

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ142,100 (từ VNĐ156,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 31.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/2/2025)	108,000
Mã Bloomberg	ACV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	81,800-135,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	108,200
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	235,135
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	9,205
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,177
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,067
Slg CP NN được mua (tr.đv)	988
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.68%
Tỷ lệ freefloat	4.60%
Cổ đông lớn	Siêu Ủy Ban (95.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(11.1)	(9.92)	33.2
So với chỉ số	(12.6)	(14.0)	20.7
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2025F	4,711	5,276	(10.7)
2026F	5,242	6,461	(18.9)
2027F	3,432	7,919	(56.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Cảng Hàng Không Việt Nam quản lý và điều hành 22 sân bay trên cả nước. Trong đó, có 7 sân bay Quốc tế. Hiện tại, Công ty đang triển khai xây dựng hai dự án lớn là SBQT Long Thành và nhà ga 3 của sân bay SBQT Tân Sơn Nhất.

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp
 trang.ctmai@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4848

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
 han.vtn@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 314

Khó khăn trong ngắn hạn, tăng trưởng trong dài hạn; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACV mặc dù giảm 10% giá mục tiêu xuống 142.100đ (tiềm năng tăng giá: 32%) do thay đổi các giả định định giá.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026, với mức tăng trưởng tốt và cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận giảm 35% do tác động từ dự báo sân bay quốc tế Long Thành sẽ được đưa vào vận hành từ cuối năm 2026. Đáng lưu ý, dự báo lợi nhuận sơ bộ cho giai đoạn 2028-2030 cho thấy mức tăng trưởng 30% cho mỗi năm nhờ công suất hoạt động của sân bay quốc tế Long Thành cải thiện.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 1 tháng qua, ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 22,4 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 24,2 lần và thấp hơn 10% so với bình quân các công ty cùng ngành.

Sự kiện: Cập nhật triển vọng sau khi công bố KQKD năm 2024

Lưu ý, KQKD Q4/2024 và năm 2024 cao hơn dự báo của HSC nhờ lãi tỷ giá, trong khi lợi nhuận từ HKKD cốt lõi sát với dự báo. Ngoài ra, Chính phủ vừa quyết định chuyển dịch vụ an ninh hàng không (ASS) từ ACV sang Bộ Công an. Theo quan điểm của chúng tôi, việc chuyển giao này sẽ làm doanh thu thuần của ACV giảm nhẹ nhưng cũng phần nào tác động tích cực lên lợi nhuận thuần. Dịch vụ này đóng góp 1,6 nghìn tỷ đồng (7% doanh thu năm 2024) nhưng lại tạo ra một khoản lỗ nhẹ do chi phí lao động cao.

Tác động: Đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026

Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 gần như không đổi (mặc dù sau khi giảm nhẹ dự báo doanh thu do chuyển giao dịch vụ an ninh hàng không sang Bộ Công an). Dự báo lợi nhuận của HSC – 11,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 và 12,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 – cho thấy mức tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2026 là 11%, nhờ lưu lượng hành khách tăng bình quân 9,5% mỗi năm. Trong khi đó, dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2027 cho thấy lợi nhuận giảm 35% so với cùng kỳ, phần ảnh chi phí khấu hao và chi phí lãi vay tăng cao (dựa trên dự báo năm 2027 là năm đầu tiên sân bay quốc tế Long Thành vận hành đủ một năm).

EBITDA tiếp tục được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 20% nhờ lượng hành khách tăng vững chắc. Ngoài ra, dự báo lợi nhuận sơ bộ của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2028-2030 ở mức 30%. Sân bay quốc tế Long Thành đi vào vận hành sẽ cải thiện đáng kể triển vọng dài hạn của ACV thông qua việc mở rộng thêm công suất tại miền Nam.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 1 tháng qua, ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 22,4 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 24,2 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACV nhưng giảm 10% giá mục tiêu xuống 142.100đ (so với 156.700đ trước đó) do thay đổi các giả định định giá. Triển vọng dài hạn của ACV vẫn tích cực mặc dù chịu áp lực ngắn hạn liên quan đến chi phí khấu hao và chi phí tài chính tăng cao. Chúng tôi cũng lưu ý rằng mức định giá hấp dẫn của ACV và động lực tăng trưởng tiềm năng liên quan đến việc chuyển niêm yết sang HSX sẽ giúp cải thiện thanh khoản và tâm lý của NĐT đối với cổ phiếu ACV.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/2.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	10,592	14,589	17,578	20,303	24,966
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	7,319	10,321	11,411	12,697	8,313
EPS ĐC (đồng)	3,022	4,261	4,711	5,242	3,432
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	23,177	27,508	32,219	37,461	40,893
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.5	15.0	15.0	14.2	10.7
P/E ĐC (lần)	35.7	25.3	22.9	20.6	31.5
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	4.66	3.93	3.35	2.88	2.64
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.5	41.0	10.6	11.3	(34.5)
ROAE (%)	15.5	18.7	17.6	16.7	9.75

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Nhân tố then chốt trong ngành hàng không sôi động của Việt Nam

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACV mặc dù giảm 10% giá mục tiêu xuống 142.100đ, tiềm năng tăng giá là 32%. ACV là đơn vị khai thác cảng hàng không độc quyền tại Việt Nam, hưởng lợi từ thị trường hàng không tăng trưởng nhanh cùng với đà phục hồi mạnh mẽ của ngành du lịch sau đại dịch. Sân bay quốc tế Long Thành sẽ giúp ACV giải quyết tình trạng quá tải tại sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất, sân bay chính hiện đang đóng góp 36% tổng lưu lượng hành khách của ACV nhưng đang hoạt động trong tình trạng quá công suất. Mặc dù chúng tôi dự báo lợi nhuận giảm trong ngắn hạn cho năm 2027 do phát sinh chi phí đưa sân bay quốc tế Long Thành đi vào vận hành, triển vọng lợi nhuận tích cực trong dài hạn mang lại cơ hội tốt để tích lũy cổ phiếu.

Cập nhật triển vọng

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 sau khi điều chỉnh mô hình dự báo lợi nhuận nhằm phản ánh tác động của việc chuyển giao dịch vụ an ninh hàng không sang Bộ Công an và các yếu tố khác, bao gồm sự tăng trưởng lưu lượng hành khách và trích lập/hoàn nhập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn từ các hãng hàng không.

Tóm lại, chúng tôi giảm 4% và 6% dự báo doanh thu thuần năm 2025-2026 nhưng đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 nhưng tăng 3% dự báo cho năm 2026. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 11% mỗi năm trong năm 2025-2026 đạt lần lượt 11,4 nghìn tỷ đồng và 12,7 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với lợi nhuận thuần giảm 35% so với cùng kỳ xuống 8,3 nghìn tỷ đồng do đưa sân bay Quốc tế Long Thành đi vào vận hành, dẫn đến chi phí khấu hao và chi phí lãi vay tăng cao.

Mặc dù lợi nhuận thuần năm 2027 được dự báo giảm do việc đưa vào vận hành sân bay quốc tế Long Thành, chúng tôi kỳ vọng EBITDA năm 2027 sẽ tăng trưởng 23% và EBITDAR giai đoạn 2025-2027 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 20% nhờ lưu lượng hành khách tăng khi nhu cầu quốc tế phục hồi.

Lưu ý, KQKD năm 2024 của ACV cho thấy doanh thu thuần cao hơn một chút so với dự báo và lợi nhuận thuần cao hơn 6% so với dự báo (nhờ lãi tỷ giá và chi phí dự phòng thấp hơn dự báo), nhưng EBITDA thấp hơn 3% so với dự báo.

Chúng tôi thảo luận các dự báo lợi nhuận, động lực tăng trưởng mới, và các giả định cơ bản chi tiết hơn ở phần bên dưới.

Bảng 1: Điều chỉnh dự báo, ACV

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 11% năm 2025-2026 và giảm 35% trong năm 2027, tuy nhiên EBITDA giai đoạn 2025-2027 sẽ tăng trưởng với CAGR 20%

Tỷ đồng	2024A	Dự báo cũ			Dự báo mới			Tăng trưởng			Điều chỉnh	
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	22,555	22,504	25,254	28,315	24,304	26,358	32,001	8%	8%	21%	-4%	-7%
Lợi nhuận thuần	10,321	9,756	11,377	12,386	11,411	12,697	8,313	11%	11%	-35%	0%	3%
EBITDA	14,589	15,102	17,258	19,353	17,578	20,303	24,966	20%	16%	23%	2%	5%

Nguồn: HSC

Tác động từ việc chuyển giao dịch vụ an ninh hàng không

HSC giả định việc chuyển giao dịch vụ an ninh hàng không sang Bộ Công an sẽ hoàn tất trước ngày 30/6/2025. Dịch vụ an ninh hàng không bao gồm dịch vụ soi chiếu đối với hành khách và hành lý, hàng hóa, xe cộ và những vật thể được phép đưa vào hoặc ra khỏi sân bay, v.v.

Dịch vụ này đóng góp 1,6 nghìn tỷ đồng (7,0% tổng doanh thu) vào doanh thu năm 2024 của ACV. Trong năm 2024, dịch vụ này ghi nhận EBITDA không đáng kể và một khoản lỗ thuần nhỏ do chi phí lao động cao. Dịch vụ này cần khoảng 4.000 nhân viên, chiếm đến 40% tổng số nhân viên của ACV. Đối với những tài sản liên quan, được ghi nhận theo giá trị sổ sách khoảng 500 tỷ đồng tính đến cuối năm 2024, chiếm 4,2% tổng giá trị sổ sách tài sản hữu hình của ACV.

Bộ Công an sẽ tiếp nhận toàn bộ nhân sự của mảng dịch vụ này. Trong khi đó, ACV sẽ cho thuê hoặc bán các tài sản liên quan cho Bộ Công an với mức giá không thấp hơn phần giá trị còn lại của các tài sản này.

Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy đây là diễn biến tích cực vì chuyển giao hoạt động này giúp giảm chi phí lao động của ACV và cải thiện tỷ suất lợi nhuận bằng cách loại bỏ HĐKD có tỷ suất lợi nhuận thấp.

Giữ nguyên dự báo tăng trưởng quốc tế, nhưng giảm nhẹ dự báo tăng trưởng trong nước

HSC giữ nguyên dự báo nhu cầu quốc tế nhưng điều chỉnh giảm giả định tăng trưởng nhu cầu trong nước xuống 7,0% từ mức 8,2% trước đó. Cụ thể như sau:

- Xin lưu ý, tổng số hành khách của ACV trong năm 2024 đạt 110 triệu khách (giảm 3% so với cùng kỳ) do nhu cầu trong nước giảm 15% so với cùng kỳ xuống còn 68,6 triệu khách trong khi nhu cầu quốc tế tăng mạnh 27% so với cùng kỳ lên 41,4 triệu khách.

Nhu cầu trong nước giảm mạnh trong năm 2024 là do (1) giá vé tăng do thiếu hụt tàu bay và (2) hệ thống đường cao tốc được nâng cấp trên cả nước dẫn đến việc di chuyển bằng đường bộ thuận tiện hơn. Tốc độ giảm của số lượng hành khách trong nước đang chậm lại cho thấy dấu hiệu cải thiện tích cực.

Trong Q4/2024, số lượng hành khách trong nước giảm chỉ 3% so với cùng kỳ xuống 15,7 triệu khách (giảm 13,3% so với quý trước) so với mức giảm 17,6% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2024 (Biểu đồ 3).

Bảng 2: Giả định số lượng hành khách, ACV

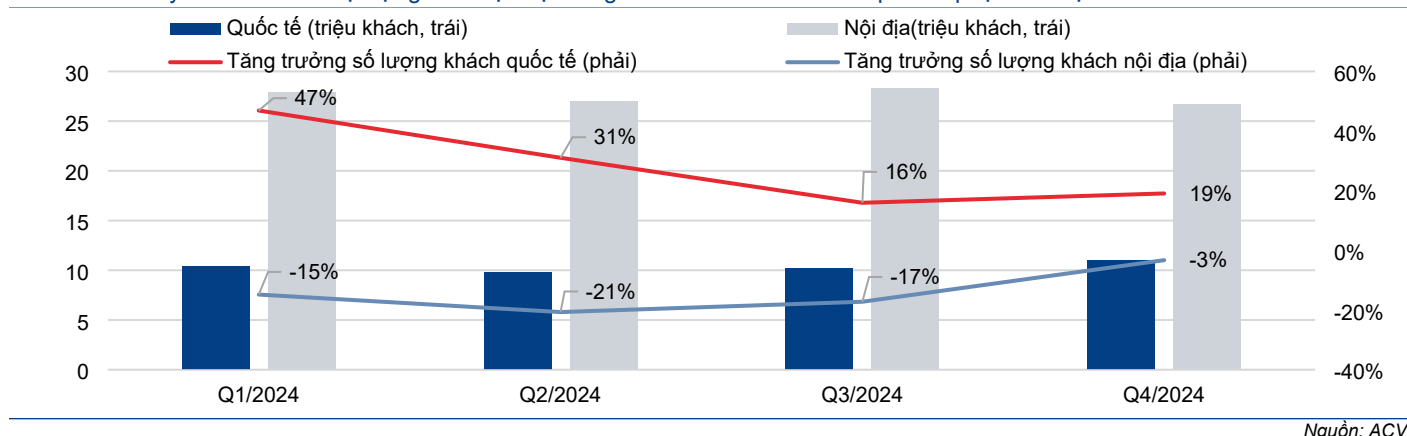
Duy trì dự báo số lượng hành khách quốc tế nhưng hạ giả định số lượng hành khách nội địa

Triệu	2024A	2025F	2026F	2027F
Hành khách quốc tế (bao gồm DAD & CXR)	41.4	47.4	53.4	61.9
Hành khách nội địa	68.6	73.4	78.5	86.3
Tổng số lượng hành khách	110.0	120.8	131.9	148.3
Điều chỉnh giả định				
Hành khách quốc tế (bao gồm DAD & CXR)	0%	0%	0%	N/a
Hành khách nội địa	1.2%	-1.7%	-1.6%	N/a
Tổng số lượng hành khách	1.0%	-1.1%	-1.0%	N/a
Tăng trưởng				
Hành khách quốc tế (bao gồm DAD & CXR)	27.1%	14.5%	12.6%	15.9%
Hành khách nội địa	-14.7%	7.0%	7.0%	10.0%
Tổng số lượng hành khách	-2.6%	9.8%	9.2%	12.4%
% so với 2019				
Hành khách quốc tế (bao gồm DAD & CXR)	-0.8%	13.6%	27.9%	48.3%
Hành khách nội địa	-8.1%	-1.6%	5.3%	15.8%
Tổng số lượng hành khách	-5.4%	3.8%	13.4%	27.5%

Ghi chú: DAD = Sân bay quốc tế Đà Nẵng; CXR = Sân bay quốc tế Cam Ranh
Nguồn: ACV

Biểu đồ 3: Số hành khách hàng không quốc tế và nội địa, Việt Nam

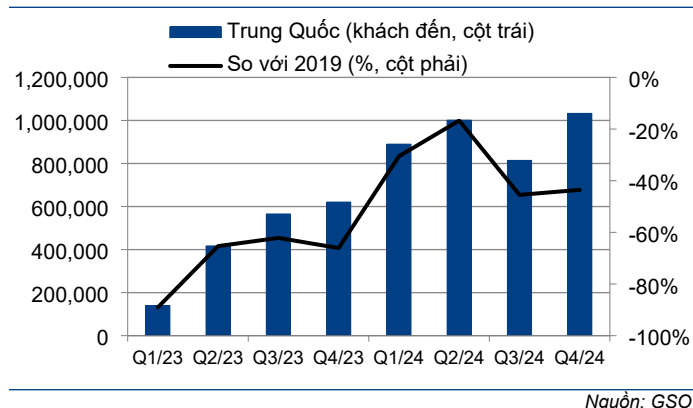
Nhu cầu di chuyển của khách nội địa giảm chậm lại trong khi nhu cầu của khách quốc tế phục hồi mạnh mẽ



- Với xu hướng tích cực này, chúng tôi dự báo nhu cầu trong nước sẽ lấy lại đà tăng trưởng trong năm 2025. Xu hướng này sẽ được hỗ trợ bởi mức giá vé thấp hơn khi các hãng hàng không giảm giá vé để kích cầu, đặc biệt là giá nhiên liệu bay có thể giảm (Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ dự báo giảm 8% so với cùng kỳ).

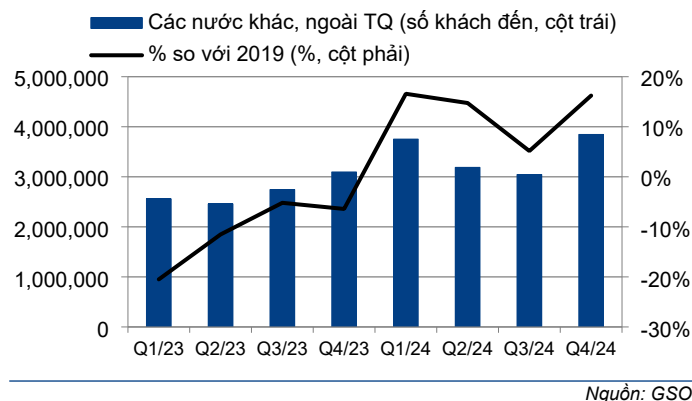
Biểu đồ 4: Số lượng hành khách Trung Quốc đến Việt Nam

Số lượng khách Trung Quốc đến Việt Nam trong năm 2024 hồi phục mạnh 64% so với trước dịch



Biểu đồ 5: Số lượng hành khách từ các thị trường ngoài Trung Quốc đến Việt Nam

... trong khi số lượng khách từ các nước khác cũng tăng 13% so với trước dịch



Dự báo hoàn nhập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn từ các hãng hàng không

Trong năm 2024, ACV ghi nhận 64,5 nghìn tỷ đồng trích lập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn của các hãng hàng không do bị ảnh hưởng của đại dịch COVID-19. Trích lập dự phòng giảm mạnh so với mức 2,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2023. Đáng lưu ý, Công ty ghi nhận 162 tỷ đồng hoàn nhập dự phòng trong Q4/2024, so với trích lập dự phòng 1,1 nghìn tỷ đồng trong Q4/2023 và dự báo trích lập dự phòng của chúng tôi ở mức 150 tỷ đồng.

Với tình hình tài chính của các hãng hàng không được cải thiện nhờ lợi suất hành khách tăng và giá nhiên liệu bay giảm, chúng tôi dự báo ACV sẽ tiếp tục ghi nhận hoàn nhập dự phòng trong những năm tiếp theo. Chúng tôi giả định ACV sẽ ghi nhận hoàn nhập dự phòng 500 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2025-2027 (so với không trích lập/hoàn nhập dự phòng trong dự báo trước đó).

Bảng 6: Các khoản nợ phải thu quá hạn, ACV

Tính đến cuối năm 2024, tổng nợ phải thu quá hạn của ACV lên tới 3,8 nghìn tỷ

Tỷ đồng	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024	Q4/2024
Vietjet Air	(210)	-	(31)	(4)
Bamboo Airways	(2,184)	(2,265)	(2,339)	(2,374)
Pacific Airlines	(901)	(880)	(888)	(888)
Việt Nam Airlines	(264)	(385)	(302)	(370)
Viettravel Airlines	(299)	(325)	(348)	(112)
Air Mekong	(26)	(26)	(26)	(26)
Khác	(10)	(12)	(12)	(12)
Tổng	(3,898)	(3,893)	(3,948)	(3,786)

Nguồn: ACV

Bảng 7: Cơ cấu dự phòng, hoàn nhập dự phòng các khoản phải thu quá hạn, ACV

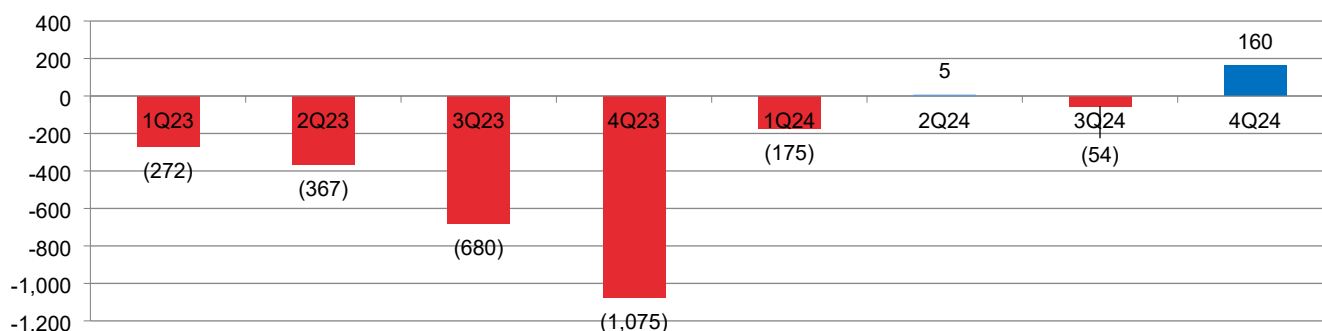
ACV bắt đầu ghi nhận hoàn nhập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn trong Q4/2024

	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024	Q4/2024
Vietjet Air	150	210	(31)	27
Bamboo Airways	(85)	(81)	(74)	(35)
Pacific Airlines	(62)	21	(8)	-
Việt Nam Airlines	(123)	(121)	83	(68)
Viettravel Airlines	(55)	(26)	(23)	236
Air Mekong	-	-	-	-
Khác	2	(3)	-	-
Tổng	(172)	5	(55)	162

Nguồn: ACV

Biểu đồ 8: Dự phòng, hoàn nhập dự phòng các khoản phải thu quá hạn, ACV

ACV bắt đầu ghi nhận hoàn nhập phải thu quá hạn trong Q2/2024 và Q4/2024



Nguồn: ACV

Cập nhật tình hình các dự án đầu tư

HSC thảo luận các dự án đầu tư của ACV và đưa ra các giả định chính – phần lớn được đưa vào mô hình dự báo mới của chúng tôi – ở phần bên dưới. Nội dung chính như sau:

- Sân bay quốc tế Long Thành giai đoạn 1** dự kiến sẽ được đưa vào vận hành vào cuối năm 2026. Công tác xây dựng dự án đang được triển khai đúng với kế hoạch và giai đoạn 1 của dự án sẽ được đưa vào vận hành vào cuối năm 2026.

ACV là chủ đầu tư của dự án Thành phần 3 thuộc giai đoạn 1 của dự án sân bay quốc tế Long Thành, bao gồm các cơ sở vật chất chính của sân bay là nhà ga hành khách (25 triệu khách/năm), đường băng, đường lăn, sân đỗ máy bay và một nhà ga hàng hóa (550.000 tấn hàng hóa).

Khi đưa vào vận hành, sân bay quốc tế Long Thành sẽ giúp ACV giải quyết tình trạng thiếu hụt công suất tại sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất và duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn.

- **Nhà ga hành khách T3 tại sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất:** dự kiến sẽ được vận hành vào ngày 30/4/2025 với công suất 20 triệu khách và nhà ga này sẽ được dùng để phục vụ hành khách trong nước.

Khi được đưa vào vận hành, tổng công suất của sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất sẽ đạt 48 triệu khách, tăng 71% so với công suất hiện tại ở mức 28 triệu khách và sẽ giải quyết tình trạng tắc nghẽn ở sân bay này. Trong năm 2024, sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất đã vận hành vượt mức công suất 43%. Trong đó, ga hành khách trong nước và quốc tế sẽ được vận hành với mức công suất cao hơn 57% và 25% so với công suất của năm 2024 (Bảng 10).

Theo ACV, nhà ga hành khách T1 của sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất, vốn đang được sử dụng để phục vụ khách trong nước, sẽ được dùng cho các mục đích kinh doanh khác khi nhà ga hành khách T3 vận hành hiệu quả. Điều này sẽ giúp ACV tối ưu hóa việc sử dụng tài sản và tránh tình trạng dư thừa công suất tại sân quốc tế Tân Sơn Nhất sau khi sân bay quốc tế Long Thành đi vào hoạt động.

- **Nhà ga hành khách T2 mở rộng tại sân bay quốc tế Nội Bài** sẽ hoàn thành vào cuối năm 2025. Dự án này bổ sung thêm công suất 5 triệu hành khách. Sau khi hoàn thành, công suất quốc tế của sân bay quốc tế Nội Bài dự kiến đạt 15 triệu hành khách, từ mức 10 triệu hành khách ở thời điểm hiện tại. Trong năm 2024, sân bay quốc tế Nội Bài hoạt động ở mức 120% công suất. Việc mở rộng sân bay sẽ giúp ACV giảm tình trạng tắc nghẽn, cải thiện chất lượng dịch vụ, và nâng cao lưu lượng hành khách tại sân bay này.

Ngoài các dự án mở rộng sân bay lớn đang trong giai đoạn triển khai, ACV cũng đang triển khai kế hoạch mở rộng nhiều sân bay khác, bao gồm sân bay Phú Quốc, sân bay quốc tế Cát Bi, sân bay Phú Cát và sân bay Đồng Hới. Các kế hoạch mở rộng này hướng đến việc mở rộng công suất, cải thiện hạ tầng và đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của hành khách trên toàn mạng lưới hàng không Việt Nam.

Bảng 9: Các dự án đầu tư, ACV

ACV hiện đang đầu tư vào 3 dự án lớn với tổng vốn đầu tư là 115 nghìn tỷ đồng

Dự án	Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng)	Công suất/năm	Khai thác thương mại
Sân bay quốc tế Long Thành	99,019	25 triệu khách và 0,55 triệu tấn hàng hóa	Cuối năm-2026
Nhà ga hành khách T2 mở rộng tại sân bay quốc tế Nội Bài	5,000	5mn pax	Cuối năm -2025
Nhà ga hành khách T3 tại sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất	10,990	20mn pax	30-4-2025

Nguồn: ACV

Bảng 10: Công suất và hiệu suất sử dụng của sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất năm 2024

Sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất đã vận hành 143% công suất năm 2024

Triệu khách	Công suất hiện tại	Số lượng năm 2024	Hiệu suất	Công suất HD của nhà ga T3
Nội địa	15.0	23.6	157%	35.0
Quốc tế	13.0	16.3	125%	13.0
Tổng cộng	28.0	39.9	143%	48.0

Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam

Bảng 11: Công suất hiện tại và hiệu suất sử dụng của sân bay quốc tế Nội Bài năm 2024

Sân bay quốc tế Nội Bài vận hành với 120% công suất năm 2024

Triệu khách	Công suất hiện tại	Số lượng năm 2024	Hiệu suất	Công suất sau khi mở rộng
Nội địa	15.0	17.5	117%	15.0
Quốc tế	10.0	12.4	124%	15.0
Tổng cộng	25.0	29.9	120%	30.0

Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2025-2026: Chi tiết

Việc chuyển giao dịch vụ an ninh hàng không cho Bộ Công an tạo ra tác động nhỏ lên doanh thu thuần nhưng tác động không đáng kể lên doanh thu thuần của ACV. Trong khi đó, tác động tiêu cực từ việc lưu lượng hành khách trong nước giảm nhẹ sẽ được bù trừ bởi tác động tích cực từ việc hoàn nhập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn.

Do đó, chúng tôi giảm nhẹ 4% dự báo doanh thu thuần cho năm 2025 xuống 24,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%) và đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 11,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%). Cho năm 2026, chúng tôi giảm 7% dự báo lợi nhuận thuần xuống 26,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%) và tăng 3% dự báo lợi nhuận thuần đạt 12,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%).

Tốc độ tăng trưởng bình quân 11% trong năm 2025-2026 được dự báo sẽ chậm lại so với mức tăng trưởng lợi nhuận thuần 28% trong năm 2023-2024. Kết quả trên chủ yếu xuất phát từ những lý do sau:

- Tốc độ tăng trưởng của nhu cầu quốc tế dự kiến sẽ chậm lại ở mức 15% và 13%, thấp hơn so với mức tăng trưởng 173% và 27% trong năm 2023-2024 (do so với mức nền thấp sau đại dịch COVID-19).
- Thu nhập từ lãi tiền gửi giảm do đầu tư ngắn hạn giảm khi ACV tập trung tài chính để đầu tư vào dự án sân bay quốc tế Long Thành. Trong năm 2025-2026, chúng tôi dự báo doanh thu HĐ tài chính sẽ giảm xuống 650 tỷ đồng và 278 tỷ đồng, thấp hơn mức 1,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2024.
- Chi phí khấu hao tăng cao do đưa vào vận hành nhà ga hành khách T3 của sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất và nhà ga hành khách T2 mở rộng của sân bay quốc tế Nội Bài. Trong năm 2025 và 2026, chúng tôi dự báo chi phí khấu hao sẽ tăng lên lần lượt 2,6 nghìn tỷ đồng và 3,2 nghìn tỷ đồng, cao hơn mức 2,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2023.

Chúng tôi dự báo EBITDA năm 2025-2026 sẽ tăng lần lượt 20% và 16% đạt 15,6 nghìn tỷ đồng và 20,3 nghìn tỷ đồng.

Đưa ra dự báo cho năm 2027

HSC đưa ra dự báo năm 2027, cho thấy doanh thu thuần tăng trưởng 21% nhưng lợi nhuận thuần giảm 35% do đưa vào hoạt động sân bay quốc tế Long Thành. Các giả định chính như sau:

- Chúng tôi giả định lưu lượng hành khách trong nước và quốc tế sẽ tăng lần lượt 16% và 10% so với cùng kỳ đạt 61,9 triệu khách và 86,3 triệu khách. Tốc độ tăng trưởng trong năm 2027 được dự báo sẽ cao hơn so với năm 2025-2026 ở mức 13,6% và 7% nhờ đưa vào vận hành sân bay quốc tế Long Thành, giúp ACV giải quyết tình trạng quá tải tại sân quốc tế Tân Sơn Nhất, cũng như mở thêm nhiều chuyến bay/đường bay/khung giờ bay.
- Bên cạnh lưu lượng hành khách tăng, doanh thu cũng tăng nhờ phí dịch vụ hàng hóa quốc tế tại sân bay quốc tế Long Thành cao hơn so với sân quốc tế Tân Sơn Nhất. Hiện tại, chúng tôi giả định phí dịch vụ hàng hóa quốc tế của sân bay quốc tế Long Thành sẽ bằng với sân bay quốc tế Nội Bài (25 USD/pax) so với 20 USD/pax tại sân quốc tế Tân Sơn Nhất nhờ có vốn đầu tư và trang thiết bị hiện đại hơn.
- Mặt khác, chi phí khấu hao sẽ tăng lên 11,5 nghìn tỷ đồng (tăng 259% so với cùng kỳ) trong năm 2025 do chi phí khấu hao của sân bay quốc tế Long Thành (khoảng 8,9 nghìn tỷ đồng/năm) và chi phí lãi vay sẽ ở mức 2,3 nghìn tỷ đồng so với mức chỉ 60 tỷ đồng trong năm 2025-2026. Lưu ý, ACV sẽ vay 1,8 tỷ USD để đầu tư cho dự án sân bay quốc tế Long Thành.

Chi phí khấu hao và chi phí lãi vay càng cao sẽ khiến lợi nhuận thuần năm 2027 giảm mặc dù doanh thu tăng. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo EBITDA năm 2027 sẽ tăng trưởng mạnh 23% đạt 25 nghìn tỷ đồng nhờ lưu lượng hành khách tăng do sân bay quốc tế Long Thành đi vào hoạt động. Cho năm 2025-2027, EBITDA vẫn tăng trưởng với tốc độ CAGR là 20%.

Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần từ năm 2028 trở đi sẽ cải thiện mạnh với mức đóng góp lưu lượng hành khách cao hơn từ sân bay mới.

Dự báo sơ bộ giai đoạn 2028-2030: Lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 30%

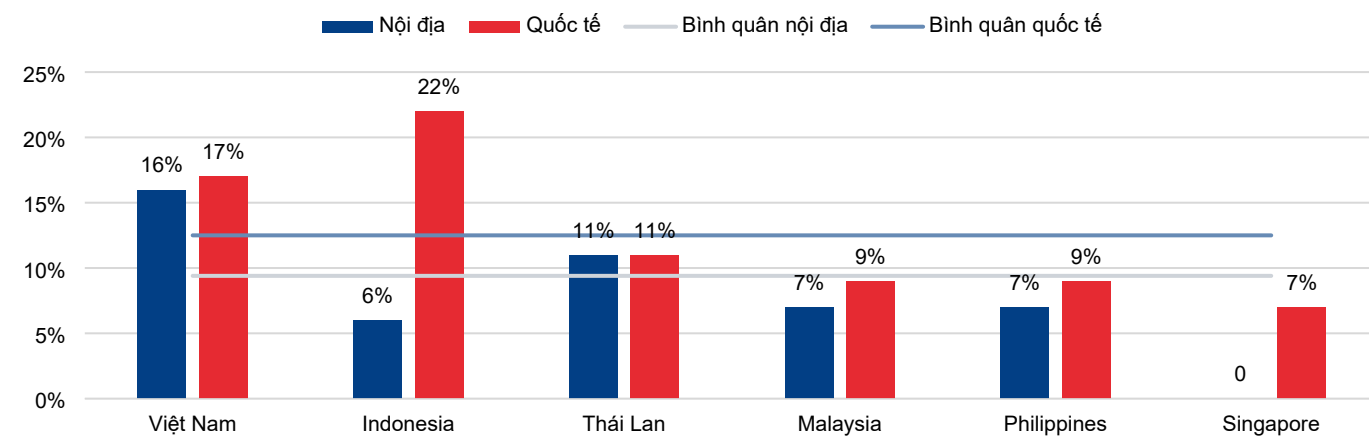
Việt Nam là một trong những thị trường hàng không hấp dẫn nhất trong khu vực, được thúc đẩy bởi tốc độ tăng trưởng GDP cao, ngành du lịch bùng nổ và cơ sở hạ tầng sân bay phát triển mạnh mẽ:

- Mười năm trước khi đại dịch COVID-19 xảy ra, tốc độ tăng trưởng hành khách quốc tế và trong nước của Việt Nam đạt bình quân 16% và 17%, cao hơn nhiều so với mức bình quân của khu vực (Biểu đồ 12).
- Bên cạnh đó, tỷ lệ phục hồi về số lượng du khách quốc tế của Việt Nam cao nhất khu vực, đạt 98% trong năm 2024, so với 94% của Malaysia và 88% của Thái Lan... (Biểu đồ 13-14).

Vận hành 22 sân bay trên khắp cả nước, ACV đang hưởng lợi lớn từ tốc độ tăng trưởng cao của ngành hàng không. Đơn vị đóng góp lớn nhất vào doanh thu và lợi nhuận của ACV là sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất, xử lý khoảng 39% và 34% lượng hành khách quốc tế và trong nước của Việt Nam. Tuy nhiên, như đã đề cập ở phần trên, sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất đang hoạt động vượt quá công suất 25% và 57% đối với hành khách quốc tế và trong nước trong năm 2024. Tình trạng quá tải này làm hạn chế khả năng mở thêm các đường bay mới, dẫn đến việc tiếp nhận thêm hành khách khó khăn hơn và qua đó kìm hãm tiềm năng tăng trưởng của ACV.

Biểu đồ 12: Tăng trưởng số lượng hành khách hàng không giai đoạn 2009-2019, các thị trường lớn nhất Đông Nam Á

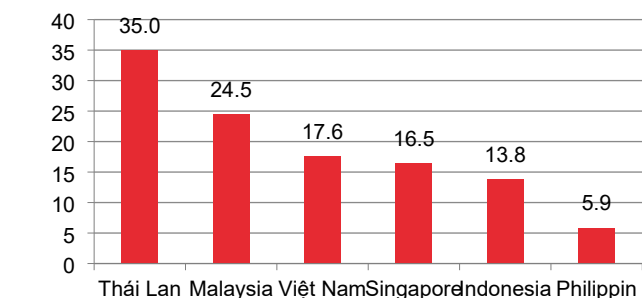
Việt Nam là một trong những thị trường hàng không phát triển nhanh nhất trong khu vực



Nguồn: HSC

Biểu đồ 13: Số lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam năm 2024 (triệu)

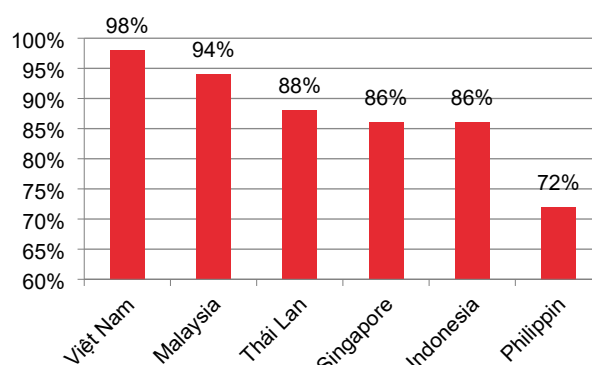
Việt Nam đón lượng khách du lịch lớn trong năm 2024...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 14: Tốc độ phục hồi khách du lịch 2024 so với 2019

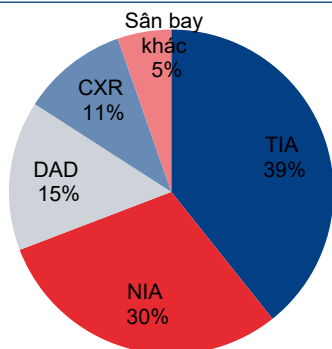
...và hồi phục mạnh so với trước dịch COVID



Nguồn: HSC

Biểu đồ 15: Cơ cấu khách quốc tế, Việt Nam

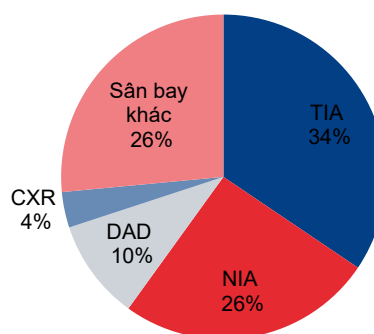
Khách đến sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất chiếm 39% tổng lượng khách quốc tế năm 2024...



Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam

Biểu đồ 16: Cơ cấu khách nội địa, Việt Nam

... và 34% khách nội địa năm 2024



Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam

Do đó, việc vận hành sân bay quốc tế Long Thành sẽ là giải pháp quan trọng để mở ra cơ hội tăng trưởng cho hệ thống hàng không. ACV sẽ chuyển 80% và 20% lượng hành khách quốc tế và trong nước của sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất sang sân bay quốc tế Long Thành. Phần công suất tăng thêm sẽ giúp ACV mở thêm nhiều đường bay quốc tế và trong nước đến các sân bay trọng điểm phía Nam, nhằm thúc đẩy tăng trưởng lưu lượng hành khách của toàn hệ thống. Theo đó, HSC kỳ vọng lưu lượng hành khách quốc tế sẽ tăng lên mức cao hơn so với thời điểm trước đại dịch COVID-19 khi sân bay quốc tế Long Thành đi vào hoạt động.

Cho giai đoạn 2028-2030, HSC giả định lưu lượng hành khách quốc tế của ACV sẽ tăng 8,5 triệu khách/năm, cao hơn so với mức tăng bình quân 6,0 triệu khách/năm trong giai đoạn 2017-2019 (trước đại dịch). Về mặt tỷ lệ phần trăm, lưu lượng hành khách quốc tế sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2027-2030 là 13%, mức tăng trưởng này hợp lý nếu xét đến tiềm năng tăng trưởng GDP ở mức cao, cũng như sức hấp dẫn của ngành du lịch Việt Nam. Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo lưu lượng hành khách trong nước sẽ tăng 10%/năm trong giai đoạn 2028-2030.

Dựa trên giả định về lưu lượng hành khách, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2028-2030 là 30% nhờ lưu lượng hành khách quốc tế tăng mạnh sau khi sân bay quốc tế Long Thành đi vào hoạt động.

Bảng 17: Dự báo lợi nhuận (sơ bộ cho giai đoạn 2028-2030), ACV

HSC dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2028-2030 sẽ tăng trưởng mạnh nhờ sân bay quốc tế Long Thành đi vào hoạt động

Ngành tỷ đồng	Thực tế										Dự báo/sơ bộ			
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Doanh thu thuần	13.8	16.1	18.3	7.8	4.8	13.8	20.0	22.6	24.3	26.4	32.0	36.4	41.5	46.5
Tăng trưởng	1%	16%	14%	-58%	-39%	191%	45%	13%	8%	8%	21%	14%	14%	12%
Lợi nhuận thuần	4.1	6.1	8.2	1.6	0.5	6.3	7.3	10.3	11.4	12.7	8.3	11.4	14.9	18.4
Tăng trưởng	-20%	50%	34%	-80%	-71%	1221%	15%	41%	11%	11%	-35%	37%	31%	24%
EBITDA	8.7	10.5	11.9	3.6	0.4	7.0	10.6	14.6	17.6	20.3	25.0	27.9	31.8	35.7
Tăng trưởng	7%	21%	13%	-70%	-88%	1532%	52%	38%	20%	16%	23%	12%	14%	12%

Nguồn: HSC

Bảng 18: Số lượng hành khách thực tế và dự báo (với dự báo sơ bộ giai đoạn 2028-2030), ACV

Chúng tôi dự báo số lượng hành khách sẽ tăng mạnh sau khi sân bay quốc tế Long Thành đi vào hoạt động

Triệu	Thực tế										Dự báo sơ bộ			
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Quốc tế	30.3	36.7	41.8	7.4	0.5	12.0	32.6	41.4	47.4	53.4	61.9	70.4	78.9	87.4
Nội địa	62.9	66.9	74.6	57.8	29.6	87.1	80.4	68.6	73.4	78.5	86.3	95.0	104.5	114.9
Tổng cộng	93.2	103.5	116.3	65.2	30.1	99.0	113.0	110.0	120.8	131.9	148.3	165.4	183.4	202.4
Số lượng hành khách tăng lên mỗi năm														
Quốc tế	6.5	6.4	5.1	(34.4)	(6.9)	11.4	20.6	8.8	6.0	6.0	8.5	8.5	8.5	8.5
Nội địa	5.8	4.0	7.7	(16.8)	(28.2)	57.5	(6.7)	(11.8)	4.8	5.1	7.8	8.6	9.5	10.4
Tổng cộng	12.3	10.3	12.8	(51.2)	(35.1)	68.9	14.0	(3.0)	10.8	11.1	16.3	17.1	18.0	18.9
Tăng trưởng														
Quốc tế	27%	21%	14%	-82%	-93%	2202%	173%	27%	14%	13%	16%	14%	12%	11%
Nội địa	10%	6%	12%	-22%	-49%	194%	-8%	-15%	7%	7%	10%	10%	10%	10%
Tổng cộng	15%	11%	12%	-44%	-54%	229%	14%	-3%	10%	9%	12%	12%	11%	10%

Nguồn: HSC

Những nội dung khác

Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu

ACV đã trình kế hoạch phát hành cổ phiếu để trả cổ tức, sử dụng lợi nhuận tích lũy được giữ lại đến cuối năm 2023 lên Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp. Kế hoạch này nhằm tăng 64,6% vốn điều lệ lên 35.831 tỷ đồng từ mức hiện tại là 21.772 tỷ đồng.

Khi tăng vốn thành công, ACV sẽ xin ý kiến cổ đông để chi trả cổ tức bằng cổ phiếu. Với quy trình hiện tại, nhiều khả năng việc chi trả cổ tức sẽ được thực hiện trong nửa đầu năm 2025. Chúng tôi cho rằng đây là điều tích cực đối với cổ đông ACV vì việc này giúp cải thiện đáng kể thanh khoản của cổ phiếu.

Khả năng chuyển niêm yết sang sàn HSX

Lưu ý, BCTC sau kiểm toán của ACV có 2 ý kiến kiểm toán ngoại trừ liên quan đến việc hoàn tất cổ phần hóa và tài sản khu bay. Do vướng hai vấn đề này, ACV hiện không thể chuyển niêm yết sang HSX từ UPCoM. Tuy nhiên, với việc hoàn tất cổ phần hóa trong thời gian gần đây, chúng tôi nhận thấy ACV có khả năng được chuyển niêm yết sang sàn giao dịch chính trong thời gian sắp tới. Cụ thể như sau:

- Ngày 7/2/2025, Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp ban hành Quyết định số 63/QĐ-UBNDQLV nhằm phê duyệt việc hoàn tất cổ phần hóa của ACV, bao gồm quá trình cổ phần hóa, chi phí cổ phần hóa, giá trị phần vốn Nhà nước tại thời điểm chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần (ngày 31/3/2016).
- Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp đã phê duyệt BCTC của ACV tại ngày tiến hành cổ phần hóa. Do đó, theo ACV, BCTC của Công ty sẽ không thay đổi đáng kể sau quyết định này, ngoại trừ việc giảm nhẹ khoảng 60 tỷ đồng trong các khoản phải thu của ACV.
- Tuy nhiên, HSC dự báo ý kiến kiểm toán ngoại trừ liên quan đến việc hoàn tất cổ phần hóa sẽ được loại bỏ ra khỏi BCTC sau kiểm toán cho nửa đầu năm 2025.

Bên cạnh đó, đối với tài sản khu bay, năm 2025 sẽ là thời hạn cuối cùng để phê duyệt giá trị tài sản khu bay. Cụ thể như sau:

- Theo Quyết định số 2007/QĐ-TTg ban hành ngày 7/12/2020, ACV được giao quản lý, sử dụng và khai thác tài sản hạ tầng hàng không như sau: (1) tài sản do Nhà nước đầu tư, quản lý và tài sản này không được tính vào giá trị doanh nghiệp khi tiến hành định giá doanh nghiệp để cổ phần hóa ACV và (2) tài sản hình thành sau khi định giá doanh nghiệp để cổ phần hóa được bàn giao cho Nhà nước quản lý.
- Hiện ACV đang ghi nhận doanh thu và chi phí phát sinh từ việc khai thác các tài sản này vào báo cáo kết quả kinh doanh, đồng thời thực hiện nghĩa vụ nộp Nhà nước phần chênh lệch còn lại trên cơ sở doanh thu trừ chi phí khai thác.

- Hiện tại, giá trị tài sản khu bay chưa được phê duyệt. Tuy nhiên, năm 2025 là năm cuối cùng để xác định giá trị tài sản này. Nếu không, Quyết định số 2007/QĐ-TTg cần được gia hạn vì thời hạn cuối cùng của quyết định này là ngày 31/12/2025.
- Khi xác định xong giá trị tài sản khu bay, có hai kịch bản (1) Nhà nước chuyển giao tài sản cho ACV, tăng tỷ lệ sở hữu của Nhà nước tại ACV hoặc (2) ACV tiến hành huy động vốn, và Nhà nước góp vốn bằng tài sản khu bay và duy trì tỷ lệ sở hữu hiện tại, các cổ đông khác góp vốn bằng tiền mặt. Theo quan điểm của chúng tôi, khả năng kịch bản 1 xảy ra là rất thấp và nhiều khả năng kịch bản 2 sẽ được thực hiện.

Với việc hoàn tất cổ phần hóa và vấn đề định giá tài sản khu bay dự kiến sẽ được giải quyết trong năm nay, ACV sẽ đủ điều kiện để chuyển niêm yết cổ phiếu sang HSX. Do nhiều quỹ đầu tư bị hạn chế giao dịch trên sàn UPCoM, nên việc chuyển niêm yết sẽ loại bỏ rào cản này, từ đó mang lại tác động tích cực lên giá cổ phiếu và thanh khoản của ACV. Đáng lưu ý, ACV hiện là công ty có vốn hóa lớn thứ tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACV nhưng giảm 10% giá mục tiêu xuống 142.100đ (so với 156.700đ trước đó) do thay đổi các giả định định giá. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá ACV và tiếp tục áp dụng lãi suất phi rủi ro 4,0%, tốc độ tăng trưởng dài hạn 3,0% và phần bù rủi ro vốn CSH 7,5%, nhưng tăng giả định hệ số beta lên 0,8 lần (từ 0,7 lần trước đó, theo dữ liệu cập nhật của Bloomberg). Giả định WACC được điều chỉnh tăng lên mức 9,3% từ 9,0% trước đó.

Bảng 19: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, ACV

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Thu nhập thuần	4,990	8,904	9,800	11,411	12,697	8,313	11,395	14,894	18,448
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	2,337	2,364	2,288	2,636	3,185	11,541	11,202	11,202	11,202
+ Khấu hao	58	274	49	55	46	1,829	1,648	1,325	1,065
- Thay đổi vốn lưu động	4,047	3,330	2,095	1,091	632	(3,370)	2,033	2,429	2,455
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(4,691)	(6,685)	(14,055)	(57,679)	(37,104)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	6,741	8,188	177	(42,487)	(20,542)	16,314	24,279	27,849	31,170

Nguồn: HSC

Bảng 20: Định giá, ACV

Giá mục tiêu mới theo tính toán của chúng tôi là 142.100đ

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán giá trị vốn CSH (nghìn tỷ đồng)	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giá trị hiện tại đến năm 2030	10.5
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn giả định	3.0%
Beta (lần)	0.8	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn năm 2030	328.0
Chi phí vốn CSH	9.9%	Giá trị mảng kinh doanh cốt lõi của DN	338.5
Tỷ trọng vốn CSH	83%	Cộng: Tiền & Các khoản đầu tư ngắn hạn	10.3
Tỷ trọng nợ	17%	Trừ: Nợ	(39.4)
WACC	9.3%	Giá trị vốn CSH	309.4
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,177.0
		Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	142,130

Nguồn: HSC

Tổng giá trị vốn CSH được tính bằng giá trị doanh nghiệp (EV) là 338,5 nghìn tỷ đồng và dư nợ thuần là 29,1 nghìn tỷ đồng.

Bảng 21: Phân tích độ nhạy, ACV

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	2.0%	143,375	131,061	120,175	110,484	101,802
	2.5%	156,877	142,731	130,343	119,406	109,683
	3.0%	172,859	156,392	142,130	129,661	118,670
	3.5%	192,071	172,599	155,956	141,571	129,017
	4.0%	215,605	192,139	172,401	155,571	141,055

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

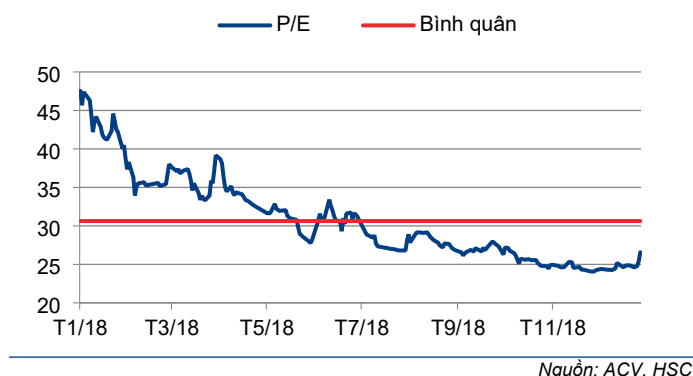
Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 12% so với chỉ số VN30 có thể do (1) tâm lý không chắc chắn của thị trường liên quan đến việc chuyển giao dịch vụ an ninh hàng không (2) lo ngại liên quan đến khả năng sáp nhập giữa ACV và HVN, sau các kế hoạch gần đây của Chính phủ trong việc hợp nhất các tổ chức Nhà nước nhằm nâng cao hiệu quả.

- Thứ nhất, như đã thảo luận ở phần trên, việc chuyển giao dịch vụ an ninh hàng không sẽ có lợi cho ACV vì dịch vụ này tạo ra khoản lỗ nhỏ cho ACV do chi phí lao động cao. Doanh thu có thể sẽ giảm sau khi chuyển giao nhưng không đáng kể.
- Thứ hai, chúng tôi nhận thấy khả năng sáp nhập giữa ACV và HVN là rất thấp, vì hoạt động sáp nhập giữa một đơn vị khai thác sân bay độc quyền (ACV) và một hãng hàng không quốc gia (HVN) sẽ đi ngược lại xu hướng toàn cầu vì sẽ tạo ra sự cạnh tranh không công bằng với các hãng hàng không khác, dẫn đến xung đột lợi ích và làm giảm tính minh bạch trong vận hành. Việc sáp nhập giữa một hãng hàng không và một đơn vị vận hành sân bay chưa có tiền lệ trong khu vực, do đó chúng tôi cho rằng việc này sẽ không khả thi.

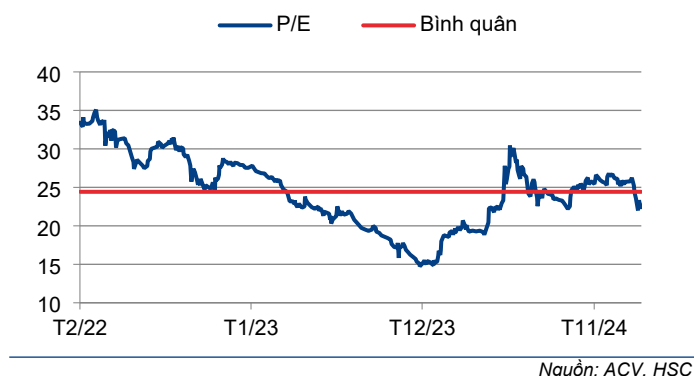
ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 22,4 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm từ tháng 2/2022 ở mức 24,4 lần và thấp hơn nhiều so với bình quân trước đại dịch ở mức 30,6 lần. Trong khi đó, cổ phiếu đang được giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 3,4 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2028 ở mức 4,1 lần (so với bình quân từ tháng 2/2022 ở mức 3,5 lần) và thấp hơn nhiều so với bình quân tại thời điểm trước đại dịch ở mức 5,8 lần.

Biểu đồ 22: P/E trượt dự phóng 1 năm trước COVID, ACV

P/E trượt dự phóng 1 năm trước COVID bình quân là 30,6 lần

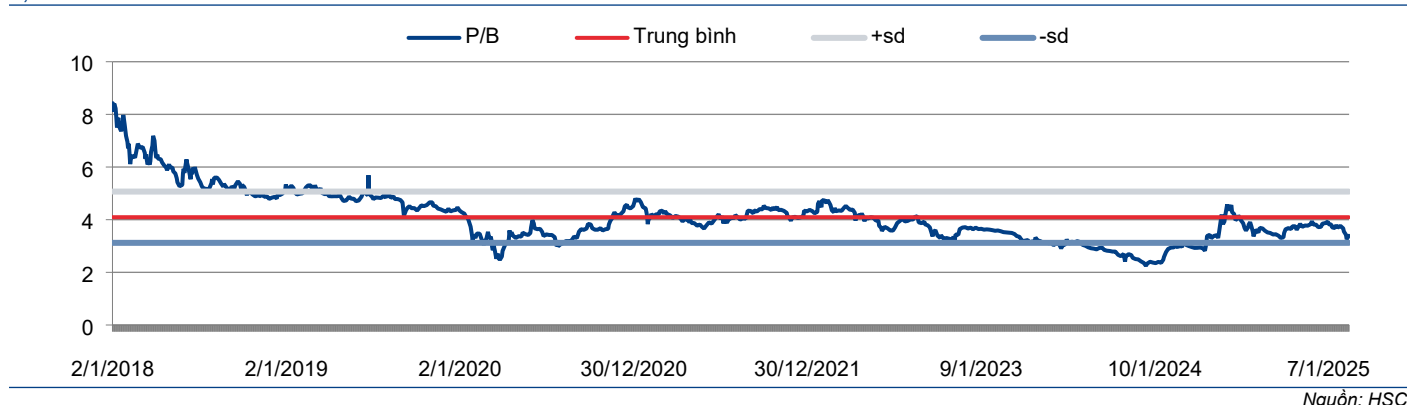

Biểu đồ 23: P/E trượt dự phóng 1 năm từ T2/2022, ACV

Hiện là 22,4 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 24,4 lần



Biểu đồ 24: P/B trượt dự phóng 1 năm, ACV

ACV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 3,4 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2018 ở mức 4,1 lần



Bảng 25: So sánh định giá các công ty cùng ngành, ACV

ACV hiện giao dịch với P/E và P/B thấp hơn so với. AOT

	2024 ROE	2025 P/E	2025 P/B
ACV	18.7%	23.2	3.4
AOT	3.8%	25.9	4.3
ACV so với AOT	+14.9ppt	90%	79%

Nguồn: Bloomberg, HSC

Cuối cùng, ACV đang giao dịch với P/E và P/B thấp hơn nhiều so với các sân bay chính trong khu vực như Airport of Thailand (AOT) mặc dù có ROE cao hơn và có triển vọng dài hạn tích cực.

Rủi ro đầu tư

- Mức tăng trưởng về lưu lượng hành khách thấp hơn so với dự báo.
- Rủi ro đến từ sự khác biệt về thời gian vận hành sân bay quốc tế Long Thành so với giả định hiện tại của HSC.
- Khả năng KQKD thực tế cao hơn dự báo do điều chỉnh phí dịch vụ: Mức phí dịch vụ của ACV do Chính phủ quy định. Nếu mức phí dịch vụ của sân bay quốc tế Long Thành được phê duyệt ở mức cao hơn mức giả định hiện tại, hoặc mức phí của các sân bay hiện hữu khác được điều chỉnh tăng trong thời gian tới nhằm phản ánh vốn đầu tư tăng thêm phục vụ cho việc mở rộng sân bay, dẫn đến rủi ro KQKD thực tế cao hơn dự báo.
- Lỗi/lãi tỷ giá: Mô hình dự báo hiện tại chưa phản ánh khoản lãi/lỗ tỷ giá của ACV. Sự biến động tỷ giá JPY/VND dẫn đến sự khác biệt giữa lợi nhuận thực tế so với dự báo, khi xét đến các khoản nợ dài hạn của ACV ở mức 62,2 nghìn tỷ yên tại thời điểm cuối năm 2024.
- Có sự khác biệt giữa chi phí dự phòng/hoàn nhập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn của hãng hàng không so với dự báo của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	20,033	22,555	24,304	26,358	32,001
Lợi nhuận gộp	11,923	13,813	16,512	18,820	15,430
Chi phí BH&QL	(3,695)	(1,512)	(1,570)	(1,702)	(2,004)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	8,228	12,301	14,942	17,118	13,425
Lãi vay thuần	2,091	1,634	777	420	(1,410)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	275	364	382	401	421
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	26.0	33.4	36.0	39.0	47.4
LNTT	10,620	14,333	16,137	17,977	12,483
Chi phí thuế TNDN	(2,048)	(2,756)	(3,227)	(3,595)	(2,497)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1,253)	(1,255)	(1,499)	(1,685)	(1,673)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	7,319	10,321	11,411	12,697	8,313
Lợi nhuận thuần ĐC	6,578	9,277	10,256	11,412	7,472
EBITDA ĐC	10,592	14,589	17,578	20,303	24,966
EPS (đồng)	3,362	4,741	5,241	5,832	3,819
EPS ĐC (đồng)	3,022	4,261	4,711	5,242	3,432
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,177	2,177	2,177	2,177	2,177
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,177	2,177	2,177	2,177	2,177
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,177	2,177	2,177	2,177	2,177

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	2,844	6,307	3,034	4,072	4,151
Đầu tư ngắn hạn	25,896	20,249	7,291	4,481	24,001
Phải thu khách hàng	12,772	12,144	12,519	12,960	16,405
Hàng tồn kho	467	294	262	254	558
Các tài sản ngắn hạn khác	770	1,537	1,656	1,796	2,180
Tổng tài sản ngắn hạn	42,748	40,530	24,763	23,562	47,295
TSCĐ hữu hình	20,989	32,922	87,961	121,874	112,335
TSCĐ vô hình	3.30	12.1	13.5	15.0	16.6
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	171	175	175	175	175
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,689	2,859	2,693	2,693	2,693
Tài sản dài hạn khác	529	771	776	776	776
Tổng tài sản dài hạn	24,381	36,739	91,619	125,533	115,996
Tổng cộng tài sản	67,129	77,270	116,381	149,096	163,291
Nợ ngắn hạn	410	396	0	0	0
Phả trả người bán	1,187	1,689	1,506	1,457	3,203
Nợ ngắn hạn khác	3,186	2,148	1,963	1,913	3,681
Tổng nợ ngắn hạn	6,412	7,722	6,578	6,377	13,497
Nợ dài hạn	10,046	9,346	39,346	60,849	60,453
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0.28	0.19	0.19	0.19	0.19
Nợ dài hạn khác	152	260	260	260	260
Tổng nợ dài hạn	10,198	9,607	39,606	61,110	60,714
Tổng nợ phải trả	16,619	17,329	46,185	67,487	74,211
Vốn chủ sở hữu	50,457	59,885	70,140	81,552	89,024
Lợi ích cổ đông thiểu số	53.3	56.4	56.4	56.4	56.4
Tổng vốn chủ sở hữu	50,510	59,941	70,197	81,609	89,080
Tổng nợ phải trả và VCSH	67,129	77,270	116,381	149,096	163,291
BVPS (đ)	23,177	27,508	32,219	37,461	40,893
Nợ thuần/(tiền mặt)	7,613	3,436	36,312	56,777	56,302

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	8,228	12,301	14,942	17,118	13,425
Khấu hao	(2,364)	(2,288)	(2,636)	(3,185)	(11,541)
Lãi vay thuần	2,091	1,634	777	420	(1,410)
Thuế TNDN đã nộp	(2,001)	(2,418)	(3,227)	(3,595)	(2,497)
Thay đổi vốn lưu động	(4,068)	(2,694)	8,753	(1,355)	(20,937)
Khác	2,379	87.5	349	382	(1,818)
LCT thuần từ HKKD	6,969	9,626	23,521	15,792	2,000
Đầu tư TS dài hạn	(12,894)	(13,283)	(57,679)	(37,104)	(2,004)
Góp vốn & đầu tư	(34.9)	273	1,282	846	478
Thanh lý	6,656	7,158	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(6,273)	(5,852)	(56,397)	(36,257)	(1,526)
Cổ tức trả cho CSH	(2.00)	(7.20)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(366)	(406)	29,604	21,504	(396)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(368)	(414)	29,604	21,504	(396)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,497	2,844	6,307	3,034	4,072
LCT thuần trong kỳ	328	3,361	(3,273)	1,039	78.2
Ảnh hưởng của tỷ giá	19.7	102	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,844	6,307	3,034	4,072	4,151
Dòng tiền tự do	(5,925)	(3,657)	(34,158)	(21,311)	(3.05)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	59.5	61.2	67.9	71.4	48.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	52.9	64.7	72.3	77.0	78.0
Tỷ suất LNT (%)	36.5	45.8	46.9	48.2	26.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.3	19.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	45.1	12.6	7.76	8.45	21.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	51.7	37.7	20.5	15.5	23.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.5	41.0	10.6	11.3	(34.5)
Tăng trưởng EPS (%)	15.5	41.0	10.6	11.3	(34.5)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.5	41.0	10.6	11.3	(34.5)
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.5	18.7	17.6	16.7	9.75
ROACE (%)	14.3	18.9	16.7	13.6	9.18
Vòng quay tài sản (lần)	0.32	0.31	0.25	0.20	0.20
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.85	0.78	1.57	0.92	0.15
Số ngày tồn kho	21.0	12.3	12.3	12.3	12.3
Số ngày phải thu	575	507	586	628	361
Số ngày phải trả	53.4	70.5	70.5	70.5	70.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	15.1	5.75	51.8	69.6	63.3
Nợ/tài sản (%)	15.6	12.6	33.8	40.8	37.0
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	9.52
Nợ/EBITDA (lần)	0.99	0.67	2.24	3.00	2.42
Chỉ số TT hiện thời (lần)	6.67	5.25	3.76	3.69	3.50
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	10.8	9.68	10.9	10.9	8.36
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.5	15.0	15.0	14.2	10.7
P/E (lần)	32.1	22.8	20.6	18.5	28.3
P/E ĐC (lần)	35.7	25.3	22.9	20.6	31.5
P/B (lần)	4.66	3.93	3.35	2.88	2.64
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn