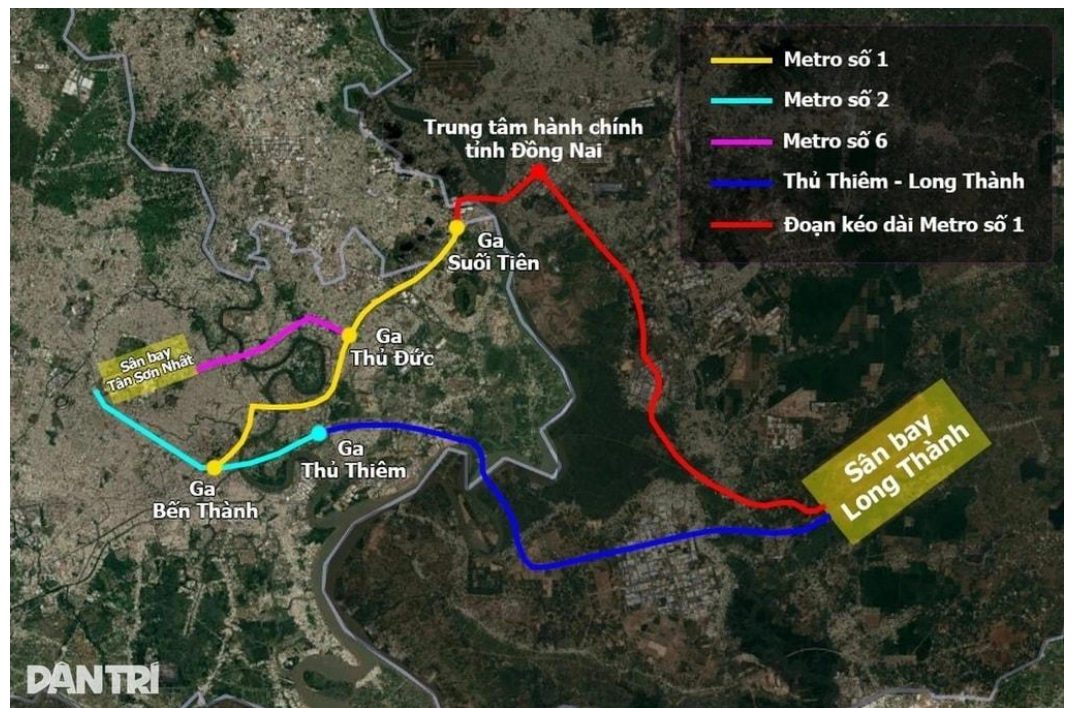
Nguồn: Truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp

Hình 7: Kết nối đường bộ LTH-TP.HCM



Nguồn: Truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp

Hình 8: Kết nối đường sắt/metro LTH-TP.HCM



Nguồn: Truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp

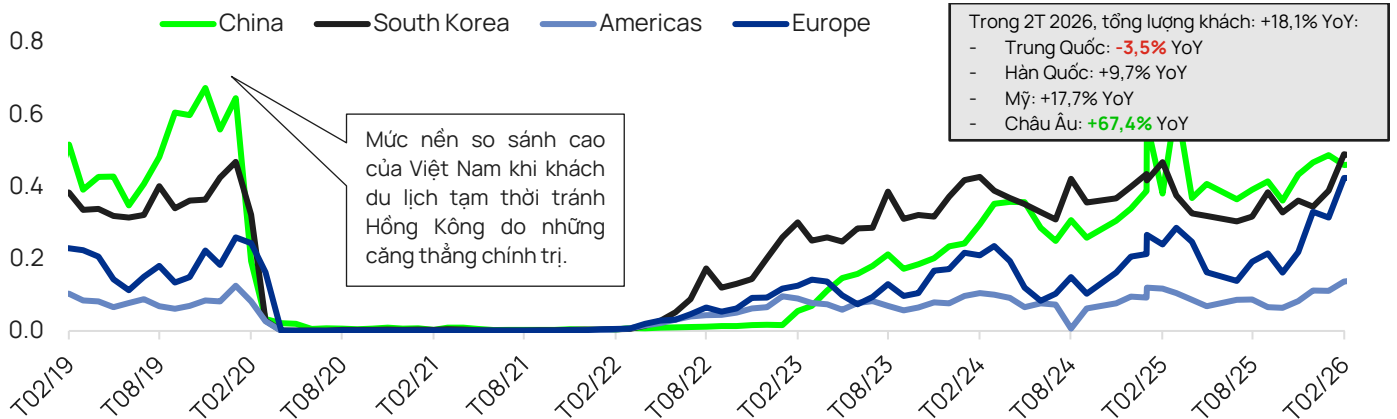
## Toàn cảnh du lịch Việt Nam: Đà tăng trưởng quốc tế được duy trì trong 2T 2026; căng thẳng Trung Đông tạo ra những rào cản ngắn hạn

Trong 2T 2026, lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng 18,1% YoY, đạt 4,7 triệu lượt, trong đó khách đến bằng đường hàng không tăng 12,8% YoY đạt 3,8 triệu lượt. Sự tăng trưởng này tiếp tục được hỗ trợ bởi các yếu tố thuận lợi về mặt cơ cấu từ (1) nới lỏng chính sách thị thực và (2) sự chuyển hướng dòng khách do yếu tố địa chính trị, giúp bù đắp cho sự sụt giảm nhẹ của lượng khách từ Trung Quốc.

Lượng khách từ EU đã tăng 67,4% YoY trong 2T 2026, chủ yếu nhờ chính sách gia hạn thời hạn tạm trú miễn thị thực từ 15 lên 45 ngày cho các thị trường EU trọng điểm (có hiệu lực với 12 quốc gia từ tháng 03/2025 và mở rộng lên 24 quốc gia từ tháng 08/2025), có hiệu lực đến năm 2028. Những biện pháp này giúp giảm bớt rào cản du lịch và hỗ trợ nhu cầu du lịch đường dài. Đáng chú ý, lượng khách Nga tăng mạnh +212,5% YoY do Việt Nam là một trong số ít các điểm đến đường dài vẫn có thể tiếp cận sau các lệnh hạn chế không phận từ EU, Mỹ và Australia.

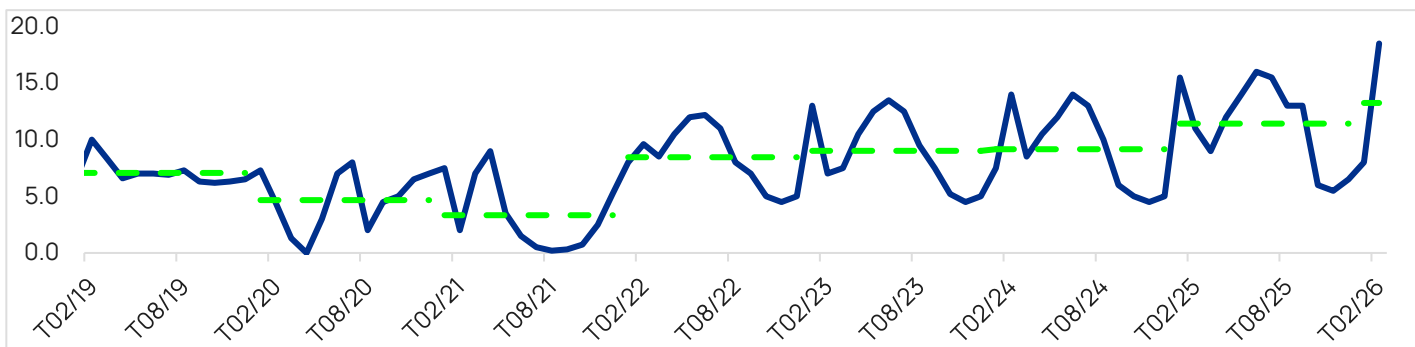
Trung Quốc, một trong những nguồn khách quốc tế lớn nhất của Việt Nam, đã giảm 3,5% YoY trong 2T 2026. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu là do (1) mức nền cao của năm 2025 sau giai đoạn bình thường hóa hậu COVID và (2) sự chuyển hướng từ du lịch nước ngoài sang các điểm đến nội địa trong bối cảnh kinh tế còn nhiều bất ổn. Trong 2T 2026, khách Trung Quốc chiếm 19,7% tổng lượng khách quốc tế đến Việt Nam (so với mức trung bình khoảng 29% thời kỳ trước dịch), đứng thứ hai sau Hàn Quốc (20,7%). Về dài hạn, chúng tôi vẫn kỳ vọng sự phục hồi của lượng khách Trung Quốc sẽ là động lực then chốt cho tăng trưởng du lịch Việt Nam, được hỗ trợ bởi việc cải thiện hạ tầng kết nối giao thông và những nỗ lực của Việt Nam trong việc xây dựng các điểm đến du lịch bài bản hơn.

Hình 9: Lượng khách quốc tế đến Việt Nam hàng tháng (triệu lượt)



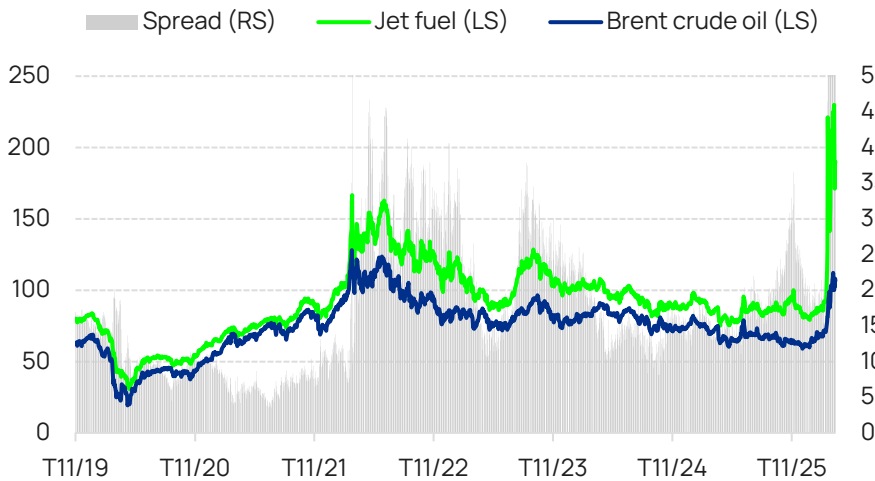
Nguồn: Cục Thống kê, Vietcap

Hình 10: Lượng khách trong nước hàng tháng (triệu lượt)



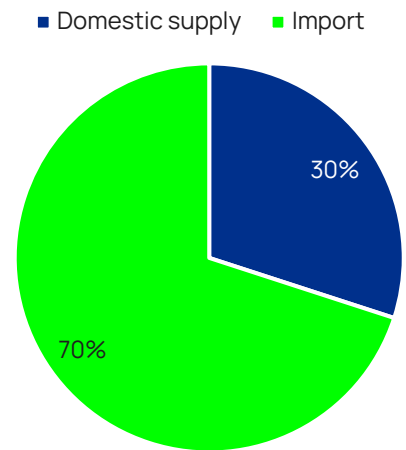
Nguồn: Cục Thống kê, Vietcap

Hình 11: Giá nhiên liệu bay (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 12: Nguồn cung nhiên liệu bay của Việt Nam (2025)



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

Chúng tôi nhận thấy những khó khăn tiềm ẩn trong ngắn hạn từ việc căng thẳng Trung Đông leo thang, mặc dù các số liệu trong 2T 2026 vẫn duy trì sự tích cực. Theo Cục Hàng không Việt Nam (CAAV), lượng khách quốc tế đến Việt Nam vẫn chưa chịu tác động đáng kể trong quý 1/2026. Tuy nhiên, những gián đoạn có khả năng sẽ trở nên rõ rệt hơn từ tháng 4, trong khi giá vé máy bay tăng cao dự kiến sẽ dẫn gây áp lực lên nhu cầu.

- Nguồn cung nhiên liệu bay của Việt Nam phụ thuộc 70% vào nhập khẩu**, và 30% được cung ứng trong nước từ Nhà máy Lọc dầu Bình Sơn và Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn. Cả hai nhà máy lọc dầu này dự kiến sẽ duy trì hoạt động ít nhất là đến cuối tháng 5 (theo đánh giá ngày 27/03). Tuy nhiên, các nguồn nhập khẩu – chủ yếu từ Thái Lan và Trung Quốc – đang đối mặt với các điều kiện thắt chặt hơn sau những hạn chế xuất khẩu gần đây, cho thấy việc tìm kiếm nguồn cung nhiên liệu Jet A-1 cho ngành hàng không sẽ ngày càng khó khăn. Trên thực tế, **các hãng hàng không đã công bố kế hoạch cắt giảm công suất từ tháng 04/2026**, trong đó hai hãng hàng không lớn nhất là Vietnam Airlines dự kiến tạm dừng 23 đường bay hàng tuần và VietJet Air dự kiến giảm 18% tổng công suất, theo thông báo từ các hãng.
- Giá nhiên liệu bay đã tăng mạnh lên khoảng 225 USD/thùng (gấp 2,4 lần so với cuối tháng 02/2026)** tính đến ngày 02/04, điều này đã bắt đầu gây ra tình trạng lạm phát giá vé máy bay. Giá vé quốc tế đã tăng khoảng 15% YoY trong tháng 3, trong khi giá vé nội địa tăng khoảng 20%, theo ước tính của CAAV, phản ánh việc các hãng hàng không đã chuyển một phần chi phí nhiên liệu tăng cao sang khách hàng.
- Nhóm phân tích ngành Năng lượng của chúng tôi đưa ra 2 kịch bản:** Trong kịch bản cơ sở, căng thẳng giữa Mỹ/Israel – Iran sẽ hạ nhiệt trong vòng 2 tháng, với giá dầu đạt đỉnh trong ngắn hạn trước khi dần bình thường hóa. Trong kịch bản tiêu cực hơn, sự gián đoạn kéo dài dẫn đến cú sốc nguồn cung nghiêm trọng hơn (xem [Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng](#), ngày 11/03/2026). Chúng tôi lưu ý rằng một tháng đã trôi qua kể từ khi căng thẳng bắt đầu, và chúng tôi nhận thấy khả năng xảy ra kịch bản tiêu cực đang ngày càng lớn.
- Tương ứng với các kịch bản này, chúng tôi đưa ra 2 kịch bản cho ngành hàng không.** Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung nhiên liệu bay sẽ hồi phục và giá nhiên liệu sẽ hạ nhiệt, cho thấy tác động hạn chế đến công suất và nhu cầu của ngành. Tuy nhiên, theo kịch bản tiêu cực, chúng tôi dự báo công suất sẽ thấp hơn, đi kèm với tác động trễ đến nhu cầu. Mặc dù lượng hành khách trong ngắn hạn vẫn được hỗ trợ bởi các ghế đặt chỗ trước và sự dịch chuyển dòng khách, nhưng việc duy trì giá vé cao và giảm công suất ghế ngồi có khả năng sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu trong các quý tới. Đây là cơ sở cho quan điểm thận trọng hơn

của chúng tôi đối với dự báo lượng hành khách của ACV. Chúng tôi đã phản ánh một phần điều này vào các dự báo bằng cách hạ giả định về lượng hành khách; tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng vẫn phụ thuộc nhiều vào các diễn biến địa chính trị, tạo ra cả rủi ro tăng và giảm đối với các dự báo của chúng tôi. Vui lòng xem **Hình 19** về phân tích kịch bản tích cực, phản ánh giả định căng thẳng hạ nhiệt trong vòng hai tháng.

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

**Ngành hàng không Việt Nam đang chứng kiến sự tham gia ngày càng tăng của các nhà đầu tư tư nhân**, trong bối cảnh gánh nặng chi phí đầu tư XDCB của ACV giữa lúc tiến độ dự án sân bay Long Thành (LTH) đang được đẩy nhanh đã thúc đẩy sự phụ thuộc lớn hơn vào các nhà phát triển tư nhân để tài trợ cho các dự án xây mới và mở rộng trong ngắn và trung hạn. Điều quan trọng là các sân bay đang được tư nhân hóa chủ yếu là các tài sản có tỷ suất sinh lời thấp hơn, nằm tại các điểm đến nghỉ dưỡng hoặc mang tính chất vùng miền, trong khi ACV vẫn giữ lại các trung tâm có mật độ giao thông cao như Nội Bài, Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng và dự án LTH sắp tới.

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

- **Về phía ACV:** Việc chuyển giao các tài sản có tỷ suất sinh lời thấp hơn và thâm dụng vốn giúp giảm bớt áp lực vốn đầu tư XDCB trong ngắn và trung hạn, cho phép ACV tập trung vào siêu dự án LTH và các trung tâm có mật độ cao, biên lợi nhuận lớn. Hệ quả là điều này có thể hỗ trợ ACV chuyển đổi từ một đơn vị vận hành toàn hệ thống sang mô hình "trung tâm cốt lõi" hiệu quả hơn - tương tự như Airports of Thailand (AOT), đơn vị vận hành các sân bay bận rộn nhất Thái Lan.
- **Về phía các nhà đầu tư tư nhân:** Sự chuyển dịch này cho phép xây dựng các hệ sinh thái du lịch tích hợp với hiệu quả kinh tế tiềm năng cao hơn tại các sân bay có lưu lượng thấp. Ví dụ, Sun Group kết hợp quyền sở hữu sân bay (Phú Quốc, Phan Thiết), vận hành hãng hàng không (Sun PhuQuoc Airways) và nền tảng nghỉ dưỡng chiếm ưu thế.

**Ngoại lệ đáng chú ý là Sân bay Quốc tế Gia Bình (GBA), nơi mà chúng tôi coi là một rủi ro cơ cấu cần theo dõi.** Nằm cách Nội Bài (HAN) 43 km – trung tâm có lưu lượng giao thông cao nhất của ACV (chiếm 28% lượng khách của ACV năm 2025) – GBA được định vị để hấp thụ lượng khách quá tải của HAN sau năm 2030. Khác với các sân bay tập trung vào du lịch nghỉ dưỡng, GBA trực tiếp nhắm mục tiêu vào trung tâm giá trị nhất của ACV. Mặc dù sự phát triển của GBA giúp ACV giảm bớt chi phí đầu XDCB mở rộng HAN trong trung hạn, nhưng tác động phân lưu dòng khách từ năm 2030 trở đi là một rào cản cơ cấu đối với lộ trình tăng trưởng hành khách dài hạn của sân bay này – và rộng hơn là dòng doanh thu có tỷ suất sinh lời cao nhất của ACV. Chúng tôi đã phản ánh một phần rủi ro này vào giả định CAGR lượng hành khách giai đoạn 2026–38 điều chỉnh (xem [Báo cáo Cập nhật ACV](#) ngày 13/08/2025), và sẽ tiếp tục đánh giá lại dù cần thêm đánh giá chi tiết về tiến độ xây dựng cũng như các kế hoạch phân lưu rõ ràng hơn.

Hình 13: Sự tham gia của các doanh nghiệp tư nhân vào ngành hàng không Việt Nam

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

Nguồn: Quyết định số 648/QĐ-TTg, truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: Không bao gồm GBA; vốn đầu tư XDCB phản ánh ước tính đến năm 2030.

## Định giá

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

**Đối với phương pháp CKDT, chúng tôi duy trì giai đoạn dự báo cụ thể là 13 năm (2026–2038)** để phản ánh tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ACV từ dự án LTH Giai đoạn 1 (hiện dự kiến khởi động vào nửa đầu năm 2027, so với giữa năm 2026 trong dự báo trước đây) và Giai đoạn 2 (hiện dự kiến xây dựng trong giai đoạn 2028–2032, so với 2027–2031 trong dự báo trước đây). Giá trị định giá CKDT của chúng tôi phần lớn tập trung vào giá trị cuối cùng do gánh nặng chi phí đầu tư XDCB dự kiến sẽ ở mức cao trong thập kỷ tới.

**Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi tinh chỉnh phương pháp CKDT để phản ánh tốt hơn cấu trúc vốn đang thay đổi của ACV.** Thứ nhất, chúng tôi sử dụng nợ ròng dự phóng năm 2026 (thay vì sử dụng số liệu quý gần nhất như trước đây), khi việc giải ngân nợ cho dự án LTH trở nên rõ ràng hơn khi tiến gần đến ngày hoàn thành dự án. Thứ hai, chúng tôi tăng giá định tỷ lệ nợ vay/(nợ vay +VCSH)  $[D/(D+E)]$  lên 35% (từ mức 10%), về cơ bản phù hợp với tỷ lệ  $D/(D+E)$  trung bình giai đoạn 2026–2038 trong chu kỳ vốn đầu tư XDCB cao điểm của ACV. Theo đó, chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) của chúng tôi giảm xuống 11,1% từ mức 12,0% trước đó.

**Chúng tôi duy trì trọng số 30% cho phương pháp định giá EV/EBITDA, áp dụng EV/EBITDA mục tiêu không đổi là 16,0 lần.** Mức này thấp hơn một chút so với mức trung bình giai đoạn 2017–2026 của ACV (loại trừ giai đoạn 2020–2022) là 17,6 lần, phản ánh việc Chính phủ tăng cường hỗ trợ sự tham gia của tư nhân, dẫn đến bối cảnh cạnh tranh đa dạng hơn ngoài cấu trúc độc quyền truyền thống của ACV. Chúng tôi lưu ý rằng định giá EV/EBITDA của chúng tôi luôn áp dụng nợ ròng dự báo năm 2026, nhất quán với cơ sở lợi nhuận dự phóng mà bội số này được áp dụng; do đó, nó không bị ảnh hưởng bởi việc chuyển tiếp nợ ròng mà chúng tôi thực hiện trong giá định CKDT của Báo cáo Cập nhật này.

Hình 14: Tóm tắt định giá của Vietcap đối với ACV

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng/CP)	Tỷ trọng	Đóng góp (đồng/CP)
CKDT	47.600	70%	33.320
EV/EBITDA với EBITDA dự phóng năm 2026 là 16,0 lần	55.914	30%	16.774
<b>Giá mục tiêu (đồng/CP)</b>			<b>50.100</b>
EV/EBITDA dự phóng các năm 2026/2027/2028 tại giá mục tiêu			15,5x/14,7x/12,5x

Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 15: Tóm tắt định giá CKDT

Chi phí vốn	Trước đây	Điều chỉnh	Dự báo DTTD (13 năm) - tỷ đồng	Giá trị
Beta	0,8	0,8	GTHT của DTTD	35.075
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%	GTHT của GT cuối (TT 2%)	192.661
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%	<b>GTHT của DTTD và GTC</b>	<b>227.736</b>
Chi phí vốn cổ phần %	12,3%	12,3%	+ Tiền mặt & Tiền gửi ngắn hạn	16.246
Chi phí lãi vay %	11,0%	11,0%	- Nợ	-73.444
Lãi vay %	10,0%	35,0%	- Lợi ích CĐT	-70
Vốn cổ phần %	90,0%	65,0%	<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>170.468</b>
Thuế DN %	20,0%	20,0%	Số lượng cổ phiếu (triệu)	3.583
<b>WACC %</b>	<b>12,0%</b>	<b>11,1%</b>	<b>Giá trị CKDT/cổ phiếu, đồng</b>	<b>47.600</b>

Nguồn: Bloomberg, Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi thay đổi giá định chi phí nợ vay do chúng tôi tin rằng chi phí nợ vay trong tương lai của ACV sẽ vào khoảng 11% do vay nợ để tài trợ cho dự án LTA, vốn không được Chính phủ bảo lãnh.

Hình 16: Dự báo DTTD cho giai đoạn 2025-2030

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN từ HĐKD của ACV	12.829	13.407	9.022	11.592	14.487	17.901
- Thuế	-2.566	-2.681	-1.804	-2.318	-2.897	-3.580
+ Khấu hao	3.037	3.254	10.617	10.717	10.817	10.917
- Vốn đầu tư XDCB	-29.394	-73.690	-10.086	-27.690	-27.690	-27.690
- Tăng vốn hoạt động	3.438	-3.972	-413	-590	-865	-720
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>-12.656</b>	<b>-63.682</b>	<b>7.336</b>	<b>-8.288</b>	<b>-6.147</b>	<b>-3.171</b>
GTHT của DTTD	0	-57.331	5.946	-6.047	-4.038	-1.875
<b>GTHT lũy kế của DTTD</b>	<b>0</b>	<b>-57.331</b>	<b>-51.385</b>	<b>-57.432</b>	<b>-61.471</b>	<b>-63.346</b>

Nguồn: Vietcap

Hình 17: Dự báo DTTD cho giai đoạn 2031-2038

Tỷ đồng	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	2038F
LN từ HĐKD của ACV	21.843	29.306	29.141	35.076	41.864	49.634	58.513	68.720
- Thuế	-4.369	-5.861	-5.828	-7.015	-8.373	-9.927	-11.703	-13.744
+ Khấu hao	11.017	11.117	17.521	17.668	17.815	17.962	18.131	18.278
- Vốn đầu tư XDCB	-27.690	-27.690	-2.594	-2.594	-2.594	-2.594	-2.594	-2.594
- Tăng vốn hoạt động	-1.589	-4.003	-2.315	-2.772	-2.916	-3.078	-3.259	-3.469
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>-786</b>	<b>2.869</b>	<b>35.924</b>	<b>40.363</b>	<b>45.796</b>	<b>51.997</b>	<b>59.089</b>	<b>67.191</b>
GTHT của DTTD	-419	1.375	15.502	15.680	16.016	16.371	16.749	17.146
<b>GTHT lũy kế của DTTD</b>	<b>-63.764</b>	<b>-62.389</b>	<b>-46.887</b>	<b>-31.207</b>	<b>-15.191</b>	<b>1.180</b>	<b>17.929</b>	<b>35.075</b>

Nguồn: Vietcap

Hình 18: Độ nhạy giá mục tiêu đối với tăng trưởng giá trị cuối và WACC (đồng/cổ phiếu)

		WACC				
		10,1%	10,6%	11,1%	11,6%	12,1%
Tăng trưởng	1,0%	55.900	50.500	45.800	41.600	37.900
	1,5%	58.500	52.800	47.700	43.200	39.300
	2,0%	61.500	55.300	<b>50.100</b>	45.100	40.900
	2,5%	64.900	58.100	52.200	47.100	42.600
	3,0%	68.600	61.300	54.900	49.300	44.500

Nguồn: Vietcap

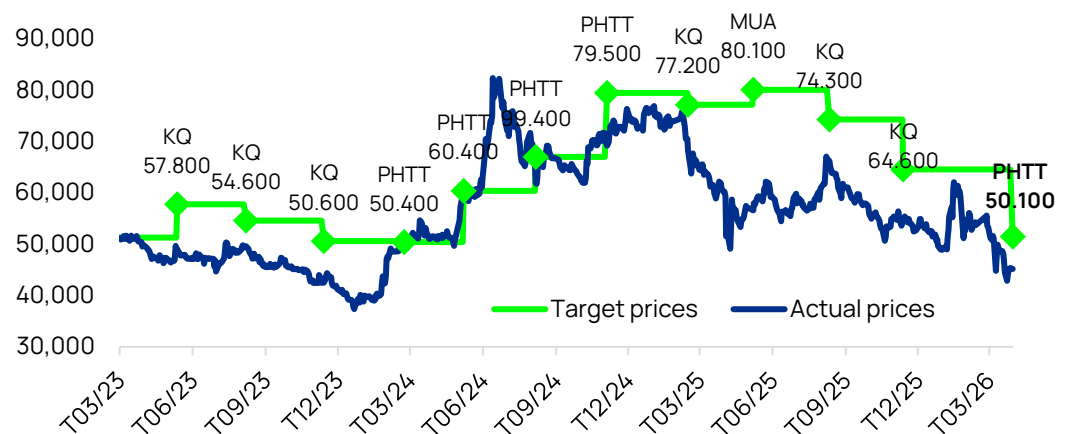
Hình 19: Phân tích kịch bản tăng trưởng lượng hành khách; kịch bản tích cực giả định căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt trong vòng 2 tháng

	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tăng trưởng lượng hành khách %YoY</b>				
<b>Kịch bản cơ sở</b>				
Tổng lượng hành khách của ACV	10,0%	1,8%	10,8%	10,6%
- Khách quốc tế	14,4%	3,3%	12,0%	13,0%
- Khách trong nước	7,4%	0,8%	10,0%	9,0%
<b>Kịch bản tích cực</b>				
Tổng lượng hành khách của ACV	10,0%	6,1%	9,8%	10,6%
- Khách quốc tế	14,4%	7,0%	11,0%	13,0%
- Khách trong nước	7,4%	5,6%	9,0%	9,0%
<b>LNST sau lợi ích CĐT</b>				
- Kịch bản cơ sở	12.056	12.578	6.286	9.412
- Kịch bản tích cực	12.056	13.128	6.813	10.028
% thay đổi so với kịch bản cơ sở	0,0%	4,4%	8,4%	6,5%
<b>Giá mục tiêu tương ứng (đồng/CP)</b>				
- Kịch bản cơ sở				50.100
- Kịch bản tích cực				54.100
% thay đổi so với kịch bản cơ sở				<b>8,0%</b>

Nguồn: Vietcap

## Diễn biến khuyến nghị

Hình 20: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu của ACV (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu</b>	<b>25.960</b>	<b>27.568</b>	<b>32.910</b>	<b>37.235</b>
Giá vốn hàng bán	-10.177	-11.476	-20.498	-21.793
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>15.783</b>	<b>16.092</b>	<b>12.412</b>	<b>15.442</b>
Chi phí bán hàng	-395	-419	-500	-566
Chi phí quản lý DN	-1.472	-1.016	-1.310	-1.548
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>13.917</b>	<b>14.657</b>	<b>10.601</b>	<b>13.328</b>
Doanh thu tài chính	1.603	1.064	1.238	1.376
Chi phí tài chính	-1.086	-446	-4.770	-3.783
Trong đó, chi phí lãi vay	-60	-56	-3.087	-2.886
Lợi nhuận từ công ty LDLC	432	420	502	568
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	47	28	33	37
<b>LNTT</b>	<b>14.914</b>	<b>15.722</b>	<b>7.604</b>	<b>11.525</b>
Thuế TNDN	-2.844	-3.144	-1.521	-2.305
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>12.069</b>	<b>12.578</b>	<b>6.083</b>	<b>9.220</b>
Lợi ích CĐ thiếu số	-13	-14	-7	-10
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>12.056</b>	<b>12.564</b>	<b>6.077</b>	<b>9.210</b>
LNST sau lợi ích CĐTS của ACV*	<b>10.841</b>	<b>11.172</b>	<b>4.342</b>	<b>7.290</b>
LNST sau lợi ích CĐTS của CP**	1.216	1.391	1.734	1.919
<b>EBITDA</b>	<b>15.288</b>	<b>16.096</b>	<b>18.992</b>	<b>21.596</b>
EPS báo cáo, VND	3.062	3.195	1.575	2.367
EPS báo cáo của ACV, VND	2.723	2.806	1.091	1.831
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DT	15,1%	6,2%	19,4%	13,1%
Tăng trưởng DT của ACV*	15,0%	6,1%	20,6%	13,5%
TT LN từ HĐKD	13,1%	5,3%	-27,7%	25,7%
LNTT	4,1%	5,4%	-51,6%	51,6%
EPS báo cáo của ACV	5,0%	3,1%	-61,1%	67,9%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %				
Biên LN từ HĐ %	60,8%	58,4%	37,7%	41,5%
Biên EBITDA	53,6%	53,2%	32,2%	35,8%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS*	65,0%	64,7%	64,3%	64,4%
ROE*	47,8%	46,4%	14,9%	22,1%
ROA*	18,6%	16,5%	7,1%	9,9%
	14,3%	9,8%	3,6%	5,1%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho				
Số ngày phải thu	11,6	15,6	18,1	24,3
Số ngày phải trả	143,4	131,1	134,7	131,0
TG luân chuyển tiền	83,9	75,0	42,9	53,4
	71,1	71,7	109,9	101,9
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành				
CS thanh toán nhanh	2,4x	3,2x	3,2x	3,1x
CS thanh toán tiền mặt	2,3x	3,1x	3,0x	2,9x
Nợ/Tài sản	1,3x	1,7x	1,7x	1,6x
Nợ/Vốn sử dụng	11,5%	57,4%	42,6%	44,8%
Nợ/Vốn CSH	13,0%	62,4%	45,3%	47,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	-7,8%	75,1%	60,7%	65,4%
EBITDA Interest Coverage	279,2x	315,9x	6,9x	8,3x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	4.240	9.741	14.591	14.988
Đầu tư TC ngắn hạn	10.505	6.505	5.005	5.005
Các khoản phải thu	8.253	11.550	12.737	14.001
Hàng tồn kho	352	629	1.404	1.493
TS ngắn hạn khác	3.492	1.654	1.975	2.234
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>26.842</b>	<b>30.079</b>	<b>35.712</b>	<b>37.721</b>
TS dài hạn (gộp)	62.774	69.774	180.886	182.386
- Khấu hao lũy kế	-38.078	-41.260	-51.804	-62.449
TS dài hạn (ròng)	24.696	28.515	129.082	119.937
Chi phí XD/CB dở dang	35.423	102.114	1.088	27.277
TS dài hạn khác	3.957	4.202	5.016	5.675
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>64.076</b>	<b>134.830</b>	<b>135.186</b>	<b>152.890</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>90.918</b>	<b>164.910</b>	<b>170.897</b>	<b>190.611</b>
Phải trả ngắn hạn	2.989	1.729	3.089	3.284
Nợ ngắn hạn	412	747	774	787
Nợ ngắn hạn khác	7.917	6.941	7.451	8.278
Tổng nợ ngắn hạn	11.317	9.417	11.313	12.349
Nợ dài hạn	9.300	72.697	70.694	80.118
Nợ dài hạn khác	372	288	299	333
<b>Tổng nợ</b>	<b>20.989</b>	<b>82.402</b>	<b>82.307</b>	<b>92.800</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cố phần	35.828	35.828	35.828	35.828
Thặng dư vốn CP	15	15	15	15
Lợi nhuận giữ lại	20.870	33.434	39.510	48.720
Vốn khác	13.160	13.160	13.160	13.160
Lợi ích CĐTS	56	70	77	88
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>69.930</b>	<b>82.507</b>	<b>88.591</b>	<b>97.811</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>90.918</b>	<b>164.910</b>	<b>170.897</b>	<b>190.611</b>
CP lưu hành cuối năm (triệu)	3.583	3.583	3.583	3.583

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	<b>6.307</b>	<b>4.240</b>	<b>9.741</b>	<b>14.591</b>
Lợi nhuận sau thuế	12.056	12.564	6.077	9.210
Khấu hao	2.964	3.181	10.545	10.645
Thay đổi vốn lưu động	3.438	-3.972	-413	-590
Điều chỉnh khác <sup>(1)</sup>	-1.775	-838	-979	-1.078
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>16.682</b>	<b>10.935</b>	<b>15.230</b>	<b>18.186</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-29.490	-73.690	-10.086	-27.690
Đầu tư, ròng	11.149	4.524	1.682	464
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-18.342</b>	<b>-69.166</b>	<b>-8.404</b>	<b>-27.226</b>
Cổ tức đã trả	-9	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	-4	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-421	63.397	-2.003	9.423
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	335	27	13
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-434</b>	<b>63.732</b>	<b>-1.976</b>	<b>9.436</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-2.093</b>	<b>5.501</b>	<b>4.850</b>	<b>397</b>
<b>Dòng tiền điều chỉnh khác</b>	<b>26</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>4.240</b>	<b>9.741</b>	<b>14.591</b>	<b>14.988</b>

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

## Phụ lục

### Dự án Sân bay Quốc tế Long Thành (LTH)

LTA Giai đoạn 1 với một đường băng sẽ cung cấp sức chứa 25 triệu hành khách và 1,2 triệu tấn hàng hóa cho TP.HCM và các tỉnh lân cận. Tại ĐHCĐ năm 2024 của ACV, ban lãnh đạo cho biết LTA sẽ phục vụ khoảng 90% chuyến bay quốc tế cho TP.HCM và các tỉnh lân cận. ACV sẽ có thể thu phí cất cánh và hạ cánh (T-O/L) tại LTA vì ACV là nhà phát triển tiêu dự án thứ ba của LTA (bao gồm cơ sở hạ tầng đường băng và sân đỗ).

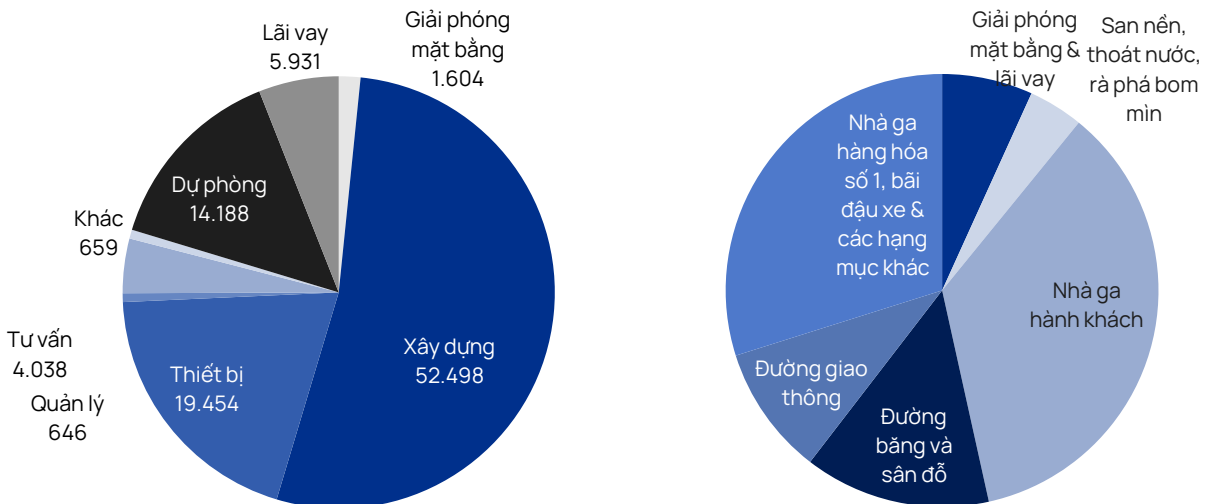
Vui lòng tìm thêm thông tin chi tiết về tác động tiềm ẩn của gói này và Sân bay Quốc tế Long Thành trong [Góc nhìn đầu tư](#): Sân bay Quốc tế Long Thành (LTH) - Đại dự án hàng không dự kiến tác động đến nhiều ngành, ngày 17/07/2023 của chúng tôi.

Hình 21: Tổng quan chủ đầu tư Giai đoạn 1 của LTA và tổng mức đầu tư các dự án thành phần

	Dự án thành phần 1	Dự án thành phần 2	Dự án thành phần 3	Dự án thành phần 4	Tổng cộng
<b>Hạng mục</b>	Các công trình của cơ quan chức năng	Tòa nhà quản lý không lưu	Xây dựng sân bay thiết yếu, bao gồm cơ sở hạ tầng chung và nhà ga hàng hóa số 1	Các tòa nhà cho các dịch vụ hàng không bổ sung, bao gồm nhà ga hàng hóa số 2	
<b>Nhà đầu tư</b>	Cơ quan nhà nước và/hoặc nhà đầu tư đối tác công tư (PPP) nếu cơ quan nhà nước không thu xếp được vốn	Tổng công ty Quản lý bay Việt Nam	ACV	Bộ GTVT sẽ giám sát việc đấu thầu dự án thành phần số 4	
<b>Tổng chi phí đầu tư (tỷ đồng)</b>	293	3.435	99.019	6.364	109.112
<b>Tổng chi phí đầu tư (triệu USD) với tỷ giá VND/USD là 23.390)</b>	13	147	4.233	272	4.665

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

Hình 22: Cơ cấu chi phí đầu tư dự án thành phần 3 của LTA giai đoạn 1 (tỷ đồng)



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

Hình 23: Các gói thầu xây lắp tiêu biểu của dự án thành phần 3 của LTA

Hạng mục	Gói thầu	Giá trị (tỷ đồng)	Tình trạng	Bên trúng thầu/bên đấu thầu/công ty niêm yết hưởng lợi tiềm năng
Sàn nền & thoát nước	3.4	4.412	Đang thi công	Bên trúng thầu: CT TNHH Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Tổng Công ty Xây dựng Công trình Hàng không ACC Phúc Lộc Group Cienco8 Vinaconex (HOSE: VCG)
Nhà ga hành khách	5.10 - Phần thân ga hành khách	35.234	Đang thi công	Bên trúng thầu: Liên danh VIETUR (xem bên dưới) Những công ty niêm yết hưởng lợi tiềm năng: HOSE: DHA UPCoM: VLB
Nhà ga hàng hóa số 1	7.8	N/A	Đang thi công	Những công ty niêm yết hưởng lợi tiềm năng: HOSE: SCS HOSE: NCT
Cơ sở hạ tầng	4.6 - Đường băng, một sân đỗ khác	8.136	Đang thi công	Bên trúng thầu (một liên danh) Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex) (HOSE: VCG) CT TNHH Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Tổng Công ty xây dựng công trình hàng không ACC CTCP Tập đoàn CIENCO4 (UPCoM: C4G) CTCP Phát triển Đầu tư Xây dựng Việt Nam CTCP Xây dựng công trình hàng không Sáu Bốn Bảy
	4.7 - Sân đỗ nhà ga hành khách	6.268	Đang thi công	Bên trúng thầu CT TNHH Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Tổng Công ty xây dựng công trình hàng không ACC Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam CTCP Phát triển Đầu tư Xây dựng Việt Nam CTCP Tập đoàn CIENCO4 CTCP Xây dựng công trình hàng không Sáu Bốn Bảy
	4.8 - Đường nội bộ	11.066	Đang thi công	Bên trúng thầu CT TNHH Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn CTCP Đầu tư và Xây dựng Giao thông Phương Thành Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam Tổng Công ty Xây dựng số 1 CTCP Kỹ thuật Công nghiệp Châu Á CTCP Ứng dụng và Phát triển Công nghệ Thông tin CTCP Đầu tư và Phát triển Xây dựng Việt Nam CT TNHH Đầu tư và Xây dựng Dacinco CTCP Xây dựng và Lắp đặt 368
	6.12 - Đường T1, T2	2.785	Đang thi công	Bên trúng thầu CTCP Đầu tư hạ tầng giao thông Đèo Cả (HOSE: HHV) Tổng Công ty Thăng Long (HNX: TTL) CTCP Đầu tư Xây dựng Hạ tầng Khang Nguyên CT TNHH Thương mại, Xây dựng và Tư vấn Hoàng Long CTCP Xây lắp 368

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

## Đề án pháp lý quản lý đường băng và niêm yết trên HOSE

**Cơ chế pháp lý quản lý đường băng đã được Chính phủ phê duyệt:** Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Quyết định 2007/QĐ-TTg vào tháng 12/2020 cho phép ACV quản lý và vận hành các tài sản kết cấu hạ tầng hàng không (bao gồm cả đường băng) cho đến hết năm 2025, trong khi quyền sở hữu đường băng vẫn tiếp tục thuộc về Nhà nước. Theo ban lãnh đạo ACV, cơ chế này hiện đã được gia hạn đến hết năm 2026.

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

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

## Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Nguyễn Thị Ngọc Hân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tinh chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Phường Sài Gòn, TP. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6  
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)  
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)  
+84 28 8882 6868

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
research@vietcap.com.vn

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
nam.hoang@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

**Huỳnh Thị Hồng Ngọc,**  
**Trưởng phòng, ext 138**  
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

**Vĩ mô**  
**Hoàng Thúy Lương**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**  
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532  
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

#### Dầu khí, Điện và Nước

**Đinh Thị Thùy Dương**  
**Phó Giám đốc, ext 140**  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

#### Bất động sản

**Lưu Bích Hồng**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

**Nguyễn Thảo Vy**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 147**  
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570  
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

### Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

**Anthony Le**  
**Giám đốc**  
**Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức**  
+84 28 3914 3588, ext 525  
anthony.le@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**  
**Giám đốc điều hành**  
**Phòng Tư Vấn Đầu Tư**  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vietcap.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.