

**TỔNG CÔNG TY CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM - ACV**

**Khả quan**

**Nâng tầm hệ thống sân bay Việt Nam**

Giá mục tiêu (12T)

Hàng không | CẬP NHẬT

VND95.800

Consensus\*: Mua:7 Giữ:2 Bán:0

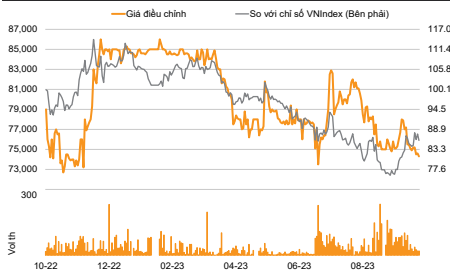
Giá mục tiêu / Consensus: -3,1%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

➢ Giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 4,7%-5,1%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	117.900
Giá thị trường	74.600
Cao nhất 52 tuần (VND)	86.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	72.700
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	4.631
Thị giá vốn (tỷ VND)	167.588
Free float	5%
Tỷ suất cổ tức	0,00%
P/E trượt (x)	23,7
P/B hiện tại (x)	3,84

**Diễn biến giá**



Nguồn: VND RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

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

Nguồn: VND RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Thị Quyên**

quyen.nguyen2@vndirect.com.vn

- Trong Q2/23, ACV ghi nhận lợi nhuận ròng 2.295 tỷ đồng (-2,1% svck). LN ròng 6T23 đạt 3.597 tỷ (+18,1% svck), hoàn thành 47,6% dự phóng cả năm.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của ACV tăng 22,0%/6,4% svck trong 2023-24 nhờ sự phục hồi của khách quốc tế (+176,9%/17% svck trong 2023-24).
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 95.800 đồng/cp.

**Q2/23: Doanh thu phục hồi nhưng vẫn phải đối mặt với một số trở ngại lớn**

Doanh thu Q2/23 tăng 43,7% svck nhờ lượng khách quốc tế phục hồi mạnh mẽ (+411,1% svck) trong khi khách nội địa giảm 10,5% svck do mức nền cao của Q2/22, đây là giai đoạn Việt Nam mới dỡ bỏ các biện pháp chống dịch Covid19 nên hoạt động du lịch bùng nổ sau một thời gian bị dồn nén. Ngược lại với tốc độ tăng trưởng doanh thu, LN ròng Q2/23 giảm nhẹ 2,1% svck xuống còn 2.295 tỷ đồng do (1) thu nhập tài chính thấp hơn (-76,8% svck) do không có lãi tỷ giá và (2) chi phí QLDN cao hơn (+93,2% svck) do dự phòng của các khoản phải thu khó đòi từ các hãng hàng không tăng mạnh. Trong 6T23, LN ròng của ACV tăng 18,1% svck lên 3.597 tỷ đồng, hoàn thành 47,6% dự báo cả năm.

**Chính sách thị thực mới tạo động lực tăng trưởng cho khách quốc tế**

Từ ngày 15/8, Việt Nam cho phép cấp thị thực điện tử cho du khách (1) nhập cảnh nhiều lần so với trước đây chỉ nhập cảnh một lần và (2) và có thời hạn thị thực là 90 ngày so với trước đây là 30 ngày. Ngoài ra, công dân các nước được Việt Nam đơn phương miễn thị thực sẽ được cấp tạm trú 45 ngày thay vì 15 ngày. Chúng tôi kỳ vọng chính sách thị thực mới sẽ là động lực thúc đẩy mạnh mẽ cho ngành du lịch Việt Nam, bên cạnh sự mở rộng mạng lưới của các hãng hàng không quốc tế trong những năm tới. Do đó, chúng tôi kỳ vọng khách hàng quốc tế của ACV sẽ tăng 176,9% svck lên 22,4 triệu khách trong năm 2023 (bằng 80% so với mức trước dịch) và có thể tiếp tục tăng 17% svck lên 25,4 triệu khách trong năm 2024 (bằng 90% so với mức trước dịch).

**Tháng 8/2023, 2 dự án hạ tầng hàng không trọng điểm được khởi công xây dựng**

Ngày 31/8, ACV đã tổ chức lễ khởi công 3 gói thầu thuộc dự án Long Thành giai đoạn 1 và Nhà ga hành khách T3 – Tân Sơn Nhất, dự kiến hoàn thành lần lượt trong Q2/25 và Q4/26. Với hai dự án này, chúng tôi kỳ vọng năng lực vận chuyển hành khách của ACV sẽ tăng 20,6%/46,5% so với công suất hiện tại, giúp ACV duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm đạt 16% giai đoạn 2024-26 khi áp lực về tình trạng khai thác quá tải được dỡ bỏ trong giai đoạn ngành hàng không phục hồi.

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 95.800 đồng/cp**

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho ACV với giá mục tiêu thấp hơn đạt 95.800 đồng/cp dựa trên việc chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 4,7%-5,1% do lượng khách giảm. Tiềm năng tăng giá gồm (1) lượng khách cao hơn dự kiến, (2) kế hoạch cổ tức được công bố. Rủi ro tăng giá là việc được niêm yết trên sàn HSX. Rủi ro giảm giá gồm (1) đồng JPY tăng giá so với VND, (2) trích lập nợ xấu cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	4.752	13.807	19.695	22.502
Tăng trưởng DT thuần	(38,8%)	190,5%	42,6%	14,3%
Biên lợi nhuận gộp	(16,5%)	47,1%	54,0%	56,6%
Biên EBITDA	75,9%	81,1%	72,4%	71,0%
LN ròng (tỷ)	480	6.193	7.554	8.034
Tăng trưởng LN ròng	(70,9%)	1190,8%	22,0%	6,4%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(70,9%)	1190,8%	22,0%	6,4%
EPS cơ bản	220	2.844	3.469	3.690
EPS điều chỉnh	214	2.759	3.365	3.579
BVPS	17.275	20.085	23.475	26.980
ROAE	1,3%	15,2%	15,9%	14,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Nâng tầm hệ thống sân bay Việt Nam

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 95.800 đồng/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho ACV với giá mục tiêu thấp hơn 95.800 đồng/cp do chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 4,7%-5,1% do dự báo tổng lượng khách thấp hơn. Chúng tôi cho rằng ACV là cổ phiếu thích hợp cho mục tiêu đầu tư dài hạn nhờ:

- Tăng trưởng lợi nhuận vững chắc 22,0%/6,4% svck giai đoạn 2023-24 nhờ sự phục hồi của các đường bay quốc tế.
- Kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu: chính phủ đã phê duyệt phương án cho ACV giữ lại lợi nhuận từ trước năm 2021 để tái đầu tư. Đến cuối 2020, ACV có 9.705 tỷ lợi nhuận chưa phân phối, tương đương với khả năng chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 44% trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng đây là điểm nhấn đầu tư quan trọng của ACV trong giai đoạn tới.
- Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ dự án sân bay Long Thành và nhiều dự án hạ tầng hàng không khác.

#### Tiềm năng tăng giá

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

#### Rủi ro tăng giá:

- Việc niêm yết trên HSX được thông qua. 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 VND.
- Trích lập nợ xấu cao hơn dự kiến.

Hình 1: Dòng tiền DCF (Đơn vị: tỷ đồng)

	2023	2024	2025	2026 //	2030 //	2035
<b>EBIT</b>	<b>6.791</b>	<b>8.536</b>	<b>9.188</b>	<b>13.691</b>	<b>25.532</b>	<b>61.868</b>
Trừ: thuế	-1.890	-2.010	-1.764	-2.525	-5.140	-13.382
<b>EBIAT</b>	<b>4.901</b>	<b>6.526</b>	<b>7.424</b>	<b>11.166</b>	<b>20.392</b>	<b>48.486</b>
Cộng: chi phí khấu hao	3.293	3.566	4.586	2.925	14.423	14.150
Trừ: CAPEX	-10.466	-39.187	-39.701	-36.208	-11.731	-21.465
Trừ: thay đổi vốn lưu động	211	-672	-597	-638	-1.966	-1.809
<b>FCFF</b>	<b>-2.061</b>	<b>-29.767</b>	<b>-28.288</b>	<b>-22.755</b>	<b>21.117</b>	<b>39.362</b>
<b>Giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>-2.016</b>	<b>-26.595</b>	<b>-23.081</b>	<b>-16.956</b>	<b>10.945</b>	<b>12.959</b>
<b>Tổng giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>5.057</b>					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Giả định đầu vào

Giả định đầu vào	
Chi phí VCSH	15,0%
Chi phí vay nợ	5,0%
D/(D+E) mục tiêu	50,0%
Thuế TNDN	20,0%
WACC	9,5%
Tăng trưởng dài hạn	4,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Mô hình định giá DCF (Đơn vị: tỷ đồng)

Đơn vị	Tỷ đồng trừ giá mục tiêu
<b>Tổng giá trị hiện tại của FCFE</b>	<b>5.057</b>
Giá trị tới hạn	21.117
<b>Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn</b>	<b>183.498</b>
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>188.555</b>
Trừ: giá trị nợ	(11.365)
Trừ: cổ phiếu ưu đãi	-
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	
Cộng: tiền và tương đương tiền	31.275
Giá trị VCSH	208.465
SLCPLH	2.177.173.236
Giá trị cổ phiếu	95.750
<b>Làm tròn</b>	<b>95.800</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên Công ty	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (lần)		ROE (%)		EV/EBITDA (lần)	
		Nội tệ	Nội tệ			tr USD	2023	2024	CAGR (%)	2023	2024	2023	2024	2023
<b>Cảng hàng không</b>														
Tổng Công ty Cảng HK Việt Nam	ACV VN	74.600,0	95.800	Khả quan	6.655	21,0	19,5	411,4	3,1	2,7	15,9	14,6	11,7	9,3
Airport of Thailand	AOT TB	68,8	N/A	KKN	26.549	97,2	36,0	NA	8,8	7,6	9,7	22,4	41,6	22,8
Shanghai International Air-A	600009 CH	37,9	N/A	KKN	12.920	56,1	20,5	NA	2,3	2,1	4,0	10,3	25,8	14,0
Beijing Capital Intl Airpo-H	694 HK	3,4	N/A	KKN	1.977	NA	16,8	NA	0,9	0,9	-7,5	5,9	40,1	9,0
Japan Airport Terminal Co	9706 JP	6.208,0	N/A	KKN	3.882	57,1	34,2	NA	3,6	3,4	6,3	10,0	15,0	11,7
Shenzhen Airport Co-A	000089 CH	6,8	N/A	KKN	1.911	100,0	30,6	NA	1,3	1,2	1,8	4,1	16,7	12,8
Malaysia Airports Holdings	MAHB MK	7,3	N/A	KKN	2.572	28,5	16,5	NA	1,7	1,6	6,2	10,1	7,9	6,6
<b>Trung bình</b>						<b>60,0</b>	<b>24,9</b>		<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>5,2</b>	<b>11,1</b>	<b>22,7</b>	<b>12,3</b>

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

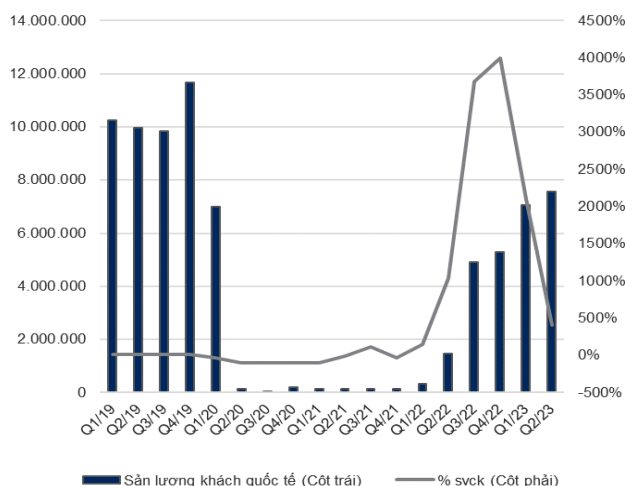
**KQKD Q2/2023: Doanh thu phục hồi nhưng vẫn phải đối mặt với một số trở ngại lớn**

Hình 5: Tổng quan KQKD Q2/

	Q2/23	Q2/22	% svck	%svqt	6T23	6T22	%svck	% sv dự phóng 2023 Nhận xét
<b>Tổng lượng khách (tr)</b>	<b>29</b>	<b>25</b>	<b>14,0%</b>	<b>4,7%</b>	<b>57</b>	<b>41</b>	<b>39,5%</b>	<b>44,8%</b>
- Quốc tế (tr)	7,6	1,5	411,1%	7,2%	14,6	1,8	711,7%	43,5%
- Nội địa (tr)	21,5	24,0	-10,5%	3,9%	42,2	38,9	8,4%	45,3%
<b>Doanh thu</b>	<b>4.929</b>	<b>3.430</b>	<b>43,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>9.658</b>	<b>5.538</b>	<b>74,4%</b>	<b>49,0%</b>
- Dịch vụ hàng không	4.052	2.920	38,8%	3,5%	7.965	4.619	72,4%	48,5%
- Dịch vụ phi hàng không	603	362	66,7%	9,8%	1.152	703	63,8%	52,3%
- Thương mại	291	164	77,6%	3,3%	573	241	137,3%	54,2%
Lợi nhuận gộp	2.959	1.590	86,1%	0,7%	5.897	2.245	162,7%	55,5%
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>60,0%</b>	<b>46,4%</b>	<b>13,7 đ %</b>	<b>-2,1 đ %</b>	<b>61,1%</b>	<b>40,5%</b>	<b>20,5 đ %</b>	<b>7,1 đ %</b>
Doanh thu tài chính	442	1.906	-76,8%	6,3%	858	2.569	-66,6%	34,4%
Chi phí tài chính	(446)	21	-2245,1%	-156,3%	346	42	723,5%	141,1%
Chi phí bán hàng	87	55	59,1%	-0,2%	174	81	114,8%	77,3%
<b>Chi phí QLDN</b>	<b>606</b>	<b>314</b>	<b>93,2%</b>	<b>21,6%</b>	<b>1.105</b>	<b>516</b>	<b>114,2%</b>	<b>47,8%</b>
Lợi nhuận từ công ty liên kết	80	72	11,8%	55,6%	132	91	44,4%	34,3%
Lợi nhuận trả về nhà nước	313	222	41,0%	-5,7%	645	396	62,9%	61,5%
Lợi nhuận ròng	2.295	2.345	-2,1%	76,3%	3.597	3.046	18,1%	47,6%

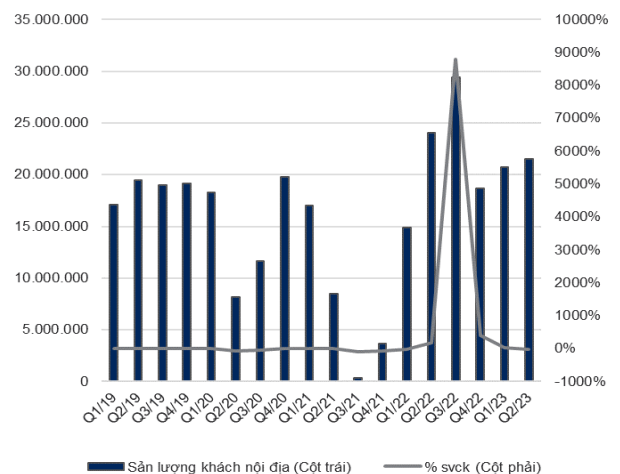
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: Sản lượng khách quốc tế tiếp tục hồi phục trong Q2/23



Nguồn: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Sản lượng khách nội địa giảm 10,5% svck trong Q2/23 do mức nền cao của Q2/22



Nguồn: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

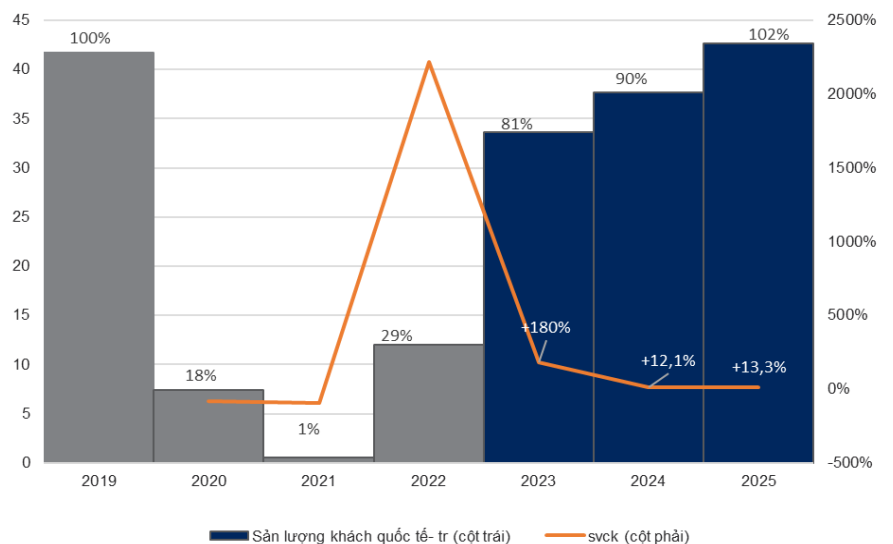
## Triển vọng 2023-24: thị trường quốc tế duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ

### Chính sách thị thực mới tạo động lực tăng trưởng cho khách quốc tế

Trong Q2/23, sản lượng khách quốc tế đến Việt Nam đạt 76% mức trước dịch với sự đóng góp tăng trưởng nhiều nhất đến từ Thái Lan, Hàn Quốc, Đài Loan, Úc (đạt mức 80 - 100% so với năm 2019) trong khi vẫn thiếu lượng khách du lịch đến từ Trung Quốc (chỉ đạt 35% mức trước dịch vì Trung Quốc mới cho phép du lịch theo nhóm đến Việt Nam từ tháng 3/2023). Chúng tôi kỳ vọng lượng hành khách từ Trung Quốc có thể phục hồi đạt mức 50% trước dịch vào cuối năm 2023. Do đó, chúng tôi hạ kỳ vọng khách quốc tế của ACV so với dự báo trước từ mức tăng 205% svck xuống mức tăng 176,9% svck đạt 22,4 triệu khách trong năm 2023 (bằng 80% mức trước dịch) và có thể tiếp tục tăng 17% svck lên 25,4 triệu khách trong năm 2024 (bằng 90% mức trước dịch) nhờ vào triển vọng phục hồi từ các quốc gia khác dựa trên:

- Chính sách thị thực du lịch hấp dẫn hơn sẽ có hiệu lực từ ngày 15/8, hỗ trợ lượng khách quốc tế phục hồi. Việt Nam cho phép cấp thị thực điện tử cho khách du lịch (1) nhập cảnh nhiều lần so với trước đây chỉ một lần nhập cảnh và (2) và có thời hạn thị thực là 90 ngày so với 30 ngày trước đây. Ngoài ra, công dân các nước được Việt Nam đơn phương miễn thị thực sẽ được cấp tạm trú 45 ngày thay vì 15 ngày và cũng có thể được xem xét cấp thị thực, gia hạn tạm trú theo quy định. Chính sách thị thực mới được coi là cú hích mạnh mẽ cho ngành du lịch Việt Nam, hứa hẹn sẽ thu hút lượng khách quốc tế tăng vọt, từ đó thúc đẩy tăng trưởng cho ACV.
- Các hãng hàng không tiếp tục mở rộng các đường bay quốc tế. HVN tiếp tục tăng tần suất bay trên các đường bay đến châu Âu, Australia, Trung Quốc, qua đó khôi phục gần 90% tần suất các đường bay quốc tế so với trước dịch. Cụ thể, từ ngày 23/9, hãng tăng tần suất chuyến bay giữa Hà Nội - Bắc Kinh (Trung Quốc) từ 3 lên 4 lần/tuần. Từ ngày 29/10 sẽ tăng tần suất đồng loạt trên nhiều đường bay đến Australia và châu Âu. Trong khi VJC cũng triển khai 11 đường bay mới tới Australia, Ấn Độ, Indonesia trong Q2/23. Chúng tôi cũng lưu ý rằng Việt Nam là điểm đến du lịch được tìm kiếm nhiều thứ bảy trên thế giới trong nửa đầu năm và là quốc gia duy nhất ở Đông Nam Á lọt vào top 20, theo Google Destination Insights.

**Hình 8: Dự phóng lượng khách quốc tế trong trung hạn**



Nguồn: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

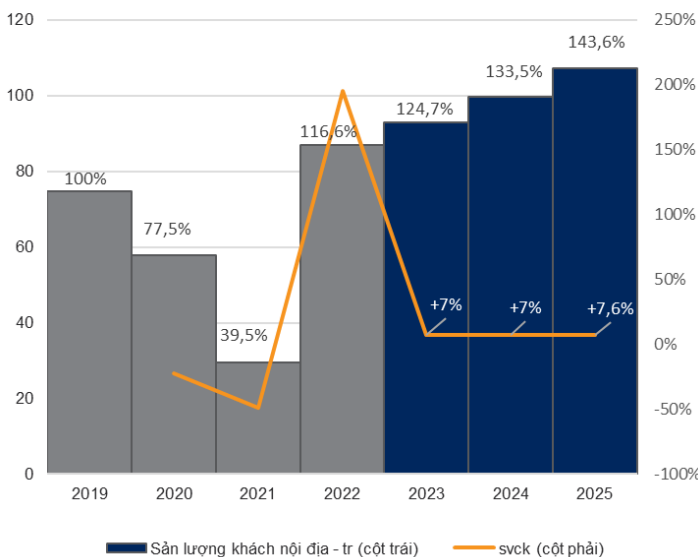
**Thị trường nội địa giảm tốc trong 2023-24 do nhu cầu du lịch nội địa đã phục hồi hoàn toàn trong 2022.**

Trong Q2/23, khách nội địa giảm 10,5% svck do mức nền cao của Q2/22, đây là giai đoạn Việt Nam mới dỡ bỏ các biện pháp chống dịch Covid19 nên hoạt động du lịch bùng nổ sau một thời gian bị dồn nén. Mặc dù lượng khách nội địa trong Q2/23 giảm svck nhưng vẫn đạt mức 110% so với trước dịch.

Do mức nền cao của năm 2022, chúng tôi kỳ vọng số khách nội địa năm 2023-24 tăng trưởng nhẹ với tỷ lệ hàng năm ở mức 7%, lần lượt đạt 93 triệu/99,6 triệu khách. Tốc độ tăng trưởng này thấp hơn một chút so với giai đoạn 2017-2019 là 9,4% - đây có thể coi là mức tăng trưởng tự nhiên của vận tải hàng không nội địa, đến từ tăng trưởng thu nhập và điều kiện nhân khẩu học của Việt Nam. Chúng tôi cũng lưu ý nhiều sân bay lớn trong nước đang quá tải do nhiều dự án hạ tầng hàng không trọng điểm chưa được phát triển. Chúng tôi ước tính các sân bay của Việt Nam có thể hoạt động ở mức 117%/124% công suất thiết kế giai đoạn 2023-24 trước khi giảm xuống trong 2025 khi nhiều dự án cơ sở hạ tầng hàng không trọng điểm đi vào vận hành như dự án nhà ga T3 Tân Sơn Nhất hay dự án mở rộng nhà ga T2 Nội Bài.

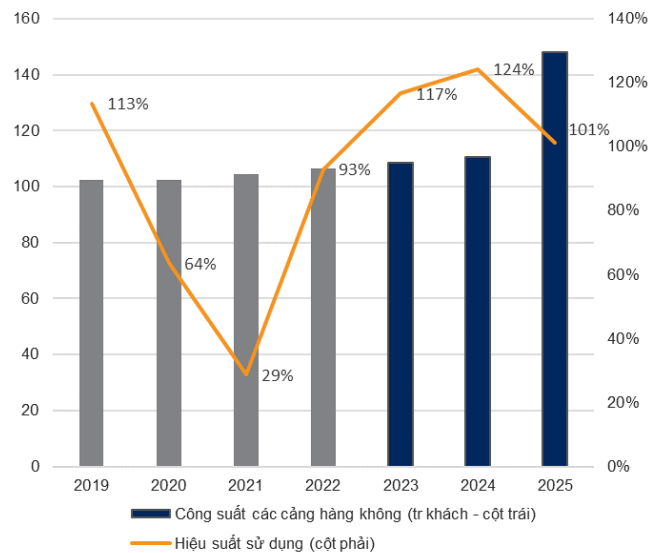
Đáng chú ý, với 2 dự án nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và dự án Long Thành giai đoạn 1 dự kiến hoàn thành lần lượt vào 2025/2026, chúng tôi kỳ vọng năng lực vận chuyển hành khách của ACV sẽ tăng 20,6%/46,5% so với công suất hiện tại, giúp ACV duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm đạt 16% giai đoạn 2024-26 khi áp lực về tình trạng khai thác quá tải được dỡ bỏ trong giai đoạn ngành hàng không phục hồi.

**Hình 9: Dự phóng lượng khách nội địa trong trung hạn**



Nguồn: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 10: Ước tính hiệu suất hoạt động của các sân bay đến 2025**



Nguồn: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

## Dự án sân bay Long Thành, nhà ga T3 Tân Sơn Nhất dự kiến đi vào hoạt động năm 2025-26

Ngày 31/8, ACV đã tổ chức lễ khởi công 3 gói thầu thuộc các dự án xây dựng Long Thành giai đoạn 1 và nhà ga T3 Tân Sơn Nhất bao gồm:

- Gói thầu số 5.10 - xây dựng và lắp đặt thiết bị phần thân nhà ga hành khách, có tổng giá trị hơn 35 nghìn tỷ đồng và là gói thầu lớn nhất của dự án Long Thành giai đoạn 1. Thời gian thi công dự kiến của gói thầu được tăng từ 33 tháng lên 39 tháng, dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2026. Sau khi hoàn thành, Long Thành sẽ là sân bay hiện đại hàng đầu trong khu vực với công suất phục vụ 25 triệu hành khách và 1,2 triệu tấn hàng hóa/năm cho TP.HCM và các tỉnh lân cận.
- Gói thầu 4.6 là gói thầu lớn thứ hai của dự án Long Thành, với kinh phí được phê duyệt hơn 7.308 tỷ đồng và thời gian thi công là 23 tháng.
- Gói thầu 12 - xây dựng và lắp đặt thiết bị nhà ga hành khách T3 - Tân Sơn Nhất, với tổng vốn đầu tư hơn 9.300 tỷ đồng, dự kiến thi công trong 20 tháng, hoàn thành và đưa vào vận hành thử nghiệm từ đầu Q2/25. Nhà ga hành khách T3 sau khi hoàn thành sẽ là nhà ga hành khách quốc nội có công suất 20 triệu hành khách/năm.

Hình 11: Các dự án trọng điểm trong những năm tới

Dự án	CAPEX (tỷ đồng)	Công suất thiết kế hiện tại (triệu khách)	Công suất mở rộng thêm (triệu khách) từ	Kế hoạch xây dựng							
				2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Long Thành GD1</b>	<b>109.000</b>	<b>0,0</b>	<b>25,0 ACV</b>								
Long Thành GD2	76.600	25,0	25,0 ACV								
<b>Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất</b>	<b>10.990</b>	<b>30,0</b>	<b>20,0 ACV</b>								
Mở rộng nhà ga T2 Nội Bài	4.983	25,0	5,0 ACV								
Nhà ga T2 Cát Bi - Hải Phòng	2.405	2,0	5,0 ACV								
<b>Sân bay Phan Thiết</b>	<b>13.833</b>	<b>0,0</b>	<b>2,0 BOT</b>								
Sân bay Sapa	3.651	0,0	1,5 BOT								
<b>Sân bay Quảng trị</b>	<b>2.913</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0 T&amp;T</b>								
Sân bay Nà Sản	2.500	0,0	1,0 BOT								
<b>Sân bay Lai Châu</b>	<b>4.350</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5 BOT</b>								
Mở rộng sân bay Điện Biên	1.467	0,3	0,5 ACV								

Nguồn: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

Theo kế hoạch ban đầu, ACV dự định vay 2,1 tỷ USD cho siêu dự án sân bay quốc tế Long Thành giai đoạn 1. Tuy nhiên, sau khi cân đối lại nguồn vốn, ACV chỉ vay khoảng 1,8 tỷ USD. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ D/E của ACV có thể tăng từ 0,3 trong năm 2022 lên 1,1 trong năm 2026, mức tương đối an toàn cho doanh nghiệp trong giai đoạn cao điểm đầu tư.

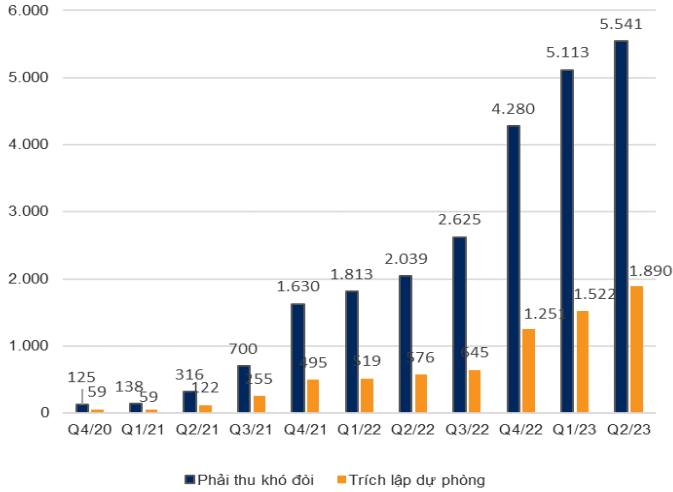
### Rủi ro từ các khoản phải thu khó đòi sẽ giảm bớt từ Q3/23

Trong Q2/23, các khoản phải thu khó đòi của ACV đạt mức 5.541 tỷ đồng (+8,4% so với quý trước) bao gồm VJC (2.342 tỷ đồng), Bamboo Airways (1.435 tỷ đồng), HVN (866 tỷ đồng), Pacific Airlines (684 tỷ đồng). ACV cũng ghi nhận dự phòng nợ xấu 367 tỷ đồng cho các khoản phải thu từ các hãng hàng không trong Q2/23 (+35,2% so với quý trước).

ACV đã dừng trích lập dự phòng cho khoản phải thu của HVN kể từ Q2/22 đến nay. Ngoài ra, VJC đã ghi nhận lãi ròng trong 6T23. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng ACV sẽ không ghi nhận thêm các khoản phải thu khó đòi cho HVN và VJC kể từ Q3/23. Tuy nhiên, Bamboo Airways vẫn đang phải đối mặt với thời kỳ khó khăn, hãng đã công bố lỗ ròng 17.619 tỷ đồng trong năm 2022 và dự kiến sẽ lỗ đến hết năm 2023. Hãng vẫn đang nỗ lực kêu gọi đầu tư từ cổ đông chiến lược

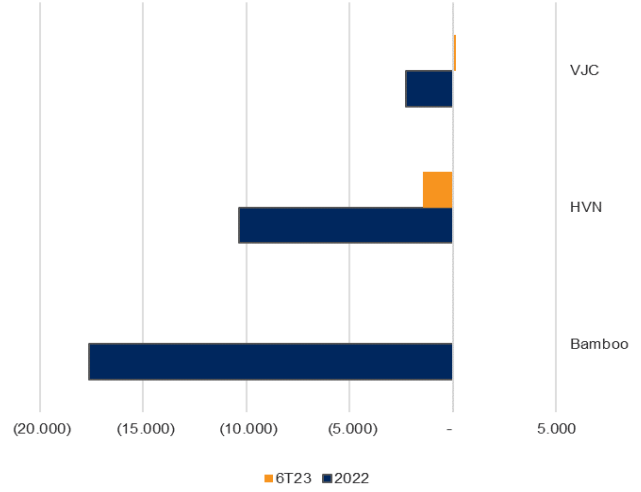
và đồng thời tái cấu trúc công ty (kể từ khi một cựu chủ tịch bị bắt vào tháng 3/2022 vì cáo buộc thao túng thị trường chứng khoán). Nếu Bamboo Airways hồi phục chậm, ACV sẽ phải tiếp tục trích lập dự phòng cho các khoản phải thu của hãng, khiến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận chậm lại.

**Hình 12: Phải thu khó đòi và trích lập dự phòng từ các hãng hàng không (đơn vị tỷ VND)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 13: Lãi/lỗ ròng của các các hãng hàng không (đơn vị tỷ VND)**



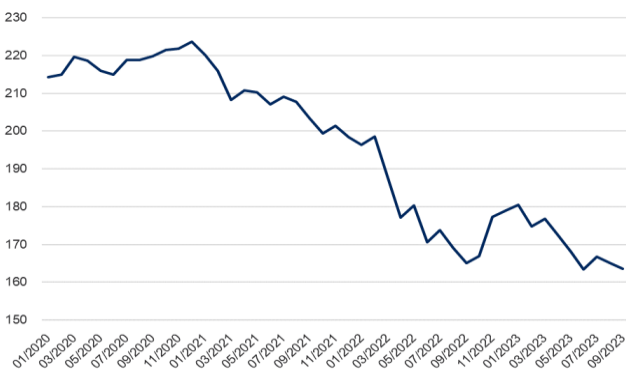
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Biến động tỷ giá hối đoái tác động mạnh đến thu nhập tài chính**

Từ cuối năm 2020 đến năm 2022, JPY mất giá so với VND giúp ACV ghi nhận lãi tỷ giá 1.411 tỷ đồng/2.336 tỷ đồng trong giai đoạn 2021-22. Điều này là do ACV có khoản vay lớn từ nguồn vốn viện trợ phát triển chính thức (ODA) từ Nhật. Tại cuối Q2/23, ACV ghi nhận khoản vay 11.216 tỷ đồng bằng JPY.

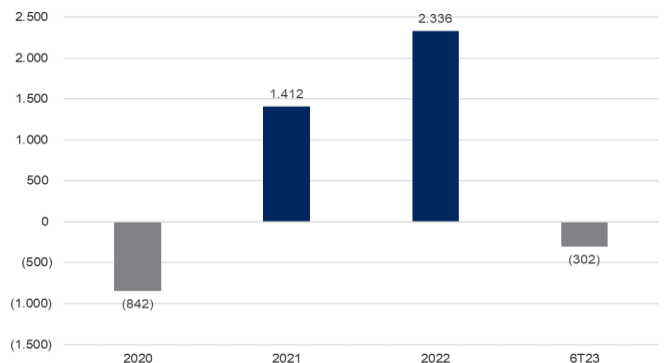
Tuy nhiên, trong 6T23, ACV ghi nhận lỗ tỷ giá. Lạm phát của Nhật Bản hiện đã tăng lên mức cao nhất trong 40 năm qua, đạt mức 3,1% trong T8/2023 - cao hơn mức mục tiêu 2% của ngân hàng trung ương trong tháng thứ 17 liên tiếp. Cùng với đó vào tháng 7/2023, Ngân hàng Nhật Bản cũng quyết định chấp nhận lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm cao hơn, đây được coi là tín hiệu của việc dần rời bỏ chính sách tiền tệ cực kỳ nới lỏng. Ngoài ra, FED có thể kết thúc giai đoạn tăng lãi suất trong năm 2023 và chuyển sang quan điểm chính sách ôn hòa hơn trong năm 2024, có thể khiến đồng JPY tăng giá trong thời gian tới. Điều này sẽ khiến ACV lỗ thêm khi định giá lại khoản vay bằng JPY. Theo ước tính của chúng tôi, nếu Yên Nhật tăng giá 1%, khoản lỗ tỷ giá của ACV là 112 tỷ đồng.

**Hình 14: JPY tăng giá so với VND giai đoạn 2021-2022**



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: Lãi/lỗ tỷ giá của ACV (đơn vị tỷ VND)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



### Điều chỉnh dự phóng 2023-24

Chúng tôi thay đổi dự phóng KQKD của ACV như sau:

- Chúng tôi giảm dự phóng lượng khách quốc tế trong 2023-24 xuống 9,3%-9,8% do sự hồi phục chậm hơn dự kiến của lượng khách đến từ Trung Quốc, vốn chiếm khoảng 34,5% thị phần lượng khách quốc tế của Việt Nam trước dịch.
- Chúng tôi giảm dự phóng lượng khách nội địa trong 2023-24 xuống 7,6%-7,8% do đà giảm tốc vừa qua.
- Cùng với việc điều chỉnh giảm lượng hành khách, chúng tôi giảm dự phóng doanh thu 2023-24 xuống 5,5%-4,8%.
- Chúng tôi tăng dự phóng chi phí QLDN 2023-24 thêm 34,7%-28,9%, chủ yếu do tăng chi phí dự phòng cho khoản phải thu khó đòi từ các hãng hàng không.
- Chúng tôi tăng chi phí tài chính 2023-24 thêm 26,7%-32,4% để phản ánh mức lãi suất cao hơn của khoản nợ bằng USD của ACV đối với đầu tư cơ sở hạ tầng hàng không trong giai đoạn tới.

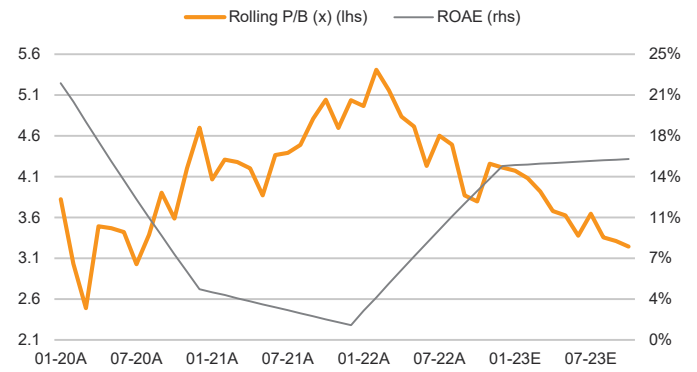
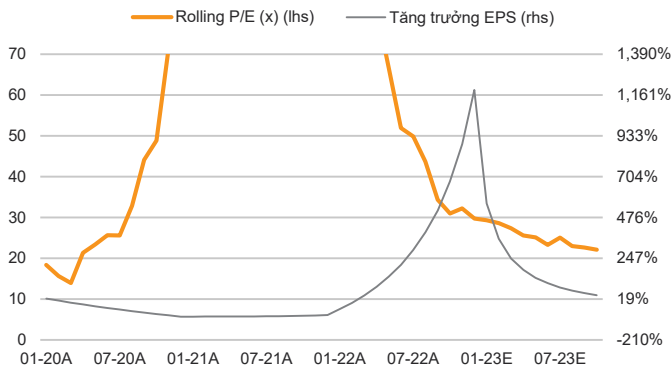
Theo những điều chỉnh trên, chúng tôi giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 4,7%-5,1%.

Hình 15: Điều chỉnh dự phóng 2023-24

	2022	2023			2024		
		Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi
Tổng lượng khách (tr)	95	125	115	-7,9%	136	125	-8,2%
- Quốc tế (tr)	8	25	22	-9,3%	28	25	-9,8%
- Nội địa (tr)	87	101	93	-7,6%	108	100	-7,8%
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>13.807</b>	<b>20.844</b>	<b>19.695</b>	<b>-5,5%</b>	<b>23.632</b>	<b>22.502</b>	<b>-4,8%</b>
Lợi nhuận gộp	6.499	11.925	10.631	-10,9%	13.558	12.736	-6,1%
<b>Chi phí bán hàng</b>	<b>220</b>	<b>243</b>	<b>225</b>	<b>-7,7%</b>	<b>244</b>	<b>234</b>	<b>-4,2%</b>
Chi phí QLDN	1.705	1.713	2.309	34,7%	1.935	2.494	28,9%
<b>Lợi nhuận từ công ty liên kết</b>	<b>179</b>	<b>385</b>	<b>385</b>	<b>0,0%</b>	<b>419</b>	<b>419</b>	<b>0,0%</b>
Doanh thu tài chính	4.114	2.566	2.496	-2,7%	2.575	1.988	-22,8%
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>94</b>	<b>194</b>	<b>245</b>	<b>26,7%</b>	<b>694</b>	<b>919</b>	<b>32,4%</b>
LN ròng	6.193	7.923	7.554	-4,7%	8.465	8.034	-5,1%
<b>EPS (VND)</b>	<b>2.844</b>	<b>3.639</b>	<b>3.469</b>	<b>-4,7%</b>	<b>3.888</b>	<b>3.690</b>	<b>-5,1%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HDKD**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	13.807	19.695	22.502
Giá vốn hàng bán	(7.308)	(9.064)	(9.766)
Chi phí quản lý DN	(1.705)	(2.309)	(2.494)
Chi phí bán hàng	(220)	(225)	(234)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>4.574</b>	<b>8.097</b>	<b>10.008</b>
EBITDA thuần	6.912	11.390	13.574
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(2.338)</b>	<b>(3.293)</b>	<b>(3.566)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>4.574</b>	<b>8.097</b>	<b>10.008</b>
Thu nhập lãi	4.114	2.496	1.988
Chi phí tài chính	(94)	(245)	(919)
Thu nhập ròng khác	16	23	27
TN từ các Cty LK & LD	179	385	419
<b>LN trước thuế</b>	<b>8.789</b>	<b>10.756</b>	<b>11.522</b>
Thuế	(1.699)	(2.155)	(2.309)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(897)	(1.048)	(1.180)
<b>LN ròng</b>	<b>6.193</b>	<b>7.554</b>	<b>8.034</b>
Thu nhập trên vốn	6.193	7.554	8.034
Cổ tức phổ thông	(0)	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>6.193</b>	<b>7.554</b>	<b>8.034</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	2.497	4.279	17.109
Đầu tư ngắn hạn	30.498	34.919	15.539
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.473	7.041	8.000
Hàng tồn kho	451	644	733
Các tài sản ngắn hạn khác	382	515	587
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>40.301</b>	<b>47.397</b>	<b>41.968</b>
Tài sản cố định	16.426	17.934	52.619
Tổng đầu tư	2.796	8.269	8.495
Tài sản dài hạn khác	579	834	953
<b>Tổng tài sản</b>	<b>60.102</b>	<b>74.434</b>	<b>104.034</b>
Vay & nợ ngắn hạn	382	903	1.654
Phải trả người bán	917	1.136	1.206
Nợ ngắn hạn khác	4.115	5.000	5.378
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>5.413</b>	<b>7.038</b>	<b>8.238</b>
Vay & nợ dài hạn	10.834	16.149	36.909
Các khoản phải trả khác	78	96	104
Vốn điều lệ và	21.772	21.772	21.772
LN giữ lại	15.911	18.579	24.003
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>43.729</b>	<b>51.109</b>	<b>58.741</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	48	42	42
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>60.102</b>	<b>74.434</b>	<b>104.034</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>8.789</b>	<b>10.756</b>	<b>11.522</b>
Khấu hao	2.338	3.293	3.566
Thuế đã nộp	(200)	(2.155)	(2.309)
Các khoản điều chỉnh khác	(6.341)	(2.910)	(2.143)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(1.323)</b>	<b>211</b>	<b>(672)</b>
<b>LC tiền thuần HDKD</b>	<b>3.263</b>	<b>9.195</b>	<b>9.965</b>
Đầu tư TSCĐ	(4.981)	(10.466)	(39.187)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	1.792	2.496	1.988
Thay đổi tài sản dài hạn khác	2.219	(4.421)	19.380
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(970)</b>	<b>(12.390)</b>	<b>(17.819)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(362)	4.977	20.685
Dòng tiền từ HĐTC khác	(7)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(0)	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(369)</b>	<b>4.977</b>	<b>20.685</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	573	2.497	4.279
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>1.924</b>	<b>1.782</b>	<b>12.831</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.497	4.279	17.109

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	44,9%	38,4%	35,7%
Vòng quay TS	0,24	0,29	0,25
ROAA	10,8%	11,2%	9,0%
Đòn bẩy tài chính	1,41	1,42	1,62
ROAE	15,2%	15,9%	14,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	166,2	119,2	119,2
Số ngày nắm giữ HTK	22,5	25,9	27,5
Số ngày phải trả tiền bán	45,8	45,7	45,2
Vòng quay TSCĐ	0,90	1,15	0,64
ROIC	11,3%	11,1%	8,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	7,4	6,7	5,1
Khả năng thanh toán nhanh	7,4	6,6	5,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	6,1	5,6	4,0
Vòng quay tiền	143,0	99,4	101,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	190,5%	42,6%	14,3%
Tăng trưởng LN từ HDKD		77,0%	23,6%
Tăng trưởng LN ròng	1.190,8%	22,0%	6,4%
Tăng trưởng EPS	1.190,8%	22,0%	6,4%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

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 ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thị Quyên – Chuyên viên Phân tích

Email: [quyen.nguyen2@vndirect.com.vn](mailto:quyen.nguyen2@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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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