

## TCT CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM (UPCOM: ACV)

Nhiều dư địa tăng trưởng nhưng bị che mờ bởi rủi ro nợ xấu

Chỉ tiêu (tỷ đồng)*	Q2-FY24	Q1-FY24	+/- qoq	Q2-FY23	+/- yoy
Doanh thu thuần	4.868	4.967	-2%	4.307	13%
Lợi nhuận sau thuế	2.898	2.594	12%	2.295	26%
EBIT	2.719	2.697	1%	1.875	45%
Tỷ suất EBIT	55,8%	54,3%	1,5pps	43,5%	12,3 pps

Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt, \*loại trừ doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động cất/hạ cánh

### Q2-FY24: Sản lượng hành khách quốc tế tăng trưởng mạnh, tỷ giá hỗ trợ và hoàn nhập dự phòng là điểm sáng

- Doanh thu thuần tăng trưởng +13% YoY, đạt 4,9 nghìn tỷ đồng và LNST tăng trưởng 26% YoY, ghi nhận 2.898 tỷ đồng sau khi loại trừ khu bay.
- Tổng sản lượng hành khách đạt 27 triệu lượt (-7% YoY), trong đó sản lượng hành khách quốc tế tăng +31% YoY đạt 9,8 triệu lượt, còn nội địa giảm -21% YoY xuống 17,2 triệu lượt. Sản lượng quốc tế tăng trưởng tốt do Việt Nam đang thu hút được du khách Hàn Quốc và Trung Quốc nhờ chi phí du lịch thấp. Mặt khác, nguồn cung chuyến bay nội địa giảm khi các hãng hàng không đại tu số lượng tàu bay A321 và Bamboo, Pacific Airline giảm tần suất/đường bay để tái cơ cấu là nguyên nhân chính dẫn đến giảm sản lượng khách quốc nội.
- ACV ghi nhận lãi tỷ giá 435 tỷ đồng khi tỷ giá hạch toán JPY/VND mất giá khoảng 4%.
- ACV hoàn nhập dự phòng lần lượt là 211 tỷ đồng và 21 tỷ đồng nợ xấu đối với hãng hàng không Vietjet và Pacific, trong khi trích lập 120 tỷ đồng đối với HVN khi nợ quá hạn của hãng này tiếp tục tăng mạnh 900 tỷ đồng.

### Triển vọng 2024F: Thị trường quốc tế hồi phục hoàn toàn so với trước COVID

- Chúng tôi dự phóng tổng lưu lượng hành khách đạt 114 triệu lượt khách (+6% YoY). Trong đó, lượng khách quốc tế đạt 42,3 triệu lượt (+30% YoY) bởi lượng du khách Hàn Quốc, Trung Quốc đến Việt Nam trong các kỳ nghỉ dài ngày và lượng khách nội địa sẽ hồi phục trở lại khi các hãng hàng không trong nước tăng tần suất bay sau khi bảo dưỡng đội tàu bay, dự phóng lưu lượng đạt 71,7 triệu lượt (-11% YoY).
- Chúng tôi giả định tỷ giá JPY/VND sẽ tăng giá khoảng 7% trong năm 2024, qua đó ghi nhận lỗ ròng tỷ giá là 711 tỷ đồng. Chi phí trích lập dự phòng nợ xấu là 482 tỷ đồng.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của ACV đạt 22,8 nghìn tỷ đồng (+14% YoY) dẫn dắt bởi sản lượng khách quốc tế tăng trưởng mạnh mẽ nói trên. LNST/EPS cốt lõi (loại trừ lợi nhuận từ khu bay) đạt 8.872 tỷ đồng (+27% YoY) và 4.075 đồng.

### Định giá và khuyến nghị

Trong dài hạn, tiềm năng tăng trưởng của ACV sẽ được dẫn dắt bằng kỳ vọng gia tăng lưu lượng khách quốc tế khi các dự án trong kế hoạch đầu tư hoàn tất. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, KQKD của ACV có thể sẽ chịu áp lực khi nợ xấu của khách hàng tiếp tục tăng trong nửa đầu năm và đồng JPY tăng giá dẫn đến rủi ro chi phí dự phòng và chi phí tài chính cao trong nửa cuối năm.

Sử dụng phương pháp FCF cho giai đoạn 15 năm, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho ACV là **113.400 VNĐ/cổ phiếu**, tương ứng với **tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 0%** dựa trên giá đóng cửa ngày 11/10/2024. Chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** dành cho ACV.

## TÍCH LŨY

+0%

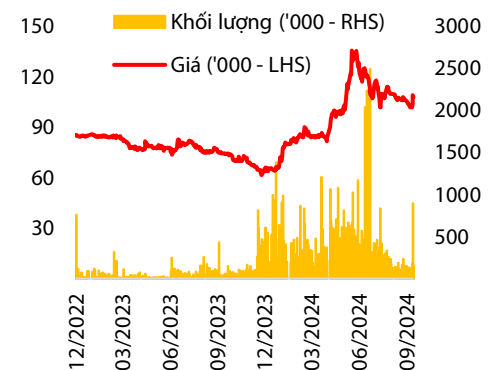
Giá thị trường (VND)	113.400
Giá mục tiêu (VND)	113.400

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng không
Vốn hóa (tỷ đồng)	235.111
SLCPDLH (triệu CP)	2.177
KLGD bình quân 20 phiên	162,39
Free Float (%)	4,6
Giá cao nhất 52 tuần	135.600
Giá thấp nhất 52 tuần	61.500
Beta	0,66

	FY2023	Hiện tại
EPS	3.523	4.808
Tăng trưởng EPS (%)	8	33
P/E	29,0	22,7
P/B	4,4	4,3
EV/EBITDA	22,0	20,0
ROE (%)	18,0	20,2

### Diễn biến giá



### Cổ đông lớn (%)

Ủy ban quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp	95,41
Khác	4,59
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	45,39

### Cao Ngọc Quân

(084) 028- 6299 2006 – Ext 2223

[quan.cn@vdsc.com.vn](mailto:quan.cn@vdsc.com.vn)

**Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q2/2024 (\*)**

(Tỷ đồng)	Q2-FY24	Q1-FY24	+/- (qoq)	Q2-FY24	+/- (yoy)
Doanh thu	4.868	4.967	-2,0%	4.307	13,0%
Lợi nhuận gộp	3.052	3.196	-4,5%	2.568	18,9%
Chi phí bán hàng và quản lý	332	498	-33,3%	693	-52,1%
Thu nhập HĐKD	2.720	2.699	0,8%	1.875	45,1%
EBITDA	3.275	3.268	0,2%	2.466	32,8%
EBIT	2.720	2.699	0,8%	1.875	45,1%
Chi phí tài chính	27	19	41,4%	-446	-106,0%
- Chi phí lãi vay	15	15	-2,4%	17	-12,9%
Khấu hao	572	586	-2,4%	608	-5,9%
Khoản mục không thường xuyên					
Khoản mục bất thường					
Lợi nhuận trước thuế	3.590	3.224	11,4%	2.845	26,2%
Lợi nhuận sau thuế	2.898	2.594	11,7%	2.295	26,3%
LNST điều chỉnh các khoản mục	2.898	2.594	11,7%	2.295	26,3%

Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt, (\*) Loại trừ doanh thu và lợi nhuận từ khu bay

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2/2024**

Chỉ tiêu	Q2-FY24	Q1-FY24	+/- (qoq)	Q2-FY24	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi*</b>					
TS lợi nhuận gộp	62,7%	64,4%	-1,7 pps	59,6%	3,1 pps
EBITDA/Doanh thu	67,3%	65,8%	1,5 pps	57,3%	10,0 pps
EBIT/Doanh thu	55,9%	54,3%	1,5 pps	43,5%	12,3 pps
TS lợi nhuận ròng	59,5%	52,2%	7,3 pps	53,3%	6,2 pps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	59,5%	52,2%	7,3 pps	53,3%	6,2 pps
<b>Hiệu quả hoạt động** (x)</b>					
- Vòng quay hàng tồn kho	19,3	18,1	1,2	17,6	1,7
- Vòng quay khoản phải thu	1,6	1,7	-0,1	2,5	-0,9
- Vòng quay khoản phải trả	2,3	1,8	0,6	2,1	0,2
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	9,2%	7,6%	1,6 pps	11,9%	-2,7 pps

Nguồn: CTCK Rồng Việt | (\*) Loại trừ doanh thu và lợi nhuận từ khu bay, (\*\*) thường niên hóa

**Bảng 3: Dự phóng KQKD Q3/2024**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)*	Q3-FY24	+/- qoq	+/- yoy	Luận điểm Q3/2024:
Doanh thu	5.266	8%	13%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sản lượng hành khách quốc tế/nội địa ước tính đạt 10,8 triệu lượt (+23% YoY, +10% QoQ)/ 19,1 triệu lượt (-13% YoY, +11% QoQ) nhờ (1) Đón nhận nhiều du khách từ Hàn Quốc và Trung Quốc trong kỳ nghỉ lễ Tết Trung thu và Quốc khánh, (2) Các hãng hàng không nội địa tăng tần suất bay so với quý trước. Doanh thu thuần đạt 5.266 tỷ đồng (+13% YoY).</li> <li>Xu hướng mạnh lên của đồng Yen trong Q3-FY24 sau khi BoJ tăng lãi suất điều hành có thể khiến ACV ghi nhận khoản lỗ từ tỷ giá khoảng 600 tỷ đồng, tương ứng JPY/VND tăng giá 6% so với thời điểm đầu tháng 06/2024.</li> <li>Chi phí trích lập dự phòng dự kiến là 195 tỷ đồng, với 120 tỷ đồng đến từ HVN và 75 tỷ đồng từ Bamboo Airways.</li> </ul>
Lợi nhuận gộp	3.317	9%	15%	
EBIT	2.747	1%	45%	
LNST	2.302	-21%	-5%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt, (\*) Loại trừ doanh thu và lợi nhuận từ khu bay

**Tăng trưởng sản lượng khách quốc tế, JPY suy yếu và hoàn nhập dự phòng là điểm sáng trong Q2-FY24**

ACV công bố KQKD Q2-FY24, doanh thu thuần và LNST (loại trừ hoạt động Cát/hạ cánh) lần lượt là 5,5 nghìn tỷ đồng (+12% YoY) và 2,9 nghìn tỷ đồng (+26% YoY). Trong đó:

- Thông lượng hành khách quốc tế và nội địa lần lượt đạt 9,8 triệu lượt (+31% YoY) và 17,2 triệu lượt (-21% YoY). Số lượng chuyến bay quốc tế và nội địa cũng diễn biến trái chiều khi lần lượt thay đổi 18% YoY và -23% YoY. Thị trường quốc nội giảm do (1) các hãng hàng không trong nước đại tu số lượng tàu bay A321, vốn là đội tàu bay chủ lực của các hãng nên giảm số lượng chuyến bay, (2) các hãng hàng không như Bamboo và Pacific Airlines giảm tần suất/đường bay để thực hiện đề án tái cơ cấu (so với cùng kỳ, Bamboo Airway giảm 67% số lượng chuyến bay và Pacific Airline giảm 99% chuyến bay trong Q2-FY24).
- Cơ cấu hành khách quốc tế/nội địa là 36%/64% so với 26%/74% của cùng kỳ năm trước, do đó doanh thu bình quân mỗi lượt khách của các dịch vụ hàng không đã tăng 22% YoY. Đồng thời, biên gộp mở rộng 250 bps YoY lên mức 62,5%.
- Đối với doanh thu tài chính, ACV ghi nhận 287 tỷ đồng lãi tiền gửi và 435 tỷ đồng từ lãi chênh lệch tỷ giá ròng khi đồng JPY giảm giá khoảng 4% so với Việt Nam đồng. So với quý trước, lãi tiền gửi đã giảm khoảng 17% do (1) số dư tiền gửi ngắn hạn giảm 750 tỷ đồng so với quý trước và (2) lãi tiền gửi thấp hơn 60 bps.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp ghi nhận 243 tỷ đồng (-60% YoY) do ACV hoàn nhập ròng dự phòng phải thu khó đòi 5 tỷ đồng. Trong đó, ACV hoàn nhập 21 tỷ đồng đối với Pacific Airline, và 211 tỷ đồng với Vietjet. Qua đó, ACV đã hoàn nhập hết khoản dự phòng phải thu đối với Vietjet. Các hãng hàng không Pacific Airline, Bamboo Airway, Vietravel và Air Mekong tiếp tục duy trì tỷ lệ dự phòng 100% (hình 4), trích lập ngay đối với các khoản nợ phải thu từ các hãng hàng không này. Tổng giá trị trích lập dự phòng trong kỳ cho Bamboo, Vietravel, Air Mekong và HVN là 227 tỷ đồng.

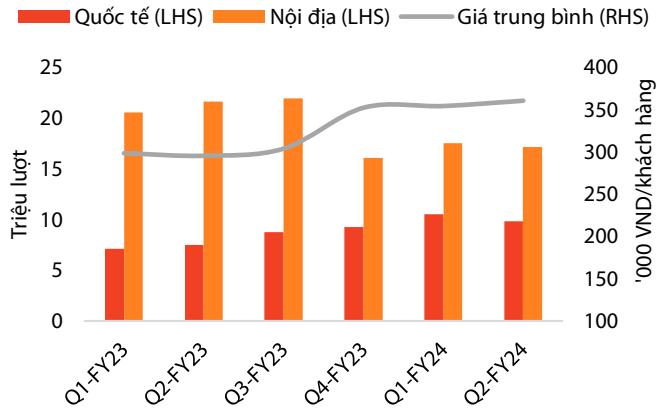
Lũy kế 6T2023, sản lượng hành khách quốc tế và nội địa lần lượt đạt 20,4 triệu lượt (+39% YoY) và 34,7 triệu lượt (-18% YoY). Doanh thu và LNNT (loại trừ hoạt động Cát/hạ cánh) lần lượt là 11,1 nghìn tỷ đồng (+16% YoY) và 5,5 nghìn tỷ đồng (+53% YoY), tương ứng hoàn thành 56%/86% kế hoạch năm và 46%/59% dự phóng của chúng tôi.

**Bảng 1: KQKD Q2-FY24 và lũy kế nửa đầu năm 2024 của ACV**

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-FY24	+/-YoY	6T2024	+/-YoY	%Kế hoạch 2024	%Dự phóng 2024
<b>Sản lượng hành khách (triệu lượt)</b>	<b>27,0</b>	<b>-7%</b>	<b>55,1</b>	<b>-3%</b>		<b>48%</b>
Quốc tế	9,8	31%	20,4	39%		48%
Nội địa	17,2	-21%	34,7	-18%		48%
<b>Cát cánh/Hạ cánh (nghìn lượt)</b>	<b>164</b>	<b>-11%</b>	<b>337</b>	<b>-8%</b>		<b>50%</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5.536</b>	<b>12%</b>	<b>11.180</b>	<b>16%</b>	<b>56%</b>	<b>49%</b>
Dịch vụ hàng không	3.862	13%	7.824	17%		48%
Dịch vụ phi hàng không	710	18%	1.375	19%		53%
Bán lẻ	298	2%	638	11%		45%
<b>Phí cất hạ cánh</b>	<b>666</b>	<b>7%</b>	<b>1.343</b>	<b>10%</b>		<b>51%</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.461</b>	<b>17%</b>	<b>7.062</b>	<b>20%</b>		
ACV	3.052	19%	6.248	23%		
<b>Khu bay</b>	<b>409</b>	<b>5%</b>	<b>813</b>	<b>2%</b>		
Thu nhập tài chính	827	87%	1.306	52%		
Chi phí tài chính	-27	-106%	-45	-87%		
Lãi/lỗ từ liên doanh	63	-22%	124	-6%		
Chi phí bán hàng và quản lý	-332	-52%	-830	-35%		
<b>EBIT</b>	<b>3.129</b>	<b>38%</b>	<b>6.232</b>	<b>35%</b>		<b>52%</b>
ACV	2.720	45%	5.418	42%		
<b>Khu bay</b>	<b>409</b>	<b>5%</b>	<b>813</b>	<b>2%</b>		
<b>LNNT</b>	<b>3.999</b>	<b>24%</b>	<b>7.628</b>	<b>45%</b>	<b>81%</b>	<b>69%</b>
ACV	3.590	26%	6.814	53%	86%	
<b>Khu bay</b>	<b>409</b>	<b>5%</b>	<b>813</b>	<b>1%</b>		
<b>LNST</b>	<b>3.225</b>	<b>24%</b>	<b>6.142</b>	<b>45%</b>		
ACV	2.898	26%	5.492	53%		62%
<b>Khu bay*</b>	<b>327</b>	<b>5%</b>	<b>651</b>	<b>1%</b>		

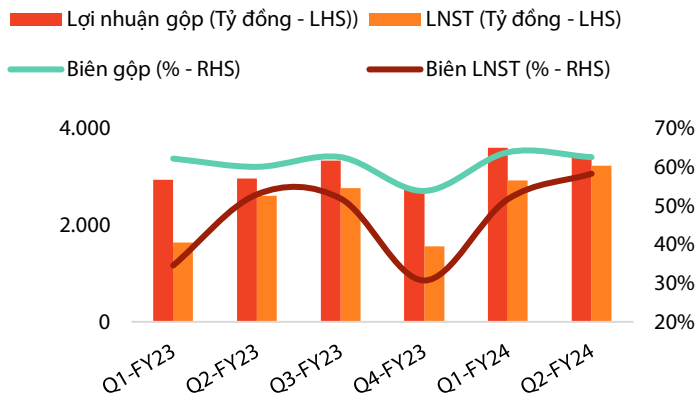
Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt, \*Lợi nhuận từ khu bay được nộp lại về ngân sách Nhà nước

**Hình 1: Mặc dù, tổng thông lượng hành khách tăng trưởng âm SVCK, nhưng nhờ sự bứt phá mạnh của hành khách quốc tế nên giá dịch vụ trung bình tăng đáng kể...**



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Lãi tỷ giá và giảm chi phí quản lý hỗ trợ biên LNST mở rộng trong Q2-FY24**



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

**Động lực tăng trưởng trong dài hạn nhờ sản lượng hành khách quốc tế**

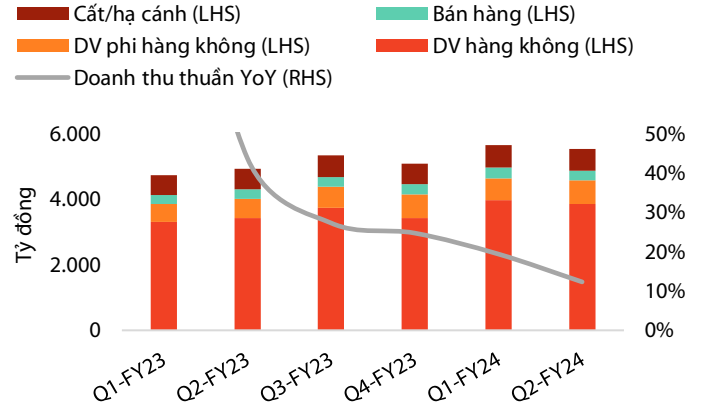
**Việt Nam trở thành điểm đến yêu thích của du khách quốc tế**

Lũy kế 8T2024, lưu lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam đạt 11,4 triệu lượt (+46% YoY), trong đó Hàn Quốc và Trung Quốc duy trì vị trí dẫn đầu trong cơ cấu du khách đến Việt Nam, lần lượt đạt 3 triệu lượt (+32% YoY) và 2,4 triệu lượt (+158% YoY), tương ứng chiếm tỷ trọng 21% và 26%, đạt 108% và 74% so với trước dịch COVID-19.

- Theo khảo sát của Kyowon Tour Travel Easy, dựa trên dữ liệu đặt chỗ du lịch trong Q3-FY24, Việt Nam lần đầu tiên vượt qua Nhật Bản để trở thành điểm đến yêu thích của du khách Hàn Quốc trong kỳ nghỉ lễ Tết Trung Thu. Xuất phát từ ảnh hưởng của tình hình lạm phát cao trong hai năm gần đây, người dân Hàn Quốc lựa chọn những quốc gia có chi phí thấp như Việt Nam (Hình).
- Sau một năm mở cửa đón khách từ Trung Quốc, lưu lượng khách chưa hồi phục như kỳ vọng do (1) Trung Quốc đang tập trung kích cầu du lịch nội địa, dành nhiều khuyến mại để hỗ trợ phục hồi nền kinh tế trong nước, (2) Việt Nam phải cạnh tranh trực tiếp với các quốc gia trong khu vực ĐNA như Thái Lan, Malaysia, Singapore khi các quốc gia này đã miễn thị thực đối với du khách Trung Quốc.

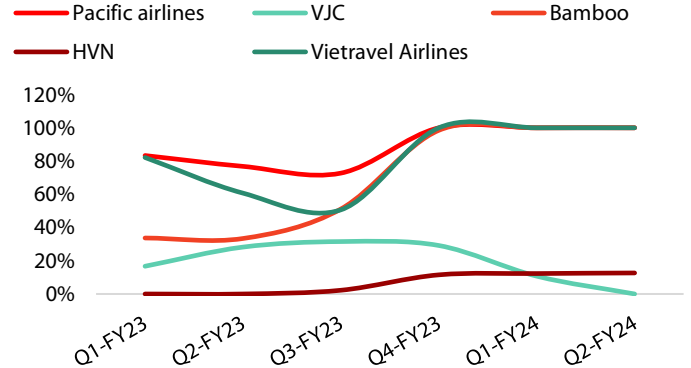
Việt Nam đang áp dụng chính sách Visa tương đối chặt chẽ khi so sánh với các nước khác trong khu vực khi mà số lượng quốc gia được miễn thị thực tại Thái Lan, Malaysia, Singapore lần lượt là 76, 156 và 157 trong khi Việt Nam là 25 quốc gia. Tuy nhiên, Luật Nhập cảnh sửa đổi áp dụng từ tháng 08/2023 cho phép du khách một số nước được miễn Visa từ 15 ngày lên đến 45 ngày và nâng hạn Visa điện tử (E-Visa) từ 30 ngày lên 90 ngày là những thay đổi ban đầu để thu hút khách quốc tế. Chúng tôi cho rằng mở rộng số lượng quốc gia được miễn Visa

**Hình 2: ... hỗ trợ doanh thu dịch vụ hàng không duy trì tăng trưởng dương so với cùng kỳ**



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

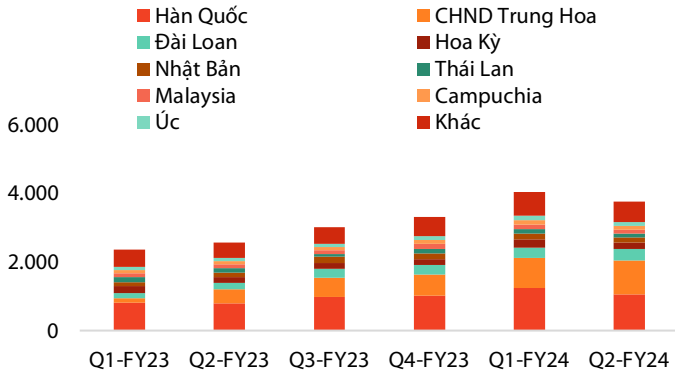
**Hình 4: Tỷ lệ dự phòng lũy kế/tổng nợ xấu theo các hãng hàng không trong nước**



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

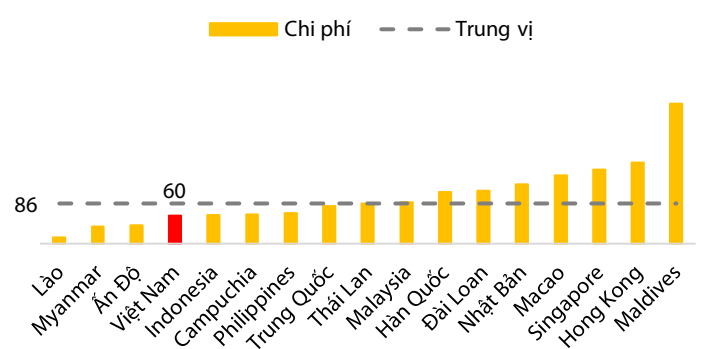
khi đến Việt Nam là xu hướng tất yếu trong tương lai, cùng với chính sách nhập cảnh mới và chi phí du lịch ở mức thấp sẽ gia tăng được lợi thế cạnh tranh so với các nước khác trong khu vực ĐNA.

**Hình 5: Hàn Quốc và Trung Quốc là hai quốc gia có lượng du khách lớn nhất đến Việt Nam**



Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Chi phí du lịch tại Việt Nam đang thấp hơn so với mặt bằng trung các quốc gia trong khu vực (USD/ngày)**



Nguồn: Budget Your Travel, CTCK Rồng Việt

**Dư địa tăng trưởng dồi dào khi mở rộng quy mô cảng hàng không nhưng đi kèm với đó là áp lực CAPEX rất lớn**

Trong giai đoạn 2025 – 2027, CAPEX cho các dự án đầu tư trọng điểm của ACV là rất lớn, khoảng 126 nghìn tỷ đồng dành cho ba dự án trọng điểm là Sân bay Long Thành (LTIA), Mở rộng nhà ga T2 – Nội Bài (T2-HAN) và Nhà ga T3 – Tân Sơn Nhất (T3-TSN). Qua đó, công suất khai thác khi hoàn thành ba dự án được tăng thêm 48 triệu lượt/năm, lên hơn 150 triệu lượt/năm và tương ứng mức tăng 42%, giảm tình trạng quá tải ở các sân bay trọng điểm của ACV.

**Bảng 2: Các dự án trọng điểm của ACV**

Dự án	Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng)	Thời điểm hoàn thành dự kiến	Công suất thiết kế (Triệu lượt/năm)	Chú thích
Sân bay Long Thành	110.000	Tháng 09/2026	23	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hai gói thầu lớn của Dự án thành phần 3 là Gói thầu 5.10 – Thi công xây dựng nhà ga hành khách và Gói thầu 4.6 – Thi công xây dựng đường cất/hạ cánh, đường lăn, sân đỗ tàu bay đang vượt tiến độ lần lượt là 10 – 20 ngày và 02 tháng so với kế hoạch ban đầu. LTIA dự kiến được đưa vào khai thác từ tháng 09/2026 với công suất thiết kế là 23 triệu lượt/năm.</li> <li>Lũy kế đến Q2-FY24, chi phí XD CBDD cho LTIA đạt 7,8 nghìn tỷ đồng.</li> <li>Trong Q2-FY24, ACV đã ký hợp đồng vay vốn 1,8 tỷ USD từ ba ngân hàng VCB, CTG, BID cho dự án thành phần 3. ACV ưu tiên sử dụng nguồn vốn tự có còn khoảng 26,4 nghìn tỷ đồng nên các khoản vay dự kiến sẽ giải ngân trong năm 2025.</li> </ul>
Mở rộng nhà ga T2 - Nội Bài	5.000	Đầu năm 2027	5	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trong Q2-FY24, Gói thầu số 12 – Thi công xây dựng công trình mở rộng nhà ga T2 có trị giá 4.600 tỷ đồng (chiếm tỷ trọng 92% tổng mức đầu tư) đã được khởi công. Thời hạn thực hiện gói thầu trong thời gian 2 năm nên chúng tôi cho rằng T2-HAN sẽ đưa vào khai thác kể từ cuối năm 2026, qua đó nâng công suất khai thác từ 10 triệu lượt/năm lên 15 triệu lượt/năm.</li> <li>Lũy kế đến Q2-FY24, chi phí XD CBDD cho T2 – HAN là 141 tỷ đồng.</li> </ul>
Nhà ga T3 – Tân Sơn Nhất	11.000	Tháng 05/2025	20	<ul style="list-style-type: none"> <li>ACV cho biết tổng thể dự án đã hoàn thành được 60% tổng khối lượng. Dự kiến hoàn thành vượt kế hoạch ban đầu 2 tháng, để đưa vào hoạt động trước 30/04/2025. Công suất thiết kế của T3-SGN là 20 triệu lượt/năm.</li> <li>Lũy kế đến Q2-FY24, chi phí XD CBDD cho LTIA đạt 2,7 nghìn tỷ đồng.</li> </ul>
<b>Tổng</b>	<b>126.000</b>	<b>2025 - 2027</b>	<b>48</b>	<b>Tổng công suất sau khi 3 dự án này hoàn thành được nâng lên hơn 150 triệu lượt hành khách mỗi năm, tăng 42% so với hiện tại.</b>

Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

**Dự phóng**

Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi dự phóng sản lượng hành khách quốc tế sẽ duy trì được tăng trưởng dương hai chữ số, đạt 22 triệu lượt (+22% YoY), nhờ lượng khách đến từ hai quốc gia Hàn Quốc, Trung Quốc trong các kỳ nghỉ dài ngày như Tết trung thu, Quốc khánh. Trong khi đó, lưu lượng hành khách nội địa dự phóng đạt 37 triệu lượt (-3% YoY), mặc dù tăng trưởng âm nhưng sẽ cải thiện so với nửa đầu năm khi các hãng hàng không trong nước gia tăng tần suất bay sau khi hoàn thành việc bảo dưỡng đội bay. Tổng lưu lượng hành khách cho năm 2024 là, trong đó quốc tế và nội địa lần lượt là 42,3 (+30% YoY) và 71,7 triệu lượt (-11% YoY).

Về dài hạn, Việt Nam sẽ ngày càng có sức hút đối với du khách quốc tế, dựa trên kỳ vọng rằng ngành du lịch nâng cao được năng lực cạnh tranh so với các nước trong khu vực. Qua đó, số lượng hành khách/chuyến bay sẽ cải thiện dần và đạt 184 vào những năm cuối của giai đoạn dự phóng - tiệm cận mức hiện tại của các quốc gia trong khu vực như Singapore, Nhật Bản, Hàn Quốc (hình). Đồng thời, khi sân bay Long Thành đi vào hoạt động sẽ hỗ trợ cho Việt Nam kết nối thêm quốc gia khác trên thế giới, tăng tần suất của các chuyến bay quốc tế. Gia tăng lưu lượng khách hàng quốc tế là động lực tăng trưởng chính cho ACV khi chênh lệch giá dịch vụ hành khách/chuyến bay quốc tế cao hơn đáng kể so với nội địa.

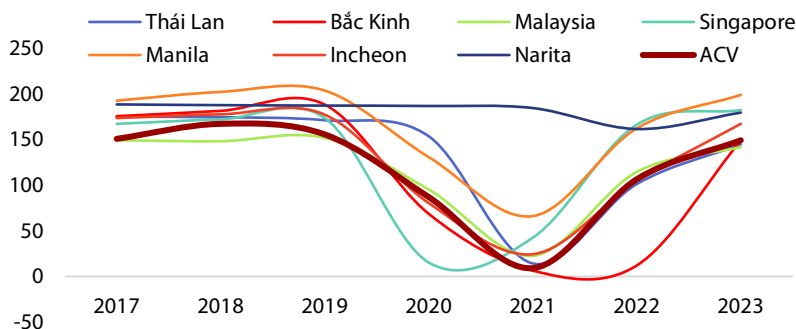
Trong giai đoạn 2024 – 2038, dự phóng CAGR của sản lượng hành khách quốc tế/nội địa, doanh thu thuần và LNST công ty mẹ (loại trừ khu bay) lần lượt là 5%/5%, 10% và 12%, tương ứng đạt 88 triệu lượt/143 triệu lượt, 69 nghìn tỷ đồng và 36 nghìn tỷ đồng vào năm 2038.

**Bảng 3: Dự phóng 2024 – 2025F**

Đơn vị: Tỷ đồng	2024F	+/-YoY	2025F	+/-YoY	Giả định
<b>Sản lượng hành khách (triệu lượt)</b>	<b>114</b>	<b>1%</b>	<b>122</b>	<b>7%</b>	
Quốc tế	42	30%	46	9%	
Nội địa	72	-11%	76	6%	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>22.871</b>	<b>14%</b>	<b>25.486</b>	<b>11%</b>	
Dịch vụ hàng không	18.871	15%	21.168	12%	
Dịch vụ phi hàng không	2.571	3%	2.758	7%	
Bán lẻ	1.428	20%	1.560	9%	
Phí cất hạ cánh	2.647	3%	2.842	7%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>14.031</b>	<b>18%</b>	<b>15.977</b>	<b>14%</b>	
Doanh thu tài chính	1.025	-54%	451	-56%	Lượng vốn tự có được sử dụng cho các dự án đầu tư trọng điểm nên lãi tiền gửi giảm mạnh trong năm 2025.
Chi phí tài chính	-781	646%	-381	-51%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Xu hướng đồng Yen mạnh lên trong Q3-FY24 là tương đối rõ rệt sau khi BoJ có động thái tăng lãi suất điều hành. Chúng tôi cho rằng, ACV sẽ ghi nhận lỗ tỷ giá trong nửa cuối năm 2024.</li> </ul>
Lãi/lỗ từ liên doanh	312	20%	374	20%	
Chi phí bán hàng và quản lý	-2.009	-47%	-2.204	10%	ACV duy trì tỷ lệ trích lập nợ xấu 100% với các hãng hàng không Bamboo Airway, Viettravel. Chúng tôi giả định, ACV sẽ không trích lập thêm đối với HVN trong năm 2025. Chi phí dự phòng nợ xấu 2024/25F là 482 tỷ đồng/528 tỷ đồng.
<b>EBIT</b>	<b>12.578</b>	<b>48%</b>	<b>16.528</b>	<b>15%</b>	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>10.115</b>	<b>20%</b>	<b>11.438</b>	<b>13%</b>	
LNST công ty mẹ (loại trừ khu bay)	<b>8.872</b>	<b>27%</b>	<b>10.167</b>	<b>15%</b>	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 7: Số lượng hành khách/chuyến bay quốc tế tại Việt Nam đang thấp hơn so với các quốc gia khác trong khu vực**



Nguồn: BCTN các công ty, CTCK Rồng Việt



## Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF cho thời gian dự phóng 15 năm, áp dụng mức chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 8,5% và hệ số tăng trưởng (g) là 1% để xác định giá mục tiêu cho ACV là **113.400 VNĐ/cổ phiếu**, tổng mức sinh lời kỳ vọng là 0% dựa trên giá đóng cửa ngày 11/10/2024. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** dành cho ACV.

**Bảng 4: Dòng tiền tự do FCFF (tỷ đồng)**

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	2038F
NOPAT	8.347	9.654	9.400	8.901	11.178	15.447	18.851	21.321	23.224	24.665	26.459	28.019	29.699	31.509	33.458
+ Khấu hao	2.486	2.756	4.116	7.656	7.756	6.379	5.520	5.620	5.720	5.820	5.920	6.020	6.120	6.220	6.320
- Thay đổi VLD	1.149	1.582	-16.790	8.706	311	1.786	1.566	1.171	828	409	458	388	420	459	496
- Capex	13.300	67.000	42.700	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
FCFF	-3.617	-56.172	-12.394	5.851	16.623	18.040	20.805	23.769	26.116	28.076	29.921	31.651	33.399	35.270	37.282

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 5: Giá định về chi phí sử dụng vốn bình quân**

Chi phí sử dụng vốn bình quân	FCFF	Tỷ đồng
Beta điều chỉnh	0,7	Giá trị hiện tại của FCFF tích lũy
Lãi suất phi rủi ro	2,6%	Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	10,4%	(+) Tiền và các khoản tương đương tiền
Chi phí vốn chủ sở hữu	9,4%	(-) Nợ
Chi phí lãi vay sau thuế	2,4%	(-) Lợi ích cổ đông thiểu số
Tỷ trọng nợ	13%	<b>Giá trị hợp lý của doanh nghiệp</b>
Tỷ trọng vốn chủ sở hữu	87%	Số lượng cổ phiếu (triệu)
<b>WACC</b>	<b>8,5%</b>	<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>
		<b>113.400</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Rủi ro giảm giá ngắn hạn

### (1) Áp lực trích lập dự phòng cho các khoản phải thu

Câu chuyện gia tăng sản lượng hành khách sẽ là động lực tăng trưởng xuyên suốt của ACV trong dài hạn. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, rủi ro trích lập DPRR nợ quá hạn có thể ảnh hưởng KQKD của doanh nghiệp. Cụ thể, trong Q2/2024, nợ quá hạn của HVN đã tăng thêm 900 tỷ đồng trong Q2-FY24 và khả năng ACV sẽ tiếp tục trích lập dự phòng nợ xấu đối với khoản phải thu từ HVN vẫn còn khi mà tỷ lệ trích lập đối với HVN mới đạt 13%.

Cho nửa cuối năm 2024, dự phóng trích lập dự phòng của ACV là 380 tỷ đồng. Duy trì trích lập dự phòng của HVN là 120 tỷ đồng mỗi quý. Mặt khác, Bamboo Airway dù không gia tăng tần suất bay nhưng số trích lập thêm trong hai quý gần nhất đã giảm so với cùng kỳ, qua đó giá trị trích lập ước tính 150 tỷ đồng cho 2H2024. Tổng giá trị dự phòng cho cả năm 2024 ước tính ở mức 477 tỷ đồng.

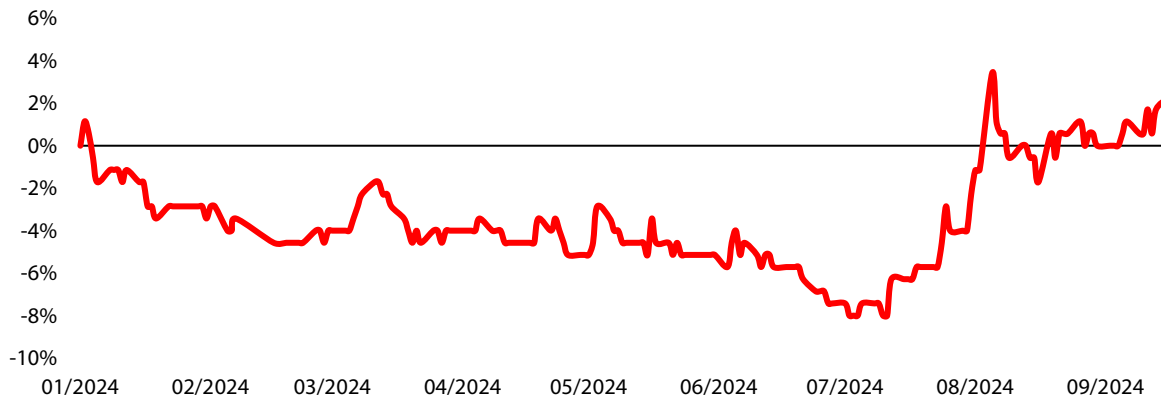
Trong dài hạn, tình hình tài chính của các hãng hàng không sẽ dần hồi phục nhờ tăng trưởng sản lượng hành khách. Điều này không chỉ làm giảm áp lực trích lập nợ xấu mà còn mang đến kỳ vọng rằng ACV có thể thu hồi được nợ từ các hãng hàng không.

- KQKD trong 6T2024, HVN đã ghi nhận lãi trở lại từ hoạt động kinh doanh, và dòng tiền CFO tương đối dồi dào. Do đó, chúng tôi cho rằng khoản dự phòng của HVN là có thể thu hồi trong tương lai.
- Đối với Bamboo Airways, công ty đang trong giai đoạn khó khăn về tài chính khi kế hoạch sẽ tiếp tục lỗ trong năm 2024 và sẽ mất nhiều thời gian để có thể tái cơ cấu đội bay/tuyến bay để đưa KQKD về điểm hòa vốn. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng ACV có thể thu hồi được nợ từ hãng hàng không này.

### (2) Đồng Yên tăng giá sẽ khiến ACV ghi nhận khoản lỗ từ tỷ giá

Trong Q3-FY24, BoJ đã tăng lãi suất điều hành từ 0,1% lên 0,25% làm cho đồng Yên tăng giá khoảng 11% so với thời điểm tháng 07/2024. ACV đang có nợ vay dài hạn là 63,5 tỷ Yên từ nguồn vốn ODA, do đó xu hướng tăng giá của đồng Yên có thể gây ra tác động tiêu cực lên KQKD trong nửa cuối năm 2024. Tỷ giá hạch toán JPY/VND Bộ tài chính tháng 09/2024 là 164, tương ứng tăng giá khoảng 6% so với tỷ giá công bố tháng 06/2024 của Bộ Tài chính. Chúng tôi ước tính, ACV sẽ ghi nhận lỗ tỷ giá khoảng 600 tỷ đồng trong Q3-FY24. Cho cả năm 2024, chúng tôi dự phóng lỗ ròng từ tỷ giá khoảng 711 tỷ đồng, tương ứng đồng JPY tăng giá khoảng 7% so với đầu năm.

Hình 8: Diễn biến tỷ giá JPY/VND (% YTD)



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt



					Tỷ đồng				
KQ HKDK	2022A	2023A	2024F	2025F	Bảng CĐKT	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	13.807	19.998	22.832	25.443	Tiền	2.497	2.844	6.145	4.252
Giá vốn	7.308	8.137	8.800	9.466	Đầu tư ngắn hạn	30.498	25.896	20.000	15.000
<b>Lãi gộp</b>	<b>6.499</b>	<b>11.861</b>	<b>14.031</b>	<b>15.977</b>	Khoản phải thu	6.473	12.672	13.305	13.678
Chi phí bán hàng	220	338	375	425	Hàng tồn kho	451	468	472	521
Chi phí quản lý	1.705	3.427	1.634	1.779	Tài sản ngắn hạn khác	382	800	840	882
Thu nhập từ HĐTC	4.114	2.215	1.025	451	Tài sản cố định hữu hình	16.425	21.025	32.840	98.084
Chi phí tài chính	94	105	781	3.276	Tài sản cố định vô hình	1	3	4	4
Lợi nhuận khác	16	26	0	0	Đầu tư dài hạn	2.796	2.849	3.161	3.535
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>8.789</b>	<b>10.492</b>	<b>12.578</b>	<b>14.216</b>	Tài sản dài hạn khác	579	790	790	790
Thuế TNDN	1.699	2.022	2.453	2.768	<b>Tổng tài sản</b>	<b>60.102</b>	<b>67.348</b>	<b>77.556</b>	<b>136.746</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	6	10	10	10	Khoản phải trả	4.839	6.113	5.923	5.044
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>7.084</b>	<b>8.460</b>	<b>10.115</b>	<b>11.438</b>	Vay và nợ ngắn hạn	382	410	435	449
EBIT	4.574	8.097	12.022	13.773	Vay và nợ dài hạn	10.834	10.046	10.649	62.420
EBITDA	6.912	10.461	14.508	16.528	Vay và nợ khác	78	166	0	0
				%	Quý khen thưởng phúc lợi	192	198	930	914
<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	Quý khoa học công nghệ	0	0	0	0
<b>Tăng trưởng (%)</b>					<b>Tổng nợ</b>	<b>16.325</b>	<b>16.934</b>	<b>17.938</b>	<b>68.827</b>
Doanh thu	-5,8	44,8	14,2	11,4	Vốn đầu tư của CSH	21.786	21.786	21.786	21.786
Lợi nhuận HKDK	-14,2	51,3	38,7	13,9	Cổ phiếu quỹ	-3	-3	-3	-3
EBITDA	19,0	77,0	48,5	14,6	Lợi nhuận giữ lại	15.911	22.542	31.747	40.048
Lợi nhuận sau thuế	38,8	19,4	19,6	-9,8	Thu nhập khác	0	0	0	0
Tổng tài sản	36,1	12,1	15,2	76,3	Quý đầu tư và phát triển	6.035	6.035	6.035	6.035
Vốn chủ sở hữu	85,6	15,2	18,3	13,9	<b>Tổng vốn</b>	<b>43.729</b>	<b>50.360</b>	<b>59.565</b>	<b>67.866</b>
					Lợi ích cổ đông thiểu số	48	53	53	53
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>					<b>Chỉ số định giá</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
LN gộp/Doanh thu	47,1	59,3	61,5	62,8	EPS (đồng)	3.254	3.886	4.075	4.670
EBITDA/Doanh thu	50,1	52,3	63,5	65,0	P/E (x)	26,0	18,0	26,2	22,9
EBI/Doanh thu	33,1	40,5	52,7	54,1	BV (đồng)	20.085	23.131	27.359	32.140
LNST/Doanh thu	51,3	42,3	44,3	35,9	P/B (x)	4,2	3,0	3,9	3,3
ROA	11,8	12,6	13,0	6,7	DPS (đồng/cp)	0	0	0	0
ROE	8,3	13,3	16,9	10,5	Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				(lần)	<b>MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ</b>	<b>Giá</b>	<b>Tỷ trọng</b>	<b>Bình quân</b>	
Vòng quay kh. phải thu	2,1	1,6	1,7	1,9	FCFF	113.400	100%	113.400	
Vòng quay HTK	16,2	17,4	18,7	18,2	<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>		<b>100%</b>	<b>113.400</b>	
Vòng quay kh. phải thu	1,5	1,3	1,5	1,9					
<b>Khả năng thanh toán</b>				(lần)	<b>LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ</b>	<b>GIÁ</b>	<b>KHUYẾN NGHỊ</b>	<b>THỜI HẠN</b>	
Hiện hành	7,7	6,5	6,4	6,3	09/2024	114.000	TÍCH LŨY	1 năm	
Nhanh	7,6	6,5	6,3	6,2					
<b>Cấu trúc tài chính (%)</b>									
Tổng Nợ / VCSH	25,6	20,8	18,6	92,6					
Vay ngắn hạn/VCSH	0,9	0,8	0,7	0,7					
Nợ dài hạn / VCSH	24,8	19,9	17,9	92,0					

**BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**TRUNG TÂM PHÂN TÍCH**
**Nguyễn Thị Phương Lam**  
**Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1313)

**Đỗ Thanh Tùng**  
**Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1521)

- Ngân hàng
- Công nghệ
- Thị trường

**Đỗ Thạch Lam**  
**Senior Analyst**

lam.dt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- BDS dân dụng
- Vật liệu xây dựng

**Nguyễn Thủy Quyên**  
**Senior Analyst**

quyen.nt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

- Bán lẻ
- Tiêu dùng
- Dược

**Lê Tự Quốc Hưng**  
**Senior Analyst**

hung.ltq@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Thị trường
- BDS Khu công nghiệp

**Trần Thị Hà My**  
**Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

**Hoàng Minh Thắng**  
**Senior Analyst**

thang.hm@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Tiện ích công cộng

**Cao Ngọc Quân**  
**Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Hàng không
- Dệt may

**Lê Ngọc Hiến**  
**Analyst**

hien.ln@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Thủy sản

**Lê Kim Ngân**  
**Analyst**

ngan.lk@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Phân bón
- Dầu khí

**Phạm Hữu Luân**  
**Analyst**

luan.ph@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1526)

- Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Bảo Hưng**  
**Analyst**

hung.nb@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Ô tô & Phụ tùng

**Nguyễn Thị Quỳnh Giao**  
**Analyst**

giao.ntq@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

- BDS dân dụng

**Trần Thị Ngọc Hà**  
**Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1526)

**Phan Thị Phương Thảo**  
**Assistant**

thao.ptp@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1526)

## MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon  
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM  
 ☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn  
 ☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn  
 MST 0304734965

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow  
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội  
 ☎ (+84) 24 6288 2006  
 ☎ (+84) 24 6288 2008

### CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,  
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa  
 ☎ (+84) 25 8382 0006  
 ☎ (+84) 25 8382 0008

### CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank  
95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ  
 ☎ (+84) 29 2381 7578  
 ☎ (+84) 29 2381 8387

### CHI NHÁNH VŨNG TÀU

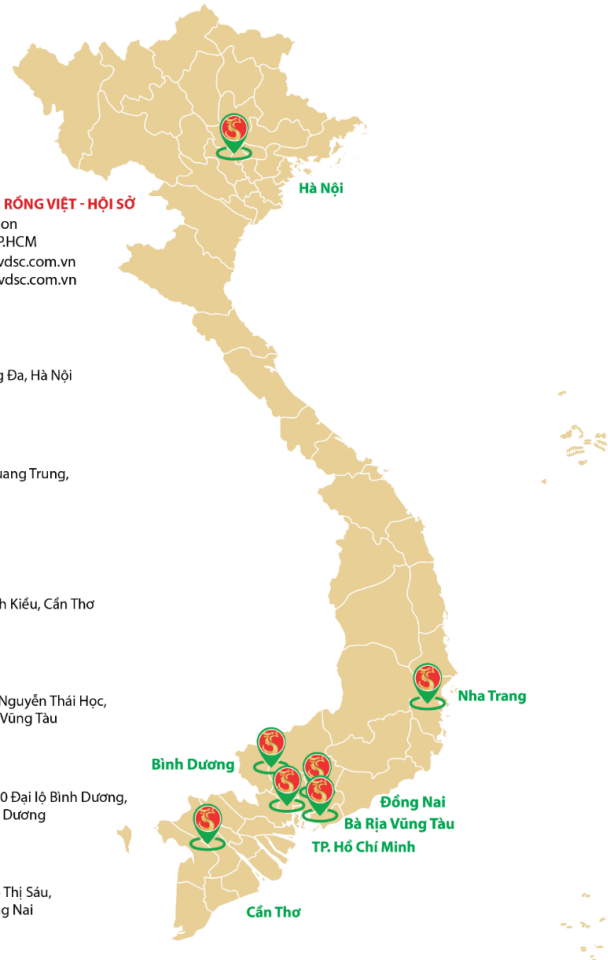
Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,  
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu  
 ☎ (+84) 25 4777 2006

### CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,  
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương  
 ☎ (+84) 27 4777 2006

### CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,  
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai  
 ☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2024.**