

Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam - CTCP (UPCOM: ACV)**Khuyến nghị KHẢ QUAN**

Giá hiện tại	39,200
Giá mục tiêu	46,500
% tăng giá	18.6%
Ngày báo cáo	05/10/2026
Vốn hóa (tỷ đồng)	140,427
KLGD TB/ngày (10n)	207,640
% sở hữu NĐTNN	1.69%
SLCP lưu hành	3,582,324,023
SLCP niêm yết	3,582,324,023
P/E trailing	10.76
P/B (gần nhất)	1.89
ROA	14.75%
ROE	18.87%
EPS	3,639
Book value	20,742

Tổng quan doanh nghiệp

Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) được thành lập năm 2012 theo Quyết định số 238/QĐ-BGTVT của Bộ Giao thông Vận tải, trên cơ sở hợp nhất ba Tổng công ty Cảng hàng không miền Bắc, miền Trung và miền Nam. Hiện ACV giữ vị thế độc quyền tự nhiên trong lĩnh vực quản lý, đầu tư và khai thác hệ thống cảng hàng không dân dụng trên toàn quốc. Doanh nghiệp chính thức chuyển sang mô hình công ty cổ phần và bắt đầu giao dịch trên sàn UPCoM từ cuối năm 2016. Đến nay, ACV trực tiếp quản lý và khai thác 21/23 cảng hàng không dân dụng tại Việt Nam, bao gồm 9 cảng hàng không quốc tế và 12 cảng nội địa, qua đó duy trì vị thế thống lĩnh trong lĩnh vực hạ tầng hàng không Việt Nam.

Báo cáo được thực hiện bởi:
Trung tâm Phân tích Haseco

Khấu hao từ Long Thành gây áp lực lên lợi nhuận ngắn hạn

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam - CTCP (UPCOM: ACV) với khuyến nghị **KHẢ QUAN** và giá hợp lý là **46,500 VNĐ/cổ phiếu**, tương ứng mức chênh lệch là 18.6% so với giá đóng cửa ngày 02/10/2026. Triển vọng của ACV đến từ:

- Động lực tăng trưởng đến từ lưu lượng khách
- Mở rộng công suất các cảng hàng không giúp ACV có thêm dư địa tăng trưởng
- Tiềm năng ghi nhận lợi nhuận không thường xuyên từ việc chuyển giao sân bay Phú Quốc & Lộ trình chuyển sân HOSE

Động lực tăng trưởng đến từ lưu lượng khách

Giá dịch vụ phục vụ hành khách của ACV chịu sự quản lý của Nhà nước. Từ giữa năm 2018 đến nay, ACV gần như không có động lực tăng trưởng doanh thu từ việc tăng đơn giá dịch vụ phục vụ hành khách, mà tăng trưởng doanh thu chủ yếu phụ thuộc vào tăng trưởng sản lượng hành khách thông qua các cảng hàng không. Với vị thế quản lý phần lớn hệ thống cảng hàng không dân dụng tại Việt Nam, ACV hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng tăng trưởng dài hạn của nhu cầu vận tải hàng không.

Mở rộng công suất các cảng hàng không giúp ACV có thêm dư địa tăng trưởng

Từ năm 2025, áp lực công suất bắt đầu được cải thiện nhờ một loạt dự án mở rộng hạ tầng lớn đi vào khai thác như Nhà ga T3 - Cảng HKQT Tân Sơn Nhất (CSTK khoảng 20 triệu hành khách/năm) và Nhà ga T2 - Cảng HKQT Nội Bài cũng được mở rộng thêm CSTK khoảng 5 triệu hành khách/năm. Bên cạnh đó, cảng Long Thành dự kiến đưa vào khai thác trong nửa cuối 2026 sẽ bổ sung thêm khoảng 25 triệu hành khách/năm, hứa hẹn sẽ trở thành cửa ngõ quốc tế mới cho khu vực phía Nam.

Tiềm năng ghi nhận lợi nhuận không thường xuyên từ việc chuyển giao sân bay Phú Quốc & Lộ trình chuyển sân HOSE

Trong Q4/2025, ACV đã hoàn tất việc chuyển giao Cảng HKQT Phú Quốc. ACV cho biết doanh nghiệp có khả năng ghi nhận một khoản lợi nhuận không thường xuyên từ việc chuyển giao tài sản này.

Về lộ trình chuyển sân HOSE, ban lãnh đạo ACV cho biết kế hoạch chuyển niêm yết từ UPCOM sang HOSE đã được đưa vào chiến lược phát triển dài hạn giai đoạn 2026-2031.

Khuyến nghị

Haseco ước tính lợi nhuận thuần năm 2027 ước tính giảm 43% YoY xuống 6,235 tỷ đồng chủ yếu do chi phí vận hành & khấu hao khi Long Thành đi vào hoạt động, trong khi hiệu quả khai thác chưa đạt mức tối ưu trong những năm đầu. Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu ACV với khuyến nghị **KHẢ QUAN** và giá hợp lý là **46,500 VNĐ/cổ phiếu**, tương ứng mức chênh lệch là 18.6%.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

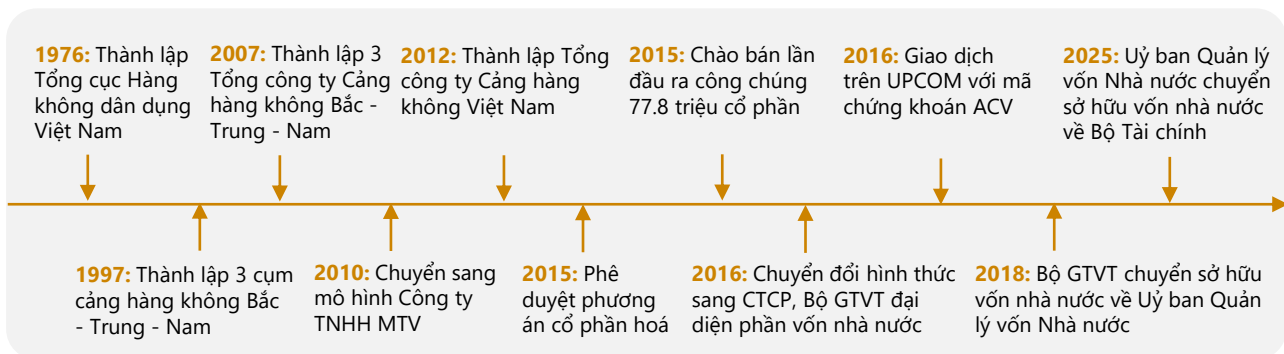
A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. Lịch sử hình thành



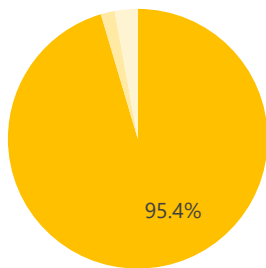
Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) được thành lập năm 2012 theo Quyết định số 238/QĐ-BGTVT của Bộ Giao thông Vận tải, trên cơ sở hợp nhất ba Tổng công ty Cảng hàng không miền Bắc, miền Trung và miền Nam. Hiện ACV giữ vị thế độc quyền tự nhiên trong lĩnh vực quản lý, đầu tư và khai thác hệ thống cảng hàng không dân dụng trên toàn quốc. Doanh nghiệp chính thức chuyển sang mô hình công ty cổ phần và bắt đầu giao dịch trên sàn UPCoM từ cuối năm 2016. Đến nay, ACV trực tiếp quản lý và khai thác 21/23 cảng hàng không dân dụng tại Việt Nam, bao gồm 9 cảng hàng không quốc tế và 12 cảng nội địa, qua đó duy trì vị thế thống lĩnh trong lĩnh vực hạ tầng hàng không Việt Nam.

Lịch sử hình thành



Nguồn: ACV

Cơ cấu cổ đông



■ Bộ Tài chính ■ Nước ngoài ■ Khác

Nguồn: ACV

II. Cơ cấu cổ đông

ACV có cơ cấu sở hữu rất cô đặc, trong đó Nhà nước thông qua Bộ Tài chính nắm giữ khoảng 95.4% vốn, qua đó duy trì quyền chi phối và định hướng chiến lược phát triển dài hạn của doanh nghiệp, phù hợp với quy hoạch hạ tầng hàng không quốc gia. 4.6% cổ phần còn lại thuộc về nước ngoài và nhà đầu tư cá nhân. Theo Nghị định 57/2026/NĐ-CP ngày 12/02/2026, ACV thuộc nhóm doanh nghiệp được yêu cầu cơ cấu lại phần vốn nhà nước. Theo đó, trong thời gian tới, Nhà nước có thể cần thực hiện thoái vốn tại ACV để nâng tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (free float) lên tối thiểu 10%, đáp ứng điều kiện để doanh nghiệp thực hiện niêm yết trên sàn chứng khoán. Tuy nhiên, tỷ lệ nhà nước nắm giữ tại ACV vẫn phải duy trì trên 65% - tham chiếu theo Quyết định số 40/2026/QĐ-TTg về việc cơ cấu lại vốn nhà nước với các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực quản lý, khai thác cảng hàng không, sân bay.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

III. Cơ cấu tổ chức

Hiện nay, ACV hoạt động theo mô hình Công ty mẹ – Công ty con, với 2 công ty con và 10 công ty liên kết, hình thành hệ sinh thái tương đối khép kín từ quản lý, khai thác hạ tầng hàng không cốt lõi đến cung cấp các dịch vụ phụ trợ chuyên biệt. Mô hình này giúp ACV tăng cường khả năng kiểm soát và điều phối tập trung, đồng thời đảm bảo tính đồng bộ trong hoạt động khai thác trên toàn bộ mạng lưới cảng hàng không do doanh nghiệp quản lý.

Cơ cấu tổ chức

Hình thức sở hữu	Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh chính
Công ty liên kết	CTCP Thương mại hàng không miền Nam (SATCO)	29.50%	Sản xuất nước đóng chai và kinh doanh thương mại
	CTCP Vận tải hàng không miền Nam (SATSCO)	30%	Vận tải hành khách đường bộ
	CTCP Phục vụ mặt đất Hà Nội (HGS)	20%	Dịch vụ kỹ thuật thương mại mặt đất tại sân bay
	CTCP Dịch vụ hàng hóa hàng không Việt Nam (ACSV)	19.40%	Dịch vụ giao nhận hàng hóa, bốc xếp hàng hóa
	CTCP Dịch vụ hàng hóa Sài Gòn (SCSC)	13.70%	Dịch vụ giao nhận hàng hóa, bốc xếp hàng hóa
	CTCP Đầu tư TCP	18%	Kinh doanh khai thác nhà xe ga quốc nội tại Cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất
	CTCP Đầu tư khai thác nhà ga Quốc tế Đà Nẵng (AHT)	10%	Đầu tư và khai thác nhà ga hành khách quốc tế tại Cảng hàng không quốc tế Đà Nẵng
	CTCP Nhà ga Quốc tế Cam Ranh (CRTC)	10%	Đầu tư và khai thác nhà ga hành khách quốc tế tại Cảng hàng không quốc tế Cam Ranh
	CTCP Dịch vụ hàng không sân bay Tân Sơn Nhất (SASCO)	49.10%	Dịch vụ thương mại tại sân bay
	CTCP Phục vụ mặt đất Sài Gòn (SAGS)	48%	Dịch vụ kỹ thuật thương mại mặt đất tại sân bay
Công ty con	CTCP Dịch vụ Nhiên liệu hàng không Nội Bài (NAFSC)	60%	Vận hành hệ thống tra nạp nhiên liệu hàng không
	Công ty TNHH Dịch vụ bảo dưỡng máy bay Cảng hàng không miền Nam (SAAM)	51%	Bảo dưỡng và sửa chữa máy bay

Nguồn: ACV

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

Theo đó, ACV hiện trực tiếp quản lý và khai thác 21 cảng hàng không dân dụng trên cả nước, gồm 9 cảng hàng không quốc tế và 12 cảng hàng không nội địa, tạo nên mạng lưới hạ tầng hàng không có độ phủ rộng trên toàn quốc.

Hệ thống cảng hàng không do ACV khai thác

Cảng hàng không	Tên cảng
Quốc tế	Cảng Hàng không Quốc tế Nội Bài
	Cảng Hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất
	Cảng Hàng không Quốc tế Đà Nẵng
	Cảng Hàng không Quốc tế Cam Ranh
	Cảng Hàng không Quốc tế Long Thành (chưa hoạt động)
	Cảng Hàng không Quốc tế Cần Thơ
	Cảng Hàng không Quốc tế Cát Bi
	Cảng Hàng không Quốc tế Liên Khương
	Cảng Hàng không Quốc tế Phú Bài
Nội địa	Cảng Hàng không Buôn Ma Thuột
	Cảng Hàng không Rạch Giá
	Cảng Hàng không Cà Mau
	Cảng Hàng không Côn Đảo
	Cảng Hàng không Điện Biên
	Cảng Hàng không Đồng Hới
	Cảng Hàng không Chu Lai
	Cảng Hàng không Tuy Hòa
	Cảng Hàng không Phù Cát
	Cảng Hàng không Pleiku
	Cảng Hàng không Thọ Xuân
	Cảng Hàng không Nà Sản

Nguồn: ACV

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

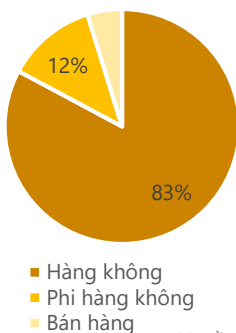
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

Cơ cấu doanh thu 2025

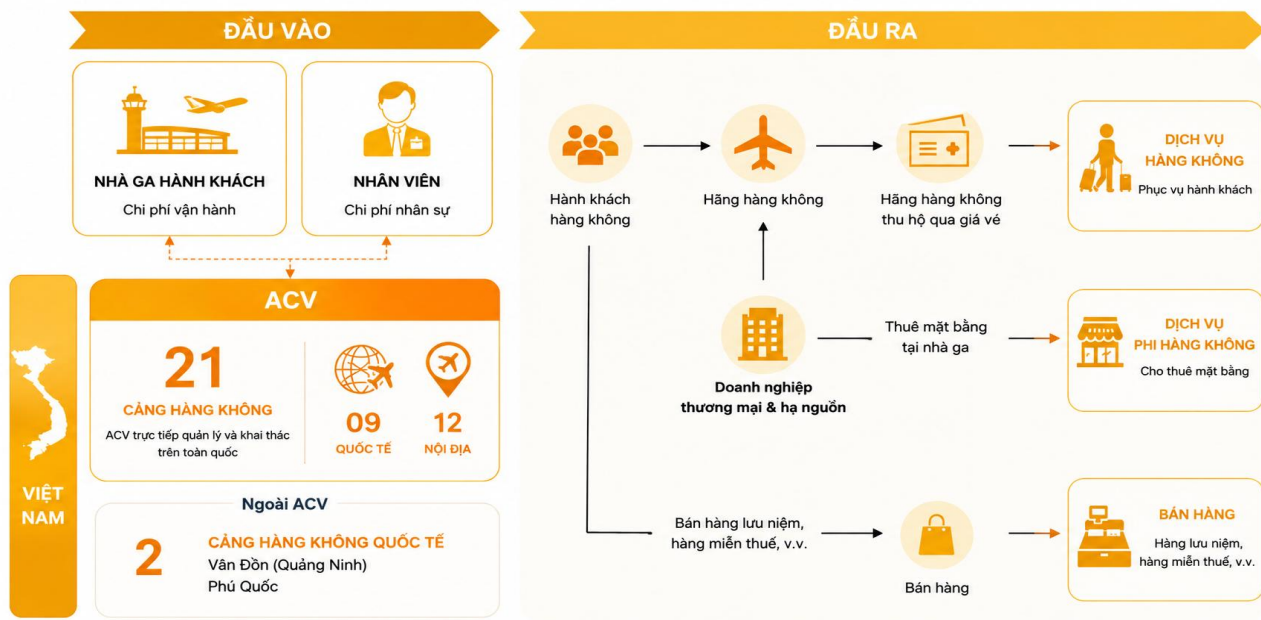


Nguồn: ACV

IV. Mô hình kinh doanh

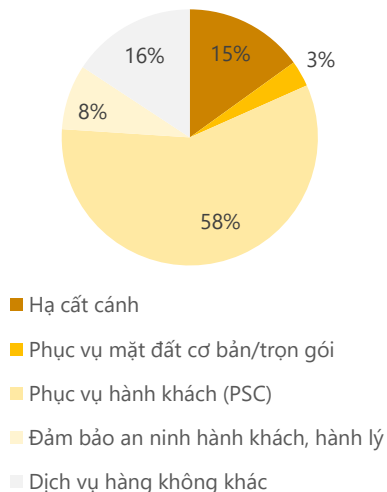
ACV là doanh nghiệp thượng nguồn trong chuỗi giá trị hàng không, giữ vai trò cung cấp và vận hành hạ tầng thiết yếu phục vụ hành khách và hoạt động vận tải hàng không. Việc nắm giữ và quản lý hệ thống cơ sở hạ tầng trọng yếu giúp ACV kiểm soát xuyên suốt các hoạt động trong hệ sinh thái sân bay, từ khai thác dịch vụ hàng không đến các hoạt động thương mại, dịch vụ hỗ trợ. Doanh thu của ACV chủ yếu đến từ hai nhóm chính, gồm dịch vụ hàng không (đóng góp khoảng hơn 83% doanh thu), còn lại là dịch vụ phi hàng không.

Mô hình kinh doanh ACV



Nguồn: Haseco tổng hợp

Doanh thu dịch vụ hàng không 2025



Nguồn: ACV

1. Dịch vụ hàng không

(1) Phục vụ hành khách (58% doanh thu)

ACV thực hiện các dịch vụ làm thủ tục cho hành khách và hành lý, tiếp nhận và vận chuyển hành lý đến khu vực phân loại. Đây là mảng đóng góp doanh thu lớn và tương đối ổn định của ACV. Doanh thu được thu gián tiếp từ các hãng hàng không dựa trên số lượt hành khách thực tế thông qua cảng, với mức phí được phân biệt giữa khách quốc tế và khách nội địa.

(2) Hạ cất cánh (15% doanh thu)

ACV cung cấp và khai thác hệ thống đường băng, đường lăn, đèn hiệu và thiết bị dẫn đường phục vụ hoạt động của tàu bay. ACV được giao quản lý, khai thác cơ sở hạ tầng đường băng thuộc sở hữu Nhà nước, do đó phần lợi ích/lợi nhuận liên quan cuối cùng được phân phối về Nhà nước. Doanh thu được thu trực tiếp từ các hãng hàng không cho mỗi lượt cất hoặc hạ cánh, với mức phí được xác định dựa trên khối lượng cất cánh tối đa (MTOW) của tàu bay.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

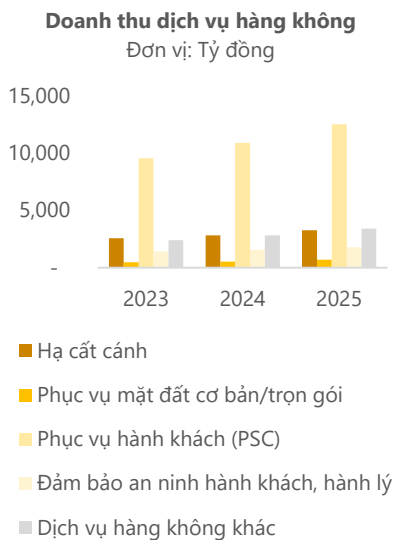
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

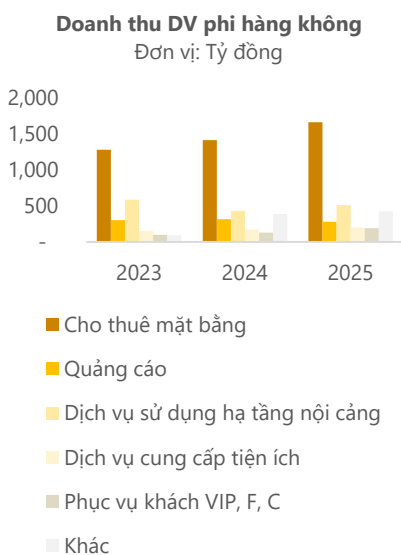
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh



Nguồn: ACV



Nguồn: ACV

(3) Phục vụ mặt đất (3% doanh thu)

ACV cung cấp các dịch vụ làm thủ tục hành khách, bốc dỡ, xếp và vận chuyển hành lý/hàng hóa, điều phối chuyến bay và cân bằng tải trọng tàu bay. Doanh thu được thu trực tiếp từ các hãng hàng không, dựa trên nhu cầu và phạm vi dịch vụ mà từng hãng sử dụng, với mức phí được xác định theo từng loại tàu bay.

(4) Soi chiếu an ninh (8% doanh thu)

Giai đoạn trước, ACV cung cấp dịch vụ kiểm tra, soi chiếu hành khách, hành lý và hàng hóa thông qua hệ thống thiết bị chuyên dụng nhằm đảm bảo an ninh, an toàn tại cảng hàng không. Doanh thu được thu gián tiếp thông qua các hãng hàng không, dựa trên số lượt hành khách và khối lượng hàng hóa đi qua cảng. Từ năm 2026, ACV không còn ghi nhận doanh thu từ hoạt động này do dịch vụ soi chiếu an ninh được chuyển giao cho Bộ Công an quản lý và thực hiện.

2. Dịch vụ phi hàng không

(1) Cho thuê mặt bằng

ACV khai thác và cho thuê kios, nhà hàng, cửa hàng tiện lợi, cửa hàng miễn thuế (duty-free) tại khu vực trong và ngoài nhà ga. Doanh thu chủ yếu được hình thành từ hợp đồng cho thuê và cơ chế chia sẻ doanh thu với các đối tác bán lẻ. Đây cũng là nguồn thu phi hàng không lớn nhất của ACV.

(2) Cho thuê quảng cáo

ACV khai thác các vị trí quảng cáo trong và ngoài nhà ga như màn hình LED, bảng chuyển hành lý và khu vực phòng chờ VIP. Đây là nguồn thu có tính ổn định, biên lợi nhuận cao nhờ chi phí vận hành thấp. Doanh thu được ghi nhận thông qua hợp đồng cho thuê vị trí quảng cáo theo tháng hoặc năm.

(3) Hạ tầng nội cảng

ACV khai thác bãi đỗ xe, khu vực đón/trả khách và không gian phục vụ hoạt động vận tải ngoài nhà ga. Doanh nghiệp triển khai hệ thống thu phí tự động ETC, góp phần nâng cao hiệu quả vận hành và tối ưu hóa quy trình thu phí. Đây là nguồn doanh thu tương đối ổn định và tăng trưởng theo lưu lượng hành khách, với phí được thu trực tiếp từ người sử dụng cuối cùng như hành khách và tài xế thông qua hệ thống ETC. Doanh thu có tiềm năng mở rộng khi các nhà ga mới được đưa vào khai thác.

(4) Dịch vụ phi hàng không khác

ACV phát triển đa dạng các dịch vụ tiện ích và dịch vụ cao cấp tại sân bay như lounge VIP, phòng nghỉ, spa và các tiện ích dành cho hành khách quá cảnh. Đặc biệt, doanh nghiệp cung cấp các dịch vụ chuyên biệt cho khách VIP, khách hạng thương gia và khách F/C như xe đưa đón, dịch vụ ưu tiên (fast-track), phòng chờ riêng và nhân viên hỗ trợ (escort staff). Đây là nhóm dịch vụ có biên lợi nhuận cao trong mảng phi hàng không, đồng thời còn nhiều dư địa tăng trưởng khi thu nhập hành khách và nhu cầu sử dụng dịch vụ cao cấp gia tăng.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

V. Cập nhật tình hình kinh doanh

1. Kết quả kinh doanh Q2/2026

ACV ghi nhận doanh thu thuần 6,324 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu đến từ sự suy yếu của thị trường nội địa và việc không còn đóng góp sản lượng từ Cảng hàng không quốc tế Phú Quốc (PQC) sau khi ACV bàn giao sân bay cho Sun Group. Tuy nhiên, cơ cấu doanh thu được cải thiện nhờ đóng góp tích cực hơn từ phân khúc hành khách quốc tế, qua đó giúp doanh thu duy trì. Cụ thể, tổng sản lượng hành khách trong Q2/2026 đạt 28.9 triệu lượt (-4.4% YoY), trong đó khách nội địa giảm 8.8% xuống 17.5 triệu lượt, trong khi khách quốc tế tăng 3.2% lên 11.4 triệu lượt. Việc các hãng hàng không điều chỉnh tăng giá vé để bù đắp áp lực từ giá dầu cao đã phần nào ảnh hưởng đến nhu cầu đi lại nội địa. Lũy kế 6T/2026, ACV phục vụ 60.9 triệu lượt hành khách (+1% YoY), bao gồm 24.1 triệu lượt khách quốc tế (+6% YoY) và 36.8 triệu lượt khách nội địa (-1% YoY).

Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ tăng 32% YoY lên 2,703 tỷ đồng (loại trừ các khoản lợi nhuận từ tài sản khu bay và dịch vụ an ninh), chủ yếu nhờ khoản thu nhập bất thường 238 tỷ đồng, phần lớn đến từ lãi tỷ giá, trái ngược với chi phí bất thường 611 tỷ đồng trong Q2/2025, chủ yếu do lỗ tỷ giá. Nếu loại trừ các khoản mục bất thường, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi đạt khoảng 2.5 nghìn tỷ đồng, giảm nhẹ 1% YoY, cho thấy hoạt động kinh doanh chính của ACV nhìn chung vẫn duy trì ổn định trong bối cảnh sản lượng hành khách suy giảm.

Kết quả kinh doanh ACV

Tỷ đồng	Q2/26	%YoY	6T2026	%YoY
Doanh thu thuần	6,324	0%	13,164	4%
Lợi nhuận sau thuế	3,358	29%	6,704	17%
- Lợi nhuận thuộc về ACV	2,703	32%	5,278	12%
- Tài sản khu bay	512	31%	1,043	31%
- Dịch vụ an ninh	139	-13%	376	69%
- Lợi ích CĐTS	4	46%	8	35%

Nguồn: ACV

Số lượt hành khách

Tỷ đồng	Q2/26	%YoY	6T2026	%YoY
Quốc tế	11.4	3%	24.1	6%
Nội địa	17.5	-9%	36.8	-1%
Tổng cộng	28.9	-4%	60.9	1%

Nguồn: Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

2. Năng lực tài chính

- **Cấu trúc tài sản:** Tài sản cố định và chi phí xây dựng cơ bản dở dang chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của ACV, đạt khoảng 65.4 nghìn tỷ đồng (chiếm gần 70% cơ cấu tài sản của doanh nghiệp). Điều này cho thấy ACV đang bước vào giai đoạn cao điểm giải ngân và hoàn thiện các dự án hạ tầng trọng điểm, đặc biệt là cảng HKQT Long Thành. Lượng tài sản đang được hình thành sẽ tạo nền tảng mở rộng công suất và động lực tăng trưởng dài hạn cho ACV, nhưng đồng thời cũng kéo theo gánh nặng chi phí cố định, đặc biệt là khấu hao, khi các dự án lần lượt hoàn thành và đưa vào khai thác trong những năm tới.
- **Cấu trúc nguồn vốn:** ACV duy trì nền tảng tài chính tương đối vững chắc với vốn chủ sở hữu đạt 74,177 tỷ đồng (chiếm 79% cơ cấu nguồn vốn), trong khi tổng dư nợ vay ngắn hạn & dài hạn chỉ khoảng 9,206 tỷ đồng, cho thấy doanh nghiệp vẫn đang theo đuổi chính sách sử dụng đòn bẩy thận trọng. Hệ số khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/Lãi vay) tăng mạnh lên 230x trong năm 2025, phản ánh khả năng tạo lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi vượt xa nghĩa vụ chi phí lãi vay. Nhìn chung, ACV đang sở hữu cấu trúc vốn lành mạnh. Tuy nhiên, nợ vay sẽ có xu hướng tăng khi ACV tăng tốc độ giải ngân vay vốn cho Long Thành.
- **Hoạt động tài chính:** Chi phí lãi vay của ACV trong những năm qua vẫn duy trì ở mức thấp ~60 tỷ đồng nhờ cơ cấu nợ chủ yếu đến từ nguồn vốn ODA Nhật Bản, trong đó dư nợ khoảng 61 tỷ JPY, lãi suất ưu đãi chỉ 0.3-1.6%/năm và thời hạn vay lên tới 40 năm. Đây là lợi thế đáng kể của ACV so với các nhà khai thác sân bay tư nhân trong khu vực, khi phần lớn nhu cầu vốn cho CAPEX được tài trợ bằng nguồn vốn ODA chi phí thấp, qua đó hạn chế đáng kể áp lực chi phí lãi vay lên kết quả kinh doanh. Bên cạnh đó, phần lớn lãi vay phát sinh trong giai đoạn xây dựng được vốn hóa vào chi phí xây dựng cơ bản dở dang, thay vì ghi nhận trực tiếp vào chi phí tài chính trong kỳ. Tuy nhiên, rủi ro tỷ giá đang trở thành yếu tố cần đặc biệt lưu ý. Trong giai đoạn 2022-2024, ACV từng hưởng lợi từ việc JPY suy yếu so với VND, qua đó hỗ trợ đáng kể cho kết quả tài chính thông qua lãi chênh lệch tỷ giá. Tuy nhiên, xu hướng này đã đảo chiều khi Nhật Bản bắt đầu bước vào chu kỳ tăng lãi suất, khiến JPY có xu hướng mạnh lên và làm tăng giá trị quy đổi của khoản dư nợ bằng JPY. Trong năm 2025, diễn biến này đã thu hẹp đáng kể lợi ích tỷ giá trước đó và gây áp lực lên hoạt động tài chính.

B. TỔNG QUAN NGÀNH HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

Chuỗi giá trị ngành hàng không



Nguồn: Haseco tổng hợp

ACV giữ vị trí thượng nguồn và trung tâm trong chuỗi giá trị hàng không, với lợi thế lớn nhất đến từ việc sở hữu/quản lý phần lớn hạ tầng cảng hàng không - mắt xích bắt buộc đối với hành khách, hãng hàng không và các doanh nghiệp dịch vụ. ACV không trực tiếp thực hiện toàn bộ các dịch vụ tại sân bay mà chủ yếu kiểm soát hạ tầng, cung cấp dịch vụ cốt lõi và cho thuê mặt bằng cho các đơn vị khai thác, qua đó thu giá trị từ gần như toàn bộ lưu lượng hành khách và chuyến bay.

Cụ thể, khi hành khách đến sân bay, các dịch vụ như taxi, xe bus và bãi đỗ được cung cấp bởi các doanh nghiệp vận tải, trong khi ACV đóng vai trò quản lý hạ tầng và cho thuê mặt bằng khai thác, tạo nguồn thu từ dịch vụ sử dụng hạ tầng nội cảng. Tiếp đó, tại khu vực check-in và xử lý hành lý, các doanh nghiệp phục vụ mặt đất đảm nhận phần lớn hoạt động vận hành; ACV hưởng lợi thông qua hệ thống công ty con và đơn vị liên quan như SAGS, SASCO, đồng thời cung cấp hạ tầng cần thiết cho các dịch vụ này.

Đối với soi chiếu an ninh, hoạt động này trước đây thuộc ACV nhưng đã được chuyển giao cho Bộ Công an từ năm 2026. Sau khu vực an ninh, ACV tiếp tục khai thác giá trị từ khu vực phòng chờ, cửa hàng miễn thuế và các hoạt động thương mại trong sân bay thông qua mô hình cho thuê mặt bằng. Đây là nhóm dịch vụ phi hàng không có khả năng tăng trưởng cùng lưu lượng hành khách và mức chi tiêu tại sân bay, trong khi ACV không cần trực tiếp vận hành các hoạt động bán lẻ.

Ở khâu khai thác chuyến bay, ACV tiếp tục giữ vai trò đơn vị cung cấp và quản lý hạ tầng cảng hàng không, thu phí từ các hãng hàng không đối với các hoạt động liên quan đến hạ cánh, đỗ tàu bay, sử dụng sân đỗ, nhà ga và các dịch vụ hạ tầng trước và sau chuyến bay. Tuy nhiên, ACV không phải đơn vị kiểm soát/điều hành không lưu; VATM mới là đơn vị cung cấp dịch vụ quản lý và điều hành bay.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

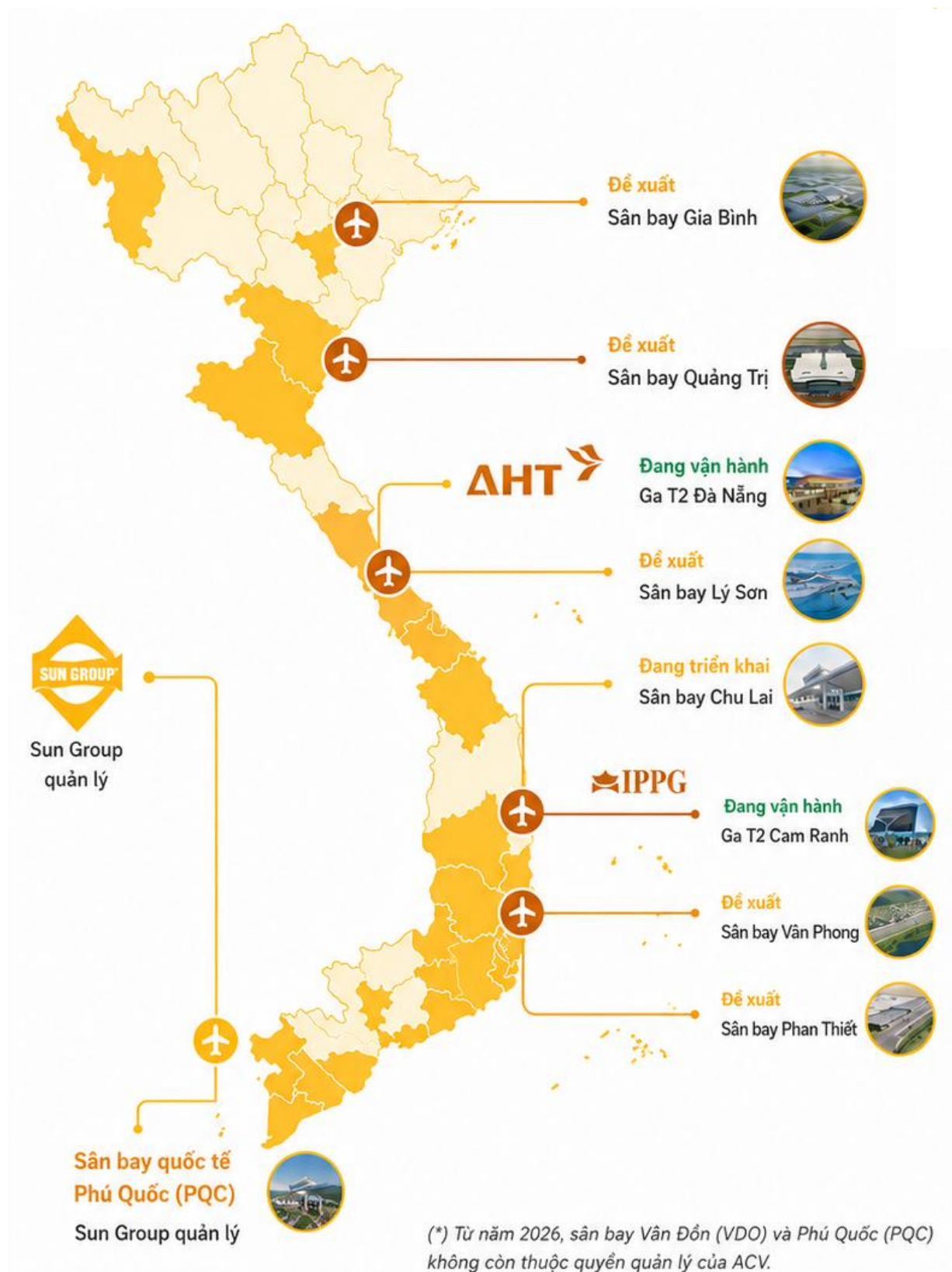
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

Sự tham gia của khu vực tư nhân vào hạ tầng hàng không đang ngày càng rõ nét, khi nhiều tập đoàn lớn bắt đầu trực tiếp tham gia phát triển sân bay. Đây là thay đổi đáng chú ý đối với mô hình hàng không Việt Nam vốn lâu nay phụ thuộc lớn vào ACV. Hiện 21/23 sân bay đang khai thác thuộc hệ thống do ACV quản lý, trong khi Vân Đồn và Phú Quốc hiện được Sun Group quản lý, khai thác. Tập đoàn đã phát triển Vân Đồn theo mô hình sân bay tư nhân và từ cuối năm 2025 đã tiếp nhận tài sản hạ tầng tại Phú Quốc để triển khai mở rộng sân bay, hướng tới công suất khoảng 20 triệu hành khách/năm, phục vụ APEC 2027. Điều này cho thấy tư nhân không chỉ tham gia vào một số hạng mục nhỏ mà đang từng bước tham gia trực tiếp vào hoạt động đầu tư, sở hữu tài sản và khai thác cảng hàng không.

Masterise Group cũng đang tiến thêm một bước với dự án Cảng HKQT Gia Bình. Dự án có tổng vốn đầu tư hơn 196,000 tỷ đồng và đã được Quốc hội thông qua chủ trương đầu tư, giao Masterise Group làm chủ đầu tư. Quy mô vốn rất lớn của Gia Bình cho thấy sân bay đang dần được nhìn nhận không chỉ là một công trình giao thông mà còn là hạ tầng nền tảng để phát triển các hệ sinh thái đô thị, logistics, thương mại và dịch vụ xung quanh.

Lý do mà các doanh nghiệp tư nhân muốn tham gia đầu tư hạ tầng sân bay nằm ở giá trị kinh tế. Một sân bay có lưu lượng lớn sẽ kéo theo nhu cầu về logistics, vận tải, khách sạn, bán lẻ, bất động sản, du lịch và các dịch vụ thương mại. Vì vậy, với những tập đoàn đã sở hữu hệ sinh thái du lịch - bất động sản - logistics, việc đầu tư sân bay có thể giúp họ kiểm soát “cửa ngõ” dẫn khách vào hệ sinh thái của mình. Mô hình của Sun Group tại Phú Quốc là ví dụ điển hình: sân bay → du lịch → khách sạn/resort → vui chơi giải trí → bán lẻ → dịch vụ, tạo thành một chuỗi giá trị khép kín. Tương tự, việc đầu tư Gia Bình có thể được nhìn dưới góc độ phát triển một hệ sinh thái hạ tầng - đô thị - logistics thay vì chỉ đơn thuần kinh doanh dịch vụ sân bay. Xu hướng này cũng phù hợp với định hướng xã hội hóa nguồn vốn đầu tư hạ tầng. Theo quy hoạch, Việt Nam đang hướng tới mở rộng hệ thống cảng hàng không lên 36 cảng vào năm 2030, trong khi nhu cầu vốn cho hạ tầng hàng không rất lớn. Việc huy động vốn tư nhân giúp giảm áp lực lên ngân sách và nguồn lực của khu vực Nhà nước, đồng thời tạo điều kiện để các dự án được triển khai nhanh hơn.

Mặc dù tư nhân hóa đang gia tăng, ACV vẫn giữ lợi thế rất lớn về quy mô và mạng lưới. Theo quy hoạch hiện hành, mạng lưới hàng không Việt Nam được tổ chức theo mô hình “trục nan hoa”, tập trung vào các đầu mối lớn là Nội Bài, Tân Sơn Nhất và Long Thành. Rủi ro lớn nhất sẽ nằm ở việc một số sân bay tư nhân có khả năng hút traffic từ hệ thống ACV, đặc biệt nếu được phát triển đồng bộ với các khu du lịch, đô thị và trung tâm logistics. Tuy nhiên, tác động này có thể được hạn chế bởi quy mô và vị trí của các dự án tư nhân: các sân bay mới chủ yếu đóng vai trò bổ sung năng lực khai thác, thay vì thay thế trực tiếp các sân bay cửa ngõ lớn của ACV.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

C. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

I. Động lực tăng trưởng đến từ lưu lượng khách

(1) Mức giá phục vụ hành khách không đổi từ 2018 tới nay

Giá dịch vụ phục vụ hành khách của ACV chịu sự quản lý của Nhà nước. Theo Quyết định 2345/QĐ-BGTVT, mức giá dịch vụ phục vụ hành khách nội địa được điều chỉnh theo từng giai đoạn trong năm 2018 và từ 01/07/2018 đã đạt mức 90,909 VND/hành khách tại nhóm A, 72,727 VND tại nhóm B và 54,545 VND tại nhóm C (chưa bao gồm VAT). Đáng chú ý, mức giá này về cơ bản vẫn được duy trì cho đến hiện nay. Như vậy, xét từ giữa năm 2018 đến nay, ACV gần như không có động lực tăng trưởng doanh thu từ việc tăng đơn giá dịch vụ phục vụ hành khách, mà tăng trưởng doanh thu chủ yếu phụ thuộc vào tăng trưởng sản lượng hành khách thông qua các cảng hàng không. Điều này tạo ra một đặc điểm khá đặc thù trong mô hình ACV: giá dịch vụ được kiểm soát, trong khi lưu lượng khách là biến số chính quyết định tăng trưởng doanh thu.

Mức giá phục vụ hành khách hàng không

	Dịch vụ	Biểu phí (1/7/2018 – Nay)
Quốc tế (USD/khách)	Đảm bảo an ninh hàng không	2
		- Tân Sơn Nhất: 20
	Phục vụ hành khách	- Nội Bài: 25 - Đà Nẵng: 20
Nội địa (VND/khách)	Đảm bảo an ninh hàng không	18,181
	Phục vụ hành khách - Nhóm A	90,909
	Phục vụ hành khách - Nhóm B	72,727
	Phục vụ hành khách - Nhóm C	54,545
Ghi chú	Nhóm A: gồm Nội Bài, Đà Nẵng, Tân Sơn Nhất, Cam Ranh, Cát Bi, Vinh, Cần Thơ, Phú Quốc, Liên Khương, Phú Bài, Buôn Ma Thuột	
	Nhóm B: các cảng hàng không không thuộc nhóm A và C	
	Nhóm C: các cảng hàng không phục vụ kinh tế, xã hội gồm Côn Đảo, Điện Biên, Cà Mau, Rạch Giá	

Nguồn: Bộ GTVT, Haseco tổng hợp

(2) Lưu lượng khách tăng trưởng theo sự phục hồi của ngành du lịch

Thị trường hàng không Việt Nam đã trải qua nhiều biến động kể từ khi đại dịch Covid-19 bùng phát vào năm 2020. Sau giai đoạn phục hồi mạnh trong năm 2022 nhờ nhu cầu bị dồn nén sau đại dịch, thị trường nội địa bắt đầu chững lại và suy giảm trong giai đoạn 2023-2024. Đối với các chặng bay ngắn, hành khách có xu hướng chuyển sang đường bộ nhờ sự phát triển nhanh của hệ thống cao tốc, trong khi giá vé máy bay nội địa duy trì ở mức cao do tình trạng thiếu hụt đội tàu bay cũng khiến nhu cầu chịu áp lực.

Năm 2025 đánh dấu bước ngoặt khi thị trường trở lại quỹ đạo tăng trưởng, với tổng sản lượng hành khách đạt 83.5 triệu lượt, tăng 10.7% YoY và là mức cao nhất từ trước đến nay. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ thị trường quốc tế, khi lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng 20% YoY, hưởng lợi từ sự phục hồi mạnh mẽ của hoạt động du lịch quốc tế. Tuy nhiên, đà tăng trưởng đã phần nào chậm lại trong 6T/2026, chủ yếu do sản lượng hành khách nội địa suy giảm. Xung đột tại Trung Đông khiến giá nhiên liệu tăng, kéo theo chi phí khai thác và giá vé máy bay tăng cao, qua đó tác động tiêu cực đến nhu cầu đi lại và du lịch trong nước. Dù vậy, đây được đánh giá là yếu tố mang tính ngắn hạn, trong khi triển vọng dài hạn của ngành vẫn được hỗ trợ bởi các động lực cơ bản của nền kinh tế.

Với vị thế quản lý phần lớn hệ thống cảng hàng không dân dụng tại Việt Nam, ACV là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng tăng trưởng dài hạn của nhu cầu vận tải hàng không. Về dài hạn, nhu cầu hàng không có mối tương quan chặt chẽ với quy mô dân số, thu nhập và tốc độ tăng trưởng kinh tế. Theo IATA, tại các thị trường đang phát triển, tốc độ tăng trưởng nhu cầu vận tải hàng không thường cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP, phản ánh xu hướng gia tăng nhu cầu di chuyển khi thu nhập bình quân đầu người cải thiện. Đối với Việt Nam, dư địa tăng trưởng của thị trường vẫn còn lớn khi mức độ sử dụng hàng không bình quân đầu người thấp hơn đáng kể so với các thị trường phát triển trong khu vực như Singapore và Thái Lan. Điều này cho thấy thị trường hàng không Việt Nam vẫn còn dư địa mở rộng đáng kể khi tầng lớp trung lưu gia tăng, thu nhập cải thiện và xu hướng nâng cấp chi tiêu cho du lịch ngày càng rõ nét.

Ngoài ra, Chính phủ cũng đang đẩy mạnh các chính sách nhằm thu hút khách quốc tế và nâng cao chất lượng du lịch, điển hình là Nghị quyết 229/NQ-CP mở rộng chính sách miễn thị thực cho 12 quốc gia châu Âu, có hiệu lực từ tháng 8/2025, với thời gian tạm trú tối đa lên tới 45 ngày. Việc đơn giản hóa thủ tục nhập cảnh giúp Việt Nam tăng sức cạnh tranh so với các điểm đến trong khu vực, đồng thời tạo điều kiện thu hút nhóm khách quốc tế có mức chi tiêu cao và thời gian lưu trú dài hơn.

Nghị quyết 229/ND-CP ngày 8/8/2025

Nội dung	Chi tiết
Hiệu lực	15/08/2025 - 14/08/2028
Thời hạn miễn thị thực	Tối đa 45 ngày kể từ ngày nhập cảnh
Loại hộ chiếu áp dụng	Không phân biệt
Điều kiện áp dụng	Đáp ứng đầy đủ điều kiện nhập cảnh theo quy định pháp luật Việt Nam
Mục đích nhập cảnh	Du lịch
Quốc gia áp dụng	Bỉ, Bulgaria, Croatia, Cộng hòa Séc, Hungary, Luxembourg, Hà Lan, Ba Lan, Romania, Slovakia, Slovenia và Thụy Sĩ

*Nguồn: Chính phủ***II. Mở rộng công suất các cảng hàng không giúp ACV có thêm dư địa tăng trưởng****(1) Gia tăng công suất từ các cảng hàng không hiện hữu**

Trước năm 2025, tình trạng quá tải công suất là một trong những điểm nghẽn lớn nhất của hệ thống hàng không Việt Nam, đặc biệt tại các cảng hàng không cửa ngõ quốc tế như Tân Sơn Nhất và Nội Bài. Lượng hành khách tăng trở lại trong giai đoạn phục hồi hậu Covid-19 trong khi công suất nhà ga chưa được mở rộng tương ứng khiến nhiều sân bay phải khai thác ở mức cao, đặc biệt trong các giai đoạn cao điểm. Tình trạng này không chỉ gây áp lực lên chất lượng dịch vụ mà còn hạn chế khả năng tiếp nhận thêm các chuyến bay và mở rộng mạng đường bay của các hãng hàng không.

Từ năm 2025, áp lực công suất bắt đầu được cải thiện nhờ một loạt dự án mở rộng hạ tầng lớn đi vào khai thác. Đáng chú ý nhất là Nhà ga T3 - Cảng HKQT Tân Sơn Nhất, được đưa vào khai thác từ cuối Q2/2025, với công suất thiết kế khoảng 20 triệu hành khách/năm. Nhà ga T3 chủ yếu phục vụ các chuyến bay nội địa, qua đó giúp giảm tải đáng kể cho nhà ga T1 và tạo thêm dư địa khai thác cho sân bay Tân Sơn Nhất (năm 2024 Tân Sơn nhất hoạt động tới 142% công suất khi đón gần 40 triệu lượt khách, trong khi tổng CSTK chỉ khoảng 28 triệu). Với tổng công suất thiết kế của sân bay được nâng lên 48 triệu hành khách/năm, Tân Sơn Nhất có thêm dư địa đáp ứng tăng trưởng hành khách trong những năm tới. Bên cạnh Tân Sơn Nhất, Nhà ga T2 - Cảng HKQT Nội Bài cũng được mở rộng, dự kiến bổ sung khoảng 5 triệu hành khách/năm vào công suất khai thác (nâng tổng CSTK lên khoảng 30 triệu hành khách/năm) và đưa vào vận hành từ năm 2026.

Lượng khách qua một số cảng hàng không lớn (triệu người)

Cảng hàng không	IATA	Vị trí	CSTK 2025	2023	2024	2025
Tân Sơn Nhất	SGN	TP. HCM	48	40.7	39.8	42.4
Nội Bài	HAN	Hà Nội	30	29.8	30	~31
Đà Nẵng	DAD	Đà Nẵng	14	13.1	13.4	15.3
Cam Ranh	CXR	Khánh Hoà	6.7	5.7	6.8	~7.0
Phú Quốc	PQC	Kiên Giang	4	5.4	4.1	~5.5
Vinh	VII	Nghệ An	2.8	2.6	1.5	~1.8
Liên Khương	DLI	Lâm Đồng	2.5	2.5	1.8	~2.0
Phú Bài	HUI	Huế	5	2	1.9	~2.3

Nguồn: ACV, Haseco ước tính

(2) Long Thành - Trung tâm trung chuyển chủ chốt của ACV trong tương lai

❖ Tổng quan

Cảng hàng không quốc tế Long Thành là dự án hạ tầng hàng không trọng điểm quốc gia, được định hướng trở thành cửa ngõ hàng không quốc tế và trung tâm trung chuyển hàng không lớn của Việt Nam, qua đó nâng cao vị thế của Việt Nam trên bản đồ hàng không khu vực. Dự án được khởi công năm 2021 tại tỉnh Đồng Nai, trên diện tích hơn 5,000 ha, cách trung tâm TP. Hồ Chí Minh khoảng 40 km về phía Đông. Với tổng mức đầu tư toàn dự án khoảng 336,630 tỷ đồng, Long Thành được triển khai theo lộ trình dài hạn gồm 3 giai đoạn, hướng tới tổng công suất 100 triệu hành khách và 5 triệu tấn hàng hóa mỗi năm. Dự án được xây dựng theo tiêu chuẩn 4F của ICAO, cho phép khai thác các loại tàu bay lớn và đáp ứng yêu cầu trở thành một trung tâm hàng không quốc tế quy mô lớn.

Giai đoạn 1 được khởi công từ năm 2021 và dự kiến đưa vào khai thác trong nửa cuối năm 2026, với công suất thiết kế 25 triệu hành khách/năm và 1.2 triệu tấn hàng hóa/năm. Giai đoạn này bao gồm 1 đường cất hạ cánh, 1 nhà ga hành khách cùng hệ thống đường lăn, sân đỗ và các công trình phụ trợ đồng bộ. Nhà ga hành khách có diện tích khoảng 373,000 m², được thiết kế để phục vụ chủ yếu các chuyến bay quốc tế. Đây là bước đầu tiên trong quá trình hình thành một sân bay cửa ngõ quốc tế mới cho khu vực phía Nam, đồng thời tạo nền tảng để Long Thành từng bước đảm nhận vai trò trung tâm hàng không quốc tế.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

Giai đoạn 2 được triển khai sau khi giai đoạn 1 vận hành ổn định, nâng công suất toàn sân bay lên khoảng 50 triệu hành khách/năm và 1.5 triệu tấn hàng hóa/năm. Theo quy hoạch, giai đoạn này sẽ bổ sung một đường cất hạ cánh song song và một nhà ga hành khách, cùng các hạng mục hạ tầng đồng bộ. Việc mở rộng theo từng giai đoạn giúp sân bay có thể điều chỉnh công suất phù hợp với tốc độ tăng trưởng nhu cầu thực tế, đồng thời hạn chế tình trạng đầu tư dư thừa công suất trong giai đoạn đầu.

Giai đoạn 3 hướng tới tầm nhìn đến năm 2050, khi Long Thành được định hướng trở thành một trong những cảng hàng không lớn hàng đầu khu vực. Khi hoàn tất, sân bay dự kiến đạt công suất 100 triệu hành khách/năm và 5 triệu tấn hàng hóa/năm, với 4 đường cất hạ cánh và 4 nhà ga hành khách. Quy mô này đưa Long Thành vào nhóm các sân bay có công suất lớn trong khu vực Đông Nam Á.

❖ Tiến độ

Xét trên phương diện tài chính, tiến độ đầu tư của ACV tại Cảng HKQT Long Thành đã tăng tốc rõ rệt trong giai đoạn 2021-2025. Trong hai năm đầu, giải ngân duy trì ở mức thấp do dự án chủ yếu tập trung vào công tác thiết kế, chuẩn bị và đấu thầu. Từ năm 2023, khi các gói thầu xây dựng trọng yếu đồng loạt được triển khai, tốc độ giải ngân bắt đầu tăng mạnh. Đến cuối năm 2024, ACV đã giải ngân khoảng 12.7 nghìn tỷ đồng, sau đó tăng mạnh lên 34.2 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2025, tương đương khoảng 1/3 tổng vốn của Dự án thành phần 3. Đến cuối năm 2025, ACV chủ yếu sử dụng nguồn vốn tự có để tài trợ dự án, trong khi khoản vay hợp vốn 1.8 tỷ USD từ các ngân hàng thương mại trong nước vẫn chưa được giải ngân.

Dự án thành phần 3 là hạng mục quan trọng nhất và do ACV trực tiếp quản lý, với tổng mức đầu tư khoảng 99 nghìn tỷ đồng, bao gồm toàn bộ hệ thống hạ tầng cốt lõi của sân bay như nhà ga hành khách, đường cất hạ cánh, đường lăn, sân đỗ và các công trình hạ tầng kỹ thuật liên quan. Trong tổng mức đầu tư này, chi phí xây dựng chiếm khoảng 52 nghìn tỷ đồng.

Tiến độ thi công Dự án thành phần 3 hiện tập trung vào hai gói thầu quy mô lớn. Trong đó, gói thầu 5.10 trị giá khoảng 35 nghìn tỷ đồng là hạng mục lớn nhất, bao gồm xây dựng và lắp đặt thiết bị cho nhà ga hành khách. Gói thầu được thực hiện bởi liên danh Vietur, đứng đầu là IC Ictas (Thổ Nhĩ Kỳ), cùng sự tham gia của các doanh nghiệp xây dựng trong nước như Vinaconex và Ricons. Song song, gói thầu 4.6 trị giá khoảng 7.2 nghìn tỷ đồng tập trung vào khu bay, bao gồm đường cất hạ cánh và đường lăn, do liên danh Vinaconex, Trường Sơn và Cienco4 triển khai. Ngoài hai gói thầu trọng điểm này, ACV còn đồng thời thực hiện nhiều hạng mục trị giá hàng nghìn tỷ đồng liên quan đến sân đỗ máy bay, đường giao thông nội bộ, hệ thống điện, nước và các công trình kỹ thuật phụ trợ.

Bên cạnh phần việc do ACV đảm nhiệm, các dự án thành phần khác cũng được triển khai song song nhằm đảm bảo Long Thành có thể vận hành đồng bộ. Dự án thành phần 1, bao gồm trụ sở các cơ quan quản

lý nhà nước, đã hoàn thành toàn bộ 6 tòa nhà vào đầu năm 2026. Dự án thành phần 2 do VATM phụ trách, tập trung vào các công trình quản lý bay như tháp kiểm soát không lưu và hệ thống radar. Trong khi đó, Dự án thành phần 4 bao gồm các dịch vụ hàng không như suất ăn, phục vụ mặt đất và bảo dưỡng tàu bay, với sự tham gia của Vietnam Airlines và Vietjet. Việc các hạng mục được triển khai đồng thời giúp đảm bảo Long Thành không chỉ hoàn thiện về mặt hạ tầng mà còn có đầy đủ hệ sinh thái dịch vụ để sẵn sàng khai thác.

Chính phủ đặt mục tiêu đưa Cảng HKQT Long Thành vào vận hành vào cuối năm 2026. Tuy nhiên, một trong những yếu tố có thể ảnh hưởng đến khả năng khai thác hiệu quả sân bay trong giai đoạn đầu là tiến độ hoàn thiện hạ tầng giao thông kết nối. Nhiều tuyến đường trọng điểm liên kết Long Thành với TP. HCM và các tỉnh lân cận vẫn đang được triển khai và dự kiến hoàn thiện dần trong giai đoạn 2026-2027. Đáng chú ý, tuyến cao tốc TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây, hiện là tuyến kết nối chính giữa TP.HCM và Long Thành, dự kiến hoàn thành mở rộng vào năm 2027, có thể chậm hơn thời điểm sân bay bắt đầu khai thác. Do đó, trong giai đoạn đầu vận hành, khả năng tiếp cận Long Thành từ TP. HCM vẫn có thể là một điểm nghẽn, khi thời gian di chuyển chưa thực sự thuận tiện và mạng lưới giao thông kết nối chưa hoàn thiện đồng bộ. Việc chuyển dịch hành khách và các chuyến bay từ Tân Sơn Nhất sang Long Thành vì vậy có thể cần sự hỗ trợ về chính sách, tổ chức vận hành và kết nối giao thông nhằm tạo thuận lợi cho cả hãng hàng không, hành khách và các doanh nghiệp dịch vụ hàng không.

Hạ tầng kết nối giao thông TP. HCM - Long Thành

Tuyến đường	Thời gian di chuyển	Tiến độ
Cao tốc TP. HCM - Long Thành - Dầu Giây	40-45'	Mở rộng cao tốc hiện tại lên 10 làn, dự kiến hoàn thành năm 2027 (so với 4 làn hiện hữu)
Vành đai 3 → Tỉnh lộ 25B/25C → Quốc lộ 51 → LTH	60-90'	Tỉnh lộ 25B và 25C hiện tại đang được nâng cấp
Cao tốc Bến Lức - Long Thành		Đã thông xe toàn tuyến
Metro Bến Thành – Suối Tiên (kéo dài tới Đồng Nai & LTH)	70-80'	Hoàn thành 2029
Đường sắt nhẹ Thủ Thiêm - Long Thành	45-50' (đường sắt cũ) 10-15' (cao tốc)	Hoàn thành 2030
Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	10-15'	N/A
Tuyến metro số 6: Sân bay Tân Sơn Nhất → Phú Hữu → Sân bay LTH	35-40'	Đang trong giai đoạn quy hoạch
Tuyến metro số 2: Quận 1 → Metro số 2 (giai đoạn 2) → Trung tâm Thủ Thiêm → LTH	50-55'	Hoàn thành 2030

Nguồn: Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

❖ Cơ chế vận hành

Phí phục vụ hành khách: Theo Quyết định số 1679/QĐ-BXD ngày 29/9/2026, Bộ Xây dựng đã ban hành quy định mức phí 25 USD/hành khách tại Cảng HKQT Long Thành. Mức phí này tương đương với Nội Bài nhưng cao hơn 25% so với mức 20 USD/hành khách đang áp dụng tại Tân Sơn Nhất và Đà Nẵng. Mức phí cao hơn sẽ tạo dư địa tích cực cho doanh thu trên mỗi hành khách của ACV.

Lộ trình điều chuyển các chuyến bay quốc tế: Theo phương án vận hành do Bộ Xây dựng trình Thủ tướng, việc chuyển các chuyến bay quốc tế từ Tân Sơn Nhất (TIA) sang Long Thành (LTH) sẽ được triển khai ngay khi LTH chính thức đi vào khai thác, với mục tiêu dài hạn đưa khoảng 90% sản lượng hành khách quốc tế về Long Thành. Cục Hàng không đã công bố ngày 1/12/2026 và lộ trình 3 bước: tự nguyện đến 27/3/2027 → toàn bộ đường dài từ 28/3/2027 → phần lớn quốc tế còn lại từ 30/10/2027, trừ đường bay <1.000 km của hãng Việt Nam. Quá trình chuyển đổi sẽ được thực hiện theo từng giai đoạn trong vài năm nhằm hạn chế xáo trộn hoạt động khai thác, đặc biệt trong bối cảnh hệ thống hạ tầng giao thông kết nối TP.HCM - Long Thành chưa hoàn thiện đồng bộ. Song song đó, ACV đang nghiên cứu các giải pháp nhằm hạn chế mức tăng chi phí khai thác cho các hãng hàng không, qua đó hỗ trợ quá trình dịch chuyển lưu lượng từ Tân Sơn Nhất sang Long Thành diễn ra thuận lợi.

Khấu hao: Chi phí khấu hao của dự án Long Thành dự kiến ở mức 9-13 nghìn tỷ đồng/năm, cao nhất trong 5-6 năm đầu vận hành do áp dụng phương pháp khấu hao nhanh đối với máy móc và thiết bị. Sau giai đoạn này, chi phí khấu hao được kỳ vọng giảm dần về khoảng 9 nghìn tỷ đồng/năm. Hiện Ban lãnh đạo ACV đang xem xét các phương án khấu hao khác nhau và phương án cuối cùng sẽ được Bộ Tài chính phê duyệt trước khi sân bay chính thức vận hành. Do chi phí khấu hao những năm đầu khá lớn nên sẽ gây áp lực lên lợi nhuận kế toán và khiến kết quả kinh doanh thấp hơn giai đoạn trước, đặc biệt khi Long Thành chưa thể hoạt động hết công suất. Tuy nhiên, điều này không ảnh hưởng đến EBITDA và khả năng tạo dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của ACV.

III. Một số cập nhật khác

Tiềm năng ghi nhận lợi nhuận không thường xuyên từ việc chuyển giao sân bay Phú Quốc: Trong Q4/2025, ACV đã hoàn tất việc chuyển giao Cảng HKQT Phú Quốc. ACV cho biết doanh nghiệp có khả năng ghi nhận một khoản lợi nhuận không thường xuyên từ việc chuyển giao tài sản này. Tuy nhiên, giá trị giao dịch và thời điểm ghi nhận vẫn chưa được xác định rõ.

Lộ trình chuyển sân HOSE: Ban lãnh đạo ACV cho biết kế hoạch chuyển niêm yết từ UPCOM sang HOSE đã được đưa vào chiến lược phát triển dài hạn giai đoạn 2026-2031. Để chuẩn bị cho quá trình này, ACV đang thực hiện định giá lại các tài sản khu bay. Đây là nhóm tài sản công thuộc sở hữu Nhà nước, trong đó ACV chỉ được giao quyền quản lý và khai thác; doanh thu, chi phí liên quan vẫn được phản ánh

trên kết quả kinh doanh, nhưng phần lợi nhuận phát sinh từ tài sản khu bay phải nộp về Nhà nước và không được ghi nhận là tài sản của ACV trên bảng cân đối kế toán.

Sau khi hoàn tất quá trình định giá, Nhà nước dự kiến thực hiện phần vốn góp thông qua hình thức hoán đổi/đóng góp các tài sản khu bay vào vốn điều lệ mới của ACV, trong khi các cổ đông khác sẽ thực hiện nghĩa vụ tăng vốn tương ứng bằng tiền mặt. Việc hoàn thiện cấu trúc và xử lý vấn đề liên quan đến tài sản khu bay được kỳ vọng sẽ khắc phục các ý kiến ngoại trừ của kiểm toán, qua đó tạo điều kiện để ACV đáp ứng các yêu cầu cần thiết và tiến tới chuyển niêm yết chính thức từ UPCoM sang HOSE.

D. RỦI RO ĐẦU TƯ

(1) Rủi ro địa chính trị và giá nhiên liệu toàn cầu ảnh hưởng tới lưu lượng khách du lịch

Căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông là một trong những rủi ro khó lường đối với tăng trưởng của ngành hàng không. Xung đột địa chính trị có thể khiến giá dầu và nhiên liệu hàng không tăng mạnh. Jet A-1 là một trong những khoản chi phí vận hành lớn nhất của các hãng hàng không. Khi căng thẳng tại Trung Đông leo thang, chi phí nhiên liệu cao buộc các hãng hàng không phải tăng giá vé để bảo vệ biên lợi nhuận. Điều này trực tiếp làm suy yếu nhu cầu hành khách và ảnh hưởng tới lưu lượng khai thác của ACV.

(2) Áp lực tỷ giá

ACV có mức độ nhạy cảm tương đối cao với biến động tỷ giá do cơ cấu nợ ngoại tệ lớn. Hiện phần lớn các khoản vay dài hạn của ACV là nguồn vốn ODA (61 tỷ JPY) với lãi suất ưu đãi khoảng 0.5%/năm và thời hạn vay kéo dài 40-50 năm, giúp doanh nghiệp duy trì chi phí vốn thấp và giảm đáng kể áp lực thanh toán gốc, lãi trong ngắn hạn. Tuy nhiên, lợi thế về chi phí vốn đi kèm với rủi ro tỷ giá đáng kể. Khi JPY tăng giá so với VND, ACV có thể phát sinh lỗ chênh lệch tỷ giá, làm suy giảm LNST dù hoạt động kinh doanh cốt lõi không thay đổi tương ứng. Đặc biệt, chính sách tiền tệ của Nhật Bản có thể trở thành yếu tố tác động gián tiếp đến ACV thông qua tỷ giá. Việc thay đổi lãi suất, định hướng chính sách của BOJ cũng như các biến động dòng vốn toàn cầu có thể khiến JPY/USD biến động mạnh so với VND.

(3) Áp lực khấu hao khi Long Thành đi vào hoạt động

ACV còn đối mặt với rủi ro Long Thành đi vào hoạt động muộn hơn dự kiến. Tuy nhiên, kể cả có vận hành đúng kế hoạch từ cuối 2026, điều này sẽ tạo ra áp lực đáng kể lên lợi nhuận kế toán của ACV trong giai đoạn đầu vận hành. Theo ước tính, chi phí khấu hao của Long Thành có thể ở mức khoảng 9-13 nghìn tỷ đồng/năm, trong đó mức cao nhất dự kiến tập trung trong 5-6 năm đầu do áp dụng khấu hao nhanh đối với máy móc và thiết bị. Điều này khiến biên lợi nhuận, ROA và ROE của ACV có khả năng suy giảm trong những năm đầu, đặc biệt khi Long Thành chưa đạt công suất đủ nhanh để hấp thụ mức chi phí cố định mới.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

E. ĐỊNH GIÁ & QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Haseco dự phóng doanh thu và LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ năm 2026 lần lượt đạt 27,710 tỷ đồng (+7% YoY) và 10,928 tỷ đồng (đi ngang svck). Tuy nhiên, lợi nhuận thuần năm 2027 ước tính giảm 43% YoY xuống 6,235 tỷ đồng chủ yếu do chi phí vận hành & khấu hao khi Long Thành đi vào hoạt động, trong khi hiệu quả khai thác chưa đạt mức tối ưu trong những năm đầu.

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam - CTCP (UPCOM: ACV) với khuyến nghị **KHẢ QUAN** và giá hợp lý là **46,500 VNĐ/cổ phiếu**, tương ứng mức chênh lệch là 18.6%. Haseco đánh giá triển vọng của ACV đến từ:

- Động lực tăng trưởng đến từ lưu lượng khách
- Mở rộng công suất các cảng hàng không giúp ACV có thêm dư địa tăng trưởng
- Tiềm năng ghi nhận lợi nhuận không thường xuyên từ việc chuyển giao sân bay Phú Quốc & Lộ trình chuyển sân HOSE

Phương pháp định giá:

Haseco sử dụng phương pháp EV/EBITDA để định giá ACV - phương pháp này khá phù hợp để đánh giá lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh lõi khi lợi nhuận thuần giai đoạn 2027 trở đi chịu ảnh hưởng lớn bởi khấu hao khi Long Thành đi vào hoạt động. Chúng tôi ước tính giá mục tiêu của cổ phiếu ACV trong năm 2026 đạt **46,500 VNĐ/cổ phiếu**, tương ứng với mức chênh lệch 18.6% so với giá đóng cửa ngày 02/10/2026. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu ACV.

Định giá EV/EBITDA	Giá trị
EBITDA trung bình	16,513
EV/EBITDA mục tiêu (tham chiếu với doanh nghiệp khai thác cảng hàng không thế giới)	10
Giá trị	165,130
(+) Tiền, đầu tư ngắn hạn	10,790
(-) Vay nợ	9,206
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	52
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	166,662
SLCP lưu hành	3,582,324,023
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)	46,500
Upside	18.60%

Nguồn: Haseco ước tính

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh



Phụ lục: Dự phóng kết quả kinh doanh ACV

Báo cáo kết quả kinh doanh	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027F
Doanh số thuần	4,752	13,805	19,998	22,597	25,898	27,710	31,313
Giá vốn hàng bán	-5,537	-7,288	-8,137	-8,723	-10,282	-10,899	-21,398
Lãi gộp	-785	6,517	11,861	13,873	15,616	16,812	9,915
Thu nhập tài chính	3,254	4,130	2,215	1,739	975	879	994
Chi phí tài chính	-204	-93	-105	-105	-457	-75	-147
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	33	179	260	336	430	537	607
Chi phí bán hàng	-85	-220	-338	-369	-403	-420	-475
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,232	-1,651	-3,427	-1,043	-1,327	-1,448	-1,636
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	981	8,861	10,467	14,431	14,834	16,285	9,257
Thu nhập khác, ròng	9	112	26	33	575	63	72
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	990	8,973	10,492	14,465	15,409	16,348	9,329
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-201	-1,736	-2,022	-2,788	-2,944	-3,133	-1,788
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	790	7,237	8,470	11,677	12,465	13,216	7,541
Lợi ích của cổ đông thiểu số	310	900	1,247	1,256	1,650	2,288	1,306
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	480	6,338	7,222	10,421	10,815	10,928	6,235

Nguồn: Haseco ước tính



Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho Haseco.

Haseco không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.



Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

TRỤ SỞ CHÍNH

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng
T: (0225) 3842.335
F: (0225) 3746.266
Email: dvkh@haseco.vn
Website: www.haseco.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội
T: (024) 3574.7020
F: (024) 3574.7019

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh
T: (028) 3920.7800
Fax: (028) 3920.7825