

CÔNG TY CỔ PHẦN DỊCH VỤ HÀNG KHÔNG TASECO (HSX: AST)
Đặng Đăng Khoa

Chuyên viên phân tích

 Email: khoadd@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext : 7581

Giá thị trường:

63.200

Khuyến nghị

Giá mục tiêu:

77.400
MUA

Chênh lệch:

+22,5%

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Diễn biến giá cổ phiếu AST và VNINDEX

Thông tin giao dịch
24/06/2025

Giá hiện tại (đồng/cp) 63.200

Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp) 66.900

Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp) 47.400

Số lượng CP niêm yết (triệu cp) 45,0

Số lượng CP lưu hành (triệu cp) 45,0

KLGD bình quân 30 ngày (cp) 37.610

Vốn điều lệ (tỷ đồng) 450

Vốn hóa (tỷ đồng) 2.700

P/E trailing 12 tháng (lần) 16,04

EPS trailing 12 tháng (đồng/cp) 3.741

Tổng quan doanh nghiệp

Tên CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco

Địa chỉ Tòa N02 – T1, khu Đoàn Ngoại giao, đường Xuân Tảo, quận Bắc Từ Liêm, Hà Nội

Doanh thu chính Dịch vụ phi hàng không

Lợi thế cạnh tranh Thương hiệu và mạng lưới cửa hàng khắp cả nước

Rủi ro chính Kết quả đấu thầu tại CHKQT Long Thành Nội Bài

MỞ RỘNG QUY MÔ TẠI NHÀ GA T3 TÂN SƠN NHẤT

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu AST với mức giá mục tiêu là **77.400** đồng/cp, cao hơn **+22,5%** so với giá đóng cửa ngày 24/06/2025, dựa trên kết quả định giá bằng phương pháp so sánh P/E. ([Chi tiết](#))

TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2025F

➤ Chúng tôi dự phóng doanh thu của AST trong năm 2025 đạt **1.722 tỷ VND (+29,5% YoY)** nhờ: (1) Tăng ~20 điểm kinh doanh (+17,7% YoY) chủ yếu nhờ mở mới tại nhà ga T3 – CHKQT Tân Sơn Nhất; (2) Doanh thu/điểm bán của các mảng dự kiến tăng trưởng nhờ triển vọng gia tăng: (1) Lượng khách du lịch quốc tế (+16,9% YoY) và nội địa (+8,0% YoY) và (2) Nhu cầu tiêu dùng tại sân bay bởi các thị trường gửi khách chính đến Việt Nam có mức chi tiêu tiêu dùng cao ([Chi tiết](#)).

➤ Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của AST trong năm 2025 đạt **294 tỷ VND (+45,4% YoY)**, tương đương biên LNST đạt **17,3%**, tăng **2,1 đpt YoY** ([Chi tiết](#)). Cụ thể:

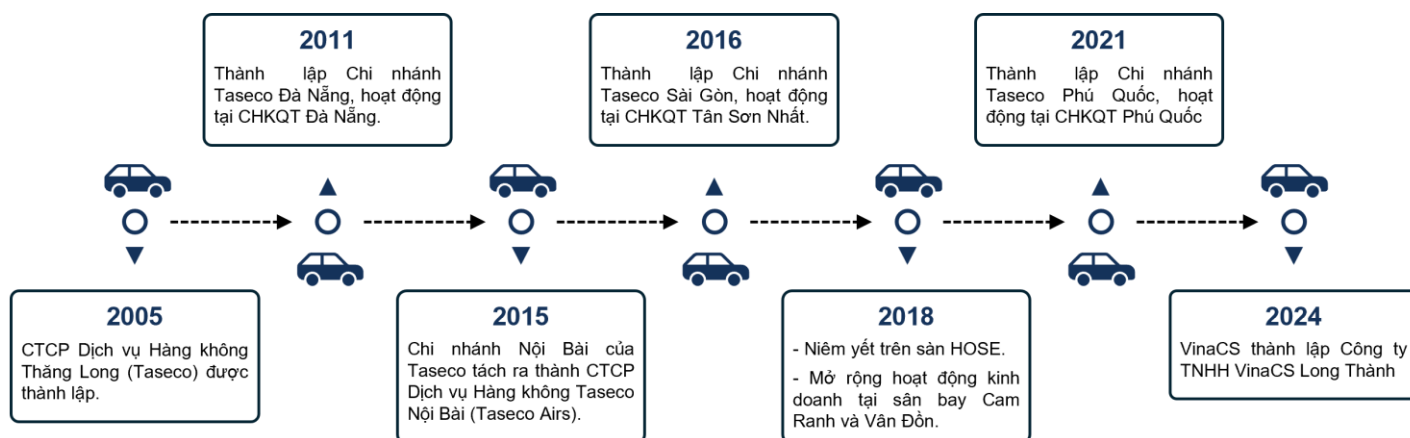
- **Lợi nhuận gộp đạt 1.076 tỷ VND (+32,4% YoY)**, tương ứng biên lợi nhuận gộp đạt 62,5%, tăng 1,4 đpt YoY nhờ tăng trưởng lượng khách quốc tế bởi giá bán cao hơn tại các nhà ga quốc tế so với nhà ga nội địa với cùng loại sản phẩm.
- **Chi phí bán hàng đạt 517 tỷ đồng (+33,4% YoY)**, tương đương 30,1% doanh thu thuần, tăng 0,9 đpt YoY. Chi phí thuê mặt bằng (~46,9% trong CPBH) dự phóng tăng +43,7% YoY do nâng tỷ lệ số lượng điểm kinh doanh trả phí mặt bằng theo hình thức chia sẻ doanh thu từ 95% lên 100% và mức chia sẻ doanh thu cao hơn (ước tính từ 1 – 3 đpt) của các điểm mới tại nhà ga T3 do sở hữu vị trí thuận lợi.

YẾU TỐ THEO DÕI

➤ **Kết quả đấu thầu các điểm kinh doanh tại Cảng Hàng không Quốc tế (CHKQT) Long Thành và nhà ga T2 – CHKQT Nội Bài:** Triển vọng của AST phụ thuộc vào khả năng đấu thầu các điểm kinh doanh tại các nhà ga mới bởi: (1) Số lượng điểm kinh doanh được đấu thầu lớn; (2) Có thể đấu thầu được các điểm kinh doanh có vị trí thuận lợi ([Chi tiết](#)).

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

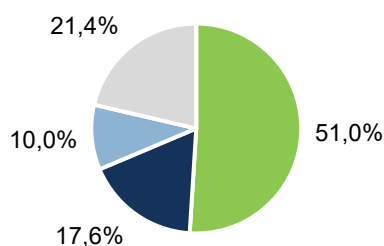
1. Lịch sử hình thành và phát triển



Nguồn: AST, FPTS tổng hợp

2. Cơ cấu cổ đông của AST

Cơ cấu cổ đông AST khá cô đặc (06/2025)



■ CTCP Tập đoàn Taseco ■ PENM IV ■ STIC Investment ■ Khác

Cơ cấu cổ đông của AST khá cô đặc với 51,0% cổ phần thuộc sở hữu của công ty mẹ là CTCP Tập đoàn Taseco. Các cổ đông lớn khác bao gồm 2 quỹ đầu tư nước ngoài là PENM IV và STIC Investment lần lượt sở hữu 17,6% và 10,0% cổ phần của AST.

Nguồn: ACV, FPTS tổng hợp

3. Cơ cấu tổ chức

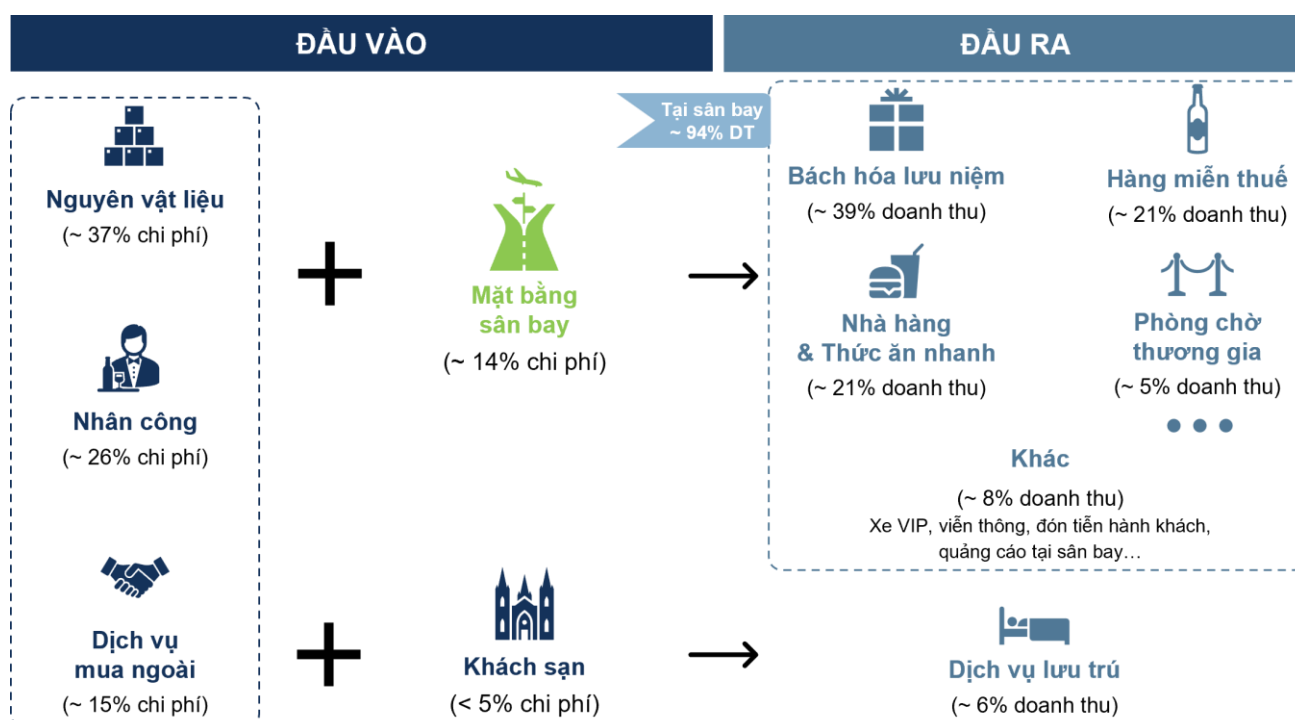
AST đầu tư vào 6 công ty con và 1 công ty liên kết, hoạt động trong cả 2 lĩnh vực là các dịch vụ phi hàng không (bán hàng lưu niệm, dịch vụ ăn uống, bán hàng miễn thuế, quảng cáo,...) tại sân bay và dịch vụ lưu trú ngoài sân bay. Khác với các công ty con, công ty liên kết của AST là CTCP Dịch vụ Suất ăn Hàng không Việt Nam (VinaCS) hoạt động sản xuất suất ăn phục vụ cho các hãng hàng không đối tác.

DỊCH VỤ HÀNG KHÔNG	DỊCH VỤ PHI HÀNG KHÔNG	
CTCP Dịch vụ Suất ăn Hàng không Việt Nam <i>Tỷ lệ sở hữu: 29%</i> Hoạt động cung cấp suất ăn cho các hãng hàng không đối tác.	CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco Đà Nẵng <i>Tỷ lệ sở hữu: 99,9%</i> Dịch vụ khách sạn và dịch vụ phi hàng không tại miền Trung.	CTCP Đầu tư Truyền thông Taseco <i>Tỷ lệ sở hữu: 99,9%</i> Quản lý mảng dịch vụ quảng cáo tại sân bay.
	CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco Sài Gòn <i>Tỷ lệ sở hữu: 65%</i> Hoạt động dịch vụ phi hàng không tại miền Nam.	CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco Phú Quốc <i>Tỷ lệ sở hữu: 65%</i> Hoạt động dịch vụ phi hàng không tại Phú Quốc.
	Công ty TNHH Hàng miễn thuế Jalux Taseco <i>Tỷ lệ sở hữu: 51%</i> Hợp tác với Tập đoàn Jalux (Nhật Bản) kinh doanh hàng miễn thuế.	CTCP Dịch vụ Hà Linh <i>Tỷ lệ sở hữu: 51%</i> Vận hành chuỗi dịch vụ ăn uống thương hiệu Sky tại sân bay.

Nguồn: AST, FPTs Research

4. Chuỗi giá trị và hoạt động sản xuất kinh doanh

4.1. Chuỗi giá trị của AST

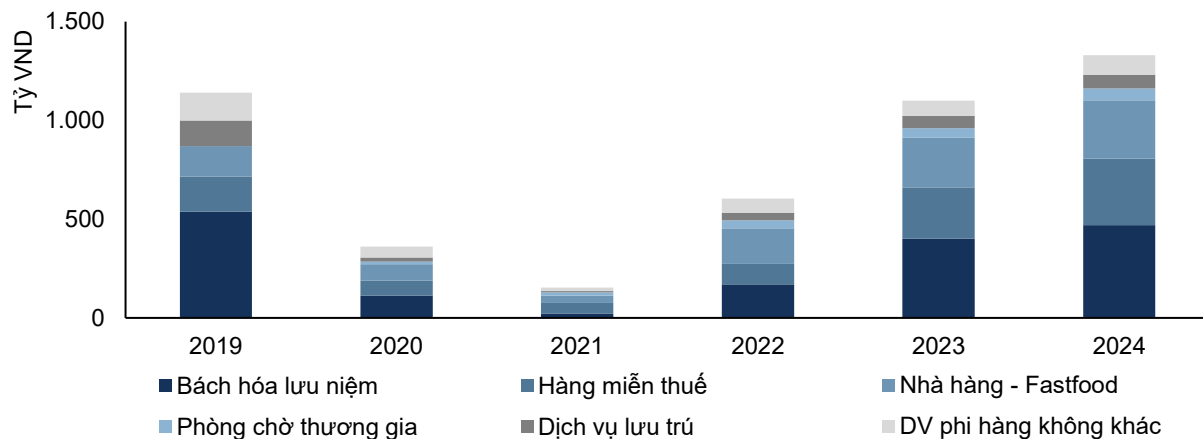


Nguồn: AST, FPTs tổng hợp

AST hoạt động kinh doanh chính trong lĩnh vực dịch vụ phi hàng không tại sân bay (~94% doanh thu), gồm bán hàng bách hóa lưu niệm, hàng miễn thuế, dịch vụ nhà hàng, phòng chờ thương gia, v.v. Để mở rộng quy mô, AST phải đấu thầu các điểm kinh doanh tại các nhà ga hành khách thuộc quản lý của các cảng hàng không. Nhìn chung, dư địa tại các nhà ga hành khách đang vận hành khá hạn chế do AST chỉ có thể đấu thầu khi có đơn vị không tiếp tục tái ký hợp đồng hoặc có quy hoạch bổ sung thêm các điểm kinh doanh mới (vị trí kém thuận tiện hơn). Với mảng dịch vụ lưu trú ngoài sân bay (~6% doanh thu), AST thuê khách sạn từ Tập đoàn Taseco (công ty mẹ của AST) để kinh doanh với cam kết hợp đồng không hủy ngang, thời hạn thuê được tính 3 năm 1 lần.

Giai đoạn 2019 – 2024, mảng bán hàng miễn thuế và dịch vụ nhà hàng – fastfood của AST đã tăng trưởng trở lại sau đại dịch (2019) nhờ gia tăng số lượng điểm kinh doanh và cải thiện doanh thu trên mỗi cửa hàng với mảng hàng miễn thuế. Trong khi đó, mảng bách hóa lưu niệm vẫn còn chậm phục hồi do sức mua của hành khách tại sân bay vẫn còn ở mức thấp so với trước dịch.

Doanh thu mảng bán hàng miễn thuế và dịch vụ nhà hàng – fastfood tăng trưởng trở lại sau dịch



Nguồn: AST, FPTS tổng hợp

II. KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH Q1/2025

Nhìn chung trong Q1/2025, **doanh thu và lợi nhuận sau thuế của AST ghi nhận mức tăng trưởng tốt**, lần lượt tăng +13,3% YoY và +47,3% YoY nhờ tăng trưởng lượng khách du lịch và cải thiện biên lợi nhuận gộp nhờ tăng tỷ trọng du khách quốc tế.

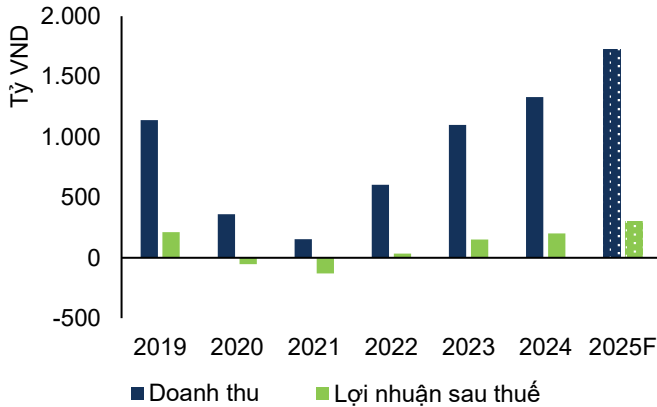
Kết quả hoạt động kinh doanh Q1/2025 của AST

Đơn vị: Triệu đồng	Q1/2025	YoY	%KH	Diễn giải
Doanh thu thuần	385.846	+13,3%	24,0%	Doanh thu thuần Q1/2025 của AST tăng +13,3% YoY chủ yếu nhờ lượng khách du lịch quốc tế và nội địa lần lượt tăng trưởng +29,6% YoY và +18,3% YoY.
Lợi nhuận gộp	243.539	+17,5%		Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 60,8% lên 63,0%, nhờ tăng trưởng lượng du khách quốc tế đến Việt Nam bởi giá bán cao hơn tại các sân bay quốc tế.
% <i>Biên lợi nhuận gộp</i>	63,0%	+1,2 <i>điểm</i>		
Chi phí bán hàng	110.760	+12,7%		Chi phí nhân công chỉ tăng thấp hơn doanh thu +8,1% YoY nhờ đã các điểm kinh doanh cũ đã đủ số lượng nhân viên bán hàng.
% <i>Chi phí bán hàng/DTT</i>	29,0%			
Chi phí quản lý doanh nghiệp	48.936	+1,6%		
% <i>Chi phí quản lý/DTT</i>	12,7%			
EBIT	82.842	+38,1%		
Lợi nhuận trước thuế	89.008	+41,4%	29,7%	
Lợi nhuận sau thuế	73.773	+47,3%		

Nguồn: AST, FPTS tổng hợp

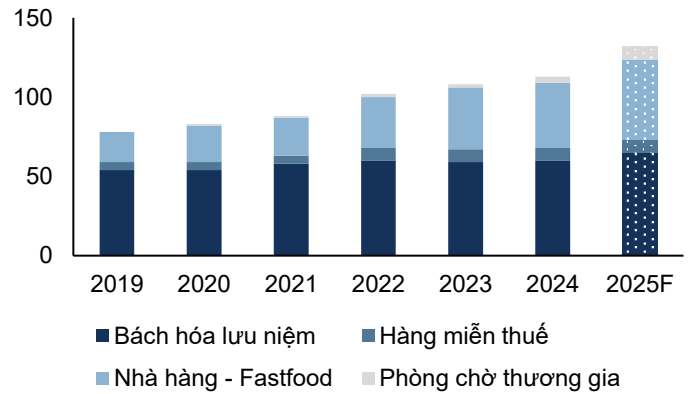
III. TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2025F

Dự phóng doanh thu và LNST tăng trưởng nhờ mở rộng mô và triển vọng ngành du lịch



Nguồn: AST, FPTS dự phóng

Mở rộng số điểm kinh doanh nhanh, chủ yếu tại nhà ga T3 – CHKQT Tân Sơn Nhất

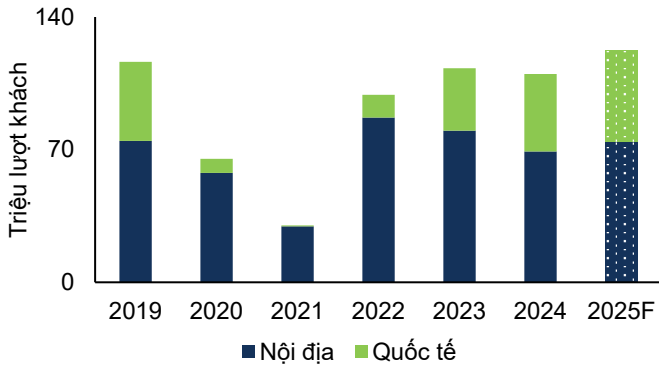


Nguồn: AST, FPTS dự phóng

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của AST năm 2025 lần lượt đạt 1.722 tỷ đồng (+29,5% YoY và đạt 108% KH2025) và 298 tỷ đồng (+47,5% YoY), nhờ: (1) Mở mới ~20 điểm kinh doanh (+17,3% YoY), chủ yếu tại nhà ga T3 – CHKQT Tân Sơn Nhất; (2) Doanh thu trên/điểm kinh doanh được thúc đẩy bởi triển vọng tăng trưởng khách du lịch với đóng góp lớn đến từ sức chi tiêu cao của du khách quốc tế.

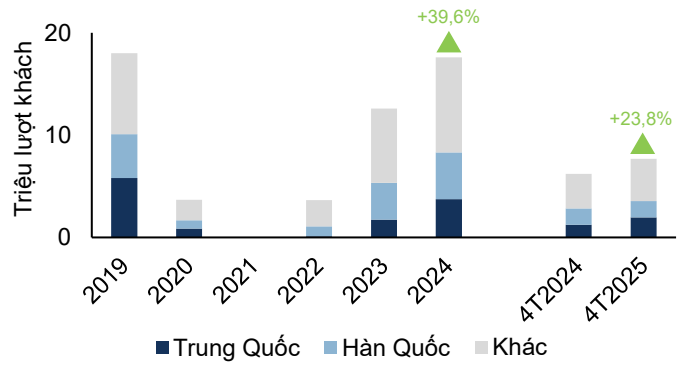
Triển vọng tích cực từ lượng khách du lịch và nhu cầu tiêu dùng tại sân bay gia tăng nhờ sức chi tiêu cao của khách quốc tế

Triển vọng tăng trưởng tích cực từ khách du lịch hàng không nội địa và quốc tế



Nguồn: ACV, FPTS dự phóng

Tăng trưởng du khách quốc tế 4T2025 được thúc đẩy bởi thị trường Trung Quốc



Nguồn: Cục Du lịch quốc gia Việt Nam, FPTS tổng hợp

Về lượng hành khách hàng không, chúng tôi dự phóng lượng khách quốc tế và nội địa qua các cảng hàng không của Việt Nam năm 2025 lần lượt đạt 47,9 triệu lượt khách (+16,9% YoY) và 74,5 triệu lượt khách (+8,0% YoY) nhờ triển vọng ngành du lịch. Cụ thể:

- **Quốc tế:** Chúng tôi dự phóng lượng du khách quốc tế đến Việt Nam trong năm 2025 đạt 22,5 triệu khách (+27,9% YoY) nhờ sự phục hồi lượng du khách từ thị trường Trung Quốc và cải thiện trong chính sách thị thực của Việt Nam. Với thị trường Trung Quốc, trong 4T2024, lượng du khách Trung Quốc đến Việt Nam khoảng 1,95 triệu lượt (+56,7% YoY), đạt 114% svck năm 2019 (cả năm 2024 chỉ đạt 64%) nhờ: (1) Các hãng hàng không nối lại các tuyến đường bay giữa Việt Nam và Trung Quốc; (2) Cục Du lịch Quốc gia Việt Nam tổ chức các chương trình giới thiệu văn hóa, quảng bá du lịch tại Trung Quốc nhằm đưa khách du lịch Trung Quốc trở lại Việt Nam.

Việt Nam nới chính sách thị thực để thúc đẩy du lịch

	2019	2025 *
Số quốc gia miễn thị thực	22	29
Số quốc gia áp dụng thị thực điện tử	80	257
Thời hạn thị thực điện tử	15 – 30	30 – 90

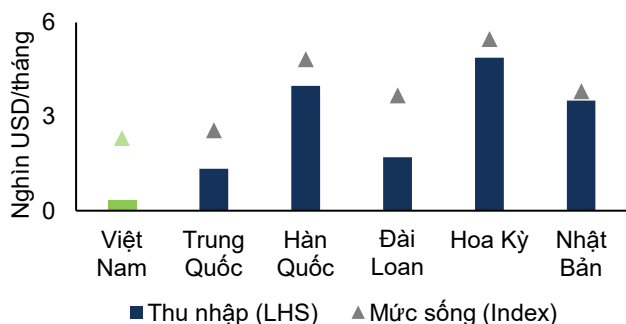
* Theo Luật số 23/2023/QH15 (2023), Nghị quyết 44/NQ-CP (2025) và Nghị quyết 11/NQ-CP (2025) và các hiệp định miễn thị thực song phương của Việt Nam.

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Về chính sách thị thực, chính phủ thực hiện nhiều thay đổi tích cực trong chính sách thị thực để thu hút khách du lịch quốc tế sau đại dịch: (1) Miễn thị thực cho ~29 quốc gia, tăng 7 quốc gia so với năm 2019; (2) Theo Luật số 23/2023/QH15, áp dụng thị thực điện tử cho tất cả các quốc gia và vùng lãnh thổ; (3) Gia tăng thời hạn cư trú ở Việt Nam với hình thức thị thực điện tử, từ tối đa 30 ngày lên tối đa 90 ngày.

- **Nội địa:** Chúng tôi dự phóng lượng khách du lịch nội địa trong năm 2025 đạt 122,9 triệu khách (+11,7% YoY) chủ yếu nhờ nhu cầu du lịch gia tăng nhờ các sự kiện kỷ niệm lớn của Việt Nam và gia tăng công suất khai thác của các hãng hàng không Việt Nam¹. Năm 2024, lượng khách du lịch nội địa tăng +1,7% YoY, nhưng lượng hành khách nội địa qua các cảng hàng không giảm -13,8% YoY do giảm 15 tàu bay trong 1H2025 bởi một số hãng hàng không nội địa tái cơ cấu làm giảm công suất khai thác. Chúng tôi dự phóng lượng khách hàng không nội địa sẽ được thúc đẩy bởi gia tăng công suất khai thác của các hãng hàng không Việt Nam với 19 tàu bay được bổ sung kể từ cuối T6/2024.

Du khách quốc tế có mức chi tiêu cao nhờ có thu nhập và mức sống cao hơn



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Về nhu cầu tiêu dùng tại sân bay, chúng tôi đánh giá nhu cầu được thúc đẩy bởi triển vọng tăng trưởng lượng hành khách hàng không quốc tế. Chúng tôi cho rằng giá cả không ảnh hưởng nhiều đến quyết định tiêu dùng tại sân bay đối với khách quốc tế khi các thị trường gửi khách du lịch chính đến Việt Nam như Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan, Mỹ và Nhật Bản có mức thu nhập cao hơn Việt Nam từ 4 – 10 lần và chi phí sinh hoạt cao hơn ~2 lần.

1. Doanh thu – Triển vọng mở rộng số lượng điểm kinh doanh và gia tăng doanh thu/điểm kinh doanh nhờ gia tăng lượng du khách quốc tế và nội địa (Quay về nội dung chính)

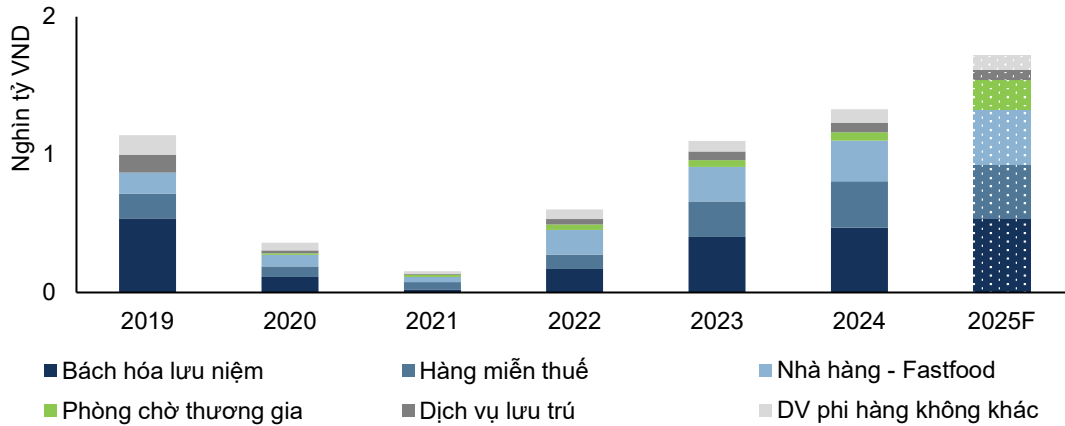
Năm 2025, chúng tôi đánh giá mảng dịch vụ phòng chờ thương gia đóng góp lớn nhất trong tăng trưởng doanh thu, đạt 221 tỷ đồng (+266,5% YoY). Doanh thu các mảng dịch vụ nhà hàng – fastfood, hàng miễn thuế và bách hóa lưu niệm lần lượt đạt 399 tỷ đồng (+35,0% YoY), 387 tỷ đồng (+14,9% YoY) và 539 tỷ đồng (+14,8% YoY).

¹ Chỉ có các hãng hàng không Việt Nam mới được khai thác mạng đường bay nội địa.

Tóm tắt các mảng hưởng lợi từ xu hướng thúc đẩy khách du lịch

Hưởng lợi từ	Bách hóa lưu niệm	Nhà hàng - Fastfood	Hàng miễn thuế	Phòng chờ thương gia
Khách quốc tế	✓	✓	✓	
Khách nội địa	✓	✓		✓

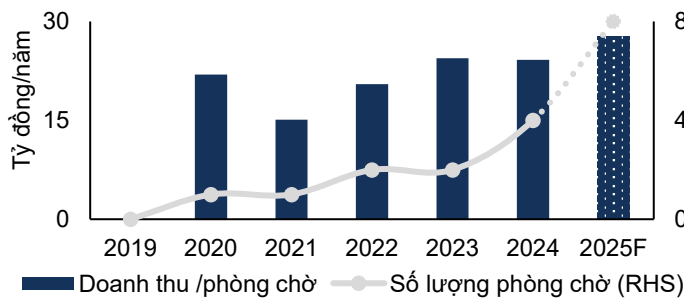
Nguồn: FPTTS tổng hợp

Động lực tăng trưởng doanh thu 2025 chủ yếu đến từ mảng dịch vụ phòng chờ và nhà hàng - fastfood


Nguồn: AST, FPTTS dự phóng

1.1. Mảng dịch vụ phòng chờ thương gia (~5% doanh thu) – Tăng trưởng nhanh nhờ gia tăng hợp tác với các ngân hàng mới

Các phòng chờ cao cấp được AST cung cấp không gian nghỉ ngơi tiện nghi, sang trọng và các dịch vụ đặc biệt dành cho các hành khách ưu tiên. AST hợp tác phục vụ riêng cho các khách hàng ưu tiên của ngân hàng như Vietcombank (từ năm 2020), Nam Á Bank (2024) và Techcombank (2025).

Số lượng phòng chờ và doanh thu mỗi phòng chờ điều chỉnh của AST


* Doanh thu/cửa hàng được điều chỉnh cho thời gian các phòng chờ mới đi vào hoạt động trong năm.

Nguồn: AST, FPTTS tổng hợp

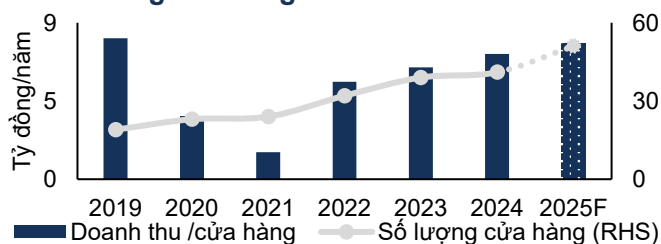
Giai đoạn năm 2020 – 2024, doanh thu/phòng chờ của AST có tốc độ tăng trưởng CAGR = +2,4% nhờ lượng hành khách hàng không nội địa phục hồi sau đại dịch bởi các phòng chờ hợp tác đều đặt tại các nhà ga quốc nội. Năm 2024, doanh thu/phòng AST giảm -1,0% do lượng hành khách nội địa qua các cảng hàng không giảm -13,8% YoY ảnh hưởng từ các hãng hàng không nội địa giảm công suất khai thác.

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng phòng chờ thương gia của AST năm 2025 sẽ đạt 221 tỷ đồng (+265,5% YoY), nhờ: (1) AST mở thêm 4 phòng chờ thương gia (+100% YoY), gồm 2 phòng chờ hợp tác với Techcombank, 1 phòng chờ hợp tác với Vietcombank và 1 phòng chờ hợp tác với Nam Á Bank dự kiến đưa vào vận hành trong Q2/2025; (2) Doanh thu/phòng chờ của AST dự phóng đạt 27,7 tỷ đồng/năm (+14% YoY) hưởng lợi từ triển vọng tăng trưởng khách du lịch nội địa ([Triển vọng ngành du lịch Việt Nam](#)) và gia tăng từ mức nền thấp năm 2024.

1.2. Mạng nhà hàng - fastfood (~21% doanh thu)– Triển vọng tích cực từ mở rộng các điểm kinh doanh nhưng danh mục sản phẩm còn hạn chế

AST vận hành nhiều loại cửa hàng khác nhau thuộc thương hiệu Lucky và Sky, cung cấp các dịch vụ ăn uống như nhà hàng sang trọng, cửa hàng thức ăn nhanh, nước giải khát, bánh ngọt và các món ăn truyền thống của Việt Nam. Về danh mục các sản phẩm ăn uống, chúng tôi nhận thấy AST có danh mục sản phẩm kém đa dạng hơn một số đối thủ cạnh tranh tại các nhà ga sân bay.

Số lượng cửa hàng và doanh thu mỗi cửa hàng mạng nhà hàng – fastfood của AST



Nguồn: AST, FPTS tổng hợp

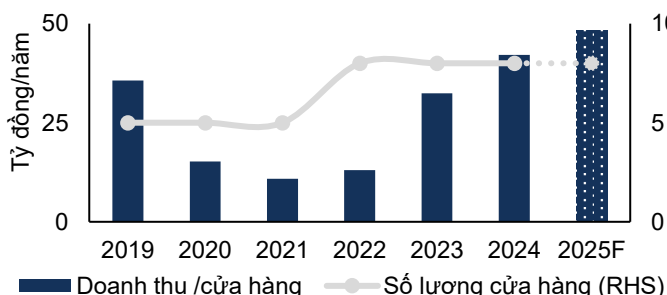
Giai đoạn 2019 – 2024, mảng dịch vụ nhà hàng – fastfood của AST đã gần phục hồi hoàn toàn sau đại dịch khi doanh thu/cửa hàng đạt 96,4% mức năm 2019. Nguyên nhân do sức mua của hành khách tại các sân bay vẫn đang ở mức thấp khi chỉ số niềm tin của người tiêu dùng ở các thị trường chính gửi khách quốc tế đến Việt Nam vẫn đang ở mức thấp so với trước đại dịch ([Phụ lục 1: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng \(CCI\) của các thị trường gửi du khách đến Việt Nam](#)).

Chúng tôi dự phóng doanh thu mạng nhà hàng – fastfood năm 2025 của AST đạt 399 tỷ đồng (+35,0% YoY), nhờ: (1) Mở mới ~10 điểm kinh doanh (+24,4% YoY), chủ yếu tại nhà ga T3 – CHKQT Tân Sơn Nhất; (2) Doanh thu/cửa hàng mạng nhà hàng – fastfood năm 2025 đạt 7,8 tỷ đồng/năm (+8,5% YoY) nhờ [triển vọng ngành du lịch Việt Nam](#).

1.3. Mạng kinh doanh hàng miễn thuế (~21% doanh thu) – Số điểm bán tăng chậm do cửa hàng chỉ được đặt tại khu vực cách ly² nhà ga quốc tế

Hệ thống cửa hàng miễn thuế Jalux (AST hợp tác với Tập đoàn Jalux của Nhật Bản) được đặt khu vực cách ly tại các nhà ga quốc tế của các sân bay dành cho các hành khách xuất cảnh hoặc quá cảnh. Mạng hàng miễn thuế của AST có doanh thu/cửa hàng lớn nhờ cung cấp các sản phẩm cao cấp như rượu, thuốc lá, mỹ phẩm,...

Số lượng cửa hàng và doanh thu mỗi cửa hàng miễn thuế của AST



Nguồn: AST, FPTS tổng hợp

Đến 2024, doanh thu/cửa hàng mạng hàng miễn thuế của AST đã phục hồi tốt, đạt 118% so với năm 2019. Nhu cầu mua hàng miễn thuế ít bị ảnh hưởng bởi niềm tin người tiêu dùng bởi chỉ hành khách xuất cảnh hoặc quá cảnh có đặc quyền mua hàng hóa miễn thuế với mức giá không quá cao nhờ không phải chịu các khoản thuế như thuế giá trị gia tăng, thuế nhập khẩu, thuế tiêu thụ đặc biệt ([Phụ lục 2: So sánh giá một số mặt hàng tại cửa hàng miễn thuế của AST với giá bên ngoài sân bay](#)).

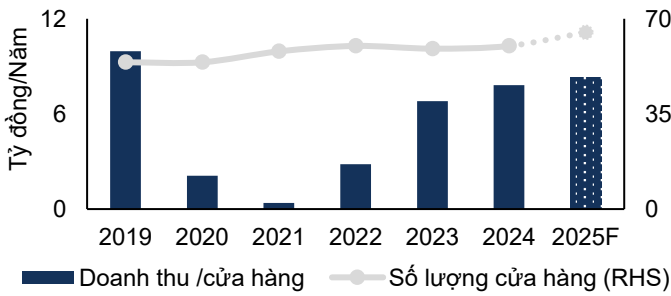
Chúng tôi dự phóng doanh thu mạng bán hàng miễn thuế của AST năm 2025 sẽ đạt 387 tỷ đồng (+14,9% YoY), nhờ doanh thu/cửa hàng miễn thuế dự phóng đạt 48,3 tỷ đồng (+14,9% YoY) hưởng lợi từ triển vọng tăng trưởng lượng du khách quốc tế đến Việt Nam ([Triển vọng ngành du lịch Việt Nam](#)). Về số lượng cửa hàng, mạng hàng miễn thuế có tốc độ mở rộng chậm so với các mạng khác do yêu cầu các cửa hàng chỉ được đặt tại khu vực cách ly của các nhà ga quốc tế. Chúng tôi dự phóng AST sẽ không mở thêm cửa hàng miễn thuế nào mới trong năm 2025.

² Khu vực cách ly tại sân bay là khu vực chờ của hành khách sau khi thực hiện kiểm tra soi chiếu an ninh tại sân bay. Chỉ những hành khách có vé máy bay và nhân viên làm việc tại sân bay được vào khu vực này.

1.4. Bách hóa lưu niệm (~39% doanh thu) – Doanh thu/cửa hàng chậm phục hồi, chưa về mức trước dịch

AST sở hữu 2 chuỗi hệ thống cửa hàng lưu niệm Lucky và Sky (thuộc công ty con CTCP Dịch vụ Hà Linh) nằm trong khu vực cách ly tại các sân bay nội địa và quốc tế, kinh doanh các mặt hàng thời trang, hàng thủ công mỹ nghệ, thực phẩm và đặc sản của các vùng miền Việt Nam. Chúng tôi đánh giá xu hướng thương mại điện tử sẽ làm giảm nhu cầu mua sắm của hành khách nội địa tại các cửa hàng bách hóa lưu niệm do hành khách sẽ có nhiều sự lựa chọn trong mua sắm quà lưu niệm với giá rẻ hơn.

Số lượng cửa hàng và doanh thu bình quân trên mỗi cửa hàng bách hóa lưu niệm



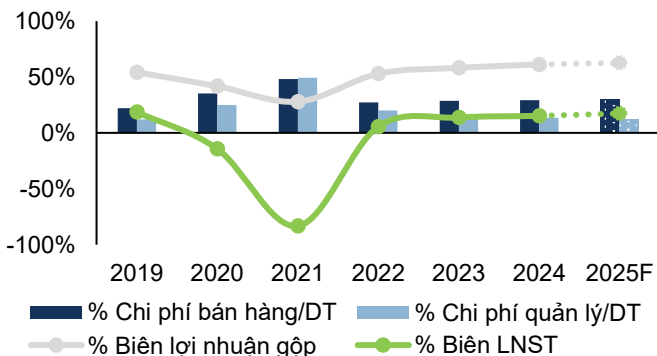
Nguồn: AST, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2019 – 2025, mảng bách hóa lưu niệm của AST vẫn đang chậm phục hồi sau đại dịch khi doanh thu/cửa hàng năm 2024 chỉ đạt 78,6% so với năm 2019 dù lượng du khách quốc tế và nội địa của Việt Nam đã tăng trưởng trở lại sau đại dịch. Tương tự với mảng nhà hàng – fastfood, nguyên nhân doanh thu/cửa hàng chậm phục hồi do sức mua của các hành khách tại sân bay vẫn đang ở mức thấp so với trước đại dịch. Tuy nhiên, mảng bách hóa lưu niệm có tốc độ phục hồi chậm hơn do ảnh hưởng từ xu hướng thương mại điện tử.

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng bách hóa lưu niệm năm 2025 của AST đạt 539 tỷ đồng (+14,8% YoY), nhờ: (1) Mở mới 5 điểm cửa hàng (+8,3% YoY), chủ yếu tại T3 – CHKQT Tân Sơn Nhất; (2) Doanh thu/cửa hàng dự phóng đạt 8,3 tỷ đồng/năm (+6,0%) chủ yếu nhờ [triển vọng ngành du lịch Việt Nam](#) mặc dù niềm tin của người tiêu dùng vẫn chưa thể phục hồi do các tác động chính sách thuế quan của Tổng thống Donald Trump.

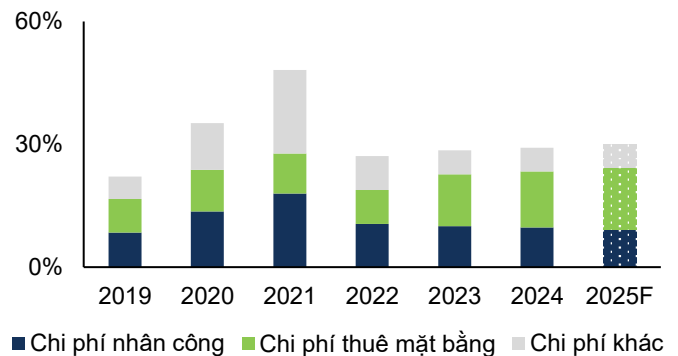
2. Biên LNST gia tăng nhờ đóng góp từ tiêu dùng của lượng khách quốc tế và đóng góp lợi nhuận trở lại từ công ty liên kết liên doanh (Quay về nội dung chính)

Biên LNST dự kiến tăng 1,4 đpt nhờ gia tăng đóng góp của hành khách quốc tế



Nguồn: AST, FPTS dự phóng

Tỷ trọng chi phí mặt bằng/doanh thu gia tăng do chính sách chia sẻ doanh thu



Nguồn: AST, FPTS dự phóng

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của AST năm 2025 đạt 294 tỷ đồng (+45,4% YoY), tương ứng biên lợi nhuận sau thuế đạt 17,3%, tăng 2,1 đpt so với năm 2024. Cụ thể:

- **Lợi nhuận gộp đạt 1.076 tỷ đồng (+32,4% YoY), tương đương biên lợi nhuận gộp 62,5%, tăng 1,4 đpt YoY.** Mức dự báo này dựa trên: (1) Lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng trưởng nhanh và (2) Giá bán với cùng 1 loại sản phẩm tại nhà ga quốc tế cao hơn ~1,5 - 2 lần nhà ga nội địa.
- **Chi phí bán hàng (~35,8% chi phí hoạt động kinh doanh) đạt 517 tỷ đồng (+33,4% YoY), tương đương 30,1% doanh thu thuần, tăng 0,9 đpt YoY.** Mức dự báo này dựa trên:
 - a) **Chi phí thuê mặt bằng:** Chúng tôi dự phóng chi phí thuê mặt bằng của AST năm 2025 tăng +43,7% YoY do: (1) Tăng tỷ lệ số lượng điểm kinh doanh trả phí thuê mặt bằng theo hình thức chia sẻ doanh thu từ

95% lên 100%; (2) Mức chia sẻ doanh thu cao hơn tại các điểm kinh doanh mở mới tại nhà ga T3 – CHKQT Tân Sơn Nhất.

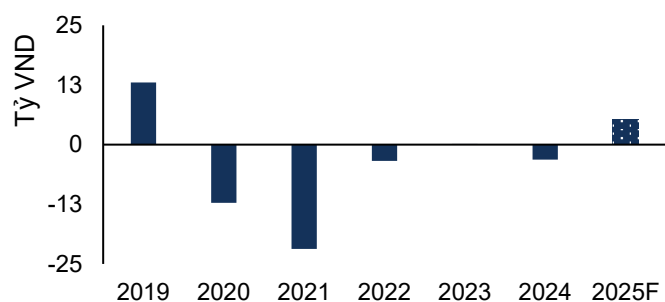
- b) **Chi phí nhân công:** Chúng tôi dự phóng chi phí nhân công của AST năm 2025 tăng +22,6% YoY với số lượng nhân viên bán hàng/điểm kinh doanh không đổi và chi phí lao động/điểm kinh doanh dự phóng tăng +4,9% YoY.

Theo chia sẻ của AST, xu hướng hiện nay các doanh nghiệp phi hàng không tại sân bay đều trả phí mặt bằng thông qua hình thức chia sẻ doanh thu, gây áp lực chi phí cao hơn hình thức trả phí cố định trước đây. AST dự kiến nâng tỷ lệ số lượng điểm kinh doanh chia sẻ doanh thu từ 95% năm 2024 lên 100% cuối năm 2025 khi tái ký hợp đồng thuê các điểm kinh doanh. Theo ước tính của chúng tôi, hình thức trả phí thuê mặt bằng mới cho mức chi phí cao hơn ~ 5 – 6 đpt theo tỷ trọng trên doanh thu so với hình thức trả phí cố định.

Với các điểm kinh doanh mới tại nhà ga T3 – CHKQT Tân Sơn Nhất, tỷ lệ chia sẻ doanh thu của các điểm kinh doanh này cao hơn 1 – 3 đpt so với các điểm kinh doanh cũ tại nhà ga T1 – CHKQT Tân Sơn Nhất do đấu thầu được các vị trí kinh doanh thuận lợi hơn.

➤ **Lợi nhuận từ liên kết liên doanh – VinaCS có lãi trở lại trong 2025 nhờ nâng giá dịch vụ**

Công ty LKLD dự kiến đóng góp lợi nhuận trở lại trong 2025 nhờ nâng giá dịch vụ



Nguồn: AST, FPTSD dự phóng

Chúng tôi dự phóng AST sẽ ghi nhận khoản lãi từ CTCP Dịch vụ Suất ăn Hàng không Việt Nam (VINACS) trong năm 2025 đạt 5,3 tỷ đồng (cùng kỳ âm 3,1 tỷ đồng), đóng góp 1,4% lợi nhuận trước thuế nhờ đàm phán nâng giá dịch vụ với các hãng hàng không đối tác trong Q1/2025.

Theo chia sẻ của AST, VINACS đã khởi công nhà máy thức ăn hàng không tại CHKQT Long Thành trong Q2/2025 và dự kiến đi vào hoạt động từ Q2/2026. Nhà máy có công suất 20 nghìn suất ăn/ngày, nâng tổng công suất thức ăn hàng không của VINACS lên 40 nghìn suất ăn/ngày.

IV. YẾU TỐ THEO DÕI

1. Kết quả đấu thầu các điểm kinh doanh tại nhà ga T2 mở rộng – CHKQT Nội Bài, (Quay về nội dung chính) CHKQT Long Thành

Tiềm năng mở rộng AST chủ yếu tới từ đấu thầu tại các nhà ga hàng không mở mới; ngược lại dự địa từ nhà ga hiện hữu hạn chế khi các điểm kinh doanh đều đã có đơn vị vận hành, và dù có thêm quy hoạch bổ sung thì cũng thường có vị trí kém thuận lợi.

Dự án CHKQT Long Thành (công suất ~100 triệu hành khách/năm) dự kiến đi vào hoạt động trong Q2/2026 và dự án mở rộng nhà ga quốc tế T2 – CHKQT Nội Bài (nâng công suất thêm ~5 triệu hành khách/năm, tăng 20% công suất) dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2025. CHKQT Long Thành được xây dựng với mục tiêu trở thành cảng trung chuyển hàng không và chia sẻ lượng hành khách hàng không quốc tế với CHKQT Tân Sơn Nhất nhờ vị trí cách TP.HCM ~40 km. Do vậy, CHKQT Long Thành đi vào hoạt động sẽ ảnh hưởng đến doanh thu các điểm kinh doanh tại nhà ga T2 – CHKQT Tân Sơn Nhất của AST.

2. Rủi ro tác động đến nhu cầu du lịch và tiêu dùng từ chính sách thuế đối ứng của Mỹ

Trung Quốc và Hàn Quốc là hai thị trường gửi du khách quốc tế đến Việt Nam lớn nhất (chiếm ~46% lượng du khách quốc tế đến Việt Nam). Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và các yếu tố bất định từ chính sách thuế đối ứng của Tổng thống Donald Trump có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng và sức mua của hành khách Hàn Quốc và Trung Quốc (2 quốc gia có tỷ trọng xuất khẩu lớn sang Mỹ) tại các sân bay.

V. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

([Quay về nội dung chính](#))

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu AST bằng phương pháp định giá so sánh tỷ số P/E với mức P/E trung bình của nhóm doanh nghiệp tương đồng là 15,9x và EPS dự phóng năm 2025 của AST là 4.870 đồng/cp (cao hơn +28,4% so với EPS TTM). Qua đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu AST với mức giá mục tiêu **77.400 VND/cp**, tiềm năng tăng giá **+22,5%** so với mức giá đóng cửa ngày 24/06/2025.

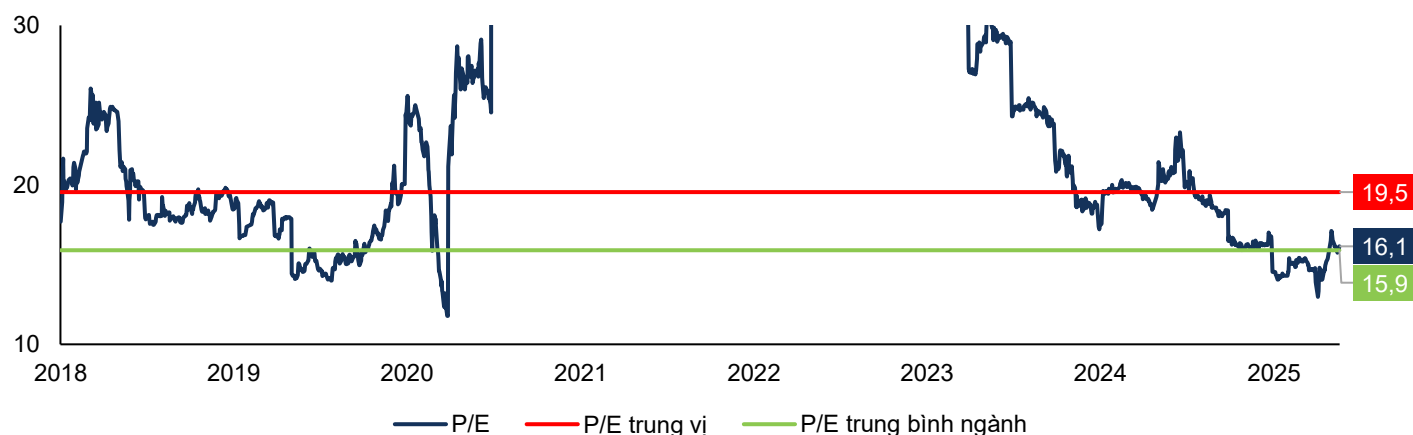
P/E của nhóm doanh nghiệp tương đồng với AST

Công ty	Vốn hóa (Tỷ VND)	Doanh thu thuần (TTM) (Tỷ VND)	LNST (TTM) (Tỷ VND)	ROE	P/E điều chỉnh *
SAS VN	5.845	2.990	497	27,0%	12,1x
NAS VN	320	525	28	31,4%	9,9x
MAS VN	149	176	7	22,5%	23,5x
AENA ES	1.053.662	176.211	59.114	24,7%	22,9x
FRAG DE	168.516	133.892	12.514	9,5%	11,4x
Trung bình	245.698	62.741	14.432	23,0%	15,9x
AST	2.677	1.375	168	24,7%	17,4x

* P/E các doanh nghiệp nước ngoài được điều chỉnh dựa trên sự khác biệt giữa P/E của từng thị trường với Việt Nam.

Nguồn: FPTS tổng hợp

P/E lịch sử của AST



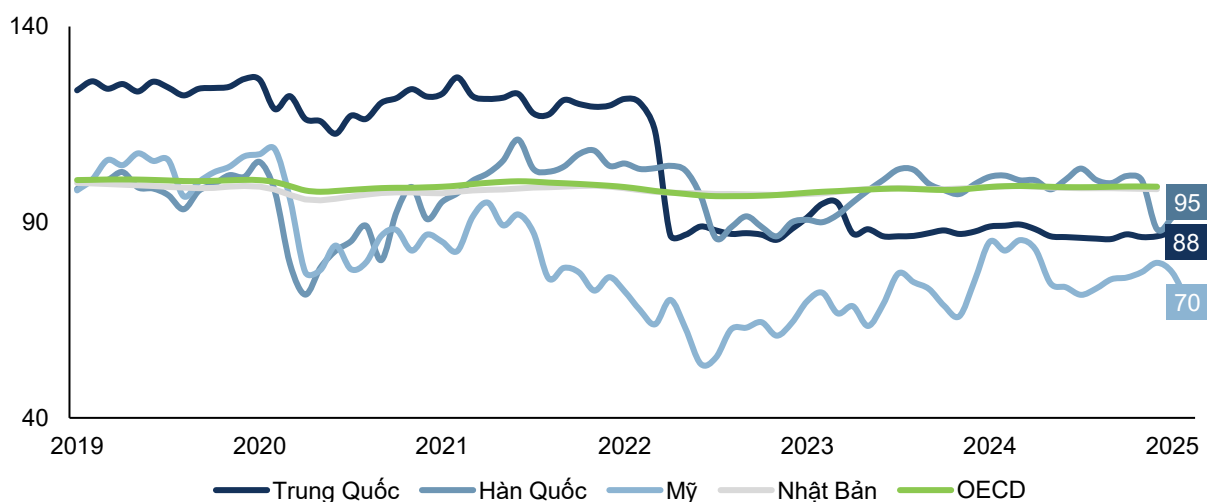
Nguồn: FPTS tổng hợp

VI. PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng (CCI) của các thị trường gửi khách lớn đến Việt Nam (Quay về nội dung chính)

Các thị trường gửi khách du lịch lớn nhất đến Việt Nam như Trung Quốc, Hàn Quốc và Mỹ (~50,4% lượng du khách) đến năm 2025 đều có mức niềm tin của người tiêu dùng thấp, chưa phục hồi so với trước đại dịch (2019).

Niềm tin người tiêu dùng của các thị trường gửi khách lớn đến Việt Nam vẫn còn ở mức thấp so với 2019



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Phụ lục 2: Giá một số mặt hàng miễn thuế tại sân bay của AST so với ngoài sân bay (Quay về nội dung chính)

Giá một số sản phẩm theo khảo sát của chúng tôi tại các cửa hàng của AST chỉ mang tính chất tham khảo, không mang tính đại diện cho tất cả các sản phẩm trong cửa hàng.

Sản phẩm	AST *	Ngoài sân bay
Johnnie Walker 18 năm 40%/750 ml	~ 2.032.000 VND	~1.400.000 VND
Esse Golden Leaf Super Slim	~ 678.000 VND	~990.000 VND
Esse Special Gold Super Slim	~ 652.000 VND	~850.000 VND

* Giá được quy đổi tại tỷ giá USD/VND = 26.050

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu AST, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận
Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tầng 3, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh TP. Đà Nẵng

100, Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888