

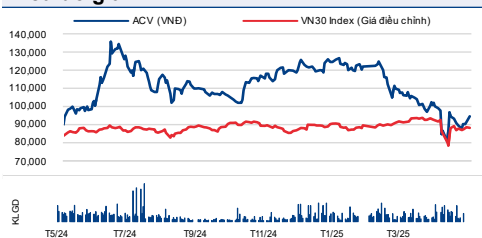
## Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ142,100  
 Tiềm năng tăng/giảm: 51.0%

|                                        |                     |
|----------------------------------------|---------------------|
| <b>Giá cổ phiếu (đồng) (29/4/2025)</b> | <b>94,100</b>       |
| Mã Bloomberg                           | ACV.VN              |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)               | 80,800-135,600      |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)               | 93,200              |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)              | 204,872             |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)            | 7,878               |
| 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



Nguồn: Công ty, FactSet

## Tóm tắt tài chính và định giá

| Cuối năm: Thg12       | 12-24A  | 12-25F   | 12-26F   |
|-----------------------|---------|----------|----------|
| DT thuần (tỷ đồng)    | 22,555  | 24,304   | 26,358   |
| EBITDA đc (tỷ đồng)   | 14,589  | 17,578   | 20,303   |
| LNTT (tỷ đồng)        | 14,333  | 16,137   | 17,977   |
| LNT ĐC (tỷ đồng)      | 9,277   | 10,256   | 11,412   |
| FCF (tỷ đồng)         | (3,657) | (34,158) | (21,311) |
| EPS ĐC (đồng)         | 4,261   | 4,711    | 5,242    |
| DPS (đồng)            | 0       | 0        | 0        |
| BVPS (đồng)           | 27,508  | 32,219   | 37,461   |
| T.trưởng EBITDA (%)   | 37.7    | 20.5     | 15.5     |
| T.trưởng EPS ĐC (%)   | 41.0    | 10.6     | 11.3     |
| Tăng trưởng DPS (%)   | nm      | nm       | nm       |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 64.7    | 72.3     | 77.0     |
| Tỷ suất LNTT (%)      | 63.5    | 66.4     | 68.2     |
| Tỷ suất LNT ĐC (%)    | 45.8    | 46.9     | 48.2     |
| Tỷ lệ LN trả CT (%)   | 0       | 0        | 0        |
| Nợ thuần/VCSH (%)     | 5.75    | 51.8     | 69.6     |
| ROAE (%)              | 18.7    | 17.6     | 16.7     |
| ROACE (%)             | 18.9    | 16.7     | 13.6     |
| EV/doanh thu (lần)    | 8.34    | 9.63     | 9.76     |
| EV/EBITDA ĐC (lần)    | 12.9    | 13.3     | 12.7     |
| P/E ĐC (lần)          | 22.1    | 20.0     | 18.0     |
| P/B (lần)             | 3.42    | 2.92     | 2.51     |
| Lợi suất cổ tức (%)   | 0       | 0        | 0        |

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

## Q1/2025: Lợi nhuận thuần cao hơn 11% so với dự báo

- Lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi Q1/2025 (trừ khoản lỗ tỷ giá không thường xuyên và trích lập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn trong quý) tăng 18% so với cùng kỳ đạt 3,1 nghìn tỷ đồng (tăng 43% so với quý trước) và cao hơn 11% so với dự báo của HSC, nhờ doanh thu thuần và tỷ suất lợi nhuận cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi đang xem xét lại dự báo lợi nhuận.
- Lợi nhuận thuần Q1/2025 đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (tăng 5% so với cùng kỳ), trong khi doanh thu thuần đạt 6,4 nghìn tỷ đồng (tăng 13% so với cùng kỳ, cao hơn 4% so với dự báo) và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 68% từ 64% trong Q1/2024.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, ACV đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,1 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 23,9 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 142.100đ (tiềm năng tăng giá 51%).

## Sự kiện: Công bố BCTC Q1/2025

Lợi nhuận thuần Q1/2025 của ACV đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (tăng 5% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần 6,4 nghìn tỷ đồng (tăng 13% so với cùng kỳ). Ngoài trừ khoản lỗ tỷ giá không thường xuyên (249 tỷ đồng) và trích lập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn (189 tỷ đồng), lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi đạt 3,1 nghìn tỷ đồng, tăng 18% so với cùng kỳ và cao hơn kỳ vọng của chúng tôi ở mức 2,8 nghìn tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ).

Với kết quả trên, ACV đã hoàn thành 26% và 28% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi cho cả năm 2025 của chúng tôi.

## Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu thuần

Doanh thu thuần Q1/2025 cải thiện lên 6,4 nghìn tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ (tăng 11% so với quý trước) và cao hơn 4% so với dự báo của chúng tôi ở mức 6 nghìn tỷ đồng. Nhu cầu quốc tế tăng mạnh và nhu cầu trong nước bắt đầu phục hồi đã thúc đẩy tăng trưởng doanh thu.

- Số lượng hành khách quốc tế tiếp tục tăng trưởng vững chắc lên 11,8 triệu lượt khách, tăng 13% so với cùng kỳ (tăng 8% so với quý trước) và cao hơn 12% so với Q1/2019 (trước đại dịch COVID-19) nhờ số lượng hành khách quốc tế tăng mạnh, với sự phục hồi mạnh của khách Trung Quốc cũng như đà tăng trưởng tích cực từ các thị trường khác. Số lượng khách Trung Quốc đến Việt Nam trong Q1/2025 tăng mạnh lên 1,59 triệu lượt khách, tăng 78% so với cùng kỳ và cao hơn 24% so với mức trước đại dịch COVID-19.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/5.

(Xem tiếp trang 2)

## Bảng 1: KQKD Q1/2025, ACV

Lợi nhuận HĐKD cốt lõi Q1/2025 tăng 18% so với cùng kỳ nhờ lượng hành khách và tỷ suất lợi nhuận tăng mạnh

| Tỷ đồng                             | Q1/24        | Q1/25        | So với cùng kỳ | So với quý trước | % dự báo của HSC |
|-------------------------------------|--------------|--------------|----------------|------------------|------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>              | <b>5,644</b> | <b>6,350</b> | <b>13%</b>     | <b>11%</b>       | <b>26%</b>       |
| Doanh thu của ACV                   | 4,968        | 5,578        | 12%            | 12%              |                  |
| Doanh thu tài sản khu bay           | 675          | 772          | 14%            | 7%               |                  |
| Lợi nhuận thuần                     | 2,917        | 3,117        | 7%             | 1%               |                  |
| <b>Lợi nhuận ACV</b>                | <b>2,594</b> | <b>2,713</b> | <b>5%</b>      | <b>-5%</b>       | <b>24%</b>       |
| Lợi nhuận                           | 324          | 404          | 25%            | 73%              |                  |
| Lợi nhuận HĐKD 'cốt lõi'            | 2,959        | 3,443        | 16%            | 43%              |                  |
| <b>Lợi nhuận cốt lõi ACV</b>        | <b>2,635</b> | <b>3,120</b> | <b>18%</b>     | <b>43%</b>       | <b>28%</b>       |
| <b>Lợi nhuận cốt lõi TS khu bay</b> | <b>324</b>   | <b>323</b>   | <b>0%</b>      | <b>39%</b>       |                  |

Nguồn: ACV, HSC

- Số lượng hành khách trong nước bắt đầu phục hồi ở mức 3% đạt 18,1 triệu lượt khách, cao hơn 5% so với mức trước đại dịch COVID-19. Đây là kết quả rất đáng khích lệ sau 7 quý sụt giảm liên tiếp, kể từ Q1/2023.
- Tổng số hành khách trong Q1/2025 cải thiện lên 29,9 triệu lượt khách, tăng 6,9% so với cùng kỳ (và tăng 12% so với quý trước) và cao hơn 8% so với mức của Q1/2019.

### Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện mạnh, thúc đẩy lợi nhuận

Tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/2025 cải thiện mạnh lên 68,5% (từ 63,8% trong Q1/2024 và 54,4% trong Q4/2024), với sự cải thiện so với cùng kỳ nhờ cơ cấu sản phẩm tốt hơn (đóng góp cao hơn từ số lượng hành khách quốc tế). Nhu cầu quốc tế đóng góp 40% tổng sản lượng hành khách trong Q1/2025, cao hơn mức 37% của cùng kỳ năm ngoái, trong khi sự cải thiện so với quý trước được thúc đẩy từ việc ACV thường ghi nhận chi phí hoạt động cao (nhân công, chi phí bảo trì, v.v.) vào quý 4 hằng năm.

### Các khoản mục không thường xuyên trong quý

Nhìn chung, lỗ thuần không thường xuyên trong Q1/2025 được ghi nhận ở mức 434 tỷ đồng, so với mức lỗ 70 tỷ đồng trong Q1/2024 và lợi nhuận 812 tỷ đồng trong Q4/2024. Trong Q1/2025, ACV ghi nhận lỗ thường xuyên đáng kể từ hai lĩnh vực:

- **Lỗ không thường xuyên từ biến động tỷ giá:** ACV ghi nhận lỗ tỷ giá 249 tỷ đồng trong Q1/2025 do tỷ giá JPY/VND tăng (Q1/2024 – lãi tỷ giá 105 tỷ đồng; Q4/2024 – lãi tỷ giá 652 tỷ đồng). Tính đến cuối Q1/2025, tổng dư nợ của ACV ở mức 61,3 nghìn tỷ yên, dưới dạng vốn vay ODA, tài trợ cho các dự án đầu tư trong giai đoạn 2002-2013.
- **Trích lập dự phòng các khoản phải thu quá hạn của các hãng hàng không:** Trích lập dự phòng cho các khoản này của ACV trong Q1/2025 ở mức 185 tỷ đồng (Q1/2024 – trích lập dự phòng 175 tỷ đồng; Q4/2024 – hoàn nhập dự phòng 160 tỷ đồng). Khoản trích lập dự phòng trong quý chủ yếu đến từ Bamboo Airways (chưa niêm yết) (97 tỷ đồng), Vietravel Airlines (chưa niêm yết) (48 tỷ đồng) và Vietnam Airlines (Mua vào, giá mục tiêu 38.700đ) (46 tỷ đồng).

### Cập nhật kế hoạch phát hành cổ phiếu

ACV sẽ xin ý kiến cổ đông bằng văn bản cho kế hoạch phân phối lợi nhuận tính đến ngày 31/12/2023. Trong đó, Công ty sẽ đề xuất kế hoạch chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 65%. Ngày chốt danh sách cổ đông đủ điều kiện bỏ phiếu là ngày 7/5/2025. Phiếu biểu quyết sẽ được gửi đến các cổ đông vào ngày 9/5/2025 và kết quả biểu quyết dự kiến sẽ được công bố vào ngày 20/5/2025.

Chúng tôi cho rằng việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu là động thái tích cực của ACV và sẽ hỗ trợ cải thiện thanh khoản của cổ phiếu và tâm lý thị trường.

### Đang xem xét lại khuyến nghị/giá mục tiêu và dự báo lợi nhuận

Hiện tại, HSC khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu là 142.100đ (tiềm năng tăng giá 50%). Sau đợt bán tháo trong thời gian gần đây (ACV giảm 6% trong 1 tháng qua và giảm 23% trong 3 tháng qua), cổ phiếu đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,1 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 23,9 lần, là mức định giá rất hấp dẫn, theo quan điểm của chúng tôi. Do KQKD Q1/2025 cao hơn dự báo, chúng tôi đang xem xét lại dự báo lợi nhuận.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu ACV nhờ Công ty có vị thế độc quyền, triển vọng tăng trưởng tích cực trong dài hạn với dự án sân bay Quốc tế Long Thành, dự kiến đi vào hoạt động vào nửa cuối năm 2026 và có mức định giá rẻ. Theo quan điểm của chúng tôi, đợt giảm giá mạnh trong thời gian gần đây mang lại cơ hội Mua vào mạnh.

**Bảng 2: Số lượng hàng khách, ACV**

Lượng hành khách quốc tế và nội địa trong Q1/2025 tăng lần lượt 13% và 3% so với cùng kỳ

| Triệu khách      | Q1/24       | Q1/25       | So với cùng kỳ | So với quý trước | % dự báo cả năm của HSC |
|------------------|-------------|-------------|----------------|------------------|-------------------------|
| Quốc tế          | 10.4        | 11.8        | 13.1%          | 7.6%             | 24.9%                   |
| Nội địa          | 17.5        | 18.1        | 3.3%           | 15.0%            | 24.7%                   |
| <b>Tổng cộng</b> | <b>28.0</b> | <b>29.9</b> | <b>6.9%</b>    | <b>12.0%</b>     | <b>24.8%</b>            |

Nguồn: ACV

## 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                        | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>EBIT</b>                         | <b>8,228</b>  | <b>12,301</b> | <b>14,942</b> | <b>17,118</b> | <b>13,425</b> |
| 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          |
| <b>LN TT</b>                        | <b>10,620</b> | <b>14,333</b> | <b>16,137</b> | <b>17,977</b> | <b>12,483</b> |
| 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             | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>7,319</b>  | <b>10,321</b> | <b>11,411</b> | <b>12,697</b> | <b>8,313</b>  |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>6,578</b>  | <b>9,277</b>  | <b>10,256</b> | <b>11,412</b> | <b>7,472</b>  |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>10,592</b> | <b>14,589</b> | <b>17,578</b> | <b>20,303</b> | <b>24,966</b> |
| 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          |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>42,748</b> | <b>40,530</b> | <b>24,763</b>  | <b>23,562</b>  | <b>47,295</b>  |
| 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            |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>24,381</b> | <b>36,739</b> | <b>91,619</b>  | <b>125,533</b> | <b>115,996</b> |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>67,129</b> | <b>77,270</b> | <b>116,381</b> | <b>149,096</b> | <b>163,291</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 410           | 396           | 0              | 0              | 0              |
| Phải 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          |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>6,412</b>  | <b>7,722</b>  | <b>6,578</b>   | <b>6,377</b>   | <b>13,497</b>  |
| 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            |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>10,198</b> | <b>9,607</b>  | <b>39,606</b>  | <b>61,110</b>  | <b>60,714</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>16,610</b> | <b>17,329</b> | <b>46,184</b>  | <b>67,487</b>  | <b>74,211</b>  |
| 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           |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>50,510</b> | <b>59,941</b> | <b>70,197</b>  | <b>81,609</b>  | <b>89,080</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>67,120</b> | <b>77,270</b> | <b>116,381</b> | <b>149,096</b> | <b>163,291</b> |
| 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)        |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>6,969</b>   | <b>9,626</b>   | <b>23,521</b>   | <b>15,792</b>   | <b>2,000</b>   |
| 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              |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(6,273)</b> | <b>(5,852)</b> | <b>(56,397)</b> | <b>(36,257)</b> | <b>(1,526)</b> |
| 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                                       | -              | -              | -               | -               | -              |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(368)</b>   | <b>(414)</b>   | <b>29,604</b>   | <b>21,504</b>   | <b>(396)</b>   |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 2,497          | 2,844          | 6,307           | 3,034           | 4,072          |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>328</b>     | <b>3,361</b>   | <b>(3,273)</b>  | <b>1,039</b>    | <b>78.2</b>    |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 19.7           | 102            | 0               | 0               | 0              |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>2,844</b>   | <b>6,307</b>   | <b>3,034</b>    | <b>4,072</b>    | <b>4,151</b>   |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>(5,925)</b> | <b>(3,657)</b> | <b>(34,158)</b> | <b>(21,311)</b> | <b>(3.05)</b>  |

| Các chỉ số tài chính      | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| 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      |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 9.32   | 8.34   | 9.63   | 9.76   | 7.41   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 17.6   | 12.9   | 13.3   | 12.7   | 9.50   |
| P/E (lần)                 | 28.0   | 19.8   | 18.0   | 16.1   | 24.6   |
| P/E ĐC (lần)              | 31.1   | 22.1   | 20.0   | 18.0   | 27.4   |
| P/B (lần)                 | 4.06   | 3.42   | 2.92   | 2.51   | 2.30   |
| 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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)