

THEO DÕI

Giá mục tiêu: **89.100 VND (▲18%)**

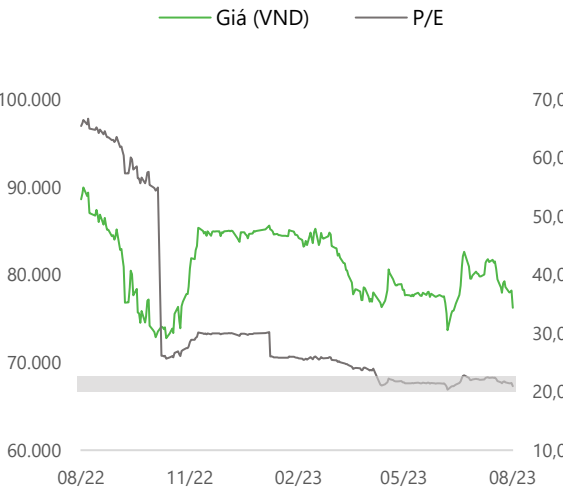
Cập nhật: 30/08/2023

TRIỂN VỌNG 2023

**Tích cực:** Kỳ vọng chính sách thị thực nới lỏng và mùa cao điểm cuối năm 2023 sẽ mang đến sự cải thiện về lượng khách quốc tế

**Tiêu cực:** Khoản nợ xấu có xu hướng tăng nhanh, (2) kế hoạch chuyển sàn sang HOSE còn nhiều vướng mắc.

**Khuyến nghị:** Có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu chiết khấu về vùng giá 71.000d – 72.000d, mức P/E hợp lý rơi vào khoảng 22-23 lần.



Dữ liệu thị trường

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| Ngành nghề               | Hàng không |
| Giá hiện tại (VND/cp)    | 75.545     |
| Vốn hóa (Tỷ VND)         | 164.474    |
| Số lượng CPLH (triệu cp) | 2.177      |
| EPS 4 quý gần nhất       | 3.600      |
| P/E (30/08/2023)         | 20,76      |
| Cao nhất 52 tuần         | 87.300     |
| Thấp nhất 52 tuần        | 72.700     |



Tổng Công ty Cảng Hàng không  
Việt Nam (UPCOM)



TỔNG QUAN

Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ mặt đất, hỗ trợ vận tải hàng không. Hiện tại, ACV là đơn vị duy nhất sở hữu và điều hành gần như toàn bộ các nhà ga hành khách tại 22 sân bay. Doanh thu chính của ACV đến từ dịch vụ hàng không: dịch vụ hành khách, an ninh, hạ cất cánh... và dịch vụ phi hàng không: cho thuê mặt bằng, quảng cáo... Tính tới 30/06/2023, Nhà nước vẫn là cổ đông lớn nhất tại ACV với 95,4% cổ phần.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Tăng trưởng trở lại nhờ lượng khách đang trên đà phục hồi

Trong 7 tháng đầu năm 2023, lượng khách nước ngoài và khách Trung Quốc lần lượt đạt 68% và 26% so với mức trước dịch COVID. Biên lợi nhuận từ khách quốc tế cao, đóng góp chính vào doanh thu ACV. Kỳ vọng lượng khách quốc tế trong nửa cuối năm 2023 sẽ có sự cải thiện do nửa cuối năm là mùa cao điểm của lượng khách quốc tế đến Việt Nam và chính sách thị thực nới lỏng.

Chủ nợ của các hàng hàng không

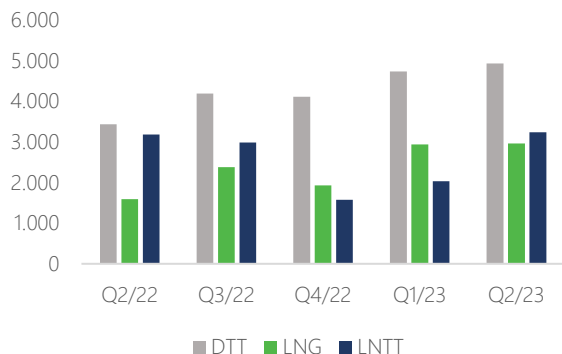
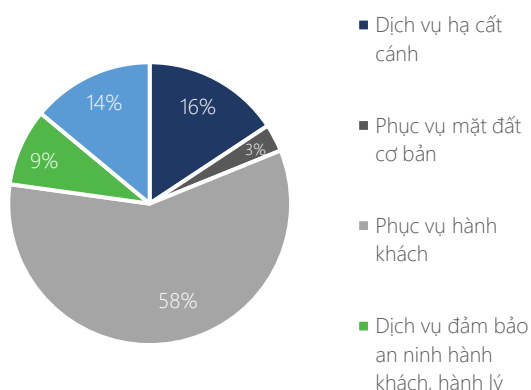
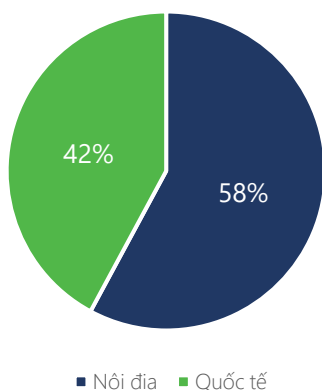
Các khoản phải thu này tích lũy lớn dần và khoản nợ xấu ngày một tăng lên do tốc độ phục hồi chậm từ các hãng bay, cộng thêm việc công ty đã ngừng hỗ trợ chấp nhận trả chậm của các khoản phải thu mới kể từ giữa năm 2023.

Nhiều khoản nợ xấu có khả năng thu hồi rất thấp và ACV buộc phải tăng trích lập dự phòng. Mặc dù những khoản nợ xấu này tương đối nhỏ so với quy mô tổng tài sản của ACV, tuy nhiên, tốc độ nợ xấu tăng cũng là vấn đề đáng lo ngại.

Mở rộng quy mô vốn xây dựng, chuẩn bị bước vào giai đoạn đầu tiên trong đại dự án sân bay Long Thành (LTA)

Với việc đã chốt xong nhà thầu thực hiện gói 5.10, kỳ vọng LTA sẽ được khởi công vào cuối năm nay. Với thời gian hoàn thành dự kiến trong 4 năm, giai đoạn 2024-2027 sẽ là giai đoạn ACV dồn lực về vốn. Dự kiến vốn đầu tư xây dựng cơ bản rơi vào mức 4,2 tỷ USD, gấp hơn 2 lần dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

## KẾT QUẢ KINH DOANH

CƠ CẤU DOANH THU DỊCH VỤ  
HÀNG KHÔNG Q2/2023CƠ CẤU DOANH THU THEO LOẠI  
KHÁCH Q2/2023

## KẾT QUẢ KINH DOANH

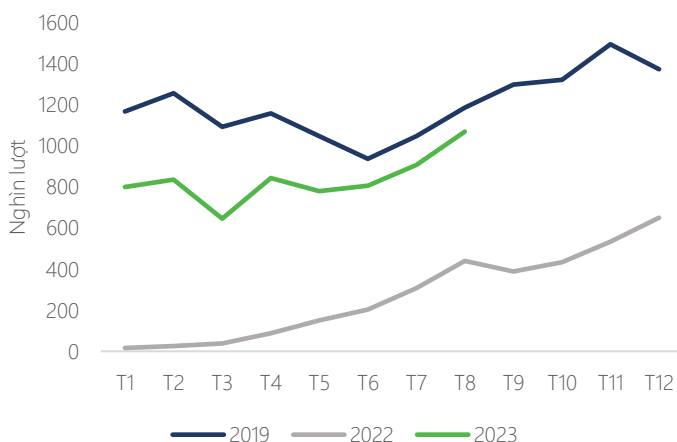
## Lợi nhuận đạt đỉnh trong Q2/23 nhờ lượt khách quốc tế cải thiện

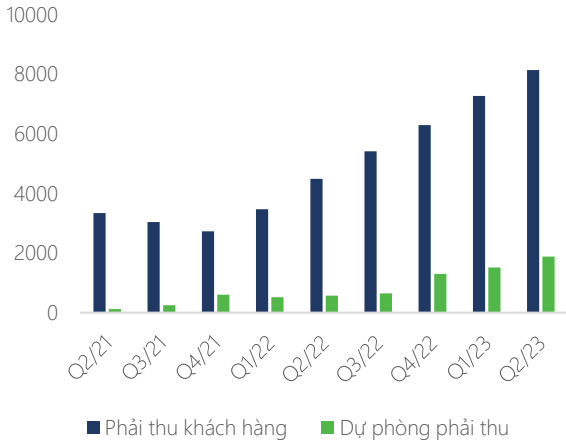
Đây cũng là quý lãi kỷ lục trong lịch sử hoạt động của công ty. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt là 4.929 tỷ đồng (+43,7% YoY) và 2.608 tỷ đồng (+1,6% YoY). Cụ thể, mảng dịch vụ hàng không đóng góp 4.052 tỷ đồng, chiếm 82% doanh thu. Tiếp theo là doanh thu từ dịch vụ phi hàng không và bán hàng.

6T/23 lượng khách quốc tế và nội địa lần lượt đạt 14,4 triệu (45% KH) và 42 triệu (48% KH). Mức tăng trưởng của ACV đến từ cả việc số lượt khách quốc tế tăng mạnh, mặc dù chỉ chiếm hơn 25% tổng lượng khách. Biên lợi nhuận từ khách quốc tế cao hơn rất nhiều so với khách nội địa. Ước tính mức giá dịch vụ cho khách quốc tế cao hơn khoảng 2 lần so với lượt khách nội địa.

Lượt khách quốc tế tăng dần đều từ Q1/22 khi Việt Nam mở cửa đón khách hoàn toàn. Quý 2/2023, lượt khách quốc tế của ACV đạt 7,51 triệu lượt, tương đương 76% cùng kỳ năm 2019, là năm trước đại dịch Covid19.

Dự kiến lượng khách quốc tế sẽ có dư địa phục hồi tốt khi Việt Nam thực hiện chính sách nới lỏng thị thực ngày 15/08 qua các biện pháp nâng thời hạn cư trú từ 30 ngày lên 90 ngày; nâng số ngày tạm trú từ 15 ngày lên 45 ngày.

LƯỢT KHÁCH QUỐC TẾ ĐẾN BẰNG ĐƯỜNG  
HÀNG KHÔNG

PHẢI THU KHÓ ĐÒI VÀ TRÍCH LẬP  
DỰ PHÒNG

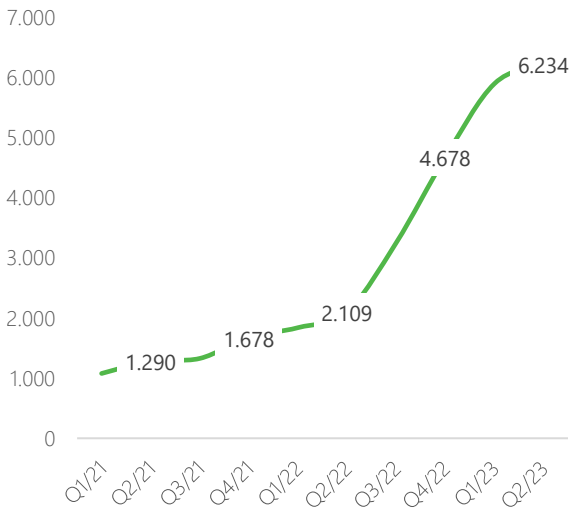
## KẾT QUẢ KINH DOANH

Khoản phải thu tích lũy tăng dần đều tạo áp lực lên  
việc trích lập dự phòng

Khoản phải thu ngắn hạn của khách hàng đã tăng 29% so với đầu năm lên 8.138 tỷ đồng, gồm các khoản mà các hãng hàng không trong nước đang nợ công ty. Trong đó có hơn 5.541 tỷ đồng là nợ xấu và ACV phải trích lập 1.890 tỷ đồng dự phòng.

Tốc độ trích lập tăng nhanh, tuy nhiên phía công ty đã khẳng định đã chấm dứt chính sách giãn, hoãn thu nợ từ giữa năm nay, và sẽ triệt để thu hồi các khoản nợ mới do hoạt động bay đã trở lại bình thường.

## Chi phí xây dựng cơ bản dở dang

Bước vào giai đoạn toàn lực dồn vốn, đẩy nhanh tiến  
độ thi công các dự án

Chiếm tỷ trọng chính trong chi phí xây dựng cơ bản dở dang là dự án LTA và nhà ga hành khách T3 Tân Sơn Nhất, chiếm lần lượt 75% và 16%.

Nguồn vốn huy động cho nhà ga T3 đến từ 70% vốn chủ sở hữu và 30% vốn vay. Tháng 8/2023 gói thầu chính xây dựng và lắp đặt mới được bàn giao, dự kiến sớm nhất vào Q2/2025 sẽ đưa vào vận hành.

Với LTA, mới đây ACV đã công bố VietUr là liên doanh trúng thầu. Việc tìm ra nhà thầu muộn khiến thời gian thi công kéo dài đến năm 2026. Như vậy, khoảng thời gian từ 2024-2026 sẽ là giai đoạn trọng điểm về giải ngân vốn. Dự kiến vốn đầu tư/CFO trong giai đoạn này rơi vào khoảng 2,x lần.

## TỶ GIÁ VND/JPY



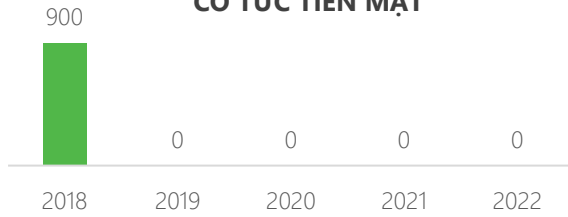
## Lợi nhuận tài chính biến động theo đồng yên Nhật

Các khoản tiền gửi và khoản vay vốn của ACV hầu hết bằng đồng yên Nhật. Q2/23, tổng nợ vay ODA bằng đồng yên Nhật là 11.216 tỷ đồng.

Q2/2023, chi phí tài chính của ACV giảm 469 tỷ nhờ đánh giá lại chênh lệch tỷ giá. Tuy nhiên, lũy kế 6T/23 lỗ tỷ giá đạt 301 tỷ do quý 1 phải ghi nhận khoản lỗ đến 771 tỷ do tỷ giá VND/JPY tăng cao từ mức đáy cuối năm 2022.

Tuy nhiên, lạm phát tại Nhật đang ở mức cao sát đỉnh 40 năm, vì vậy có thể kỳ vọng vào sự đảo chiều chính sách.

## CỔ TỨC TIỀN MẶT



## ĐỊNH GIÁ &amp; DỰ PHÓNG

## Thông tin cổ tức

Từ 2019-2022, ACV không tiến hành trả cổ tức. Giai đoạn này ACV đã nhiều lần xin ý kiến cổ đông về việc trả cổ tức bằng cổ phiếu do cần dự trữ tối đa tiền mặt để triển khai dự án. Tuy nhiên chính sách cổ tức mới chưa được thông qua.

## Định giá

P/E của ACV (tại giá đóng cửa (30/08/2023) đạt 20,76 lần, thấp hơn so với mức P/E trung bình 5 năm (69,53 lần).

## Dự phóng kết quả kinh doanh

Giả định năm 2023 ACV đón 32 triệu lượt khách quốc tế DSC ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế của 2023 sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt 42% và 13%, đạt lần lượt 19.702 tỷ và 9.965 tỷ.

EPS 2023 dự kiến đạt 2.800 VND/cp, tương đương P/E fw là 26,6 lần\*. Giá mục tiêu của 2023 là 89.100 VNĐ/cp, **upside 18%** so với giá đóng cửa ngày 30/08/2023 là 75.545 VND/cp.

\* Kết quả định giá loại bỏ giai đoạn P/E đột biến năm 2021

## BIỂU ĐỒ GIÁ



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. 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.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC 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 DSC 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 DSC 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 DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

**Trương Thái Đạt,**  
GĐ. Trung tâm Phân tích  
dat.tt@dsc.com.vn

**Phạm Văn Trang,**  
Chuyên viên Phân tích  
trang.pv@dsc.com.vn

**Nguyễn Minh Tuấn,**  
Chuyên viên Phân tích  
tuan.nm@dsc.com.vn

**Tiền Quốc Việt,**  
Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

**Phan Duy Thành,**  
Chuyên viên Phân tích  
thanh.pd@dsc.com.vn

**Nguyễn Vũ Thái Sơn,**  
Chuyên viên Phân tích  
son.nvt@dsc.com.vn

**Nguyễn Hoàng Hiệp,**  
Trưởng nhóm vĩ mô  
hiep.nh@dsc.com.vn