

Chuyên viên phân tích

Phạm Cao Duy

duy.pc@shs.com.vn

Khuyến nghị:

NĂM GIỮ

Giá hiện tại (15/12/2025): 77.000 VND

Giá mục tiêu: **82.700 VND**

% tăng/giảm giá: **+7,4%**

Thông số cơ bản:

Vốn hóa (tỷ VND):	3.465
Số lượng CP lưu hành:	45.000.000
KLCP đang niêm yết:	45.000.000
KLGD TB 52T (CP):	20.046
Giá thấp 52w:	45.800
Giá cao 52W:	77.000
Sở hữu NĐT nước ngoài:	45,28%
Free-float:	21,4%

Diễn biến giá cổ phiếu



(Tỷ VND)	2023	2024	2025E
Tổng tài sản	761	853	1.023
VCSH	505	526	586
Doanh thu	1.100	1.330	1.614
LNST	151	202	234
ROE	33,5%	39,2%	42,1%
ROA	22,5%	25,1%	25%
EPS (VND)	2.568	3.303	3.824
BVPS (VND)	10.122	13.060	13.740
P/B (x)	3,9	4,0	4,4
P/E (x)	19,7	16,5	14,5

Nguồn: SHS Research, FiinProX

CẮT CÁNH TĂNG TRƯỞNG KHAI PHÁ TIỀM NĂNG MỚI

Công ty Cổ phần Dịch vụ hàng không Taseco (AST) có tiền thân là công ty Dịch vụ Hàng không Thăng Long được thành lập vào năm 2005, là doanh nghiệp tiên phong cung cấp dịch vụ phi hàng không tại 7 sân bay lớn nhất tại Việt Nam. Công ty hiện sở hữu hệ thống dịch vụ đa dạng trong ngành bao gồm: bán lẻ sân bay, duty-free, nhà hàng, dịch vụ phòng chờ thương gia, dịch vụ xe đưa đón, quảng cáo thương mại, viễn thông, kinh doanh khách sạn, suất ăn hàng không...

Luận điểm đầu tư:

- **AST hưởng lợi mạnh từ sự phục hồi của ngành hàng không Việt Nam:** Ngành hàng không sau Covid đang tăng trưởng trở lại, kéo theo kết quả kinh doanh của AST bật mạnh. Trong 9 tháng đầu năm, doanh thu của công ty đạt 1.237 tỷ đồng (+26,4% YOY) và lợi nhuận trước thuế hợp nhất tăng 58,2%, tương đương hoàn thành lần lượt 77 và 80% kế hoạch năm, phản ánh hiệu quả kinh doanh cải thiện rõ rệt;
- **Công ty đẩy mạnh mở rộng hệ thống điểm bán để đón sóng nhu cầu tăng:** AST đã nâng số điểm kinh doanh từ 123 lên 140 chỉ trong 6 tháng, tận dụng đà phục hồi của du lịch và lượng khách hàng không. Việc mở rộng diện rộng giúp công ty củng cố thị phần và gia tăng độ phủ mạng lưới sân bay;
- **Tài sản chiến lược tại Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất sẽ trở thành động lực tăng trưởng vượt bậc từ 2026:** AST tham gia hợp tác kinh doanh hơn 20% tổng diện tích thương mại tại T3 và sẽ vận hành 19 điểm bán, bao gồm bán lẻ, F&B, cửa hàng hợp tác thương hiệu quốc tế và phòng chờ hạng thương gia. Khi T3 đi vào hoạt động, mảng thương mại sân bay của AST dự kiến tăng mạnh nhờ quy mô khách lớn tại cửa ngõ hàng không lớn nhất Việt Nam;
- **Mảng suất ăn hàng không mở rộng thông qua VINACS bổ sung dư địa tăng trưởng dài hạn:** Dự án nhà máy suất ăn tại sân bay Long Thành dự kiến hoạt động từ 6/2026, nâng công suất từ 20.000 lên 40.000 suất/ngày. Đây sẽ là động lực tăng trưởng bền vững khi sân bay Long Thành trở thành trung tâm hàng không quốc gia trong tương lai.

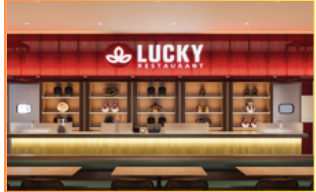
Định giá và khuyến nghị:

- Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp P/E và FCFF để đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu AST là **82.700 đồng/cổ phiếu**. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** dựa trên những yếu tố cơ bản cốt lõi đang được cải thiện.
- Rủi ro bao gồm: Rủi ro cạnh tranh; Rủi ro chính sách và hợp tác; Rủi ro về khai thác, vận hành; Rủi ro biến động ngành du lịch và hàng không trên khu vực và thế giới.

I. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng không Taseco (AST), với tiền thân là công ty Dịch vụ Hàng không Thăng Long (hiện tại là công ty mẹ Taseco Group), được thành lập vào năm 2005, hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ phi hàng không tại nhiều sân bay lớn như Nội Bài, Đà Nẵng, Cam Ranh, Phú Quốc và Tân Sơn Nhất. Công ty hiện đang vận hành 140 cửa hàng tại 6 sân bay quốc tế lớn nhất trên toàn quốc. Bên cạnh mảng bán lẻ, AST còn sở hữu chuỗi dịch vụ ẩm thực, tiện tích cho khách hàng, cung cấp suất ăn hàng không và khách sạn nghỉ dưỡng.

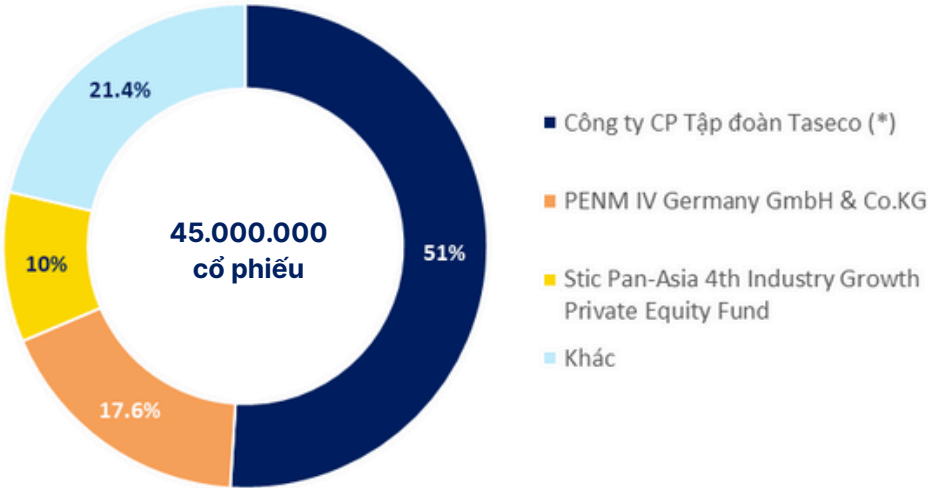
1. Lịch sử hình thành và phát triển:



2. Cơ cấu cổ đông:

Cơ cấu cổ đông của AST cho thấy mức độ tập trung cao, với Taseco Group nắm giữ 51% vốn, đóng vai trò cổ đông chi phối. PENM IV, quỹ đầu tư tư nhân châu Âu với bề dày kinh nghiệm hơn 20 năm tại Việt Nam, hiện sở hữu 17,6% cổ phần và từng tham gia các thương vụ lớn như Masan (MSN) và Hòa Phát (HPG). Bên cạnh đó, STIC Investments (Hàn Quốc) thông qua quỹ STIC Pan-Asia 4th Industry Growth Private Equity Fund cũng nắm giữ 10% cổ phần. Với tỷ lệ cổ phiếu tự do lưu hành chỉ khoảng 21,4% (~10 triệu cổ phiếu), thanh khoản của AST trên thị trường ở mức tương đối hạn chế.

Cơ cấu cổ đông của AST
(Tính đến ngày 25/09/2025)



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

3. Cơ cấu tổ chức:

Taseco Airs là công ty thành viên trực thuộc Tập đoàn Taseco (Taseco Group), hoạt động trong mảng dịch vụ phi hàng không và là 1 trong 3 mảng kinh doanh chính hiện tại bên cạnh bất động sản và đầu tư tài chính. Taseco Airs hiện đang có đang có 12 công ty thành viên, chi nhánh mảng dịch vụ phi hàng không trải dài khắp các sân bay trên toàn quốc, 1 công ty liên kết mảng dịch vụ suất ăn hàng không, với 2 chi nhánh khác tại Sân bay Cam Ranh và sắp tới là Sân bay Long Thành.

CƠ CẤU TỔ CHỨC VÀ DANH SÁCH CÁC CÔNG TY THÀNH VIÊN, CÔNG TY LIÊN KẾT CỦA TASECO AIRS

TASECO LAND
CÔNG TY CP ĐẦU TƯ
BẤT ĐỘNG SẢN TASECO
(TASECO LAND - HOSE: TAL)

TASECO
CTCP TẬP ĐOÀN TASECO
(TASECO GROUP)

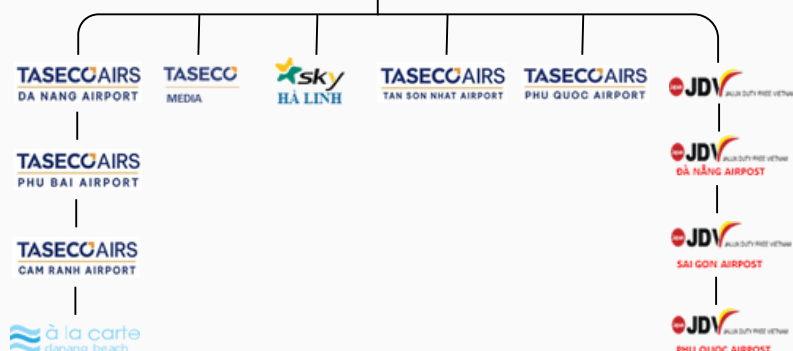
TASECO AIRS
CÔNG TY CP DỊCH VỤ HÀNG KHÔNG TASECO
(TASECO AIR - HOSE: AST)

CÔNG TY THÀNH VIÊN, CHI NHÁNH

CÔNG TY LIÊN KẾT

DỊCH VỤ PHI HÀNG KHÔNG

SUẤT ĂN HÀNG KHÔNG



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

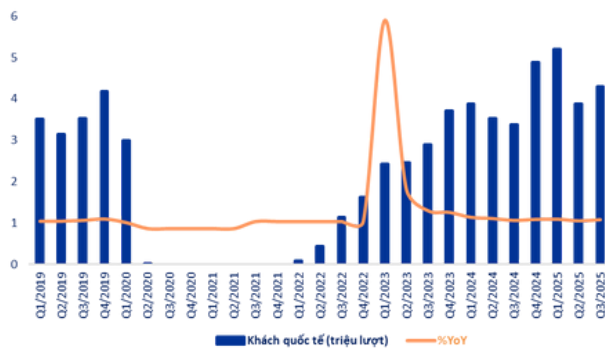
II. NGÀNH DỊCH VỤ HÀNG KHÔNG VIỆT NAM:

1. Tổng quan ngành Hàng không Việt Nam:

Ngành hàng không Việt Nam duy trì đà phục hồi và tăng trưởng mạnh với hơn 19,1 triệu khách quốc tế trong 11 tháng năm 2025

Theo thống kê của Cục Hàng không Việt Nam, **tổng lượt khách quốc tế tới Việt Nam tính đến hết tháng 11 năm 2025 đạt ~19,1 triệu khách (+ 20.9% YoY)**; riêng số lượng khách du lịch bằng đường hàng không chiếm ~85% với khoảng ~16,2 triệu khách, tương đương mức tăng trưởng 21% YoY năm 2024. Đặc biệt quý 1 năm 2025 ghi nhận lượng khách quốc tế kỷ lục lên tới 5,2 triệu khách trong 1 quý. Song song đó, tổng lượng hành khách qua các cảng hàng không trong tháng 11 đạt 69,3 triệu lượt, tăng tương ứng 10,8% YoY, gồm 38,4 triệu lượt khách quốc tế và 30,9 triệu lượt khách nội địa.

Lượng khách quốc tế tới Việt Nam (Q1/2019 - Q3/2025)



Lượng khách qua cảng hàng không (2019 - 1H/2025)

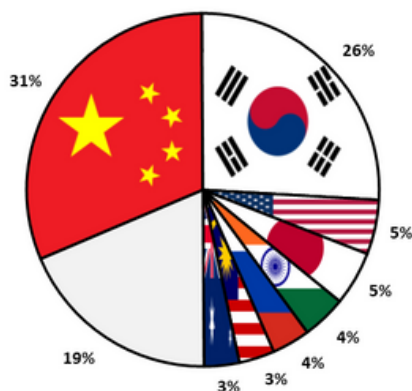


Nguồn: GSO, VNAT, SHS tổng hợp

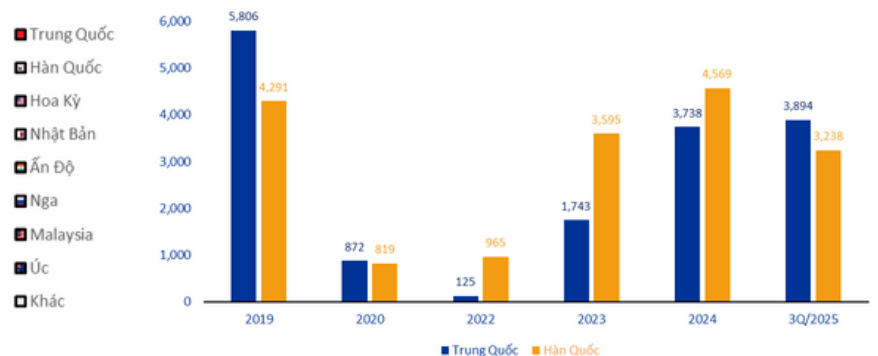
Khách Trung – Hàn duy trì vai trò chủ lực, khách Châu Âu và Ấn Độ nổi lên như động lực tăng trưởng mới cho ngành hàng không.

Khách Trung Quốc và Hàn Quốc vẫn là hai nguồn thị trường trụ cột, đóng góp gần 60% lượt khách quốc tế, tạo nền tảng ổn định cho ngành du lịch và hàng không. Trong đó, Trung Quốc đang dần quay trở lại với vị thế thị số 1 trước đại dịch Covid-19, còn Hàn Quốc vẫn luôn duy trì lượng khách lớn ở mức vô cùng ổn định. Đáng chú ý, thị trường châu Âu và Ấn Độ bứt phá mạnh mẽ trong năm 2025, đặc biệt là khách du lịch Nga với mức tăng trưởng ~273%, trở thành động lực tăng trưởng mới cho ngành hàng không Việt Nam nhờ chính sách miễn visa và mở rộng thêm nhiều đường bay thẳng mới của Chính phủ, cùng với các yếu tố khách quan về tình hình địa chính trị.

Tỷ trọng khách quốc tế tới Việt Nam trong 3Q.2025

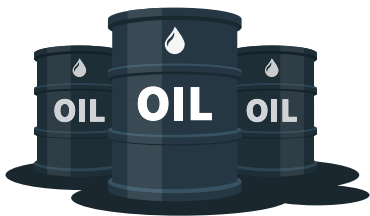


Trung Quốc dần trở lại thời điểm trước đại dịch, Hàn Quốc giữ mức tăng trưởng ổn định



Nguồn: GSO, VNAT, SHS tổng hợp

Áp lực về chi phí, công suất vận hành từ các hãng hàng không được giảm tải giúp ổn định giá vé máy bay, qua đó gia tăng lượng khách bay trở lại và chi tiêu tại sân bay.



Theo dữ liệu mới nhất từ IATA tính đến ngày 10/12/2025, giá nhiên liệu bay toàn cầu đạt 89,55 USD/thùng, tương đương 707,16 USD/tấn, giảm 9,6% svck năm 2024. Khu vực châu Á – châu Đại Dương, bao gồm Việt Nam, ghi nhận mức giá trung bình 88,82 USD/thùng, thấp hơn khoảng 3–4 USD/thùng so với khu vực châu Âu. Đối với riêng thị trường Việt Nam, giá dầu JP-54/Jet A-1 hiện tại vẫn đang ghi nhận ở mức thấp khoảng USD 86,4/ thùng (bbl).

Đối với ngành hàng không Việt Nam, nhiên liệu bay chiếm 35–40% tổng chi phí vận hành, nên mức giảm giá này giúp hạ nhiệt đáng kể chi phí vận hành, cộng với việc bổ sung và cải thiện tình trạng thiếu máy bay từ các hãng hàng không có thể giảm tải áp lực lên giá vé.

Nếu giá dầu tiếp tục duy trì xu hướng giảm kể từ đầu năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp ngành hàng không Việt Nam có thể cải thiện 8–10% YoY; đồng thời, lượng khách bay tăng trở lại và chi tiêu tại sân bay cũng sẽ phục hồi nhanh nhờ giá vé ổn định. Điều này là tín hiệu tích cực cho các doanh nghiệp dịch vụ sân bay như AST, vốn hưởng lợi trực tiếp từ lưu lượng hành khách và nhu cầu tiêu dùng tại nhà ga.

Giá nhiên liệu bay có xu hướng giảm từ đầu năm 2025 đến nay

Tuần kết thúc 5/12/2025	Tỷ trọng trong Chỉ số Toàn cầu	Giá Trung bình Tuần			Giá trị Chỉ số (Năm 2000 = 100)	Giá Trung bình Tuần so với		
		cts/gal	\$/thùng	\$/tấn		trung bình tuần trước	trung bình tháng trước	trung bình năm trước
Giá nhiên liệu bay	100%	213.21	89.55	707.16	244.8	-0.6%	-6.5%	-9.6%
Châu Á & Châu Đại Dương	22%	211.48	88.82	701.69	253.8	-0.5%	-5.2%	-7.3%
Châu Âu & CIS	28%	219.48	92.18	727.30	248.4	0.6%	-5.4%	-8.2%
Trung Đông	5%	202.25	84.94	671.04	253.6	-0.5%	-5.5%	-10.9%
Bắc Mỹ	39%	210.49	88.40	698.39	235.0	-1.7%	-8.4%	-11.7%
Mỹ Latinh & Trung Mỹ	4%	217.42	91.32	721.39	253.0	-0.5%	-5.6%	-11.8%
Châu Phi*	2%	216.47	90.92	717.65	90.0	0.4%	-5.1%	-10.0%
Giá Dầu (Dated Brent)			64.36			1.0%	1.1%	-20.3%
Biên lợi nhuận lọc dầu (Crack Spread)			25.19			-4.4%	-21.7%	37.6%

Nguồn: IATA

Các hãng hàng không liên tục bổ sung máy bay mới để đáp ứng nhu cầu đi lại tăng cao

Hàng không
Việt Nam



2025

254
máy bay

102
máy bay

99
máy bay

2030F

+ 240
máy bay

+ 50
máy bay

+ 100
máy bay

Nguồn: ACV, SHS tổng hợp

**Bùng nổ đầu tư hạ tầng hàng không –
Động lực dài hạn cho tăng trưởng
dịch vụ phi hàng không**

Hệ thống cảng hàng không Việt Nam đang bước vào giai đoạn mở rộng quy mô lớn nhất trong lịch sử, với mục tiêu gần tăng gấp ba công suất hiện tại vào năm 2030. Tính đến tháng 10/2025, cả nước có 22 sân bay đang khai thác (9 quốc tế, 13 nội địa), với tổng công suất thiết kế khoảng 106,5 triệu hành khách/năm, trong khi sản lượng thực tế thường xuyên vượt ngưỡng 120% công suất tại các sân bay trọng điểm như Tân Sơn Nhất, Nội Bài và Đà Nẵng.

Theo Quy hoạch tổng thể phát triển hệ thống cảng hàng không quốc gia giai đoạn 2021–2030, Việt Nam đặt mục tiêu đến năm 2030 sẽ có 30 sân bay, trong đó 14 sân bay quốc tế, với tổng công suất dự kiến đạt 275.9 triệu hành khách thông qua các cảng hàng không.

Hạ tầng các sân bay trọng điểm và chiến lược của AST giai đoạn 2025 - 2030

Dự án / Sân bay	Chủ đầu tư	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Công suất hiện tại (triệu khách/năm)	Công suất sau mở rộng (triệu khách/năm)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Sân bay Long Thành – Giai đoạn 1	ACV	109,000	0	25						
Sân bay Long Thành – Giai đoạn 2	ACV	76,000	25	25						
Nhà ga Tân Sơn Nhất – TIA T3	ACV	10,990	30	50						
Nhà ga Nội Bài – NIA T2	ACV	4,963	25	30						
Nhà ga Đà Nẵng - T2	AHT	-	4	6						
Nhà ga Cát Bi - T2	ACV	2,690	2	5						
Nhà ga T2 Đồng Hới	ACV	1,968	0.5	3						
Sân bay Phú Quốc - Giai đoạn 1	BOT	21,998	4	18						
Sân bay Phú Quốc - Giai đoạn 2	BOT									
Sân bay Gia Bình	BOT	120,800	0	30						

Ghi chú: Đang triển khai Kế hoạch

Nguồn: ACV, SHS tổng hợp

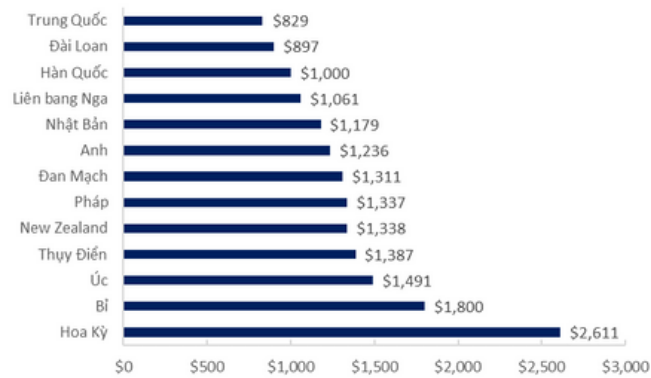


2. Tổng quan Dịch vụ phi Hàng không Việt Nam:

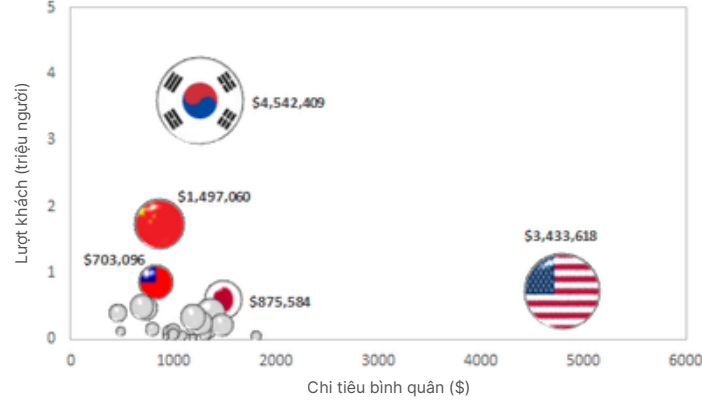
Khách Trung - Hàn bùng nổ trở lại, nhóm khách chi tiêu cao (Big spender) từ thị trường châu Âu dự kiến đóng góp tích cực vào doanh thu ngành dịch vụ phi hàng không

Theo số liệu tổng hợp từ Tổng cục Thống kê vào năm 2023, du khách đến từ Hoa Kỳ dẫn đầu với mức chi tiêu trung bình ~2.611 USD/lượt, gần gấp ba lần mức bình quân toàn ngành. Nhóm khách châu Âu như Bỉ (1.800 USD), Thụy Điển (1.491 USD), Pháp (1.179 USD) hay Đan Mạch (1.236 USD) lần lượt xếp sau và đều thuộc nhóm có mức chi tiêu cao, thể hiện xu hướng tiêu dùng hướng đến chất lượng trải nghiệm, F&B cao cấp, và dịch vụ phòng chờ hạng thương gia. Đối với khu vực Châu Á, Hàn Quốc và Trung Quốc tiếp tục là trụ cột về quy mô và tần suất, với tổng doanh thu du lịch lần lượt đạt ~4,54 triệu USD và ~1,49 triệu USD, nhờ tần suất bay dày đặc và tỷ lệ quay lại cao. Ngoài ra thì Nhật Bản cũng là một trong số ít các quốc gia châu Á có mức chi tiêu cao khi tới Việt Nam, đi kèm với lượng khách lưu trú ổn định

Chi tiêu bình quân một lượt khách du lịch quốc tế tới Việt Nam theo quốc gia (2023)



Khách Hàn và Trung Quốc chiếm tỷ trọng doanh thu lớn nhờ quy mô lượng khách cao (2023)



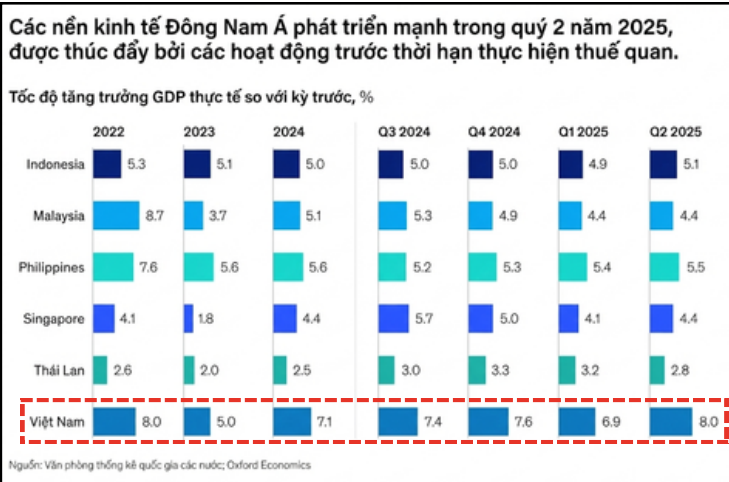
Nguồn: GSO, SHS tổng hợp

Đặc biệt, sự dịch chuyển nhanh của nhóm khách có chi tiêu bình quân cao từ Ấn Độ và châu Âu, sau khi Việt Nam công bố chính sách miễn visa 45 ngày và mở các đường bay thẳng mới từ Milan, Frankfurt, và New Delhi không chỉ giúp kéo dài thời gian lưu trú, mà còn tăng mạnh chi tiêu bình quân tại sân bay – nơi khách có xu hướng sử dụng các dịch vụ food court, lounge, và duty-free shopping trước chuyến bay. Nếu duy trì đà phục hồi hiện nay, chúng tôi ước tính doanh thu dịch vụ phi hàng không tại Việt Nam có thể tăng ~12–14% YoY vượt mức phục hồi trước dịch vào cuối năm 2025.

Chính sách VISA mới cho nhóm khách châu Âu thúc đẩy làn sóng du lịch cao cấp đến Việt Nam

Tiêu chí	Nội dung chính
Văn bản áp dụng	Nghị quyết số 229/NQ-CP của Chính phủ
Hiệu lực	Từ 15/08/2025 đến 14/08/2028
Quốc gia được miễn visa (12 nước châu Âu)	Bỉ, Bulgaria, Croatia, Cộng hoà Séc, Hungary, Luxembourg, Hà Lan, Ba Lan, Romania, Slovakia, Slovenia, Thụy Sĩ
Thời hạn lưu trú tối đa	45 ngày kể từ ngày nhập cảnh
Điều kiện áp dụng	Hộ chiếu còn ít nhất 6 tháng thời hạn; không thuộc diện bị cấm nhập cảnh theo quy định Việt Nam
Loại hộ chiếu áp dụng	Không phân biệt hộ chiếu phổ thông, hộ chiếu ngoại giao, công vụ đều được miễn nếu đáp ứng điều kiện

Nguồn: GOV, SHS tổng hợp



GDP Q2.2025 ASEAN - Nguồn : McKinsey

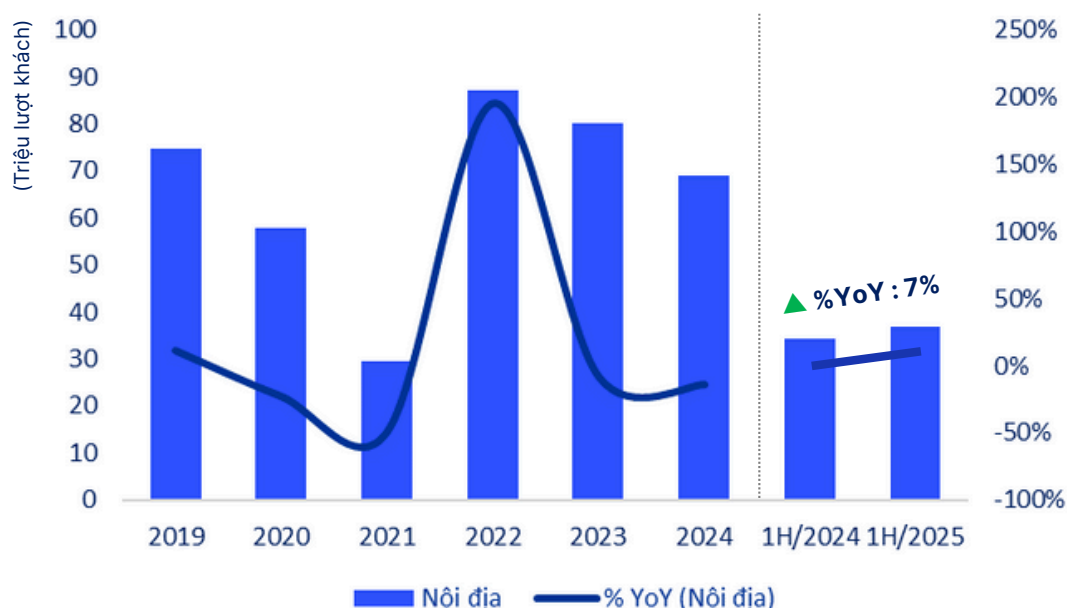
Thị trường Nội địa – động lực tăng trưởng bền vững cho ngành dịch vụ phi hàng không

Việt Nam hiện đang nổi lên như **một trong những nền kinh tế tăng trưởng nhanh và ổn định nhất khu vực ASEAN**, với mức GDP duy trì quanh **ngưỡng 7%/năm** trong giai đoạn hậu Covid-19, bất chấp chính sách thuế quan đầu năm 2025 của tổng thống Mỹ Donald Trump , theo báo cáo của McKinsey.

Đáng chú ý, ngành dịch vụ tiếp tục là đầu tàu tăng trưởng, đóng góp tới 8,46% trong tổng GDP, vượt con số 8,21% cùng kỳ năm trước - mức tăng trưởng phản ánh sự bùng nổ của tiêu dùng nội địa và nhu cầu chi tiêu cho du lịch, giải trí và trải nghiệm. Lượng khách nội địa thông qua các cảng hàng không trong nửa đầu năm 2025 cũng ghi nhận gần 37 triệu lượt khách, tăng 6.9% YoY. Với việc các sân bay lớn như Tân Sơn Nhất, Nội Bài, Phú Quốc, Đà Nẵng đều đang vận hành vượt công suất thiết kế (110–120%), cũng như các dự án hạ tầng sân bay mới đang lần lượt hoàn thiện và đưa vào vận hành, bức tranh ngành dịch vụ phi hàng không trong giai đoạn tới sẽ hết sức nhộn nhịp, trong đó thị trường nội địa không chỉ là bộ đệm cho giai đoạn phục hồi hậu COVID mà đang trở thành động lực tăng trưởng dài hạn của ngành dịch vụ phi hàng không.

Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng khách du lịch nội địa trong 02 năm gần đây có xu hướng chậm lại dù đã chứng kiến sức bật mạnh mẽ trong năm 2022 giai đoạn hậu Covid-19. Dẫu vậy, nửa đầu năm 2025 đã ghi nhận tín hiệu tích cực khi lượng khách nội địa tăng 7% so với cùng kỳ, cho thấy tiềm năng phục hồi trở lại. Với chính sách kích cầu du lịch nội địa, mở rộng các đường bay và cải thiện chất lượng dịch vụ hàng không, thị trường được kỳ vọng sẽ khởi động lại chu kỳ tăng trưởng mới trong nửa cuối năm 2025, đóng góp tích cực cho doanh thu ngành dịch vụ phi hàng không.

Lượng khách nội địa qua các cảng hàng không Việt Nam giai đoạn 2019-1H/2025



Nguồn: GSO, SHS tổng hợp

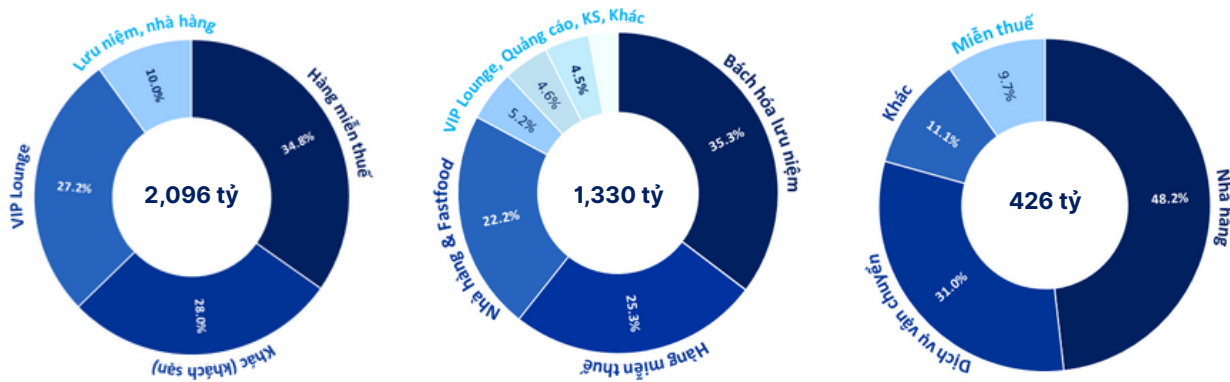
Bối cảnh cạnh tranh ngành dịch vụ hàng không Việt Nam – Xu hướng chuyển dịch sang mô hình dịch vụ tích hợp dịch vụ toàn diện

Tại Việt Nam, lĩnh vực dịch vụ phi hàng không đang bước vào giai đoạn cạnh tranh ngày càng khốc liệt khi các doanh nghiệp lớn nhỏ đều tập trung vào các khu vực sân bay quốc tế như Tân Sơn Nhất, Nội Bài, Đà Nẵng, Cam Ranh và Phú Quốc, nơi có mật độ hành khách cao và biên lợi nhuận hấp dẫn nhất trong toàn chuỗi giá trị hàng không. Phần lớn doanh nghiệp trong ngành vẫn có quy mô vừa và nhỏ, phạm vi hoạt động giới hạn tại 1–2 sân bay, chủ yếu tập trung vào các mô hình kinh doanh dịch vụ như Bán lẻ, F&B hay vận chuyển, v.v

Hiện tại, **CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (Taseco Airs – AST)**, **CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất (SASCO – SAS)** và **CTCP Dịch vụ Hàng không Nội Bài (NASCO – NAS)** đang là **03 doanh nghiệp dẫn đầu ngành**, chia nhau thị phần chính tại các sân bay lớn. Trong đó, AST là doanh nghiệp duy nhất có mạng lưới phân phối trải dài toàn quốc, hiện diện tại 7 sân bay quốc tế, mang lại lợi thế quy mô và sức ảnh hưởng vượt trội.

Chúng tôi đánh giá cao vị thế cạnh tranh của Taseco Airs nhờ các yếu tố sau : (1) Mạng lưới phân phối rộng và đồng bộ trải dài từ Bắc vào Nam; (2) Chiến lược “One-stop Service” – mô hình khép kín từ trải nghiệm đến tiêu dùng, phát triển chuỗi giá trị từ dịch vụ ăn uống, phòng chờ, bán lẻ, đến suất ăn hàng không; (3) Mức độ nhận diện thương hiệu và năng lực vận hành cao, hiểu biết sâu rộng về thị trường; (4) Năng lực tài chính và vị thế thị trường vững chắc, đa dạng hóa nguồn doanh thu.

Các doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành dịch vụ phi hàng không tại Việt Nam



Sân bay	SAS	AST	NAS
Tân Sơn Nhất	☒	☒	
Nội Bài	☒	☒	☒
Đà Nẵng		☒	
Phú Quốc		☒	
Cam Ranh	☒	☒	
Vân Đồn		☒	
Phú Bài		☒	

Nguồn: AST, SAS, NAS, SHS tổng hợp

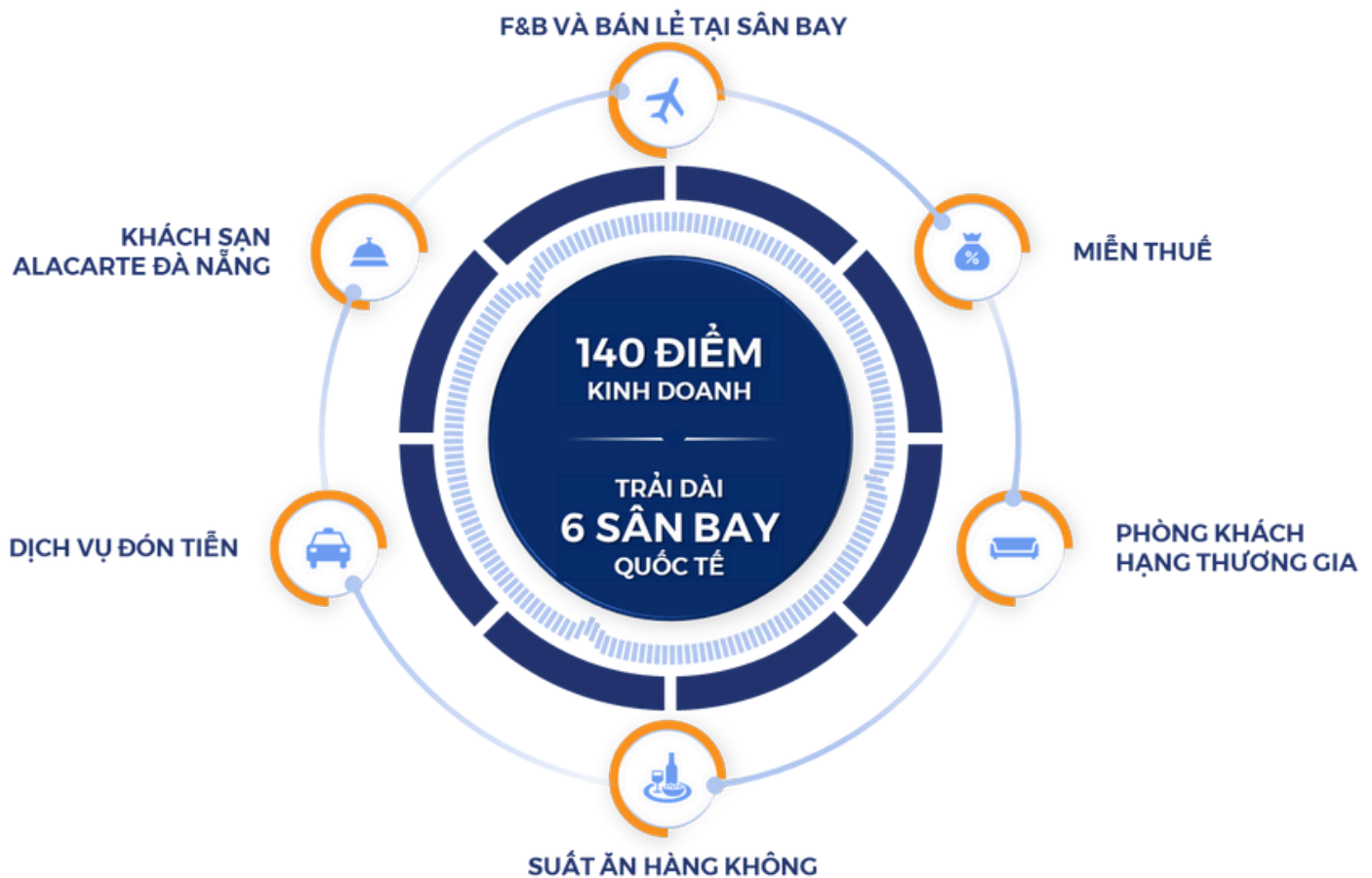
III. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA AST:

1. Chuỗi giá trị và Kết quả hoạt động kinh doanh chung:

Chuỗi thương hiệu cửa hàng bán lẻ sân bay lớn nhất tại Việt Nam, có mặt tại khắp các hệ thống sân bay trọng điểm trên toàn quốc

Taseco Air Services (AST) hiện là **doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực dịch vụ phi hàng không tại Việt Nam**, với mô hình kinh doanh khép kín bao trùm toàn bộ hành trình trải nghiệm của hành khách. Hoạt động của AST trải dài từ F&B và bán lẻ tại sân bay, phòng chờ hạng thương gia, hàng miễn thuế, đến suất ăn hàng không và dịch vụ lưu trú AlaCarte, tạo nên một chuỗi giá trị tích hợp toàn trình – từ trước chuyến bay, trong chuyến bay đến sau khi hạ cánh. Việc kiểm soát nhiều mắt xích trong hệ sinh thái giúp AST tận dụng tối đa nguồn doanh thu đa chiều từ cùng một hành khách, đồng thời duy trì biên lợi nhuận gộp ổn định ở mức cao. Với hơn **140 điểm kinh doanh tại 6 sân bay quốc tế trọng điểm**, doanh nghiệp sở hữu lợi thế mặt bằng độc quyền và thương hiệu cao cấp, khó có thể sao chép trong ngắn hạn. Trong bối cảnh ngành hàng không phục hồi mạnh và hạ tầng mở rộng nhanh chóng, AST được kỳ vọng sẽ tiếp tục củng cố vị thế trung tâm trong hệ sinh thái dịch vụ hàng không Việt Nam, hướng đến mô hình hệ sinh thái trải nghiệm toàn diện tiêu chuẩn quốc tế.

CHUỖI GIÁ TRỊ VÀ DỊCH VỤ KHÉP KÍN CỦA AST



Nguồn: AST

Sở hữu chuỗi thương hiệu cửa hàng dịch vụ đa dạng với độ phủ lên tới 30% tại các sân bay lớn

Danh mục dịch vụ của Taseco Airs được vận hành thông qua hệ sinh thái thương hiệu đa dạng, trải dài từ bán lẻ, ẩm thực, VIP lounge đến khách sạn và suất ăn hàng không, hiện diện tại hầu hết các sân bay trọng điểm trên toàn quốc.

Bán lẻ & hàng lưu niệm   Phòng chờ thương gia  Vietcombank Priority Lounge 	Nhà hàng & Fastfood    Nhà máy Suất ăn Hàng không 	Cửa hàng miễn thuế  Khách sạn 
--	--	---



Mảng bán lẻ và hàng miễn thuế sân bay - Vị trí đặc địa, thương hiệu độc quyền

Sơ đồ tầng 2 Nhà ga quốc tế Đà Nẵng



Ghi chú: Bán lẻ lưu niệm  Hàng miễn thuế 

Nguồn: AHT

Taseco Airs sở hữu **mạng lưới điểm bán rộng nhất ngành dịch vụ phi hàng không**, với 140 cửa hàng tại 6 sân bay quốc tế trọng điểm tính đến năm 2025. Trong đó, Nội Bài và Tân Sơn Nhất tiếp tục là hai thị trường chủ lực, chiếm gần 55% tổng số điểm bán, phản ánh lợi thế hiện diện tại các đầu mối giao thông lớn nhất cả nước. Đặc biệt, trong nửa đầu năm 2025, công ty đã ghi nhận thêm 19 điểm kinh doanh mới tại Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất, nâng tổng số lượng điểm bán tại Tân Sơn Nhất lên gần gấp đôi so với năm 2024. Đà Nẵng và Cam Ranh cũng ghi nhận mức tăng nhanh, đặc biệt nhờ lượng khách du lịch quốc tế phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch.

Các cửa hàng của AST được bố trí ở vị trí vàng tại khu vực khởi hành quốc tế và nội địa, tận dụng lưu lượng hành khách cao và tầm nhìn trực diện, giúp tối ưu hiệu suất trên tổng diện tích kinh doanh. Đặc biệt, tại thị trường Đà Nẵng, Taseco Group - công ty mẹ của AST - hiện đang đóng vai trò cổ đông lớn, nắm giữ 40% vốn điều lệ tại Công ty Cổ phần Đầu tư và Khai thác Nhà ga Quốc tế Đà Nẵng (AHT) – đơn vị trực tiếp quản lý, khai thác toàn bộ hoạt động thương mại của nhà ga quốc tế. Đáng chú ý, sân bay quốc tế Đà Nẵng đã 2 năm liên tiếp được Skytrax vinh danh trong Top 100 sân bay tốt nhất thế giới. Việc tham gia sâu vào cấu trúc sở hữu của tập đoàn giúp Taseco Airs có khả năng đồng bộ hóa chuỗi giá trị dịch vụ hàng không từ khai thác mặt bằng đến bán lẻ, đồng thời đảm bảo lợi thế chiến lược dài hạn trong việc duy trì và mở rộng quyền kinh doanh tại sân bay này.

Số lượng điểm kinh doanh với độ phủ cao của AST



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

Mô hình đa dịch vụ toàn diện, sở hữu chuỗi thương hiệu nội địa có sức công hưởng mạnh mẽ, AST khẳng định vị thế ông lớn trong ngành dịch vụ hàng không

Tương tự như các cửa hàng bán lẻ và kinh doanh miễn thuế, nhờ việc sở hữu mạng lưới điểm kinh doanh đặc địa phủ sóng toàn bộ các cảng hàng không trọng điểm, hệ thống nhà hàng và đồ ăn nhanh của AST tạo nên nền tảng thương hiệu vững chắc nhờ khả năng tiếp cận khách hàng tối ưu. Nổi bật là thương hiệu nội địa Lucky (Lucky Fastfood, Lucky Restaurant) với năng lực vận hành cạnh tranh sòng phẳng cùng các chuỗi F&B toàn cầu tại các sân bay quốc tế như Nội Bài và Tân Sơn Nhất. Bên cạnh đó, thương hiệu Sky (thuộc công ty con Hà Linh) là mảnh ghép hoàn hảo đánh vào phân khúc khách hàng quốc tế với mô hình Bakery & Bistro chuẩn Âu. Sự cộng hưởng giữa F&B và chuỗi bán lẻ Lucky Retail tạo nên một hệ sinh thái tiêu dùng khép kín, tối đa hóa doanh thu trên mỗi lượt khách và khẳng định độ phủ thương hiệu mạnh mẽ của AST.

AST sở hữu 2 thương hiệu nội địa rất mạnh trong mảng F&B tại các sân bay quốc tế ở Việt Nam là Lucky và Sky



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

Với sự gia tăng làn sóng dịch vụ ngân hàng ưu tiên, mạng lưới phòng chờ đối tác với các ngân hàng top đầu đã mở ra mảng dịch vụ đầy tiềm năng cho AST



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

Mặt khác, kinh doanh phòng chờ thương gia cũng là một trong những mảng tăng trưởng nhanh nhất của AST, với động lực tăng trưởng dòng tiền dài hạn nhờ nhắm vào phân khúc khách hàng cao cấp. Tại các cửa ngõ hàng không lớn như Nội Bài, Đà Nẵng và Tân Sơn Nhất, AST đã thiết lập quan hệ đối tác chiến lược với các định chế tài chính hàng đầu như Vietcombank, Techcombank, Nam Á Bank để vận hành các phòng chờ Priority/Signature. Doanh thu được ghi nhận ổn định dựa trên hợp đồng khai thác thương hiệu và lưu lượng khách thực tế, giúp AST miễn nhiễm với rủi ro biến động giá vé lẻ. Báo cáo tài chính gần đây ghi nhận sự bùng nổ doanh thu từ mảng này, và với việc mở bổ sung thêm 3 phòng chờ mới nhất tại Tân Sơn Nhất trong năm 2025, đây tiếp tục là mảng kinh doanh cốt lõi mang lại biên lợi nhuận ròng hấp dẫn cho doanh nghiệp.

Hiện tại, việc ACV chuyển dịch sang cơ chế “hợp tác kinh doanh” theo hình thức chia sẻ doanh thu trong **chu kỳ 3-5 năm** đã thay đổi căn bản cục diện cuộc chơi của các doanh nghiệp trong ngành dịch vụ phi hàng không. Mô hình này giúp AST giảm thiểu rủi ro định phí, nhưng đặt ra yêu cầu khắt khe về năng lực tạo dòng tiền để đảm bảo lợi ích song phương. Đây chính là bộ lọc thị trường hiệu quả, bắt buộc các doanh nghiệp phải sở hữu dữ liệu vận hành dày dặn để tối ưu hóa hiệu quả từng điểm bán, chủ động thanh lọc danh mục kém hiệu quả và gia tăng biên lợi nhuận toàn hệ thống.

Phá vỡ thế độc quyền của các doanh nghiệp nhà nước, VinaCS đã chứng minh được năng lực vận hành hiệu quả và từng bước chiếm lĩnh thị phần ngành suất ăn hàng không

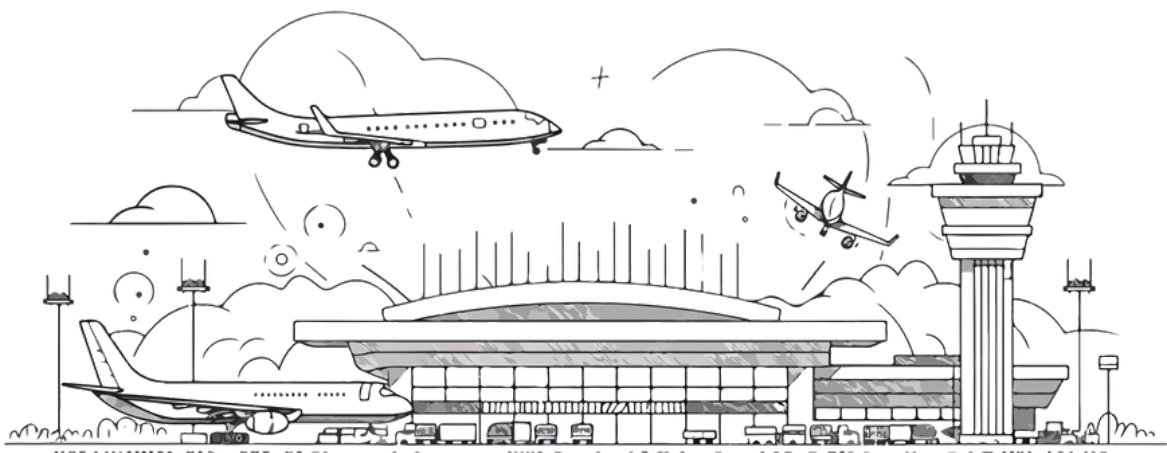
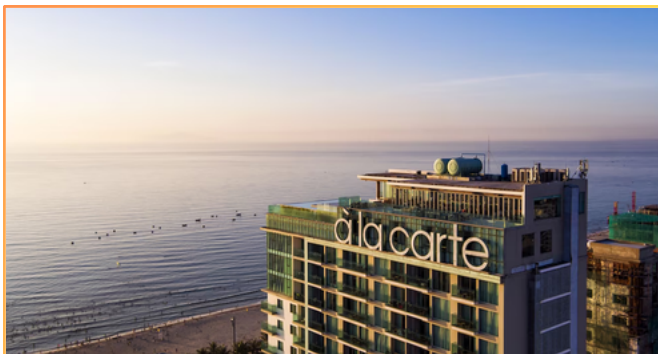
Suất ăn hàng không là mảng dịch vụ ngành mang tính độc quyền tại Việt Nam. Trong bối cảnh đó, VinaCS – công ty liên kết của Taseco Airs – là đơn vị tư nhân hiếm hoi trong ngành vốn gần như chỉ do 3 doanh nghiệp có vốn nhà nước chi phối (NCS, MAS, VACS). Đón đầu siêu dự án Sân bay Long Thành, AST đã nhanh chóng khởi công nhà máy VinaCS mới, nâng số lượng nhà máy hoạt động lên con số 3, đạt tổng công suất thiết kế dự kiến lên tới 40.000 suất ăn/ngày, VinaCS cho thấy động thái chiếm lĩnh thị trường mạnh mẽ, đảm bảo dư địa tăng trưởng doanh thu đột phá trong giai đoạn tới.



Chuỗi giá trị dịch vụ khép kín với đầy đủ các dịch vụ phụ trợ tại sân bay, khách sạn À La Carte Đà Nẵng là sự bổ sung độc đáo hoàn thiện hệ thống hiện tại của AST

Ngoài các mảng chủ lực, AST còn sở hữu danh mục dịch vụ phụ trợ gần như bao phủ toàn bộ nhu cầu phi hàng không trong sân bay: quảng cáo, viễn thông, dịch vụ xe sân bay, vận tải mặt đất... giúp tối ưu hóa doanh thu mỗi điểm bán nhờ năng lực cộng hưởng đa dịch vụ.

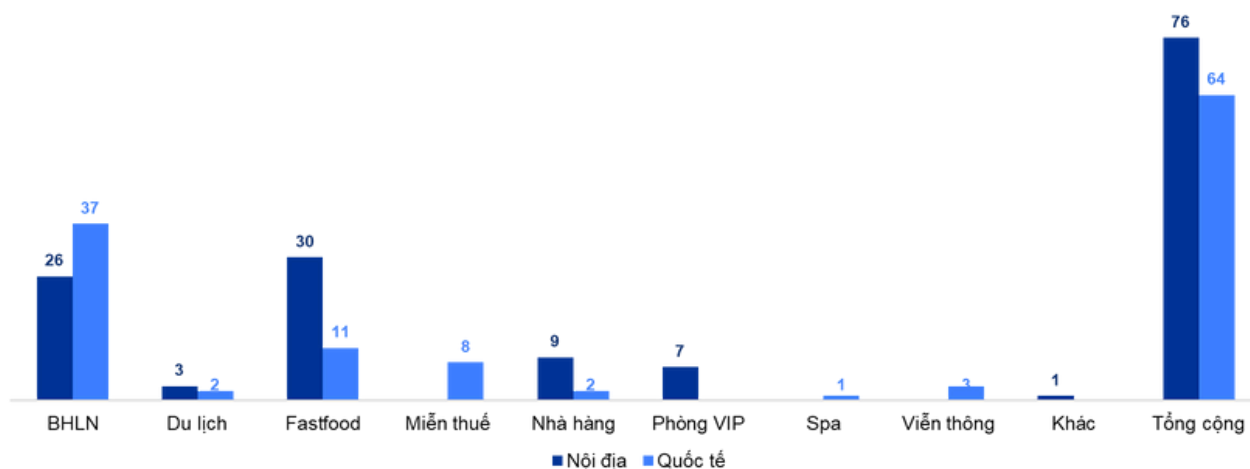
Bên cạnh đó, AST còn vận hành khách sạn nghỉ dưỡng À La Carte Đà Nẵng từ năm 2014, một trong những nhờ vị trí đặc địa tại trục biển Võ Nguyên Giáp và nằm giữa hai biểu tượng du lịch Đà Nẵng (Cầu Rồng – Cầu Sông Hàn).



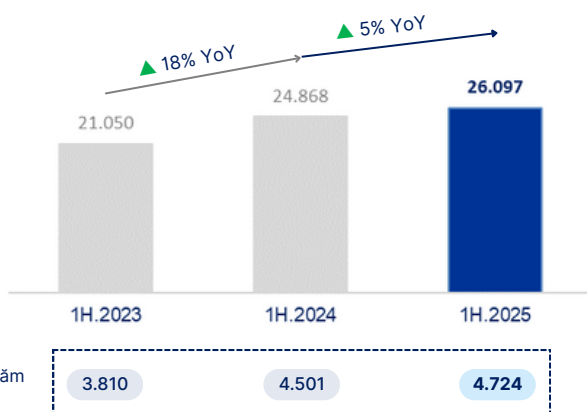
Trong tổng số **140 điểm bán trên toàn hệ thống**, có **76 cửa hàng tại các nhà ga nội địa và 64 cửa hàng đối với các nhà ga quốc tế**. Phần lớn điểm kinh doanh tại nhà ga quốc tế là cửa hàng đồ lưu niệm, fastfood và cửa hàng hàng miễn thuế liên doanh với Jalux Nhật Bản. Các mảng dịch vụ nội địa có sự đa dạng và phân bố đồng đều trên khắp các nhà ga trong nước, trong đó nổi bật là 7 phòng chờ VIP Lounge hợp tác với các ngân hàng như Vietcombank, Techcombank và Nam Á Bank.

Doanh thu bình quân tại điểm bán tiếp tục duy trì đà tăng trưởng vững chắc, tăng 5% YoY, **đạt 26.097 triệu VNĐ/ngày/điểm bán**. Nội Bài vẫn là đầu tàu doanh thu với 26 triệu VNĐ/ngày/điểm bán, gấp gần 3 lần mức trung bình toàn hệ thống. Đà Nẵng đứng thứ hai với 18 triệu VNĐ/ngày/điểm bán, tiếp tục khẳng định vai trò là trung tâm du lịch trọng điểm và thị trường tăng trưởng nhanh nhất. Các cửa hàng mới tại nhà ga T3 Tân Sơn Nhất cũng được kỳ vọng sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ giai đoạn cuối năm 2025 trở đi sau quãng thời gian khai trương nửa đầu năm nay. Cụ thể, **AST đã tham gia hợp tác kinh doanh hơn 20% tổng diện tích, phần lớn đều là các vị trí đắc địa nhất tại nhà ga này, bao gồm: 4 quầy Lucky Retail, 2 quầy Lucky Cafe & Fastfood, 1 quầy Soleil Café (hợp tác với đối tác Pháp), 5 nhà hàng, phòng chờ thương gia hợp tác với Vietcombank và 1 điểm dịch vụ đóng gói**. Ngoài ra, đối với dự án Sân bay Long Thành, công ty liên kết của Taseco Airs là VinaCS đã chính thức khởi công nhà máy sản xuất suất ăn hàng không mới vào ngày 17/04/2025, với công suất thiết kế là 20.000 suất ăn/ngày và tổng vốn đầu tư là 655 tỷ đồng. Chúng tôi dự kiến doanh thu nửa cuối năm 2025 của AST có thể đạt mức tăng trưởng 22% YoY, hưởng lợi do làn sóng du lịch từ cả thị trường quốc tế và nội địa, cũng như các điểm bán tại T3 Tân Sơn Nhất vận hành ổn định.

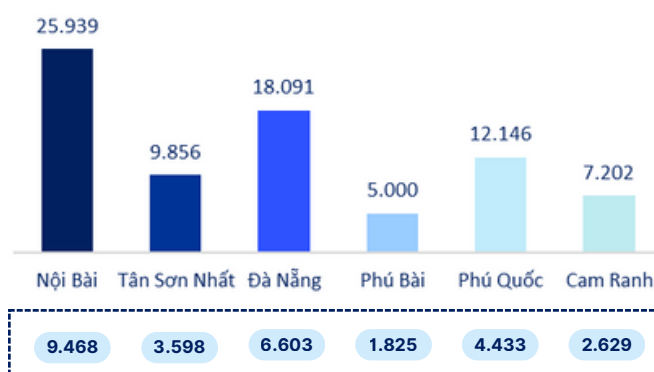
Số lượng điểm kinh doanh theo sân bay của AST



Doanh thu bình quân tại điểm bán (Triệu VNĐ/ngày/điểm bán)



Doanh thu bình quân tại điểm bán theo sân bay (Triệu VNĐ/ngày/điểm bán)



Bình quân nửa năm
(tỷ đồng)

Nguồn: AST, SHS tổng hợp

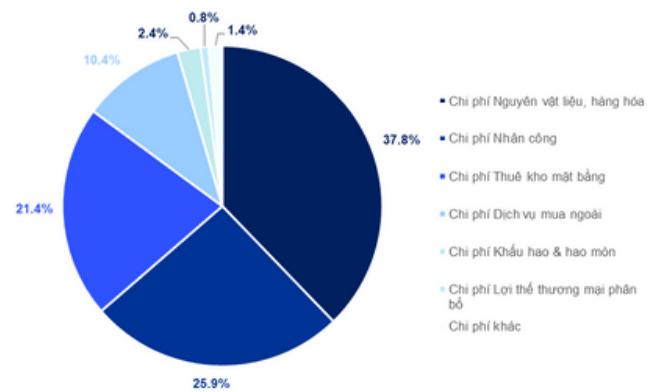
2. Cấu trúc chi phí và năng lực vận hành của AST:

Cấu trúc chi phí của Taseco Airs trong năm 2024 phản ánh đặc thù của doanh nghiệp dịch vụ hàng không, trong đó **chi phí nguyên vật liệu, hàng hóa (37,8%), chi phí nhân công (25,9%), và chi phí thuê mặt bằng (21,4%)**, chiếm tới 85% tỷ trọng. Đặc biệt, chi phí thuê mặt bằng tăng gần gấp đôi về tỷ trọng và số lượng so với thời gian trước đại dịch, thể hiện tốc độ mở rộng quy mô nhanh chóng và thị phần ngày càng lớn của AST tại các sân bay.

Trong năm 2025, AST dự kiến chi phí thuê mặt bằng của họ sẽ rơi vào khoảng 247 tỷ đồng (+15% YoY) với việc mở rộng thêm 19 cửa hàng mới, tương đương 15,4% doanh thu kế hoạch. Ngoài ra, chi phí dịch vụ mua ngoài giảm mạnh so với giai đoạn trước dịch, cộng với chi phí nguyên vật liệu, hàng hóa giảm dần tỷ trọng trên doanh thu giai đoạn 2022 - 2024 cho thấy năng lực tự vận hành, đàm phán với nhà cung cấp cũng như hiệu quả hoạt động được cải thiện rõ rệt của AST hậu Covid-19.

Đáng chú ý, việc Cảng Hàng không Việt Nam (ACV) triển khai **mô hình chia sẻ doanh thu (12-20%)** từ năm 2023 đã tạo ra bước chuyển trong cấu trúc chi phí của AST, thay thế dần mô hình thuê mặt bằng cố định bằng cơ chế linh hoạt hơn gắn với hiệu quả kinh doanh. Theo ban lãnh đạo, 100% cửa hàng của AST tại sân bay dự kiến sẽ áp dụng mô hình này vào cuối năm 2025. Cách tiếp cận mới giúp AST **giảm rủi ro chi phí cố định**, đồng thời trở thành **bộ lọc tự nhiên loại bỏ các doanh nghiệp nhỏ kém hiệu quả**, qua đó mở rộng cơ hội chiếm lĩnh thị phần cho AST tại các sân bay trọng điểm, củng cố vị thế dẫn đầu trong mảng bán lẻ hàng không.

Cấu trúc chi phí AST năm 2024



Tỷ lệ các loại chi phí chính trên doanh thu thuần của AST

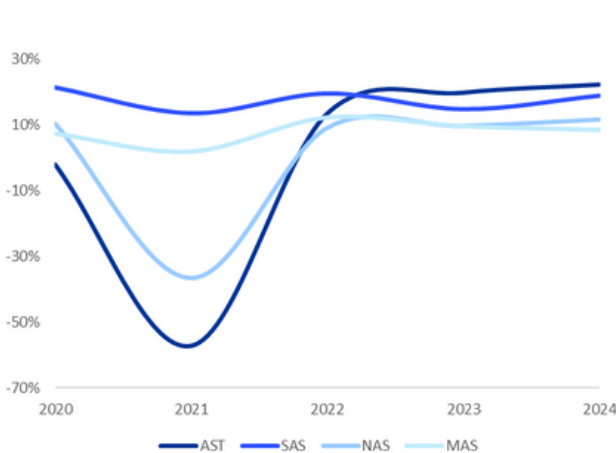


Nguồn: AST, SHS tổng hợp

Khả năng sinh lời vượt trội so với các công ty cùng ngành

Trong giai đoạn 2020–2022, đại dịch COVID-19 khiến toàn ngành dịch vụ hàng không chịu tác động nghiêm trọng, làm biên EBITDA của AST giảm mạnh và có thời điểm rơi xuống mức âm lên đến 57%– thấp hơn nhiều so với 3 doanh nghiệp sở hữu vốn nhà nước trực thuộc Cảng hàng không Việt Nam (ACV) là SASCO, NASCO và MASCO. Tuy nhiên, khi các hoạt động hàng không quay trở lại vào cuối năm 2022, biên EBITDA của AST nhanh chóng phục hồi mạnh mẽ, vượt qua các đối thủ trở thành doanh nghiệp có biên lợi nhuận EBITDA cao nhất ngành. Bên cạnh đó, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và trên tài sản (ROA) của AST trong năm 2024 đạt mức vượt trội, cao hơn đáng kể so với trung bình ngành. Đặc biệt, **ROE trong năm 2024 của AST đạt mức kỷ lục là 35,4%**, chứng minh hiệu quả sử dụng vốn và năng lực quản trị tài chính ấn tượng của công ty. Chúng tôi dự đoán công ty sẽ đạt mức biên lợi nhuận trong năm 2025 vào khoảng 17,6%.

Biên EBITDA 4 doanh nghiệp ngành dịch vụ hàng không



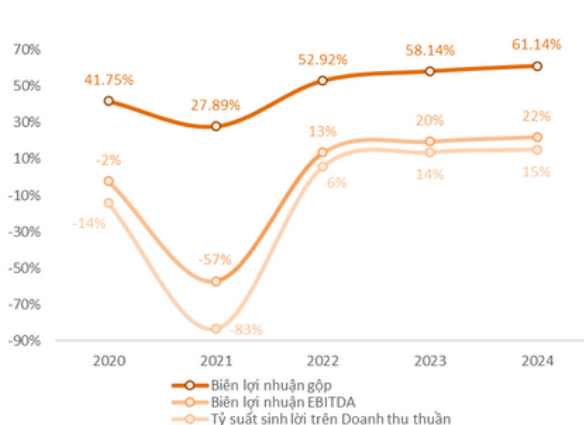
Khả năng sinh lời của AST so với các công ty cùng ngành (Q2/2025)



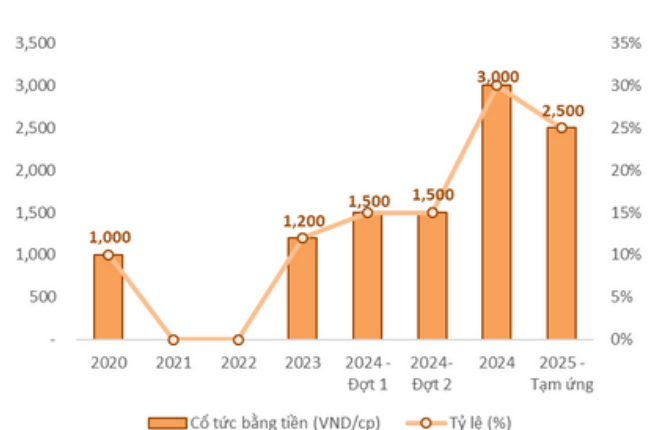
Nguồn: AST, SHS tổng hợp

Không chỉ biên EBITDA phục hồi ấn tượng sau đại dịch, mà biên lợi nhuận gộp và tỷ suất sinh lời trên doanh thu thuần của AST cũng tăng trưởng đều đặn thời kỳ hậu Covid-19, lần lượt đạt con số ấn tượng là 61,14% và 15% trong năm 2024, khẳng định vị thế dẫn đầu ngành dịch vụ hàng không. Cùng với đó, chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định và hấp dẫn, ngoại trừ năm 2021 và 2022 do ảnh hưởng của đại dịch, cũng thể hiện uy tín và cam kết lâu dài với cổ đông. Trong cuộc họp ĐHĐCĐ thường niên vào tháng 04/2025, Ban lãnh đạo đã đặt mục tiêu chi trả cổ tức cả năm 2025 ở mức 35–40%. **Mới đây, AST thông báo sẽ tạm ứng cổ tức tiền mặt ở mức 2.500 đồng/cổ phiếu (tương ứng tỷ lệ 25%) vào ngày 24/10/2025**, củng cố niềm tin của nhà đầu tư vào triển vọng tăng trưởng vững của doanh nghiệp.

Biên LN gộp/Biên EBITDA/ Tỷ suất sinh lời của AST



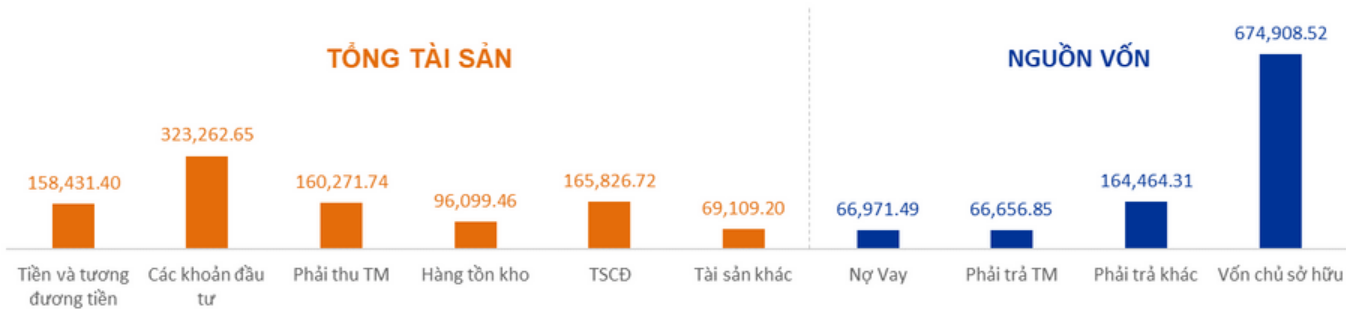
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn, trả đều đặn hàng năm



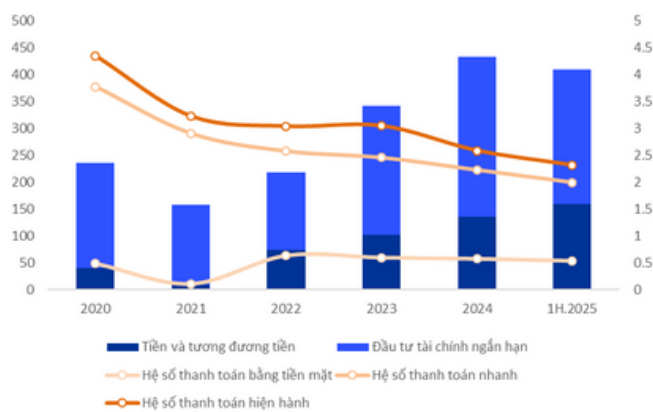
Nguồn: AST, SHS tổng hợp

IV. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA AST:

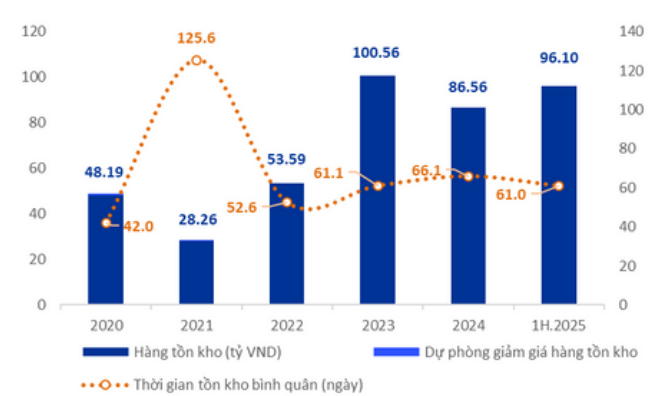
Cấu trúc tài sản và nguồn vốn AST 30/09/2025 (Tỷ đồng)



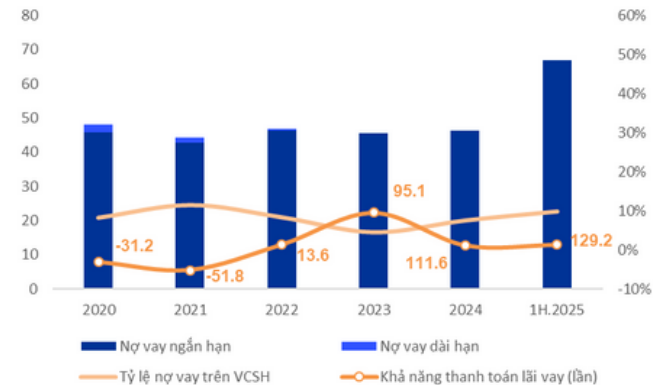
Khả năng thanh toán



Hàng tồn kho



Tỷ lệ đòn bẩy



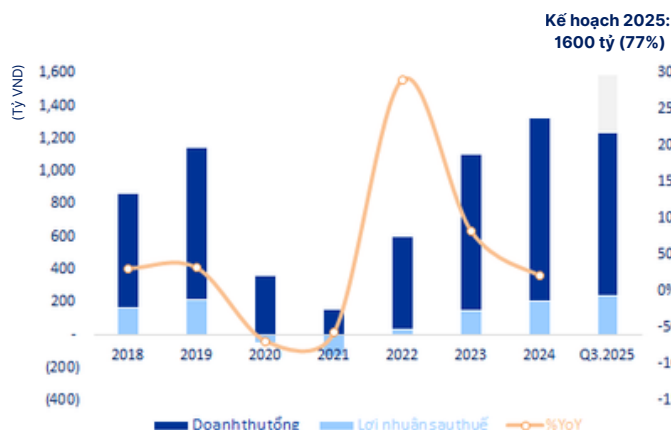
- Tại ngày 30/06/2025, tổng tài sản của AST đạt 973,0 tỷ đồng, tăng 14% so với cuối năm 2024. Cơ cấu tài sản cho thấy tài sản ngắn hạn chiếm khoảng 70,7% tổng tài sản, trong đó tiền và các khoản tương đương tiền đạt 158,4 tỷ đồng và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn 249,6 tỷ đồng, toàn bộ là tiền gửi tại các ngân hàng thương mại. So với cuối năm 2024, lượng tiền mặt của AST tăng 17,8%, cho thấy dòng tiền ổn định và tích cực trong nửa đầu năm 2025. Tiền gửi tại các ngân hàng thương mại ghi giảm 11,6% do được sử dụng để bảo lãnh, làm tài sản đảm bảo cho các khoản vay của công ty mẹ và công ty con.
- Các chỉ số tiêu thanh khoản có xu hướng giảm dần qua các năm, chủ yếu đến từ việc gia tăng các khoản phải trả ngắn hạn do mở rộng hoạt động kinh doanh, đầu tư khác nhau. Tuy nhiên thì các khả năng thanh toán vẫn được giữ ở mức lành mạnh và linh hoạt so với trung bình ngành dịch vụ hàng không.
- Bên cạnh đó, thời gian tồn kho bình quân cũng giảm nhẹ xuống còn 61 ngày so với mức 66,1 ngày cuối năm 2024, cho thấy sự cải thiện trong quản lý chuỗi cung ứng và bán hàng của AST
- Về nguồn vốn, vốn chủ sở hữu của AST đạt 674,9 tỷ đồng, chiếm gần 69,4% tổng nguồn vốn, tăng 9,1% so với cuối năm 2024. Nợ phải trả ở mức 298,1 tỷ đồng, trong đó nợ vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng nhỏ ($\approx 7\%$) cho thấy AST đang duy trì chiến lược tài chính thận trọng, ưu tiên sử dụng vốn tự có và dòng tiền hoạt động để mở rộng kinh doanh.
- Đáng chú ý, hệ số EBIT/ Lãi vay cho thấy khả năng chi trả vượt trội, dư sức trang trải chi phí lãi vay từ hoạt động kinh doanh cốt lõi, đồng thời nhấn mạnh mức đòn bẩy tài chính thấp và khả năng sinh lời bền vững. Có thể thấy với lượng tiền mặt dồi dào và nợ vay chiếm tỷ trọng nhỏ AST hầu như không chịu áp lực tài chính,

Nguồn: AST, SHS tổng hợp

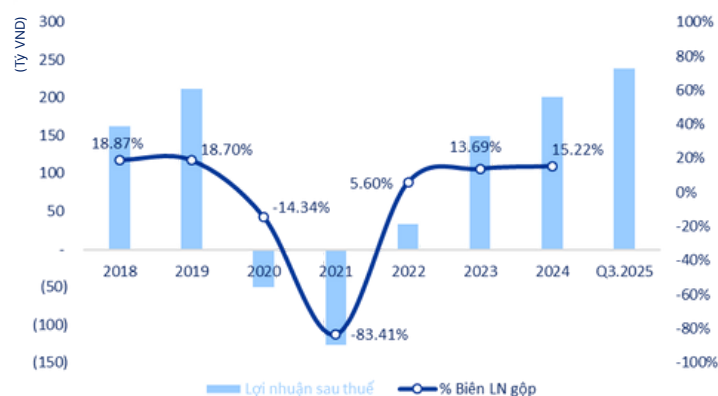
Hiệu suất tăng trưởng ổn định, đà phục hồi mạnh mẽ trong chu kỳ hậu Covid

Tính đến hết quý 3 năm 2025, Taseco Airs (AST) tiếp tục khẳng định vị thế dẫn đầu trong mảng dịch vụ phi hàng không với doanh thu lũy kế đạt khoảng **1.237 tỷ đồng**, tương đương **77% kế hoạch** năm (1.600 tỷ đồng) và đạt mức tăng ấn tượng **26.4% YoY**. Sau giai đoạn phục hồi hậu Covid-19, tốc độ tăng trưởng doanh thu của AST duy trì quanh mức 20% YoY, phản ánh sức bật mạnh mẽ của nhu cầu tiêu dùng tại sân bay cùng năng lực vận hành ổn định. Đáng chú ý, lợi nhuận sau thuế quý 3 năm 2025 **tăng 81% svck**, LN lũy kế đạt **240 tỷ** vượt qua cả năm 2024, thể hiện hiệu quả trong tối ưu chi phí vận hành và khai thác hiệu quả danh mục dịch vụ đáp ứng lưu lượng khách tại các sân bay trọng điểm.

Tăng trưởng Doanh thu thuần của AST



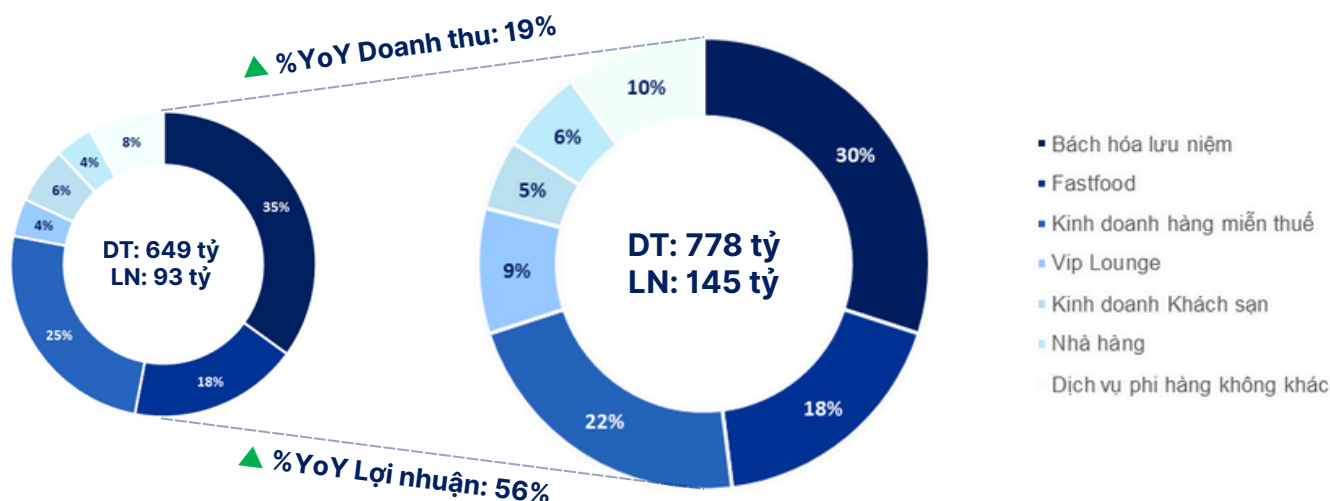
Lợi nhuận sau thuế của AST



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

Về cơ cấu tỷ trọng doanh thu, mảng Bán lẻ lưu niệm và Kinh doanh hàng miễn thuế tuy vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu, lần lượt 30% và 22%, lại đang chứng kiến tốc độ tăng trưởng chậm lại khi chỉ đạt %YoY lần lượt là 3% và 5.5%. Tuy vậy, các mảng dịch vụ có biên lợi nhuận cao đang nổi lên như động lực tăng trưởng mới. Trong đó, VIP Lounge tăng mạnh +170% YoY, nâng tỷ trọng từ 4% lên 9%, phản ánh xu hướng tiêu dùng cao cấp ngày càng phổ biến của khách du lịch nội địa. Fastfood tiếp tục được đà tăng trưởng gần 20% YoY, duy trì mức tỷ trọng cao 18% trên tổng doanh thu. Mảng nhà hàng và dịch vụ phi hàng không khác cũng ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng lần lượt +80% và +50%. Cơ cấu doanh thu đang dịch chuyển theo hướng đa dạng hóa và nâng cao giá trị trung bình mỗi khách hàng, giúp AST củng cố vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực dịch vụ phi hàng không.

Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng tích cực trong nửa đầu năm 2025, cơ cấu doanh thu có sự dịch chuyển



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

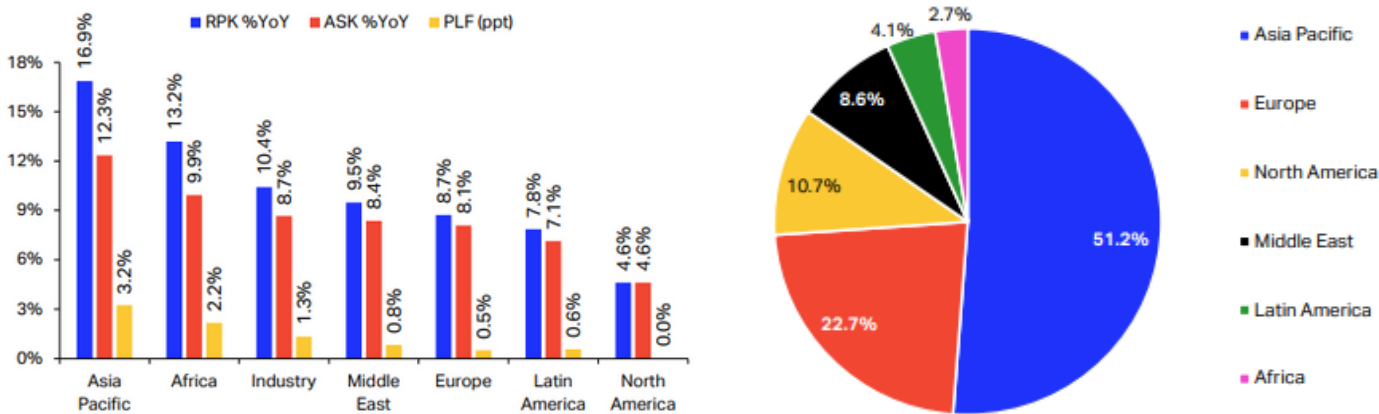
V. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

1. TIỀM NĂNG

Sau giai đoạn chịu ảnh hưởng nặng nề của đại dịch COVID-19, ngành hàng không Việt Nam đang chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ và toàn diện trên cả ba phương diện: hạ tầng, lưu lượng hành khách và hành vi chi tiêu của du khách. Đây chính là nền tảng vững chắc cho sự tăng trưởng bền vững của các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ hàng không, trong đó AST (Taseco Airs) nổi bật là một trong những doanh nghiệp đầu ngành, có năng lực cạnh tranh và vị thế dẫn đầu về tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn 2022–2024.

Tốc độ phục hồi mạnh mẽ của ngành hàng không và dịch vụ du lịch

Ngành hàng không Việt Nam đang bước vào giai đoạn phục hồi mạnh mẽ nhất kể từ sau đại dịch COVID-19, cùng nhịp với xu thế toàn cầu. Theo báo cáo Air Passenger Market Analysis của Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA, tháng 12/2024), tổng lượng RPK (doanh thu theo km hành khách) toàn cầu năm 2024 tăng 10,4% so với 2023 và vượt mức trước dịch 3,8%. Tổ chức Hàng không Dân dụng Quốc tế (ICAO) cũng dự báo tổng lưu lượng hành khách toàn cầu năm 2024 vượt 9,5 tỷ lượt, tương đương 104% so với 2019. Đáng chú ý, khu vực châu Á – Thái Bình Dương được IATA đánh giá là động lực tăng trưởng nhanh nhất, nhờ sự phục hồi của các tuyến bay quốc tế và chính sách mở cửa du lịch tại các thị trường lớn như Trung, Hàn, Nhật và Đông Nam Á. Trong đó, Việt Nam thuộc nhóm thị trường tăng trưởng nhanh nhất khu vực, với tốc độ phục hồi du lịch quốc tế đạt hơn 80% so với 2019 (theo Tổng cục Du lịch Việt Nam).

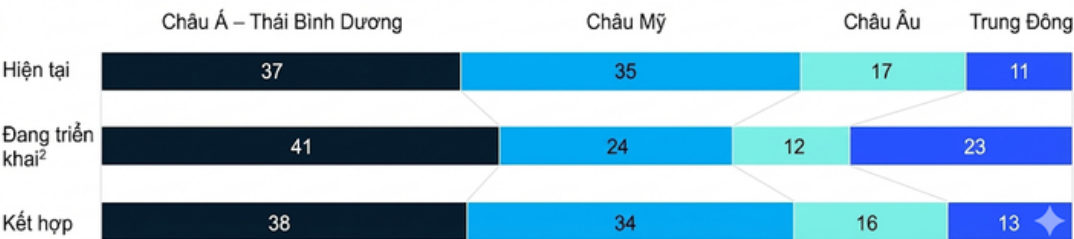


Nguồn: IATA

Một điểm sáng khác đến từ nhóm khách du lịch chi tiêu cao (big spender), đang tăng nhanh nhờ chính sách kích cầu du lịch của Việt Nam và sự gia tăng mạnh mẽ của du khách từ Hàn Quốc, Nhật Bản và châu Âu. Theo UNWTO (2024), chi tiêu trung bình của khách du lịch quốc tế trong khu vực Đông Nam Á đã tăng 18% so với 2019, và nhóm khách thu nhập cao đóng góp hơn 60% tổng doanh thu bán lẻ tại sân bay. Báo cáo của McKinsey & Company (2024) cũng chỉ ra rằng trong thập kỷ tới, thị trường châu Á có thể chứng kiến mức tăng trưởng chi tiêu ngành du lịch gấp đôi nhờ sự mở rộng của tầng lớp trung lưu và du khách cao cấp.

Châu Á đã trở thành tâm điểm của dịch vụ lưu trú nghỉ dưỡng hạng sang, với đà tăng trưởng đang hình thành.

Nguồn cung toàn cầu về lưu trú nghỉ dưỡng hạng sang,¹ theo khu vực, % đơn vị

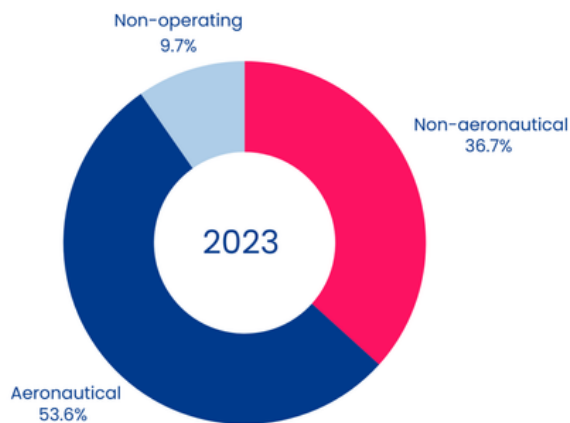


Nguồn: McKinsey

Ngành dịch vụ phi hàng không - trụ cột tăng trưởng mới và thị trường độc quyền đầy tiềm năng

Bên cạnh sự phục hồi của lưu lượng hành khách, ngành dịch vụ phi hàng không (non-aeronautical services) — bao gồm bán lẻ miễn thuế, nhà hàng, quảng cáo, cho thuê mặt bằng và suất ăn hàng không — đang trở thành trụ cột tăng trưởng mới của ngành hàng không toàn cầu. Theo báo cáo của ACI World (2024), tổng doanh thu sân bay toàn cầu đạt 146 tỷ USD, tăng 21,4% so với 2022, trong đó doanh thu phi hàng không chiếm khoảng 36,7% tổng doanh thu. Dự báo của Global Insight Services cho thấy thị trường dịch vụ phi hàng không toàn cầu sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 7,9%/năm, từ 62,2 tỷ USD (2024) lên 132,9 tỷ USD (2034). Đặc biệt, mảng bán lẻ và F&B tại sân bay chiếm tới gần 60% doanh thu non-aero, và đang được các nhà khai thác trên thế giới tập trung đầu tư để cải thiện biên lợi nhuận.

Tỷ trọng doanh thu sân bay theo loại hình dịch vụ



Nguồn: ACI World

Doanh thu ngành dự báo tăng gấp đôi vào năm 2034



Nguồn: Global Insight Services

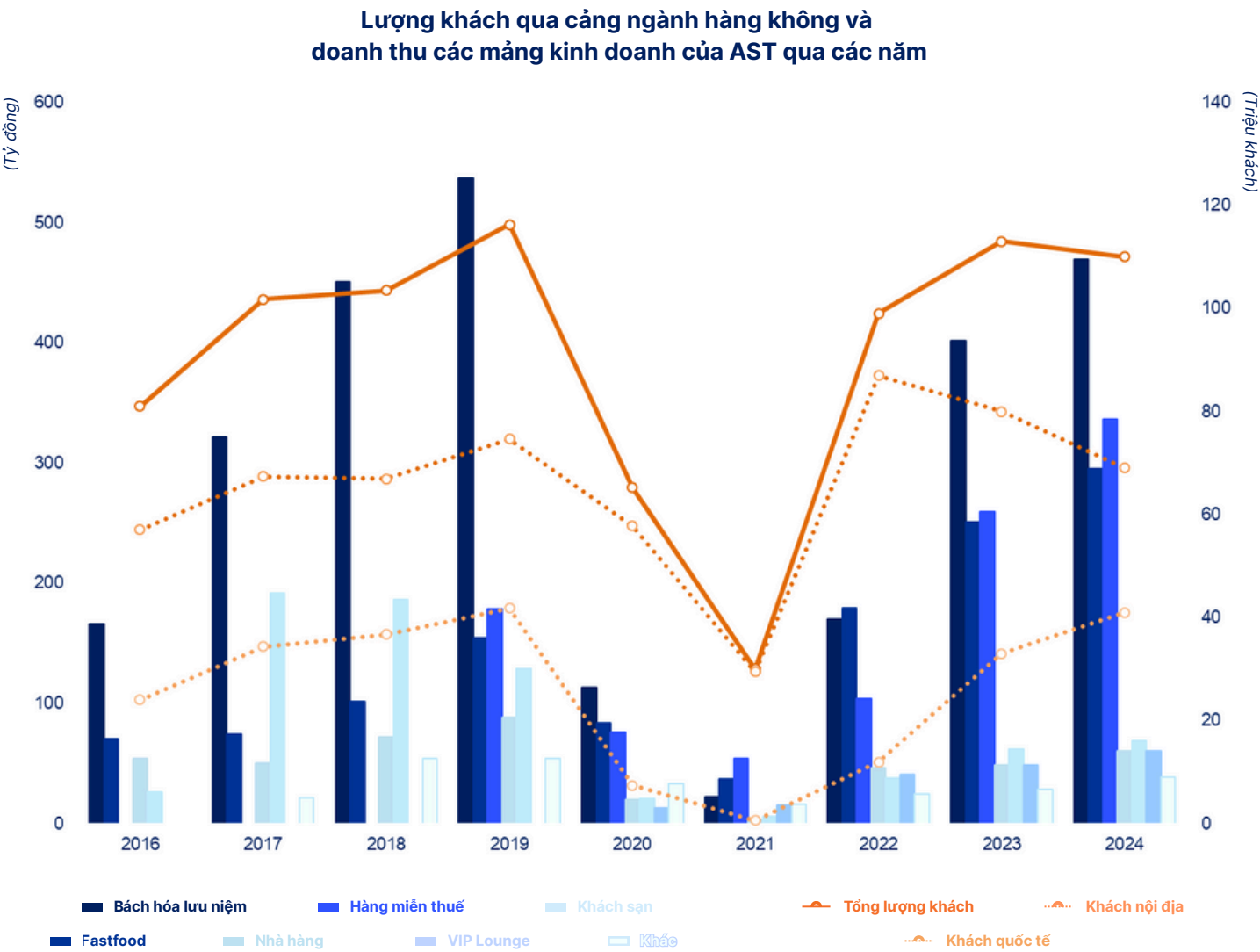
AST - ông lớn trong ngành dịch vụ phi hàng không

Trong bối cảnh đó, Taseco Airs (AST) nổi lên như doanh nghiệp Việt Nam hiếm hoi **hưởng lợi trực tiếp từ cả hai xu hướng: sự phục hồi lưu lượng hành khách và sự bùng nổ của dịch vụ phi hàng không**. AST hiện đang vận hành hàng trăm điểm bán lẻ, quầy hàng, nhà hàng và cửa hàng tiện ích tại hầu hết các sân bay lớn như Nội Bài, Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng, Cam Ranh, Chu Lai và Phú Bài. Đặc biệt, hầu hết các sân bay nằm trong quy hoạch ưu tiên mở rộng giai đoạn 2025–2030 của Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) đều có sự hiện diện của AST. Mô hình hợp tác chia sẻ doanh thu với ACV giúp công ty duy trì biên lợi nhuận ổn định, giảm thiểu rủi ro chi phí cố định và đảm bảo nguồn thu bền vững. Hơn nữa, ngành dịch vụ hàng không có **rào cản gia nhập cực cao**, giúp AST duy trì vị thế vững chắc, ít chịu cạnh tranh trực tiếp và sở hữu lợi thế dài hạn về quy mô, kinh nghiệm và quan hệ hợp tác chiến lược trong ngành.

Từ năm 2022 đến 2024, AST liên tục ghi nhận tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao nhất ngành, trở thành doanh nghiệp dẫn đầu về tốc độ phục hồi sau đại dịch, với thị phần lớn thứ hai tại Việt Nam, chỉ sau SASCO. Sự tăng trưởng này không chỉ đến từ lưu lượng hành khách mà còn từ chiến lược tái cơ cấu danh mục điểm bán, mở rộng sản phẩm F&B cao cấp và tối ưu chi phí vận hành. Cùng với đó, công ty còn đẩy mạnh hợp tác với các thương hiệu quốc tế và chuỗi bán lẻ lớn để nâng cao trải nghiệm khách hàng, phù hợp với xu hướng mà các báo cáo của ACI và McKinsey đã chỉ ra: **“Khi mức độ hài lòng khách hàng tăng 1%, doanh thu phi hàng không có thể tăng 1,5%.”**

Trong trung hạn, AST sẽ bước vào giai đoạn bứt phá mạnh khi Cảng hàng không quốc tế Long Thành giai đoạn 1 dự kiến đi vào vận hành năm 2026–2027. Đây là siêu dự án hạ tầng hàng không lớn nhất Việt Nam, được kỳ vọng đón từ 25–30 triệu lượt khách mỗi năm trong giai đoạn đầu. **AST đang là một trong những doanh nghiệp có năng lực hàng đầu** trong triển khai các hạng mục điểm bán lẻ và dịch vụ tại sân bay này, mở ra cơ hội tăng trưởng đột phá cả về quy mô lẫn doanh thu. Song song, dự án nhà máy suất ăn **VinaCS Long Thành thuộc hệ sinh thái của Taseco Airs đã được khởi vào tháng 4/2025 và dự kiến đi vào vận hành từ giữa năm 2026**, hứa hẹn bước nhảy vọt trong doanh thu và biên lợi nhuận của AST.

Mối liên kết chặt chẽ giữa lượng khách du lịch và doanh thu của AST - Bứt phá cùng du lịch Việt Nam



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

Biểu đồ thống kê lượt khách qua cảng hàng không Việt Nam và doanh thu từng mảng kinh doanh của AST từ năm 2016 đến nay cho thấy mối liên kết chặt chẽ giữa 2 biến, phản ánh một quan hệ nhân – quả mang tính cấu trúc: khi lượng khách, đặc biệt là khách quốc tế, tăng lên, nhu cầu chi tiêu tại sân bay cho mua sắm, ăn uống, phòng chờ và các dịch vụ tiện ích cũng tăng theo. Điều này phù hợp với mô hình kinh doanh hiện tại của AST nói riêng và ngành dịch vụ phi hàng không nói chung, đồng thời cũng được chứng thực bởi nhiều các nghiên cứu học thuật trên thế giới như: *“Relationship between the terminal built environment and airport retail revenue”* (Yonglei Jiang, 2024) hay *“Passenger Traffic and Non-Aeronautical Revenue: A Study on CIAL”* (Divya B, Dr. Rjayaraj, 2024) đã chứng minh **lưu lượng khách hàng qua cảng (passenger traffic) là biến số quyết định doanh thu phi hàng không** thông qua phân tích tương quan và kiểm định độ nhạy tại nhiều sân bay lớn trên thế giới. Với AST, mối quan hệ này càng rõ nét hơn bởi công ty sở hữu lợi thế cạnh tranh mạnh: thường nắm 20–30% diện tích thương mại tại các sân bay lớn, vị trí kinh doanh đắc địa: sau cổng an ninh, tại các điểm giao cắt, hoặc đối diện cửa ra máy bay – những vị trí cho phép tối ưu hóa dòng khách và nâng hiệu quả tiêu dùng trên mỗi hành khách.

Tuy nhiên, do không có thống kê chi tiết về số lượt khách thực tế đi qua từng điểm bán của AST, chúng tôi sử dụng **phương pháp thực chứng thông qua ước lượng độ nhạy doanh thu của AST với lưu lượng khách qua cảng (bao gồm khách quốc tế lẫn nội địa)**, dựa trên dữ liệu lịch sử. Phương pháp này được hỗ trợ bởi các bằng chứng học thuật và được sử dụng rộng rãi trong mô hình dự báo doanh thu phi hàng không của nhiều sân bay trên thế giới, cho phép xây dựng một mô hình dự báo doanh thu có cơ sở, phản ánh đúng động lực tăng trưởng cốt lõi của AST trong giai đoạn phục hồi du lịch và hàng không.

2. RỦI RO

Cảng hàng không	Vị trí	Công suất thiết kế ban đầu	Lưu lượng thực tế	Tình trạng	Công suất mở rộng dự kiến	Thời gian hoàn thành
Tân Sơn Nhất	TP. Hồ Chí Minh	28	39,9	Quá tải	50	T4/2025
Nội Bài	Hà Nội	25	30,0	Quá tải	30	Cuối 2025
Đà Nẵng	Đà Nẵng	14	13,5	Cận công suất	25	2030
Cam Ranh	Nha Trang	5,5	6,8	Quá tải	8	2030
Phú Quốc	Kiên Giang	4	4,2	Quá tải	10	Cuối 2026
Phú Bài	Huế	5,0	2,2	Công suất nhỏ	5	2023
Chu Lai	Quảng Nam	1,2	0,8	Công suất nhỏ	10	2030
Long Thành (GD 1)	Đồng Nai	25,0	0,0	Chưa vận hành	25	T6/2026

Các sân bay phía Nam, đặc biệt là Tân Sơn Nhất (TSN), đã hoạt động vượt công suất thiết kế ban đầu (39,9 triệu khách/năm so với công suất thiết kế 28 triệu) trong nhiều năm. Việc Long Thành (LT) Giai đoạn 1 (GD1) đi vào vận hành vào năm 2026 và Nhà ga T3 TSN hoàn thành vào năm 2025 sẽ tạo ra một hệ thống sân bay kép (Dual-Hub System) với tổng công suất lớn, nhưng cũng đặt ra bài toán chiến lược về phân chia lưu lượng hành khách (phân vai) để tối ưu hóa hiệu quả kinh doanh và dịch vụ.

- **Kịch bản A (chuyển hoàn toàn quốc tế):** TSN chuyển toàn bộ các chuyến bay quốc tế thường xuyên sang LTH; TSN chủ yếu khai thác nội địa.
- **Kịch bản B (chia đôi quốc tế – nội địa):** TSN giữ lại các chặng Quốc tế ngắn (dưới 1.000 km, như Đông Nam Á) và chủ yếu nội địa; LTH đảm nhận các chặng dài và trung chuyển.

Kịch bản A - Rủi ro cao

AST sẽ mất gần 100% doanh thu Duty Free tại TSN (trước đây đặt ở T2). Mặc dù mở rộng 20% diện tích nhà ga T3 TSN cho nhà hàng và bán lẻ cho khách nội địa (tăng 15 triệu khách/năm), nhưng biên lợi nhuận từ bán lẻ nội địa vẫn thấp hơn đáng kể so với Duty Free. AST có thể sẽ phải tính tới phương án đàm phán với ACV chuyển đổi một phần diện tích các cửa hàng miễn thuế hiện tại sang mô hình kinh doanh khác phù hợp với nhu cầu khách hàng nội địa hơn. Ngoài ra, công ty cũng cần tập trung nguồn lực đấu thầu các vị trí vàng tại nhà ga Long Thành để đón đầu làn sóng du lịch quốc tế mạnh mẽ trong thời gian tới.

Kịch bản B - Tác động vừa phải, theo dõi

Việc giữ lại được 1 lượng khách quốc tế từ các chuyến bay ngắn hạn tại TSN cho phép AST duy trì cấu trúc cửa hàng hiện tại trong những năm đầu, tuy nhiên công ty cũng cần phải xem xét các phương án phân bổ lại các cửa hàng.

Tối ưu hóa T3: Nhà ga T3 mới của TSN sẽ tối đa hóa hiệu quả bán lẻ nội địa với lưu lượng khách ổn định (ước tính 25 - 26 triệu khách nội địa/năm), tận dụng 20% diện tích mở rộng của AST để bù đắp một phần doanh thu Duty Free bị dịch chuyển với những tín hiệu tích cực từ thị trường du lịch nội địa

Dự kiến doanh thu và biên lợi nhuận của AST trong ngắn hạn sẽ bị ảnh hưởng do áp lực luân chuyển lượng khách giữa 2 sân bay là Long Thành và Tân Sơn Nhất

2. RỦI RO

Rủi ro cạnh tranh

- Sự phát triển mạnh mẽ của thương mại điện tử đã tác động rất lớn đến các kênh bán hàng truyền thống nói chung và các điểm kinh doanh của Taseco Airs nói riêng. Hiện nay, khách hàng có thể dễ dàng mua các món quà lưu niệm, đặc sản các vùng miền ngay trên kênh bán online thay vì đến trực tiếp tại các điểm bán.
- Sự gia nhập của các thương hiệu quốc tế trong lĩnh vực bán lẻ miễn thuế và ẩm thực cao cấp tại sân bay cũng có thể tạo áp lực cho Taseco Airs phải đầu tư lớn hơn vào nâng cấp hình ảnh, trải nghiệm khách hàng và chất lượng dịch vụ.

Rủi ro từ biến động trong khu vực và trên thế giới

- Hoạt động kinh doanh của Taseco Airs gắn liền với hoạt động của ngành Hàng không dân dụng và ngành du lịch, nên rất nhạy cảm và dễ bị ảnh hưởng khi xảy ra các biến động về địa chính trị, thiên tai, dịch bệnh hay các thay đổi trong chính sách thị thực, đặc biệt là với các quốc gia có lượng du khách lớn đến với Việt Nam

Rủi ro chi phí nguyên liệu và lạm phát

- Chi phí hàng hóa, nguyên vật liệu đầu vào cho các mảng F&B và suất ăn hàng không có thể biến động theo giá cả thị trường nội địa, đặc biệt trong bối cảnh giá nông sản, thực phẩm, nhiên liệu và chi phí vận chuyển tăng cao. Điều này có thể tác động trực tiếp đến biên lợi nhuận gộp của AST nếu công ty không điều chỉnh giá bán tương ứng.
- Ngoài ra, áp lực lạm phát trong nước và tăng lương cơ bản hàng năm có thể làm tăng chi phí hoạt động, nhất là khi AST đang vận hành nhiều điểm bán và thuê lượng lớn lao động dịch vụ. Nếu không kiểm soát tốt, tỷ suất lợi nhuận ròng có thể bị thu hẹp trong các năm tới.

Rủi ro khai thác, vận hành

- Mô hình kinh doanh của AST phụ thuộc nhiều vào hoạt động khai thác của các sân bay và hãng hàng không. Nếu xảy ra gián đoạn trong khai thác (do bảo trì, quá tải hoặc sự cố kỹ thuật), hoạt động kinh doanh tại điểm bán có thể bị gián đoạn, ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu.
- Việc vận hành nhiều cửa hàng tại các sân bay trải dài trên toàn quốc cũng tạo ra áp lực quản lý nhân sự và chất lượng dịch vụ, đòi hỏi hệ thống kiểm soát nội bộ chặt chẽ. Nếu không duy trì được chuẩn dịch vụ đồng nhất, hình ảnh thương hiệu AST có thể bị ảnh hưởng.

Rủi ro chính sách và hợp tác

- AST hiện có mối quan hệ hợp tác chặt chẽ với ACV và các hãng hàng không đối tác. Tuy nhiên, thay đổi trong chính sách đấu thầu, quy định thuê mặt bằng, chia sẻ doanh thu hoặc thời hạn hợp đồng có thể gây ảnh hưởng đến kế hoạch tài chính và dòng tiền của công ty.
- Ngoài ra, sự thay đổi trong quy hoạch phát triển sân bay quốc gia hoặc chậm tiến độ các dự án nâng cấp, mở rộng cũng có thể khiến AST chậm mở rộng quy mô và khai thác điểm bán mới, ảnh hưởng tới tăng trưởng doanh thu dự kiến.

Rủi ro kinh tế vĩ mô và xã hội

- Suy giảm tăng trưởng kinh tế, lạm phát cao, hoặc biến động địa chính trị toàn cầu có thể làm giảm nhu cầu du lịch và chi tiêu của hành khách, bao gồm cả nhóm khách quốc tế và khách nội địa
- Ngoài ra, thay đổi trong xu hướng tiêu dùng (ví dụ: khách hàng chuyển sang đặt mua hàng miễn thuế trực tuyến hoặc qua ứng dụng) có thể làm giảm lưu lượng mua sắm trực tiếp tại sân bay, buộc AST phải liên tục đổi mới mô hình kinh doanh để thích ứng.

V. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH:

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần của AST năm 2025 đạt 1.628 tỷ đồng (+22.4% YoY) và lãi trước thuế đạt 286,8 tỷ đồng (+12% yoy), lãi của cổ đông công ty mẹ 173,4 tỷ đồng (+16.65% YoY), tương ứng với EPS là 3,852 đồng/cổ phiếu, được hỗ trợ bởi các yếu tố chính sau:

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025

Đơn vị: Tỷ VND	2024	2025F	%YoY	Ghi chú
Doanh thu thuần	1.330	1.614	21,30%	CAGR khách quốc tế: 14% (*) CAGR khách nội địa: 4,5% (*)
Bách hóa lưu niệm	469	547	16,58%	1H.2025: Mở mới 5 cửa hàng bán lẻ
Nhà hàng & Fastfood	296	361	22,28%	1H.2025: Mở mới 5 cửa hàng thức ăn nhanh, 5 nhà hàng
Kinh doanh hàng miễn thuế	337	389	15,64%	
Quảng cáo	39	43	10,07%	
VIP Lounge	60	128	112,20%	1H.2025: 3 phòng chờ VIP mới hợp tác với Vietcombank, Techcombank và Nam Á Bank
Kinh doanh khách sạn	69	77	11,76%	
Dịch vụ phi hàng không khác	61	68	12,63%	1H.2025: Mở mới 1 điểm dịch vụ đóng gói
Lợi nhuận gộp	813,1	962,4	18,36%	
Biên lợi nhuận gộp	61,14%	59,63%		Biên lãi giảm nhẹ do các cửa hàng mới bắt đầu vận hành ổn định từ nửa sau 2025
Doanh thu tài chính	17,9	22,1	23,46%	Lợi nhuận tài chính dự kiến cải thiện đáng kể nhờ nguồn tiền mặt và dòng tiền tự do ổn định, giúp tăng thu nhập từ lãi tiền gửi.
Chi phí tài chính	4,1	5,9	45,46%	
Chi phí bán hàng	387,9	470,7	21,35%	
Chi phí QLDN	179,6	217,9	21,33%	
Lợi nhuận trước thuế	256,1	286,8	12,00%	
Lợi nhuận sau thuế	202,4	234,4	15,82%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	53,8	62,3	15,89%	
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	148,6	172,1	15,80%	

Nguồn: AST, SHS tổng hợp

(*) Chúng tôi ước tính con số trên dựa theo Quyết định số 382/QĐ-TTg về Quy hoạch hệ thống du lịch thời kỳ 2021 – 2030, tầm nhìn đến năm 2045. Số liệu về tốc độ tăng trưởng đã được làm tròn và sẽ được áp dụng đồng thời cho tất cả các mảng kinh doanh của AST.

Tổng quan và triển vọng phát triển các mảng dịch vụ của Taseco Airs giai đoạn cuối 2025 - 2027

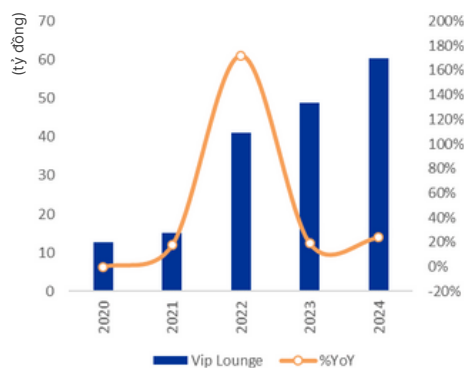
Trong giai đoạn cuối năm 2025 cho đến 2027, AST được kỳ vọng sẽ tiếp tục củng cố vị thế dẫn đầu ngành. Với dư địa phục hồi và tăng trưởng lượng khách du lịch, kết hợp với việc mở rộng mạng lưới bán lẻ liên tục trong bối cảnh các dự án nâng cấp và mở rộng sân bay liên tục được đẩy mạnh, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của AST sẽ tăng trưởng 22,4% svck trong năm FY25 và đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CARG) là 20,2% giai đoạn 2025-2027. Cụ thể:



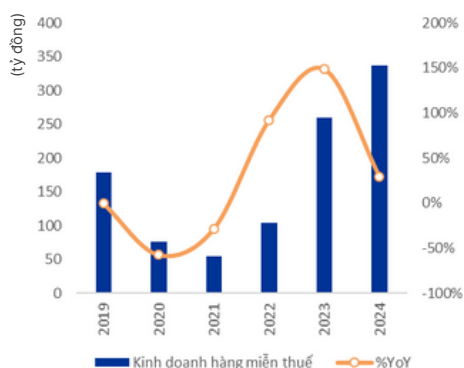
- **Mảng Bán lẻ lưu niệm:** Đây sẽ tiếp tục là nguồn doanh thu chủ lực, chiếm khoảng 30–35% tổng doanh thu phi hàng không, nhờ vị thế sẵn có tại các sân bay lớn như Nội Bài, Tân Sơn Nhất và Đà Nẵng. Dự kiến năm 2025, doanh thu nhóm bán lẻ sẽ tăng trưởng 16,58%, nhờ mở thêm 5 điểm bán mới tại các sân bay du lịch trọng điểm kết hợp với tăng trưởng lưu lượng khách quốc tế tăng, đóng góp khoảng 33,7% doanh thu



- **Mảng Nhà hàng & Fastfood:** Với việc đã triển khai thêm 5 điểm bán fastfood và 5 nhà hàng mới trong 2025 (+25,6% svck) tại Nhà ga T3, chúng tôi cho rằng mảng kinh doanh F&B có thể sẽ đạt được mức tăng trưởng ấn tượng, dự kiến tăng 22,28% svck trong 2025, chiếm 22,5% tổng doanh thu, xấp xỉ so với doanh thu mảng Kinh doanh hàng miễn thuế.



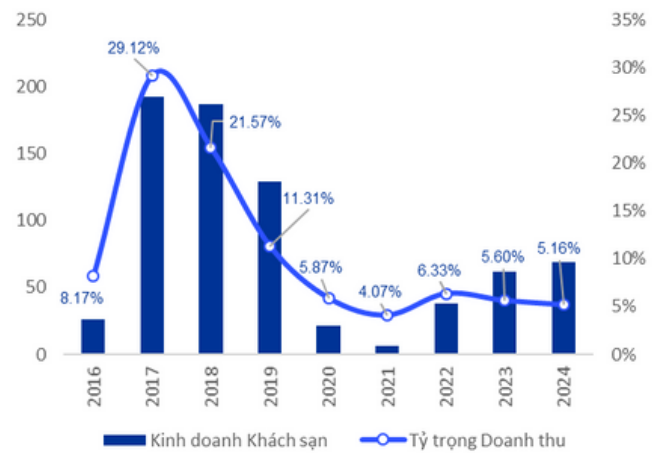
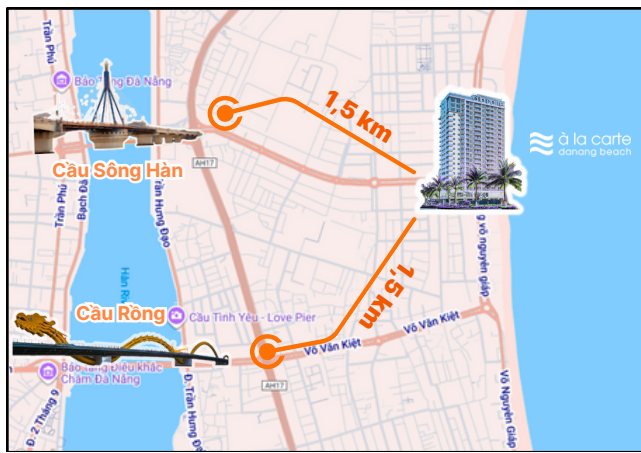
- **Mảng VIP Lounge:** Tuy mới chỉ bắt đầu vận hành từ năm 2020, phòng chờ VIP đã luôn là mảng kinh doanh đầy tiềm năng của AST. Với việc triển khai thêm 3 phòng chờ mới tại T3, cũng như khách hàng của phòng chờ chủ yếu là tệp khách VIP của ngân hàng đối tác, với nhu cầu ổn định, ít nhạy cảm về giá và khả năng chi tiêu cao, doanh thu mảng phòng chờ VIP đã ghi nhận tăng 170% svck trong nửa đầu năm 2025. Chúng tôi dự kiến với việc hoàn thiện và vận hành các hạng mục VIP Lounge theo kế hoạch cho tới cuối 2025, mức tăng trưởng có thể đạt 120% YoY, với tỷ trọng lên đến 8% từ mức 4% năm 2024.



- **Mảng Kinh doanh Hàng miễn thuế:** Đây vốn là thị trường kinh doanh vô cùng tiềm năng của AST với biên lợi nhuận khủng nhờ tập trung vào các nhóm sản phẩm cao cấp. Hiện tại, công ty vận hành 8 điểm bán tại 4 sân bay quốc tế: Nội Bài, Đà Nẵng, Tân Sơn Nhất và Phú Quốc. Mặc dù số lượng điểm bán còn hạn chế, mảng miễn thuế vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu trong năm 2024 (25%). Mặc dù chưa có các kế hoạch mở rộng số lượng cửa hàng trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng vào tiềm năng tăng trưởng của mảng này sau khi Sân bay quốc tế Long Thành hoàn thiện vào cuối năm nay. Dự kiến năm 2025, %YoY mảng hàng miễn thuế sẽ đạt 15,64%, chiếm 23,8% tỷ trọng.

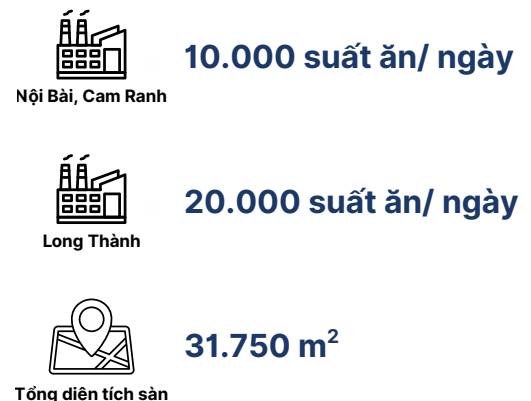
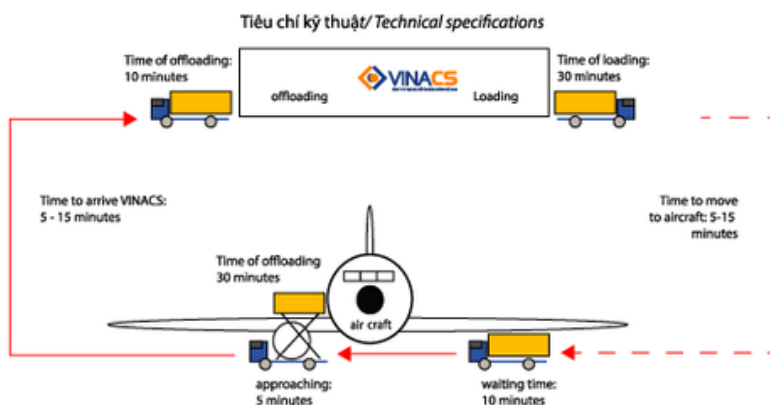
Nguồn: AST, SHS tổng hợp

- Mảng Kinh doanh dịch vụ khách sạn:** Là một trong những dự án du lịch nghỉ dưỡng đầu tiên của Taseco được đưa vào vận hành, khách sạn À La Carte Đà Nẵng, với vị trí đặc địa bậc nhất thành phố trên trục đường Võ Nguyên Giáp, bãi biển Mỹ Khê, từng là mảng kinh doanh đóng góp từ 20-30% tổng doanh thu của AST trước đại dịch Covid-19. Tuy nhiên, sau thời kỳ đại dịch, cùng với sự cạnh tranh gay gắt tại thị trường Đà Nẵng, À La Carte ghi nhận tốc độ phục hồi chậm so với các mảng kinh doanh khác của công ty (CAGR 10,8%), với doanh thu hàng năm chỉ còn khoảng 1/3 so với trước đại dịch. Dù vậy, Taseco vẫn duy trì chiến lược dài hạn phát triển chuỗi thương hiệu À La Carte, với dự án mới đây nhất là khách sạn À La Carte Hạ Long 5 sao, được phát triển và quản lý bởi công ty cùng tập đoàn Taseco Land vào năm 2023. Cộng với đà phục hồi của du lịch nội địa và quốc tế, đặc biệt là Đà Nẵng với dự báo tăng trưởng 21% YoY, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng khách sạn của Taseco Airs năm 2025 ước đạt khoảng 77 tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng 11,76% YoY.



Nguồn: AST, SHS tổng hợp

- Mảng Dịch vụ suất ăn hàng không:** Thị trường dịch vụ suất ăn hàng không hiện chỉ có 4 doanh nghiệp tham gia bao gồm CTCP Suất Ăn Hàng Không Nội Bài (NCS), CTCP Dịch Vụ Hàng Không Sân Bay Đà Nẵng (MAS) và Công ty TNHH MTV Suất Ăn Hàng Không Việt Nam (VACS), CTCP Dịch vụ Suất ăn Hàng không (VINACS). Trong 4 cái tên trên, chỉ VINACS là doanh nghiệp tư nhân với Taseco Airs chiếm tỷ lệ sở hữu 29,29%, 3 cái tên còn lại đều là doanh nghiệp có liên quan tới Vietnam Airlines. Do vậy, khả năng của VinaCS cạnh tranh với các đối thủ thuộc HVN như NCS hay MAS sẽ là tương đối khó khăn. Tuy nhiên, với việc khởi công nhà máy mới VinaCS Long Thành vào tháng 4 năm 2025 đạt công suất lên đến 20.000 suất ăn/ngày, VinaCS đang cho thấy những nỗ lực mở rộng thị phần của mình khi đã sở hữu chuỗi hệ thống phân phối dịch vụ suất ăn tại 3 sân bay quốc tế lớn tại Việt Nam: Nội Bài, Cam Ranh, và Long thành



Nguồn: VinaCS, SHS tổng hợp

VI. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU:

- Chúng tôi sử dụng hai phương pháp định giá là: phương pháp so sánh theo hệ số P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu AST.
- Phương pháp FCFF được lựa chọn nhằm phản ánh giá trị nội tại và tiềm năng tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp, đặc biệt trong bối cảnh AST đang mở rộng hoạt động tại các cảng hàng không lớn và đẩy mạnh mảng dịch vụ phi hàng không - lĩnh vực có biên lợi nhuận cao và ổn định.
- Song song đó, phương pháp P/E được áp dụng để phản ánh giá trị thị trường tương đối của AST so với các doanh nghiệp cùng ngành dịch vụ hàng không, dựa trên mức P/E bình quân lợi nhuận dự phóng trong 03 năm giai đoạn 2025 -2027. Phương pháp này giúp đối chiếu giá trị nội tại thu được từ mô hình FCFF với mặt bằng định giá thực tế trên thị trường chứng khoán Việt Nam.
- Tỷ trọng áp dụng giữa hai phương pháp trong mô hình định giá là 50% cho FCFF và 50% cho P/E.
- Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu AST được xác định ở mức khoảng 82.700 VND/cổ phiếu (làm tròn), tương ứng mức tăng khoảng 7,4% so với giá đóng cửa ngày 15/12/2025.

Kết quả định giá

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Kết quả
P/E	83.809	50%	41.905
FCFF	81.659	50%	40.830
P/E 2024			16,5
Giá mục tiêu (Làm tròn)			82.700 VND/CP
Giá hiện tại (15/12/2025)			77.000 VND/CP
Upsize			7,4%

Nguồn: SHS tổng hợp

Phương pháp P/E

Chỉ tiêu	Giá trị
LNST cổ đông công ty Mẹ bình quân (2025-2027)	220,55
P/E áp dụng (*)	17,10
EPS cơ bản (2024)	3.303
Số lượng cổ phiếu lưu hành	45 triệu cổ phiếu
Định giá P/E	83.809 VND/CP

Nguồn: AST, SHS tổng hợp

Phương pháp FCFF

Chỉ tiêu	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	3.444
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	2.938
GTDN hợp lý	3.675
Số lượng cổ phiếu lưu hành	45 triệu cổ phiếu
Định giá FCFF	81.659 VND/CP

Nguồn: AST, SHS tổng hợp

(*) Chúng tôi sử dụng giá trị bình quân P/E của P/E ngành và P/E bình quân 3 năm gần nhất của AST để đưa ra giá trị định giá là 17,1. Đây là mức P/E tương đối hợp lý để hạn chế mức độ nhiễu do sự chênh lệch giữa các doanh nghiệp trong ngành.

Các yếu tố giả định tính WACC chúng tôi sử dụng trong mô hình:

Yếu tố giả định	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro giai đoạn 2025 - 2030	3,298%
Lãi suất phi rủi ro giai đoạn 2030 trở đi	3,897%
Phần bù rủi ro đối với thị trường Việt Nam (Damodaran)	8,35%
Beta cổ phiếu AST *	0,68
Tỷ lệ chiết khấu VCSH (2025-2030)	7,73%
Tỷ lệ chiết khấu VCSH (2030 trở đi)	8,30%
WACC bình quân (2025-2030)	9,262%
WACC bình quân (2030 trở đi)	9,810%
Tốc độ tăng trưởng trong dài hạn	2%

Phân tích độ nhạy định giá DCF (Lãi suất phi rủi ro 10 năm)

g ↓ / WACC →	8,310%	8,810%	9,310%	9,810%	10,310%	10,810%	11,310%
1,0%	85.984	80.873	76.378	72.395	68.840	65.650	62.770
1,5%	92.294	86.401	81.264	76.746	72.743	69.171	65.964
2,0%	99.605	92.742	86.820	81.659	77.117	73.093	69.503
2,5%	108.178	100.091	93.193	87.241	82.052	77.489	73.446
3,0%	118.367	108.706	100.579	93.647	87.665	82.450	77.864

So sánh với doanh nghiệp cùng ngành (15/12/2025)

Công ty	Vốn hóa (tỷ VND)	Doanh thu (tỷ VND)	LN ròng (tỷ VND)	P/E	P/B	ROE%	ROA%
SASCO	4.203	1.535	106	9,21	2,50	26,80%	18,89%
NASCO	295	416	26	10,38 (**)	2,74	16,37%	9,12%
MASCO	145	181	7	20,69	3,74	18,62%	8,64%
CIAS CO	179	123	121	15,83	0,54	2,03%	1,92%
Trung bình ngành				15,24	2,38	15,96%	9,64%
AST	3.465	1.330	256	15,17	4,37	35,40%	22,29%

(*) Chúng tôi sử dụng Adjusted Beta (thay vì Raw Beta) để tính toán Chi phí vốn (Cost of Equity). Việc điều chỉnh này tuân theo phương pháp của Blume (1975) nhằm phản ánh xu hướng hồi quy về mức trung bình thị trường của hệ số Beta trong dài hạn, đảm bảo tính thận trọng cho mô hình định giá

(**) P/E của NASCO là P/E 2024 thay vì P/E TTM do dữ liệu kinh doanh tính đến Q3/2025 của NASCO hiện chưa được công bố.

PHỤ LỤC 1

Bảng cân đối kế toán				
(tỷ VND)	2023A	2024A	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	520	606	753	969
Tiền/tương đương tiền	101	135	166	237
Đầu tư ngắn hạn	240	297	356	447
Các khoản phải thu	59	63	76	95
Hàng tồn kho	101	87	126	154
Tài sản khác	20	25	30	37
Tài sản dài hạn	241	247	270	317
Tài sản cố định	120	136	149	183
Đầu tư dài hạn	69	64	64	64
Xây dựng cơ bản dở dang	0	1	0	0
Tài sản khác	52	46	56	70
Tổng tài sản	761	853	1.023	1.286
Nợ ngắn hạn	171	234	282	352
Phải trả ngắn hạn	61	70	87	109
Người mua trả tiền trước	3	9	7	9
Vay nợ ngắn hạn	24	46	56	70
Nợ ngắn hạn khác	83	109	131	164
Nợ dài hạn	2	1	1	1
Vay nợ dài hạn	2	1	1	1
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả	174	235	283	353
Vốn chủ sở hữu	505	526	586	698
Vốn góp	450	450	450	450
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	55	76	136	248
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	82	92	154	235
Tổng nợ và vốn CSH	761	853	1.023	1.286

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
(tỷ VND)	2023A	2024A	2025F	2026F
LCTT từ HĐ kinh doanh	261	232	326	380
LCTT từ HĐ đầu tư	0	-98	-157	-161
LCTT từ HĐ tài chính	-25	-103	-99	-99
LCTT trong kỳ	28	31	71	120
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	73	101	135	166
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	101	135	166	237

Báo cáo kết quả kinh doanh				
(tỷ VND)	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu	1.100	1.330	1.614	2.013
Giá vốn hàng bán	460	517	651	797
Lợi nhuận gộp	639	813	962	1.215
Chi phí BH và QLDN	482	568	689	859
Lợi nhuận hoạt động	158	246	274	357
Doanh thu tài chính	17	18	22	28
Chi phí tài chính	5	4	6	7
Lợi nhuận khác	8	4	5	6
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0,2	-3,2	-3,2	-3,2
Lợi nhuận trước thuế	178	256	287	374
Thuế TNDN	27	54	52	68
Lợi nhuận sau thuế	151	202	234	306
Lợi ích cổ đông thiểu số	35	54	62	81
LNST của cty mẹ	116	149	172	225
% Biên LNST	13,7%	15,2%	14,5%	15,2%
EPS (VND)	2.568	3.303	3.826	4.989

Các chỉ số tài chính				
(tỷ VND)	2023A	2024A	2025F	2026F
Chỉ số định giá				
SLCP lưu hành (triệu cp)	45	45	45	45
EPS (VND)	2.568	3.303	3.826	4.989
Chỉ số sinh lời				
Biên LN gộp	58,1%	61,1%	59,6%	60,4%
Biên LN ròng	10,5%	11,2%	10,7%	11,2%
ROE	33,5%	39,2%	42,1%	47,6%
ROA	22,5%	25,1%	25%	26,5%

Chỉ số đòn bẩy (lần)				
Chỉ số thanh toán lãi vay	95,1	111,6	49,2	51,8
Tỷ số nợ vay/tổng tài sản	3,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Tỷ số nợ vay/VCSH	4,5%	7,6%	7,7%	7,6%
H.số TT hiện hành	3,0	2,6	2,7	2,8
H.số thanh toán nhanh	2,3	2,1	2,1	2,2

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Nguyen Minh Hanh
Head of Research
Hanh.nm@shs.com.vn

Pham Cao Duy
Research Analyst
duy.pc@shs.com.vn

Tất cả những thông tin, dữ liệu và phân tích trong tài liệu này đã được thu thập, tổng hợp và xử lý một cách cẩn trọng tại thời điểm công bố. Tuy nhiên, SHS Research và tác giả không cam kết tính đầy đủ, chính xác tuyệt đối hay cập nhật liên tục của các thông tin được sử dụng. Mọi nội dung trình bày hoàn toàn không đại diện cho quan điểm chính thức của Công ty Cổ Phần Chứng Khoán SHS, trừ khi có ghi rõ.

Các quan điểm, mô hình và nhận định trong báo cáo phản ánh đánh giá chuyên môn độc lập của nhóm phân tích tại thời điểm viết, dựa trên các giả định cụ thể về bối cảnh kinh tế, chính sách và thị trường. Báo cáo này không cấu thành khuyến nghị đầu tư, lời mời gọi giao dịch, hay cam kết hiệu quả tài chính đối với bất kỳ loại tài sản nào, bao gồm nhưng không giới hạn ở cổ phiếu, trái phiếu, ngoại tệ, hàng hóa, bất động sản hoặc các sản phẩm tài chính phái sinh.

Các nội dung trong báo cáo cũng không phải là tài liệu tư vấn chính sách chính thức, và không nhằm thay thế cho đánh giá độc lập của các cơ quan hoạch định hoặc các tổ chức ra quyết định điều hành kinh tế. Mọi phân tích về chính sách công chỉ mang tính tham khảo về mặt logic truyền dẫn và kịch bản giả định, không mang tính chỉ đạo hay phản biện chính sách cụ thể.

Chúng tôi khuyến nghị người đọc dù là nhà đầu tư tổ chức, cá nhân hay cán bộ hoạch định chính sách cần tự đánh giá độ phù hợp của thông tin với mục tiêu sử dụng, khẩu vị rủi ro, và bối cảnh pháp lý/kinh tế tại thời điểm xem xét. Các dự báo trong báo cáo mang tính mô hình, có thể thay đổi đáng kể khi các yếu tố đầu vào hoặc định hướng chính sách thay đổi.

Tài liệu này không được sử dụng để xây dựng hồ sơ chào bán chứng khoán, truyền thông tiếp thị sản phẩm tài chính, hoặc làm căn cứ pháp lý nếu không có phê duyệt rõ ràng từ Công ty Cổ Phần Chứng Khoán SHS.

Mọi hành vi sao chép, chia sẻ, trích dẫn một phần hoặc toàn bộ báo cáo cần tuân thủ quy định về bản quyền.

MỌI THÔNG TIN XIN VUI LÒNG LIÊN HỆ

Trung tâm 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 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 Hà Nội

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

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Email: contact@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