

Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam (ACV)

MUA +38,0%

Ngành	Hàng không
Ngày báo cáo	09/05/2025
Giá hiện tại	95.500 VND
Giá mục tiêu	131.800 VND
Giá mục tiêu gần nhất	127.100 VND
TL tăng	+38,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+38,0%

GT vốn hóa	202,8 nghìn tỷ đồng
Room KN	93,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	41,6 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	95,4%
SL cổ phiếu lưu hành	2,2 tỷ
Pha loãng	2,2 tỷ

	ACV	VNI
P/E (trượt)	19,7x	12,7x
P/B (hiện tại)	3,3x	1,6x
ROA	14,2%	2,0%
ROE	18,0%	13,0%

Tổng quan Công ty

ACV sở hữu và điều hành gần như toàn bộ các nhà ga hành khách tại 22 sân bay đang hoạt động của Việt Nam. Các nguồn doanh thu chính của công ty là dịch vụ hành khách và phí kiểm tra an ninh. Công ty được cổ phần hóa trong quý 1/2016 và Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) hiện nắm cổ phần kiểm soát 95,4%.

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thị Ngọc Hân
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	22.555	25.119	27.684	36.782
% YoY	13%	11%	10%	33%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	11.564	12.246	14.246	13.393
% YoY	37%	6%	16%	-6%
EPS	43%	4%	18%	-8%
Biên LN gộp	61,2%	62,6%	65,4%	61,2%
Biên EBITDA	64,7%	67,9%	70,3%	71,0%
Biên LN từ HĐKD	54,5%	57,4%	61,5%	56,5%
Biên LN ròng	52,3%	48,6%	52,0%	35,1%
DTTD/Doanh thu	-15,0%	-166,4%	-121,4%	-21,0%
EV/EBITDA	15,2x	13,0x	11,3x	8,3x
P/E	19,7x	18,6x	16,0x	17,0x
P/B	4,1x	3,5x	2,9x	2,4x
ROE	21,0%	18,6%	18,0%	14,4%

Lượng khách quốc tế tăng trưởng ổn định; kế hoạch niêm yết trên HOSE tiến triển tích cực

- Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 4% và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA cho Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam (ACV). Giá cổ phiếu ACV đã giảm 11% trong 3 tháng qua trong bối cảnh thị trường điều chỉnh.
- Chúng tôi tăng giá mục tiêu do chúng tôi cập nhật mô hình định giá từ cuối năm 2025 sang giữa năm 2026. Điều này bù đắp nhiều hơn cho khoản lỗ tỷ giá cao hơn là 1,0 nghìn tỷ đồng (so với 374 tỷ đồng trong dự báo trước đó) do giả định tỷ giá JPY/VND tăng mạnh hơn là 10%/1% YoY (so với 4% mỗi năm trong dự báo trước đó), dựa trên ước tính đồng thuận của Bloomberg. Chúng tôi điều chỉnh dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm các năm 2025/2026/2027 lần lượt là -4%/+1%/0%.
- Chúng tôi duy trì mốc thời gian giả định ACV hoàn nhập phần lớn các khoản dự phòng phải thu khó đòi trong giai đoạn 2025-2028, với dự kiến hoàn nhập 500 tỷ đồng trong năm 2025. Mặc dù ACV đã trích lập thêm dự phòng nợ xấu trong quý 1/2025, chúng tôi kỳ vọng ACV sẽ hoàn nhập dự phòng vào các quý tiếp theo.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng hệ số EV/EBITDA dự phóng các năm 2025/2026 của ACV lần lượt là 18,3 lần/15,8 lần so với mức trung bình giai đoạn 2017-2020 là 15,8 lần.
- Rủi ro:** Dự phòng nợ xấu hoặc vốn đầu tư XDCB cao hơn dự kiến; mở rộng công suất sân bay chậm hơn dự kiến; lượng hành khách thấp hơn dự kiến.

Chúng tôi duy trì kỳ vọng về đà tăng trưởng bền vững của lượng khách quốc tế trong năm 2025. Trong quý 1/2025, lượng khách quốc tế tăng 13% YoY, đạt 11,8 triệu lượt, phù hợp với dự báo cả năm của chúng tôi là 45 triệu lượt (+14% YoY). Đáng chú ý, lượng khách Trung Quốc đã phục hồi đạt 124% so với mức trước COVID – mức phục hồi ấn tượng từ chỉ 64% vào năm 2024. Tuy nhiên, đà tăng đã chững lại trong tháng 4, với lượng khách Trung Quốc chỉ tăng 3% YoY (so với +78% trong quý 1, có khả năng do lo ngại về an toàn gia tăng tại Đông Nam Á – đặc biệt là lo ngại về tội phạm có tổ chức). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng xu hướng tăng chung sẽ được duy trì, củng cố bởi các chính sách thị thực thuận lợi và xúc tiến du lịch đang được triển khai.

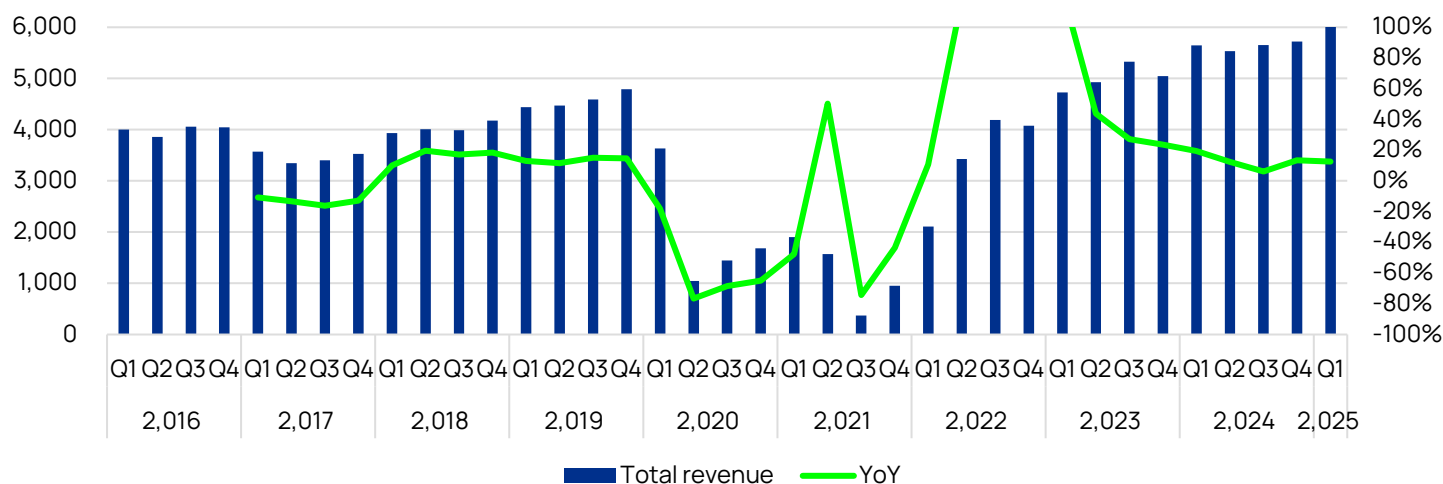
Chúng tôi giữ nguyên dự báo về sự phục hồi dần của lượng khách trong nước. Trong quý 1/2025, lượng khách trong nước cải thiện nhẹ 3% YoY, đạt 18,1 triệu lượt, được hỗ trợ bởi sức mua của người tiêu dùng cải thiện, mặc dù thấp hơn một chút so với dự báo cả năm của chúng tôi là 74,8 triệu lượt (+9% YoY). Chúng tôi kỳ vọng lượng khách trong nước sẽ ghi nhận đà tăng mạnh hơn khi tâm lý người tiêu dùng dần cải thiện, từ đó thúc đẩy nhu cầu đi lại bằng đường hàng không trong nước dần phục hồi.

Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp (CMCS) đã chấp thuận cho ACV trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 65% từ lợi nhuận giữ lại giai đoạn 2019-2023. Việc trả cổ tức bằng cổ phiếu này sẽ giúp tăng vốn điều lệ của ACV lên 32 nghìn tỷ đồng (+48% so với cuối năm 2024). Tiếp theo, ACV đang lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản với ngày cuối cùng nộp phiếu là ngày 19/5/2025. Nếu

được cổ đông thông qua, chúng tôi kỳ vọng ACV sẽ hoàn tất việc phân phối cổ tức bằng cổ phiếu trong nửa cuối năm 2025.

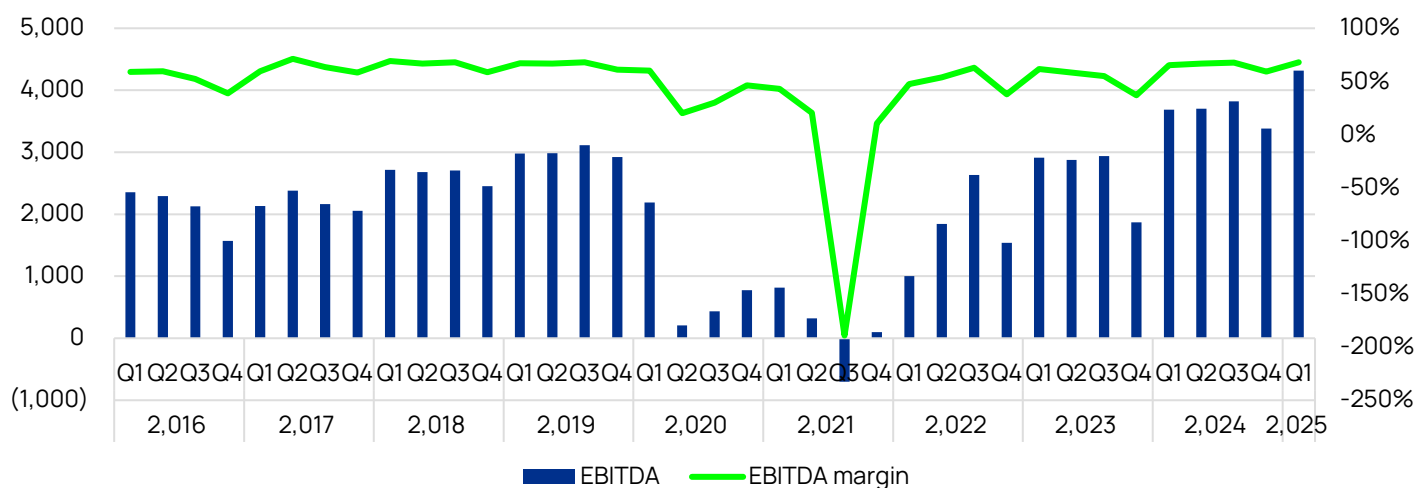
Vấn đề được kiểm toán viên nhấn mạnh về việc hoàn tất cổ phần hóa đã được giải quyết, hỗ trợ tiến trình niêm yết trên HOSE. Tính đến tháng 2/2025, quyết toán tài chính cổ phần hóa của ACV đã được phê duyệt và ý kiến kiểm toán cập nhật đã được phản ánh trong báo cáo tài chính đã kiểm toán năm 2024. Rào cản còn lại liên quan đến tài sản cơ sở hạ tầng hàng không do Nhà nước đầu tư, có thể được giải quyết vào cuối năm 2025.

Hình 1: Doanh thu của ACV (tỷ đồng, trái) và tăng trưởng so với cùng kỳ (% , phải)



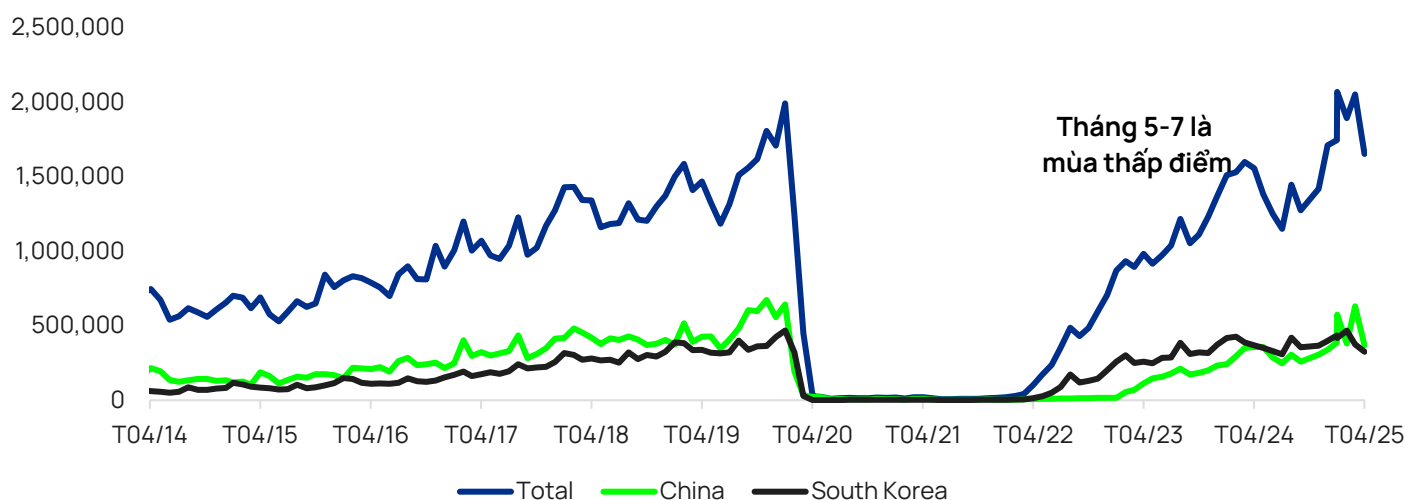
Nguồn: ACV, Vietcap

Hình 2: EBITDA hàng quý của ACV (tỷ đồng, trái) và biên EBITDA (% , phải)



Nguồn: ACV, Vietcap

Hình 3: Lượng khách quốc tế hàng tháng đến Việt Nam*



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Vietcap

Triển vọng năm 2025: Lượng khách quốc tế tăng trưởng ổn định; lượng khách trong nước phục hồi nhẹ

Hình 4: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 cũ	Nhận định của Vietcap
Lượng khách quốc tế của ACV (triệu lượt) ^	41,1	46,9	14%	46,9	* Chúng tôi duy trì kỳ vọng về đà tăng trưởng ổn định, với sự phục hồi mạnh hơn của lượng khách Trung Quốc, được hỗ trợ bởi các chính sách thị thực thuận lợi hiện hành và hoạt động quảng bá du lịch tích cực.
Lượng khách trong nước của ACV (triệu lượt)	68,6	74,8	9%	74,8	* Chúng tôi duy trì kỳ vọng về đà phục hồi dần trong giai đoạn 2025–2026, được hỗ trợ bởi sự phục hồi nhu cầu đi lại bằng đường hàng không trong nước khi tâm lý người tiêu dùng dần cải thiện.
Tổng lượng khách của ACV (triệu)	109,7	121,6	11%	121,6	
Doanh thu thuần	22.555	25.119	11%	25.119	
Doanh thu hàng không	15.837	17.475	10%	17.475	
Phí cất hạ cánh	2.811	3.119	11%	3.119	
Doanh thu phi hàng không	4.011	4.630	15%	4.630	
Doanh thu của ACV**	19.744	22.001	11%	22.001	
Lợi nhuận gộp	13.813	15.736	14%	15.736	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-1.512	-1.323	-12%	-1.323	* Chúng tôi kỳ vọng ACV sẽ hoàn nhập phần lớn các khoản dự phòng nợ xấu trong giai đoạn 2025–2028, dự kiến 500 tỷ đồng trong năm 2025.
Lợi nhuận từ HĐKD	12.301	14.413	17%	14.413	
Thu nhập tài chính	2.510	1.400	-44%	1.417	
Chi phí tài chính	-876	-1.084	24%	-430	* Chúng tôi giả định tỷ giá JPY/VND tăng 10% (so với 4% trước đó), dựa trên ước tính đồng thuận của Bloomberg, dẫn đến khoản lỗ tỷ giá dự kiến là 1,0 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (so với 374 tỷ đồng trong dự báo trước đó). * Đối với tỷ giá USD/VND, chúng tôi duy trì dự báo tỷ giá USD/VND sẽ không tăng trong năm 2025, dựa theo dự báo nội bộ của Vietcap.
Thu nhập ròng từ CTLK	364	424	17%	424	
LNST	14.333	15.178	6%	15.849	
LNST điều chỉnh theo lãi/lỗ tỷ giá	14.746	14.150	-4%	15.475	
Thuế thu nhập	-2.756	-2.919	6%	-3.048	
LNST	11.577	12.260	6%	12.801	
LNST sau lợi ích CĐTS	11.564	12.246	6%	12.787	
LNST sau lợi ích CĐTS của ACV	10.321	10.687	4%	11.408	* Điều chỉnh nhẹ, dựa theo KQKD quý 1/2025, với tài sản của Nhà nước tạo ra LNST sau lợi ích CĐTS cao hơn một chút so với dự kiến, trong khi tài sản của ACV thấp hơn nhẹ so với kỳ vọng.
LNST sau lợi ích CĐTS của Nhà nước***	1.242	1.559	26%	1.378	
Khấu hao	2.288	2.639	15%	2.639	
EBITDA	14.589	17.052	17%	17.052	
Biên lợi nhuận gộp	61,2%	62,6%		62,6%	* Dự báo biên lợi nhuận gộp của chúng tôi cao hơn mức trước COVID do chi phí khấu hao đã được loại bỏ một phần.
Biên SG&A	-6,7%	-5,3%		-5,3%	
Biên EBITDA	64,7%	67,9%		67,9%	
Biên lợi nhuận ròng*	52,3%	48,6%		51,9%	

Nguồn: ACV, Vietcap. Lưu ý: (^) Bao gồm hành khách quốc tế tại các nhà ga quốc tế Đà Nẵng (DAD) và Cam Ranh (CXR); (**) Không bao gồm đóng góp từ các tài sản hàng không được Nhà nước đầu tư; (***) LNST sau lợi ích CĐTS từ các tài sản thuộc sở hữu của Nhà nước; Nhà nước ủy quyền cho ACV quản lý các tài sản này (bao gồm đường băng).

Hình 5: Các khoản phải thu của ACV tính đến quý 1/2025 (tỷ đồng)

Tỷ đồng	Tổng cộng	Tổng nợ xấu gộp	Tổng nợ xấu ròng
Tất cả các hãng	10.583	5.860	2.008
Vietjet Air	2.796	N.A	N.A
Bamboo Airways	2.458	2.457	0
Vietnam Airlines	2.839	2.087	2.006
Pacific Airlines	886	886	0

Nguồn: ACV, Vietcap

Hình 6: Dự báo đồng thuận của Bloomberg về tỷ giá JPY/VND tính đến ngày 14/02/2025

	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026
Dự báo	181	183	185	187

Nguồn: Bloomberg

Hình 7: Độ nhạy lãi/lỗ tỷ giá dựa theo tỷ giá dự báo JPY/VND trong năm 2025 (tỷ đồng)

JPY/VND					
	175	180	185	190	195
Dự báo lãi/lỗ tỷ giá 2025	-467	-748	-1.028	-1.308	-1.589
% lợi nhuận từ HĐKD	-4%	-6%	-8%	-11%	-13%

Nguồn: Vietcap

Dự án Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA)

LTA Giai đoạn 1 với một đường băng sẽ cung cấp sức chứa 25 triệu hành khách và 1,2 triệu tấn hàng hóa cho TP.HCM và các tỉnh lân cận. Tại ĐHCĐ năm 2024 của ACV, ban lãnh đạo cho biết LTA sẽ phục vụ khoảng 90% chuyến bay quốc tế cho TP.HCM và các tỉnh lân cận. ACV sẽ có thể thu phí cất cánh và hạ cánh (T-O/L) tại LTA vì ACV là nhà phát triển tiểu dự án thứ ba của LTA (bao gồm cơ sở hạ tầng đường băng và sân đỗ).

Việc xây dựng bắt đầu vào cuối năm 2020 và ACV dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2026 - chậm so với mục tiêu ban đầu là 2025 nhưng sớm hơn kỳ vọng của chúng tôi là 2027.

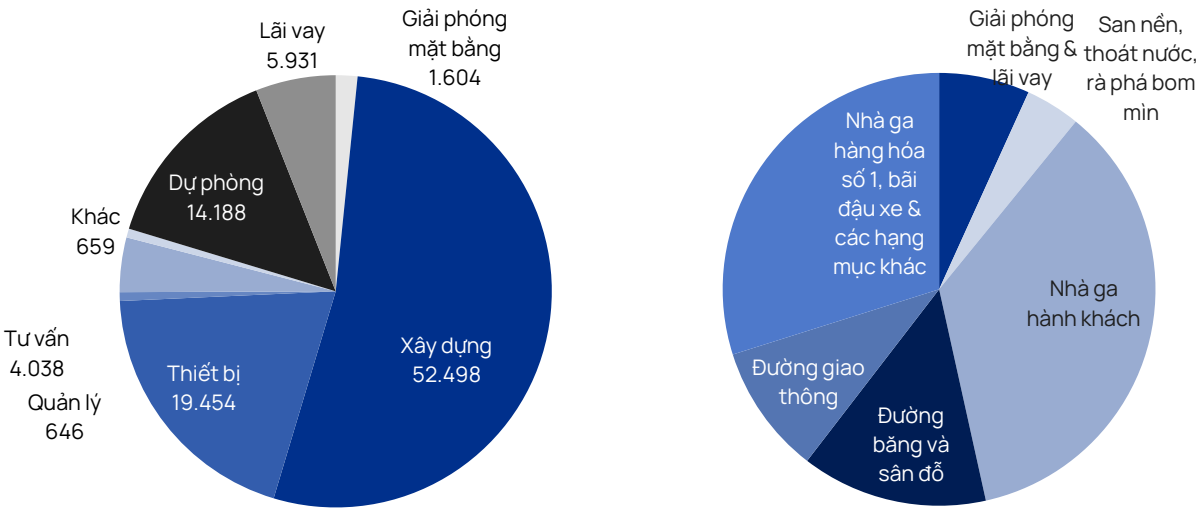
Vui lòng tìm thêm thông tin chi tiết về tác động tiềm ẩn của gói này và Sân bay Quốc tế Long Thành trong [Góc nhìn đầu tư](#): Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA) - Đại dự án hàng không dự kiến tác động đến nhiều ngành, ngày 17/07/2023 của chúng tôi.

Hình 8: Tổng quan chủ đầu tư Giai đoạn 1 của LTA và tổng mức đầu tư các dự án thành phần

	Dự án thành phần 1	Dự án thành phần 2	Dự án thành phần 3	Dự án thành phần 4	Tổng cộng
Hạng mục	Các công trình của cơ quan chức năng	Tòa nhà quản lý không lưu	Xây dựng sân bay thiết yếu, bao gồm cơ sở hạ tầng chung và nhà ga hàng hóa số 1	Các tòa nhà cho các dịch vụ hàng không bổ sung, bao gồm nhà ga hàng hóa số 2	
Nhà đầu tư	Cơ quan nhà nước và/hoặc nhà đầu tư đối tác công tư (PPP) nếu cơ quan nhà nước không thu xếp được vốn	Tổng công ty Quản lý bay Việt Nam	ACV	Bộ GTVT sẽ giám sát việc đấu thầu dự án thành phần số 4	
Tổng chi phí đầu tư (tỷ đồng)	293	3.435	99.019	6.364	109.112
Tổng chi phí đầu tư (triệu USD) với tỷ giá VND/USD là 23.390)	13	147	4.233	272	4.665

Nguồn: Quyết định số 1777/QĐ-TTg, ACV, Vietcap

Hình 9: Cơ cấu chi phí đầu tư dự án thành phần 3 của LTA giai đoạn 1 (tỷ đồng)



Nguồn: ACV (trái), ước tính của Vietcap dựa trên dữ liệu của ACV (phải)

Hình 10: Các gói thầu xây lắp tiêu biểu của dự án thành phần 3 của LTA

Hạng mục	Gói thầu	Giá trị (tỷ đồng)	Tình trạng	Bên trúng thầu/bên đấu thầu/công ty niêm yết hưởng lợi tiềm năng
San nền & thoát nước	3.4	4.412	Đang thi công	Bên trúng thầu: CT TNHH Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Tổng Công ty Xây dựng Công trình Hàng không ACC Phúc Lộc Group Cienco8 Vinaconex (HOSE: VCG)
Nhà ga hành khách	5.10 - Phần thân ga hành khách	35.234	Đang thi công	Bên trúng thầu: Liên danh VIETUR (xem bên dưới) Những công ty niêm yết hưởng lợi tiềm năng: HOSE: DHA UPCoM: VLB
Nhà ga hàng hóa số 1	7.8	N/A	Đang tiến hành đấu thầu	Những công ty niêm yết hưởng lợi tiềm năng: HOSE: SCS HOSE: NCT
Cơ sở hạ tầng	4.6 – Đường băng, một sân đỗ khác	8.136	Đang thi công	Bên trúng thầu (một liên danh) Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex) (HOSE: VCG) CT TNHH Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Tổng Công ty xây dựng công trình hàng không ACC CTCP Tập đoàn CIENCO4 (UPCoM: C4G) CTCP Phát triển Đầu tư Xây dựng Việt Nam CTCP Xây dựng công trình hàng không Sáu Bốn Bảy
	4.7 – Sân đỗ nhà ga hành khách	6.268	Đang thi công	Bên trúng thầu CT TNHH Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Tổng Công ty xây dựng công trình hàng không ACC Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam CTCP Phát triển Đầu tư Xây dựng Việt Nam CTCP Tập đoàn CIENCO4 CTCP Xây dựng công trình hàng không Sáu Bốn Bảy
	4.8 – Đường nội bộ	11.066	Đang thi công	Bên trúng thầu CT TNHH Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn CTCP Đầu tư và Xây dựng Giao thông Phương Thành Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam Tổng Công ty Xây dựng số 1 CTCP Kỹ thuật Công nghiệp Châu Á CTCP Ứng dụng và Phát triển Công nghệ Thông tin CTCP Đầu tư và Phát triển Xây dựng Việt Nam CT TNHH Đầu tư và Xây dựng Dacinco CTCP Xây dựng và Lắp đặt 368
	6.12 – Đường T1, T2	2.785	Đang thi công	Bên trúng thầu CTCP Đầu tư hạ tầng giao thông Đèo Cả (HOSE: HHV) Tổng Công ty Thăng Long (HNX: TTL) CTCP Đầu tư Xây dựng Hạ tầng Khang Nguyên CT TNHH Thương mại, Xây dựng và Tư vấn Hoàng Long CTCP Xây lắp 368

Nguồn: ACV, truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp

Liên danh VIETUR trúng thầu xây dựng nhà ga hành khách của sân bay quốc tế Long Thành. Đây là nhà thầu duy nhất đáp ứng được các yêu cầu kỹ thuật của dự án. Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam (HOSE: VCG) là thành viên chủ chốt trong liên danh VIETUR.

Hình 11: Liên danh VIETUR

Liên danh	Nhà thầu
VIETUR	Tổng thầu: Công ty TNHH Thương mại và Công nghiệp Xây dựng IC Istas. CTCP Đầu tư Xây dựng Ricons. CTCP Đầu tư Xây dựng Newtecons. CTCP Đầu tư Xây dựng SOLE&C. Tổng Công ty Xây dựng số 1 Công Ty Cổ Phần Kết Cấu Thép ATAD CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam. (Vinaconex - VCG) CTCP Xây dựng Phục Hưng Holdings. (PHC) CTCP Hawee Cơ Điện Tổng công ty Xây dựng Hà Nội (HAN)

Nguồn: ACV, truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp

Hình 12: Mặt bằng xây dựng Sân bay Quốc tế Long Thành tính đến tháng 4/2025



Nguồn: Truyền thông trong nước

Đề án pháp lý quản lý đường băng và niêm yết trên HOSE

Đề án pháp lý quản lý đường băng đã được Chính phủ phê duyệt. Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt đề án pháp lý vào tháng 12/2020 để ACV quản lý và khai thác tài sản hạ tầng hàng không (bao gồm cả đường băng) đến hết năm 2025 trong khi quyền sở hữu đường băng vẫn thuộc về Chính phủ. Theo đề án pháp lý này, Bộ Giao thông Vận tải đã đề xuất ACV sử dụng nguồn thu từ tài sản cơ sở hạ tầng hàng không để tài trợ cho các dòng tiền cần thiết như bảo trì và sửa chữa tài sản. Cho đến cuối năm 2025, Chính phủ sẽ đánh giá lại tài sản hạ tầng đường băng, có thể đưa vào bảng cân đối kế toán của ACV để đổi lấy việc tăng cổ phần Nhà nước. Trong thời gian Quyết định này có hiệu lực từ ngày 07/12/2020 đến ngày 31/12/2025, Chính phủ giao Bộ GTVT chủ trì, phối hợp với các cơ quan liên quan xác định giá trị tài sản hạ tầng hàng không do Nhà nước đầu tư đưa vào ACV thông qua việc tăng cổ phần thuộc sở hữu Nhà nước của công ty.

Việc ACV chuyển niêm yết sang HOSE đòi hỏi phải giải quyết mọi vấn đề còn tồn đọng. Có 2 vấn đề được kiểm toán viên nhấn mạnh: (1) chờ quyết toán cổ phần hóa và (2) ACV bắt đầu ghi nhận doanh thu, chi phí liên quan đến tài sản hạ tầng hàng không do Nhà nước đầu tư (bao gồm cả đường băng) từ năm 2021. Do đó, so sánh cùng kỳ về thu nhập và lợi nhuận của ACV báo cáo lưu chuyển tiền tệ không được áp dụng. Tính đến tháng 2/2025, quyết toán tài chính cổ phần hóa của ACV đã được phê duyệt và ý kiến kiểm toán cập nhật đã được phản ánh trong báo cáo tài chính đã kiểm toán năm 2024, loại bỏ một rào cản quan trọng cho việc niêm yết. Vấn đề còn lại liên quan đến tài sản cơ sở hạ tầng hàng không do Nhà nước đầu tư, có thể được giải quyết vào cuối năm 2025.

Định giá

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi giữ nguyên phương pháp định giá là kết hợp giữa chiết khấu dòng tiền - CKDT (70%) và hệ số Giá trị doanh nghiệp/Lợi nhuận trước lãi vay, thuế, và khấu hao (EV/EBITDA) dựa trên EBITDA dự phóng năm 2025 của chúng tôi (30%).

Đối với phương pháp CKDT, chúng tôi áp dụng giai đoạn dự báo là 14 năm (2025-2038) để phản ánh tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ACV từ LTA Giai đoạn 1 (dự kiến vận hành vào năm 2027) và Giai đoạn 2 (dự kiến vận hành vào năm 2032). Định giá CKDT của chúng tôi phụ thuộc nhiều vào giá trị cuối cùng do gánh nặng vốn đầu tư XDCB cao trong 11 năm tới.

Chúng tôi đưa vào tỷ trọng 30% đối với phương pháp định giá EV/EBITDA nhằm giảm bớt tác động của gánh nặng vốn đầu tư XDCB lớn tại LTA trong giai đoạn 2025-2026 và chi phí lãi vay tăng từ năm 2027 trở đi. Chúng tôi áp dụng EV/EBITDA ở mức 20,0 lần, phù hợp với mức trung bình giai đoạn 2017-2024 của ACV (loại trừ giai đoạn 2020-2022). Chúng tôi cho rằng ACV xứng đáng được định giá với các hệ số tương đương mức trung bình lịch sử.

Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng hệ số EV/EBITDA dự phóng các năm 2025/2026 của ACV lần lượt là 18,3 lần/15,8 lần so với mức trung bình giai đoạn 2017-2020 là 15,8 lần.

Hình 13: Tóm tắt định giá của Vietcap đối với ACV

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng/CP)	Tỷ trọng	Đóng góp (đồng/CP)
CKDT	129.100	70%	90.370
EV/EBITDA với EBITDA dự phóng năm 2025 là 20,0 lần	138.123	30%	41.437
Giá mục tiêu (đồng/CP)			131.807
EV/EBITDA dự phóng năm 2025/2026 tương ứng với giá mục tiêu			18,3x/15,8x

Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 14: Tóm tắt định giá CKDT

Chi phí vốn	Trước đây	Điều chỉnh	Dự báo DTTD (15 năm) - tỷ đồng	Giá trị
Beta	0,8	0,8	GTHT của DTTD	54.074
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%	GTHT của GT cuối (TT 2%)	216.294
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%	GTHT của DTTD và GTC	270.367
Chi phí vốn cổ phần %	12,3%	12,3%	+ Tiền mặt & Tiền gửi ngắn hạn	20.525
Chi phí lãi vay %	11,0%	11,0%	- Nợ	-9.827
Lãi vay %	10,0%	10,0%	- Lợi ích CĐTS	-60
Vốn cổ phần %	90,0%	90,0%	Giá trị vốn chủ sở hữu	281.005
Thuế DN %	20,0%	20,0%	Số lượng cổ phiếu (triệu)	2.177
WACC %	12,0%	12,0%	Giá trị CKDT/cổ phiếu, đồng	129.100

Nguồn: Bloomberg, Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi thay đổi giả định chi phí nợ vay do chúng tôi tin rằng chi phí nợ vay trong tương lai của ACV sẽ vào khoảng 11% do vay nợ để tài trợ cho dự án LTA, vốn không được Chính phủ bảo lãnh.

Hình 15: Dự báo DTTD cho giai đoạn 2025-2030

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN từ HĐKD của ACV	12.978	15.550	19.215	22.726	26.590	31.701
- Thuế	-2.596	-3.110	-3.843	-4.545	-5.318	-6.340
+ Khấu hao	2.709	2.490	5.406	5.449	5.492	5.534
- Vốn đầu tư XDCB	-57.044	-51.182	-29.745	-29.745	-29.745	-29.745
- Tăng vốn hoạt động	961	1.197	-357	540	-1.048	-585
Dòng tiền tự do	-42.992	-35.055	-9.324	-5.575	-4.030	565
GTHT của DTTD	-40.632	-29.593	-7.031	-3.755	-2.424	304
GTHT lũy kế của DTTD	-40.632	-70.225	-77.256	-81.011	-83.436	-83.132

Nguồn: Vietcap

Hình 16: Dự báo DTTD cho giai đoạn 2031-2038

Tỷ đồng	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	2038F
LN từ HĐKD của ACV	37.529	49.045	57.146	66.433	77.078	89.283	102.685	118.210
- Thuế	-7.506	-9.809	-11.429	-13.287	-15.416	-17.857	-20.537	-23.642
+ Khấu hao	5.577	8.058	8.117	8.177	8.236	8.296	8.532	8.591
- Vốn đầu tư XDCB	-29.745	-3.985	-3.985	-3.985	-3.985	-3.985	-3.985	-3.985
- Tăng vốn hoạt động	-1.353	-4.937	-2.275	-2.348	-2.426	-804	-2.185	-2.249
Dòng tiền tự do	4.502	38.372	47.574	54.989	63.488	74.933	84.510	96.925
GTHT của DTTD	2.161	16.452	18.220	18.811	19.400	20.452	20.603	21.107
GTHT lũy kế của DTTD	-80.971	-64.519	-46.299	-27.487	-8.088	12.364	32.967	54.074

Nguồn: Vietcap

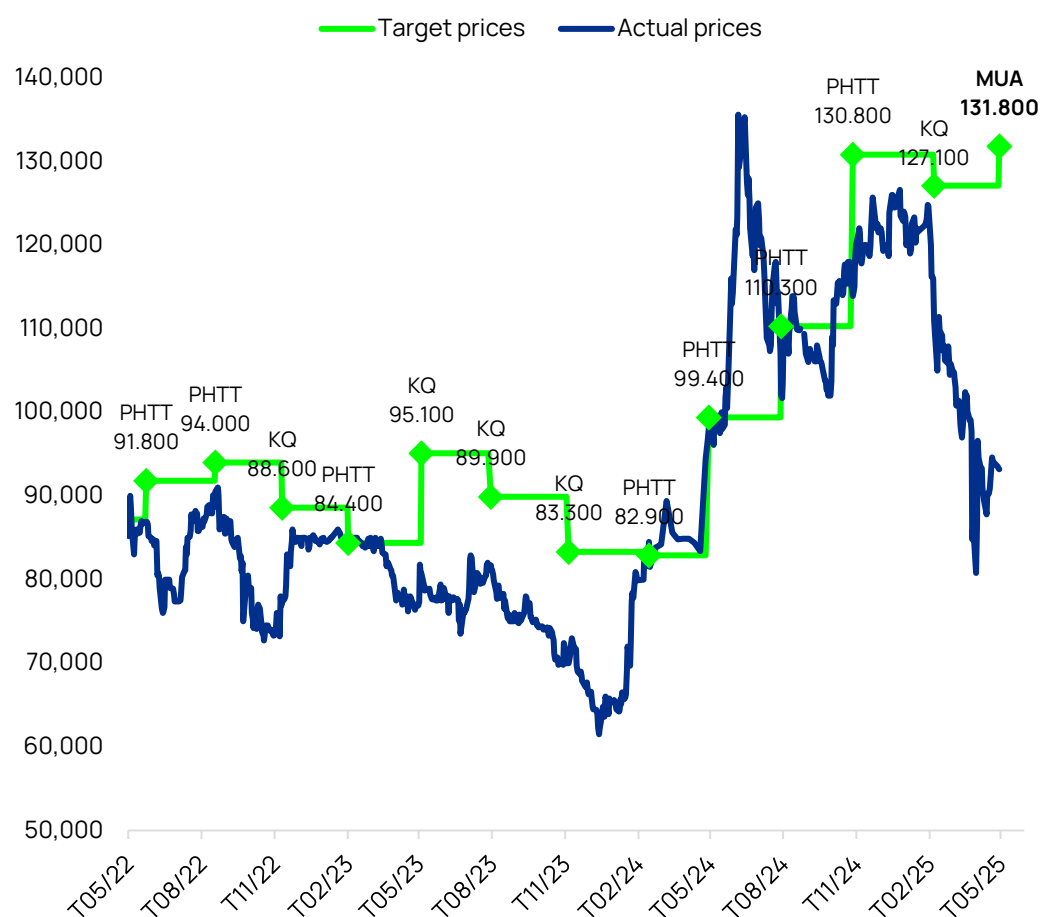
Hình 17: Độ nhạy giá mục tiêu đối với tăng trưởng giá trị cuối và WACC (đồng/cổ phiếu)

		WACC				
Tăng trưởng		11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
	1,0%	143.100	133.000	124.000	116.000	108.800
	1,5%	147.500	136.800	127.300	118.900	111.200
	2,0%	152.500	141.000	131.800	121.900	113.900
	2,5%	158.000	145.700	134.900	125.300	116.800
	3,0%	164.200	150.900	139.300	129.100	120.000

Nguồn: Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 18: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu của ACV (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	22.555	25.119	27.684	36.782
Giá vốn hàng bán	-8.741	-9.383	-9.569	-14.272
Lợi nhuận gộp	13.813	15.736	18.115	22.510
Chi phí bán hàng	-374	-417	-459	-610
Chi phí quản lí DN	-1.138	-907	-623	-1.123
LN thuần HĐKD	12.301	14.413	17.033	20.777
Doanh thu tài chính	2.510	1.400	969	836
Chi phí tài chính	-876	-1.084	-1.105	-5.918
Trong đó, chi phí lãi vay	-61	-56	-53	-4.643
Lợi nhuận từ công ty LDLK	364	424	467	621
Lợi nhuận/(chi phí) khác	33	25	28	37
LNTT	14.333	15.178	17.393	16.351
Thuế TNDN	-2.756	-2.919	-3.131	-2.943
LNST trước CĐTS	11.577	12.260	14.262	13.408
Lợi ích CĐ thiểu số	-13	-14	-16	-15
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	11.564	12.246	14.246	13.393
LNST sau lợi ích CĐTS của ACV *	10.321	10.687	12.593	11.544
LNST sau lợi ích CĐTS của CP **	1.242	1.559	1.653	1.849
EBITDA	14.589	17.052	19.454	26.113
EPS báo cáo, VND	4.837	5.134	5.965	5.621
EPS báo cáo của ACV, VND	4.267	4.418	5.206	4.772
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DT	12,8%	11,4%	10,2%	32,9%
Tăng trưởng DT của ACV *	13,3%	11,4%	10,2%	35,8%
TT LN từ HĐKD	51,9%	17,2%	18,2%	22,0%
LNTT	36,6%	5,9%	14,6%	-6,0%
EPS báo cáo của ACV	42,9%	3,5%	17,8%	-8,3%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	61,2%	62,6%	65,4%	61,2%
Biên LN từ HĐ %	54,5%	57,4%	61,5%	56,5%
Biên EBITDA	64,7%	67,9%	70,3%	71,0%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS *	52,3%	48,6%	52,0%	35,1%
ROE *	21,0%	18,6%	18,0%	14,4%
ROA *	16,0%	12,4%	10,0%	7,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	15,9	13,7	15,8	13,4
Số ngày phải thu	200,8	164,9	141,8	117,0
Số ngày phải trả	60,1	65,4	64,4	54,3
TG luân chuyển tiền	156,6	113,2	93,3	76,1
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	5,2x	4,0x	2,5x	2,1x
CS thanh toán nhanh	5,2x	3,9x	2,5x	2,1x
CS thanh toán tiền mặt	3,4x	2,3x	1,1x	0,8x
Nợ/Tài sản	13,5%	41,9%	48,2%	45,2%
Nợ/Vốn sử dụng	14,9%	45,3%	51,1%	47,9%
Nợ/Vốn CSH	-30,5%	37,7%	73,8%	76,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	241,0x	306,6x	365,3x	5,6x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	6.307	5.353	839	1.177
Đầu tư TC ngắn hạn	20.249	11.249	9.249	7.749
Các khoản phải thu	12.144	10.548	10.958	12.630
Hàng tồn kho	294	411	419	626
TS ngắn hạn khác	1.537	1.507	1.661	2.207
Tổng TS ngắn hạn	40.530	29.068	23.126	24.388
TS dài hạn (gộp)	49.771	50.371	50.971	203.857
- Khấu hao lũy kế	-37.741	-40.380	-42.800	-48.137
TS dài hạn (ròng)	12.030	9.991	8.170	155.720
Chi phí XDCB dở dang	20.904	77.348	127.930	4.789
TS dài hạn khác	3.805	4.238	4.671	6.206
Tổng TS dài hạn	36.739	91.577	140.771	166.715
Tổng Tài sản	77.270	120.644	163.897	191.102
Phải trả ngắn hạn	1.689	1.671	1.704	2.542
Nợ ngắn hạn	396	498	676	789
Nợ ngắn hạn khác	5.636	5.107	6.843	8.072
Tổng nợ ngắn hạn	7.722	7.276	9.223	11.402
Nợ dài hạn	9.346	40.956	67.924	79.495
Nợ dài hạn khác	261	211	287	334
Tổng nợ	17.329	48.443	77.434	91.231
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	21.772	21.772	21.772	21.772
Thặng dư vốn CP	15	15	15	15
Lợi nhuận giữ lại	32.067	44.312	58.558	71.952
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	56	70	86	101
Vốn chủ sở hữu	59.941	72.201	86.463	99.871
Tổng cộng nguồn vốn	77.270	120.644	163.897	191.102
CP lưu hành cuối năm (triệu)	2.177	2.177	2.177	2.177

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	2.844	6.307	5.353	839
Lợi nhuận sau thuế	11.564	12.246	14.246	13.393
Khấu hao	2.288	2.639	2.420	5.336
Thay đổi vốn lưu động	-2.319	961	1.197	-357
Điều chỉnh khác ⁽¹⁾	886	-1.173	-718	-508
Tiền từ hoạt động KD	9.626	14.673	17.145	17.865
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-13.279	-57.044	-51.182	-29.745
Đầu tư, ròng	7.428	9.704	2.377	535
Tiền từ HĐ đầu tư	-5.852	-47.339	-48.805	-29.210
Cổ tức đã trả	-7	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-406	31.610	26.968	11.570
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	102	178	112
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-414	31.712	27.146	11.682
Tổng lưu chuyển tiền tệ	3.361	-954	-4.514	338
Tiền cuối năm	6.307	5.353	839	1.177

Nguồn: ACV, Vietcap; Ghi chú: (*) Không bao gồm đóng góp từ tài sản hàng không do Nhà nước đầu tư; (**) LNST sau lợi ích CĐTS từ tài sản Nhà nước sở hữu; Nhà nước ủy quyền cho ACV quản lý các tài sản này (bao gồm cả đường băng); (1) chủ yếu bao gồm thu nhập từ lãi và cổ tức; (2) bao gồm các khoản đầu tư ngắn hạn (tiền gửi có kỳ hạn ngắn).

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thị Ngọc Hân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 134
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.