

CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (AST)

MUA +26,9%

Ngành	DV Hàng không
Ngày báo cáo	13/10/2026
Giá hiện tại	62.000 VND
Giá mục tiêu	76.200 VND
Giá mục tiêu gần nhất	67.200 VND
TL tăng	+22,9%
Lợi suất cổ tức	4,0%
Tổng mức sinh lời	+26,9%

GT vốn hóa	3,3 nghìn tỷ đồng
Room KN	85,6 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	0,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	54,0 tr
Pha loãng	54,0 tr

	AST	VNI
P/E (trượt)	10,8x	13,4x
P/B (hiện tại)	4,7x	1,9x
ROA	28,6%	2,4%
ROE	47,1%	16,1%

Tổng quan Công ty

AST hoạt động trong 2 lĩnh vực chính là (1) bán lẻ tại sân bay (miễn thuế và không miễn thuế) với các cửa hàng tại 7 sân bay lớn nhất Việt Nam và (2) điều hành một khách sạn 4 sao tại Đà Nẵng. Ngoài ra, AST còn có công ty liên kết cung cấp dịch vụ ăn uống tại các sân bay.

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)	1.727	2.104	2.402	2.616
% YoY	30%	22%	14%	9%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	250	317	358	401
% YoY	68%	27%	13%	12%
EPS	68%	27%	13%	12%
Biên LN gộp	63,5%	64,1%	63,9%	63,9%
Biên EBITDA	23,0%	22,5%	21,9%	22,1%
Biên LN từ HĐKD	20,7%	20,1%	19,7%	20,4%
Biên LN ròng	14,5%	15,0%	14,9%	15,3%
DTTD/Doanh thu	12,9%	12,8%	12,7%	13,6%
EV/EBITDA	7,8x	6,4x	5,7x	5,1x
P/E	13,4x	10,6x	9,4x	8,4x
P/B	5,7x	4,4x	3,6x	3,0x
ROE	44,9%	46,9%	42,4%	39,1%

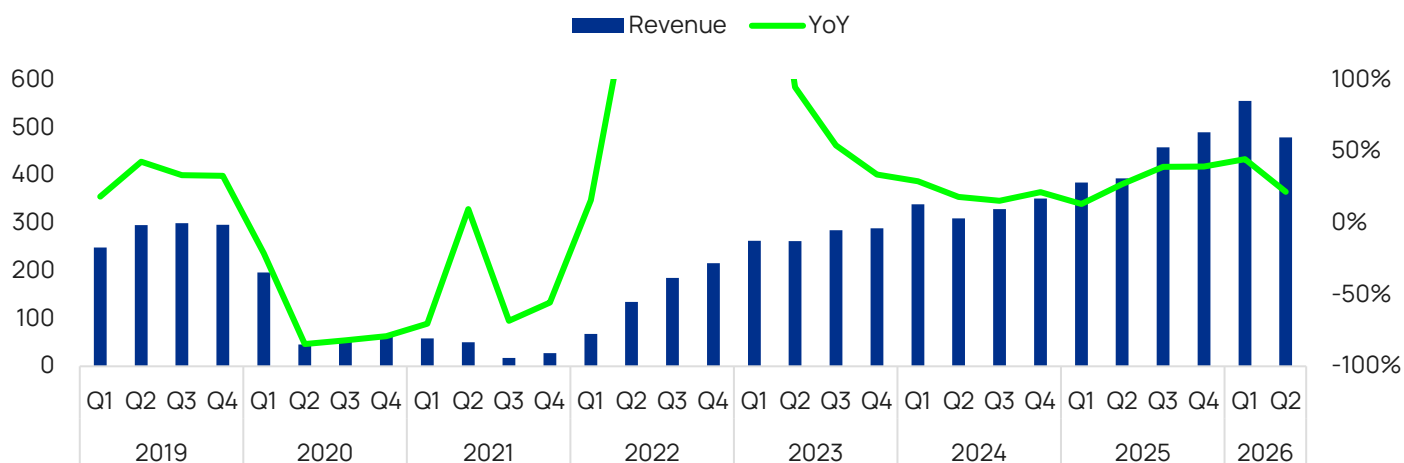
Mở rộng mạng lưới và năng suất cửa hàng cải thiện thúc đẩy lợi nhuận

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 13% giá mục tiêu đối với CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (AST) và duy trì khuyến nghị MUA.
- Sojitz hiện đã trở thành cổ đông lớn thứ hai của AST với tỷ lệ sở hữu 27,64% (**xem trang 6**).
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu được thúc đẩy bởi định giá theo phương pháp SoTP cao hơn đối với 29,29% cổ phần của AST tại VINACS. Tuy nhiên, trong mô hình CKDT đối với hoạt động kinh doanh cốt lõi của AST, mức tăng 100 điểm cơ bản trong giả định lãi suất phi rủi ro của chúng tôi (**xem phần Định giá**) đã bù trừ cho tác động từ việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2027.
- Chúng tôi nâng dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2026/27/28 lần lượt thêm 19%/15%/16%. Việc điều chỉnh tăng chủ yếu phản ánh (1) doanh thu trên mỗi cửa hàng cao hơn kỳ vọng, đặc biệt từ mảng phòng chờ hạng thương gia (VIP) và hàng miễn thuế, bù đắp cho dự phóng số lượng điểm bán (POS) mở mới thấp hơn của chúng tôi, và (2) sự phục hồi lợi nhuận mạnh hơn kỳ vọng của VINACS.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng số lượng điểm bán (POS) mở mới trong các năm 2026/27/28 xuống còn 14/10/10 điểm (so với 30/15/10 điểm trước đó), phản ánh quá trình tái cơ cấu mặt bằng kinh doanh đang diễn ra, tiến độ mở mới chậm hơn tại các mặt bằng hiện hữu, cũng như định hướng hiện tại của AST là tập trung mở rộng chủ yếu vào các khu vực có lưu lượng hành khách cao như Cảng hàng không Quốc tế Nội Bài (HAN).
- Chúng tôi nâng giả định doanh thu trên mỗi cửa hàng năm 2026 lên mức 139% so với năm 2019, từ mức 117% trước đây, so với mức thực tế 116% trong năm 2025 và 135% trong 6T 2026.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST của VINACS trong các năm 2026/27/28 lên lần lượt 185 tỷ đồng/212 tỷ đồng/236 tỷ đồng (so với 67 tỷ đồng/88 tỷ đồng/108 tỷ đồng trước đó), sau khi VINACS ghi nhận KQKD 6T 2026 phục hồi tích cực hơn kỳ vọng.
- Rủi ro:** Lượng khách quốc tế thấp hơn kỳ vọng; chi tiêu của hành khách yếu hơn kỳ vọng; diện tích mặt bằng được phân bổ tại dự án mở rộng Nhà ga T2 Nội Bài (HAN T2) thấp hơn kỳ vọng.
- Yếu tố hỗ trợ:** Có thêm mặt bằng kinh doanh tại các cảng hàng không có lưu lượng hành khách lớn (ví dụ: Long Thành - LTH, Phú Quốc - PQC).

Lưu lượng hàng không Việt Nam duy trì ổn định dù chi phí nhiên liệu và giá vé máy bay tăng. Trong 7T 2026, lưu lượng hành khách qua các cảng hàng không đạt 76 triệu lượt (+7% YoY), bao gồm 30 triệu lượt khách quốc tế (+11% YoY) và 46 triệu lượt khách trong nước (+4% YoY), theo Cục Hàng không Việt Nam (CAAV). Khách du lịch quốc tế đến Việt Nam tăng 15% YoY trong 9T 2026, dẫn đầu bởi châu Âu (+55%) và châu Mỹ (+20%), trong khi khách du lịch từ Trung Quốc tăng nhẹ và từ Hàn Quốc giảm 5,5%. Đà tăng trưởng này cho thấy tác động của chi phí nhiên liệu và giá vé máy bay tăng đối với nhu cầu đi lại vẫn ở mức kiểm soát được. Theo dự báo nội bộ của chúng tôi, lưu lượng hành khách quốc tế của Việt Nam sẽ tăng trưởng lần lượt 10%/12%/13% lưu lượng trong nước tăng lần lượt 5%/10%/9% trong giai đoạn 2026-28 ([xem Báo cáo Cập nhật](#)).

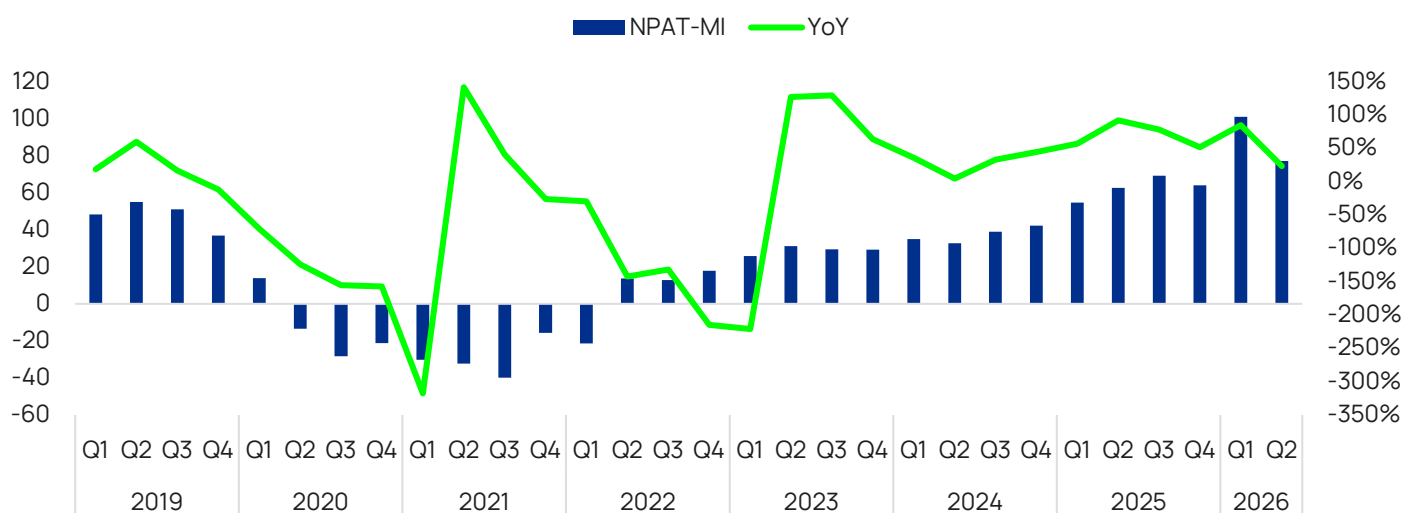
Mở rộng mạng lưới vẫn là động lực tăng trưởng chính; doanh thu trên mỗi cửa hàng cao hơn sẽ bù đắp cho số lượng POS thấp hơn. AST kết thúc năm 2025 với 138 POS (+14 YoY), thấp hơn dự báo trước đây của chúng tôi là 150 POS, chủ yếu do việc đóng cửa một số POS trong quá trình tái cơ cấu nhà ga và tối ưu hóa luồng hành khách. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định số lượng POS mở mới các năm 2026/27/28 xuống còn lần lượt 14/10/10 điểm (so với 30/15/10 điểm trước đó), qua đó phản ánh chiến lược mở rộng có chọn lọc hơn, tập trung vào các khu vực mới có lưu lượng hành khách cao. Từ đầu năm 2026 đến nay, AST đã mở 7 POS mới tại HAN và 1 POS tại Đà Nẵng, các điểm còn lại dự kiến sẽ được mở trong nửa cuối năm 2026. Trong khi đó, lưu lượng hành khách tăng mạnh hơn cùng kết quả hoạt động tốt hơn kỳ vọng của mảng phòng chờ VIP và hàng miễn thuế đã nâng doanh thu trên mỗi cửa hàng năm 2025 lên mức 116% so với năm 2019. Theo đó, chúng tôi nâng giả định doanh thu trên mỗi cửa hàng năm 2026 lên mức 139% so với năm 2019 (so với 135% trong 6T 2026).

Hình 1: Doanh thu của AST (tỷ đồng)



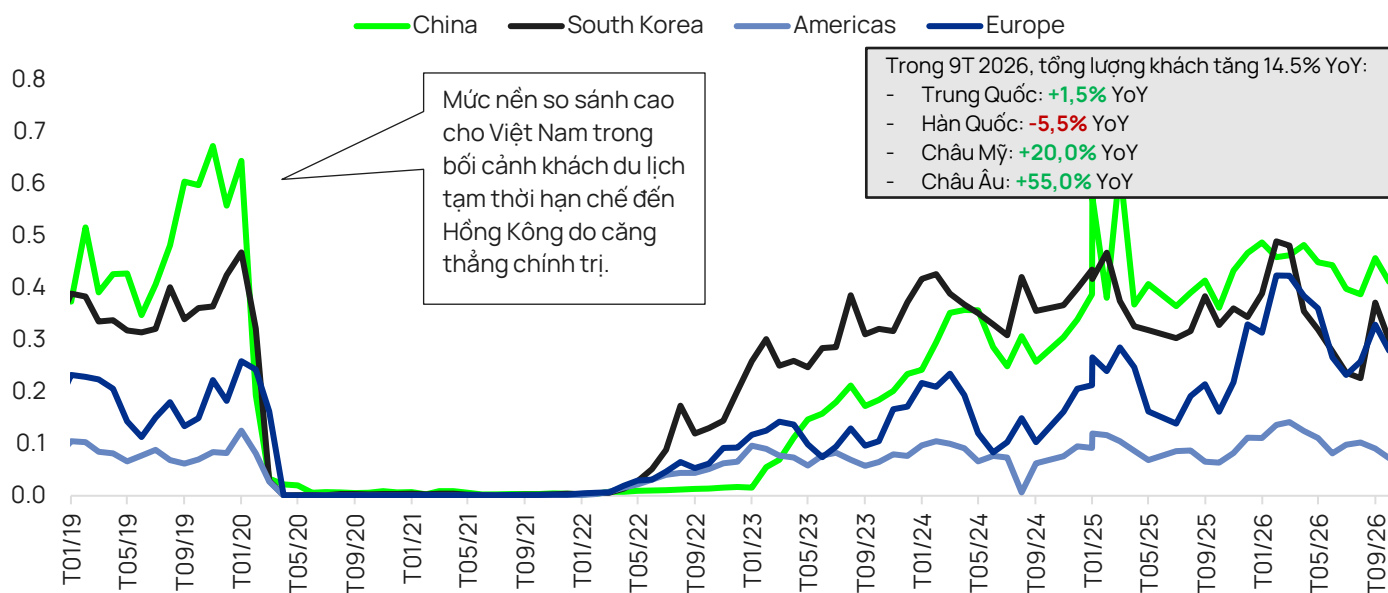
Nguồn: AST, Vietcap

Hình 2: LNST sau lợi ích CĐTS của AST (tỷ đồng)



Nguồn: AST, Vietcap

Hình 3: Lượng khách quốc tế đến Việt Nam hàng tháng



Nguồn: Cục Thống kê, Vietcap

Triển vọng năm 2026: Triển khai POS mới tại HAN T2; doanh thu trên mỗi cửa hàng cao hơn bù đắp cho số lượng POS thấp hơn

Hình 4: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 cũ	Nhận định của Vietcap
Số lượng cửa hàng	138	152	10%	180	* Thấp hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi, phản ánh (1) số lượng POS mở mới rộng trong năm 2025 và tại dự án mở rộng HAN T2 thấp hơn kỳ vọng, và (2) quá trình tái cơ cấu POS đang diễn ra khi AST cân đối giữa việc mở mới và đóng cửa các POS hoạt động kém hiệu quả nhằm tối ưu hóa mạng lưới. * Các POS mở mới trong năm 2026 chủ yếu đến từ dự án mở rộng HAN T2. Từ đầu năm 2026 đến nay, AST đã mở 7 POS tại HAN và 1 POS tại Đà Nẵng, các điểm còn lại dự kiến được triển khai trong nửa cuối năm 2026.
Doanh thu	1.727	2.104	22%	2.059	
- Bán lẻ sân bay	1.451	1.952	35%	1.877	* Mặc dù số lượng POS thấp hơn, doanh thu bán lẻ năm 2025 vẫn phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi, nhờ doanh thu trên mỗi cửa hàng cao hơn kỳ vọng, đặc biệt từ mảng phòng chờ VIP và hàng miễn thuế. * Trong năm 2025, doanh thu trên mỗi cửa hàng đạt 116% so với mức năm 2019 (trước COVID). * Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu trên mỗi cửa hàng năm 2026 sẽ đạt 139% so với mức năm 2019 (so với 116% trong năm 2025; 135% trong 6T 2026), được hỗ trợ bởi (1) đóng góp cả năm từ 21 POS đã mở tại Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất (SGN T3) trong năm 2025 và các POS mở mới trong năm 2026, và (2) chi tiêu trên mỗi hành khách cải thiện.
- Khách sạn	71	90	26%	122	* Chúng tôi giảm giả định tỷ lệ lấp đầy khách sạn xuống 60% (từ 79%, so với 50% trong năm 2025) do doanh thu phục hồi chậm, mà chúng tôi cho rằng xuất phát từ lượng khách du lịch đến Đà Nẵng yếu, đặc biệt là từ Trung Quốc.
- Khác	205	62	-70%	60	* Chúng tôi nhìn chung giữ nguyên dự báo năm 2026, do kỳ vọng mảng này sẽ bình thường hóa so với cùng kỳ sau khi tăng đột biến trong năm 2025.
Lợi nhuận gộp	1.096	1.348	23%	1.275	
Chi phí SG&A	-739	-926	25%	-879	
Lợi nhuận từ HĐKD	357	422	18%	396	
Thu nhập tài chính	16	21	36%	17	
Chi phí tài chính	-4	-7	58%	-4	
Lãi/(lỗ) từ CTLK	17	54	218%	20	* Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST năm 2026 của VINACS lên 185 tỷ đồng (từ 67 tỷ đồng), tương đương mức đóng góp LN 54 tỷ đồng cho AST. Điều này phản ánh đà phục hồi mạnh hơn kỳ vọng của doanh nghiệp này, với LNST 6T 2026 đạt 101 tỷ đồng (gấp 4,9 lần YoY) và biên LN ròng cải thiện lên 27,1% so với 15,3% trong 6T 2025.
LNTT	380	491	29%	439	
LNST-CĐTS, báo cáo	250	317	27%	266	
Biên LN gộp	63,5%	64,1%		61,9%	* Chúng tôi nâng dự báo biên LN gộp, được hỗ trợ bởi tỷ trọng ngày càng tăng của các mảng có biên LN cao hơn và đóng góp ổn định từ nhóm hành khách quốc tế có biên LN cao. * Trong 6T 2026, biên LN gộp của AST đạt 64,8% (+1,4 điểm % YoY).
Chi phí SG&A/doanh thu	-42,8%	-44,0%		-42,7%	* Chúng tôi nâng giả định tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu nhằm phản ánh (1) các cửa hàng mở mới, vốn thường phát sinh chi phí thuê cao hơn trong giai đoạn đầu hoạt động, và (2) việc tái định vị thương hiệu cho các cửa hàng hiện hữu từ năm 2026.
Biên LN từ HĐKD	20,7%	20,1%		19,2%	
Biên LN ròng	14,5%	15,0%		12,9%	

Nguồn: AST, dự báo của Vietcap

Triển vọng năm 2027: Tiếp tục mở rộng có chọn lọc và nâng suất cửa hàng vững chắc hỗ trợ lợi nhuận tăng trưởng 2 chữ số

Hình 5: Dự báo năm 2027 của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo 2026	Dự báo 2027	YoY	Nhận định của Vietcap
Số lượng cửa hàng	152	162	7%	* Chúng tôi dự báo AST sẽ mở mới ròng 10 POS trong năm 2027, nâng tổng số cửa hàng lên 162. Sau quá trình tái cơ cấu cửa hàng và tối ưu hóa cơ cấu sản phẩm đang diễn ra, chúng tôi kỳ vọng AST sẽ mở rộng có chọn lọc tại các cảng hàng không hiện hữu, đặc biệt là những nơi hưởng lợi từ việc nâng cấp nhà ga và có thêm mặt bằng thương mại, đồng thời tiếp tục tập trung vào các vị trí có lưu lượng hành khách cao.
Doanh thu	2.104	2.402	14%	
- Bán lẻ sân bay	1.952	2.236	15%	* Chúng tôi dự báo doanh thu bán lẻ tại sân bay sẽ tăng 15% YoY, nhờ (1) đóng góp cả năm từ các POS mở trong năm 2026, (2) 10 POS mở mới ròng trong năm 2027 và (3) doanh thu trên mỗi cửa hàng cao hơn, đạt 145% so với mức năm 2019 (so với 139% trong năm 2026).
- Khách sạn	90	101	12%	* Chúng tôi dự báo tỷ lệ lấp đầy khách sạn sẽ phục hồi dần lên 65% (so với 60% trong năm 2026). Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng đà phục hồi sẽ duy trì ở mức vừa phải, đặc biệt trong bối cảnh lượng khách du lịch Trung Quốc – thị trường nguồn khách chủ chốt của Đà Nẵng – phục hồi không đồng đều.
- Khác	62	65	5%	
Lợi nhuận gộp	1.348	1.535	14%	
Chi phí SG&A	-926	-1.061	15%	
Lợi nhuận từ HĐKD	422	474	12%	
Thu nhập tài chính	21	25	16%	
Chi phí tài chính	-7	-7	8%	
Lãi/(lỗ) từ CTLK	54	62	15%	* Chúng tôi dự báo LNST năm 2027 của VINACS sẽ tăng 15% YoY lên 212 tỷ đồng, đóng góp khoảng 62 tỷ đồng vào lợi nhuận của AST.
LNTT	491	554	13%	
LNST sau lợi ích CĐT, báo cáo	317	358	13%	
Biên lợi nhuận gộp	64,1%	63,9%		* Chúng tôi dự báo biên LN gộp sẽ nhìn chung ổn định ở mức 63,9% (-0,2 điểm % YoY), do hiệu quả hoạt động chưa tối ưu trong giai đoạn đầu tại các POS mới, một phần được bù đắp bởi cơ cấu doanh thu tích cực từ các mảng bán lẻ sân bay có biên LN cao hơn.
Chi phí SG&A/doanh thu	-44,0%	-44,2%		* Chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu sẽ tăng nhẹ lên 44,2% (+0,2 điểm % YoY), phản ánh chi phí thuê và vận hành ban đầu cao hơn tại các POS mới, cùng với việc tiếp tục tái định vị thương hiệu cho các cửa hàng hiện hữu.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	20,1%	19,7%		
Biên lợi nhuận ròng	15,0%	14,9%		

Nguồn: AST, dự báo của Vietcap

Sojitz trở thành cổ đông lớn thứ hai của AST với tỷ lệ sở hữu 27,64%; kỳ vọng mang lại lợi ích chiến lược

Ngày 14/09/2026, tập đoàn thương mại Nhật Bản Sojitz Corporation đã mua 14,93 triệu cổ phiếu AST (tương đương 27,64% cổ phần) từ hai cổ đông nước ngoài hiện hữu thông qua các giao dịch thỏa thuận với tổng giá trị 1.053 tỷ đồng. Cụ thể, PENM IV Germany GmbH & Co. KG đã thoái toàn bộ 17,64% cổ phần (9,53 triệu cổ phiếu) với giá 69.420 đồng/cổ phiếu, trong khi STIC Pan-Asia 4th Industry Growth PEF đã bán toàn bộ 10% cổ phần (5,4 triệu cổ phiếu) với giá 72.500 đồng/cổ phiếu. Các giao dịch này tương ứng với mức giá bình quân gia quyền khoảng 70.500 đồng/cổ phiếu, cao hơn 10,7% so với giá đóng cửa của AST vào ngày giao dịch.

Sau các giao dịch, Sojitz trở thành cổ đông lớn thứ hai của AST, trong khi Taseco Group vẫn nắm giữ 51% cổ phần chi phối. Chúng tôi đánh giá việc Sojitz tham gia là diễn biến tích cực đối với cơ cấu cổ đông của AST, do Sojitz đã có kinh nghiệm trong lĩnh vực bán lẻ sân bay thông qua 22,22% cổ phần tại JALUX – đơn vị sở hữu 49% cổ phần tại công ty con kinh doanh hàng miễn thuế của AST là Jalux Taseco Duty Free (JDV). Sojitz cũng có kinh nghiệm trong lĩnh vực hạ tầng và vận hành cảng hàng không. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ đặt nền tảng cho hoạt động hợp tác trong tương lai ở mảng bán lẻ sân bay và kinh doanh hàng miễn thuế, qua đó củng cố hoạt động kinh doanh của AST.

Dự kiến có thay đổi nhân sự HĐQT tại ĐHCĐ bất thường ngày 06/11/2026. Sau khi hai cổ đông bán thoái vốn, hai thành viên HĐQT đại diện cho các cổ đông này đã từ nhiệm vào ngày 21/09. AST dự kiến bầu hai thành viên thay thế tại ĐHCĐ bất thường sắp tới; chúng tôi kỳ vọng cả hai đều là người được Sojitz đề cử. Chúng tôi không kỳ vọng sẽ có thay đổi về quyền kiểm soát, do Taseco Group tiếp tục nắm giữ 51% cổ phần. Mức giá giao dịch 70.500 đồng/cổ phiếu là một tham chiếu định giá hữu ích, cao hơn 13,7% so với giá cổ phiếu hiện tại của AST và thấp hơn 7,5% so với giá mục tiêu 76.200 đồng/cổ phiếu của chúng tôi. Mức giá giao dịch tương ứng với P/E dự phóng năm 2026/2027 lần lượt là 12,0 lần/10,6 lần, so với 10,6 lần/9,4 lần tại giá cổ phiếu hiện tại.

Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp định giá tổng của từng phần (SoTP) để định giá AST. Trong Báo cáo Cập nhật này:

- Chúng tôi cập nhật thời gian định giá mục tiêu từ giữa năm 2026 sang cuối năm 2027;
- Chúng tôi nâng giả định tỷ lệ phi rủi ro thêm 100 điểm cơ bản lên 7,0%, phù hợp với điều chỉnh nội bộ của Vietcap. Mặc dù NHNN được kỳ vọng sẽ giữ nguyên lãi suất điều hành trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo mặt bằng lợi suất trong nước sẽ duy trì ở mức cao hơn mang tính cấu trúc trong trung hạn. Theo đó, WACC của chúng tôi tăng từ 14,0% lên 15,0%.

Phương pháp định giá SoTP của chúng tôi bao gồm:

- Định giá CKDT 5 năm cho các HĐKD cốt lõi của AST (bán lẻ tại sân bay: không miễn thuế và miễn thuế, và kinh doanh khách sạn): Trong báo cáo này, chúng tôi cập nhật năm cuối trong mô hình định giá CKDT từ năm 2030 sang năm 2031 nhằm phản ánh đà tăng trưởng lưu lượng hành khách và mặt bằng mới tại các nhà ga mới và được nâng cấp (ví dụ: LTH).
- Phương pháp P/E đối với công ty liên kết của AST, công ty cung cấp suất ăn hàng không VINACS: Chúng tôi giữ nguyên P/E mục tiêu là 14,7 lần – mức P/E trung bình giai đoạn 2018–2019 của các công ty cùng ngành trong nước được lựa chọn của VINACS là MAS và NCS.

Hình 6: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp định giá	Giá trị	Tỷ lệ sở hữu %	Giá trị đóng góp
HĐKD cốt lõi của AST	CKDT	3.204	100,0%	3.204
CTLK của AST, VINACS	EPS dự phóng năm 2027 tại P/E 14,7 lần	3.109	29,3%	910
Tổng GT VCSH				4.114
SL cổ phiếu (triệu)				54
Giá mục tiêu (đồng)				76.200
P/E 2025/26F/27 tại giá mục tiêu				16,5x/13,0x/11,5x

Nguồn: Vietcap

Hình 7: Độ nhạy của giá mục tiêu theo biên lợi nhuận ròng và P/E mục tiêu của VINACS*

Biên LN ròng \ P/E (x)	12,1x	13,4x	14,7x	15,9x	17,2x
15,0%	67.700	68.600	69.400	70.300	71.200
20,0%	70.500	71.700	72.800	74.000	75.100
25,0%	73.300	74.800	76.200	77.600	79.100
30,0%	76.000	77.800	79.600	81.300	83.000
35,0%	78.800	80.900	82.900	84.900	87.000

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định biên LN ròng 25% và P/E mục tiêu 14,7 lần. *P/E mục tiêu 14,7 lần là mức P/E trung bình giai đoạn 2018–19 của các CT cùng ngành cung cấp suất ăn hàng không là MAS (17,2 lần) và NCS (12,1 lần).

HĐKD cốt lõi của AST

Hình 7: HĐKD cốt lõi của AST – Tóm tắt định giá CKDT (tỷ đồng)

Chi phí vốn	Trước đó	Điều chỉnh	Dự báo dòng tiền tự do	Tỷ đồng
Beta	1,0	1,0	GTHT của DTTD	1.224
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của GTC (TT 2,0%)	1.694
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	7,0	GTHT của DTTD và GTC	2.918
Chi phí VCSH %	14,0	15,0	+ Tiềm mặt & đầu tư ngắn hạn	452
Chi phí nợ vay %	9,5	9,5	- Nợ vay	-40
Nợ vay %	0,0	0,0	- Lợi ích CĐTS	-125
VCSH %	100,0	100,0	Giá trị VCSH	3.204
Thuế DN %	20,0	20,0	Cổ phiếu (triệu)	54
WACC %	14,0	15,0	Giá trị/cổ phiếu, đồng	59.328

Nguồn: Vietcap

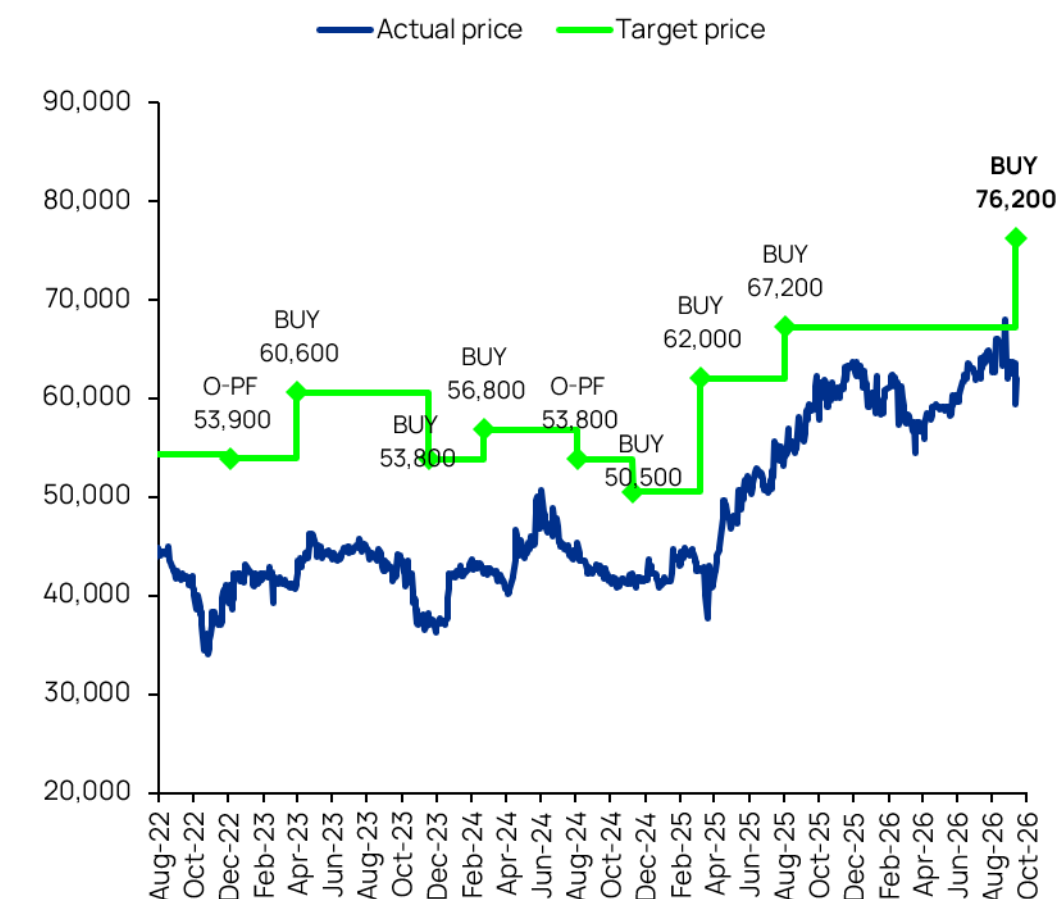
Hình 8: HĐKD cốt lõi của AST – Dự báo DTTD (tỷ đồng)

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Lợi nhuận từ HĐKD trừ thuế	338	380	427	450	475	501
- Chi phí TSCĐ	-65	-57	-46	-47	-48	-49
+ Khấu hao	51	51	44	42	46	45
- Tăng vốn HĐKD	-56	-67	-69	-71	-76	-62
Dòng tiền tự do	268	306	355	374	397	434
GTHT của DTTD		266	269	246	227	216
GTHT lũy kế của DTTD		266	535	781	1.008	1.224

Nguồn: Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 9: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap và giá cổ phiếu (đồng, điều chỉnh cho việc chia tách cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	1.727	2.104	2.402	2.616
Giả vốn hàng bán	-631	-756	-867	-944
Lợi nhuận gộp	1.096	1.348	1.535	1.672
Chi phí bán hàng	-518	-656	-757	-808
Chi phí quản lí DN	-222	-270	-304	-331
LN thuần HĐKD	357	422	474	533
Thu nhập tài chính	16	21	25	27
Chi phí tài chính	-4	-7	-7	-8
- Trong đó, chi phí lãi vay	-4	-5	-6	-6
Lợi nhuận từ công ty LDLK	17	54	62	69
Lỗ/lãi thuần khác	-5	0	0	0
LNTT	380	491	554	622
Thuế TNDN	-54	-87	-98	-111
LNST trước CĐTS	326	404	456	511
Lợi ích CĐ thiểu số	76	87	98	111
LNST-CĐTS, báo cáo	250	317	358	401
LNST-CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	249	315	356	400
EBITDA	397	474	525	577
EPS báo cáo, VND	4.633	5.862	6.621	7.422
EPS điều chỉnh, VND ⁽¹⁾	4.633	5.862	6.621	7.422
EPS pha loãng, VND ⁽¹⁾	4.633	5.862	6.621	7.422
DPS, VND	3.500	2.500	3.500	3.500
DPS/EPS (%)	63,0%	42,6%	52,9%	47,2%

⁽¹⁾ Điều chỉnh cho các khoản bất thường

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	29,8%	21,8%	14,2%	8,9%
Tăng trưởng LN HĐKD	45,4%	18,3%	12,3%	12,4%
Tăng trưởng LNTT	48,5%	29,3%	12,8%	12,2%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	68,3%	26,5%	12,9%	12,1%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	63,5%	64,1%	63,9%	63,9%
Biên LN từ HĐ %	20,7%	20,1%	19,7%	20,4%
Biên EBITDA	23,0%	22,5%	21,9%	22,1%
Biên LN ròng, báo cáo	14,5%	15,0%	14,9%	15,3%
ROE	44,9%	46,9%	42,4%	39,1%
ROA	26,6%	27,9%	26,9%	26,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	57,8	60,6	64,7	71,0
Số ngày phải thu	18,7	21,7	23,2	25,4
Số ngày phải trả	40,9	47,2	51,6	48,4
TG luân chuyển tiền	35,6	35,2	36,3	48,0
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành (x)	2,0	2,3	2,6	3,1
CS thanh toán nhanh (x)	1,6	1,8	2,0	2,4
CS thanh toán tiền mặt (x)	1,2	1,4	1,5	1,8
Nợ/Tài sản	6%	5%	5%	4%
Nợ/Vốn sử dụng	8%	7%	6%	5%
Nợ ròng/VCSH	-53%	-49%	-45%	-43%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	91,1	80,3	82,2	84,8

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	212	288	336	424
Đầu tư TC ngắn hạn	212	212	212	212
Các khoản phải thu	114	137	168	196
Hàng tồn kho	113	138	169	198
TS ngắn hạn khác	37	45	51	56
Tổng TS ngắn hạn	688	820	937	1.086
TS dài hạn (gộp)	433	498	556	601
- Khấu hao lũy kế	-226	-278	-329	-372
TS dài hạn (ròng)	207	221	227	229
Đầu tư TC dài hạn	84	138	200	269
TS dài hạn khác	53	56	64	69
Tổng TS dài hạn	343	414	491	568
Tổng Tài sản	1.031	1.234	1.428	1.654
Phải trả ngắn hạn	78	124	130	128
Nợ ngắn hạn	58	64	70	73
Nợ ngắn hạn khác	208	162	159	152
Tổng nợ ngắn hạn	344	350	358	353
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	344	350	358	353
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	450	540	540	540
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	137	222	383	587
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	100	122	146	174
Vốn chủ sở hữu	687	884	1.070	1.301
Tổng cộng nguồn vốn	1.031	1.234	1.428	1.654
Số CP lưu hành cuối năm (tr)	45	54	54	54

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	135	212	288	336
Lợi nhuận sau thuế	326	404	456	511
Khấu hao	40	51	51	44
Thay đổi vốn lưu động	8	-56	-67	-69
Điều chỉnh khác	-63	-54	-62	-69
Tiền từ hoạt động KD	311	346	378	417
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-112	-65	-57	-46
Đầu tư	100	-3	-8	-6
Tiền từ HĐ đầu tư	-12	-69	-65	-51
Cổ tức đã trả	-232	-201	-263	-272
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	12	6	6	3
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-1	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC khác	0	-6	-7	-8
Tiền từ hoạt động TC	-221	-201	-264	-277
Tổng lưu chuyển tiền tệ	78	76	48	88
Tiền cuối năm	212	288	336	424

Nguồn: AST, dự báo của Vietcap

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, tính 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.

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.

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, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- 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
- Phạm Nguyên Hoàng Anh, Chuyên viên, ext 139

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549
- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

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