

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phạm Cao Duy

duy.pc@shs.com.vn

Khuyến nghị **KHẢ QUAN**

Giá hiện tại (07/08/2026)	64.300 đ
Giá mục tiêu	68.900 đ
Tiềm năng tăng giá	+7,2%
Tỷ suất cổ tức tiền mặt	4,6%

THÔNG SỐ CƠ BẢN

Vốn hóa (tỷ đồng)	3.472
Số lượng CP lưu hành	53.999.930
KLGD TB 10 phiên (CP)	10.175
Giá thấp 52 tuần	53.200
Giá cao 52 tuần	64.300
Sở hữu NĐT nước ngoài	46,29%
Free-float	30%
Beta 5 năm	0,69

Số cổ phiếu và toàn bộ dữ liệu giá đã điều chỉnh theo đợt chia cổ tức cổ phiếu tỷ lệ 20%, ngày giao dịch không hưởng quyền 02/07/2026.

Cổ phiếu đi ngang từ đầu năm dù lợi nhuận tăng 52%

Giá đóng cửa AST (ngین đồng, trục trái) và VN-Index (điểm, trục phải)



Nguồn: FiinProX, SHS Research.

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

(Tỷ đồng)	2024	2025	2026F
Tổng tài sản	853	1.031	1.230
Vốn chủ sở hữu	526	587	900
Doanh thu thuần	1.330	1.727	2.257
LNST hợp nhất	202	326	465
LNST công ty mẹ	149	241	374
ROE	39,2%	45,0%	50,3%
EPS (đồng)	2.752	4.466	6.922
BVPS (đồng)	10.883	11.450	16.300
P/B (lần)	4,0	5,5	3,9
P/E (lần)	16,5	13,0	9,1

Nguồn: FiinProX, SHS Research.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2/2026

Lợi nhuận vượt xa kế hoạch nhưng thị giá đứng yên - chi phí mở rộng đang che mờ chất lượng tăng trưởng.

Quý 2/2026, AST ghi nhận **doanh thu thuần 479,3 tỷ đồng (+21,7% so với cùng kỳ)** và **lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ 77,1 tỷ đồng (+23,2%)**. Lũy kế 6 tháng, doanh thu đạt **1.035,3 tỷ đồng (+33,0%)** và lợi nhuận sau thuế hợp nhất **221,4 tỷ đồng (+46,3%)**, tương ứng **61,5% kế hoạch lợi nhuận cả năm** mà ĐHCĐ thông qua ngày 25/04/2026 - vượt xa tiến độ đề ra.

Điểm đáng chú ý nhất là chất lượng lợi nhuận đang cải thiện chứ không chỉ tăng về quy mô. Biên lợi nhuận gộp 6 tháng đạt **64,8% so với 63,4% cùng kỳ**, cải thiện 1,4 điểm phần trăm - điểm đáng chú ý với một doanh nghiệp đang mở rộng mạnh, vì điểm bán mới thường kéo biên xuống trong giai đoạn đầu. Đóng góp từ **VinaCS tăng gấp 4,3 lần lên 27,5 tỷ đồng**, chuyển mảng suất ăn hàng không từ vị trí thứ yếu thành động lực lợi nhuận thực sự.

Lưu ý về chi phí bán hàng. Khoản mục này tăng **41,7%** trong 6 tháng, nhanh hơn nhiều so với mức tăng 33,0% của doanh thu, đẩy tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu từ 29,6% lên **31,6%**. Đây là cái giá trực tiếp của việc mở rộng mạng lưới tại nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và T2 Nội Bài. Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, **thời gian hoàn vốn của một điểm kinh doanh tại sân bay là 5 đến 6 năm**, nên áp lực chi phí này sẽ còn kéo dài.

Đặc điểm mô hình kinh doanh phi hàng không của Taseco Airs tại sân bay

- **Mạng lưới trải rộng trên 7 sân bay quốc tế** với các thương hiệu Lucky, Soleil, Relay, Jalux Taseco, Memories of Vietnam và VinaCS - phủ đủ các loại hình bán lẻ quà lưu niệm, ẩm thực, hàng miễn thuế, phòng chờ thương gia và suất ăn hàng không.
- **Vị trí quyết định hiệu quả kinh doanh.** Theo chia sẻ từ doanh nghiệp và bản chất mô hình sân bay, quầy nằm trên luồng tuyến chính có thể đạt doanh thu **gấp 5-6 lần** quầy ngoài luồng. Doanh thu phụ thuộc gần như hoàn toàn vào quy hoạch luồng di chuyển hành khách.
- **Mảng phòng chờ thương gia vận hành vượt kỳ vọng** với tệp khách đa dạng và chất lượng từ các ngân hàng top đầu như Vietcombank, Techcombank và Nam Á Bank.
- Chi phí mặt bằng tính theo phương án cao hơn giữa tỷ lệ phần trăm doanh thu và mức doanh thu tối thiểu - cơ chế bảo vệ bên cho thuê và tạo áp lực cố định lên AST.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** và giá mục tiêu **68.900 đồng**

- 1 **Định giá đã hấp dẫn trở lại.** Cổ phiếu đi ngang từ đầu năm trong khi lợi nhuận 6 tháng tăng 46%, kéo P/E dự phóng 2026 xuống **9,1 lần** - vùng thấp nhất ba năm và thấp hơn đáng kể mức 13-16 lần của giai đoạn 2024-2025.
- 2 **Kết quả kinh doanh tích cực và nhiều khả năng sẽ vượt chỉ tiêu.** Kế hoạch lợi nhuận chỉ đặt tăng 10,6% trong khi 6 tháng đã tăng 46,3%. Kịch bản cơ sở của chúng tôi cho lợi nhuận sau thuế **465 tỷ đồng, tương đương 129% kế hoạch**.
- 3 **Long Thành là cơ hội mở rộng thị phần đầy tiềm năng với AST.** Taseco Airs hiện đã thành lập CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco Long Thành để chuẩn bị tham gia khai thác tại nhà ga này. Nhà máy suất ăn VinaCS tại Long Thành đã hoàn thiện và sẵn sàng vận hành đồng bộ với sân bay.

Rủi ro

- Chi phí đầu tư có thể tăng mạnh trong giai đoạn mở rộng sắp tới; thời gian hoàn vốn mỗi điểm kinh doanh 5-6 năm, gây áp lực lên báo cáo KQKD.
- Doanh thu phụ thuộc quy hoạch luồng khách của nhà ga, đòi hỏi năng lực đàm phán và cạnh tranh tương đối gắt gao.
- Long Thành chậm tiến độ có thể ảnh hưởng tới chiến lược phát triển cũng như mở rộng thị phần của doanh nghiệp.

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

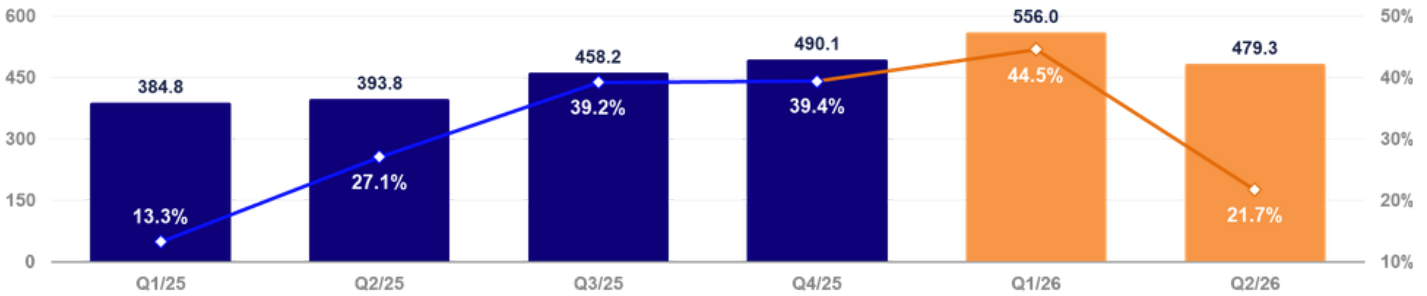
1. KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2/2026

Chi tiêu (tỷ đồng)	Q2/2026	Q2/2025	%yoy	6T/2026	6T/2025	%yoy
Doanh thu thuần	479,3	393,8	+21,7%	1.035,3	778,6	+33,0%
Giá vốn hàng bán	173,3	142,7	+21,5%	364,5	285,0	+27,9%
Lợi nhuận gộp	306,0	251,1	+21,9%	670,8	493,6	+35,9%
Biên lợi nhuận gộp	63,8%	63,8%	+0,1đ	64,8%	63,4%	+1,4đ
Doanh thu tài chính	5,3	4,0	+33,0%	9,5	8,1	+18,3%
Chi phí tài chính	1,1	1,1	-4,4%	3,4	1,1	+223,0%
Chi phí bán hàng	156,1	119,8	+30,3%	326,8	230,6	+41,7%
Chi phí quản lý	56,5	53,5	+5,6%	116,8	102,4	+14,0%
Lãi công ty liên kết	14,8	4,6	+221,2%	27,5	6,4	+331,1%
LN thuần từ HĐKD	112,5	85,3	+31,9%	260,9	174,1	+49,9%
Lợi nhuận trước thuế	111,9	85,5	+30,9%	265,7	174,5	+52,2%
LNST hợp nhất	92,4	77,5	+19,2%	221,4	151,3	+46,3%
Cổ đông công ty mẹ	77,1	62,6	+23,2%	178,0	117,2	+51,8%
Cổ đông không kiểm soát	15,3	15,0	+2,4%	43,4	34,1	+27,2%
EPS (đồng)	1.427	1.117	+27,8%	3.296	2.094	+57,4%

Nguồn: BCTC hợp nhất quý 2/2026 của AST, SHS tổng hợp. EPS tính trên 53.999.930 cổ phiếu sau chia cổ tức cổ phiếu cho cả hai kỳ so sánh.

Doanh thu liên tục tăng trưởng bùng nổ, tuy nhiên quý 2/2026 chậm lại do yếu tố vụ mùa và ảnh hưởng từ tình hình địa chính trị

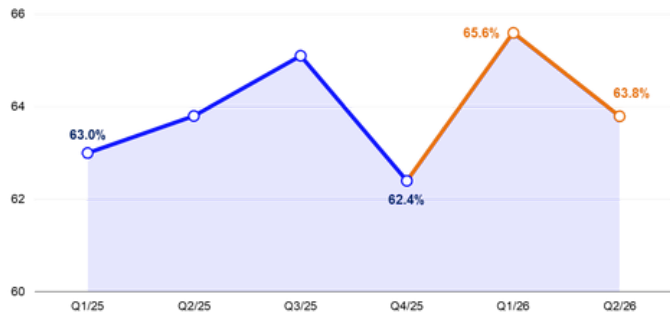
Doanh thu thuần hợp nhất (tỷ đồng, cột) và tăng trưởng so với cùng kỳ (% , đường, trục phải)



Nguồn: BCTC hợp nhất AST, SHS tổng hợp

Biên gộp cải thiện 1,4 điểm dù đang mở rộng mạnh

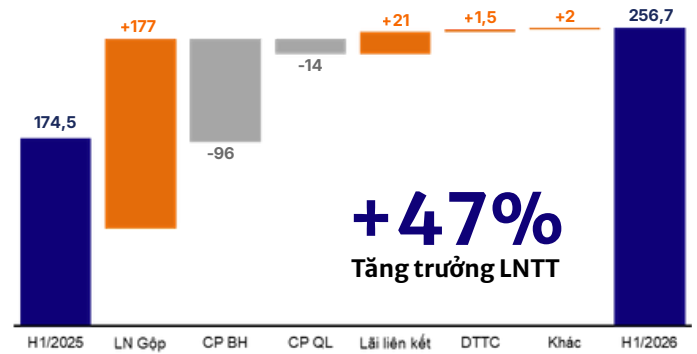
Biên lợi nhuận gộp theo quý (%). Trục tung bắt đầu từ 60%.



Lũy kế 6 tháng biên gộp đạt **64,8%** so với 63,4% cùng kỳ. Đáng chú ý vì doanh nghiệp đang mở rộng kinh doanh, điều thường kéo biên xuống trong giai đoạn đầu.

Lợi nhuận tăng nhờ biên gộp và công ty liên kết

Cấu nổi lợi nhuận trước thuế 6 tháng đầu năm, 2025 → 2026 (tỷ đồng)



VinaCS đóng góp **27,5 tỷ đồng** vào lợi nhuận trước thuế, gấp 4,3 lần cùng kỳ, mang liên kết chuyển từ thứ yếu thành động lực thực sự.

1.1. nhận định về KQKD quý 2

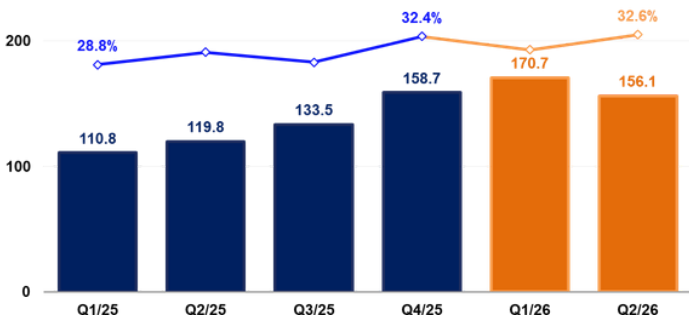
- Doanh thu giảm 13,8% so với quý 1** chủ yếu do **yếu tố vụ mùa** (Quý 1 cao điểm Tết), khiến tăng trưởng cùng kỳ giảm từ 44,5% xuống 21,7%. Đà giảm tốc này còn do các **tác động mang tính thời điểm của xung đột tại Trung Đông**, ảnh hưởng phần nào đến tăng trưởng hành khách quốc tế.
- Thay đổi trong thuế suất hiệu dụng.** Thuế suất hiệu dụng tăng từ 9,4% lên 17,5% trong quý 2. Nếu loại phần lãi công ty liên kết ra khỏi mẫu số - khoản này đã chịu thuế ở cấp VinaCS nên AST không bị đánh thuế lại - thì thuế suất thực trên phần lợi nhuận chịu thuế của quý 2 là **20,1%**, bằng đúng thuế suất phổ thông. Đây là lý do lợi nhuận sau thuế hợp nhất chỉ tăng 19,2% trong khi lợi nhuận trước thuế tăng 30,9%.
- Lợi ích cổ đông không kiểm soát chỉ tăng 2,4%** trong quý 2 trong khi lợi nhuận thuộc công ty mẹ tăng 23,2%, cho thấy phần tăng trưởng chủ yếu đến từ các đơn vị mà AST sở hữu tỷ lệ cao.

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

2. CHẤT LƯỢNG TĂNG TRƯỞNG VÀ CƠ CẤU CHI PHÍ

Chi phí bán hàng mở rộng cùng nhịp tăng trưởng mạng lưới

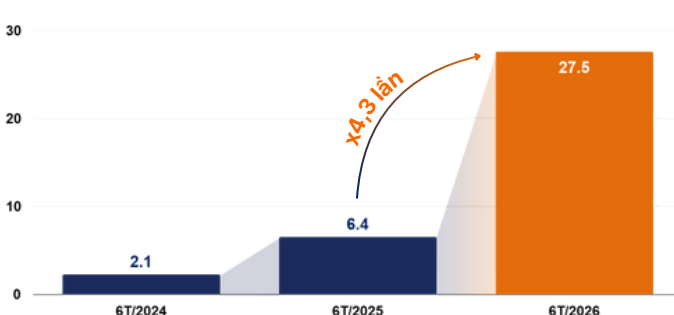
Chi phí bán hàng (tỷ đồng, cột) và tỷ lệ trên doanh thu (%), (đường, trục phải)



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

Màng suất ăn hàng không chuyển từ thứ yếu thành động lực

Phần lãi trong công ty liên kết VinaCS ghi nhận vào lợi nhuận hợp nhất (tỷ đồng)



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

Chi phí bán hàng quý 2/2026 ở mức 156,1 tỷ đồng, tương đương 32,6% doanh thu, phản ánh nhịp đầu tư đồng bộ cho các điểm bán mới tại nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và T2 Nội Bài. Cùng lúc, quy mô vận hành lớn hơn tạo đòn bẩy cho màng phụ trợ: phần lãi từ công ty liên kết VinaCS (AST sở hữu 29,29%) đạt 27,5 tỷ đồng trong 6 tháng 2026, so với 6,4 tỷ đồng cùng kỳ. Với nhà máy suất ăn Long Thành công suất 40.000 suất mỗi ngày đã hoàn thiện đúng tiến độ, màng suất ăn sẽ chuyển từ vai trò phụ trợ thành một nguồn lợi nhuận đáng kể từ năm 2027.

2.1. Biên lợi nhuận gộp lên 64,79% nhờ đòn bẩy màng dịch vụ

Thông thường, quá trình mở rộng điểm bán tạo sức ép ngắn hạn lên biên lợi nhuận do cửa hàng mới cần thời gian chạy đà. AST ghi nhận kết quả ngược lại: biên gộp 6 tháng **cải thiện từ 63,40% lên 64,79%**, tăng 1,39 điểm phần trăm. Đối chiếu thuyết minh 25.1 và 26 trong báo cáo tài chính hợp nhất cho thấy nguồn gốc của mức cải thiện này khác với cách giải thích thường gặp.

6 tháng (tỷ đồng)	Doanh thu hàng hóa	Biên gộp	Doanh thu dịch vụ	Biên gộp	Tỷ trọng dịch vụ
2025	435,4	66,0%	343,3	60,2%	44,1%
2026	486,7	65,0%	548,6	64,6%	53,0%
Thay đổi	+11,8%	-0,9 điểm	+59,8%	+4,4 điểm	+8,9 điểm

- Hoán đổi vị thế giữa hai màng bán hàng và cung cấp dịch vụ.** Lần đầu tiên doanh thu dịch vụ (548,6 tỷ đồng, +59,8% so với cùng kỳ) vượt doanh thu bán lẻ hàng hóa (486,7 tỷ đồng), nâng tỷ trọng dịch vụ từ 44,1% lên 53,0%. Mô hình kinh doanh của AST đang chuyển từ bán lẻ sân bay sang dịch vụ sân bay.
- Đòn bẩy vận hành:** Do màng dịch vụ có biên gộp thấp hơn hàng hóa, việc tăng tỷ trọng dịch vụ tạo hiệu ứng cơ cấu kéo biên chung xuống 0,52 điểm. Bù lại, nhờ việc khai thác tối ưu hệ thống đồng bộ và hiệu quả từ chuỗi phòng chờ và lượng khách cao cấp tăng trưởng chất lượng từ phía các ngân hàng đối tác, biên gộp riêng màng dịch vụ tăng 4,4 điểm (60,2% lên 64,6%), đóng góp +1,91 điểm và bù đắp hoàn toàn hiệu ứng cơ cấu.

Doanh thu dịch vụ lần đầu vượt doanh thu hàng hóa

Cơ cấu doanh thu thuần 6 tháng theo hàng hóa và dịch vụ (tỷ đồng, tỷ trọng)



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

Biên gộp của AST giờ phụ thuộc vào công suất phòng chờ và suất ăn nhiều hơn là vào giá bán hàng hóa. Mức cải thiện còn dự địa theo đà phục hồi của lưu lượng khách quốc tế, nhưng sẽ chứng lại khi các phòng chờ tiến gần công suất thiết kế.

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

2. CHẤT LƯỢNG TĂNG TRƯỞNG VÀ CƠ CẤU CHI PHÍ (tiếp theo)

Toàn bộ mức cải thiện biên gộp đến từ mảng dịch vụ, không phải từ dịch chuyển cơ cấu

Phân rã thay đổi biên lợi nhuận gộp 6 tháng, từ 2025 sang 2026 (điểm phần trăm)



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

2.2. Chi phí bán hàng - mở rộng đồng bộ, sẵn sàng cho chu kỳ khai thác mới

Chi phí bán hàng 6 tháng tăng 41,7% so với cùng kỳ, đưa tỷ lệ trên doanh thu từ 29,6% lên 31,6%. Diễn biến này phù hợp với đặc thù mô hình kinh doanh sân bay ở giai đoạn doanh nghiệp chủ động mở rộng quy mô điểm bán, với ba yếu tố chi phối:

- **Cơ chế thuê mặt bằng theo mức sàn cam kết.** Tiền thuê mặt bằng tính theo mức cao hơn giữa tỷ lệ phần trăm doanh thu và mức doanh thu tối thiểu cam kết. Chấp nhận mức sàn trong giai đoạn đầu là điều kiện để giữ các vị trí trên luồng tuyến chính tại T3 Tân Sơn Nhất và T2 Nội Bài; khi doanh thu vượt ngưỡng, chi phí thuê chuyển sang biến đổi theo doanh thu.
- **Chuẩn hóa hạ tầng và nhân lực đồng bộ.** Tuyển dụng, đào tạo nhân sự và triển khai bộ nhận diện thương hiệu mới được thực hiện tập trung trong thời gian ngắn để bảo đảm tiêu chuẩn phục vụ đồng nhất cho toàn chuỗi điểm bán.
- **Chu kỳ hoàn vốn 5 đến 6 năm mỗi điểm bán.** Phần chi phí đầu tư ban đầu được hấp thụ dần qua nhiều kỳ, đổi lại là dòng tiền ổn định trong suốt thời hạn hợp đồng thuê.

Sáu tháng đã hoàn thành 61,5% kế hoạch lợi nhuận cả năm

Thực hiện 6 tháng 2026 so với kế hoạch ĐHCĐ thông qua ngày 25/04/2026



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

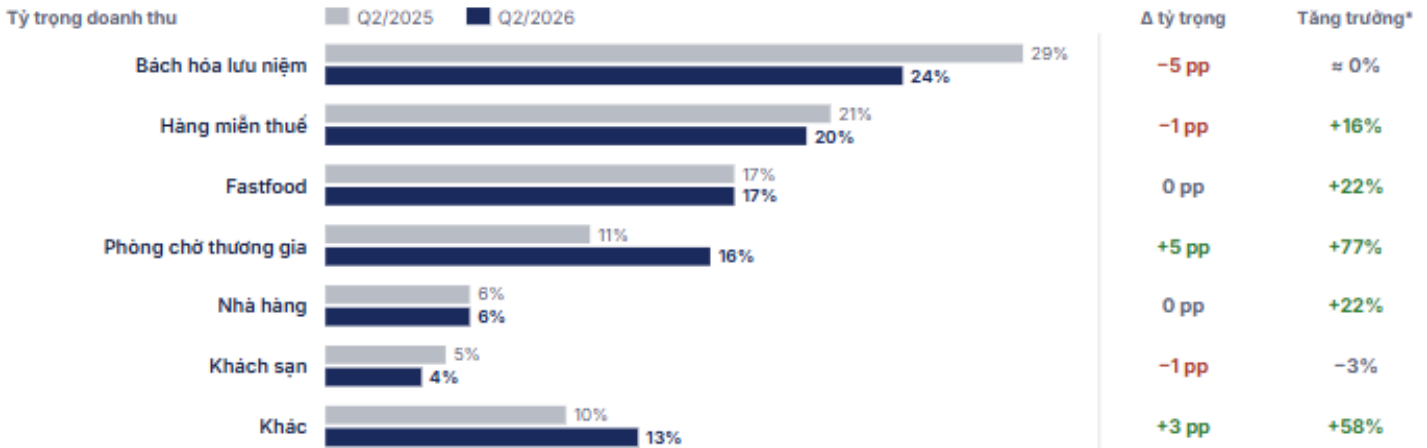
Kế hoạch chỉ đặt lợi nhuận tăng 10,6% trong khi sáu tháng đã tăng 46,3%. Ban lãnh đạo mô tả 2026 là năm bản lề với nhiều điểm mới chưa tạo lãi ngay, nhưng thực tế đã vượt xa mức thận trọng đó. Chúng tôi đối chiếu trên lợi nhuận sau thuế hợp nhất cho nhất quán với cơ sở xây dựng kế hoạch; nếu tính trên phần thuộc cổ đông công ty mẹ, tỷ lệ hoàn thành là 66,8%.

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

2. CHẤT LƯỢNG TĂNG TRƯỞNG VÀ CƠ CẤU CHI PHÍ (tiếp theo)

2.3. Tăng trưởng đến từ đâu: Cơ cấu doanh thu theo loại hình

Bản tin nhà đầu tư quý 2/2026 do AST công bố cung cấp cơ cấu doanh thu theo bảy loại hình. Số liệu cho thấy mức tăng 22% của quý không đến đồng đều giữa các mảng.



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

Nhận định cần lưu ý. Bách hóa lưu niệm vẫn là mảng lớn nhất với 24% doanh thu nhưng gần như đi ngang so với cùng kỳ, trong khi phòng chờ thương gia, hàng miễn thuế và nhóm dịch vụ khác tạo ra phần lớn 85 tỷ đồng doanh thu tăng thêm. Mặt khác, cơ cấu này cũng cho thấy động lực tăng trưởng đang có sự phân hóa rõ ràng hơn con số 22% thể hiện.

2.4. Toàn bộ tăng trưởng đến từ năng suất, không từ mở rộng mạng lưới

Bản tin công bố số điểm kinh doanh tại hai thời điểm: **140 điểm ngày 30/06/2025** và **141 điểm ngày 30/06/2026**. Mạng lưới rỗng chỉ tăng một điểm sau mười hai tháng, dù riêng quý 2/2026 doanh nghiệp khai trương bốn điểm mới tại nhà ga T2 Nội Bài. Toàn bộ mức tăng doanh thu 21,6% do đó đến từ năng suất mỗi điểm bán.

141

Điểm kinh doanh tại 30/06/2026, tăng ròng 1 điểm sau 12 tháng

3,40 tỷ

Doanh thu bình quân mỗi điểm trong quý 2/2026, từ 2,81 tỷ cùng kỳ

+20,8%

Tăng trưởng doanh thu mỗi điểm bán so với cùng kỳ

Điều này bổ sung một lớp nghĩa cho phần chi phí bán hàng ở mục 2.2: chi phí tăng 41,7% không phải vì mở thêm nhiều điểm, mà vì đầu tư vào chính các điểm đang vận hành và nhân sự cho các điểm mới tại T2, đồng bộ nhận diện thương hiệu toàn hệ thống, và giá thuê ở các hợp đồng gia hạn. Phần lớn là chi phí của giai đoạn chuyển đổi nếu quy mô mạng lưới giữ nguyên, nhưng sẽ lập lại khi Long Thành đi vào vận hành.

2.5. Dòng tiền hoạt động vượt lợi nhuận kế toán



Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh quý 2/2026 đạt **153 tỷ đồng**, tăng 44% so với cùng kỳ và 96% so với quý 1. Tỷ lệ CFO trên lợi nhuận sau thuế là **1,66 lần**, tiền thực thu cao hơn lợi nhuận kế toán, điều hợp lý ở mô hình bán lẻ thu tiền ngay và là chỉ báo chất lượng lợi nhuận tốt.

Dòng tiền thuần quý 2 âm 8 tỷ đồng do chi trả cổ tức tiền mặt đợt cuối ngày 12/06/2026. Đây là dòng tiền tài trợ, không phản ánh chất lượng hoạt động.

Nguồn: AST, SHS tổng hợp

Lũy kế sáu tháng, CFO đạt **231 tỷ đồng** so với lợi nhuận sau thuế 221 tỷ, với tỷ lệ 1,05 lần. Dòng tiền đủ để tự tài trợ các kế hoạch đầu tư mới trong năm 2026 mà không cần vay thêm.

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

3. CẬP NHẬT MẠNG LƯỚI KINH DOANH

Trong quý 2/2026, AST tiếp tục chiến lược tối ưu hóa mạng lưới khi đưa vào vận hành **4 điểm bán mới tại ga T2 Nội Bài** (bao gồm **2 cửa hàng lưu niệm Memories of Vietnam** và **2 cửa hàng miễn thuế Jalux Taseco**), nâng tổng số điểm mở mới tại nhà ga này trong năm lên **6 điểm**. Mặc dù số lượng quy mô mạng lưới tổng thể gần như không đổi do doanh nghiệp chủ động tạm ngưng hoặc chuyển đổi, cải tiến các điểm kinh doanh hiệu suất thấp, việc tập trung vào các vị trí đặc địa vẫn là đòn bẩy cốt lõi. Do đặc thù doanh thu mỗi quầy phụ thuộc gần như hoàn toàn vào quy hoạch luồng di chuyển của nhà ga, với **chênh lệch hiệu suất giữa các vị trí có thể lên tới 5-6 lần**, chiến lược đa dạng hóa và trải rộng mạng lưới qua nhiều nhà ga giúp AST tối ưu hóa năng lực phục vụ, bảo toàn đòn bẩy doanh thu và tạo cơ chế bù đắp hiệu quả giữa các vị trí kinh doanh.

Thương hiệu mới khai trương trong quý

Thương hiệu	Định vị	Triển khai trong Q2/2026
Memories of Vietnam	Quà lưu niệm - thương hiệu hoàn toàn mới của AST	2 cửa hàng đầu tiên tại nhà ga T2 Nội Bài
Jalux Taseco	Hàng miễn thuế, liên doanh với đối tác Nhật Bản	Thêm 2 cửa hàng tại T2 Nội Bài, bên cạnh mạng lưới sẵn có

4. CẬP NHẬT THÔNG TIN VÀ TRIỂN VỌNG

4.1. Cổ tức năm tài chính 2025 - tổng tỷ lệ 55%, mức cao nhất từ khi niêm yết

Đợt	Hình thức	Tỷ lệ	Thời điểm
Tạm ứng	Tiền mặt	25%	Tháng 10/2025
Đợt cuối	Tiền mặt	10% (1.000 đồng mỗi cổ phiếu, khoảng 45 tỷ)	Chốt quyền 03/06/2026, chi trả 12/06/2026
Cổ tức cổ phiếu	Cổ phiếu	20% (9 triệu cổ phiếu, tỷ lệ 10:2)	Chốt quyền 03/10/2026, VDL lên 540 tỷ
Tổng	-	55%	Định hướng 2026: duy trì 35% – 45%

Lưu ý. Đợt chia cổ phiếu 20% nâng số cổ phiếu lưu hành từ 45 triệu lên **54 triệu**; mọi chỉ tiêu trên mỗi cổ phiếu trong báo cáo này đã được điều chỉnh theo số lượng mới. Tính trên tổng tỷ lệ tiền mặt 35% của năm tài chính 2025, cổ tức tiền mặt quy đổi là 2.917 đồng mỗi cổ phiếu sau chia - tương đương suất cổ tức **4,6%** trên thị giá 63.600 đồng. Nếu chỉ tính riêng đợt cuối 10% thì suất cổ tức là 1,6%.

4.2. Long Thành và VinaCS

Nội dung	Cập nhật
Mốc vận hành Long Thành	ACV chốt khai thác thương mại giai đoạn 1 từ 01/12/2026 ; hoàn thành xây dựng chậm nhất tháng 9/2026, vận hành thử tháng 9-11/2026
Nhà máy suất ăn VinaCS tại Long Thành	Tổng đầu tư 621 tỷ đồng, khởi công tháng 4/2025. ĐHĐCĐ 25/04/2026 công bố hoàn thành 80-85% ; đến 20/10/2026 được ghi nhận đã hoàn thiện và sẵn sàng vận hành đồng bộ với sân bay. Nâng công suất từ 20.000 lên 40.000 suất mỗi ngày
Đóng góp 6T/2026	27,5 tỷ đồng vào lợi nhuận trước thuế, gấp 4,3 lần cùng kỳ. Mạng lưới VinaCS gồm Nội Bài, Cam Ranh, Cát Bi, Vân Đồn và Long Thành (chuẩn bị vận hành cùng với sân bay)

4.3. Kế hoạch mở rộng 2026

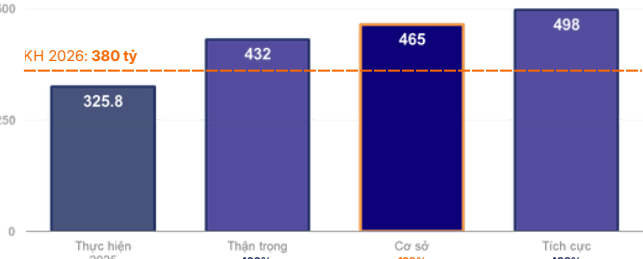
- Nhà ga T2 Nội Bài khu vực mở rộng, vận hành từ tháng 12/2025: trong 6 tháng đầu 2026 đã đưa vào hoạt động thêm 6 điểm gồm 3 cửa hàng lưu niệm, 1 nhà hàng đồ ăn nhanh và **2 cửa hàng miễn thuế**.
- Doanh nghiệp kỳ vọng tiếp tục trúng thầu các vị trí kinh doanh mới trong **quý 3/2026** và mở rộng sang các dịch vụ biên cao như spa.
- Chi đầu tư năm 2026 dự kiến **120 tỷ đồng**, gồm đầu tư mới tại T2 Nội Bài và bảo trì các điểm tại T3 Tân Sơn Nhất.
- Hoàn thiện đồng bộ bộ nhận diện thương hiệu mới cho toàn bộ điểm kinh doanh trong năm 2026, song hành với chuyển đổi số công tác quản trị và vận hành.

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

5. DỰ PHÓNG

Cả ba kịch bản đều vượt kế hoạch lợi nhuận

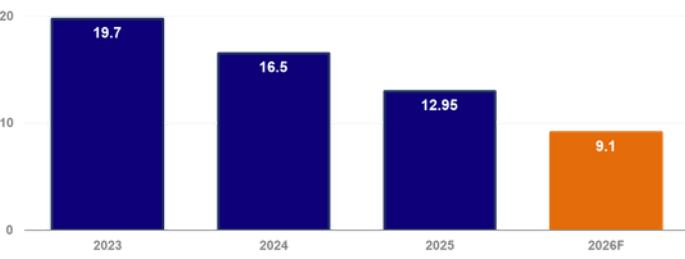
Lợi nhuận sau thuế hợp nhất cả năm theo kịch bản (tỷ đồng)



Nguồn: SHS Research

P/E dự phóng về vùng thấp nhất ba năm

Hệ số P/E theo năm (lần)



Nguồn: FiinProX, SHS Tổng hợp

Giá cổ phiếu đi ngang trong khi lợi nhuận tăng mạnh đã kéo hệ số định giá xuống. Con số của chúng tôi tính trên lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ theo dự phóng cả năm; nếu tính theo lợi nhuận bốn quý gần nhất, P/E trượt hiện ở mức 11,1 - 11,6 lần so với trung vị hai năm 15,2 - 15,4 lần.

5.1. Ba kịch bản 2026

Cơ sở: hệ số mùa vụ nửa cuối năm so với nửa đầu năm của năm 2025 là 1,218 với doanh thu và 1,153 với lợi nhuận sau thuế. Lưu ý quý 4/2025 có biên lợi nhuận thấp bất thường ở mức 13,0% do ghi nhận chi phí cuối năm.

Kịch bản	Hệ số H2/H1 LN	Doanh thu	% KH	LNST hợp nhất	% KH	EPS (đồng)	P/E
Thận trọng	0,95	2.174	101%	432	120%	6.427	9,8
Cơ sở	1,10	2.257	107%	465	129%	6.922	9,1
Tích cực	1,25	2.329	108%	498	138%	7.416	8,5

5.2. Giả định chính của kịch bản cơ sở

- **Doanh thu cả năm 2.257 tỷ đồng**, tăng 30,7%, vượt 5% kế hoạch. Giả định nửa cuối năm theo hệ số mùa vụ 2025 nhưng chiết khấu nhẹ do nền so sánh cao dần.
- **Biên lợi nhuận gộp cả năm 64,0%**, thấp hơn mức 64,8% của 6 tháng đầu do quý 4 thường chịu áp lực chi phí.
- **Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu 31,5%**, giữ nguyên mức 6 tháng, phản ánh việc các điểm mở mới vẫn trong giai đoạn chưa đạt công suất.
- **Đóng góp từ VinaCS 55 tỷ đồng** cả năm, gấp đôi mức 6 tháng, chưa tính đóng góp từ nhà máy Long Thành do chưa vận hành trong 2026.
- **Thuế suất hiệu dụng**: Tăng lên 19% từ mức 13,3% của cùng kỳ 2025. Riêng quý 2/2026, thuế suất tính trên phần lợi nhuận chịu thuế đã đạt 20,1%, ngang bằng với mức thuế suất phổ thông. Chúng tôi giả định mức này duy trì, và phần chênh lệch so với thuế suất hiệu dụng hợp nhất đến từ tỷ trọng lãi công ty liên kết đã chịu thuế ở cấp VinaCS.

5.7. Các chỉ báo theo dõi

- Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu quý 3**. Kịch bản cơ sở được xác nhận nếu duy trì được ở mức 31-32%.
- Số điểm kinh doanh mở mới và doanh thu bình quân mỗi điểm**. Doanh nghiệp kỳ vọng trúng thầu thêm vị trí trong quý 3/2026 - đây là phép thử cho luận điểm hiệu quả trên mỗi điểm bán.
- Thời điểm nhà máy suất ăn VinaCS tại Long Thành bắt đầu ghi nhận doanh thu**. Nhà máy đã hoàn thiện; mốc phụ thuộc vào ngày khai thác thương mại 01/12/2026 của sân bay.
- Cơ cấu cổ tức cho năm tài chính 2026** trong khoảng định hướng 35-45%, đặc biệt tỷ trọng tiền mặt so với cổ phiếu.

5.6. Tiềm năng chưa phản ánh vào giá mục tiêu

Long Thành - dư địa nâng định giá, chưa lượng hóa được

Việc thành lập CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco Long Thành trong quý 2/2026 cho thấy doanh nghiệp đã chuẩn bị pháp nhân để khai thác cảng từ tháng 12/2026. Nếu AST giành được quy mô và vị trí mặt bằng tương đương những gì đang có tại Tân Sơn Nhất và Nội Bài, đây là dư địa mở rộng lớn nhất kể từ khi niêm yết và có thể hỗ trợ mức định giá cao hơn hiện tại.

Chúng tôi chưa đưa phần này vào giá mục tiêu vì các thông số quyết định giá trị đều chưa công bố: số điểm bán được phân bổ, vị trí trong luồng khách, thời hạn và điều kiện hợp đồng thuê, mức đầu tư ban đầu. Chúng tôi sẽ **cập nhật khi có thông tin chi tiết hơn về các hợp đồng, dự kiến trong báo cáo cập nhật cuối năm 2026** khi càng bước vào giai đoạn khai thác thương mại.

Thanh khoản - rào cản thực tế cần theo dõi

Khối lượng giao dịch bình quân 10 phiên chỉ đạt **10.175 cổ phiếu**, tương đương khoảng 650 triệu đồng mỗi phiên, trên nền free-float khoảng 30%. Ở quy mô tổ chức, việc giải ngân hoặc thoát vị thế có thể mất nhiều phiên và tự tạo áp lực giá.

Đợt phát hành cổ tức cổ phiếu tỷ lệ 20% đã nâng số lượng cổ phiếu lưu hành lên 54 triệu và cải thiện phần nào tình trạng này, nhưng chưa đủ để thay đổi bản chất. Đây là yếu tố cần **theo dõi thêm**, cùng với khả năng nới rộng free-float trong các đợt tăng vốn tiếp theo.

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

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

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

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

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

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

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

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

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

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

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

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

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

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

Trụ sở chính tại Hà Nội

Số 43 Lý Thường Kiệt, P. Cửa Nam,
Thành phố Hà Nội, Việt Nam.

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Email: contact@shs.com.vn

Website: www.shs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Tòa
nhà SHS, Số 41 Ngô Quyền, phường
Cửa Nam, Tp. Hà Nội, Việt Nam.

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số
36 Bùi Thị Xuân, Phường Bến Thành,
Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam.

Tel: (84-8)-3915 1368

Fax: (84-8)-3915 1369

Email: contact-hcm@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, số 03 Lê
Đình Lý, Thành phố Đà Nẵng, Việt Nam

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779

Email: contact-dn@shs.com.vn



SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

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



Website: shs.com.vn



Tel: 1900 63 8588



Email: hotrokhachhang@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SH Smart

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: shsmart.shs.com.vn