

HÀNG KHÔNG

**TRIỂN VỌNG TÀI CHÍNH CẢI THIỆN,
NHƯNG SỰ PHÂN HÓA VẪN CÒN**



Đỗ Thanh Tùng – tung.dt@vdsc.com.vn



Đánh giá chung



Tiêu cực

Trung bình

Tích cực

Tổng quan

Ngành hàng không tiếp tục chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường quốc tế trong nửa đầu năm khi Trung Quốc dỡ bỏ các hạn chế du lịch quốc tế và các quốc gia khác tiếp tục tăng trưởng ổn định theo tháng. Trong nửa cuối năm, động lực từ khách du lịch Trung Quốc và chính sách visa thông thoáng hơn sẽ tiếp tục hỗ trợ xu hướng tích cực của sản lượng hàng khách hàng không quốc tế và bức tranh lợi nhuận của hầu hết các doanh nghiệp trong ngành. Theo đó, các DN có vị thế cạnh tranh tốt (ACV, SGN, AST, SAS) sẽ duy trì được tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi hai chữ số ở mức cao, mặc dù sẽ chậm lại đôi chút so với nửa đầu năm khi hiệu ứng nền thấp dần trôi qua.

Điểm nhấn đầu tư

Cập nhật 1H-2023: Thị trường quốc tế phục hồi tốt như kỳ vọng, thúc đẩy mạnh mẽ lợi nhuận toàn ngành

- Sản lượng 6T-2023 tăng 29% YoY lên 56,9 triệu lượt. Trong đó, nội địa đạt 42,4 triệu lượt (+2% YoY), quốc tế đạt 14,5 triệu lượt (gấp 6 lần nền thấp của cùng kỳ). Thị trường khách du lịch quốc tế đến Việt Nam bằng đường hàng không duy trì xu hướng hồi phục theo tháng khá tích cực kể từ tháng 3/2023 khi Trung Quốc cấp phép cho du lịch đoàn tới Việt Nam.
- Tổng doanh thu các doanh nghiệp niêm yết trong ngành tăng 62% YoY lên mức 87,8 nghìn tỷ đồng, phục hồi hoàn toàn so với cùng kỳ năm 2019. Theo phân nhóm dịch vụ kinh doanh, nhóm DN DV phi hàng không (bán lẻ) chứng kiến mức tăng trưởng mạnh nhất (+149% YoY), theo sau là nhóm DN DV hàng không (+75% YoY) và vận tải hàng không (+61% YoY). Trong khi đó, doanh thu của các DN logistics hàng không giảm khoảng 22% YoY do bối cảnh thương mại suy yếu.
- LNTT toàn ngành tăng mạnh lên 5,4 nghìn tỷ đồng (gấp 25 lần cùng kỳ năm 2022), nhưng mức độ hồi phục vẫn chỉ đạt 55% so với cùng kỳ 2019. Diễn biến phân hóa mạnh tiếp tục diễn ra.
 - Các hãng hàng không giảm lỗ hơn 4 nghìn tỷ đồng so với cùng kỳ nhưng vẫn lỗ trước thuế gần 700 tỷ đồng.
 - Nhóm DN phi hàng không cũng ghi nhận mức tăng trưởng LNTT mạnh mẽ ở mức 245% YoY lên 218 tỷ đồng khi một số DN bắt đầu có lãi trở lại trong 6T2023 như AST, CIA, MAS. Tỷ lệ hồi phục về LNTT của AST, SAS – hai DN bán lẻ tại sân bay có vị thế cạnh tranh tốt - khá cao, đạt lần lượt 60% và 41%.
 - Nhóm DN DV hàng không tiếp tục đóng góp lớn nhất vào LN toàn ngành với 5,5 nghìn tỷ LNTT (+25% YoY), và đây là nhóm duy nhất ghi nhận LNTT có tăng trưởng so với thời điểm trước dịch (+13%).

Xu hướng tăng của sản lượng hành khách quốc tế vẫn sẽ tiếp diễn.

- Thị trường hàng không quốc tế của Việt Nam sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ nhu cầu du lịch dồn nén của du khách Trung Quốc. Quỹ đạo phục hồi của du khách Trung Quốc dự kiến sẽ tăng chậm nhưng chắc chắn và ổn định, thay vì “bùng nổ” do chi tiêu của người dân bị ảnh hưởng trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế đang chậm lại. Trong bối cảnh này, Việt Nam có thể là điểm đến hấp dẫn nhờ chi phí du lịch cạnh tranh với các nước khác trong khu vực. Theo khảo sát của Dragon Trail International với các đại lý du lịch, khu vực Đông Nam Á đứng thứ hai về tính hấp dẫn đối với du khách Trung Quốc chỉ sau châu Âu. Đáng chú ý, lượng du khách Trung Quốc tới Việt Nam hiện cao thứ hai trong khu vực này, tính tới tháng 6/2023 và ghi nhận tốc độ phục hồi kể từ đầu năm nhanh nhất.
- Chính sách visa thông thoáng hơn. Từ 15/8/2023, việc cấp thị thực điện tử được áp dụng cho công dân tất cả các nước, vùng lãnh thổ và thời hạn thị thực điện tử được nâng lên từ không quá 30 ngày thành không quá 90 ngày và có giá trị 1 lần hoặc nhiều lần. Ngoài ra, thời hạn tạm trú đối với công dân của 13 nước được Việt Nam đơn phương miễn thị thực được mở rộng lên 45 ngày.
- Các hãng hàng không trong nước tăng cường tần suất và mở rộng cho thị trường bay quốc tế trong khi có ngày càng nhiều hãng hàng không quốc tế khai thác trở lại thị trường Việt Nam cũng là chất xúc tác cho ngành trong thời gian tới.
- Kỳ vọng thị trường khách quốc tế phục hồi về mức trước dịch vào năm 2025 và xu hướng này giúp phần lớn các DN trong ngành tiếp tục tăng trưởng tích cực về LN trong năm 2024.

Điểm nhấn đầu tư

Định giá

- Mặt bằng định giá ở các DN ghi nhận tăng trưởng LN tốt trong 6T2023 (ACV, SGN, AST) đã giảm dần về vùng hợp lý hơn xét theo tăng trưởng LN. Định giá P/E của ACV, SGN, AST đã giảm lần lượt -6% YTD/-12% YTD/-70% YTD xuống 23.9x/13.4x/30.6x trong bối cảnh giá cổ phiếu không phản ánh tương xứng với tăng trưởng của LN. Đáng chú ý, ACV đang được giao dịch với chiết khấu 30% so với thời kỳ trước dịch mặc dù triển vọng tăng trưởng LN dự báo khả quan trong 2 năm tới.
- Phần lớn các doanh nghiệp còn lại trong ngành vẫn chưa thể chứng kiến định giá quay về mức hợp lý.

Cổ phiếu khuyến nghị

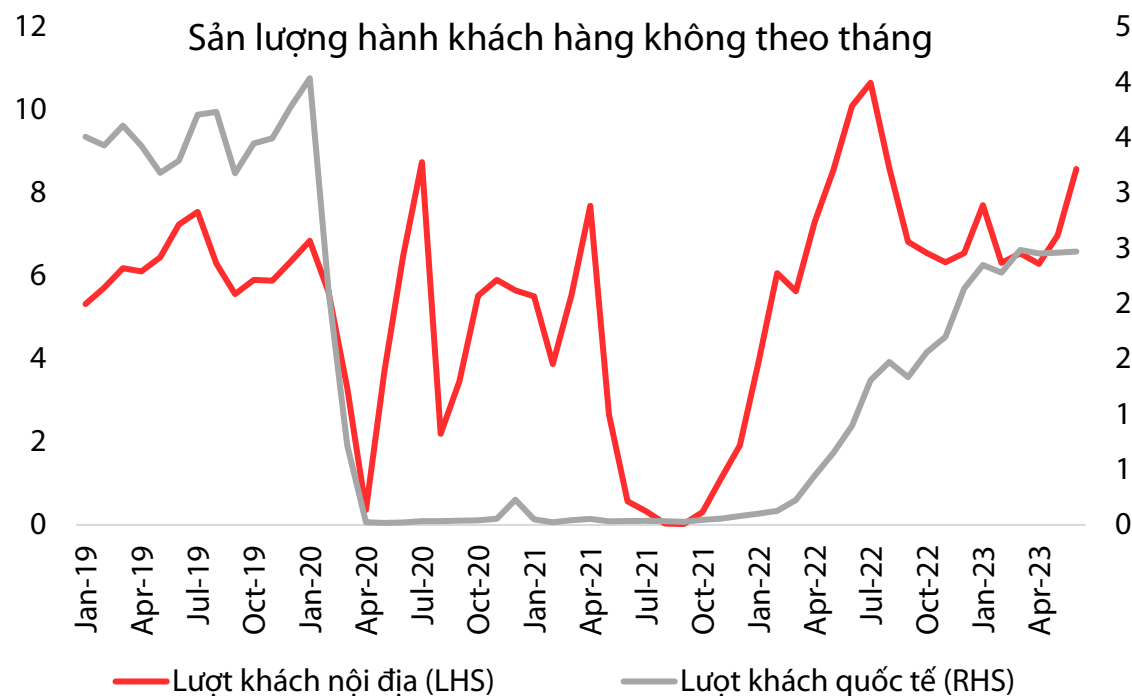
ACV (MUA, GMT: 96.600 VNĐ), **SCS** (TÍCH LŨY, GMT: 75.000 VNĐ).

Rủi ro

- Ảnh hưởng từ yếu tố suy thoái của nền kinh tế Trung Quốc làm chậm lại đáng kể đà hồi phục của du khách quốc tế tới Việt Nam.
- Thanh khoản thấp của hầu hết các cổ phiếu trong ngành khiến việc phản ánh triển vọng lợi nhuận tích cực lên giá cổ phiếu không như kỳ vọng.

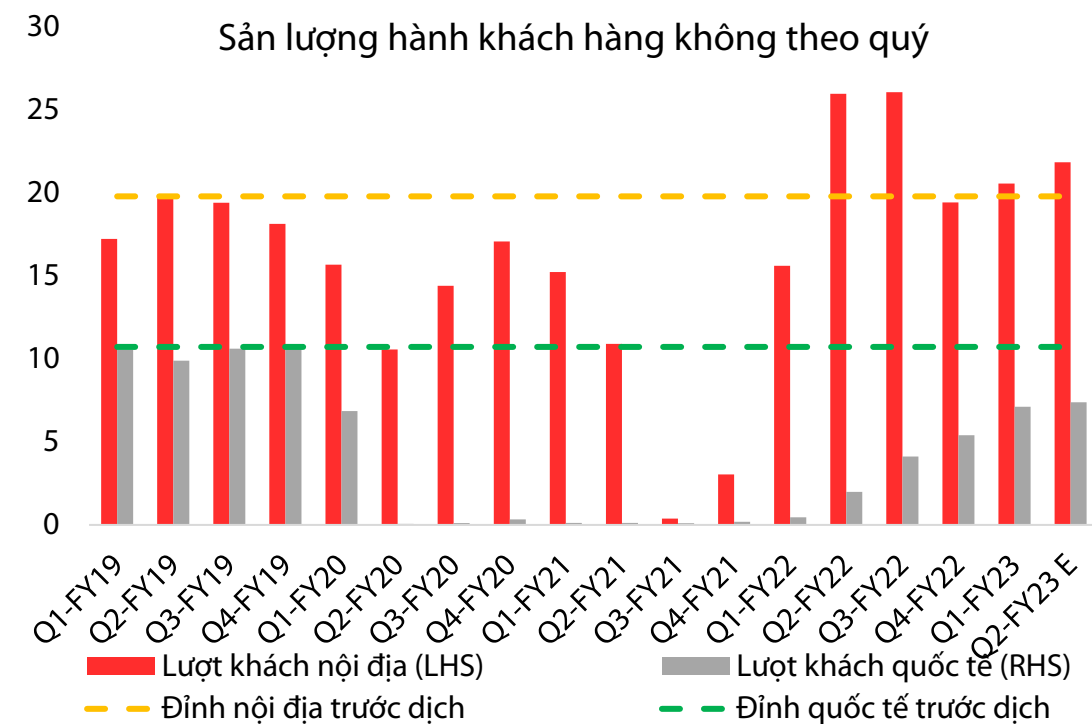
- Sản lượng 6T-2023 tăng 29% YoY lên 56,9 triệu lượt. Trong đó, nội địa đạt 42,4 triệu lượt (+2% YoY), quốc tế đạt 14,5 triệu lượt (gấp 6 lần cùng kỳ).
- Theo CAAV, thị trường nội địa tiếp tục có sự tăng trưởng so cùng kỳ 2019 trong khi thị trường quốc tế đang dần hồi phục, ở mức xấp xỉ 74% so cùng kỳ 2019 (năm trước dịch Covid).

Hình 1: Sản lượng thị trường quốc tế sau qua trình phục hồi nhanh từ nền thấp, hiện đang duy trì ở mức bình quân tháng là 2,4 triệu lượt, tương ứng 70% trước dịch



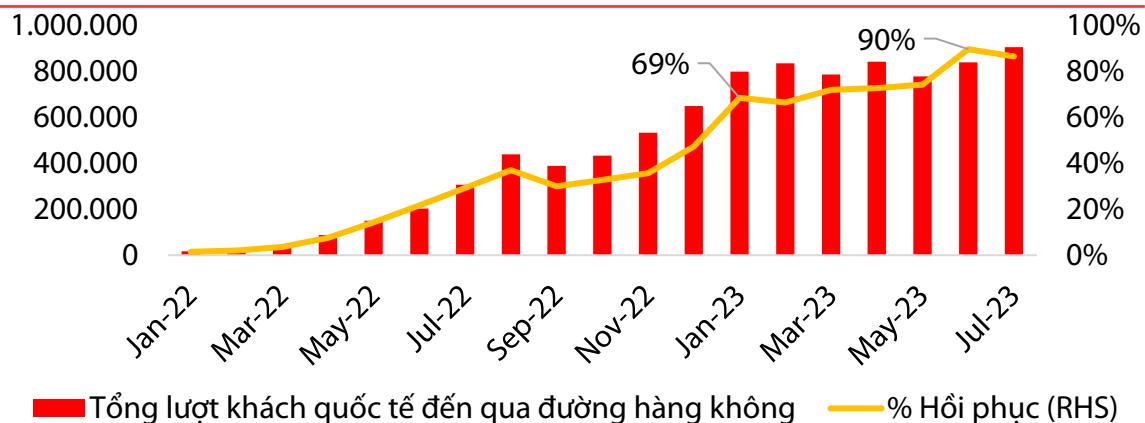
Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Thị trường nội địa giảm nhiệt so với 2022 nhưng vẫn tốt hơn mức trước dịch, trong khi thị trường quốc tế đang tiến về gần mức năm 2019

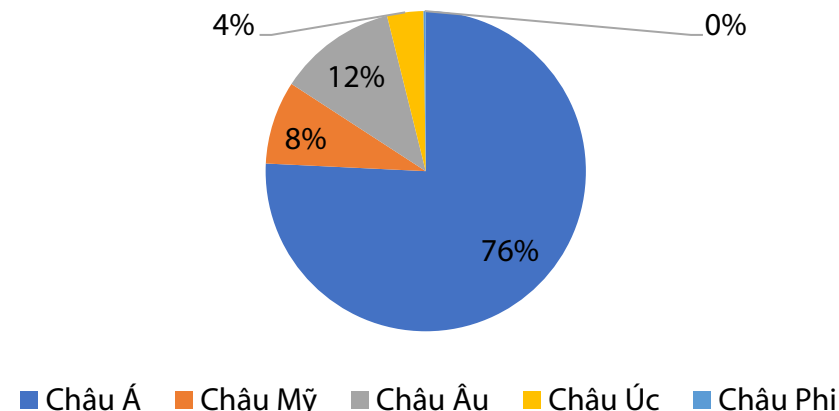


Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

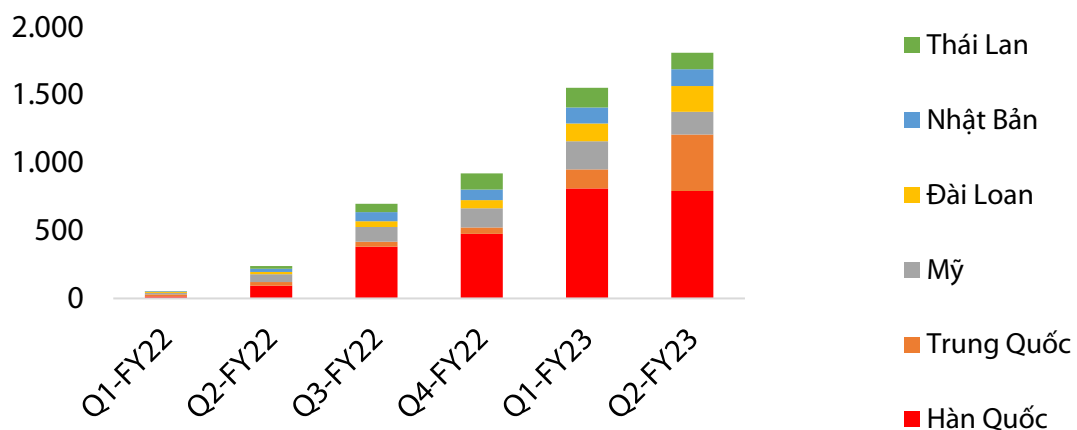
Hình 3: Lượng khách quốc tế đến Việt Nam bằng đường hàng không đã hồi phục lên mức 90% trước dịch



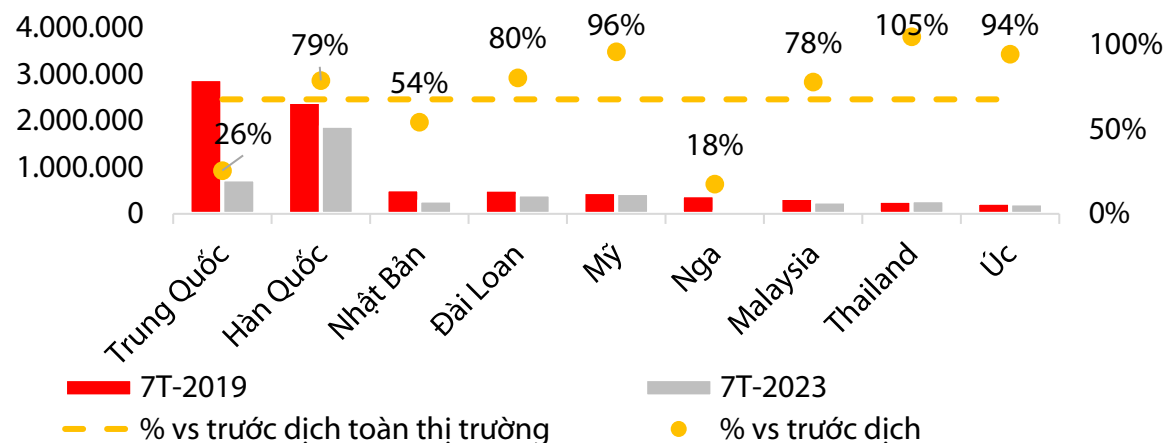
Hình 4: Cơ cấu khách quốc tế đến Việt Nam lũy kế 7T-2023 phân loại theo thị trường



Hình 5: Trung Quốc nhanh chóng vượt lên vị trí thứ 2 theo số lượng khách quốc tế đến Việt Nam trong Q2-2023 ('000 người)



Hình 6: Các quốc gia có lượng khách du lịch quốc tế tới Việt Nam nhiều nhất tại thời điểm trước Covid so với hiện tại



Nguồn: Tổng cục du lịch, CAAC, CTCK Rồng Việt

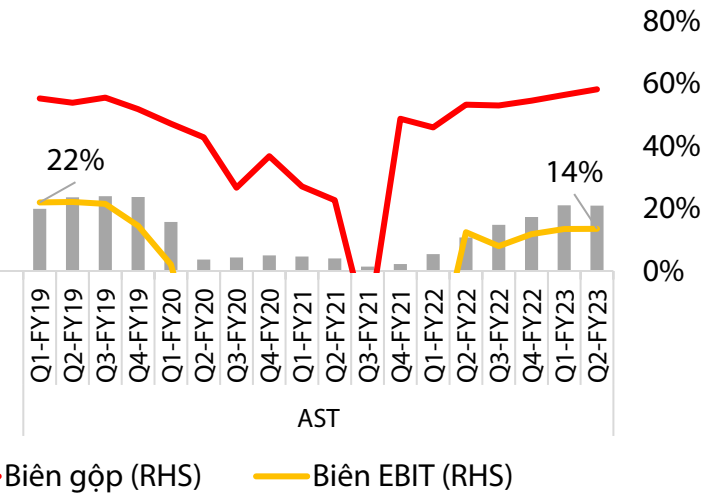
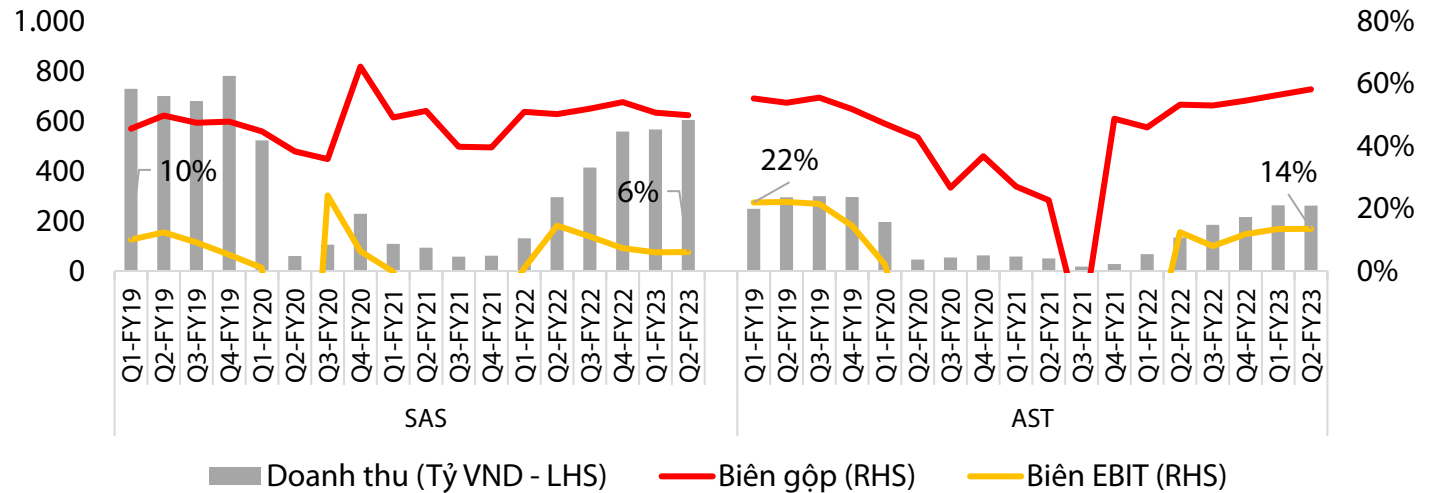
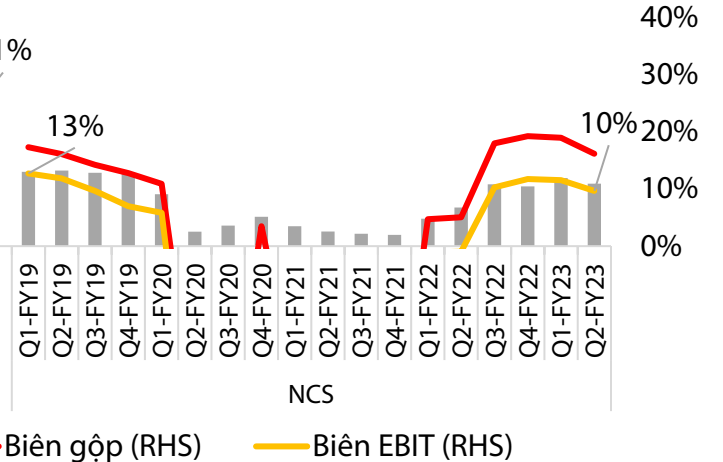
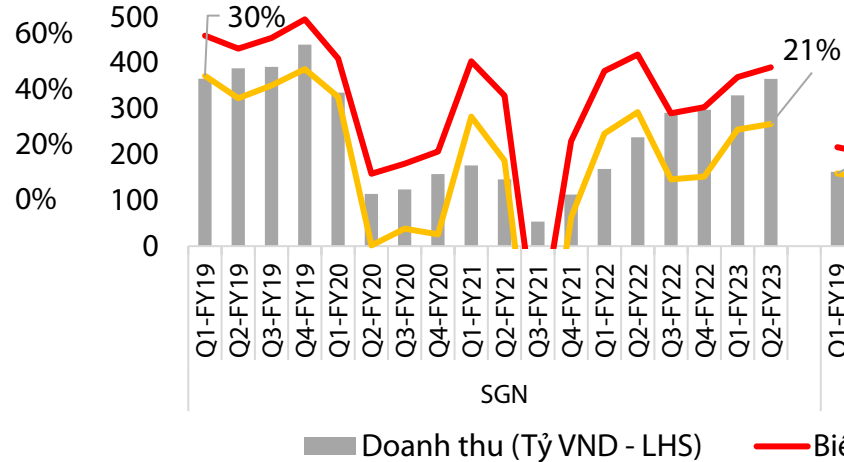
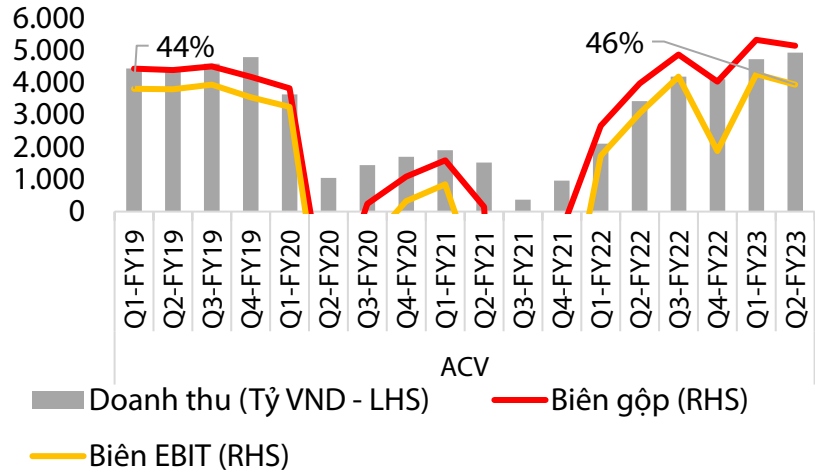
- Sự gia cải thiện nhanh chóng của thị trường quốc tế đã giúp hầu hết các DN trong ngành ghi nhận tăng trưởng cao so với cùng kỳ tuy nhiên biến động lợi nhuận tiếp tục thể hiện sự phân hóa sâu sắc.
- Dẫn đầu về tốc độ hồi phục là nhóm DN kinh doanh dịch vụ hàng không có ít sự cạnh tranh (ACV, SGN, NCS), theo sau là các DN kinh doanh DV phi hàng không có lợi thế về địa điểm bán (AST, SAS).
- Các DN DV phi hàng không như MAS, CIA vẫn rất khó ghi nhận lợi nhuận cao khi các điểm bán lẻ chỉ tập trung ở nhà ga nội địa. Tương tự, mức độ hồi phục LN của các DN vận tải hàng không vẫn còn rất hạn chế mặc dù doanh thu đã tương đương năm 2019 do chi phí hoạt động và cạnh tranh ngày càng cao. Các DN Logistics hàng không ghi nhận LN giảm hai chữ số so với cùng kỳ trong bối cảnh thương mại suy yếu.

Bảng 1: KQKD 1H-2023 của các doanh nghiệp trong ngành phân loại theo nhóm dịch vụ

Nhóm	Cổ phiếu	Doanh thu			NPAT-MI		
		1H-FY23	YoY%	% so với 2019	1H-FY23	YoY%	% so với 2019
DV hàng không	ACV	9.658	74%	108%	4.241	23%	115%
	SGN	695	71%	92%	130	65%	84%
	NCS	285	97%	87%	18	-257%	76%
	Tổng phụ	10.637	75%	106%	4.390	25%	113%
DV phi hàng không	AST	525	160%	96%	57	-860%	55%
	SAS	1.173	175%	82%	110	29%	43%
	CIA	42	-22%	31%	2	-125%	22%
	MAS	65	57%	53%	1	-206%	20%
Tổng phụ	1,805	149%	81%	171	152%	45%	
Vận tải hàng không	VJC	29.770	87%	121%	385	168%	19%
	HVN	44.059	47%	89%	-1.466	-72%	-115%
	Tổng phụ	73.829	61%	99%	-1.081	-78%	-33%
Logistics hàng không	SCS	334	-26%	92%	242	-29%	99%
	NCT	306	-18%	92%	96	-15%	84%
	ASG	917	21%	221%	-3	-103%	-4%
	Tổng phụ	1.557	-2%	141%	336	-39%	78%
Tổng	87.828	62%	100%	3.816	-588%	48%	

Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, CTCK Rồng Việt

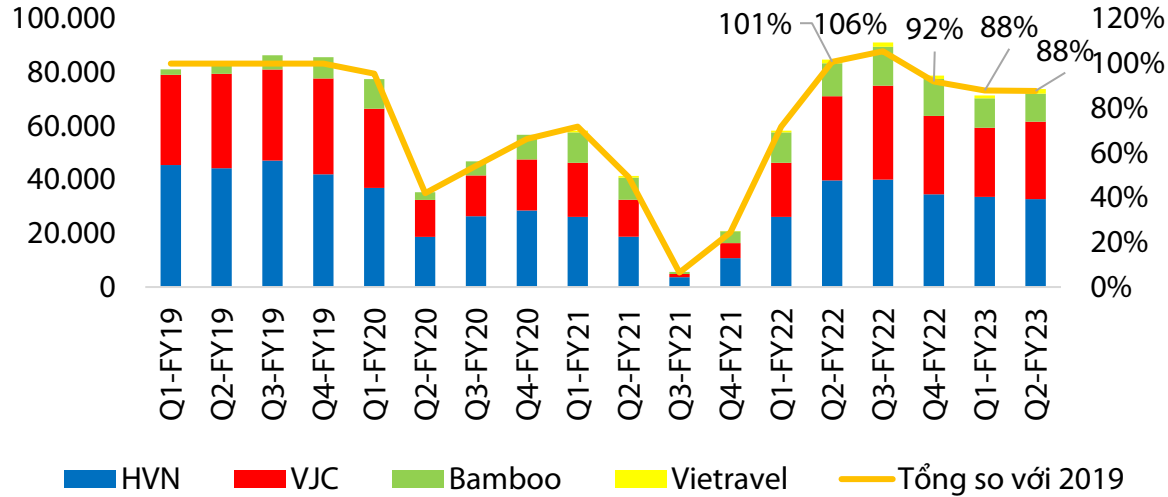
Hình 7: Tương quan diễn biến doanh thu và biên lợi nhuận của ACV, SGN, NCS, SAS, AST



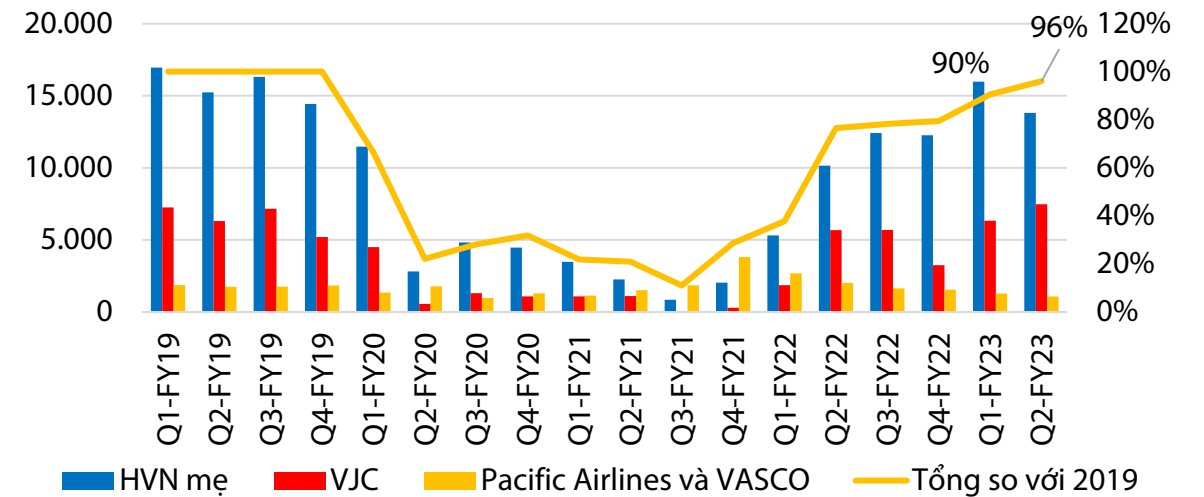
- ACV, SGN, NCS, SAS, AST là những doanh nghiệp dẫn đầu về tốc độ phục hồi hậu Covid nhờ lợi thế cạnh tranh đặc thù.
- Với đặc tính ít cạnh tranh của môi trường kinh doanh độc quyền (đôi) và đòn bẩy hoạt động cao, ACV, SGN, NCS ghi nhận sự cải thiện biên LN EBIT rất nhanh trong bối cảnh doanh thu tăng trưởng mạnh tương đồng với sản lượng hành khách.
- SAS và AST mặc dù ghi nhận biên gộp tăng nhanh nhưng biên EBIT vẫn chưa phục hồi hoàn toàn.

Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

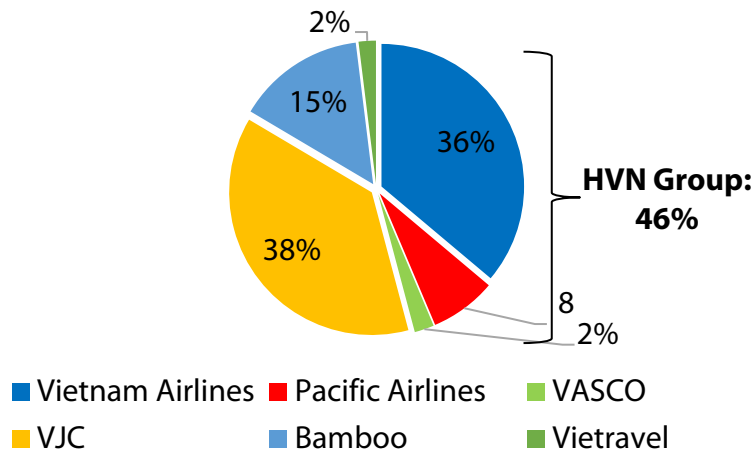
Hình 8: Tổng số chuyến bay của các hãng hàng không nội địa



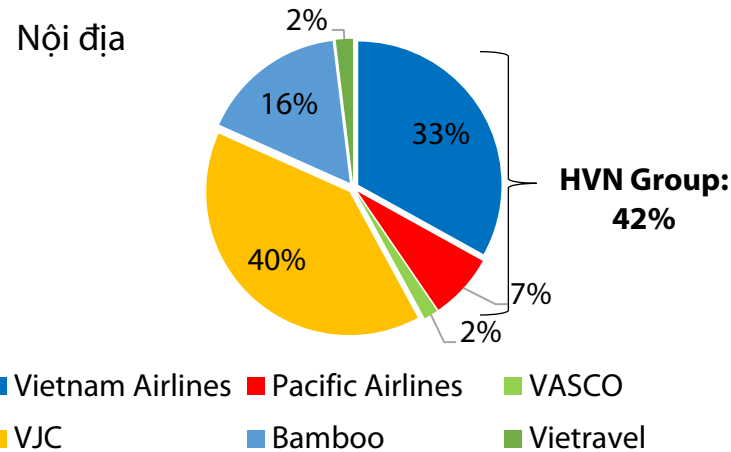
Hình 9: Doanh thu vận tải hàng không đã phục hồi gần như trọn vẹn



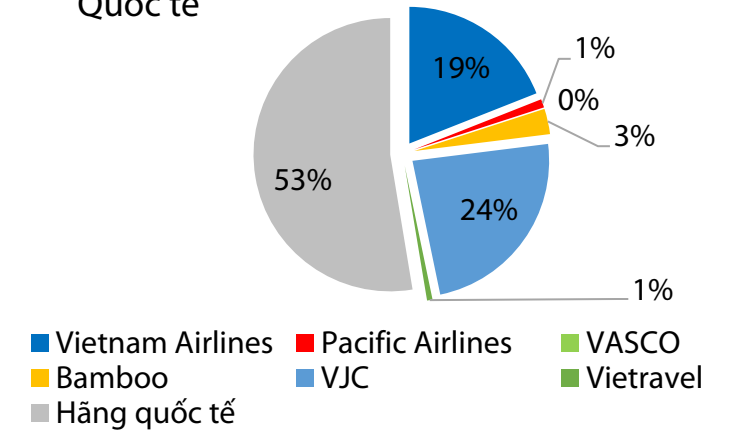
Hình 10: Thị phần theo số chuyến bay 7T-2023



Hình 11: Thị phần theo SL hành khách 6T-2023



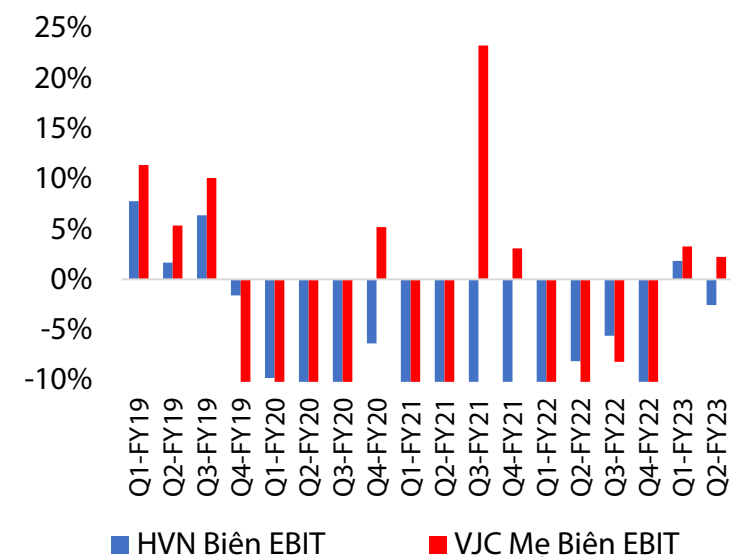
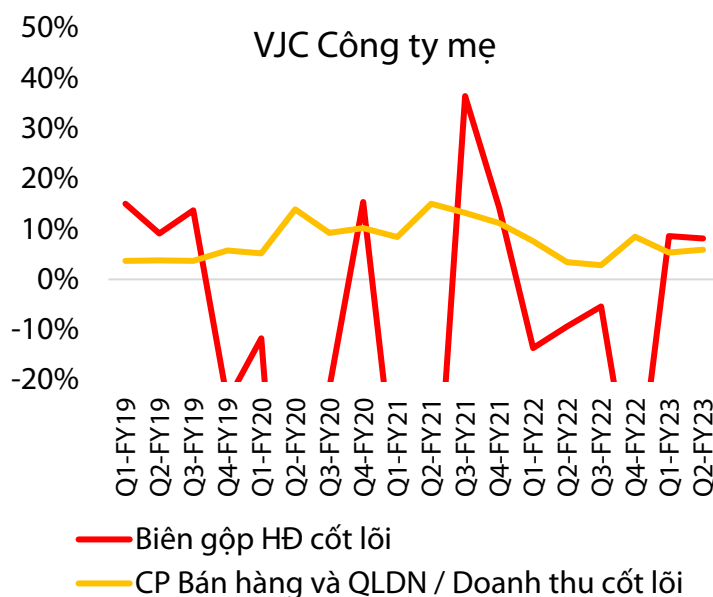
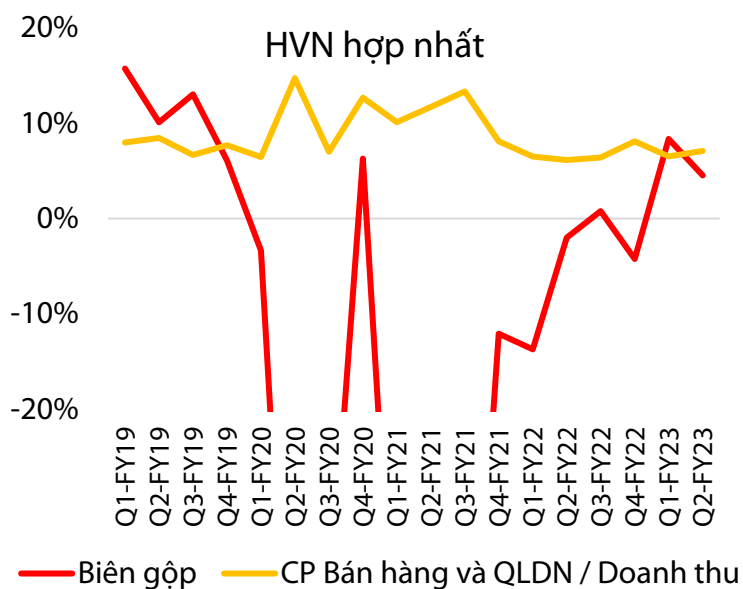
Quốc tế



Nguồn: BCTC các công ty, CAAV, CTCK Rồng Việt

- Doanh thu hợp nhất của HVN đạt hơn 44 nghìn tỷ đồng trong 6T2023, tăng 47% YoY, khi sản lượng hành khách vận chuyển tăng 21% YoY (quốc tế tăng 431% YoY trong khi nội địa giảm 3% YoY). Mức doanh thu này bằng 87% cùng kỳ năm 2019.
- VJC cũng hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ của SL vận tải hành khách quốc tế với mức tăng 918% YoY đạt 3,5 triệu, qua đó giúp tổng SL hành khách vận tải tăng 33% YoY và doanh thu vận tải 83% YoY.
- Việc khai thác thị trường quốc tế tốt hơn đã giúp HVN và VJC (Công ty mẹ) cải thiện đáng kể biên lãi gộp lên khoảng 5%-8%.
- Tuy nhiên, mức biên gộp này vẫn còn rất mỏng so với thời kỳ trước dịch. Trong khi lãi gộp của VJC có thể bao phủ CP bán hàng và quản lý doanh nghiệp với khoảng cách nhỏ (EBIT margin 2-3%), HVN đã lỗ EBIT trở lại trong Q2-2023. Khi tính đến các chi phí tài chính, mức biên gộp hiện nay chưa đủ để các hãng máy bay có lợi nhuận ròng ổn định.

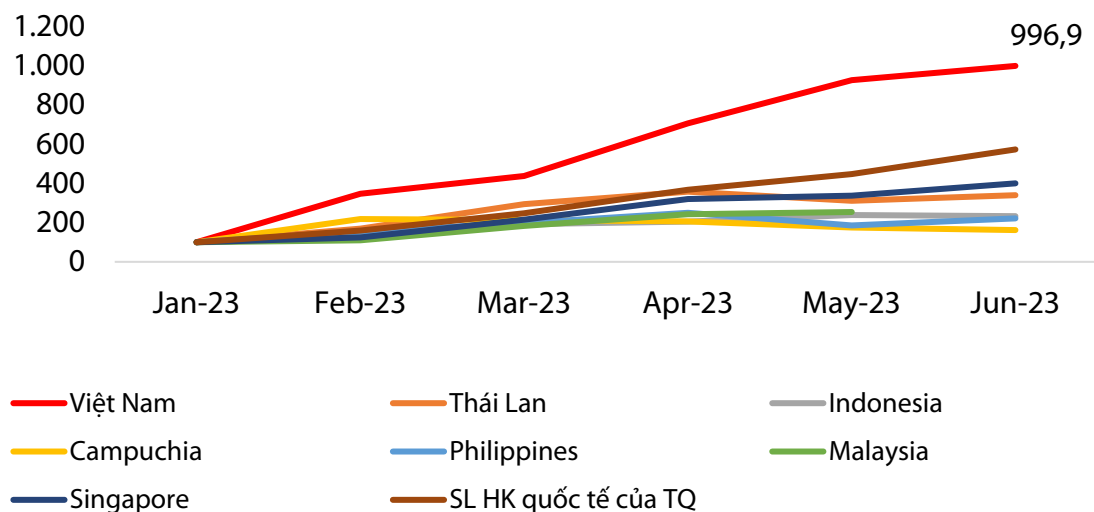
Hình 12: HVN và VJC đã bắt đầu có lãi gộp trong 1H-2023 nhưng mới đủ để bao phủ CP bán hàng và QLDN



Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

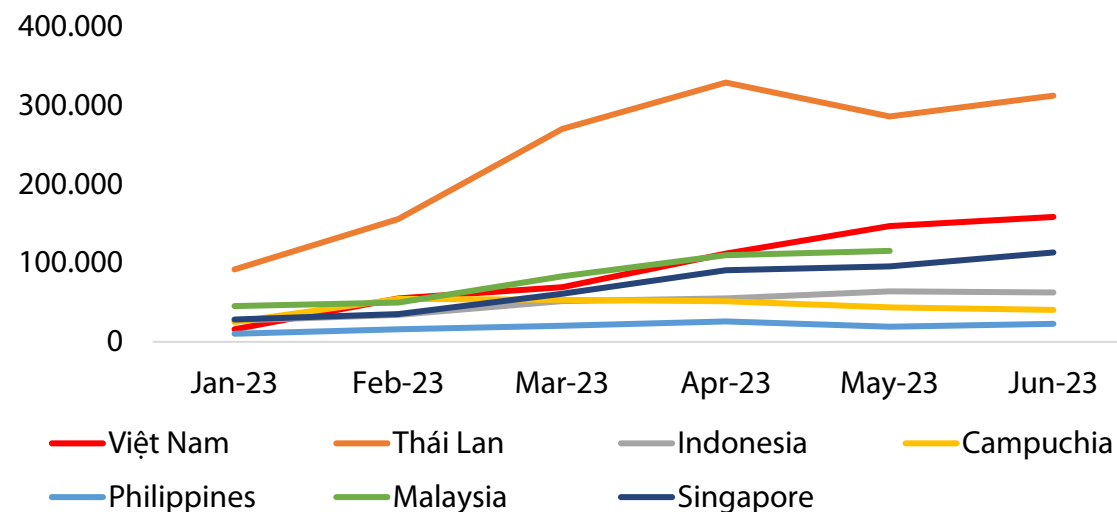
- Thị trường từng giữ vị trí dẫn đầu về số lượng khách quốc tế đến Việt Nam được kỳ vọng sẽ hồi phục nhanh chóng trong thời gian tới nhờ vị trí địa lý gần và chi phí rẻ.
- Theo khảo sát của các đại lý bán tour du lịch nước ngoài tại Trung Quốc của Dragon Trail International, Đông Nam Á được các công ty du lịch đánh giá là thị trường tiềm năng thứ hai trong việc thu hút các nhóm khách du lịch Trung Quốc. Tính đến hết tháng 6-2023, lượt khách du lịch Trung Quốc đến Việt Nam đứng thứ hai trong khu vực ASEAN, sau Thái Lan.
- Trong các tháng cuối năm, các hãng hàng không Việt Nam và Trung Quốc sẽ đẩy mạnh việc khai thác các đường bay từ Cam Ranh, Đà Nẵng, Đà Lạt đến hơn 40 thành phố ở Trung Quốc theo hình thức thuê chuyến và thuê chuyến du lịch để phục vụ khách du lịch nhằm tận dụng xu hướng hồi phục này.

Hình 13: Tốc độ phục hồi của du khách Trung Quốc tới Việt Nam kể từ tháng 1/2023 nhanh nhất so với các nước trong ASEAN



Nguồn: Cục du lịch các quốc gia, CAAC, CTCK Rồng Việt

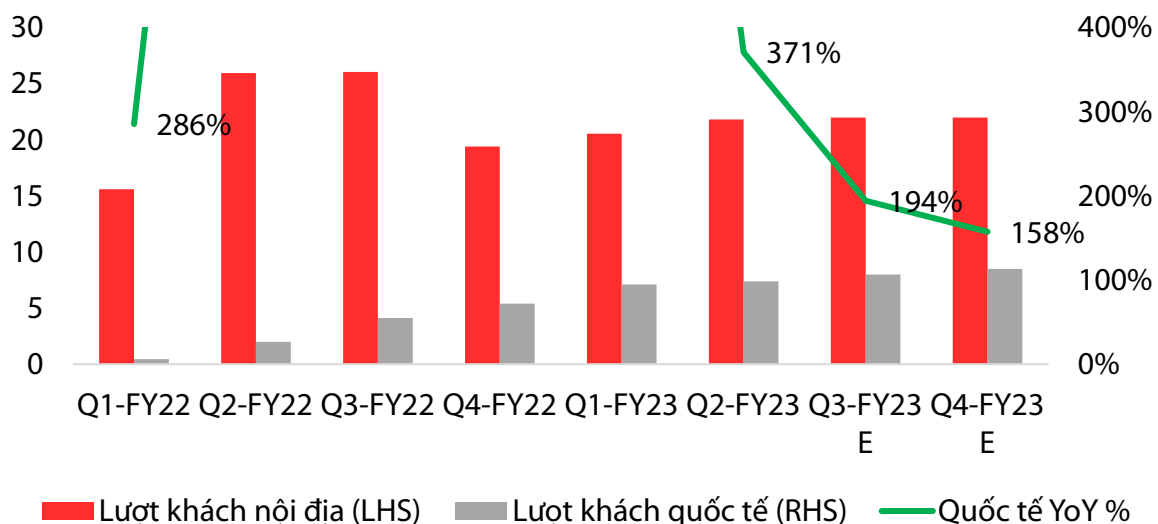
Hình 14: Lượng du khách Trung Quốc tới Việt Nam tới tháng 6/2023 cao thứ hai trong khối ASEAN



Nguồn: Cục du lịch các quốc gia, CTCK Rồng Việt

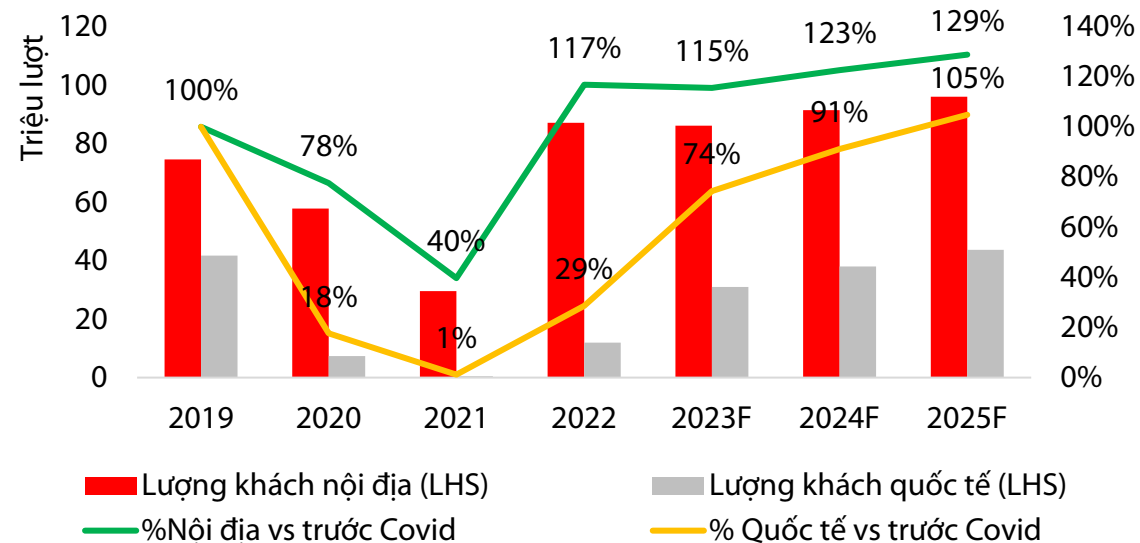
- Trong các tháng cuối năm nay, thị trường hàng không quốc tế sẽ tiếp tục hồi phục với tốc độ nhanh hơn nửa đầu năm 2023 khi:
 - Theo CAAV, **các hãng hàng không Việt Nam sẽ mở thêm các đường bay mới đến các điểm ở Ấn Độ, Australia, Kazakstan** trong khi **hiều hãng hàng không quốc tế sẽ tham gia khai thác trở lại**, tăng gần 5 lần so với cùng kỳ năm 2022 và bằng 72% so với cùng kỳ năm 2019, trong đó các tháng 5, 6 đã đạt được gần 80% so cùng kỳ 2019.
 - Từ 15/8/2023, **một số quy định mới về quản lý xuất nhập cảnh bắt đầu có hiệu lực**. Việc cấp thị thực điện tử được áp dụng cho công dân tất cả các nước, vùng lãnh thổ và thời hạn thị thực điện tử được nâng lên từ không quá 30 ngày thành không quá 90 ngày và có giá trị 1 lần hoặc nhiều lần. Ngoài ra, thời hạn tạm trú đối với công dân của 13 nước được Việt Nam đơn phương miễn thị thực được mở rộng lên 45 ngày.
- Đối với thị trường hàng không trong nước sẽ tiếp tục tăng trưởng so với năm 2019, tuy nhiên mức độ tăng trưởng giảm dần vào các tháng cuối năm khi các hãng hàng không tập trung hơn cho thị trường quốc tế.

Hình 15: Thị trường quốc tế tăng trưởng ba chữ số trong 2H-2023



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Dự phóng sản lượng hành khách theo thị trường



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

- Nhóm các DN kinh doanh DV hàng không tiếp tục dẫn đầu về triển vọng lợi nhuận cho cả năm 2023 tuy nhiên tốc độ tăng trưởng trong 2H-2023 sẽ chậm lại khi thị trường quốc tế đã có sự phục hồi tốt trong giai đoạn 2H-2022. Một số DN duy trì được tăng trưởng LN cốt lõi cao đáng chú ý là ACV, SGN, AST
- Các nhóm DN Logistics hàng không tiếp tục tăng trưởng âm hai chữ số trong 2H-2022 khi triển vọng thương mại vẫn chưa thể sớm tích cực.

Bảng 2: KQKD 2H-2023 theo kế hoạch năm

Nhóm	Cổ phiếu	Doanh thu					PBT				
		2023 (KH)	% 2019	YoY %	2H-2023	YoY %	2023 (KH)	% 2019	YoY %	2H-2023	YoY %
DV hàng không	ACV	19,360	106%	40%	9,702	17%	8,488	84%	-4%	3,222	-29%
	SGN	1,280	81%	29%	585	-1%	256	54%	48%	91	20%
	NCS	605	94%	48%	320	21%	35	82%	568%	17	0%
	Sub-total	21,245	103%	39%	10,608	16%	8,780	82%	-3%	3,329	-29%
DV phi hàng không	AST	1,126	99%	87%	601	50%	155	59%	295%	71	54%
	SAS	2,363	82%	69%	1,190	22%	273	61%	19%	142	-2%
	NAS	539	91%	33%			92	216%	3711%		
	CIA	129	44%	22%	87	68%	17	47%	-72%	15	-80%
	MAS	158	64%	51%	93	47%	7	35%	439%	5	101%
	Sub-total	4,315	83%	65%	1,971	32%	544	67%	63%	234	-13%
Vận tải hàng không	VJC	50,178	99%	28%	20,408	-13%	1,250	27%	-169%	731	-135%
	HVN	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
	Sub-total	50,178	99%	28%	20,408	-13%	1,250	27%	-169%	731	-135%
Logistics hàng không	SCS	780	104%	-8%	446	12%	560	104%	-20%	283	-14%
	NCT	678	97%	-8%	372	2%	244	88%	-18%	124	-20%
	ASG	2,343	265%	18%	1,426	17%	89	50%	-56%	62	-16%
	Sub-total	3,801	233%	34%	2,244	13%	893	125%	-1%	469	-16%
Tổng		79,539	103%	33%	35,231	-2%	11,466	69%	36%	4,763	40%

Nguồn: Tài liệu ĐHCĐ các doanh nghiệp, CTCK Rồng Việt

Hình: Tiến độ các dự án nhà ga hàng khách và cảng hàng không lớn

Nhà ga T2 Cảng HKQT Phú Bài

Khánh thành trong tháng 6-2023 sau hơn 3 năm thi công.

Tổng mức đầu tư gần 2.300 tỷ đồng.

Bổ sung thêm công suất 5 triệu khách mỗi năm từ mức 1,5 triệu khách.



Cảng HKQT Long Thành

Khởi công đầu năm 2021. Tiến độ khai thác giai đoạn 1 dự kiến trong năm 2026.

Dự kiến, trong tháng 8-2023, ACV sẽ hoàn thành việc xét thầu gói thầu xây dựng và lắp đặt thiết bị nhà ga hành khách quốc tế sân bay Long Thành với giá trị hơn 35.000 tỷ đồng.



Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất

Khởi công cuối năm 2022, mục tiêu hoàn thành trong năm 2024.

Ngày 14/8, ACV đã trao hợp đồng gói thầu “Thi công xây dựng và lắp đặt thiết bị nhà ga hành khách T3” với giá trị 9 nghìn tỷ đồng để chuẩn bị khởi công.

Nhà ga T3 sau khi hoàn thành sẽ bổ sung thêm 20 triệu lượt khách nội địa/năm vào công suất của sân bay TSN.



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt



Cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Giá đóng cửa (31/07/2023)	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Sở hữu NN còn lại %	Tăng trưởng doanh thu %YoY			Tăng trưởng LNST-CDCTM %YoY			Khả năng sinh lời 2023(%)		P/E		P/B	
						2022A	2023F	2024F	2022A	2023F	2024F	ROE (*)	ROA (*)	Hiện tại*	TB 5 năm	Hiện tại*	TB 5 năm
ACV	175.027	96.600	80.400	0	45,2	190,5	38,4	27,6	797,0	2,0	38,4	12,7	8,3	24,1	92,7	3,0	5,0
SCS	6.956	75.800	70.190	6.000	1,5	1,4	-12,7	9,9	15,4	-20,4	11,1	38,6	35,3	13,5	14,3	5,1	6,9
VJC	55.244	N.R	102.000	n.a	12,5	211,8	n.a	n.a	52,8	n.a	n.a	-12,4	-3,0	n.a	n.a	3,6	4,5
HVN	28.566	N.R	12.900	n.a	24,0	152,9	n.a	n.a	-22,1	n.a	n.a	n.a	-10,7	n.a	n.a	n.a	n.a
SAS	3.363	N.R	25.200	n.a	48,6	336,1	n.a	n.a	5979,4	n.a	n.a	12,7	11,7	18,1	254,6	2,2	2,4
AST	2.736	N.R	60.800	n.a	3,8	291,8	n.a	n.a	-119,9	n.a	n.a	21,9	15,3	30,7	n.a	6,1	5,8
SGN	2.532	N.R	75.500	n.a	24,6	103,8	n.a	n.a	153,1	n.a	n.a	23,3	16,4	13,3	21,6	2,9	3,3
NCT	2.363	N.R	90.300	n.a	15,8	-0,8	n.a	n.a	3,8	n.a	n.a	40,4	35,6	10,8	9,2	4,5	4,5
ASG	1.736	N.R	22.950	n.a	29,1	174,1	n.a	n.a	66,3	n.a	n.a	-0,9	-0,3	n.a	n.a	1,5	n.a
NCS	348	N.R	19.400	n.a	47,3	193,5	n.a	n.a	-106,9	n.a	n.a	6,7	1,0	65,5	n.a	4,3	3,4
CIA	215	N.R	11.500	n.a	28,9	155,2	n.a	n.a	-101,0	n.a	n.a	25,2	21,6	15,9	n.a	0,7	0,9
MAS	132	N.R	31.000	n.a	14,4	132,6	n.a	n.a	-99,8	n.a	n.a	17,0	5,6	32,1	n.a	4,6	4,8

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 31/07/2023.

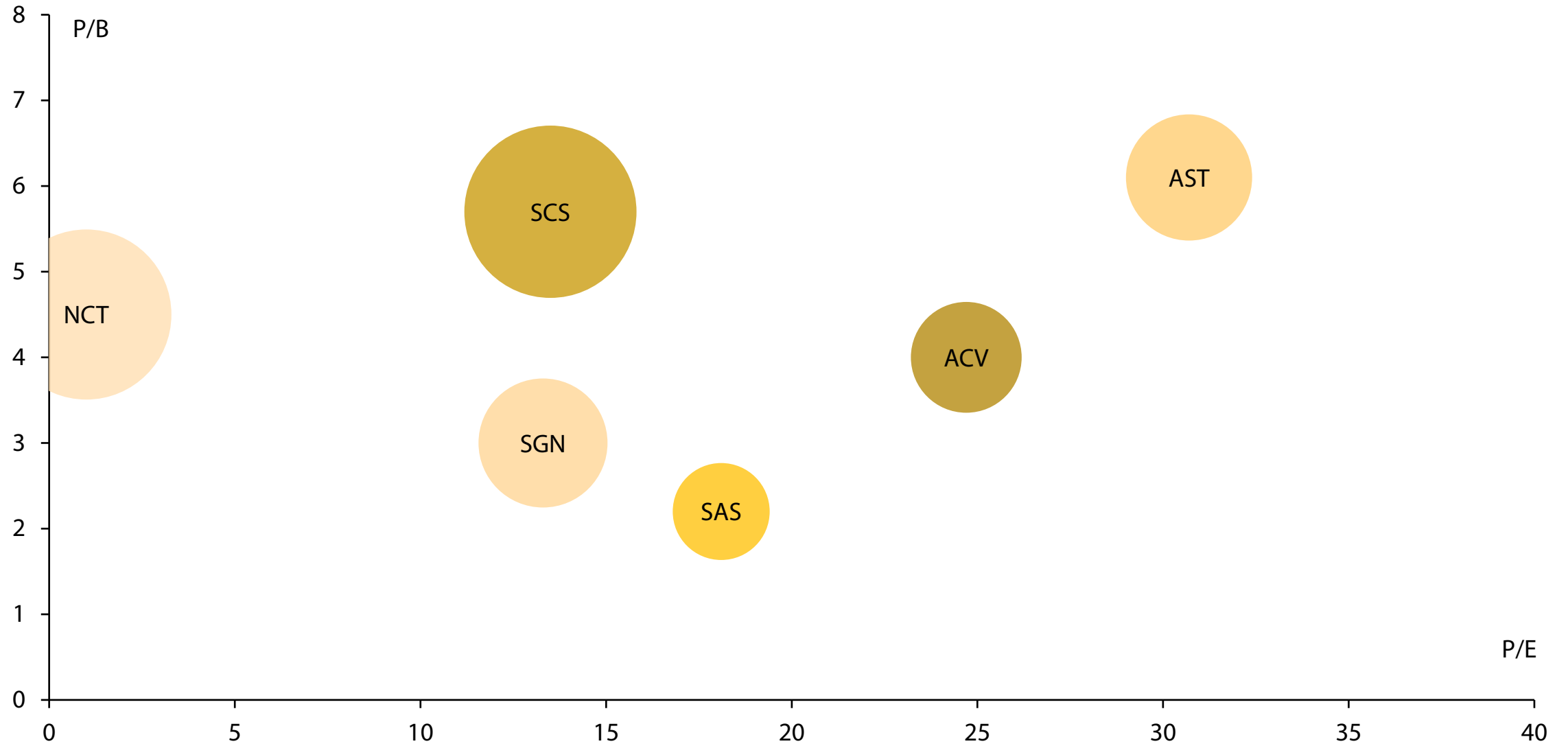
* Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE, ROA, P/B, và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2023

Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất

N.R: Không đánh giá

N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu

LNST-CDCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



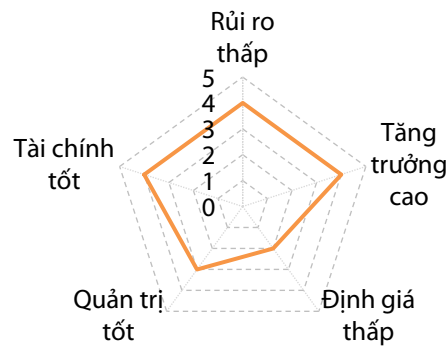
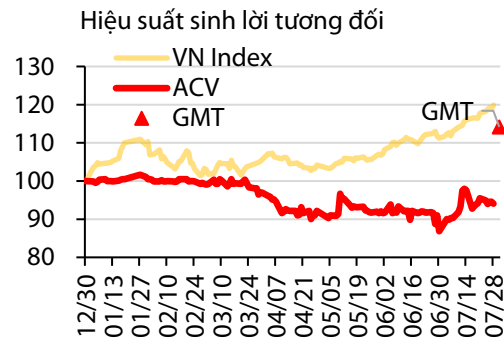
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 31/07/2023 | Kích thước hình tròn: ROE

MUA: +20%

GTT: 80.400

GMT: 96.600

THÔNG TIN CỔ PHIẾU



Ngành	DV Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	175.027
SLCPĐLH (triệu CP)	2.177
KL BQ 3 tháng (nghìn CP)	36
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	3
SH NĐTNN còn lại (%)	45,2
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	68 - 91

TÀI CHÍNH	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	13.834	19.140	24.431
LNST (tỷ đồng)	7.122	8.027	10.343
ROA (%)	11,9%	10,6%	9,5%
ROE (%)	16,3%	13,8%	15,3%
EPS (đồng)	3.271	3.687	4.751
GTSS (đồng)	20.099	26.688	30.964
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
P/E (x)	25,9	21,1	16,4
P/B (x)	4,2	2,9	2,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

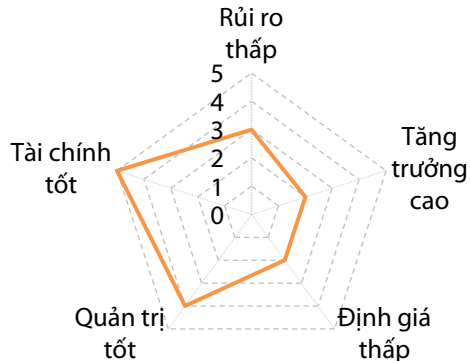
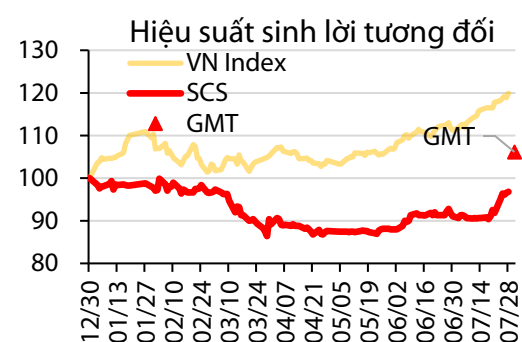
Chúng tôi tin rằng định giá của ACV sẽ được thị trường tái định giá dựa trên triển vọng tăng trưởng thu nhập mạnh mẽ, với EBIT dự kiến 2023/24F sẽ tăng 85% YoY / 42% YoY, nhờ sự phục hồi của lượng hành khách quốc tế trong toàn ngành.

- Trung Quốc đã nhanh chóng trở thành nguồn khách du lịch quốc tế lớn thứ hai đến Việt Nam trong quý 2-2023, sau khi nước này mở cửa lại biên giới với Việt Nam vào tháng 3 năm 2023 và con số vẫn đang cải thiện qua từng tháng. Với tầm quan trọng to lớn của khách du lịch hàng không Trung Quốc đối với ngành hàng không Việt Nam và quỹ đạo phục hồi vững chắc của thị trường này, chúng tôi dự báo lượng khách quốc tế đến Việt Nam sẽ đạt 11 triệu khách vào năm 2023, hỗ trợ sản lượng khách quốc tế của ACV đạt 32 triệu khách (+ 165% YoY) và thúc đẩy EBIT tăng 85% YoY trong năm nay.
- Tốc độ tăng trưởng của lượng hành khách quốc tế sẽ bình thường hóa trong năm 2024, dự kiến ở mức 20% YoY, khi hiệu ứng cơ sở thấp không còn nữa và tác động của suy thoái kinh tế toàn cầu bắt đầu xuất hiện. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn dự đoán EBIT sẽ tăng 42% YoY nhờ khối lượng thị trường quốc tế đóng góp cao hơn, dẫn đến giá bán trung bình của phí DV hàng không và tỷ suất lợi nhuận cao hơn.
- EV/EBITDA 2023F/24F hiện tại lần lượt là 14,4x/12,8x thể hiện mức chiết khấu 19%/28% so với mức trung bình 2017-2019 là 17,7x trong khi chúng tôi dự báo LNST cốt lõi của ACV sẽ phục hồi về mức của năm 2019 trong năm nay, trước khi vượt qua con số năm 2019 thêm 13% vào năm 2024F.

Mặc dù siêu dự án - Sân bay Quốc tế Long Thành - sẽ giải quyết vấn đề dư thừa công suất của Sân bay Tân Sơn Nhất về lâu dài, nhưng nó sẽ phát sinh chi phí vận hành rất lớn khi đi vào hoạt động (2026), làm giảm tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong 3 năm của thu nhập ròng trên 2024F-27F đến -5%.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Biến động lớn của tỷ giá JPY/VND gây ra nhiều biến động lãi/lỗ tài chính hơn dự kiến.
- Lượng khách quốc tế tăng trưởng yếu hơn dự kiến do tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại.

TÍCH LŨY: 16%
GTT: 70.190
GMT: 75.800
THÔNG TIN CỔ PHIẾU
TÀI CHÍNH
2022A 2023F 2024F


Ngành	Logistics
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.956
SLCPĐLH (triệu CP)	94
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	48
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	3
SH NĐTNN còn lại (%)	1.4
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	60,6 – 87,0

Doanh thu (tỷ đồng)	851	743	815
LNST (tỷ đồng)	646	526	579
ROA (%)	41,5%	37,2%	35,2%
ROE (%)	45,1%	40,0%	37,6%
EPS (đồng)	12.733	4.864	5.407
GTSS (đồng)	15.271	13.987	16.399
Cổ tức tiền mặt (đồng)	6.000	3.000	3.000
P/E (x)	21,8	14,2	12,8
P/B (x)	9,8	4,9	4,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Sức mua yếu của người tiêu dùng ở Hoa Kỳ và EU tiếp tục là trở ngại chính đối với lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không của SCS trong nửa cuối năm 2023 trước khi tăng trở lại vào năm 2024.

- SCS phụ thuộc rất nhiều vào hàng hóa xuất khẩu (thường chiếm 60% tổng lượng hàng hóa), trong đó Mỹ và EU là hai thị trường quan trọng nhất, chiếm khoảng 2/3 tổng lượng hàng hóa xuất khẩu. Khi niềm tin của người tiêu dùng Hoa Kỳ và EU vào nền kinh tế trở nên ảm đạm do lạm phát vẫn tiếp diễn, chi tiêu cho các mặt hàng như may mặc, công nghệ và nội thất, vốn là những mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam, đã bị cắt giảm. Do đó, giá trị thương mại của Việt Nam và khối lượng hàng hóa của SCS đã giảm đáng kể. Trong 6T-2023, sản lượng hàng hóa quốc tế của công ty đã giảm 36% YoY xuống 64 nghìn tấn.
- Chúng tôi cho rằng chi phí thực phẩm và thuê nhà cao sẽ khiến lạm phát cơ bản duy trì ở mức cao, và tiếp tục cản trở nhu cầu mua của người tiêu dùng đối với các sản phẩm tiêu dùng lâu bền được vận chuyển bằng đường hàng không trong nửa cuối năm 2023. Mức tăng của hai yếu tố này gần đây đã hạ nhiệt và sẽ giảm dần vào năm 2024. Điều này, cùng với quan điểm nới lỏng chính sách từ các ngân hàng trung ương, sẽ tạo cơ sở tốt cho chi tiêu của người tiêu dùng, triển vọng thương mại phục hồi.
- Chúng tôi dự báo LNST 2H-2023E sẽ giảm 11% YoY, dẫn đến LNST 2023F -20% YoY và sau đó là LNST 2024 phục hồi 11% YoY nhờ triển vọng thương mại tốt hơn.

Do CAGR 3 năm dự phóng của LNST trong giai đoạn 2024-27 là 9%, P/E 2024F hiện tại là 12,7 lần hàm ý tỷ lệ PEG là 1,4 lần.

- Từ năm 2025, SCS chịu thuế suất thuế TNDN là 20%. Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận sẽ phụ thuộc vào việc công ty có thể tham gia Sân bay Quốc tế Long Thành (2026) hay không.
- Mặc dù tỷ lệ PEG hiện tại là 1,4 lần hàm ý khả năng tăng giá hạn chế trong dài hạn, nhưng chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao (lên tới 80% thu nhập ròng) đóng góp nhiều hơn vào tổng lợi suất đầu tư cổ phiếu.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Sản lượng hàng hóa hàng không phục hồi yếu hơn dự kiến do yếu tố lạm phát dai dẳng và hậu quả của chính sách tiền tệ thắt chặt kéo dài.
- Không thể tham gia DV hàng hóa tại sân bay quốc tế Long Thành.

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Lê Tự Quốc Hưng
Analyst
hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Nguyễn Hà Trinh
Senior Consultant
trinh.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Bùi Đặng Cát Khánh
Assistant
khanh.bdc@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Manager
vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Nguyễn Hồng Loan
Analyst
loan.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Bernard Lapointe
Senior Consultant
bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Đỗ Thanh Tùng
Manager
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Đặng Chính
Analyst
chinh.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Thị Ngọc An
Senior Analyst
an.ntn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Cao Ngọc Quân
Analyst
quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

Lê Kim Ngân
Analyst
ngan.lk@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Dầu khí
- Phân bón

Đỗ Thạch Lam
Senior Analyst
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Bất động sản

Trịnh Thị Thu Hoài
Analyst
hoai.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến 8 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

