

NGÀNH HÀNG KHÔNG

VỮNG BƯỚC TĂNG TRƯỞNG



Cao Ngọc Quân – quan.cn@vdsc.com.vn





Tiêu cực

Trung bình

Tích cực

Tổng quan

Ngành hàng không đã thể hiện sự phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024, sau khi chịu tác động tiêu cực từ dịch COVID-19 và lạm phát leo thang trên toàn cầu trong giai đoạn 2020 – 2023. Nhu cầu lưu hành qua đường hàng không đã tìm lại được quỹ đạo tăng trưởng như thời kỳ trước dịch, bất chấp giới hạn về cung tải. Sản lượng hàng hóa vận chuyển qua đường hàng không cũng có diễn biến tích cực nhờ nhu cầu hồi phục từ mức nền thấp của 2023 và sự dịch chuyển từ đường biển qua đường hàng không trong bối cảnh giá cước vận tải biển tăng cao. Sản lượng tăng trưởng mạnh mẽ đã tô điểm “những nét tươi sáng” cho bức tranh tài chính của các doanh nghiệp hàng không như ACV (cảng hàng không), HVN, VJC (vận tải hàng không), SCS (cảng hàng hóa) trong năm 2024.

Năm 2025, sản lượng hành khách quốc tế và hàng hóa XNK được dự báo tăng trưởng bền bỉ nhờ nhu cầu du lịch, tiêu dùng tiếp tục cải thiện nhưng sẽ chậm lại về mức bình thường hóa do không còn hiệu ứng nền thấp. Đây cũng là năm chuẩn bị cho dự án trọng điểm là Sân bay quốc tế Long Thành dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2026. Gia tăng công suất khai thác sẽ giúp giải quyết vấn đề quá tải tại sân bay Tân Sơn Nhất. Theo đó, cơ hội tăng trưởng sẽ mở ra đối với các doanh nghiệp được tín nhiệm để vận hành dịch vụ phi hàng không tại Sân bay Long Thành.

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá tích cực đối với triển vọng của ngành hàng không cho năm 2025 nhưng những tiềm năng đó đã được phản ánh tương đối đầy đủ vào giá của cổ phiếu, cụ thể với **ACV (Trung lập, GMT: 127.800 VND/CP)** và **SCS (Tích lũy, GMT: 88.700 VNĐ/CP)**.

Điểm nhấn

Sản lượng hành khách tăng trưởng bền bỉ trên hai thị trường quốc tế và nội địa

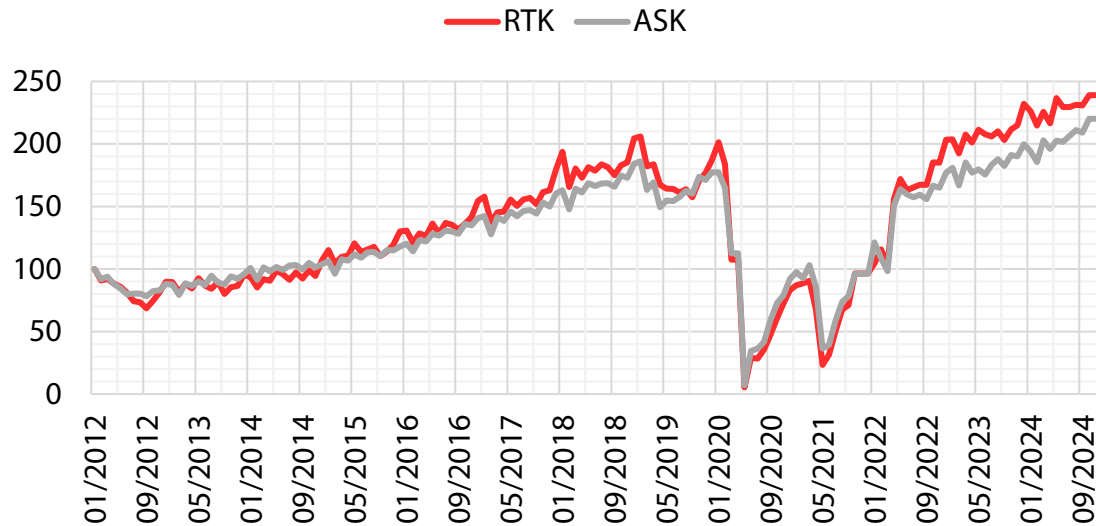
- **Quốc tế:** Xu hướng du lịch của người dân Hàn Quốc và Trung Quốc là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng sản lượng quốc tế do du khách từ hai quốc gia này chiếm tỷ lệ gần 50% tổng lượng khách quốc tế đến Việt Nam. Cụ thể, xu hướng du khách Hàn Quốc đang lựa chọn Việt Nam là điểm đến yêu thích và người dân Trung Quốc dịch chuyển từ du lịch nội địa sang quốc tế trong bối cảnh nhu cầu du lịch trên toàn cầu đã lấy lại đà tăng trưởng của giai đoạn trước dịch COVID.
- **Nội địa:** Nhu cầu đang cao hơn so với khả năng cung ứng của các hãng hàng không. Sản lượng tăng trưởng nhờ các hãng hàng không mở rộng đội tàu bay, qua đó đáp ứng được nhu cầu cao của thị trường nội địa.

Sức mua của người tiêu dùng tại Mỹ và EU dần cải thiện trong nửa cuối năm 2025 khi chính sách tiền tệ nới lỏng của các ngân hàng trung ương dần thẩm thấu vào nền kinh tế sẽ kích thích nhu cầu tiêu dùng, qua đó hỗ trợ tăng trưởng cho sản lượng hàng hóa quốc tế.

Rủi ro đối với khuyến nghị

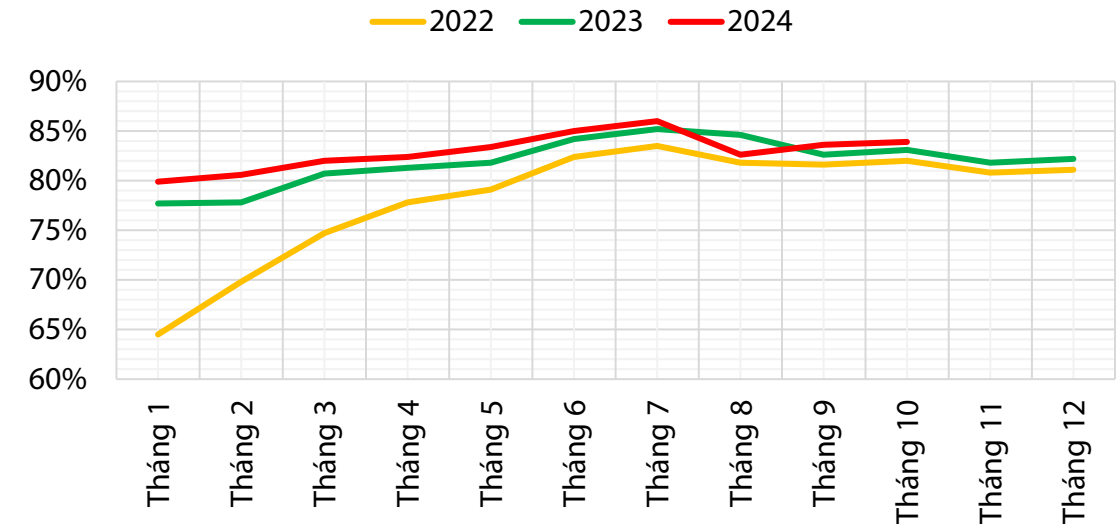
- Chậm trễ trong thời gian giao nhận máy bay mới khiến cung tải không đủ để đáp ứng nhu cầu của thị trường.
- Nhu cầu du lịch của khách Trung Quốc không hồi phục như kỳ vọng do nền kinh tế yếu của quốc gia này.
- Chuyển đổi hình thức vận chuyển hàng hóa bằng đường không sang đường biển khi giá cước vận tải biển giảm.

Hình 1: Hai chỉ số RPK và ASK (Tháng 01/2012 = 100) quay về quỹ đạo tăng trưởng của giai đoạn trước dịch COVID-19



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chỉ số LF cho thấy tỷ lệ lấp đầy mỗi chuyến của các hãng hàng không đang tối ưu hơn trong hai năm gần đây



Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt

Hoạt động vận tải hàng không trên toàn cầu tiếp tục sôi nổi trong năm 2024, lưu lượng hành khách toàn ngành lên mức cao kỷ lục mới, vượt qua sự giới hạn về năng lực chuyên chở. Chỉ số RPK và ASK quay lại quỹ đạo tăng trưởng của thập kỷ giai đoạn 2012 – 2019, trước khi xảy ra dịch COVID. Trong tương lai gần, sự gia tăng lưu lượng hành khách dự kiến sẽ đi theo quỹ đạo này, được hỗ trợ bởi nhu cầu ổn định và việc mở rộng hoạt động hàng không ở các nền kinh tế mới nổi.

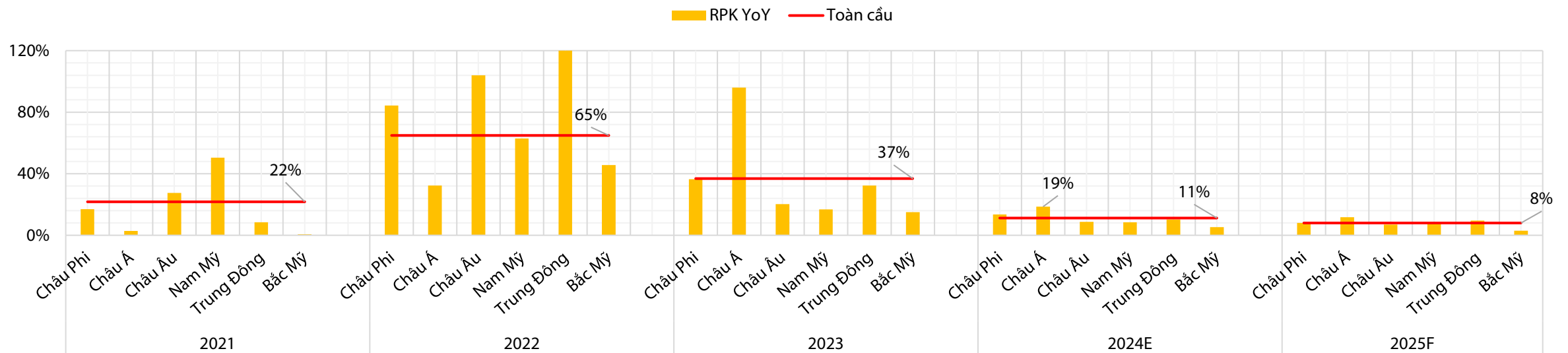
Bộ chỉ số được sử dụng phổ biến trong ngành hàng không, dùng để đánh giá hiệu quả hoạt động của hãng hàng không (LF), nhu cầu của khách hàng (RPK) và cung tải của hãng bay (ASK). Các hãng hàng không ứng dụng trong việc đưa ra quyết định mở thêm tuyến mới, tăng tần suất bay, mở rộng đội bay nhằm đáp ứng nhu cầu của thị trường, tăng doanh thu và thị phần.

RPK – Revenue Passenger Kilometers: thước đo doanh thu hành khách được vận chuyển bởi một hãng hàng không.

ASK – Available Seat Kilometers: đo lường năng lực chuyên chở của một hãng hàng không.

LF – Load factor: đo lường hiệu quả khai thác chỗ ngồi trên máy bay.

Hình 3: Tốc độ tăng trưởng doanh thu hành khách theo từng khu vực



Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt

Theo IATA, số lượng hành khách toàn cầu được dự đoán sẽ tăng với tốc độ trung bình hàng năm (CAGR) là 3,8% trong hai thập kỷ tiếp theo, dẫn đến tăng thêm hơn 4,1 tỷ hành khách vào năm 2043 so với năm 2023.

Châu Á là khu vực dẫn đầu, được dự báo sẽ ghi nhận mức tăng số lượng hành khách đáng kể nhất, đóng góp hơn 50% mức tăng ròng về số lượng hành khách toàn cầu vào năm 2043, với CAGR là 5,1% (Bảng 1).

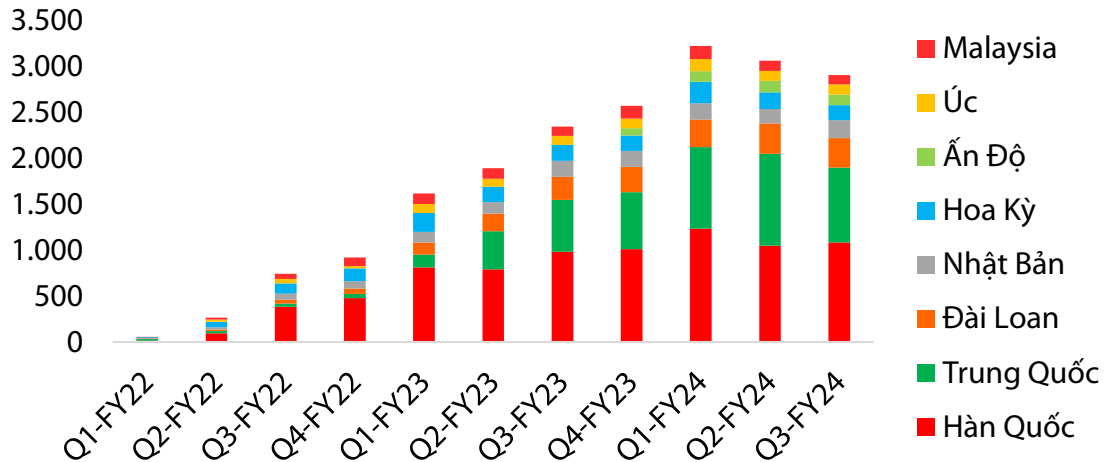
- Mở rộng kinh tế, mức sống được cải thiện và xu hướng nhân khẩu học thuận lợi dự kiến sẽ góp phần tăng lưu lượng hành khách trong khu vực.
- Châu Á có mức độ kết nối hàng không cao khi hơn 30% tổng số chuyến đi của hành khách bắt đầu hoặc kết thúc ở khu vực này.

Bảng 1: Dự phóng tốc độ tăng trưởng kép sản lượng hành khách

Khu vực	CAGR (2023 – 2043)	Số lượng hành khách tăng ròng vào năm 2043 (triệu khách)
Châu Phi	3,7%	182
Châu Á	5,1%	2.609
Châu Âu	2,3%	662
Trung Đông	4,1%	314
Bắc Mỹ	3,0%	763
Nam Mỹ	3,0%	200
Toàn cầu	3,8%	4.138

Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Số lượng khách quốc tế đến Việt Nam



Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

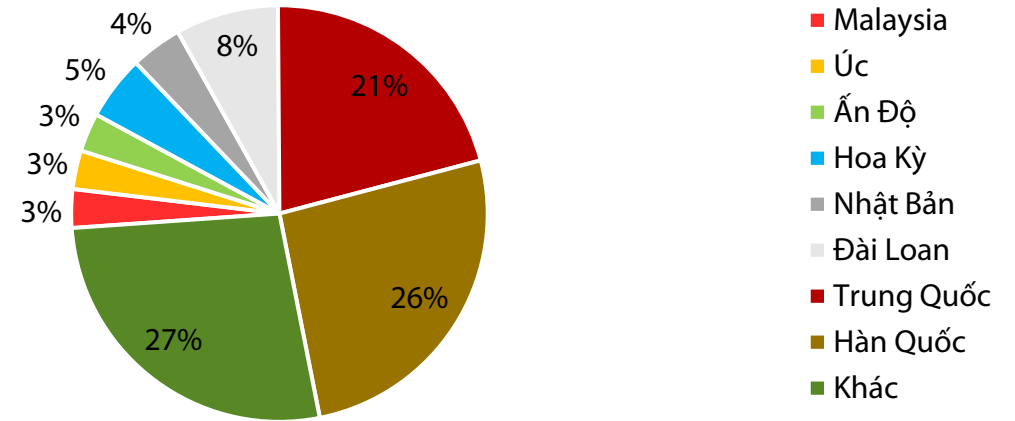
Xu hướng du lịch của người dân Hàn Quốc và Trung Quốc sẽ là yếu tố dẫn dắt lưu lượng khách quốc tế đến Việt Nam

- Lũy kế 11T2024, Việt Nam đón tổng cộng 15,8 triệu khách quốc tế qua đường hàng không (+36% YoY). Hai quốc gia Hàn Quốc và Trung Quốc chiếm tỷ trọng gần 50% tổng lượt khách quốc tế đến với Việt Nam.

Chúng tôi kỳ vọng, khách Trung Quốc tiếp tục hồi phục sẽ tạo động lực tăng trưởng cho năm 2025

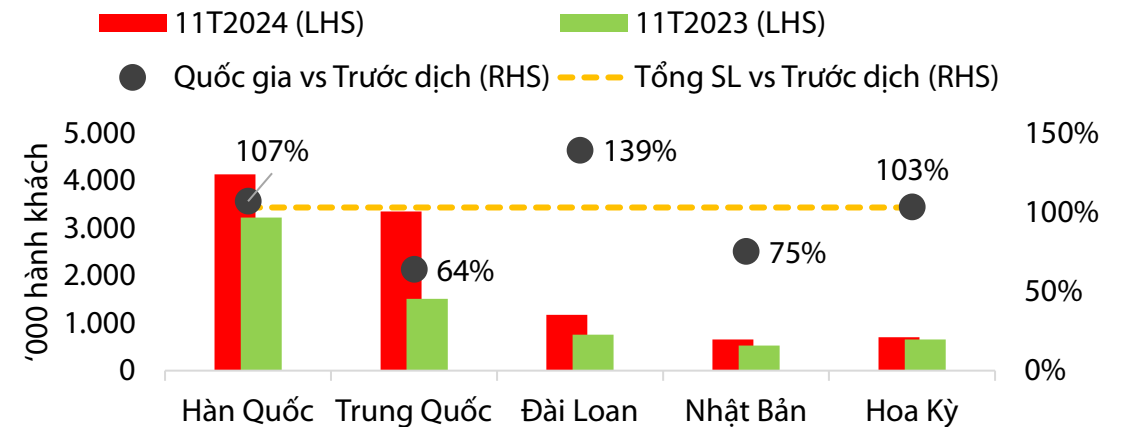
- Lũy kế 11T2024, số khách Trung Quốc tăng trưởng mạnh với tốc độ là 122% YoY, đạt 3,4 triệu khách. Tuy nhiên, mức sản lượng này chưa đạt kỳ vọng do mới bằng 64% so với trước dịch COVID, trong khi hầu hết các thị trường khác đã hồi phục hoàn toàn.

Hình 5: Cơ cấu khách quốc tế đến Việt Nam trong 11T2024



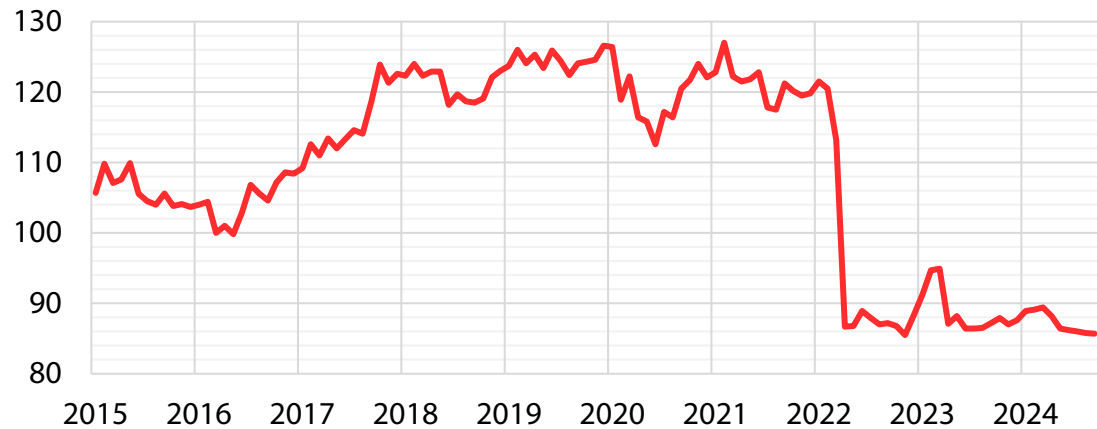
Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

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



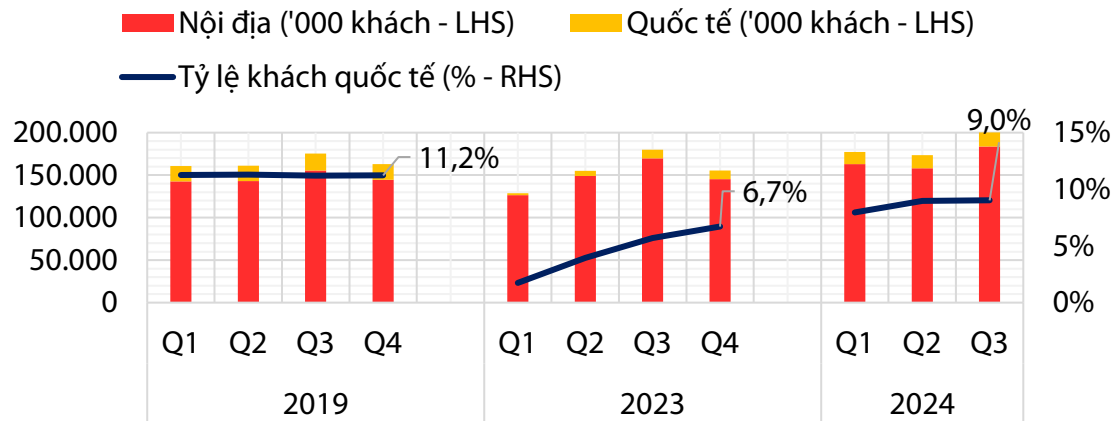
Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Hộ gia đình tại Trung Quốc chưa tự tin chi tiêu, thể hiện qua chỉ số Consumer confidence vẫn ở mức thấp...



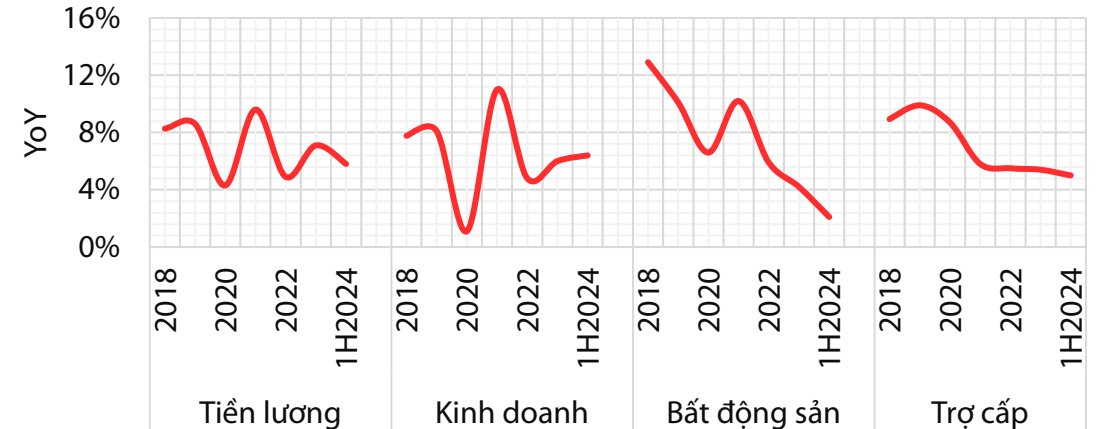
Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt

Hình 9: ...Tuy nhiên, nhu cầu của người dân Trung Quốc đang dịch chuyển từ du lịch nội địa sang du lịch quốc tế ...



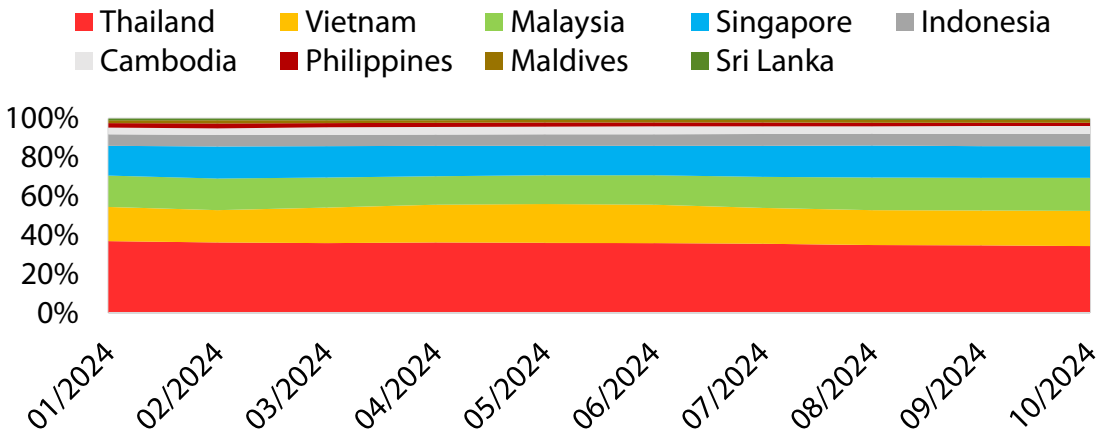
Nguồn: CAAC, CTCK Rồng Việt

Hình 8: ... do tăng trưởng thu nhập của người dân Trung Quốc đang giảm sút, đặc biệt từ lĩnh vực đầu tư bất động sản...



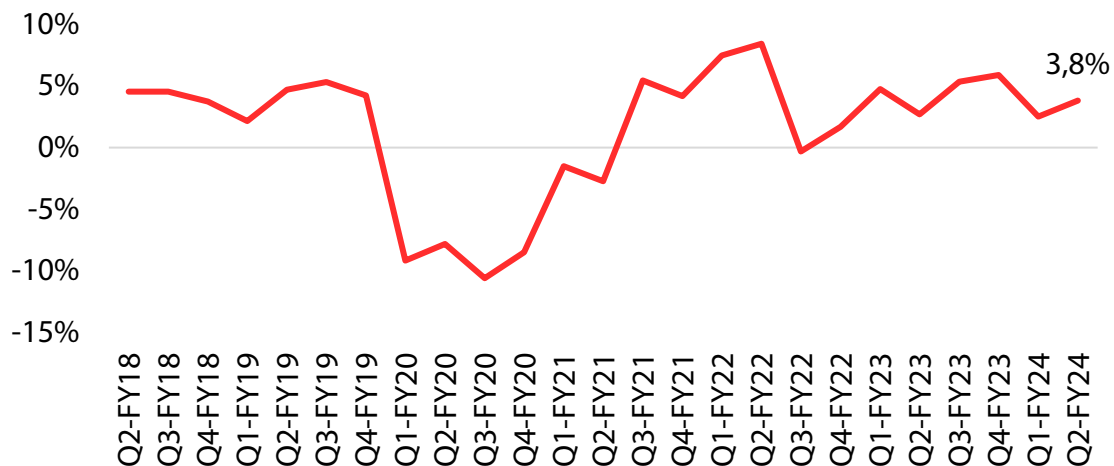
Nguồn: Tổng cục thống kê Trung Quốc, CTCK Rồng Việt

Hình 10: ... và Việt Nam là điểm đến thứ hai của du khách Trung Quốc trong khối ASEAN nhờ vị trí địa lý gần và chi phí rẻ



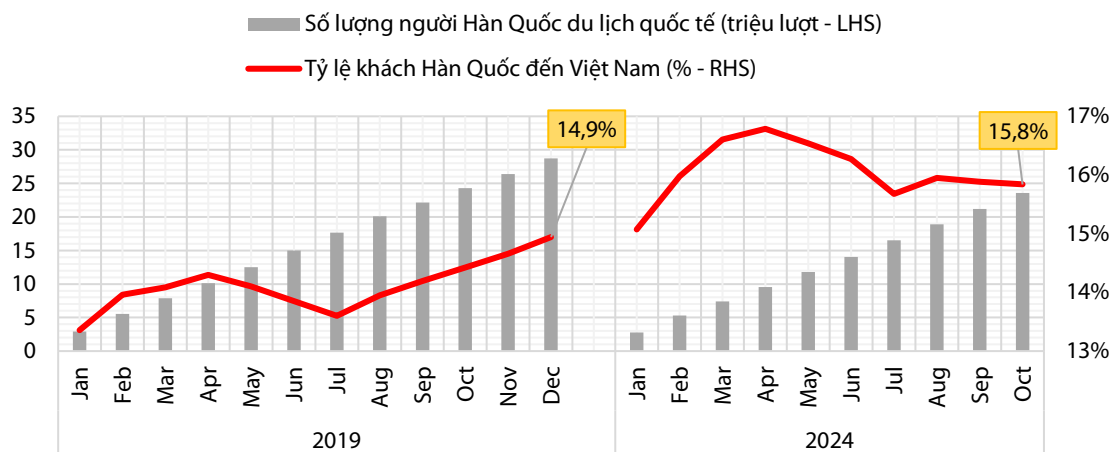
Nguồn: Cục du lịch các quốc gia, CTCK Rồng Việt, thị phần khách Trung Quốc đến ASEAN lũy kế trong 11T2024

Hình 11: Tăng trưởng thu nhập thực tế (điều chỉnh theo lạm phát) của hộ gia đình Hàn Quốc đang trong xu hướng cải thiện kể từ năm 2023



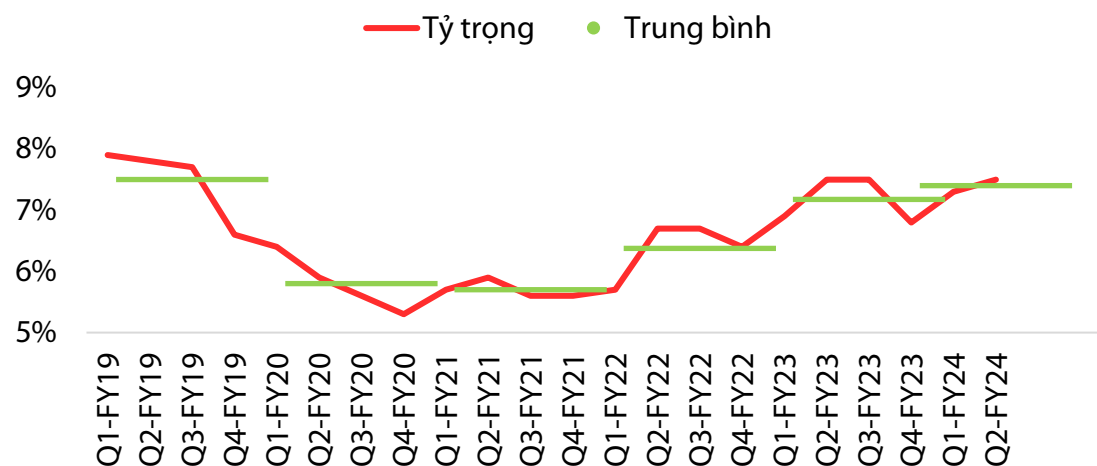
Nguồn: Tổng cục thống kê Hàn Quốc, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Lũy kế lượng người dân Hàn Quốc đi du lịch quốc tế theo tháng



Nguồn: Thống kê du lịch Hàn Quốc, Tổng cục thống kê Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Các hộ gia đình tăng tỷ trọng chi tiêu dành cho giải trí và văn hóa

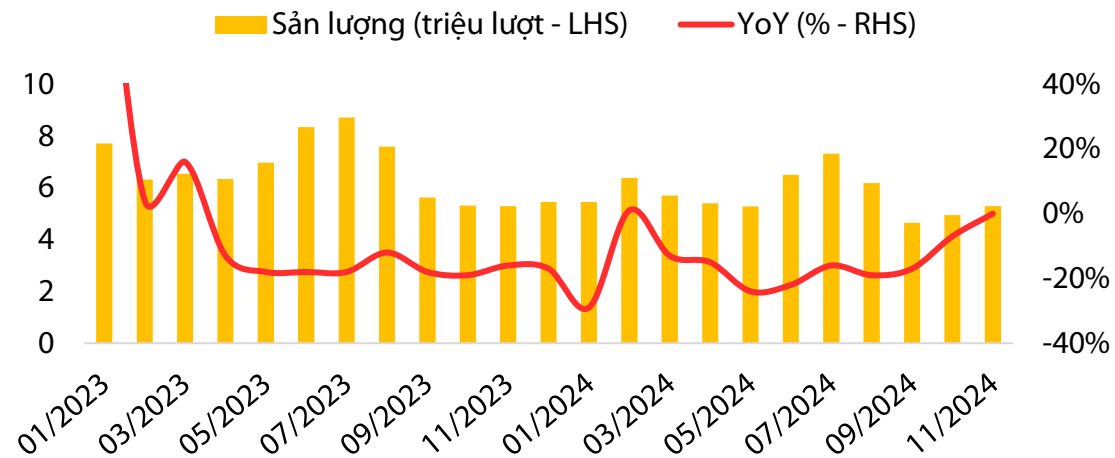


Nguồn: Tổng cục thống kê Hàn Quốc, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi tin rằng sản lượng du khách Hàn Quốc sẽ tiếp tục tăng trưởng dương trong năm 2025 bởi:

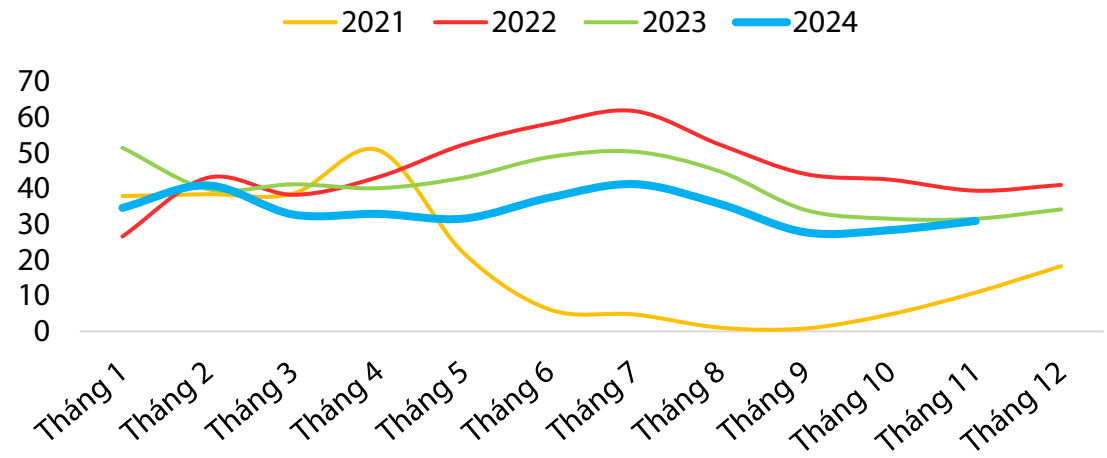
- Các hộ gia đình tại Hàn Quốc gia tăng thu nhập thực tế và họ tăng tỷ trọng chi tiêu cho các hàng hóa giải trí và văn hóa.
- Việt Nam vững vàng là điểm đến ưa thích của du khách Hàn Quốc (bởi (1) chi tiêu cho mỗi chuyến đi thấp hơn so với trước dịch do ảnh hưởng của lạm phát leo cao nên sẽ phù hợp với chi phí du lịch giá rẻ tại Việt Nam và (2) chính sách miễn Visa đối với khách Hàn Quốc.
- Lũy kế 10T2024, Hàn Quốc ghi nhận 23,6 triệu lượt (+29% YoY) người đi du lịch nước ngoài. So với trước dịch COVID, mức sản lượng chỉ đạt 97% nhưng tỷ lệ đến Việt Nam đã tăng 90 bps (Hình).

Hình 14: Sản lượng hành khách nội địa qua đường hàng không



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Tổng số lượng chuyến bay nội địa cất/hạ cánh (nghìn lượt)

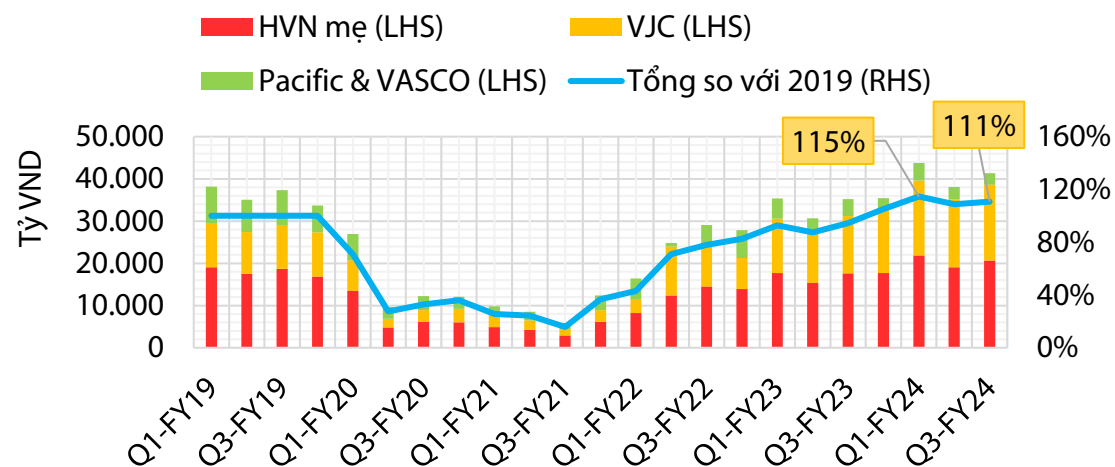


Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Sản lượng hành khách nội địa được kỳ vọng có thể phục hồi trong năm 2025, sau khi thu hẹp đà giảm vào những tháng cuối năm 2024

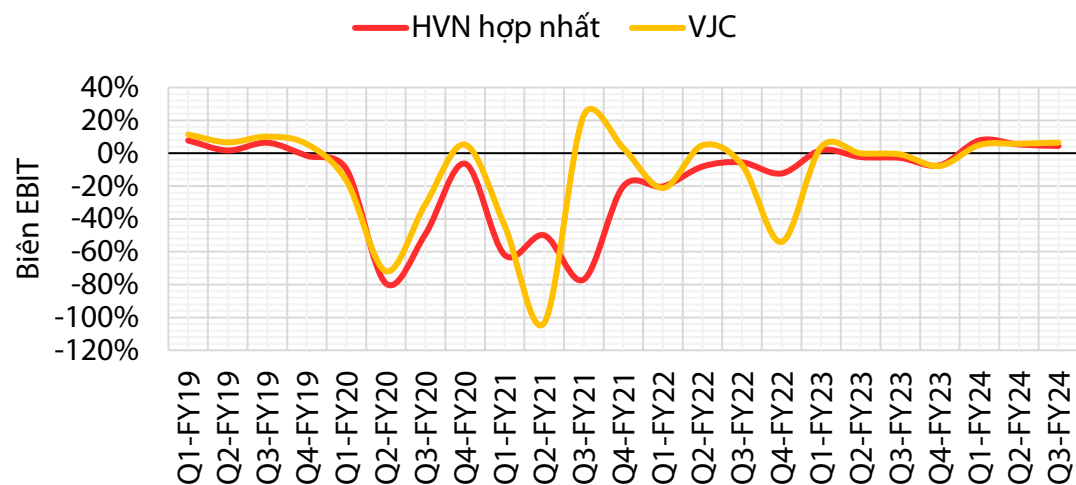
- Lũy kế 11T2024, sản lượng hành khách nội địa đạt 63 triệu lượt (-16% YoY). Sự sụt giảm diễn ra phần lớn trong 6T2024 do các hãng hàng không gặp khó khăn về đội tàu bay nên phải điều chỉnh giảm cung ứng trên các đường bay nội địa. Cụ thể là Bamboo Airways, Pacific Airlines thực hiện quá trình tái cơ cấu lại đội tàu/tuyến/tần suất bay do gặp khó khăn về vấn đề tài chính.
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hành khách nội địa có thể tăng trưởng dương một chữ số trong năm 2025, khi có dấu hiệu thu hẹp đà giảm so với cùng kỳ trong những tháng cuối năm 2024. Nhờ các hãng hàng không bổ sung trở lại đội tàu bay để chuẩn bị cho Tết Nguyên đán nên nguồn cung được gia tăng. Vietnam Airlines và Vietjet Air nhận thêm 6 máy bay mới, đồng thời thuê ướm (thuê ngắn hạn) 6 – 10 máy bay. Tương tự, Bamboo Airways đã thuê thêm một chiếc Airbus A320, nâng tổng số máy bay lên 8 chiếc.

Hình 16: Doanh thu vận tải hàng không đã học hồi hoàn toàn...



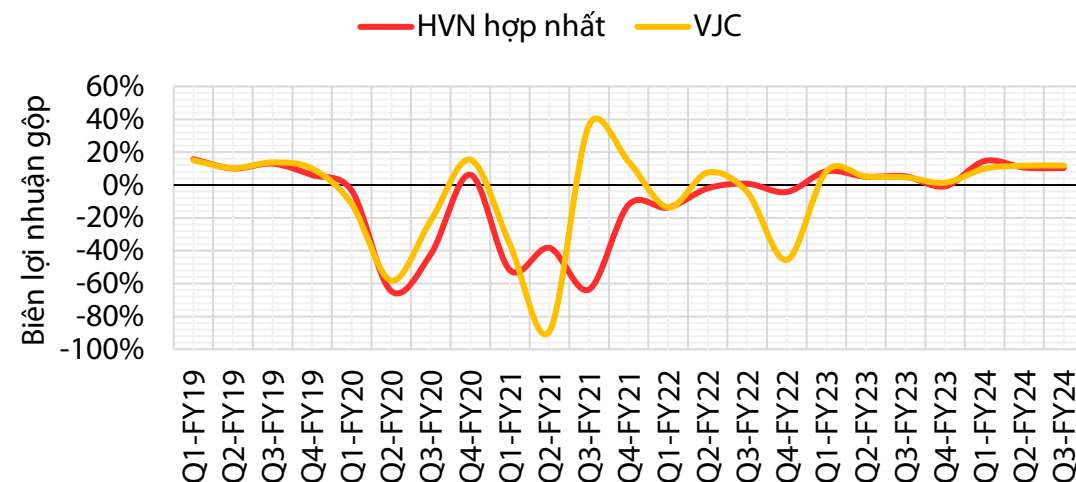
Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 18: ...đủ để bao phủ chi phí bán hàng và quản lý



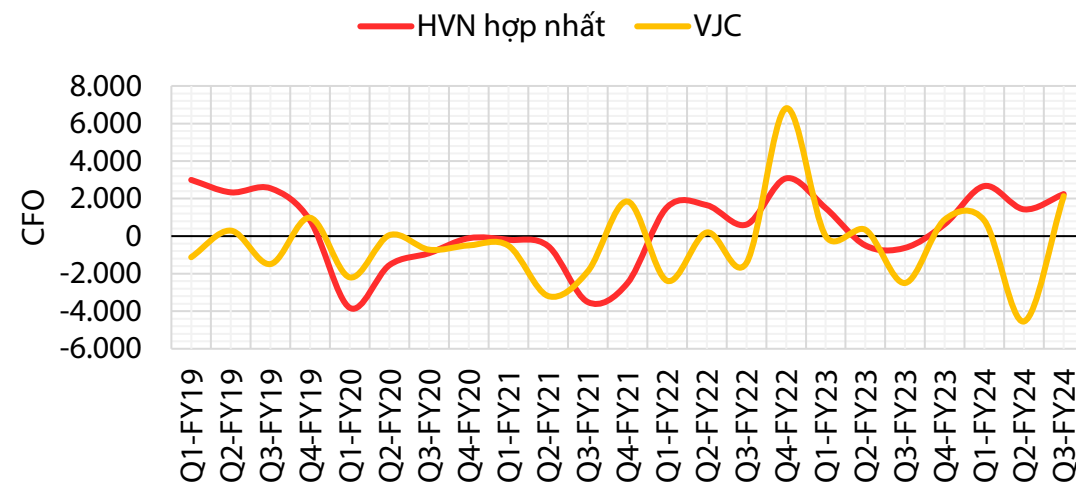
Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 17: ...giúp hai hãng vận tải lớn thoát khỏi tình trạng lỗ gộp và...



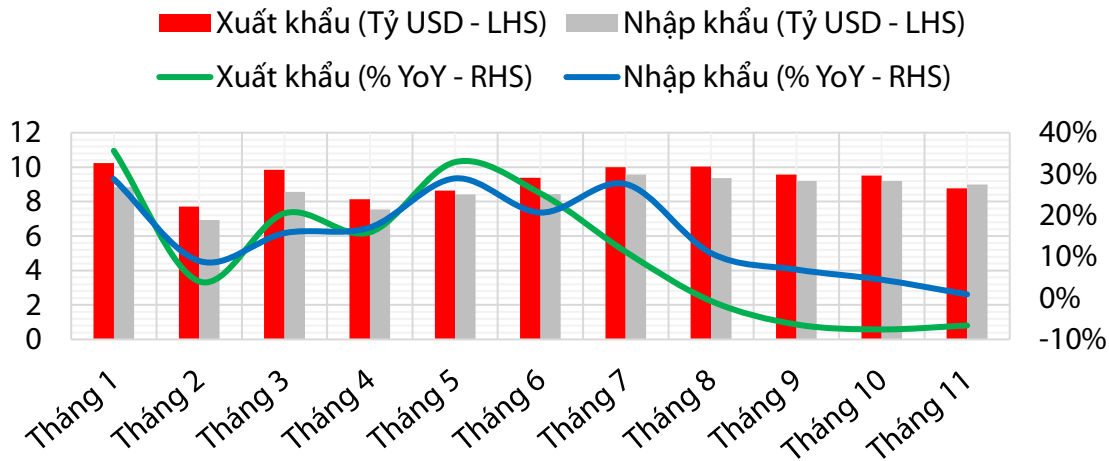
Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Dòng tiền CFO cũng từng bước cải thiện (Tỷ đồng)



Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 20: Ước tính giá trị XNK bằng đường hàng không

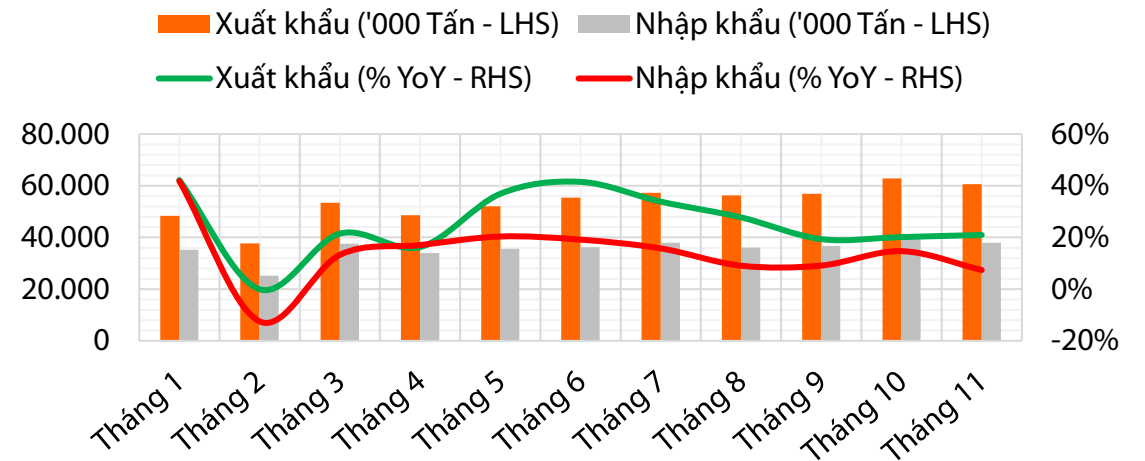


Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Sản lượng hàng hóa vận chuyển qua đường hàng không vững bước tăng trưởng hai chữ số trong 11T2024 nhưng sẽ giảm tốc trong năm 2025

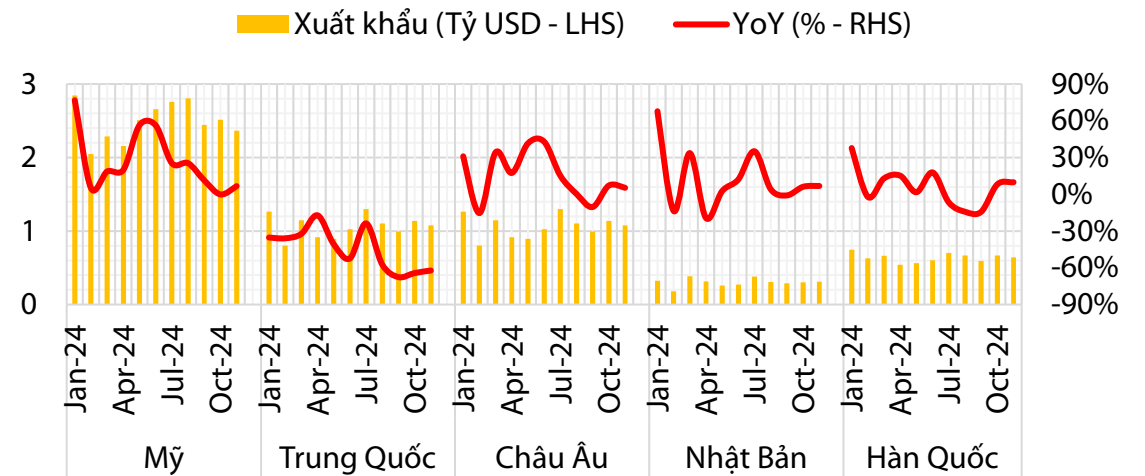
- Nhóm hàng dệt may, giày dép, vải có giá trị thấp nhưng khối lượng lớn. Nhóm này có xu hướng được vận chuyển nhiều hơn bằng đường hàng không trong giai đoạn giá cước vận tải biển tăng cao, dẫn đến tăng trưởng sản lượng nhanh hơn giá trị kim ngạch XNK. Lũy kế 11T2024, tổng sản lượng XNK đạt 982 triệu tấn (+20% YoY). Trong khi đó, ước tính kim ngạch XNK đạt 197 tỷ USD (+12% YoY).
- Nhu cầu tiêu dùng tại hai thị trường chính là Mỹ và Châu Âu cải thiện trong 2H2025 khi chính sách tiền tệ nới lỏng dần thẩm thấu vào nền kinh tế sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng cho sản lượng hàng hóa XNK. Tuy nhiên, giá cước vận tải biển dự kiến sẽ giảm làm giảm nhu cầu vận chuyển qua đường hàng không.

Hình 21: Khối lượng hàng hóa XNK bằng đường hàng không



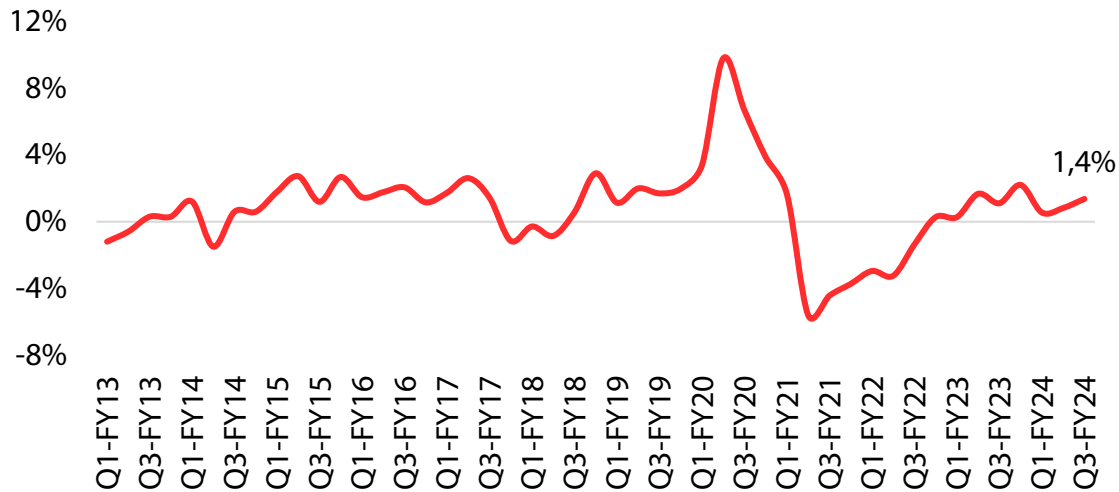
Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Hình 22: Giá trị XK bằng đường hàng không đến các thị trường chính



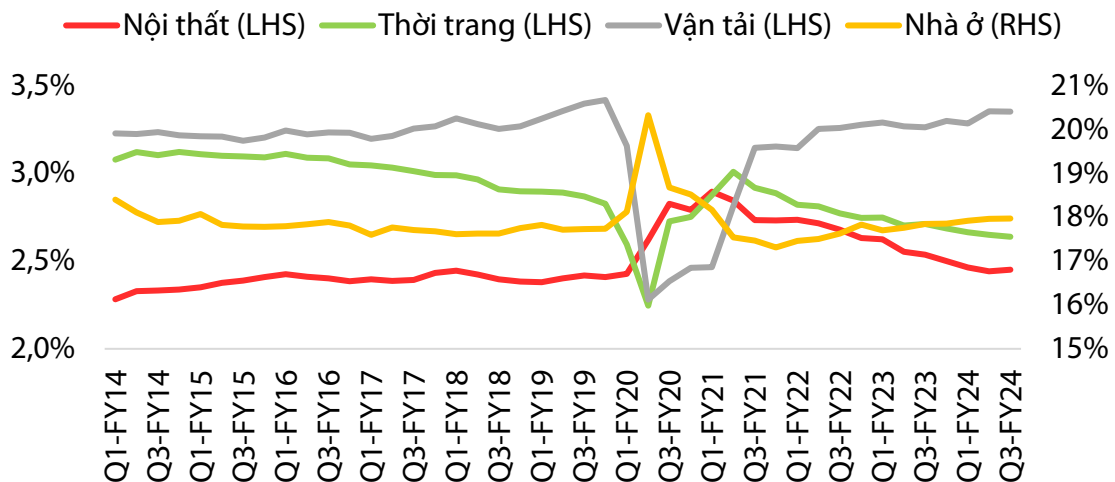
Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 23: Thu nhập thực tế của người dân tại Mỹ tăng 1,4% YoY



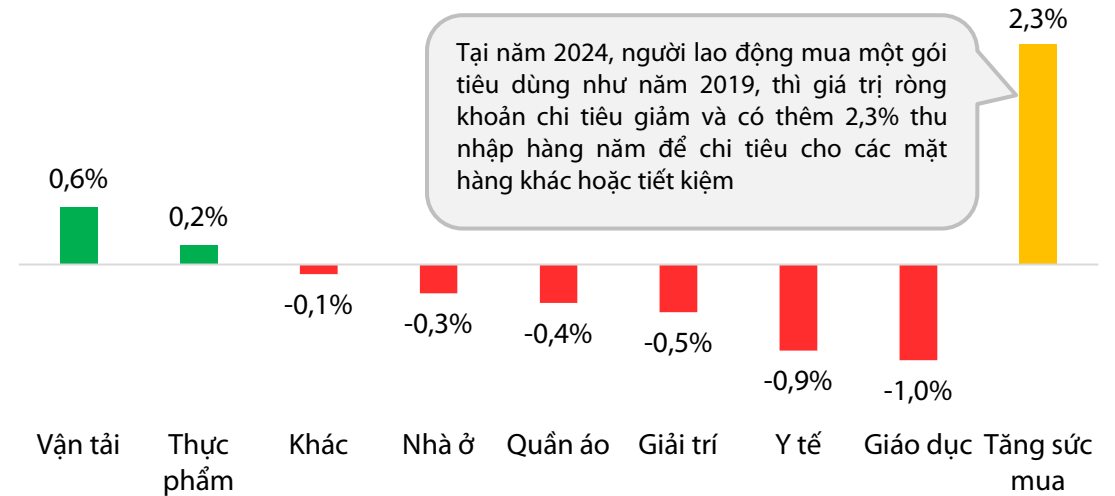
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt

Hình 25: Xu hướng giảm chi tiêu cho hàng hóa không thiết yếu



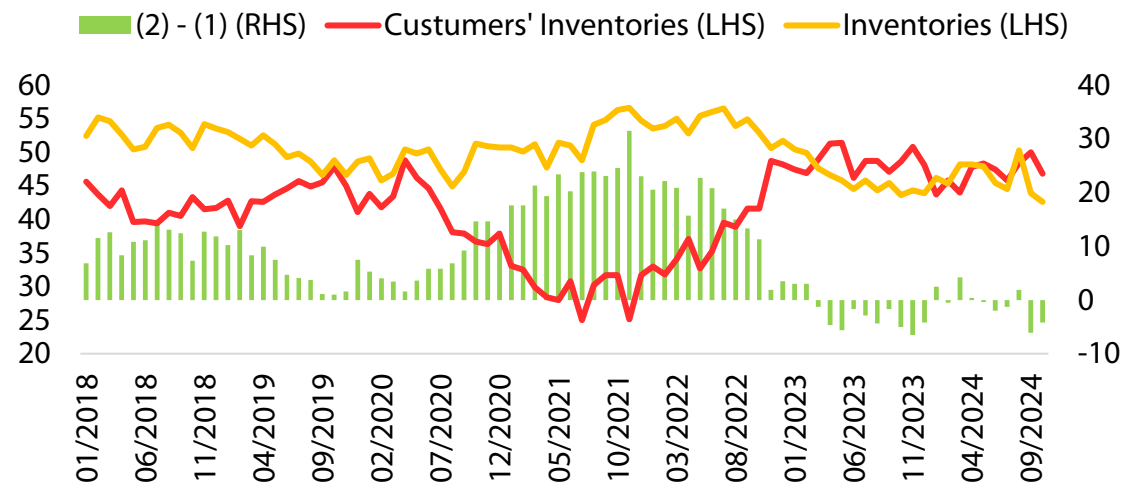
Nguồn: BEA, CTCK Rong Việt, Tỷ trọng chi tiêu theo nhóm hàng của người tiêu dùng Mỹ

Hình 24: Tăng/giảm sức mua của người dân Mỹ theo nhóm sản phẩm



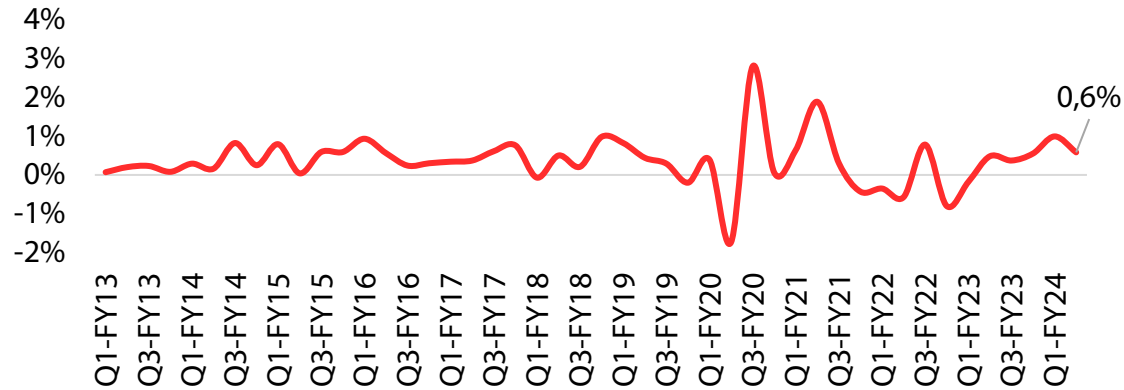
Nguồn: US Treasury, CTCK Rong Việt

Hình 26: Hàng tồn kho tại Mỹ vẫn duy trì ở mức cao



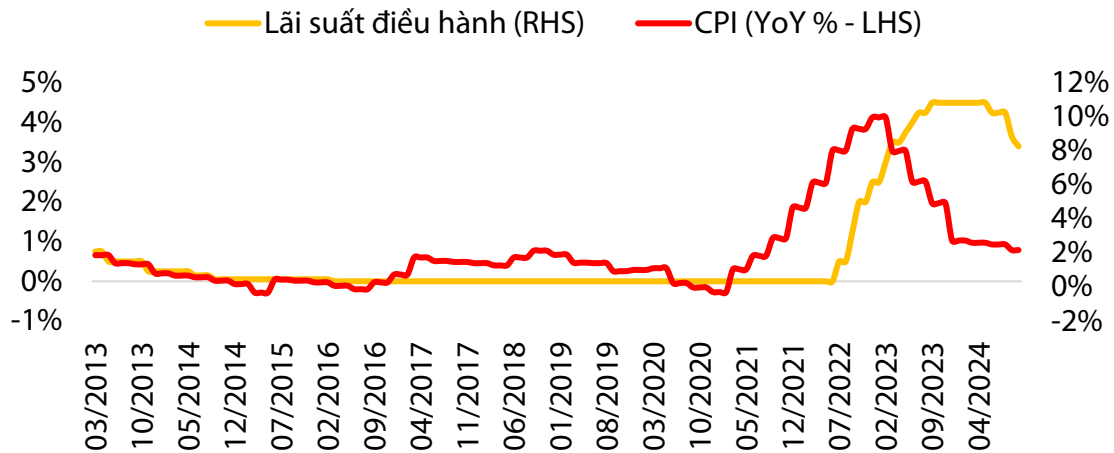
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt

Hình 27: Thu nhập thực tế hộ gia đình tại EU có xu hướng cải thiện (QoQ) kể từ đầu năm 2023



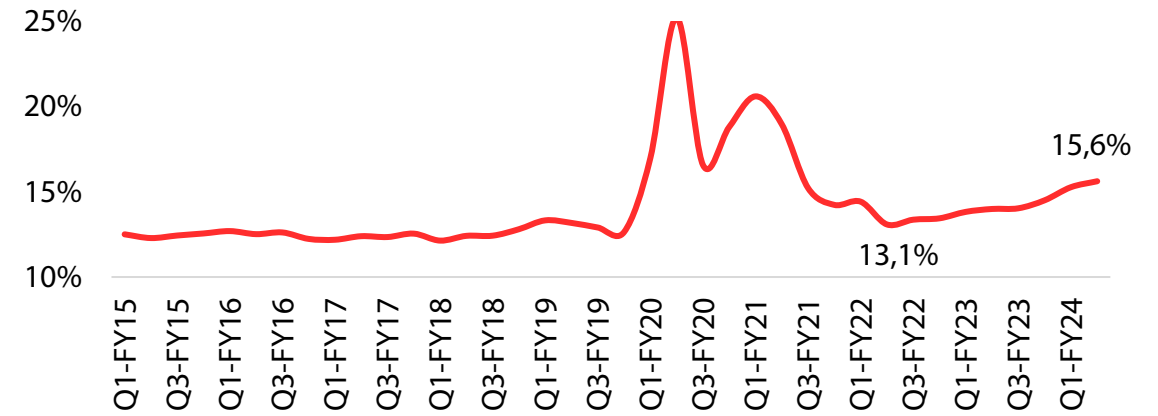
Nguồn: EuroStat, CTCK Rồng Việt

Hình 29: Kỳ vọng hộ gia đình tăng tiêu dùng khi lãi suất giảm



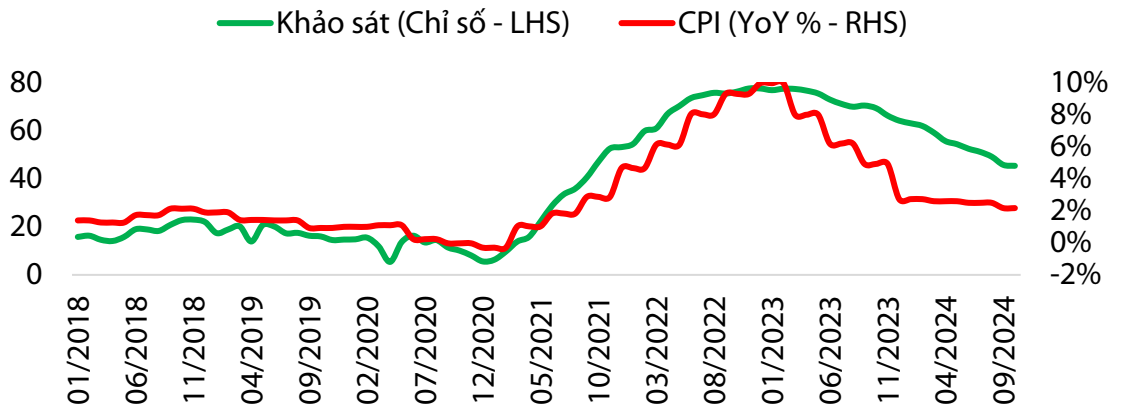
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 28: Kể từ khi ECB tăng lãi suất, người dân Châu Âu đã gia tăng tỷ lệ tiết kiệm để hưởng lợi nhiều hơn



Nguồn: EuroStat, CTCK Rồng Việt

Hình 30: Người dân Châu Âu nhận thức rõ hơn về lạm phát đang giảm, là chỉ báo sớm về tăng tiêu dùng trong thời gian tới



Nguồn: Euro Commission, CTCK Rồng Việt, Khảo sát người tiêu dùng về xu hướng giá trong 12 tháng qua

Hình 31: Mở rộng nhà ga T2 – Nội Bài (T2-NB)



Nguồn: Internet, CTCK Rồng Việt

Hình 32: Nhà ga T3 – Tân Sơn Nhất (T3-TSN)



Hình 33: Sân bay quốc tế Long Thành (LTIA)



Bảng 2: Thông tin ba 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)
Sân bay Long Thành	110.000	Tháng 12/2026	23
Mở rộng nhà ga T2 - Nội Bài	5.000	Đầu năm 2027	5
Nhà ga T3 – Tân Sơn Nhất	11.000	Tháng 05/2025	20

Tổng	126.000	2025 - 2027	48
-------------	----------------	--------------------	-----------

Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Giải quyết tình trạng quá tải tại hai sân bay trọng điểm nhờ đưa ba cảng hàng không vào khai thác trong giai đoạn 2025 - 2027

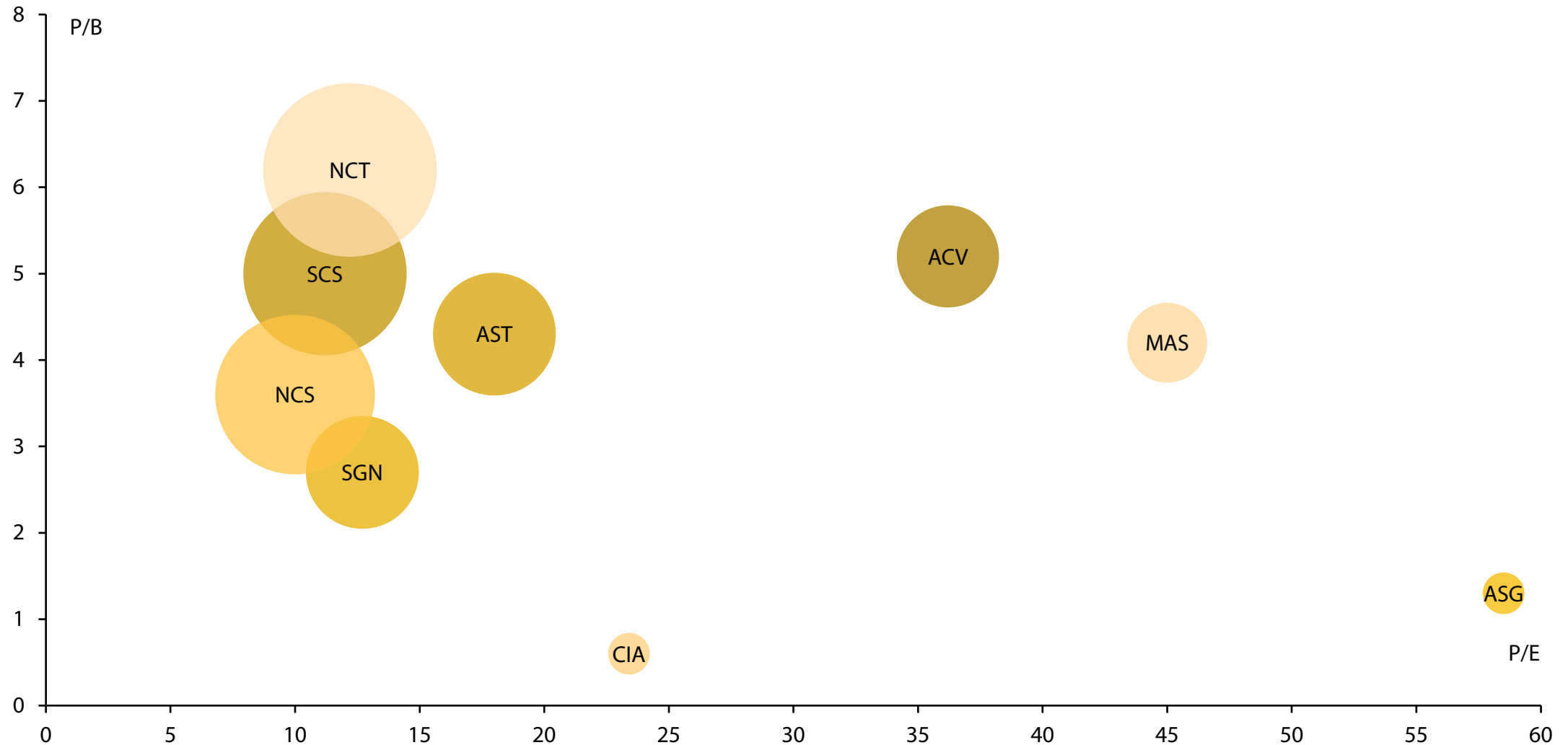
- Sau khi hoàn thành ba dự án trọng điểm (bảng), công suất tăng thêm 48 triệu lượt/năm, nâng tổng công suất lên hơn 150 triệu lượt/năm và tương ứng mức tăng 42%, giảm tình trạng quá tải diễn ra từ lâu tại Tân Sơn Nhất và Nội Bài.

LTIA mang đến nhiều lợi ích cho các công ty trong chuỗi giá trị ngành

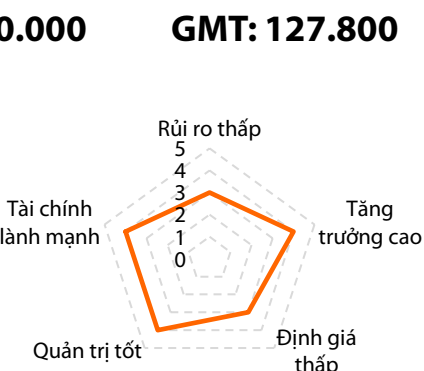
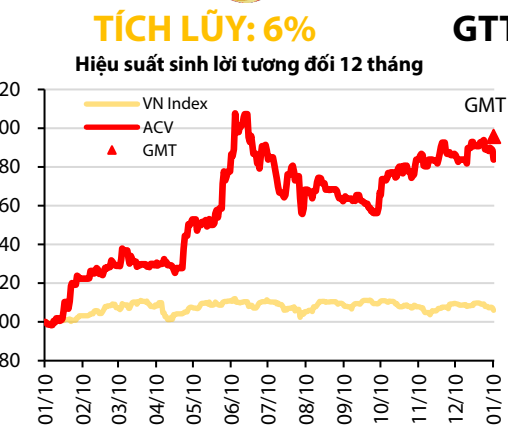
- LTIA sẽ nhận được 90% số chuyến bay từ TSN sau khi đưa vào hoạt động. Đồng thời, dư địa tăng trưởng rất lớn tại đây sẽ mở ra cơ hội cho các công ty thuộc tiểu ngành liên quan như dịch vụ hàng hóa, phục vụ mặt đất, suất ăn hàng không...
- Đến tháng 12/2024, **công ty liên kết với Taseco (HSX: AST)** và **CTCP Phục vụ mặt đất Sài Gòn (HSX: SGN)** đã được lựa chọn đầu tư hai hạng mục suất ăn hàng không và phục vụ mặt đất thuộc dự án thành phần 4 của Sân bay Long Thành.

Cổ phiếu	VHTT (tỷ đồng)	GTKL BQ 3T (tr. đ)	P/E hiện tại (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 4Q (%)	Giá mục tiêu	Thị giá tại ngày 10/01/25	Mức sinh lời kỳ vọng	2023A		2024E		2025F		Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng LNST	
									EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	2024E	2025F	2024E	2025F
ACV	261.234	34.635	36,17	5,19	18,0%	127.800	120.000	-5,5%	3.318	23.133	4.320	27.582	4.697	32.387	-0,2%	9,4%	9,8%	8,7%
SCS	7.316	24.440	11,23	4,99	46,3%	88.700	77.100	15,0%	4.638	13.423	7.394	14.514	6.934	14.812	41,9%	6,6%	40,1%	-6,3%
VJC	53.403	76.196	n.a	3,20	8,5%	N.R	98.600	n.a	426	28.123	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
HVN	59.346	61.535	n.a	n.a	n.a	N.R	26.800	n.a	-2.678)	-7.910	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
AST	2.408	363	17,97	4,32	26,2%	N.R	53.500	n.a	2.473	11.230	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
SGN	2.756	975	12,65	2,70	22,3%	N.R	82.200	n.a	6.377	27.983	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
ASG	1.661	30	58,51	1,26	2,8%	N.R	18.300	n.a	48	13.741	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
NCS	463	82	10,03	3,63	44,1%	N.R	25.800	n.a	2.573	7.116	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
CIA	188	55	23,35	0,57	2,7%	N.R	10.100	n.a	298	17.473	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
MAS	145	51	45,04	4,22	11,2%	N.R	34.000	n.a	666	7.158	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
NCT	2.980	491	12,18	6,19	52,2%	N.R	113.900	n.a	7.877	16.564	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 10/01/2025.
N.R: Không đánh giá
N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu
EPS: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ trên mỗi cổ phiếu
GTSS/CP: Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/01/2025.



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hàng & Dịch vụ
Vốn hóa (tỷ đồng)	Công nghiệp
SLCPĐLH (triệu CP)	261.234
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	2.177
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	355
SH NĐTNN còn lại (%)	35
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	45,4
	63.5 - 138

TÀI CHÍNH

Doanh thu (tỷ đồng)	17.462	19.984	21.867
LNST (tỷ đồng)	7.003	9.405	10.226
ROA (%)	10,4	12,1	7,3
ROE (%)	13,9	15,7	14,5
EPS (đồng)	3.886	4.320	4.697
GTSS (đồng)	23.131	27.582	32.387
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
P/E (x)	16,8	29,1	25,5
P/B (x)	2,8	4,6	3,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Doanh thu năm 2025 vững vàng tăng trưởng được thúc đẩy bởi sản lượng hành khách quốc tế/nội địa, trong bối cảnh nhu cầu ngày càng tăng của lữ hành hàng không**
- Quốc tế:** Sản lượng hành khách quốc tế được dự báo tăng trưởng 9% YoY nhờ xu hướng du lịch của khách Trung Quốc dịch chuyển từ nội địa ra nước ngoài và Việt Nam đang trở thành điểm đến yêu thích của khách Hàn Quốc.
 - Nội địa:** Nhu cầu đang cao hơn so với khả năng cung ứng của các hãng hàng không. Sản lượng nội địa tăng trưởng 7% YoY nhờ mức nền thấp của 2024 và nguồn cung gia khi các hãng hàng không mở rộng đội tàu bay, qua đó đáp ứng được nhu cầu cao của thị trường nội địa.
- Biên lợi nhuận gộp tiếp tục được mở rộng nhờ gia tăng tỷ trọng sản lượng từ thị trường quốc tế, dẫn đến giá bán trung bình của phí dịch vụ hàng không**
- Tốc độ tăng trưởng nhanh hơn của khách quốc tế so với nội địa, giúp gia tăng tỷ trọng hành khách quốc tế +74 bps YoY. Biên lợi nhuận gộp mở rộng +91 bps YoY nhờ do phí dịch vụ của khách quốc tế ước tính cao hơn khoảng sáu lần so với phí dịch vụ của khách nội địa.
- Giảm áp lực trích lập dự phòng nợ phải thu đối với hai hãng hàng không Vietnam Airlines (HSX: HVN) khi tình hình tài chính dần tốt hơn**
- Trong Q3-FY24, ACV đã hoàn nhập 82 tỷ đồng dự phòng nợ xấu sau khi trích lập 250 tỷ đồng trong 1H2024 đối với HVN. Mặc dù, tỷ lệ trích lập/nợ quá hạn HVN vẫn ở mức thấp, nhưng rủi ro gia tăng trích lập đã giảm khi KQKD của hãng bay này đang cải thiện.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Các dự án thành phần tại sân bay Long Thành bị chậm tiến độ.
- Ba dự án trọng điểm là LTIA, T2 – Nội Bài và T3 – Tân Sơn Nhất sẽ phát sinh chi phí vận hành lớn, làm giảm tốc độ tăng trưởng trong những năm đầu hoạt động.

Bảng 1: Dự phóng cho năm 2024 – 2025

Đơn vị: Tỷ đồng	2024E	+/-YoY	2025F	+/-YoY
Sản lượng hành khách (triệu lượt)	114	1%	122	7%
Quốc tế	42	30%	46	9%
Nội địa	72	-11%	76	6%
Doanh thu thuần	22.631	13%	24.709	9%
Dịch vụ hàng không	18.645	13%	20.407	9%
Dịch vụ phi hàng không	2.565	3%	2.751	7%
Bán lẻ	1.420	19%	1.551	9%
Phí cất hạ cánh	2.647	3%	2.842	7%
Lợi nhuận gộp	14.058	19%	15.573	11%
Doanh thu tài chính	1.025	-54%	451	-56%
Chi phí tài chính	-781	646%	-381	-51%
Lãi/lỗ từ liên doanh	312	20%	374	20%
Chi phí bán hàng và quản lý	-1.369	-64%	-1.727	26%
EBIT	12.689	57%	14.290	9%
LNST cổ đông công ty mẹ	10.648	26%	11.497	8%
LNST cổ đông công ty mẹ (loại trừ khu bay)	9.405	34%	10.226	9%

Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Thông tin ba 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)
Sân bay Long Thành	110.000	Tháng 12/2026	23
Mở rộng nhà ga T2 - Nội Bài	5.000	Đầu năm 2027	5
Nhà ga T3 – Tân Sơn Nhất	11.000	Tháng 05/2025	20
Tổng	126.000	2025 - 2027	48

Nguồn: ACV, CTCK Rộng Việt

Bảng 3: Tổng hợp định giá

Chi phí sử dụng vốn bình quân		FCFF	Tỷ đồng
Beta điều chỉnh	0,6	Giá trị hiện tại của FCFF tích lũy	60.926
Lãi suất phi rủi ro	2,6%	Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn	597.590
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	10,4%	(+) Tiền và các khoản tương đương tiền	25.251
Chi phí vốn chủ sở hữu	8,8%	(-) Nợ	11.085
Chi phí lãi vay sau thuế	1,2%	(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	50
Tỷ trọng nợ	40%	Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	278.193
Tỷ trọng vốn chủ sở hữu	60%	Số lượng cổ phiếu (triệu)	2.177
WACC	8,0%	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	127.777

Nguồn: CTCK Rông Việt

TÍCH LŨY: 15%

GTT: 77.100

GMT: 88.700

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

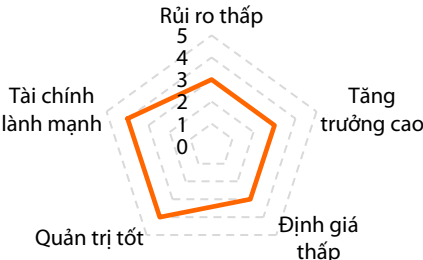
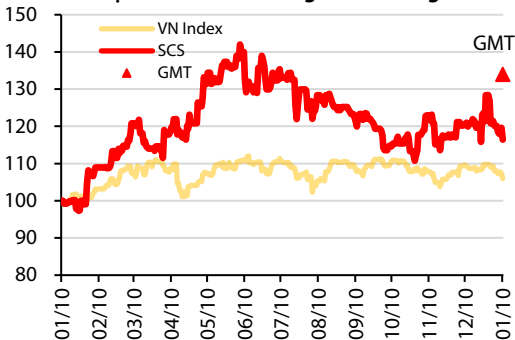
TÀI CHÍNH

2023A

2024F

2025F

Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng



Ngành	Du lịch và Giải trí
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.316
SLCPĐLH (triệu CP)	95
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	310
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	24
SH NĐTNN còn lại (%)	9,2
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	64.1 - 96

Doanh thu (tỷ đồng)	705	1.000	1.066
LNST (tỷ đồng)	498	698	654
ROA (%)	29,3	45,4	42,7
ROE (%)	37,2	50,7	47,8
EPS (đồng)	5.280	7.394	6.934
GTSS (đồng)	14.579	14.514	14.812
Cổ tức tiền mặt (đồng)	5.000	7.000	7.000
P/E (x)	14,6	10,8	11,1
P/B (x)	5,4	5,5	5,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tốc độ tăng trưởng trong năm 2025 sẽ chậm lại về mức bình thường hóa theo bối cảnh chung của thị trường xuất khẩu

- Sức mua của người tiêu dùng tại Mỹ và EU dần cải thiện trong nửa cuối năm khi chính sách tiền tệ nới lỏng dần thẩm thấu vào nền kinh tế sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng cho sản lượng hàng hóa quốc tế. 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.
- Nhóm hàng dệt may có khối lượng lớn đang có xu hướng vận chuyển qua đường hàng không có thể là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng về sản lượng cho SCS.

Biên lợi nhuận ròng bị thu hẹp đáng kể nhưng không phải yếu tố đáng lo ngại do không xuất phát từ yếu tố nội tại của SCS

- Kể từ năm 2025, SCS chịu thuế suất thuế TNDN 20%, sau khi kết thúc thời gian 9 năm được ưu đãi 50% về thuế TNDN. Qua đó, LNST của năm 2025 ghi nhận giảm 6% YoY, đạt 654 tỷ đồng, biên ròng thu hẹp 8 pps YoY, về mức 61%.
- Dù LNST sụt giảm nhưng không đáng lo ngại vì hoạt động kinh doanh của SCS rất hiệu quả, thể hiện qua các chỉ tiêu sinh lời như biên gộp/biên EBIT duy trì ở mức cao là 80%/74%.

Dự kiến tỷ suất cổ tức tiền mặt trong vòng 12 tháng tới là 8 – 9% tương đối hấp dẫn, cao hơn so với lãi tiền suất gửi (4 – 5%/năm)

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giá cước vận tải biển giảm sẽ dịch chuyển nhu cầu vận chuyển hàng không sang đường biển.
- Triển vọng trong dài hạn của SCS phụ thuộc nhiều vào sự kiện lựa chọn đơn vị vận hành cảng hàng hóa tại LTIA. Do đó, SCS có thể được tái định giá cao/thấp hơn mức trung bình quá khứ.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

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



www.vdsc.com.vn

