

TỔNG CÔNG TY CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM (ACV)

KHẢ QUAN (duy trì)

Hàng không

Giá hiện tại	VND118.700
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	VND135.862/61.263
Giá mục tiêu	VND136.200
Giá mục tiêu trước đó	VND108.300
Consensus	N/A
Tiềm năng tăng giá	15%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	15%

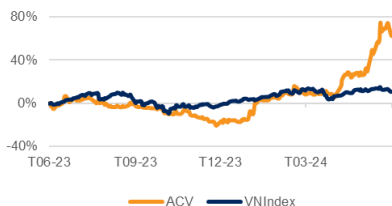
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Tiêu cực

Thị giá vốn (tr USD)	10.241
GTĐBQ 3 tháng (tr USD)	1,9
Sở hữu NN (tr USD)	4.656
Số CP lưu hành (tr)	2.177
Số CP sau pha loãng (tr)	2.177

	ACV	Ngành	VNI
P/E trượt	35,8x	36,1x	14,5x
P/B hiện tại	5,1x	2,9x	1,8x
ROA	13,3	2,7	2,1
ROE	18,0	5,8	12,0

*Dữ liệu ngày 6/28/2024

Diễn biến giá



Hiệu suất (%)	1M	3M	12M
ACV	18,1	19,4	26,9
VNINDEX	13,3	17,0	7,7

Cơ cấu sở hữu

Ủy ban quản lý vốn Nhà nước	95,4%
Khác	4,6%

Tổng quan doanh nghiệp

ACV được thành lập vào năm 2012, tập trung vào các dịch vụ hàng không - bao gồm dịch vụ cất hạ cánh, dịch vụ mặt đất, dịch vụ hành khách, dịch vụ kiểm tra an ninh - và các dịch vụ phi hàng không - bao gồm cho thuê mặt bằng, cho thuê biển quảng cáo, bãi đậu xe, tiện ích, khu vực VIP và thương mại.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Phương Anh

anh.nguyenphuong9@vndirect.com.vn

Bầu trời trong xanh phía trước

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 15%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu 24,8% khi giá cổ phiếu đã tăng 55,8% từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu tăng chủ yếu đến từ tăng giá định lượng hành khách quốc tế trong những năm tới.
- P/E trượt hiện tại là 35,8x, thấp hơn trung bình ngành 36,1x. Giá mục tiêu tương ứng với P/E thấp hơn 33,9x với báo tăng trưởng EPS 2024 là 46,4%.

Tiêu điểm tài chính

- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2024/25 sẽ tăng 14,8%/13,6% lên 22.998/26.115 tỷ đồng và LN ròng tăng 46,4% svck trong 2024 và giảm -8,7% trong năm 2025.
- Chúng tôi tăng dự báo DT thuần trong 2024/25 lên 6,6%/4,5% so với báo cáo trước đó do điều chỉnh giả định lượng hành khách quốc tế, và tăng lượng hành khách nội địa tăng trong 2025.
- Dự báo thu nhập tài chính ròng 2024/25 sẽ đạt 2.400/970 tỷ đồng.

Luân điểm đầu tư

Tăng trưởng quốc tế vượt kỳ vọng bù đắp sự suy giảm của thị trường nội địa

Chúng tôi kỳ vọng số lượng hành khách quốc tế năm 2024 sẽ đạt khoảng 94% so với mức trước đại dịch, tăng trưởng 18% svck nhờ sự phục hồi của thị trường Hàn Quốc và Trung Quốc cùng với các chính sách miễn thị thực giúp thu hút khách Châu Âu. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo lượng hành khách nội địa sẽ giảm 10% trong 2024 do tạm thời giảm quy mô đội bay khả dụng. Chúng tôi dự báo số lượng hành khách quốc tế và nội địa sẽ tăng 14%/9% svck năm 2025.

Đóng góp cao hơn từ hành khách quốc tế hỗ trợ tăng biên LN gộp

LN gộp của ACV trong 2024/25 dự báo sẽ duy trì ở mức cao 56%/53% nhờ đóng góp cao hơn từ doanh thu hành khách quốc tế, với giá dịch vụ cao gấp khoảng năm lần so với hành khách nội địa.

Các dự án mở rộng đang tiến triển tích cực, hỗ trợ tăng trưởng dài hạn

Theo ACV, các dự án sân bay Long Thành, T3 Tân Sơn Nhất và T2 Nội Bài sẽ hoàn thành trước kế hoạch vài tháng. Chúng tôi ước tính rằng ACV sẽ nâng tổng công suất thiết kế lên 139/174 triệu hành khách mỗi năm vào 2026/27, tăng lần lượt 43% và 80% so với 2023. Việc mở rộng kịp thời sẽ giúp ACV bắt kịp tăng trưởng nhu cầu di chuyển bằng đường không của Việt Nam.

Biến động tỷ giá thuận lợi hỗ trợ lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá ...

Bên cạnh các khoản vay ODA, giữa năm 2024, ACV đã ký hợp đồng vay tổng cộng 1,8 tỷ USD cho dự án LTIA. Dự kiến đồng VND sẽ mạnh lên so với JPY và USD sẽ mất giá vào cuối năm sẽ giúp ACV tạo ra lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá lần lượt là 1.000/146 tỷ đồng trong 2024/25.

... tuy nhiên, chi phí đầu tư TSCĐ cao dẫn tới suy giảm thu nhập tài chính ròng

ACV tận dụng các nguồn tiền nhàn rỗi cho các dự án mở rộng dẫn đến giảm thu nhập từ các khoản tiền gửi. Trong 2024/25, chúng tôi dự báo lợi nhuận tài chính ròng sẽ ở mức 2.400/970 tỷ đồng, tương đương với 15,9%/6,9% LN TT.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT	45,1%	14,8%	13,6%	17,0%
Tăng trưởng EPS	18,2%	46,4%	(8,7%)	(13,9%)
Biên LNG	59,5%	56,3%	52,5%	45,8%
Biên LNR	36,5%	46,6%	37,5%	27,6%
P/E (lần)	37,8	26,7	29,2	33,9
P/B (lần)	5,4	4,8	4,2	3,9
ROAE	18,0%	19,2%	14,9%	14,9%
Nợ ròng/VCSH	(36,2%)	14,0%	63,7%	57,0%

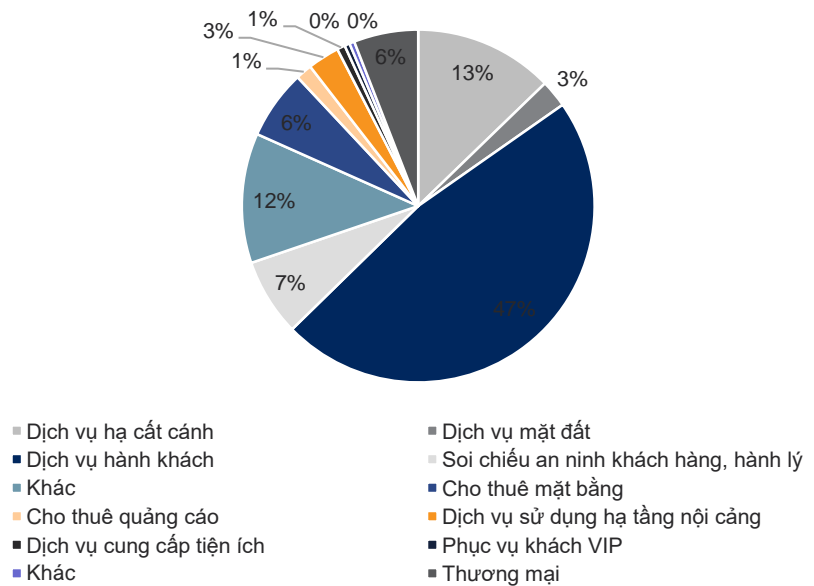
Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 2012, Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) là công ty cổ phần Việt Nam với 95,4% cổ phần nhà nước. Công ty quản lý và vận hành 21 sân bay dân dụng tại Việt Nam, trong đó có 8 sân bay quốc tế và 13 sân bay nội địa. Với mục tiêu phát triển cơ sở hạ tầng hàng không Việt Nam, ACV đóng vai trò quan trọng trong việc vận chuyển hành khách và hàng hóa trong nước và quốc tế, đồng thời hỗ trợ phát triển kinh tế.

Ngày 06/10/2015, Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định số 1710/QĐ-TTg phê duyệt phương án cổ phần hóa ACV. Cùng năm, công ty tổ chức lần đầu chào bán lần đầu ra công chúng 77,8 triệu cổ phiếu (chiếm 3,47% vốn điều lệ) tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. Năm 2016, doanh nghiệp chính thức giao dịch trên sàn UPCOM với mã chứng khoán ACV.

Lĩnh vực kinh doanh chính của ACV: dịch vụ hàng không bao gồm dịch vụ cất cánh và hạ cánh, dịch vụ mặt đất, dịch vụ vận tải hành khách và dịch vụ an ninh hàng không; các dịch vụ phi hàng không bao gồm cho thuê mặt bằng, cho thuê quảng cáo, bãi đậu xe, tiện ích và khu vực VIP; và dịch vụ thương mại, trong đó dịch vụ hành khách chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu. Lợi nhuận ròng từ dịch vụ cất cánh và hạ cánh thuộc về Nhà nước.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu năm 2023 của ACV



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

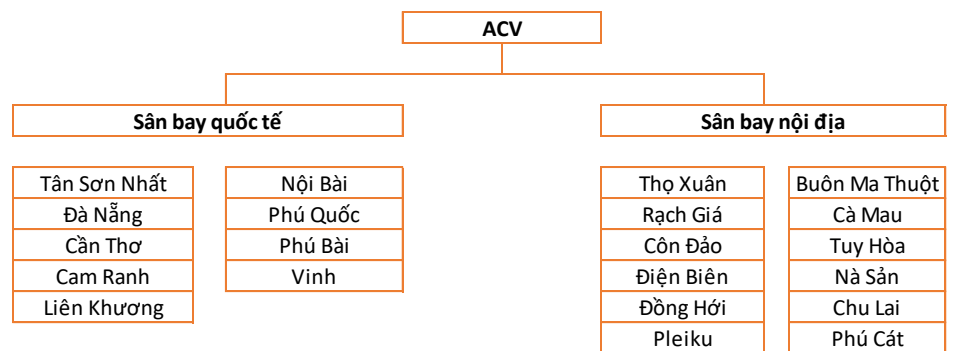
ACV có 2 công ty con và 10 công ty liên kết, đồng thời sở hữu 9 sân bay quốc tế và 12 sân bay nội địa, cụ thể như sau:

Hình 2: Các công ty con và công ty liên kết của ACV

Công ty con	Tỷ lệ sở hữu
CTCP Dịch vụ nhiên liệu hàng không Nội Bài (NAFSC)	60%
Công ty TNHH dịch vụ bảo dưỡng máy bay Cảng hàng không Miền Nam	51%
Công ty liên kết	
CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất	49%
CTCP Phục vụ mặt đất Sài Gòn (SAGS)	48%
CTCP Vận tải Hàng không Miền Nam	30%
CTCP Thương mại Hàng không miền Nam	30%
CTCP Phục vụ mặt đất Hà Nội (HGS)	20%
CTCP Dịch vụ hàng hóa hàng không (ACS)	19%
Công ty Cổ phần Đầu tư TCP	18%
Công ty cổ phần Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn	14%
CTCP Nhà ga Quốc tế Cam Ranh	10%
CTCP Đầu tư khai thác nhà ga hành khách quốc tế Đà Nẵng (AHT)	10%

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 1: Các sân bay ACV quản lý



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt thông tin từ ĐHCĐ: Hành khách quốc tế tăng vọt nhờ du lịch Trung Quốc phục hồi

Triển vọng tích cực với hành khách quốc tế, trái ngược với nội địa

ACV dự kiến có khoảng 30,7 triệu hành khách quốc tế vào 2024 (tăng 23% svck, bao gồm các nhà ga quốc tế Đà Nẵng và Cam Ranh). Ban lãnh đạo ghi nhận khách du lịch Trung Quốc đã phục hồi mạnh mẽ vào Q2/24, đạt 93% so với mức trước COVID. Đối với hành khách nội địa, ACV dự báo có 72 triệu (giảm 10% svck, tương đương 92% dự báo 2024 của chúng tôi) do các hãng hàng không nội địa thực hiện bảo dưỡng máy bay. Cụ thể, 15 máy bay A321 (dòng máy bay quan trọng đối với các hãng hàng không nội địa), đã được bảo dưỡng vào tháng 1/2024, với con số này dự kiến tăng lên khoảng 25 máy bay trong giai đoạn cao điểm từ tháng 7 đến tháng 8/2024.

Sân bay Tân Sơn Nhất và Long Thành (LTIA) vẫn đúng tiến độ

ACV đặt mục tiêu đưa nhà ga T3 Tân Sơn Nhất vào hoạt động trước 30/4/2025 và dự kiến khai thác dự án thành phần số 3 của sân bay Long Thành vào tháng 9/2026. Theo báo cáo khả thi, ACV dự định chuyển 90% lưu lượng hành khách quốc tế của sân bay Tân Sơn Nhất sang Long Thành. Do đó, nếu không có sự gián đoạn đáng kể, dự án mới này có thể đạt điểm hòa vốn và sinh lời trong vòng 1-2 năm. Năm 2024, Tân Sơn Nhất dự kiến sẽ đón khoảng 16-17 triệu hành khách quốc tế, trong khi đến 2026, Long Thành dự kiến sẽ đón 15-16 triệu hành khách quốc tế.

ACV hoàn tất các thỏa thuận cấp tín dụng 1,8 tỷ USD

Khoản vay có thời hạn 20 năm, được cung cấp bởi ba ngân hàng quốc doanh: Vietcombank, VietinBank và BIDV. Khoản vay sẽ được bảo đảm bằng các tài sản tạo ra từ dự án, bao gồm cả những tài sản đủ điều kiện thế chấp, dù là hiện tại hoặc sẽ được tạo ra trong tương lai. Hơn nữa, ACV dự định đảm bảo một khoản vay bổ sung 240 triệu USD trong 2024 cho Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và Nhà ga T2 Nội Bài, và ban lãnh đạo đang tích cực tìm kiếm đối tác cho vay phù hợp cho dự án này.

ACV đang tăng cường nỗ lực thu hồi các khoản nợ chưa thanh toán

Công ty đã ký kết các thỏa thuận với các hãng hàng không đảm bảo tuân thủ lịch trả nợ. Trong năm 2024, ACV dự kiến dự phòng khoảng 500 tỷ đồng cho các khoản nợ xấu (so với 3.725 tỷ đồng vào năm 2023 và dự báo của chúng tôi là 3.051 tỷ đồng cho năm 2024). Ngoài ra, ACV cũng đang hợp tác cùng các hãng hàng không triển khai các biện pháp nhằm giảm thiểu rủi ro từ các khoản nợ xấu trong tương lai.

Chi trả cổ tức

ACV dự định công bố kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu, tùy thuộc vào việc nhận được quyết định chính thức từ Chính phủ về việc sửa đổi Nghị định 140. ACV mong muốn chia cổ tức dưới dạng cổ phiếu để giữ lại lợi nhuận cho mục đích đầu tư vào các dự án.

Phân tích bảng cân đối kế toán Q1/24 & năm 2023

Hình 4: Phân tích bảng cân đối kế toán

Tỷ đồng	Q1/24	Q4/23	Q3/23	Q2/23	Q1/23
Tiền	2.624	2.844	4.214	1.693	1.508
Ngày phải thu	154	163	147	141	129
Ngày tồn kho	20	19	23	20	22
Ngày phải trả	47	41	46	45	45
Chi phí đầu tư TSCĐ	1.152	2.015	768	3.064	1.288
Khấu hao	568	584	614	608	557
TSCĐ	12.715	13.140	12.549	13.018	11.255
Nợ ròng/VCSH	0,14	0,15	0,13	0,21	0,23

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

ACV đã giảm số ngày phải thu từ 163 ngày trong Q4/23 xuống còn 154 ngày trong Q1/24, nhưng tăng thêm 15 ngày svck. Công ty cũng tăng cường chiếm dụng vốn khi số ngày phải trả tăng sv quý trước và svck. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang (CIP) tăng trong Q1/24 do việc xây dựng hai dự án chính là LTIA và T3 Tân Sơn Nhất.

KQKD Q1/24: Hành khách quốc tế tăng mạnh, vượt dự phóng

Hình 5: Tóm tắt KQKD Q1/24 và dự phóng 2024

Tỷ đồng	Q1/24	% svck	sv quý trước	Q1/24 sv 2024
Tổng số hành khách (triệu khách)	28	1%	5%	25%
Khách quốc tế	10,5	47%	5%	27%
Khách nội địa	17,5	-15%	5%	24%
Doanh thu thuần	5.644	19,4%	11,8%	26%
Dịch vụ hàng không	4.655	19,0%	14,4%	25%
Dịch vụ phi hàng không	666	21,3%	-6,1%	30%
Thương mại	340	20,6%	4,3%	32%
Lợi nhuận gộp	3.600	22,5%	33,5%	30%
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	(497)	66,6%	-135,2%	36%
Lợi nhuận tài chính	460	222,0%	-23,8%	121%
Lợi nhuận trước thuế	3.629	78,7%	87,0%	32%
Lợi nhuận trả lại cho nhà nước	324	-2,4%	29,6%	25%
Lợi nhuận ròng	2.594	99,2%	66,2%	34%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu tăng nhờ số lượng hành khách quốc tế và nội địa gia tăng

Doanh thu thuần của ACV tăng 19,3% svck lên 5.644 tỷ đồng trong Q1/24, chủ yếu nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của lượng khách quốc tế (đạt 10,5 triệu, +72% svck, theo ACV). Theo thống kê khách du lịch của Tổng cục thống kê trong Q1/24: 1) Hàn Quốc đạt 1,2 triệu lượt khách, +150% svck và +10% so với Q1/19; 2) Trung Quốc đạt 890.000 lượt khách, tăng 6,4 lần svck và tăng 68,4% so với thời điểm trước đại dịch; và 3) Châu Âu tiếp tục tăng trưởng mạnh nhờ hiệu quả của chính sách miễn thị thực đơn phương khi nhập cảnh vào Việt Nam với thời gian tạm trú lên tới 45 ngày. Tuy nhiên, lượng khách hàng không nội địa lại giảm 15% svck, ghi nhận ở mức 17,5 triệu lượt khách.

Biên LN gộp tăng nhờ vào sự đóng góp cao hơn từ hành khách quốc tế

Lợi nhuận gộp Q1/24 đạt 3.600 tỷ đồng (+22,5% svck), giúp biên lợi nhuận gộp tăng vọt lên 63,8% (+1,6 điểm %), nhờ sự thay đổi trong cấu trúc doanh thu với số lượng hành khách quốc tế chiếm tỷ trọng cao hơn và mức giá dịch vụ khách quốc tế cao hơn so với khách trong nước.

Chi phí tài chính giảm mạnh do sự giảm giá của đồng JPY

Chi phí tài chính giảm xuống còn 18,8 tỷ đồng trong Q1/24, giảm 97,6% svck năm trước nhờ việc không ghi nhận phát sinh lỗ tỷ giá (tỷ giá JPY/VND giảm 3% so với cuối năm 2023)

Chi phí bán hàng và quản lý giảm do giảm trích lập dự phòng nợ xấu

Chi phí quản lý doanh nghiệp giảm xuống còn 407 tỷ đồng, giảm 18,4% svck, và giảm 135% so với quý trước, chủ yếu do dự phòng nợ xấu giảm (-19,7% svck) trong bối cảnh các hãng hàng không đang dần phục hồi.

Kết quả Q1/24 vượt ngoài kỳ vọng

LNST Q1/24 tăng 99,2% svck lên 2.594 tỷ đồng đạt 34% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Triển vọng 2024-25: Hành khách quốc tế là động lực chính phát triển doanh thu

Hình 6: Dự phóng KQKD 2024-25

	Cũ			Mới		% thay đổi		Ghi chú
	2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Doanh thu thuần	20.033	21.577	24.988	22.998	26.115	6,6%	4,5%	Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu năm 2024/2025 6,6%/4,5% so với báo cáo trước do trong năm 2024 chúng tôi tăng lượng khách quốc tế thêm 3,5% nhờ lượng khách Trung Quốc cao hơn dự kiến và phí dịch vụ cao do tỷ giá USD/VND tăng. Tăng trưởng doanh thu năm 2025 đến từ việc tăng lượng khách quốc tế và phục hồi khách nội địa.
svck		7,7%	15,8%	14,8%	13,6%			
Dịch vụ hàng không	16.343	18.284	21.178	19.199	21.639	5,0%	2,2%	
svck		11,9%	15,8%	17,5%	12,7%			
Dịch vụ phi hàng không	2.500	2.232	2.593	2.589	3.067	16,0%	18,3%	
Thương mại	1.190	1.060	1.216	1.211	1.409	14,2%	15,8%	
Số lượng khách (triệu khách)	113	122	133	111	123	-9,2%	-7,6%	
Khách quốc tế	33,0	37,6	42,1	38,9	44,4	3,5%	5,5%	Chúng tôi tăng doanh thu năm 2024/2025 lên 3,5%/5,5% nhờ sự phục hồi mạnh mẽ từ thị trường Trung Quốc
svck		13,9%	12,0%	17,9%	14,1%			
Khách nội địa	80,0	84,6	91,0	72,0	78,5	-14,9%	-13,7%	Chúng tôi giảm doanh thu năm tài chính 24/25 xuống 14,9%/13,7% do giá vé cao hơn, làm giảm nhu cầu nội địa trong năm 2024, và trong năm 2025, chúng tôi duy trì sự tăng trưởng số lượng hành khách nội địa ngang bằng với tăng trưởng dài hạn của Việt Nam.
svck		5,7%	7,6%	-10,0%	9,0%			
Số chuyến bay (nghìn)	690	786	857	701	778			
Quốc tế		247	277	258	295			
Nội địa		539	580	443	483			
Lợi nhuận gộp	11.923	11.943	12.902	12.947	13.706	8,4%	6,2%	
svck		0,2%	8,0%	8,6%	5,9%			
Biên LNG	60%	55%	52%	56%	52%	1,7%	1,6%	Chúng tôi tăng/giảm tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2024/2025 1 điểm phần trăm nhờ vào sự đóng góp cao hơn của hành khách quốc tế trong tổng số hành khách vào năm 2024. Ngoài ra sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài sẽ hoạt động dưới công suất vào năm 2025 cũng góp phần làm giảm biên LNG
svck		-5 điểm %	-3 điểm %	+1 điểm %	-1 điểm %			
Doanh thu tài chính	2.501	1.388	649	2.486	1.562	79,1%	140,7%	Chúng tôi tăng doanh thu tài chính năm 2024/2025 lên 79%/141% nhờ vào sự tăng giá của đồng Yên Nhật và Đô la Mỹ so với Đồng Việt Nam
svck		-44,5%	-53,3%	-0,6%	-37,2%			
Chi phí tài chính	410	1.316	2.396	92	592	-93,0%	-75,3%	
trong đó: chi phí lãi vay	67	948	1.970	92	104	-90,3%	-94,7%	
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	2.091	73	(1.747)	2.394	970	3195,3%	-155,5%	
Chi phí bán hàng	340	369	439	369	458	0,1%	4,3%	
svck		8,5%	19,0%	8,5%	24,1%			
Chi phí QLDN	3.355	2.577	2.252	389	675	-84,9%	-70,0%	Chúng tôi giảm đáng kể chi phí QLDN năm 2024 do giảm các dự phòng nợ xấu và việc hoàn nhập các dự phòng nợ xấu từ các hãng hàng không. Chúng tôi dự báo rằng các khoản nợ xấu từ các hãng hàng không sẽ được thu hồi một cách dần dần vào đến 2027, dẫn đến giảm chi phí QLDN.
svck		-23,2%	-12,6%	-88,4%	73,5%			
Lãi/lỗ hoạt động hợp tác đầu tư (từ năm 2	275	419	461	419	461	0,0%	0,0%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	10.594	12.250	7.320	15.003	14.004	22,5%	91,3%	
svck		15,6%	-40,2%	41,6%	-6,7%			
LNTT	10.620	12.278	7.353	15.033	14.038	22,4%	90,9%	
svck		15,6%	-40,1%	41,6%	-6,6%			
% Doanh thu thuần	53%	57%	29%	65%	54%	15,5%	83,6%	
LNST	8.572	9.897	5.920	12.121	11.317	22,5%	91,2%	
svck		15,5%	-40,2%	41,4%	-6,6%			
LNR	7.319	8.421	4.286	10.717	9.783	27,3%	128,3%	
svck		15,1%	-49,1%	46,4%	-8,7%			

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hành khách quốc tế là động lực chính cho tăng trưởng doanh thu

Số lượng hành khách quốc tế phục hồi vượt mong đợi của chúng tôi

Trong Q1/24, số lượng hành khách quốc tế đã vượt dự phóng của chúng tôi, nhờ vào sự tăng trưởng mạnh mẽ từ thị trường Trung Quốc (+535% svck). Do đó, chúng tôi điều chỉnh dự báo số lượng hành khách quốc tế từ mức 90% lên 94% sv mức trước đại dịch.

Cho năm 2024, chúng tôi dự báo số lượng hành khách quốc tế sẽ đạt 94% so với mức trước đại dịch, tăng 18% svck, nhờ vào: 1) Thị trường Hàn Quốc dự kiến sẽ phục hồi đạt mức trước đại dịch, với lượng khách từ Hàn Quốc chiếm 26% tổng số lượng khách quốc tế; 2) Thị trường Trung Quốc sẽ đạt 75% sv mức trước đại dịch do đã cho thấy dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ; và 3) Các thị trường châu Âu đang trải qua sự tăng trưởng sôi động với lợi ích từ chính sách miễn thị thực một chiều để nhập cảnh vào Việt Nam, cấp phép lưu trú tạm thời

lên đến 45 ngày. Trong 2025, chúng tôi dự phóng số lượng hành khách quốc tế sẽ tăng 14% svck, đạt 106% sv mức trước đại dịch.

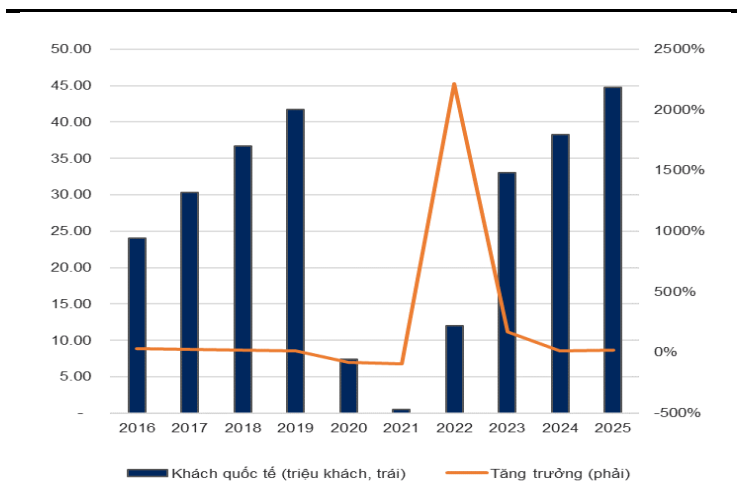
Chúng tôi nhận thấy tiềm năng đáng kể trong việc tăng số lượng hành khách quốc tế. Chính phủ đặt mục tiêu đón tiếp từ 25 đến 28 triệu khách quốc tế trong năm 2025, tăng trưởng từ 47% đến 56% svck. Dự báo này vượt xa dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy việc đạt được mục tiêu này có thể gặp khó khăn, đặc biệt là khi số lượng khách quốc tế chỉ dần trở lại mức trước đại dịch trong năm 2024 và nền kinh tế vẫn đang trong quá trình phục hồi vào năm 2025.

Lượng hành khách nội địa bị ảnh hưởng bởi việc giảm quy mô đội bay

Trong Q1/24, số lượng hành khách nội địa giảm mạnh 15% svck. Một số hãng hàng không nội địa đã tạm ngừng hoạt động để xử lý vấn đề động cơ, trong khi những hãng khác đã cắt giảm số chuyến bay và tuyến bay để tái cơ cấu. Điều này dẫn đến thị trường hàng không nội địa bị ảnh hưởng nghiêm trọng, gây ra tình trạng khan hiếm vé máy bay, đặc biệt là trong những giai đoạn cao điểm. Hơn nữa, việc giảm quy mô đội bay cũng làm mất đi sự cạnh tranh của các hãng hàng không nội địa trước sự gia tăng của hành khách quốc tế. Tình trạng này dự kiến sẽ tiếp tục cho đến cuối năm 2024 do việc đình chỉ hoạt động của các máy bay A321 trang bị động cơ Pratt & Whitney để tiến hành sửa chữa. Theo các thống kê từ các đại lý du lịch, mức giá vé máy bay cao đã khiến hành khách phải tìm đến các phương tiện vận chuyển thay thế hoặc lựa chọn các điểm đến gần hơn hoặc các tour du lịch quốc tế giá rẻ hơn, chẳng hạn như đến Thái Lan, thay vì du lịch trong nước.

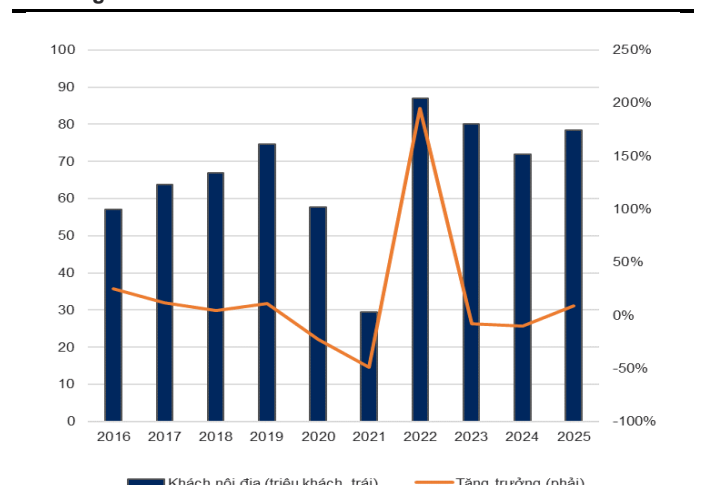
Do đó, chúng tôi kỳ vọng số lượng hành khách nội địa sẽ duy trì ở mức yếu trong 2024. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo số lượng hành khách nội địa trong năm 2024 từ giảm 5% svck trong báo cáo trước đó xuống giảm 10% svck. Trong năm 2025, chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng hành khách nội địa dựa trên giả định tăng trưởng hàng năm dài hạn là 9%.

Hình 7: Lượng khách quốc tế tiếp tục tăng trong năm 2024-25



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Lượng khách nội địa giảm nhẹ trong năm 2024 và phục hồi trong năm 2025



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu từ dịch vụ vận chuyển dự kiến tăng 14,8%/13,6% trong 2024/25

Chúng tôi dự báo doanh thu của ACV sẽ tăng 14,8%/13,6% svck, lên mức 22.998/26.115 tỷ đồng trong năm 2024/25. Dự báo này dựa trên các giả định sau: 1) Tỷ giá USD/VND sẽ tăng/giảm 3,7%/2% svck trong năm 2024/25 và sẽ tăng 2% trong những năm tiếp theo; và 2) Số lượng hành khách quốc tế tăng 18%/14% trong năm 2024/25, trong khi khách nội địa giảm 10% trước khi tăng

9% trong năm sau. Trong năm 2026/27, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng 17%/20% nhờ vào việc mở rộng công suất, đáp ứng nhu cầu tăng của du khách quốc tế khi LTIA và T3 TSN bắt đầu hoạt động.

Kế hoạch mở rộng công suất đang diễn ra nhanh hơn kế hoạch

Tiến độ của sân bay quốc tế Long Thành

Sau hơn 9 tháng thi công, việc xây dựng đường băng sân bay Long Thành đang tiến triển nhanh hơn hai tháng so với kế hoạch ban đầu, dự kiến hoàn thành các hạng mục kỹ thuật vào ngày 30/5/2025.

Ngoài ra, nhà ga sân bay, hạng mục thành phần chính của sân bay Long Thành, cũng vượt tiến độ 2 tuần.

Hơn nữa, Bộ Giao thông Vận tải (MoT) đã đề xuất Thủ tướng xem xét và giao cho ACV nghiên cứu về kế hoạch triển khai giai đoạn 2 của dự án đầu tư xây dựng sân bay Long Thành. Theo hồ sơ phê duyệt đầu tư cho Giai đoạn 1, ACV đã phát triển kế hoạch kinh doanh và tích lũy nguồn vốn để thực hiện Giai đoạn 2, đề ra kế hoạch cho Giai đoạn 3. Trong kế hoạch này, tổng vốn đầu tư cần thiết cho Giai đoạn 2 là khoảng 48.000 tỷ đồng, dự kiến thực hiện từ năm 2028 đến năm 2032.

Tổng công suất sẽ tăng đáng kể từ năm 2027, phù hợp với sự tăng trưởng của số lượng hành khách ...

Bên cạnh sân bay Long Thành, ACV cũng đẩy nhanh tiến độ của các dự án khác, cụ thể là:

Về tiến độ của Dự án Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất, dự án đã hoàn thành khoảng 60%, và các công việc còn lại, chủ yếu là lắp đặt thiết bị bổ sung, sẽ được hoàn thành nhanh chóng. Dự án T3 Tân Sơn Nhất được kỳ vọng sẽ khánh thành và đi vào hoạt động vào ngày 30/4/2025. Các nỗ lực đang được tiến hành để rút ngắn thời gian 2 tháng so với mục tiêu ban đầu là ngày 30/6/2025.

Về kế hoạch mở rộng của Nhà ga T2, sân bay Nội Bài, việc xây dựng đã bắt đầu vào ngày 19/5, với mức đầu tư dự kiến là 5.000 tỷ đồng, hoàn toàn từ nguồn vốn của ACV. Dự án sẽ giúp tăng công suất hàng năm của nhà ga từ 10 triệu lên 15 triệu hành khách, và cuối cùng nâng tổng năng lực thiết kế của sân bay lên 30 triệu hành khách mỗi năm khi hoàn thành (có khả năng xử lý lên đến 40 triệu hành khách hàng năm). Dự án dự kiến hoàn thành vào tháng 12/2025.

Sân bay Liên Khương trở thành sân bay quốc tế đầu tiên tại Tây Nguyên. Về cơ sở hạ tầng, sân bay Liên Khương hiện nay hoạt động với một nhà ga hành khách duy nhất phục vụ cả hành khách nội địa và quốc tế. Tuy nhiên, theo kế hoạch đến năm 2030, sân bay sẽ giữ lại nhà ga T1 để phục vụ 2 triệu hành khách mỗi năm và xây dựng nhà ga T2 với năng lực tiếp đón khoảng 3 triệu hành khách mỗi năm, chuyên phục vụ các chuyến bay quốc tế.

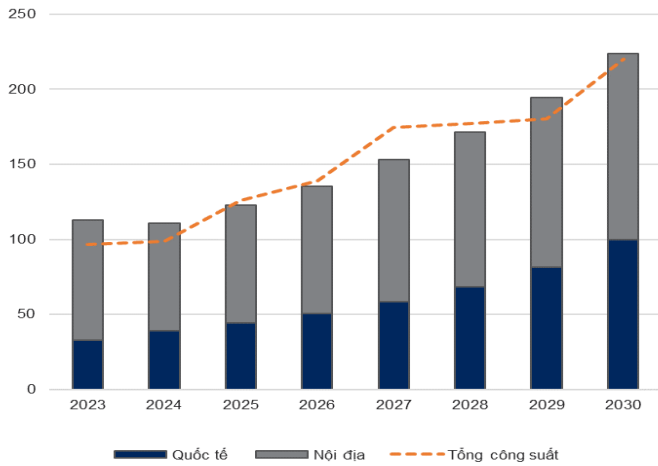
Chúng tôi ước tính ACV sẽ nâng tổng công suất thiết kế lên 139/174 triệu hành khách mỗi năm vào năm 2026/27, tương ứng với mức tăng 43% và 80% so với tổng công suất vào năm 2023. Mở rộng này nhằm phục vụ sự gia tăng dự kiến của số lượng hành khách (như đã đề cập trước đó).

Hình 9: Kế hoạch mở rộng công suất cho các dự án LTIA, T3 Tân Sơn Nhất và T2 Nội Bài

Dự án	CAPEX (tỷ đồng)	Công suất trước khi xây dựng (tr hành khách)	Công suất tăng thêm (tr hành khách) Chủ đầu tư	Kế hoạch xây dựng							
				2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Long Thành GD1	109.000	0	25 ACV								
Long Thành GD2	48.000	25	25 ACV								
Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất	10.990	30	20 ACV								
Nhà ga T2 Nội Bài	4.983	25	5 ACV								

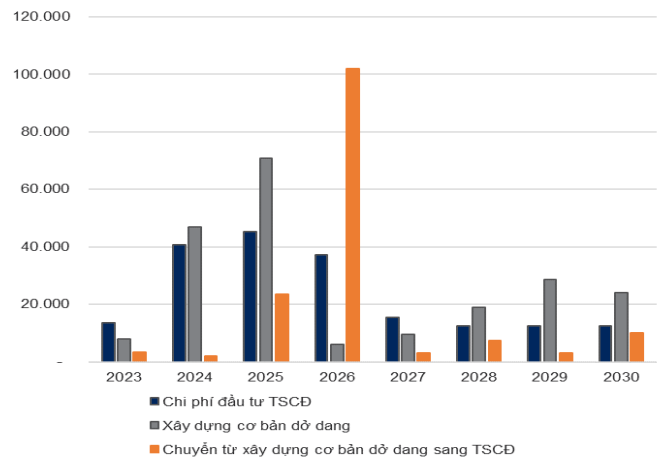
Nguồn: ACV, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Số lượng hành khách quốc tế và nội địa so với tổng công suất từ năm 2023 đến 2030 (đơn vị: triệu hành khách)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Chi phí đầu tư 2024-26 (Đơn vị: tỷ đồng)

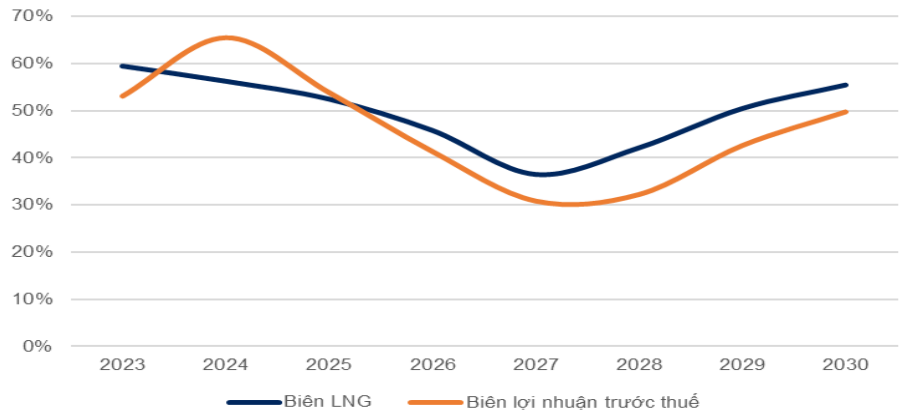


Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

... tuy nhiên, biên LN gộp sẽ bị ảnh hưởng trong những năm đầu LTIA đi vào hoạt động

Mặc dù việc sân bay Quốc tế Long Thành bắt đầu hoạt động sẽ giảm thiểu tình trạng quá tải tại Sân bay Tân Sơn Nhất, nhưng nó sẽ gây giảm biên LN gộp của ACV, đặc biệt là trong giai đoạn 2026-2028 khi nền kinh tế đang trên đà phục hồi và số lượng du khách từ từ tăng lên.

Hình 12: Biên LNG và biên LNTT giảm từ năm 2027 (đơn vị: %)

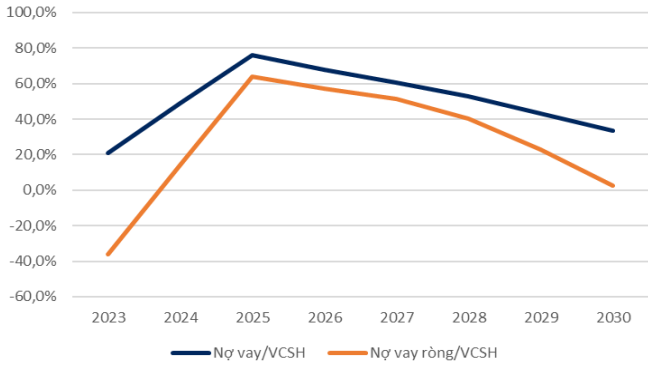


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Đòn bẩy tài chính của ACV sẽ tăng mạnh để tài trợ kế hoạch mở rộng

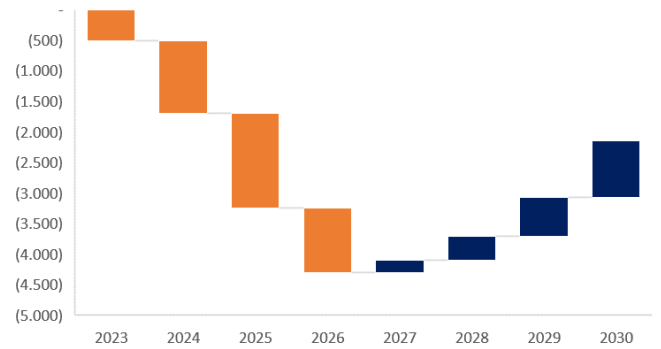
ACV đã ký hợp đồng vay với Vietcombank (VCB), VietinBank (CTG) và BIDV để vay với hạn mức 1,8 tỷ USD trong vòng 20 năm, đóng vai trò quan trọng trong việc tài trợ cho dự án sân bay Quốc tế Long Thành. Chúng tôi dự báo rằng vay nợ của ACV sẽ tăng mạnh từ năm 2024, dẫn đến tỷ lệ D/E tăng lên 0,68x vào năm 2026, so với 0,21x vào năm 2023.

Hình 13: Tỷ lệ nợ vay/VCSH và nợ vay ròng/VCSH tăng cao, đạt đỉnh vào năm 2025 (đơn vị: %)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Lượng tiền mặt cho cổ đông âm trong giai đoạn mở rộng đầu tư xây dựng và sẽ phục hồi từ năm 2027 trở đi (đơn vị: đồng/cp)

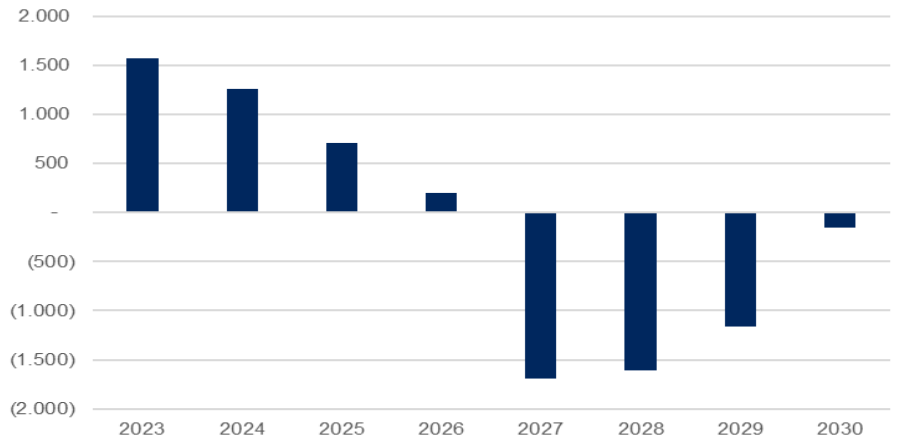


Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Chi phí lãi vay ròng sẽ tăng mạnh sau khi không được vốn hóa vào TSCĐ

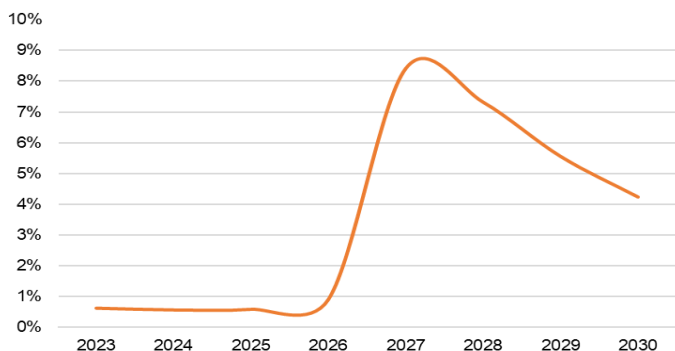
Việc ACV hoàn thành ba dự án lớn trong năm 2025/26 sẽ dẫn đến chi phí lãi vay không còn được vốn hóa vào TSCĐ mà sẽ được trừ vào chi phí trong kỳ, dẫn đến chi phí lãi vay tăng đáng kể từ năm 2027. Ngoài ra, ACV đã tận dụng nguồn vốn nhân rồi vào việc xây dựng, mở rộng dự án hơn là gửi tiết kiệm ngân hàng, dẫn đến giảm thu nhập từ lãi, đặc biệt từ năm 2025. Điều này dẫn đến việc tăng chi phí lãi vay đáng kể từ năm 2026-2029.

Hình 15: Lãi/lỗ ròng từ lãi vay qua các năm (đơn vị: tỷ đồng)



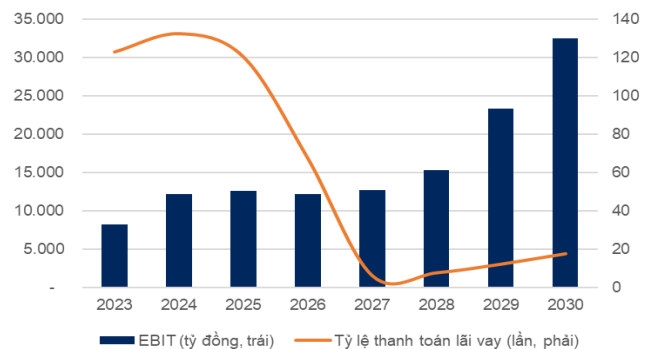
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 16: Chi phí lãi vay so với EBITDA tăng đáng kể trong giai đoạn từ năm 2027 đến 2030 khi chi phí lãi vay không còn được vốn hóa vào tài sản cố định (đơn vị: %)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Hệ số khả năng thanh toán lãi vay suy giảm từ năm 2027 do chi phí lãi vay tăng đột biến



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

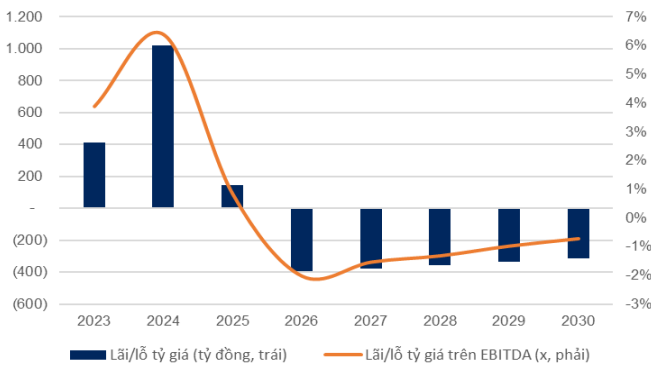
Biến động tỷ giá từ các khoản vay không gây quá nhiều lo ngại

Trong năm 2024, Ngân hàng Trung ương Mỹ có thể chỉ giảm lãi suất một lần. Ngoài ra, việc các ngân hàng trung ương châu Âu giảm lãi suất, kết hợp với ngang giá sức mua giữa Việt Nam và Mỹ cùng với dòng USD ra đang tạo áp lực lớn lên VND. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán rằng VND sẽ mạnh lên vào cuối năm 2024 và tiếp tục đà gia tăng trong năm 2025, giúp ACV ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động tỷ giá trong năm 2024/25. Tuy nhiên, từ năm 2026 trở đi, chúng tôi giả định rằng USD sẽ tăng giá 2% mỗi năm, dẫn đến các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá. Tuy nhiên, với một phần đáng kể doanh thu của ACV được báo giá bằng USD, chúng tôi tin rằng rủi ro liên quan đến sự chênh lệch tỷ giá hối đoái của các khoản vay USD là không đáng kể và có thể quản lý được.

Ngoài ra, chúng tôi dự đoán rằng JPY sẽ suy yếu suốt năm 2024 và mạnh trở lại trong năm 2025, dẫn đến các khoản lãi/ lỗ tiềm năng từ các khoản vay ODA (số dư nợ vay hiện tại là 63,8 tỷ JPY trong Q1/24). Hơn nữa, chúng tôi giả định rằng JPY sẽ suy giảm 2% mỗi năm sau đó, cho phép ACV ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động tỷ giá hối đoái.

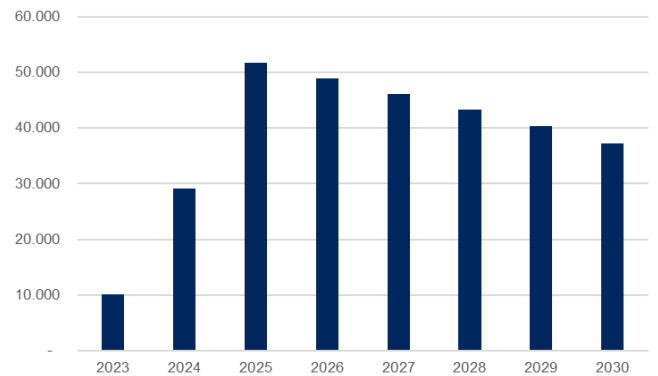
Tổng cộng, ACV ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động tỷ giá là 1.000/146 tỷ đồng trong năm 2024/25 và dự kiến sẽ ghi nhận lỗ trung bình khoảng 356 tỷ đồng trong giai đoạn từ năm 2026 đến 2030.

Hình 13: Lãi/lỗ từ hoạt động tỷ giá qua các năm và tỷ trọng trên EBITDA



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Nợ dài hạn tăng đột biến từ năm 2025 (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Định giá

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 136.200 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 14,7% và giá mục tiêu 136.200 đồng/cổ phiếu, phản ánh dự báo tăng số lượng khách quốc tế của chúng tôi nhờ vào sự hỗ trợ bởi chính sách cấp visa thuận lợi và các gói kích cầu du lịch. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Chúng tôi duy trì lãi suất phi rủi ro ở mức 2,63% (dựa trên lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm), và [phân bổ rủi ro](#) ở mức 9,0%.

Hình 20: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền – Tóm tắt dòng tiền (đơn vị: tỷ đồng)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	10.450	10.669	9.987	10.099	12.356	19.841	28.276	30.927	34.881	39.124	43.846	49.006
trừ: Thuế	(2.563)	(2.340)	(2.015)	(1.686)	(2.154)	(3.700)	(5.543)	(6.222)	(7.294)	(8.462)	(9.755)	(11.186)
Lợi nhuận trước thuế, khấu hao và lãi vay	7.887	8.330	7.971	8.413	10.202	16.141	22.734	24.705	27.587	30.662	34.091	37.820
cộng: Khấu hao	3.170	4.422	7.204	10.073	11.986	11.177	11.065	12.462	12.460	12.462	12.009	11.786
trừ: Đầu tư tài sản cố định	(40.716)	(45.226)	(37.155)	(15.478)	(12.481)	(12.481)	(12.481)	(7.161)	(7.161)	(7.161)	(7.161)	(7.161)
trừ: tăng vốn lưu động	3.869	(1.165)	(1.101)	1.419	(1.104)	(916)	(1.332)	(624)	(488)	(547)	(589)	(658)
FCFF	(25.790)	(33.639)	(23.081)	4.426	8.603	13.921	19.986	29.382	32.399	35.416	38.350	41.786
Giá trị hiện tại	(24.821)	(30.025)	(19.106)	3.398	6.125	9.192	12.238	16.686	17.064	17.299	17.372	17.555
Giá trị hiện tại thuần	42.978											

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Giá định WACC

Lãi suất phi rủi ro, 10 năm	2,6%
Beta, Bloomberg	0,7
Phân bổ rủi ro thị trường	9,0%
Chi phí VCSH	11,0%
Chi phí nợ	6,0%
% tăng trưởng dài hạn	3%
Tỷ lệ nợ/VCSH mục tiêu	50%
Chi phí vốn bình quân	7,85%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Giá trị DN

Giá trị dòng tiền hiện tại doanh nghiệp	280.311
trừ: Giá thị trường của nợ	(10.244)
trừ: Cổ phiếu ưu đãi	-
trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-
cộng: Tiền và tương đương tiền	26.591
Giá trị vốn	296.658
Số lượng cổ phần	2.177.173.236
Giá trị cổ phiếu	136.258
Giá trị cổ phiếu (làm tròn)	136.300
P/E	33,9x

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Bảng phân tích độ nhạy

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn bình quân				
	6,85%	7,35%	7,85%	8,35%	8,85%
2,0%	129.397	129.397	129.397	129.397	129.397
2,5%	132.516	132.516	132.516	132.516	132.516
3,0%	136.204	136.204	136.204	136.204	136.204
3,5%	140.661	140.661	140.661	140.661	140.661
4,0%	146.187	146.187	146.187	146.187	146.187

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: So sánh với các DN cùng ngành

Mã CK	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường	Tăng trưởng DT	Tăng trưởng EPS	Nợ ròng/VCSH	ROE Trượt	ROA Trượt	PE Trượt	PB Trượt
Hãng hàng không Bloomberg			Triệu đô	%	%		%	%	(x)	(x)
ao t b Equity	Airports of Thailand PCL	TH	22.080,06	190,71	146,88	49,37	15,46	8,88	48,08	7,02
600009 CH Equity	Shanghai International Airport Co Ltd	CH	11.154,26	101,57	214,77	18,20	3,53	2,01	56,63	1,98
694 HK Equity	Beijing Capital International Airport Co Ltd	CH	1.512,31	104,33	107,07	64,12	(10,78)	(5,14)	N/A	0,74
9706 JP Equity	Japan Airport Terminal Co Ltd	JP	3.205,31	92,46	(12,42)	85,77	12,09	4,24	26,80	3,07
000089 CH Equity	Shenzhen Airport Co Ltd	CH	1.839,58	55,91	20,37	74,87	5,50	2,45	22,32	1,19
MAHB MK Equity	Malaysia Airports Holdings Bhd	MA	3.482,72	57,15	65,00	29,69	9,02	3,47	26,54	2,28
Trung vị			3.344,01	97,02	86,04	56,74	7,26	2,96	26,80	2,13
Trung bình			7.212,37	100,36	90,28	53,67	5,80	2,65	36,08	2,92
ACV VN Equity	Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam	VN	10.154,20	44,86	35,19	(36,27)	17,96	13,27	35,77	5,13

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng đánh giá lại và rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá

- Lượng khách cao hơn dự kiến
- Kế hoạch chia cổ tức cổ phiếu được công bố

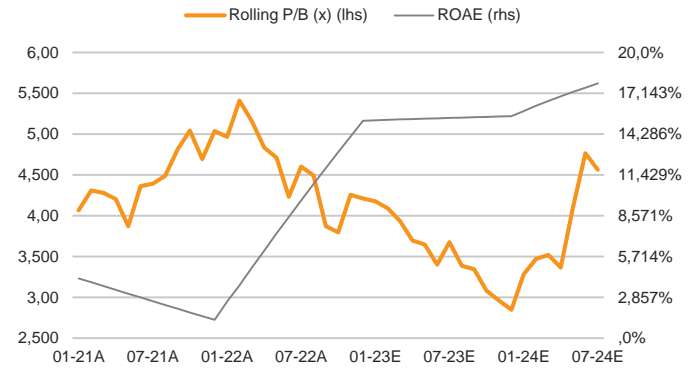
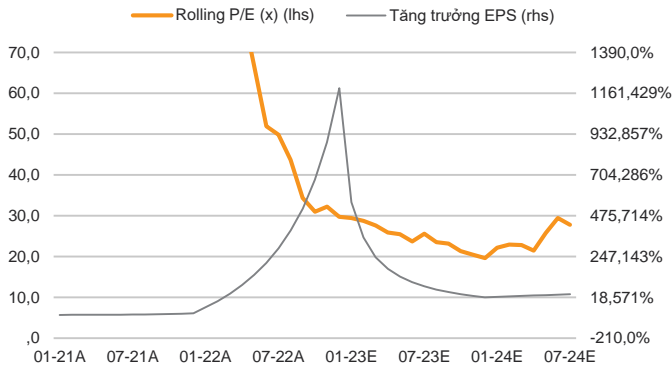
Rủi ro tăng giá

- Trong báo cáo hợp nhất kiểm toán năm 2022, vẫn còn 2 ý kiến nhấn mạnh bao gồm (1) ACV chưa nhận được quyết định phê duyệt cổ phần hóa từ các cơ quan có thẩm quyền, và (2) ACV chưa nhận được quyết định phê duyệt giá trị tài sản khu bay từ Bộ Giao thông Vận tải. Chúng tôi cho rằng khi các vấn đề này được giải quyết, ACV sẽ có thể rộng đường niêm yết trên HSX trong tương lai.

Rủi ro giảm giá

- Đồng JPY tăng giá so với USD
- Xây dựng kéo dài hơn dự kiến
- Trích lập nợ xấu cao hơn dự kiến

Định giá



Báo cáo KQ HKDK

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	20.033	22.998	26.115
Giá vốn hàng bán	(8.110)	(10.051)	(12.409)
Chi phí quản lý DN	(3.355)	(389)	(675)
Chi phí bán hàng	(340)	(369)	(458)
LN hoạt động thuần	8.228	12.189	12.573
EBITDA thuần	10.592	16.015	17.564
Chi phí khấu hao	(2.364)	(3.826)	(4.991)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	8.228	12.189	12.573
Thu nhập lãi	2.501	2.486	1.562
Chi phí tài chính	(410)	(92)	(592)
Thu nhập ròng khác	26	30	34
TN từ các Cty LK & LD	275	419	461
LN trước thuế	10.620	15.033	14.038
Thuế	(2.048)	(2.911)	(2.720)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.253)	(1.404)	(1.534)
LN ròng	7.319	10.717	9.783
Thu nhập trên vốn	7.319	10.717	9.783
Cổ tức phổ thông	(2)	0	0
LN giữ lại	7.317	10.717	9.783

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	2.844	2.069	2.656
Đầu tư ngắn hạn	25.896	19.241	5.930
Các khoản phải thu ngắn hạn	12.772	10.473	12.569
Hàng tồn kho	467	535	609
Các tài sản ngắn hạn khác	770	869	990
Tổng tài sản ngắn hạn	42.748	33.187	22.755
Tài sản cố định	20.992	57.924	100.616
Tổng đầu tư	2.860	7.190	8.902
Tài sản dài hạn khác	529	610	693
Tổng tài sản	67.129	98.911	132.967
Vay & nợ ngắn hạn	410	782	1.667
Phải trả người bán	1.187	1.474	1.824
Nợ ngắn hạn khác	4.815	6.265	7.042
Tổng nợ ngắn hạn	6.412	8.522	10.533
Vay & nợ dài hạn	10.046	29.081	51.785
Các khoản phải trả khác	161	199	246
Vốn điều lệ và	21.772	21.772	21.772
LN giữ lại	22.639	25.665	32.636
Vốn chủ sở hữu	50.457	61.067	70.361
Lợi ích cổ đông thiểu số	53	42	42
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	67.129	98.911	132.967

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
LN trước thuế	10.620	15.033	14.038
Khấu hao	2.364	3.826	4.991
Thuế đã nộp	(2.001)	(2.911)	(2.720)
Các khoản điều chỉnh khác	1.718	(3.109)	(2.089)
Thay đổi VLD	(5.732)	3.869	(1.165)
LC tiền thuần HKDK	6.969	16.707	13.055
Đầu tư TSCĐ	(12.893)	(40.716)	(45.226)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	2.018	2.486	1.562
Thay đổi tài sản dài hạn khác	4.602	6.655	13.310
LC tiền từ HĐĐT	(6.273)	(31.574)	(30.354)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quý	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(366)	14.092	17.887
Dòng tiền từ HĐTC khác	20	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2)	0	0
LC tiền thuần HĐTC	(349)	14.092	17.887
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.497	2.844	2.069
LC tiền thuần trong năm	347	(775)	588
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.844	2.069	2.656

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	36,5%	46,6%	37,5%
Vòng quay TS	0,31	0,28	0,23
ROAA	11,5%	12,9%	8,4%
Đòn bẩy tài chính	1,35	1,49	1,76
ROAE	15,5%	19,2%	14,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	165,2	129,5	119,2
Số ngày nắm giữ HTK	21,0	19,5	17,9
Số ngày phải trả tiền bán	53,4	53,7	53,6
Vòng quay TSCĐ	1,07	0,58	0,33
ROIC	12,0%	11,8%	7,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	6,7	3,9	2,2
Khả năng thanh toán nhanh	6,6	3,8	2,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	4,5	2,5	0,8
Vòng quay tiền	132,8	95,3	83,5
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	45,1%	14,8%	13,6%
Tăng trưởng LN từ HKDK	79,9%	48,1%	3,1%
Tăng trưởng LN ròng	18,2%	46,4%	(8,7%)
Tăng trưởng EPS	18,2%	46,4%	(8,7%)

Nguồn: VND RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Phòng Nghiên cứu, Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trong báo cáo này được chuẩn bị từ dữ liệu được cho là chính xác và đáng tin cậy tại thời điểm phát hành báo cáo này. Trừ khi có quy định khác, báo cáo này dựa trên các nguồn mà VNDIRECT cho là đáng tin cậy. Những nguồn này có thể bao gồm nhưng không giới hạn ở dữ liệu từ sản giao dịch chứng khoán hoặc thị trường nơi chứng khoán được niêm yết hoặc bất kỳ thị trường nào khác nếu thích hợp. Thông tin về (các) công ty được dựa trên các tuyên bố đã công bố, tiết lộ thông tin và thông báo của (các) công ty và thông tin thu được từ nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hoặc đầy đủ của những thông tin đó.

Tất cả các ước tính, dự đoán, dự báo và trình bày ý kiến trong báo cáo này phản ánh quan điểm và ý kiến cá nhân của (các) nhà phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này. Những ý kiến này có thể không thể hiện quan điểm, lập trường của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này đã được chuẩn bị chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này không được coi là lời đề nghị, khuyến nghị hoặc chào mời mua hoặc bán chứng khoán, khoản đầu tư liên quan hoặc các công cụ tài chính khác. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về mọi hậu quả phát sinh từ việc sử dụng nội dung báo cáo này dưới mọi hình thức.

Báo cáo này và toàn bộ nội dung của nó thuộc về VNDIRECT. Không phần nào của báo cáo này được sao chép hoặc tái sản xuất dưới bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý bằng văn bản trước của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%.
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị tăng trưởng

Định nghĩa:

Tích cực	Dự báo công ty sẽ có mức tăng trưởng thu nhập cao hơn so với ngành trong thời gian đầu tư.
Trung lập	Dự báo mức tăng trưởng thu nhập của công ty sẽ phù hợp với ngành trong thời gian đầu tư.
Tiêu cực	Dự báo công ty sẽ có mức tăng trưởng thu nhập yếu hơn so với ngành trong thời gian đầu tư.

Giá trị

Định nghĩa:

Tích cực	Dự báo công ty sẽ có mức tăng trưởng thu nhập cao hơn so với ngành trong thời gian đầu tư.
Trung lập	Dự báo mức tăng trưởng thu nhập của công ty sẽ phù hợp với ngành trong thời gian đầu tư.
Tiêu cực	Dự báo công ty sẽ có mức tăng trưởng thu nhập yếu hơn so với ngành trong thời gian đầu tư.

Ngành

Định nghĩa:

Tích cực	Các cổ phiếu trong ngành, trên cơ sở giá trị vốn hóa thị trường, có khuyến nghị tuyệt đối tích cực.
Trung lập	Các cổ phiếu trong ngành, trên cơ sở giá trị vốn hóa thị trường, có khuyến nghị tuyệt đối trung lập.
Tiêu cực	Các cổ phiếu trong ngành, trên cơ sở giá trị vốn hóa thị trường, có khuyến nghị tuyệt đối tiêu cực.

Barry Weisblatt – Giám đốc phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Tuấn Nguyễn – Trưởng phòng

Email: tuang.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Phương Anh – Chuyên viên phân tích

Email: anh.nguyenphuong9@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>