

# TCT Cảng Hàng không Việt Nam (ACV)

## Vận tải quốc tế là động lực tăng trưởng chính

20/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
anhntn@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

3Q2024, ACV ghi nhận doanh thu 5,655 tỷ VND (+6% yoy). LNST đạt 2,339 tỷ VND (-15% yoy)

3Q2024, ACV ghi nhận doanh thu đạt 5,655 tỷ VND (+6% yoy). Trong đó, doanh thu hàng không chiếm tỷ trọng 83%, ghi nhận 4,685 tỷ VND. LNST ghi nhận 2,339 tỷ VND (-15% yoy) do chịu ảnh hưởng từ lỗ tỷ giá. Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu và LNST của ACV lần lượt đạt 16,834 tỷ VND (+12% yoy) và 8,488 tỷ VND (+21% yoy).

Tiềm năng tăng trưởng bền vững đến từ cả nhóm vận tải nội địa và quốc tế

Vận tải nội địa kỳ vọng sẽ tăng trưởng chậm nhưng ổn định trong những năm tới. Vận tải quốc tế được đánh giá là động lực tăng trưởng chính của ACV do sản lượng được ảnh hưởng tích cực từ (1) hội nhập thương mại sâu rộng và hưởng lợi từ xu hướng Trung Quốc +1 và (2) chính sách phát triển du lịch thông qua đơn giản hóa thủ tục visa.

Các hãng hàng không nội địa có kế hoạch mở rộng quy mô đội tàu bay và điểm đến

Vietnam Airlines và Vietjet Air đang liên tục mở mới đường bay và có kế hoạch bổ sung thêm số lượng máy bay lớn, tăng đáng kể quy mô đội tàu bay so với hiện tại, tạo động lực phát triển cho sản lượng hành khách và hàng hóa, cũng như dự địa tăng trưởng cho chính các hãng hàng không, thúc đẩy đà phục hồi cho ACV.

Cảng HKQT T3 – Tân Sơn Nhất và Cảng HKQT Long Thành là động lực tăng trưởng trong dài hạn cho ACV

Dự án Nhà ga hành khách T3 – Cảng HKQT Tân Sơn Nhất (dự kiến hoàn thành 2025) cùng với dự án Cảng HKQT Long Thành (GĐ1 dự kiến hoạt động từ 2027) hiện là 2 dự án lớn nhất của ACV, khi hoàn thành sẽ tạo thành cụm cảng lớn ở phía Nam, đẩy mạnh sự phát triển của ngành hàng không nói riêng và kinh tế khu vực nói chung.

Khuyến nghị **NĂM GIỮ**, giá mục tiêu 130,700 VND/cổ phiếu

Mặc dù triển vọng KQKD của ACV là khả quan, các yếu tố hỗ trợ đã phần nào phản ánh vào mặt bằng giá cổ phiếu. Dựa trên mức kỳ vọng tăng giá so với giá mục tiêu được xác định theo mô hình định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu ACV với mức giá mục tiêu là 130,700 VND/cổ phiếu, cao hơn 5.5% so với giá đóng cửa ngày 20/12/2024.

## Năm giữ lần đầu

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 130,700</b>
Tăng/giảm (%)	5.5%
Giá hiện tại (20/12/2024)	VND 123,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 121,300
Vốn hóa thị trường (ngàn tỷ VND/ tỷ USD)	261.2/10.3

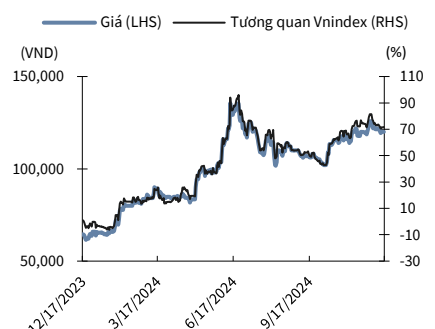
<b>Dữ liệu giao dịch</b>	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	4.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	25.6/1.0
Sở hữu nước ngoài (%)	3.6%
Cổ đông lớn	Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước (95.4%)

<b>Biến động giá cổ phiếu (%)</b>				
	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Tuyệt đối	1.9	13.1	-8.8	86.0
Tương đối	-1.8	12.7	-8.0	71.4

### Dự phóng KQKD & định giá

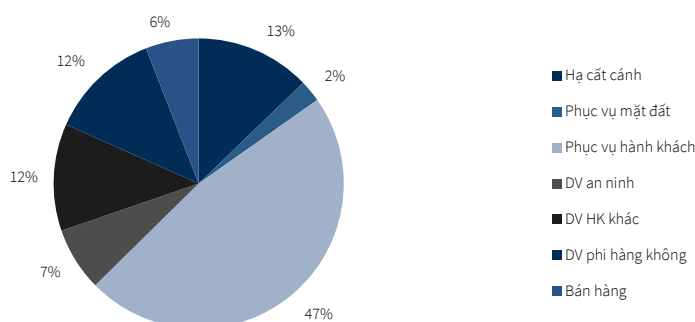
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	13,805	19,998	21,802	23,689
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	8,861	10,467	10,045	12,648
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	6,338	7,222	6,883	8,660
EPS (VND)	2,580	3,318	3,161	3,978
Tăng trưởng EPS (%)	1287%	29%	-5%	26%
P/E (x)	24.1	18.7	19.7	15.6
P/B (x)	3.1	2.7	2.4	2.0
ROE (%)	16%	17%	14%	15%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cơ cấu doanh thu 2023



## Hoạt động kinh doanh

ACV hiện đang quản lý, đầu tư và khai thác hệ thống 22 Cảng hàng không trong cả nước, bao gồm 11 Cảng hàng không quốc tế và 11 Cảng hàng không nội địa. Ngành nghề kinh doanh chính của ACV là hoạt động cung cấp dịch vụ hỗ trợ trực tiếp cho vận tải hàng không, bao gồm dịch vụ hàng không, dịch vụ phi hàng không và bán hàng.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Điểm nhấn đầu tư

**Tăng trưởng bền vững đến từ cả nhóm vận tải nội địa và quốc tế.** Lượng khách nội địa và quốc tế của ACV dự kiến sẽ tăng trung bình 3% và 12%/năm giai đoạn 2024-2030.

**Các hãng hàng không nội địa liên tục mở rộng đội bay.** Vietjet Air, Vietnam Airlines đều đã kí kết hợp đồng đặt mua tàu bay của Airbus, kế hoạch tăng lượng tàu bay lên 20-30% so với hiện nay vào 2030.

**Cảng HKQT Long Thành và Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất đảm bảo dư địa tăng trưởng trong dài hạn cho ACV.** Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và sân bay quốc tế Long Thành dự kiến đưa vào khai thác từ giữa 2025/đầu 2027, đóng góp thêm 20/25 triệu khách vào tổng công suất của ACV.

## Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

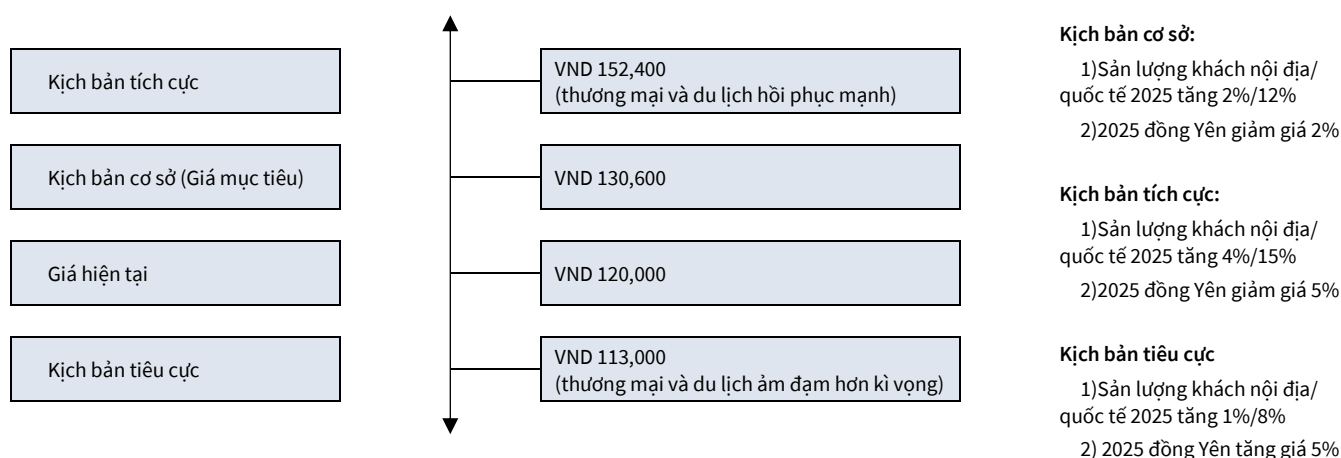
## Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	21,802	23,689	-	-	23,002	25,929	-5%	-9%
EBIT	11,870	13,083	-	-	12,514	14,697	-5%	-11%
LNST công ty mẹ	6,837	8,466	-	-	9,686	11,197	-29%	-24%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Quan điểm định giá



## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

**ACV hiện đang quản lý, đầu tư và khai thác 22 cảng hàng không trên cả nước**

Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam (UPCOM: ACV) được thành lập năm 2012 theo quyết định của Bộ Giao thông vận tải trên cơ sở hợp nhất ba Tổng công ty: TCT Cảng hàng không miền Bắc, TCT Cảng hàng không miền Trung và TCT Cảng hàng không miền Nam.

ACV hiện đang quản lý, đầu tư và khai thác hệ thống 22 Cảng hàng không trong cả nước, bao gồm 10 Cảng hàng không quốc tế: Tân Sơn Nhất, Nội Bài, Đà Nẵng, Vinh, Cát Bi, Phú Bài, Cam Ranh, Phú Quốc, Cần Thơ, Liên Khương và 12 Cảng hàng không nội địa: Buôn Ma Thuột, Rạch Giá, Cà Mau, Côn Đảo, Phù Cát, Pleiku, Tuy Hòa, Chu Lai, Đồng Hới, Điện Biên, Thọ Xuân, Nà Sản. Ngành nghề kinh doanh chính của ACV là hoạt động cung cấp dịch vụ hỗ trợ trực tiếp cho vận tải hàng không, bao gồm dịch vụ hàng không, dịch vụ phi hàng không và bán hàng.

**Bảng 1. Lịch sử hình thành, quá trình phát triển**

1976	• Thành lập Tổng cục Hàng không dân dụng Việt Nam
1993	• Thành lập Cục cảng Hàng không sân bay miền Bắc, miền Trung, miền Nam
1998	• Các Cục cảng hàng không sân bay Bắc, Trung, Nam thành doanh nghiệp nhà nước hoạt động công ích
07/2010	• 3 TCT Cảng hàng không miền Bắc, Trung, Nam chuyển đổi theo mô hình các công ty TNHH Nhà nước MTV
2012	• TCT Cảng HK Việt Nam (ACV) được thành lập trên cơ sở hợp nhất ba TCT: TCT Cảng HK miền Bắc, TCT Cảng HK miền Trung, TCT Cảng HK miền Nam
10/2015	• Thủ tướng Chính phủ phê duyệt phương án cổ phần hóa Công ty mẹ - Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam
12/2015	• ACV chào bán lần đầu ra công chúng 77.8 triệu cổ phần (93.47% vốn điều lệ) tại Sở giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh
2016	• ACV chính thức giao dịch trên sàn chứng khoán UPCOM với mã chứng khoán ACV
2018	• Bộ GTVT chuyển giao quyền đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại ACV về Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp

Nguồn: ACV, KBSV

**Bảng 2. Hoạt động kinh doanh chính**

Dịch vụ hàng không	Dịch vụ phi hàng không	Bán hàng
<ul style="list-style-type: none"> <li>Dịch vụ hạ cất cánh</li> <li>Phục vụ mặt đất cơ bản/trộn gói</li> <li>Phục vụ hành khách</li> <li>An ninh hành lý, hành khách</li> <li>Dịch vụ hàng không khác</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cho thuê mặt bằng</li> <li>Cho thuê quảng cáo</li> <li>Dịch vụ sử dụng hạ tầng cảng</li> <li>Dịch vụ tiện ích (điện, nước, ga, vệ sinh, y tế)</li> <li>Khách VIP, F, C</li> <li>Dịch vụ phi hàng không khác</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bán hàng miễn thuế</li> <li>Kinh doanh hàng bách hóa, lưu niệm, đồ ăn</li> </ul>

Nguồn: ACV, KBSV

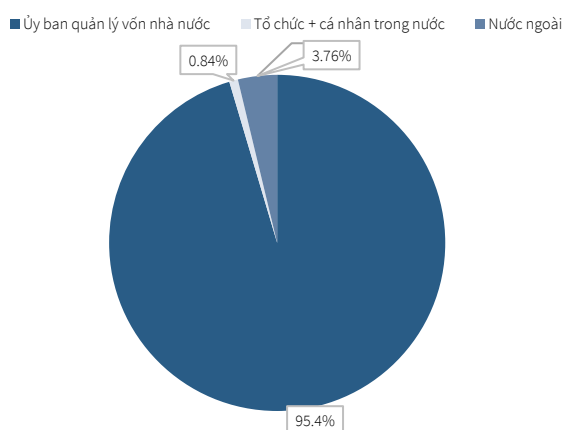
**Bảng 3. Công ty con và công ty liên doanh, liên kết của ACV**

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu
CTCP Dịch vụ Nhiên liệu Hàng không Nội Bài	60%
Cty TNHH Dịch vụ bảo dưỡng máy bay Cảng HK miền Nam	51%
CTCP Dịch vụ Hàng không Tân Sơn Nhất	49.07%
CTCP Phục vụ Mặt đất Sài Gòn	48.03%
CTCP Vận tải Hàng không miền Nam	30%
CTCP Thương mại hàng không miền Nam	29.35%
CTCP Phục vụ Mặt đất Hà Nội	20%
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (HSX: SCS)	14%
CTCP Nhà ga Quốc tế Cam Ranh	10%
CTCP Đầu tư khai thác nhà ga quốc tế Đà Nẵng	10%

Nguồn: ACV

**Cơ cấu sở hữu tính đến 30/09/2024**

Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam là CTCP hoạt động theo mô hình Công ty mẹ - Công ty con, trong đó Nhà nước nắm quyền kiểm soát thông qua Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp. Tỷ lệ sở hữu cao giúp đảm bảo quyền quyết định của Nhà nước tới hệ thống cảng hàng không – hạ tầng quan trọng mang tính quốc gia. Nhà đầu tư trong và ngoài nước nắm 4.6% cổ phần, trong đó nước ngoài nắm giữ 3.76%, tổ chức và cá nhân trong nước nắm giữ 0.84%.

**Biểu đồ 4. Cơ cấu sở hữu ACV**

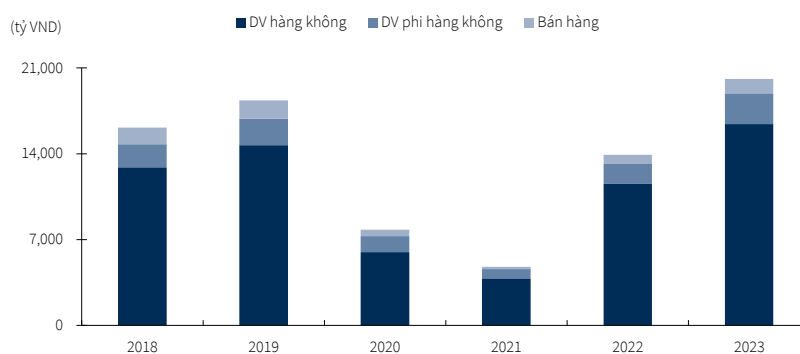
Nguồn: ACV, KBSV

## Dịch vụ hàng không là hoạt động cốt lõi đóng góp chính cho kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

Giai đoạn 2020 – 2021 là 2 năm ngành hàng không chịu ảnh hưởng nặng nề, doanh thu tất cả các mảng của ACV sụt giảm mạnh. Với sự hồi phục mạnh mẽ của thương mại và du lịch trong nước và quốc tế từ năm 2022 trở đi, doanh thu 2023 của ACV vượt mức trước Covid trên tất cả các mảng dịch vụ.

Mảng dịch vụ hàng không là mảng hoạt động chủ lực của ACV, duy trì tỷ trọng trên 80% trong cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp. Hoạt động phi hàng không đóng góp 18-20% doanh thu, trong đó dịch vụ phi hàng không chiếm khoảng 12%, hoạt động bán hàng 6-8%. ACV duy trì cơ cấu doanh thu tương đối ổn định qua các năm do 3 mảng hoạt động chính của doanh nghiệp đều tăng trưởng theo quy mô nhà ga và lưu lượng khách qua cảng.

Biểu đồ 5. Cơ cấu doanh thu ACV



Nguồn: ACV, KBSV

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

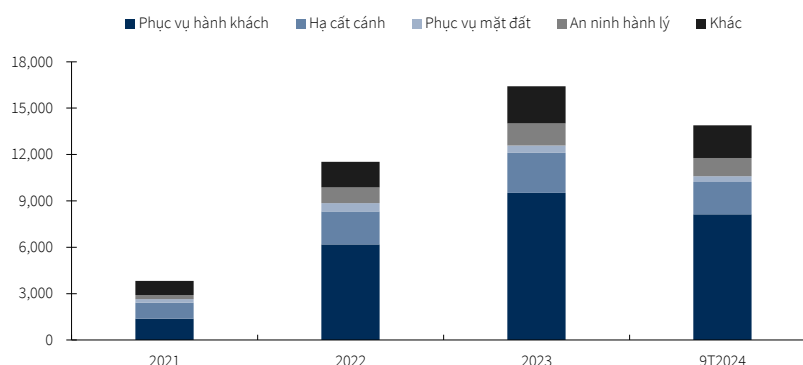
### 1. Dịch vụ hàng không

#### Dịch vụ hàng không của ACV bao gồm 5 nhóm dịch vụ

Dịch vụ hàng không tại cảng hàng không là những dịch vụ liên quan trực tiếp đến khai thác tàu bay, vận chuyển hàng không và hoạt động bay được thực hiện tại cảng hàng không. Dịch vụ hàng không tại ACV bao gồm 5 nhóm dịch vụ chính: (1) dịch vụ hành khách, (2) dịch vụ hạ cất cánh, (3) dịch vụ phục vụ mặt đất, (4) dịch vụ soi chiếu an ninh và (5) một số dịch vụ khác. Cụ thể:

- Dịch vụ phục vụ hành khách: bao gồm các hoạt động cung cấp nhà ga, phòng chờ, cầu dẫn khách lên xuống máy bay và các tiện ích khác cho hành khách.
- Dịch vụ cất hạ cánh: bao gồm cung cấp đường băng, hệ thống chiếu sáng.
- Dịch vụ phục vụ mặt đất: thực hiện thủ tục hành khách, bốc xếp/dỡ, vận chuyển hành lý/hàng hóa, điều phối chuyến bay, dịch vụ chuyên chở hành khách, tổ bay giữa tàu bay và nhà ga,...
- Dịch vụ an ninh hành lý, hành khách: dịch vụ soi chiếu hành khách, hành lý, hàng hóa.

Biểu đồ 6. Cơ cấu doanh thu dịch vụ hàng không



Nguồn: ACV, KBSV

#### Dịch vụ hành khách là hoạt động đem lại doanh thu lớn nhất cho dịch vụ hàng không

Ngoại trừ 2 năm 2020 – 2021 doanh thu từ dịch vụ hành khách giảm mạnh do những hạn chế về đi lại cũng như sự sụt giảm nhu cầu du lịch trong giai đoạn đại dịch Covid, dịch vụ hành khách luôn đóng góp trên 50% cho doanh thu dịch vụ hàng không. Ngoài dịch vụ hành khách, hạ cất cánh và dịch vụ mặt đất là các mảng đóng góp chính cho phần doanh thu còn lại. Cũng như dịch vụ hàng khách, tăng trưởng các nhóm còn lại trong dịch vụ hàng không đều phụ thuộc vào tăng trưởng của lưu lượng hành khách, hàng hóa qua cảng, cơ cấu vận tải quốc tế/nội địa cũng như tần suất máy bay cất hạ cánh. Cụ thể về phương thức thu phí của ACV như sau:

- Phí dịch vụ hành khách và soi chiếu an ninh được ACV thu gián tiếp thông qua hãng hàng không trên mỗi lượt hành khách/ tấn hàng hóa

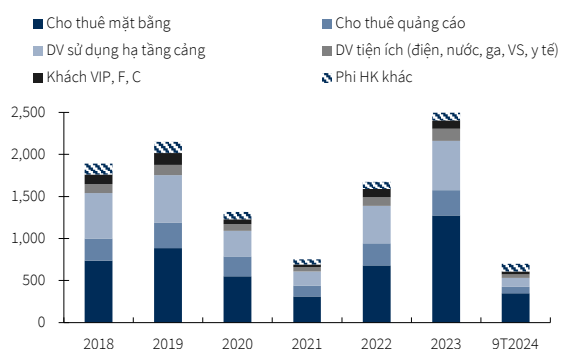
thông qua cảng.

- Phí dịch vụ hạ cất cánh và dịch vụ phục vụ mặt đất được ACV thu trực tiếp từ các hãng hàng không dựa trên trọng tải chuyến bay mỗi lần cất hạ cánh.

## 2. Dịch vụ phi hàng không & bán hàng

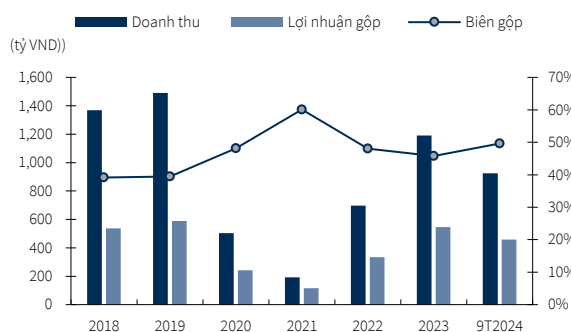
Ngoài hoạt động chính là cung cấp các dịch vụ hàng không, ACV còn cung cấp các dịch vụ phi hàng không và bán hàng dựa trên việc khai thác các lợi thế thương mại tại hệ thống các Cảng hàng không. Dịch vụ phi hàng không bao gồm dịch vụ cho thuê mặt bằng tại nhà ga hành khách, cho thuê mặt bằng tại nhà ga hàng hóa, thu phí bến bãi, quảng cáo, cho thuê văn phòng. Hoạt động bán hàng gồm hàng miễn thuế, bách hóa, lưu niệm, ăn uống, điện nước,... Doanh thu phi hàng không và bán hàng đóng góp từ 18 – 20% doanh thu ACV mỗi năm. Tăng trưởng của hai hoạt động này phụ thuộc chính vào: (1) lượng hành khách tại sân bay và (2) diện tích kinh doanh.

Biểu đồ 7. Cơ cấu doanh thu dịch vụ phi hàng không



Nguồn: ACV

Biểu đồ 8. Doanh thu và lợi nhuận hoạt động bán hàng



Nguồn: ACV

### Tình trạng quá tải đang diễn ra tại nhiều Cảng hàng không chủ chốt

Tình trạng quá tải tại các cảng hàng không lớn ở Việt Nam, đặc biệt là Tân Sơn Nhất và Nội Bài ngày càng trở nên nghiêm trọng trong những năm gần đây. Nguyên nhân chính do lưu lượng hành khách và hàng hóa gia tăng nhanh chóng trong khi các dự án nâng cấp cảng, xây dựng hệ thống giao thông kết nối hiệu quả triển khai chậm. Việc chậm trễ trong nâng cấp, mở rộng hạ tầng cảng hàng không có thể ảnh hưởng tới đà tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam trong ngắn và trung hạn.

Bảng 9. 1 số sân bay đang hoạt động ở mức công suất cao

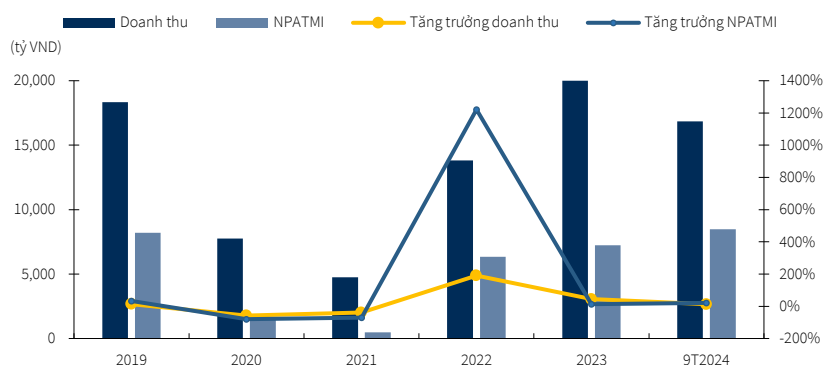
Sân bay	Tỉnh thành	Công suất thiết kế	Công suất sử dụng
Tân Sơn Nhất	TP.Hồ Chí Minh	28 triệu hành khách/năm	Quá tải, khai thác hơn 41 triệu hành khách/năm.
Nội Bài	Hà Nội	25 triệu hành khách/năm	Tiệm cận công suất.
Cam Ranh	Khánh Hòa	8 triệu hành khách/năm	Khai thác gần đạt công suất.
Phú Quốc	Kiên Giang	4 triệu hành khách/năm	Khai thác vượt công suất, đạt gần 5 triệu lượt/năm.
Pleiku	Gia Lai	1 triệu hành khách/năm	Khai thác ổn định, gần đạt công suất.

Nguồn: KBSV tổng hợp

## KẾT QUẢ KINH DOANH

**Biểu đồ 10. Doanh thu, lợi nhuận ACV**

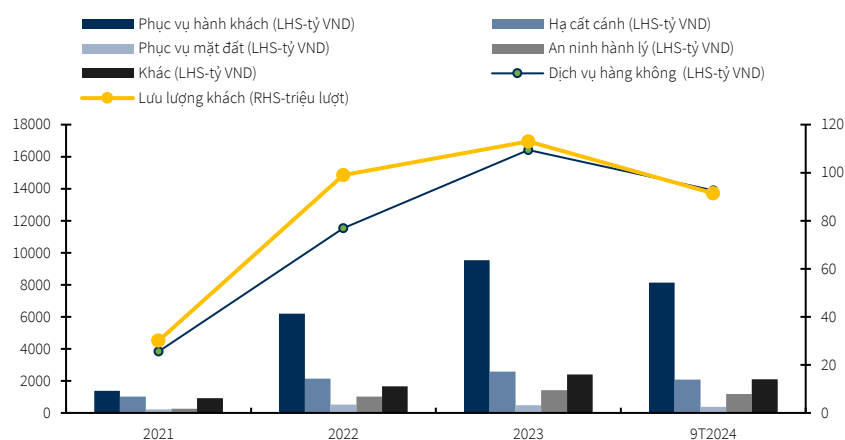
2022 ACV chứng kiến sự tăng trưởng ngoạn mục về cả doanh thu và lợi nhuận sau giai đoạn covid 2020-2021 nhờ lượng khách nội địa tăng gần gấp 3 và lượng khách quốc tế tăng gấp 24 lần so với 2021 tuy vẫn ở mức thấp hơn trước Covid. Năm 2023, doanh thu và lợi nhuận ACV tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng cao ở mức 45% và 14% so với 2022, vượt 10% và 3% so với mức ghi nhận năm 2019 (mức trước Covid) do lượng hành khách tiếp tục hồi phục đạt 113 triệu khách (+14% yoy)



Nguồn: ACV, KBSV

**Biểu đồ 11. Cơ cấu doanh thu dịch vụ ACV tương quan với lưu lượng khách qua cảng**

Sau 2 năm chịu ảnh hưởng bởi đại dịch Covid, năm 2022, doanh thu từ dịch vụ hành khách đã quay trở lại mức ghi nhận năm 2019 (trước đại dịch) và đạt tăng trưởng 30% so với mức trước đại dịch vào năm 2023. Tốc độ hồi phục mạnh của dịch vụ hành khách trong năm 2023 đến từ sự phục hồi mạnh mẽ của lưu lượng hành khách, đặc biệt là khách quốc tế (33 triệu lượt – tăng 175% yoy), nhóm khách đem lại lợi nhuận/hành khách cao hơn từ 4-5 lần so với khách nội địa.



Nguồn: ACV, KBSV

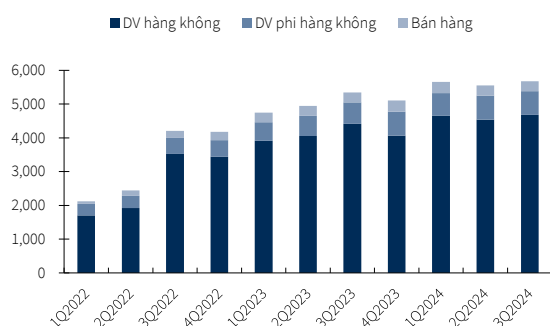


**Bảng 12. Cập nhật Kết quả kinh doanh**

(tỷ VNĐ)	Q3/2023	Q3/2024	+/-%YoY	9T2023	9T2024	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>5,328</b>	<b>5,655</b>	<b>6%</b>	<b>14,985</b>	<b>16,834</b>	<b>12%</b>	Hoàn thành 83% doanh thu kế hoạch năm (20,325 tỷ VNĐ)
Hàng không	4,418	4,685	6%	12,383	13,883	12%	9T2024, ACV ghi nhận lượng hành khách thông qua cảng đạt 83.3 triệu tấn (-5% yoy), số lượt hạ cất cánh đạt hơn 500 nghìn lượt (-8% yoy) do giảm tàu bay hoạt động từ các hãng hàng không trong nước, cụ thể: (1) đại tu hơn 30 tàu bay A321 của VNA và VJC, (2) Bamboo Airways giảm 20 tàu bay so với 2023 để tái cơ cấu hoạt động kinh doanh. Doanh thu vẫn duy trì đà tăng trong bối cảnh sản lượng sụt giảm do thị trường hàng không quốc tế phục hồi, lượng hành khách và số lượt hạ cất cánh quốc tế - nhóm đem lại doanh thu trên hành khách/chuyến bay cao hơn - có đà tăng mạnh, ghi nhận mức tăng 28% và 19% yoy.
Phi hàng không	637	700	10%	1,788	2,076	16%	
Bán hàng	291	288	-1%	864	925	7%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,331</b>	<b>3,642</b>	<b>9%</b>	<b>9,226</b>	<b>10,702</b>	<b>16%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>63%</i>	<i>64%</i>	<i>+1 ppt</i>	<i>62%</i>	<i>64%</i>	<i>+2 ppt</i>	Cải thiện nhờ tỷ trọng dịch vụ quốc tế tăng
Thu nhập tài chính	995	294	-70%	1,853	1,600	-14%	9T2024, lãi tiền gửi giảm gần 400 tỷ VNĐ so với cùng kỳ 2023
Chi phí tài chính	-20	-809	3936%	-366	-854	133%	Tăng mạnh do lỗ chênh lệch tỷ giá cuối kỳ tăng từ 302 tỷ 9T2023 lên gần 800 tỷ VNĐ vào cuối 9T2024 đến từ việc đồng Yên tăng giá
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	113	134	19%	243	258	6%	
SG&A	-1,009	-385	-62%	-2,285	-1,214	-47%	Giảm mạnh đến từ giảm gần 1.1 nghìn tỷ VNĐ trích lập dự phòng phải thu khó đòi do kết quả kinh doanh của các hãng hàng không cải thiện
<b>Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>3,410</b>	<b>2,877</b>	<b>-16%</b>	<b>8,671</b>	<b>10,492</b>	<b>21%</b>	
Thu nhập khác	4	1	-76%	8	14	78%	
Lợi nhuận trước thuế	3,414	2,878	-16%	8,679	10,506	21%	Hoàn thành 112% LNTT kế hoạch 2024 (9,378 tỷ VNĐ)
Lợi nhuận sau thuế	2,764	2,339	-15%	7,007	8,488	21%	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>2,415</b>	<b>1,978</b>	<b>-18%</b>	<b>7,001</b>	<b>8,479</b>	<b>21%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>45%</i>	<i>35%</i>	<i>-10 ppts</i>	<i>47%</i>	<i>50%</i>	<i>+3 ppts</i>	

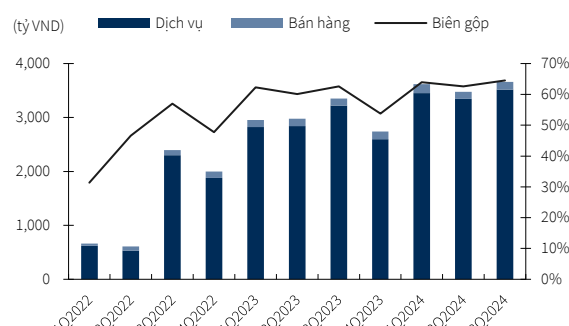
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 13. Cơ cấu doanh thu ACV (tỷ VNĐ)**



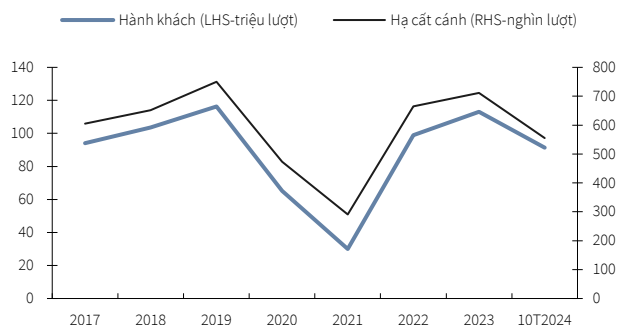
Nguồn: ACV, KBSV

**Biểu đồ 14. Cơ cấu lợi nhuận và biên gộp ACV**



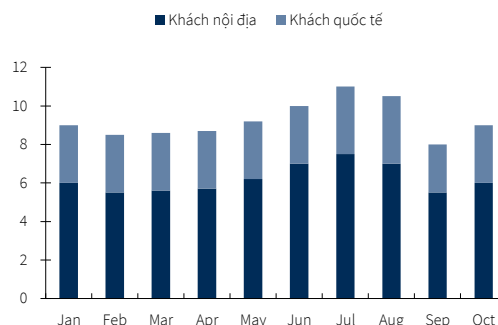
Nguồn: ACV, KBSV

**Biểu đồ 15. Lượng hành khách, hàng hóa và hạ cất cánh ACV**



Nguồn: ACV, KBSV

**Biểu đồ 16. Cơ cấu khách nội địa – quốc tế 2024**



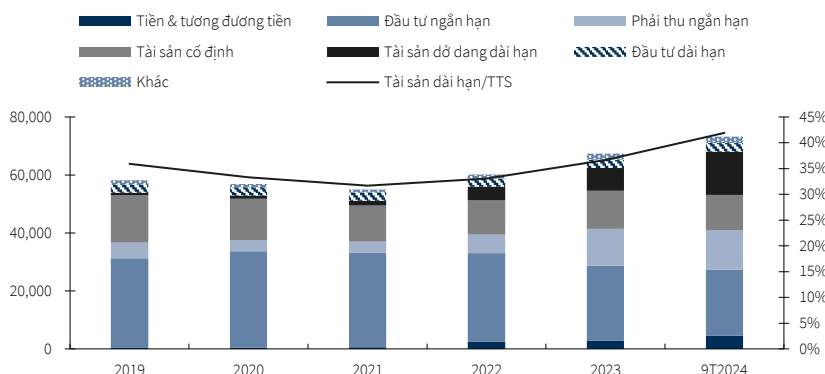
Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

ACV sở hữu dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định, cơ cấu tài chính lành mạnh với nguồn vốn vay chủ yếu là nguồn vốn ODA, lãi suất thấp.

**Biểu đồ 17. Cơ cấu tổng tài sản ACV**

Cơ cấu tài sản của ACV duy trì tương đối ổn định qua các năm. Ngoại trừ 2 năm chịu ảnh hưởng bởi Covid 2020 – 2021, doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng tích cực đã đảm bảo được cho ACV dòng tiền ổn định, cuối 3Q2024 ACV sở hữu lượng tiền và tương đương tiền 4,546 tỷ VND. Tài sản dở dang dài hạn đang có xu hướng tăng trong những năm gần đây do các dự án mở rộng, cuối 3Q2024 đạt 14,498 tỷ VND (tăng hơn 6,000 tỷ VND so với đầu năm) chủ yếu ở các dự án Cảng HKQT Long Thành và nhà ga hành khách T3 Tân Sơn Nhất.



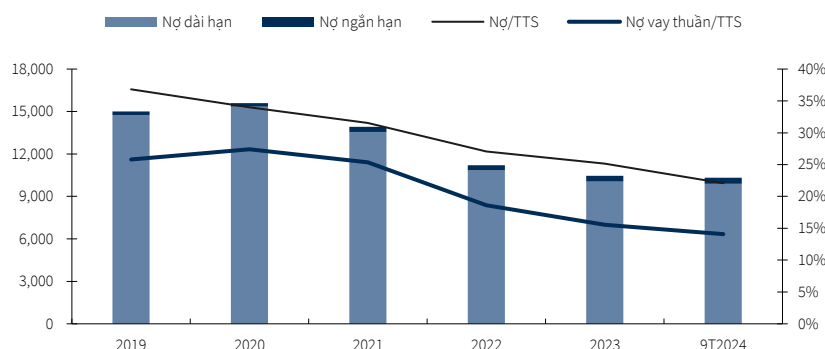
Nguồn: ACV, KBSV

**Biểu đồ 18. Tỷ lệ nợ thuần/Tổng tài sản (TTS)**

Tỷ lệ nợ/tổng tài sản của ACV đã giảm từ 37% năm 2019 xuống 22% vào cuối 3Q2024.

Nợ vay thuần của doanh nghiệp chủ yếu là nợ vay dài hạn. Cuối 3Q2024, nợ vay ngắn hạn và dài hạn của ACV lần lượt ghi nhận 9,896 tỷ VND và 418 tỷ VND.

Nguồn vốn vay của ACV là nguồn vốn ODA dài hạn, tổng vốn vay bằng đồng Yên Nhật cuối kỳ là gần 62.6 tỷ JPY, lãi suất dao động từ 0.2%/năm đến 1.6%/năm. Nguồn vốn vay dài hạn từ ODA khiến lợi nhuận của ACV chịu ảnh hưởng đáng kể từ biến động tỷ giá đồng Yên.



Nguồn: ACV, KBSV

## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

### 1. Tiềm năng tăng trưởng bền vững của ngành Hàng không Việt Nam

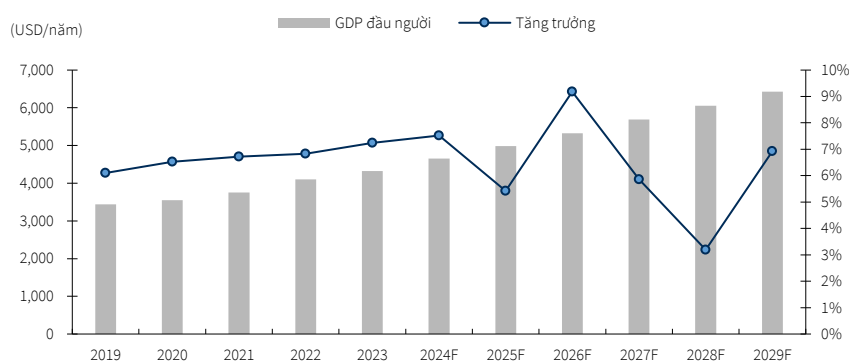
**Hành khách nội địa kì vọng duy trì tăng trưởng ổn định trong dài hạn dù dự kiến vẫn ở mức thấp đến 2025**

Lượng khách hàng không nội địa tăng trưởng âm trong 2 năm vừa qua do (1) nền cao trong 2022 khi lượng hành khách nội địa tăng gấp 3 lần so với 2021, cao hơn 17% so với mức trước dịch chủ yếu do tâm lý du lịch trả thù và (2) số lượng tàu bay hoạt động của các hãng bay nội địa giảm mạnh trong 2 năm qua (hơn 30 tàu bay A321 đưa vào đại tu, Bamboo Airways cắt giảm hơn 20/30 tàu bay để tái cơ cấu hoạt động kinh doanh) dẫn đến thiếu cung nghiêm trọng, giá vé máy bay nội địa tăng tác động đến nhu cầu đi lại và du lịch trong nước. Lượng hành khách nội địa dự kiến sẽ tăng trưởng chậm trong 2025 do nhu cầu đi lại trong nước giảm vì chịu ảnh hưởng bởi việc (1) nhiều đường bay trong nước dừng khai thác và (2) giá vé máy bay tăng chủ yếu là từ chi phí vận hành, cả 2 yếu tố trên đều do việc đại tu tàu bay luân phiên vẫn tiếp tục trong năm tới. Chúng tôi đánh giá tiềm năng tăng trưởng hành khách nội địa trong dài hạn là bền vững, duy trì tốc độ tăng trưởng trung bình ở mức 3-4%/năm từ 2026 do nhận ảnh hưởng tích cực từ các yếu tố: (1) thu nhập bình quân đầu người tăng ổn định và (2) dân số đông xếp thứ 3 Đông Nam Á và thứ 15 trên thế giới, tốc độ tăng những năm gần đây tuy đã chậm lại nhưng được dự báo vẫn duy trì mức tăng ổn định trong những năm tới.

**Biểu đồ 19. GDP bình quân đầu người Việt Nam**

GDP bình quân đầu người của Việt Nam năm 2023 đạt mức tăng trưởng 5.8%, mức tăng trưởng đứng thứ 2 trong khu vực Đông Nam Á chỉ sau Philippines.

Theo IMF, GDP bình quân đầu người của Việt Nam dự báo đạt khoảng 4.65 nghìn USD trong 2024 và tăng hơn 300 USD đạt 4.99 nghìn USD trong năm 2025, tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2024-2030 đạt 6.8%/năm.



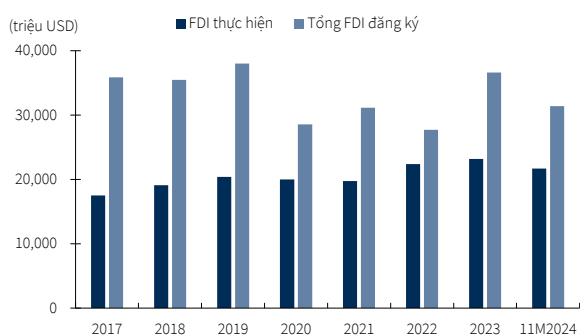
Nguồn: Bloomberg, IMF

**Nhóm hành khách quốc tế là động lực tăng trưởng chính của ACV**

Tiềm năng tăng trưởng của nhóm khách hàng không quốc tế chủ yếu đến từ sự phát triển của ngành du lịch quốc gia cũng như giao thương quốc tế. Trong 10 tháng đầu năm, lượng hành khách hàng không quốc tế qua cảng hàng không Việt Nam đạt 34 triệu lượt (+28.2% yoy). Chúng tôi dự kiến lượng hành khách hàng không quốc tế của ACV sẽ duy trì đà tăng trưởng trung bình 12-13%/năm từ nay đến 2030 do:

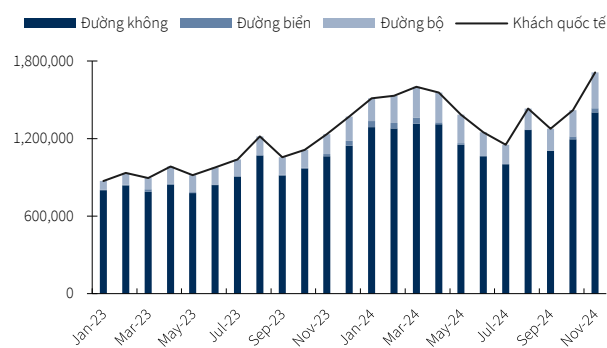
- Việc tham gia vào các khu vực kinh tế tự do cũng như thiết lập quan hệ thương mại, kí kết các văn bản hợp tác song phương với các quốc gia lớn giúp Việt Nam trở thành điểm đến hấp dẫn cho các nhà đầu tư, tăng nhu cầu đi lại giao thương với các quốc gia khác, thu hút nhiều lượt khách quốc tế, tác động tích cực đến nhu cầu đi lại bằng đường hàng không.
- Chính sách đơn giản hóa thủ tục cũng như cấp thị thực điện tử cho khách du lịch có thể nhập cảnh nhiều lần được áp dụng từ cuối 2023 đã tác động tích cực đến lượng khách từ châu Âu, Úc, Mỹ đến Việt Nam, kì vọng giúp duy trì lợi thế cạnh tranh cho du lịch Việt Nam, tiếp tục thu hút thêm lượt khách quốc tế mới.

**Biểu đồ 20. FDI đăng kí mới và thực hiện**



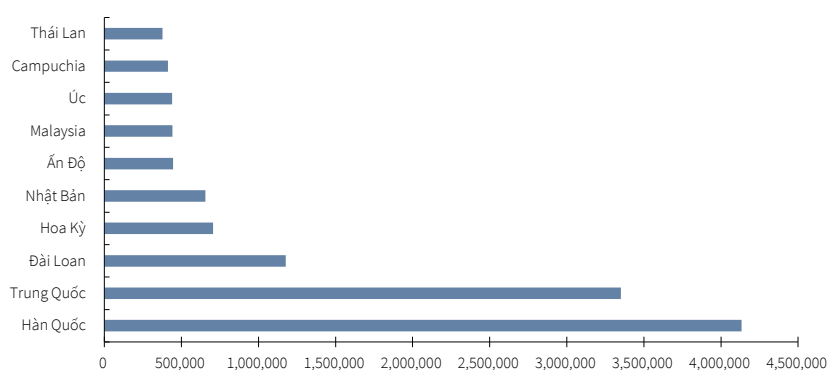
Nguồn: GSO

**Biểu đồ 21. Khách quốc tế đến Việt Nam (lượt)**



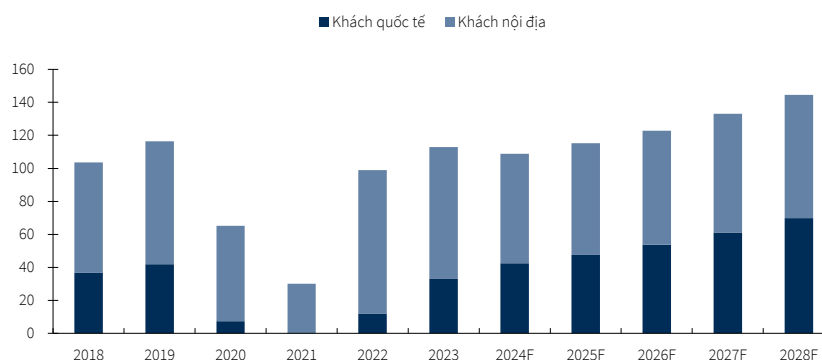
Nguồn: FiinPro

**Biểu đồ 22. 10 quốc gia có lượt khách đến Việt Nam cao nhất 2024 (lượt)**



Nguồn: GSO

Trước Covid, vào năm 2019, Trung Quốc là thị trường khách quốc tế lớn nhất của Việt Nam. Tuy nhiên hiện nay Hàn Quốc đã trở thành thị trường khách quốc tế lớn nhất của Việt Nam. Nga, Pháp, Anh cũng đã không còn nằm trong top 10 do tình hình kinh tế, chính trị bất ổn ở châu Âu sau khi xảy ra chiến sự Nga – Ukraine đã ảnh hưởng lớn đến việc đi du lịch của nhóm khách hàng khu vực này.

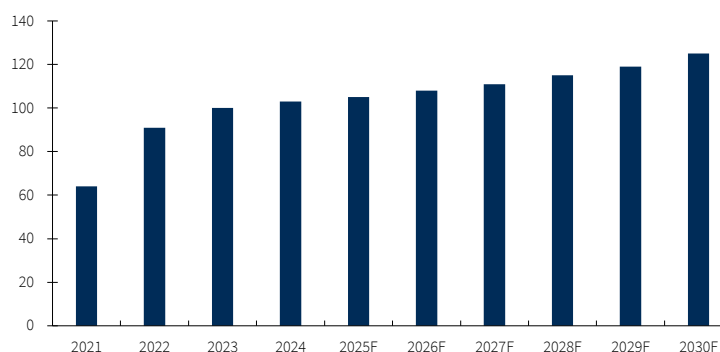
**Biểu đồ 23. Lưu lượng khách qua cảng hàng không Việt Nam 2019 – 2028 (triệu lượt)**

Nguồn: ACCV, KBSV

### Kế hoạch mở rộng đội tàu bay và các tuyến đường bay mới của các hãng hàng không nội địa

Theo dự báo của IATA, thị trường hàng không Việt Nam là một trong những thị trường có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất thế giới, kỳ vọng lượng hành khách và hàng hóa qua cảng hàng không duy trì tốc độ tăng trưởng trung bình 10.81% và 8.5%/năm giai đoạn từ nay đến 2029. Để đáp ứng được nhu cầu ngày càng cao, các hãng hàng không nội địa đang liên tục mở mới đường bay và có kế hoạch bổ sung thêm số lượng máy bay lớn, tăng đáng kể quy mô đội tàu bay so với hiện tại, tạo động lực phát triển cho sản lượng hành khách và hàng hóa, cũng như dự định tăng trưởng cho các hãng hàng không nội địa, thúc đẩy đà phục hồi cho ACV. Cụ thể:

- Trong 2024, 2 hãng hàng không thị phần hàng đầu Việt Nam là Vietnam Airlines và Vietjet Air đã tăng cường mở mới đường bay mới như Đà Nẵng - Ấn Độ, Tây An - HCM, HN - Kuala Lumpur, mở rộng mạng lưới châu Âu với các điểm đến mới như Munich, Copenhagen và Warsaw, tăng tần suất các chuyến bay thẳng sang Úc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Hong Kong. Tính đến hết 3Q2024, số tuyến đường bay của VJC đã tăng từ 125 lên 155 đường bay, chủ yếu là đường bay quốc tế.
- Trong 2024, HVN và VJC đều đã tăng 3 tàu bay mới so với cuối 2023. Về kế hoạch dài hạn, HVN dự kiến tăng quy mô tàu bay lên 109-129 chiếc vào 2030, trong khi đó VJC cũng đã ký kết hợp đồng với Airbus đặt mua 20 máy bay thân rộng thế hệ mới A330neo với tổng trị giá 7.4 tỷ USD. Ngoài ra, Bamboo Airways cũng mới thuê thêm 1 tàu bay mới, doanh nghiệp có kế hoạch tăng số tàu bay từ 9 lên 18 tàu bay vào cuối 2025.

**Biểu đồ 24. Kế hoạch phát triển đội tàu bay của Vietnam Airlines**

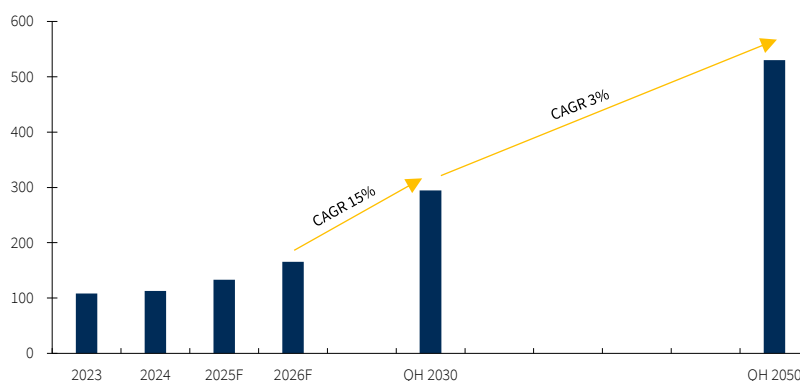
Nguồn: HVN, KBSV tổng hợp

## 2. Các dự án lớn mở rộng năng lực cung ứng đảm bảo dư địa tăng trưởng dài hạn

Trong bối cảnh nhiều sân bay chủ chốt đang quá tải và hoạt động vượt công suất thiết kế dẫn đến tăng chi phí hoạt động như hiện nay, việc nâng cấp, mở rộng và xây mới các cảng hàng không sẽ nâng cao năng lực khai thác, chất lượng dịch vụ và tối ưu hóa hiệu quả kinh doanh cho ACV trong dài hạn.

**Theo quy hoạch tổng thể của Chính phủ tới 2030, 7 sân bay mới được phê duyệt xây dựng, nâng tổng số lên 30 sân bay**

Theo quyết định số 648/QĐ-TTg về quy hoạch tổng thể phát triển cảng hàng không và hệ thống sân bay giai đoạn 2021 – 2030, tầm nhìn đến năm 2050, Chính phủ đã phê duyệt xây dựng 7 sân bay mới, nâng tổng số lên 14 sân bay quốc tế và 16 sân bay nội địa. Theo đó, kế hoạch sẽ nâng tổng số sân bay lên 30 sân bay vào 2030 và 33 sân bay vào 2033. Hiện tại ACV đang tập trung nguồn lực vào các công trình trọng điểm quốc gia bao gồm: Đầu tư xây dựng Dự án thành phần 3 – Dự án Cảng HKQT Long Thành GĐ 1, Nhà ga T3 – Cảng HKQT Tân Sơn Nhất và Mở rộng nhà ga T2 Cảng HKQT Nội Bài.

**Biểu đồ 25. Tổng công suất thiết kế các cảng hàng không trên cả nước**

Nguồn: KBSV tổng hợp

**Bảng 26. Các dự án chủ lực ACV triển khai trong giai đoạn từ nay đến 2030**

Dự án	TMDT (tỷ VND)	Công suất hiện tại (triệu khách)	Công suất MR (triệu khách)	Kế hoạch xây dựng	Tiến độ
Long Thành GD 1	109,000	0	25	2023-2026	Xây dựng từ cuối tháng 10/2023, mới được phê duyệt chủ trương xây dựng đường băng số 2. đang tăng tốc hoàn thành dự án thành phần 1,2,3, kế hoạch đẩy nhanh tiến độ hoàn thành trước 31/12/2025, tuy nhiên đang gặp vướng mắc trong việc đẩy nhanh tiến độ dự án thành phần 3 do thiết bị chủ yếu nhập từ nước ngoài
Long Thành GD 2	76,600	25	25	2027-2030	Chưa triển khai
Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất	10,990	30	20	2023-2025	Khởi công vào tháng 12/2022, hiện đã hoàn thành khoảng 80% khối lượng công việc, dự kiến có thể đưa vào khai thác từ tháng 5/2025
MR nhà ga T2 Nội Bài	4,983	25	5	2023-2025	Khởi công vào tháng 5/2024
Nhà ga T2 Cát Bi - Hải Phòng	3,147	2	5	2024-2026	11/2024 khởi công dự án nhà ga hàng hóa
Nhà ga T2 - Đồng Hới	1,750	0.5	2.5	2024-2026	Đã chấp thuận chủ trương đầu tư

Nguồn: ACV, KBSV tổng hợp

**Dự án Nhà ga hành khách T3 – Cảng HKQT Tân Sơn Nhất và Cảng HKQT Long Thành là động lực tăng trưởng trong dài hạn của ACV**

Dự án Nhà ga hành khách T3 – Cảng HKQT Tân Sơn Nhất cùng với dự án Cảng HKQT Long Thành hiện là 2 dự án lớn nhất của ACV, khi hoàn thành sẽ tạo thành cụm cảng lớn ở phía Nam, củng cố hạ tầng giao thông vững chắc, đẩy mạnh sự phát triển của ngành hàng không nói riêng và kinh tế khu vực nói chung.

- Dự án đầu tư xây dựng Cảng HKQT Long Thành với công suất 100 triệu hành khách và 5 triệu tấn hàng hóa/năm, là một trong 16 sân bay được mong đợi nhất thế giới. Dự án sân bay Long Thành giai đoạn 1 có quy mô đầu tư 1 đường cất hạ cánh và 1 nhà ga hành khách cùng các hạng mục phụ trợ đồng bộ, khi hoàn thành có công suất phục vụ 25 triệu lượt hành khách/năm và 1.2 triệu tấn hàng hóa/năm. Quốc hội mới đây đã thông qua chủ trương đầu tư bổ sung đường băng số 2 cho Long Thành GD1. Hiện Cảng HKQT Long Thành đang có kế hoạch đẩy nhanh tiến độ đưa vào khai thác từ đầu 2026 thay vì cuối 2026 như trước đây.
- Nhà ga hành khách T3 Tân Sơn Nhất sau khi hoàn thành (dự kiến vào giữa 2025) sẽ là nhà ga hành khách có công suất 20 triệu hành khách/năm.

**Ảnh 27. Tiến độ Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất 11/2024**



Nguồn: ACV

**Ảnh 28. Tiến độ sân bay Long Thành tháng 12/2024**



Nguồn: ACV

**Vị thế độc quyền giúp cho ACV hưởng lợi hoàn toàn từ tiềm năng tăng trưởng bền vững của ngành Hàng không Việt Nam**

Là doanh nghiệp cung cấp hạ tầng cơ sở thiết bị cho tất cả các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực hàng không, ACV hưởng lợi trực tiếp từ các yếu tố tích cực tác động đến ngành đã phân tích ở trên, bao gồm nhu cầu vận tải hàng không tăng trưởng ổn định cũng như sự mở rộng nguồn cung đến từ cả các

hãng hàng không và ACV. Cụ thể, tiềm năng tăng trưởng của (1) lượng hành khách và hàng hóa qua cảng, đặc biệt là nhóm quốc tế và (2) diện tích mặt bằng kinh doanh sẽ đảm bảo đà tăng trưởng cho cả nhóm dịch vụ hàng không và phi hàng không của ACV. Bên cạnh đó, việc ACV đang chuyển đổi hoạt động bán hàng và cho thuê mặt bằng đơn thuần sang hợp tác kinh doanh sẽ tăng hiệu quả hoạt động và nới rộng thêm biên lợi nhuận cho các hoạt động này.

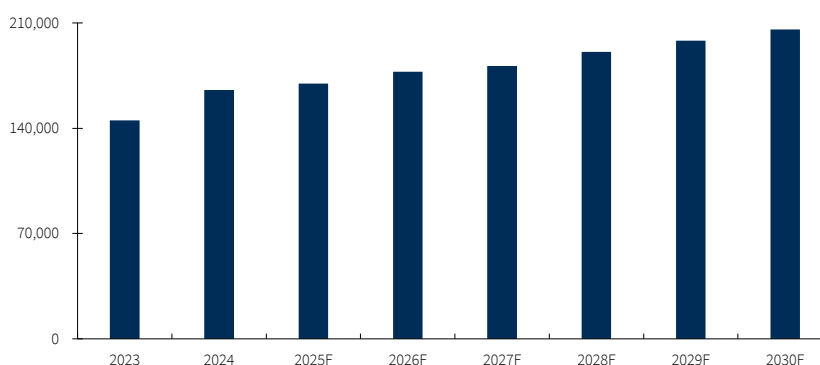
### 3. Mức giá dịch vụ trung bình trên hành khách tăng trưởng ổn định

**Nhóm khách quốc tế tạo động lực tăng trưởng cho giá dịch vụ trung bình trên mỗi hành khách**

Giá dịch vụ hàng không của ACV được quy định trong khung giá dịch vụ vận tải hàng không do Bộ Giao thông vận tải ban hành và thường không có biến động lớn. Trước 2020, giá dịch vụ hàng không tương đối ổn định. Giai đoạn Covid, chi phí vận hành tăng do chịu ảnh hưởng của dịch. Từ 2022 đến nay, giá dịch vụ hàng không đã tăng nhẹ ở mức 2 – 10% với một số loại dịch vụ, mức tăng cao hơn được áp dụng với các sân bay lớn và sân bay quốc tế. Chúng tôi dự kiến, mức giá dịch vụ hàng không trong thời gian tới sẽ được tăng giá định kỳ sau mỗi 2-3 năm, mức tăng trung bình 2-3%, chủ yếu phản ánh chi phí vận hành và đầu tư cơ sở hạ tầng hàng không tăng cao giai đoạn từ nay đến 2035.

Trong ngắn và trung hạn, việc sản lượng khách quốc tế tiếp tục tăng nhanh hơn sản lượng khách nội địa sẽ thay đổi đáng kể cơ cấu khách của ACV, tỷ trọng nhóm khách quốc tế - nhóm đem lại doanh thu/lượt cao hơn từ 2-8 lần và lợi nhuận/lượt khách cao hơn từ 3-5 lần – tăng sẽ kéo mức giá dịch vụ trung bình/hành khách tăng đáng kể, đồng thời tác động tích cực lên biên gộp của ACV.

**Biểu đồ 29. Giá dịch vụ hàng không trung bình/khách 2023 – 2030F (VND)**



Nguồn: KBSV dự phóng

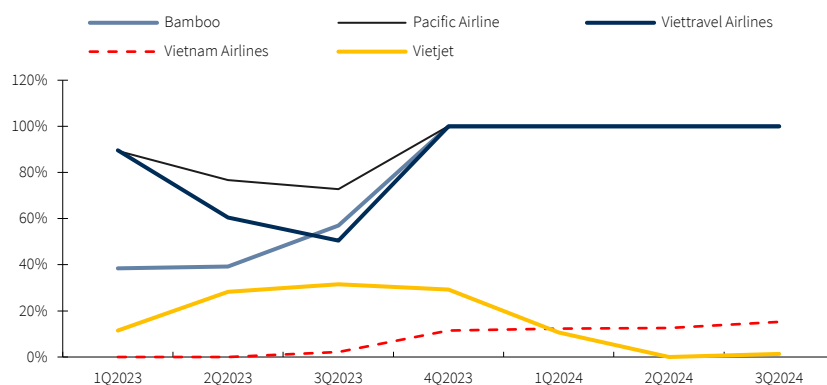
**Trích lập dự phòng dự kiến sẽ chuyển biến tích cực do các hãng hàng không trong nước phục hồi**

Đến cuối quý 3/2024, tổng các khoản phải thu khó đòi của ACV đạt 8,844 tỷ VND, trong đó Bamboo Airways chiếm 2,340 tỷ VND, Vietnam Airlines chiếm 2,989 tỷ VND, Vietjet Air ở mức 2,242 tỷ VND. Trong đó, ACV đã trích lập dự phòng 3,948 tỷ VND, chủ yếu trích lập cho Bamboo và Pacific Airlines. Tỷ lệ trích lập với Pacific Airlines, Bamboo và Viettravel vẫn đang duy trì ở mức 100% từ đầu năm đến nay. Chúng tôi kì vọng các khoản trích lập dự phòng của ACV



với HVN và VJC sẽ chuyển biến tích cực hơn khi KQKD của các hãng hàng không đang trên đà phục hồi, lợi nhuận của Vietjet 3Q2024 ghi nhận gấp 4 lần cùng kỳ năm trước, Vietnam Airlines đã lãi trở lại sau 4 năm lỗ liên tiếp.

**Biểu đồ 30. Tỷ lệ trích lập/tổng nợ xấu theo hãng hàng không**



Nguồn: ACV

## RỦI RO

<b>Rủi ro tỷ giá</b>	ACV đối mặt với rủi ro biến động tỷ giá, đặc biệt từ đồng Yên Nhật do công ty có khoản nợ dài hạn lớn từ vốn ODA, ước tính 63.5 tỷ Yên. Rủi ro đồng Yên tăng giá sẽ tạo thêm áp lực tài chính cho doanh nghiệp.
<b>Tăng trưởng kinh tế suy giảm</b>	Rủi ro kinh tế toàn cầu ảm đạm do chịu ảnh hưởng của bối cảnh tốc độ tăng trưởng chậm lại tại hầu hết các quốc gia, bất ổn chính trị ngày càng gia tăng, xung đột Nga – Ukraine kéo dài dẫn đến giao thương quốc tế giảm sút, nhu cầu đi lại không thiết yếu giảm, tác động tiêu cực đến KQKD của ACV.
<b>Tiến độ pháp lý các dự án mở rộng chậm hơn dự kiến</b>	Rủi ro các dự án nâng cấp, mở rộng và xây mới sân bay do vướng mắc pháp lý liên quan đến xin giấy phép, đền bù giải tỏa có thể kéo dài thời gian đưa vào sử dụng của các dự án mới, tình trạng thiếu công suất tại nhiều sân bay không được giải quyết kịp thời có thể kéo chậm lại tốc độ tăng trưởng của ACV trong trung hạn.

## DỰ PHÓNG KQKD & ĐỊNH GIÁ

**Bảng 31. Dự phóng Kết quả kinh doanh**

(tỷ VND)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>19,998</b>	<b>21,802</b>	<b>9%</b>	<b>23,689</b>	<b>9%</b>	Hoàn thành 107% doanh thu kế hoạch năm (20,325 tỷ VND). Ước tính doanh thu 2024 của ACV đạt 21,639 tỷ VND
Hàng không	16,416	18,011	10%	19,541	8%	Lượng hành khách quốc tế 2024/2025 lần lượt đạt mức tăng trưởng 29% và 12% yoy, ghi nhận 42.4/47.5 triệu khách Lượng khách nội địa bắt đầu tăng trở lại từ 2025 khi các tàu bay đại tu bắt đầu quay về hoạt động, biến động so với cùng kỳ năm trước trong 2024/2025 ghi nhận -17%/+2%, tương đương 66.4/68 triệu khách.
Phi hàng không	2,497	2,653	6%	2,846	7%	
Bán hàng	1,190	1,261	6%	1,392	10%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>11,861</b>	<b>13,281</b>	<b>12%</b>	<b>14,235</b>	<b>7%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>59%</i>	<i>61%</i>	<i>+2 ppts</i>	<i>60%</i>	<i>-1 ppt</i>	Biên gộp 2024 tăng nhẹ dù tổng sản lượng giảm do tỷ trọng khách quốc tế tăng. Biên gộp 2025 giảm nhẹ dù tỷ trọng hàng quốc tế tiếp tục tăng do bắt đầu ghi nhận khấu hao Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất
Thu nhập tài chính	2,215	2,122	-4%	2,361	11%	
Chi phí tài chính	-105	-1805	1626%	-388	-79%	Tỷ giá JPY/VND tăng 2.2%
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	260	155	-40%	157	1%	
SG&A	-3765	-3706	-2%	-3716	0%	
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>10,467</b>	<b>10,045</b>	<b>-4%</b>	<b>12,648</b>	<b>26%</b>	
Thu nhập khác	26	44	71%	47	9%	
Lợi nhuận trước thuế	10,492	10,089	-4%	12,695	26%	Hoàn thành 107% LNTT kế hoạch 2024 (9,378 tỷ VND). Ước tính LNTT của ACV 2024 9,980 tỷ VND
Lợi nhuận sau thuế	8,470	8,071	-5%	10,156	26%	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>7,222</b>	<b>6,883</b>	<b>-5%</b>	<b>8,660</b>	<b>26%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>36%</i>	<i>32%</i>	<i>-4 ppts</i>	<i>37%</i>	<i>+5 ppts</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

### Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ**, giá mục tiêu **130,700 VND/cổ phiếu**

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền cho ACV (thời gian 15 năm do CAPEX lớn đầu tư cho các dự án của ACV, đặc biệt là Cảng HK Quốc tế Long Thành), chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** cho cổ phiếu ACV với mức giá mục tiêu 130,700 VND/cổ phiếu, tương đương với mức tăng giá tiềm năng 5.5% so với mức giá đóng cửa 123,900 VND/cổ phiếu ngày 20/12/2024 dựa trên các giả định:

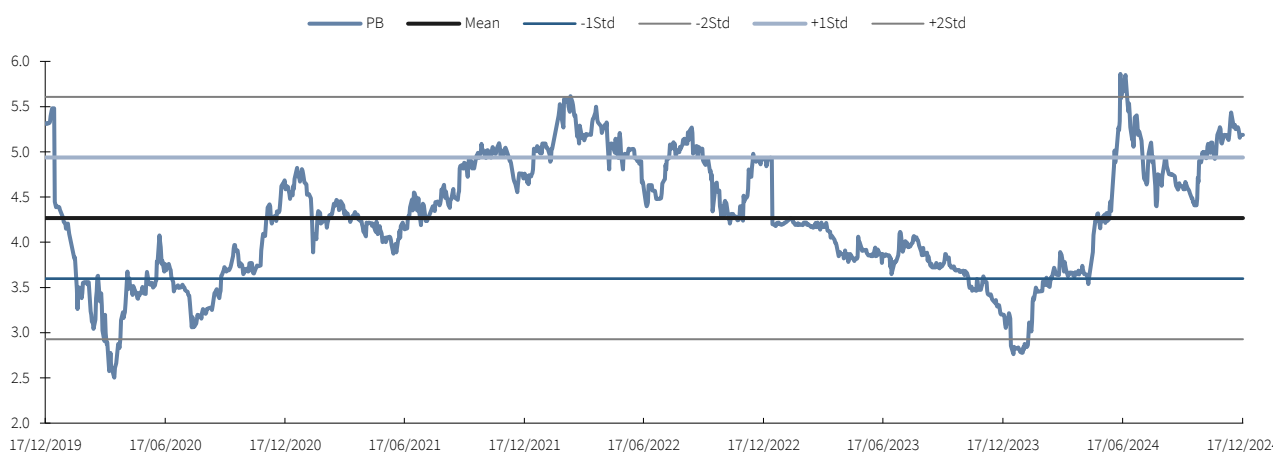
- Lượng khách quốc tế duy trì đà tăng từ 12-14%/năm. Lưu lượng khách nội địa sau khi các tàu bay hoàn thành sửa chữa vào 2025 sẽ bắt đầu tăng trở lại ở mức 2-4%/năm.
- Dự án nhà ga T3 – Tân Sơn Nhất sẽ đi vào hoạt động từ giữa 2025, dự án MR nhà ga T2 Nội Bài hoàn thành vào 2026, dự án Long Thành giai đoạn 1 và giai đoạn 2 bắt đầu đưa vào khai thác từ đầu 2027 và đầu 2030.
- Giá dịch vụ hàng không sẽ điều chỉnh tăng sau mỗi 2-3 năm, mỗi lần tăng trung bình 2-3%.

**Bảng 32. Định giá ACV**

(tỷ VND)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	2038F
EBIT	10,089	12,695	12,759	12,896	12,766	14,439	15,049	16,737	20,013	25,458	30,702	36,091	43,892	50,964	47,145
Khấu hao	1,856	2,048	2,258	3,574	5,862	7,547	7,745	7,895	9,649	11,426	6,005	6,832	7,782	8,875	10,133
Đầu tư TS cố định	-12,837	-13,812	-14,047	-10,746	-72,146	-12,602	-12,993	-13,441	-4,380	-4,969	-5,645	-6,422	-7,315	-8,343	-9,525
Tăng vốn lưu động	1,580	128	-457	386	-1,289	-757	-217	-1,117	-1,605	-2,282	-1,599	-2,337	-3,484	-2,694	-3,516
PV của FCFE	-822	-773	-1,176	3,220	-40,155	4,199	4,372	4,144	10,398	11,919	10,538	11,189	12,252	13,501	11,193
Giá trị dài hạn															213,635
Giá trị DN															267,634
Tiền															27,242
Nợ															10,315
<b>Giá trị VCSH</b>															<b>284,560</b>
Cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)															2,177
<b>Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)</b>															<b>130,700</b>

Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 33. P/B lịch sử**



Nguồn: Bloomberg

**Báo cáo Kết quả HDKD**

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	13,805	19,998	21,802	23,689
Giá vốn hàng bán	7,288	8,137	8,521	9,455
Lãi gộp	6,517	11,861	13,281	14,235
Thu nhập tài chính	4,130	2,215	2,122	2,361
Chi phí tài chính	93	105	1,805	388
Trong đó: Chi phí lãi vay	72	67	1,805	388
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	179	260	155	157
Chi phí bán hàng	220	338	436	400
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,651	3,427	3,270	3,316
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	8,861	10,467	10,045	12,648
Thu nhập khác	119	29	0	0
Chi phí khác	7	3	0	0
Thu nhập khác, ròng	112	26	44	47
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	8,973	10,492	10,089	12,695
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	1,736	2,022	2,018	2,539
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	7,237	8,470	8,071	10,156
Lợi ích của cổ đông thiểu số	900	1,247	1,189	1,496
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	6,338	7,222	6,883	8,660

**Chỉ số hoạt động**

	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	47.2%	59.3%	60.9%	60.1%
Tỷ suất EBITDA	80.4%	64.1%	71.0%	80.0%
Tỷ suất EBIT	65.5%	52.8%	54.6%	55.2%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	65.0%	52.5%	46.3%	53.6%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	64.2%	52.3%	46.1%	53.4%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	45.9%	36.1%	31.6%	36.6%

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Lãi trước thuế	8,973	10,492	10,089	12,695
Khấu hao TSCĐ	2,337	2,364	1,856	2,048
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	1,901	2,022	0	0
Chi phí lãi vay	72	67	0	0
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	7,813	12,987	11,945	14,743
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-3,905	-3,426	1,921	-931
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-186	-20	-41	-56
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	117	159	-396	615
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	54	55	-123	44
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuê và khác	-273	-717	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	3,344	6,969	11,508	12,332
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-5,063	-12,894	-12,837	-13,812
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	1	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,071	-2,053	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	4,290	6,655	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,792	2,018	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-1,051	-6,273	-12,837	-13,812
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	0	0	396	982
Tiền trả các khoản đi vay	-362	-366	-410	-502
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	0	-2	0	0
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-362	-368	-14	480
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1,931	328	-1,344	-1,000
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	573	2,497	2,844	1,500
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,497	2,844	1,500	500

**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>60,193</b>	<b>67,348</b>	<b>73,042</b>	<b>84,850</b>
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>40,308</b>	<b>42,680</b>	<b>39,311</b>	<b>39,354</b>
Tiền và tương đương tiền	2,497	2,844	1,500	500
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	30,498	25,896	25,896	25,896
Các khoản phải thu	6,478	12,672	10,752	11,682
Hàng tồn kho, ròng	452	468	510	565
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>19,884</b>	<b>24,668</b>	<b>33,731</b>	<b>45,496</b>
Phải thu dài hạn	266	266	266	266
Tài sản cố định	11,746	13,140	13,032	18,376
Tài sản dở dang dài hạn	4,761	7,888	17,060	23,480
Đầu tư dài hạn	2,796	2,849	2,849	2,849
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>16,286</b>	<b>16,934</b>	<b>16,466</b>	<b>18,118</b>
Nợ ngắn hạn	5,374	6,722	6,369	7,535
Phải trả người bán	917	1,188	792	1,407
Người mua trả tiền trước	2	4	0	0
Vay ngắn hạn	366	410	502	497
Nợ dài hạn	10,912	10,212	10,098	10,583
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Vay dài hạn	10,834	10,046	9,940	10,426
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>43,907</b>	<b>50,414</b>	<b>56,575</b>	<b>66,732</b>
Vốn góp	21,772	21,772	21,772	21,772
Thặng dư vốn cổ phần	15	15	15	15
Lãi chưa phân phối	16,041	22,542	30,614	40,770
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

**Chỉ số chính**

(x, %, VND)				
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	24.1	18.7	19.7	15.6
P/E pha loãng	24.1	18.7	19.7	15.6
P/B	3.1	2.7	2.4	2.0
P/S	9.8	6.8	6.2	5.7
P/Tangible Book	3.1	2.7	2.4	2.0
P/Cash Flow	40.5	19.4	11.8	11.0
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	16.2	14.4	18.4	15.0
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	19.9	17.4	23.9	21.8
<b>Hiệu quả quản lý</b>				
ROE%	0	0	0	0
ROA%	0	0	0	0
ROIC%	0	0	0	0
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	6.1	4.3	4.3	3.5
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.8	1.1	1.0	1.0
Tỷ suất thanh toán hiện thời	7.3	6.2	6.0	5.1
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.2	0.2	0.2	0.2
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.1	0.1	0.1
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.1
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.4	0.3	0.3	0.3
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.2	0.2
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	2.1	1.6	2.0	2.0
Hệ số quay vòng HTK	16.1	17.4	16.7	16.7
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	9.8	7.7	8.6	8.6

## KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

### Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

### Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

### Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

### Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

### Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

### Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656  
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276  
Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)  
Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu****(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)**

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành****(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)**

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.