

## TCT Cảng hàng không Việt Nam (UpCOM: ACV)

### Điểm rơi của lợi nhuận đang ở phía trước

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q1-FY23 | Q4-FY22 | +/- (qoq) | Q1-FY22 | +/- (yoY) |
|--------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| Doanh thu thuần    | 4.728   | 4.109   | 15%       | 2.109   | 124%      |
| Lợi nhuận sau thuế | 1.634   | 1.283   | 27%       | 875     | 87%       |
| EBIT               | 2.353   | 901     | 161%      | 426     | 452%      |
| Tỷ suất EBIT       | 49,8%   | 21,9%   | 27,8 pps  | 20,2%   | 29,5 pps  |

Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

### Q12023 – EBIT tăng mạnh nhờ lưu lượng khách quốc tế phục hồi mạnh mẽ, nhưng lỗ tỷ giá làm giảm tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng

- Doanh thu tăng 124% YoY, cao hơn mức tăng trưởng của tổng lượng hành khách (72% YoY) do lượng khách quốc tế tăng mạnh 1471% YoY từ mức thấp của cùng kỳ năm 2022.
- LNST tăng trưởng chậm hơn 87% YoY do (1) ACV ghi nhận khoản lỗ tỷ giá hối đoái 775 tỷ đồng trong kỳ do đồng JPY tăng trong khi Q1-2022 ghi nhận khoản lãi tỷ giá hối đoái 268 tỷ đồng giá và (2) Chi phí bán hàng & quản lý tăng 156% YoY.

### Triển vọng 2023F – Điểm rơi của lợi nhuận đang ở phía trước

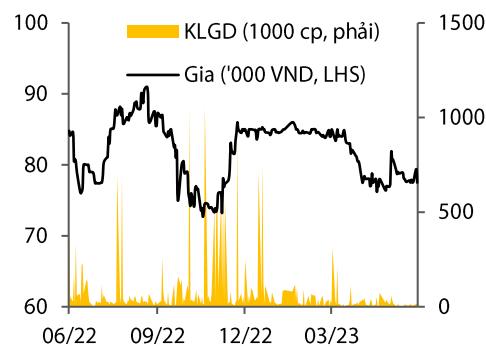
- Chúng tôi dự phóng tổng lưu lượng hành khách sẽ tăng 20% YoY và đạt 119 triệu khách trong năm nay, chủ yếu là do lượng hành khách quốc tế phục hồi mạnh mẽ hơn (31,7 triệu khách, +165% YoY) khi khách du lịch Trung Quốc quay trở lại. Trong khi đó, lượng khách nội địa sẽ đi ngang ở mức 87 triệu khách chủ yếu do mức nền cao kỷ lục của cùng kỳ năm 2022.
- Nhờ tăng trưởng lưu lượng khách quốc tế mạnh mẽ, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ đạt 19,1 nghìn tỷ đồng (+20% YoY), trong khi LNTT sẽ ở mức 10 nghìn tỷ đồng (+13% YoY) trong năm 2023F. Nếu loại trừ lợi nhuận từ tài sản khu bay (dự phóng đạt 1.329 tỷ đồng) và lợi nhuận tài chính (1.264 tỷ đồng), LNTT cốt lõi dự kiến sẽ tăng gấp đôi vào năm 2023 lên 7.0 nghìn tỷ đồng). LNST/EPS năm 2023 đã điều chỉnh (không bao gồm lợi nhuận từ tài sản sân bay) là 6,9 nghìn tỷ đồng (+12% YoY)/3.200 đồng.

### Định giá và khuyến nghị

ACV, cùng các cổ phiếu khác thuộc ngành hàng không, đã nằm ngoài tầm ngắm của các giới đầu tư kể từ khi đại dịch bùng phát, chủ yếu là do mức định giá không hấp dẫn của cổ phiếu này mặc dù quá trình phục hồi đã diễn ra khá tích cực kể từ 2022. Với việc thị trường hàng không quốc tế đang trên quỹ đạo quay trở lại mức trước Covid trong hai năm tới, và kéo theo sự tăng trưởng mạnh mẽ hơn của thu nhập cốt lõi, chúng tôi kỳ vọng rằng mức định giá của ACV sẽ trở nên hợp lý hơn rất nhiều so với trước và phù hợp cho đầu tư dài hạn. 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 3 năm trước Covid (2017-2019) là 17,7x trong khi chúng tôi dự phóng LNST cốt lõi của ACV sẽ phục hồi về mức 2019 trong năm nay, trước khi vượt qua con số của năm 2019 là 13% vào năm 2024F. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng ACV là lựa chọn tốt nhất để tiếp cận với không chỉ với sự phục hồi tiếp diễn của ngành hàng không trong hai năm tới mà còn cả sự phát triển dài hạn hấp dẫn của ngành này khi ACV là nhà khai thác cảng hàng không lớn nhất tại Việt Nam. Theo đó, chúng tôi lặp lại khuyến nghị **MUA** đối với ACV với giá mục tiêu là **96.900 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp DCF, với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng **24%** tại ngày 16/6/2023.

| MUA  | +24%         |
|--|--------------|
| Giá thị trường (VND)                         | 78.000       |
| Giá mục tiêu (VND)                           | 96.900       |
| Cổ tức tiền mặt (VND)*                       | 0            |
| <i>*dự kiến nhận được trong 12 tháng tới</i> |              |
| Thông tin cổ phiếu                           |              |
| Ngành  | Hạ tầng GTVT |
| Vốn hóa (tỷ đồng)                            | 169.584,4    |
| SLCPDLH                                      | 2.177,0      |
| KLGD bình quân 20 phiên                      | 14.600       |
| Free Float (%)                               | 4,6          |
| Giá cao nhất 52 tuần                         | 91.000       |
| Giá thấp nhất 52 tuần                        | 72.700       |
| Beta   | 0,20         |
| FY2022                                       | Hiện tại     |
| EPS  | 3.687        |
| Tăng trưởng EPS (%)                          | 802%         |
| EPS điều chỉnh                               | 3.687        |
| P/E  | 25,9         |
| P/B  | 20.098,7     |
| EV/EBITDA                                    | 23,4         |
| Tỷ suất cổ tức                               | 0,0%         |
| ROE (%)                                      | 16,3%        |

### Điểm biến giá



### Cổ đông lớn (%)

|                                   |       |
|-----------------------------------|-------|
| UB QLV NN tại doanh nghiệp        | 95,4% |
| Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%) | 4,6%  |

### Đỗ Thanh Tùng

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1521

[tung.dt@vdsc.com.vn](mailto:tung.dt@vdsc.com.vn)

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1/2023**

| (Tỷ đồng)                         | Q1-FY23 | Q4-FY22 | +/- (qoq) | Q1-FY22 | +/- (yoy) |
|-----------------------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| Doanh thu                         | 4.728   | 4.109   | 15,1%     | 2.109   | 124,2%    |
| Lợi nhuận gộp                     | 2.939   | 1.933   | 52,1%     | 655     | 348,8%    |
| Chi phí bán hàng và quản lý       | 585     | 1.032   | -43,2%    | 228     | 156,3%    |
| Thu nhập HĐKD                     | 2.353   | 901     | 161,2%    | 426     | 451,9%    |
| EBITDA                            | 2.910   | 1.490   | 95,4%     | 1.002   | 190,4%    |
| EBIT                              | 2.353   | 901     | 161,2%    | 426     | 451,9%    |
| Chi phí tài chính                 | 793     | 28      | 2703,2%   | 21      | 3630,4%   |
| - Chi phí lãi vay                 | 18      | 17      | 1,4%      | 20      | -13,3%    |
| Khấu hao                          | 557     | 589     | -5,3%     | 576     | -3,2%     |
| Khoản mục không thường xuyên (*)  |         |         |           |         |           |
| Khoản mục bất thường (*)          |         |         |           |         |           |
| Lợi nhuận trước thuế              | 2.031   | 1.578   | 28,7%     | 1.088   | 86,5%     |
| Lợi nhuận sau thuế                | 1.634   | 1.283   | 27,3%     | 875     | 86,8%     |
| LNST điều chỉnh các khoản mục (*) | 1.634   | 1.283   | 27,3%     | 875     | 86,8%     |

Nguồn: FPT, CTCK Rồng Việt

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1/2023**

| Chỉ tiêu                       | Q1-FY23 | Q4-FY22 | +/- (qoq) | Q1-FY22 | +/- (yoy) |
|--------------------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| <b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>   |         |         |           |         |           |
| TS lợi nhuận gộp               | 62,1%   | 47,0%   | 15,1 pps  | 31,1%   | 31,1 pps  |
| EBITDA/Doanh thu               | 61,6%   | 36,3%   | 25,3 pps  | 47,5%   | 14,0 pps  |
| EBIT/Doanh thu                 | 49,8%   | 21,9%   | 27,8 pps  | 20,2%   | 29,5 pps  |
| TS lợi nhuận ròng              | 34,5%   | 31,2%   | 3,3 pps   | 41,5%   | -6,9 pps  |
| TS lợi nhuận ròng điều chỉnh   | 34,5%   | 31,2%   | 3,3 pps   | 41,5%   | -6,9 pps  |
| <b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b> |         |         |           |         |           |
| - Hàng tồn kho                 | 16,2    | 21,5    | -5,3      | 19,7    | -3,5      |
| - Khoản phải thu               | 2,7     | 2,6     | 0,1       | 2,0     | 0,8       |
| - Khoản phải trả               | 1,9     | 2,0     | -0,1      | 2,6     | -0,7      |
| <b>Đòn bẩy (%)</b>             |         |         |           |         |           |
| Tổng nợ/Tổng Vốn CSH           | 7,6%    | 12,1%   | -4,6 pps  | 6,0%    | 1,6 pps   |

Nguồn: CTCK Rồng Việt (\*) thường niên hóa

**Bảng 3: Dự phỏng KQKD Q3/2023**

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q2-FY23 | +/- (qoq) | +/- (yoy) | Nhận định  |
|--------------------|---------|-----------|-----------|--|
| Doanh thu          | 5.431   | 15%       | 58%       | <ul style="list-style-type: none"> <li>Chúng tôi dự báo tổng lượng hành khách hàng không sẽ đạt 29,0 triệu khách, tăng nhẹ 4% YoY, trong đó lượng khách quốc tế sẽ cao hơn gấp 4 lần YoY, đạt 8,3 triệu khách trong khi lượng khách nội địa ước đạt 20,8 triệu khách, giảm dần -20% YoY từ mức cao kỷ lục của năm ngoái.</li> <li>Dòng khách du lịch quốc tế mạnh mẽ sẽ thúc đẩy doanh thu và EBIT tăng đáng kể lần lượt là 58% YoY và 167% YoY.</li> <li>Lãi tỷ giá hối đoái chưa thực hiện thấp hơn sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng hàng năm xuống 19% YoY.</li> </ul> |
| Lợi nhuận gộp      | 3.751   | 28%       | 136%      |  |
| EBIT               | 3.261   | 39%       | 167%      |  |
| LNTT               | 3.066   | 88%       | 19%       |  |

**Cập nhật**
**KQKD Q1-2023: Biên lợi nhuận gộp mở rộng nhờ lưu lượng hành khách quốc tế tiếp tục phục hồi trong khi lỗ tỷ giá hối đoái và dự phòng phải thu làm chậm tăng trưởng lợi nhuận ròng**

Sản lượng hành khách hàng không quốc tế tiếp tục phục hồi, tăng 32% QoQ lên 7,1 triệu lượt, trong khi lượng hành khách nội địa tăng chậm hơn ở mức 6% QoQ lên 20,6 triệu lượt. Qua đó, tổng sản lượng khách hàng không đạt gần 28 triệu lượt trong Q1-2023, tương đương mức của Q1-2019 nhưng có sự khác biệt giữa tỷ trọng khách quốc tế và nội địa (26%/74% so với 38%/62%). Hiện sản lượng hành khách quốc tế đạt 67% so với Q1-2019 (Hình 1).

Sự phát triển về lưu lượng nói trên giúp doanh thu thuần tăng 124% YoY. Trong khi đó, giá vốn hàng bán chỉ tăng 23% YoY, do chi phí cố định chiếm tỷ trọng cao, trong đó chi phí khấu hao (chiếm 1/3 giá vốn hàng bán) không đổi và một nhóm chi phí chính khác là chi phí nhân công chỉ tăng 27% YoY, thấp hơn nhiều so với tốc độ tăng doanh thu. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp (không bao gồm cất/hạ cánh) của ACV tăng lên 61% - mức cao lịch sử của công ty, và lợi nhuận gộp theo đó tăng 349% YoY.

Tuy nhiên, tăng trưởng LNST Q1-2023 của ACV là 87% YoY, chậm hơn mức tăng của doanh thu, do:

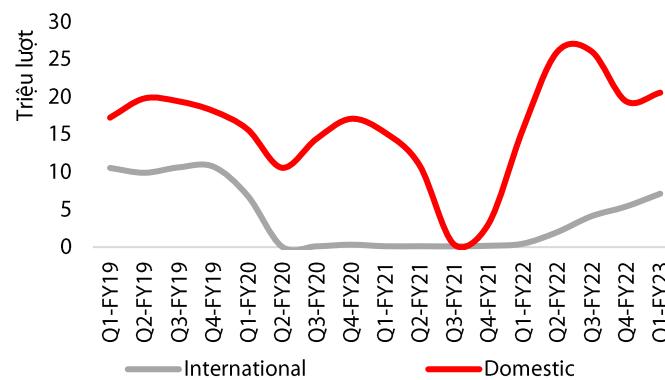
- Trích lập dự phòng 272 tỷ đồng cho các khoản nợ xấu của các hãng hàng không trong nước mặc dù ngành đang phục hồi. Mặc dù vậy, con số trích lập này thấp hơn đáng kể so với quý trước (Hình 3). Ngoại trừ các khoản phải thu từ Vietnam Airlines (HSX: HVN), các khoản phải thu khó đòi từ VietJet Air (HSX: VJC), Bamboo Airways và Pacific Airlines tiếp tục được trích lập dự phòng trong quý. Hiện tại VJC chiếm gần 50% tổng khoản nợ xấu ACV, tiếp theo là Bamboo Airways (24%), Vietnam Airlines (15%), Pacific Airlines (13%).
- Lỗ tài chính 377 tỷ đồng so với lãi tài chính 642 tỷ đồng trong Q1-2022 chủ yếu do khoản lỗ tỷ giá hối đoái chưa thực hiện 775 tỷ đồng. Đồng JPY tăng giá so với VND là một yếu tố ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của ACV trong năm nay như chúng tôi đã đề cập trong các báo cáo trước.

**Bảng 1: KQKD của ACV trong Q1-2023**

| <b>Đơn vị: Tỷ đồng</b>                       | <b>Q1-2023</b> | <b>YoY %</b> | <b>QoQ %</b> | <b>% 2023</b> | <b>Kế hoạch</b> | <b>% 2023F</b> |
|--|----------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|----------------|
| Tổng lưu lượng khách hàng không (triệu lượt) | <b>27,7</b>    | <b>72%</b>   | <b>11%</b>   | <b>23%</b>    | <b>25%</b>      |                |
| Quốc tế                                      | 7,1            | 1471%        | 32%          | 22%           | 33%             |                |
| Nội địa                                      | 20,6           | 32%          | 6%           | 24%           | 23%             |                |
| <b>Cất cánh/Hạ cánh</b>                      | <b>179.666</b> | <b>47%</b>   | <b>9%</b>    | <b>23%</b>    | <b>25%</b>      |                |
| <b>Doanh thu thuần</b>                       | <b>4.728</b>   | <b>124%</b>  | <b>15%</b>   | <b>24%</b>    | <b>27%</b>      |                |
| 1. Dịch vụ hàng không                        | 3.301          | 157%         | 16%          |               | 22%             |                |
| 2. Dịch vụ phi hàng không                    | 549            | 61%          | 11%          |               | 29%             |                |
| 3. Doanh số bán lẻ                           | 282            | 264%         | 12%          |               | 31%             |                |
| 4. Phí cất cánh/hạ cánh                      | <b>599</b>     | <b>47%</b>   | <b>5%</b>    |               | 26%             |                |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                         | <b>2.939</b>   | <b>349%</b>  | <b>52%</b>   |               | <b>31%</b>      |                |
| Từ tài sản sân bay                           | <b>409</b>     | <b>90%</b>   | <b>55%</b>   |               |                 |                |
| ACV  | 2.530          | 476%         | 52%          |               |                 |                |
| Thu nhập tài chính                           | 416            | -37%         | -34%         |               | 28%             |                |
| Chi phí tài chính                            | -793           | 3630%        | 2703%        |               | 253%            |                |
| Lãi từ liên doanh                            | 52             | 164%         | -16%         |               | 22%             |                |
| <b>Chi phí SG&amp;A</b>                      | <b>-585</b>    | <b>156%</b>  | <b>-43%</b>  |               |                 |                |
| <b>EBIT</b>                                  | <b>2.353</b>   | <b>452%</b>  | <b>161%</b>  |               |                 |                |
| EBIT từ tài sản sân bay                      | <b>409</b>     | <b>90%</b>   | <b>55%</b>   |               |                 |                |
| EBIT của ACV                                 | 1.944          | 822%         | 206%         |               |                 |                |
| <b>LNTT</b>                                  | <b>2.031</b>   | <b>87%</b>   | <b>29%</b>   | <b>24%</b>    | <b>23%</b>      |                |
| LNTT từ tài sản sân bay                      | <b>415</b>     | <b>91%</b>   | <b>57%</b>   |               |                 |                |
| ACV  | 1.616          | 85%          | 23%          |               |                 |                |
| <b>LNST</b>                                  | <b>1.634</b>   | <b>87%</b>   | <b>27%</b>   |               | <b>23%</b>      |                |
| LNST từ tài sản sân bay                      | <b>332</b>     | <b>91%</b>   | <b>57%</b>   |               |                 |                |
| ACV  | 1.302          | 86%          | 21%          |               |                 |                |

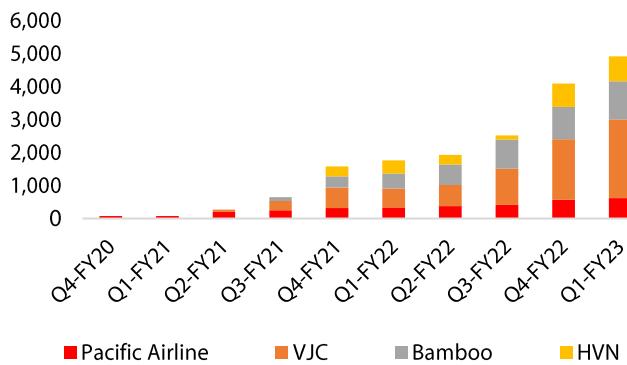
Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

**Hình 1: Lượng khách quốc tế hiện bằng 2/3 so với trước dịch, trong khi lượng khách nội địa vẫn ở mức cao**



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Các khoản phải thu khó đòi (tỷ đồng)**



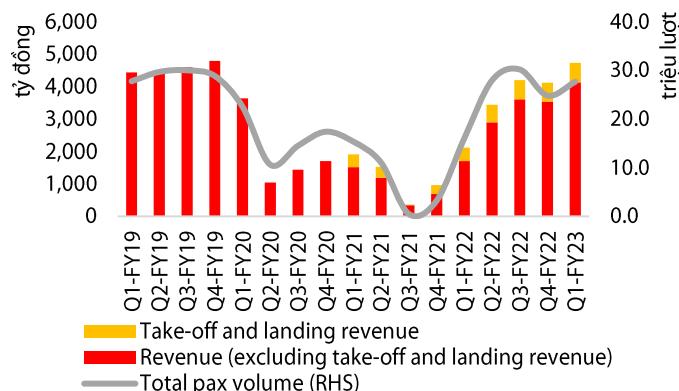
Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

## Triển vọng

### Không có trở ngại đáng kể nào cho sự phát triển tích cực của lượng hành khách hàng không quốc tế

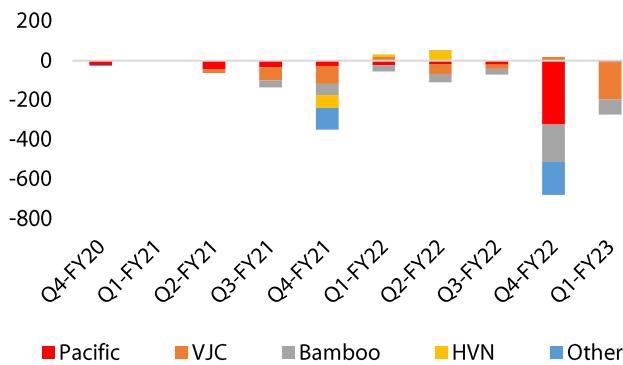
Từ cuối tháng 11/2022, Trung Quốc đã đưa ra một số thông báo báo hiệu sự chấm dứt chính sách Zero COVID của quốc gia này, với động thái hướng tới giảm thiểu tác động của dịch bệnh thay vì ngăn chặn. Vào ngày 20/1/2023, Bộ Văn hóa và Du lịch Trung Quốc thông báo rằng việc bán tour du lịch theo nhóm nước ngoài và du lịch trọn gói (chuyến bay + khách sạn) có thể tiếp tục cho các chuyến đi sau ngày 6/2/2023. Vào ngày 10/3/2023, Trung Quốc cho phép bán các tour du lịch theo đoàn đến Việt Nam, sau đó là cấp phép đi lại với Việt Nam vào ngày 15/3/2023.

**Hình 2: Doanh thu cốt lõi đang tiệm cận mức trước đại dịch ở mức 93% so với mức Q1-2019**

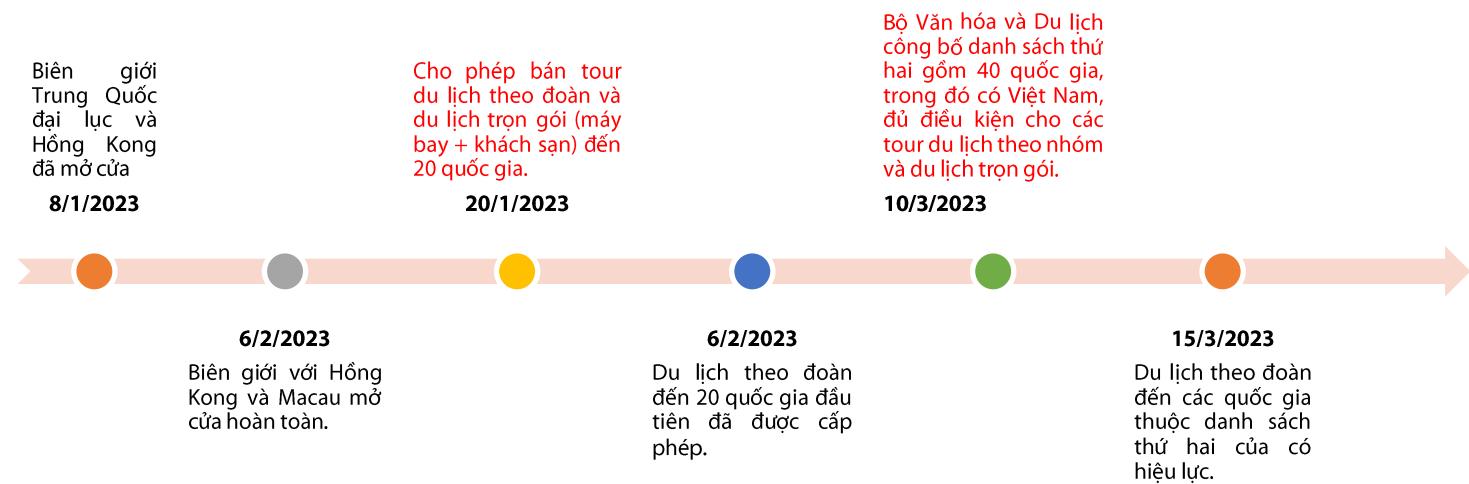


Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Dự phòng nợ xấu của hãng hàng không (tỷ đồng)**

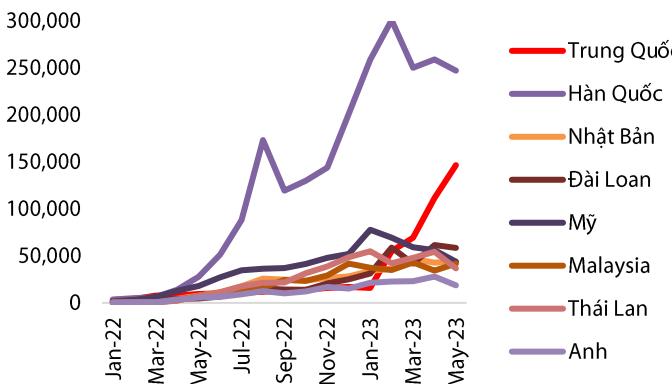


Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

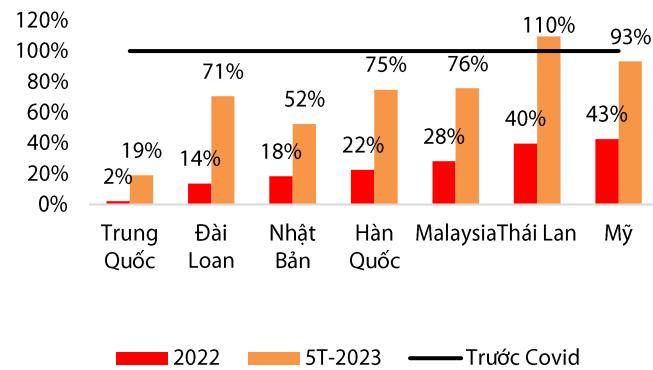
**Hình 5: Diễn biến chính sách du lịch nước ngoài theo nhóm của Trung Quốc**


Nguồn: Dragon Trail International, CTCK Rồng Việt

Cho đến nay, tác động ban đầu của việc nới lỏng du lịch của Trung Quốc đối với lượng khách du lịch trong nước của Việt Nam là rất tích cực. Theo đó, lượng khách Trung Quốc đến Việt Nam tăng đột biến kể từ tháng 3, đạt gần 147.000 lượt trong tháng 5 và khoảng 400.000 lượt trong 5T-2023, nhanh chóng trở thành nguồn khách du lịch lớn thứ hai của Việt Nam chỉ sau 2 tháng cấp phép mở bán các tour du lịch theo đoàn. Trong khi đó, các thị trường khách du lịch quốc tế chính khác vẫn bao gồm Hàn Quốc, Nhật Bản và các nước ASEAN do Việt Nam có chính sách miễn thị thực cho công dân các nước này cũng như việc sớm dỡ bỏ hạn chế đi lại với các nước này. Hiện nay, khách du lịch từ Hàn Quốc chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng lượng khách quốc tế (25% năm 2022 và 29% 5T-2023).

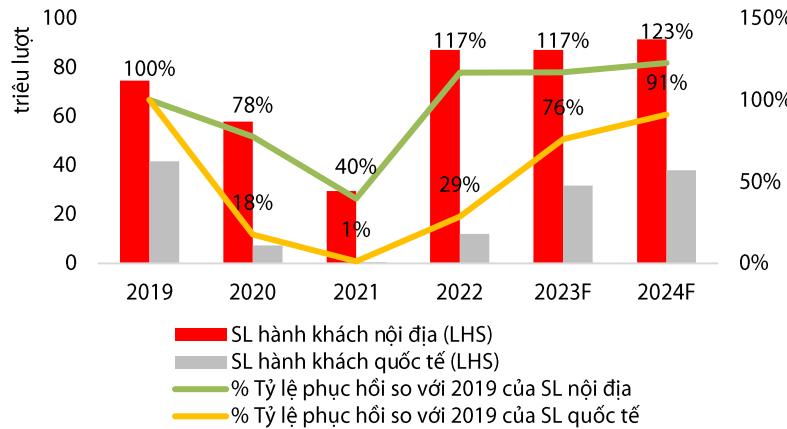
**Hình 6: Lượng khách Trung Quốc đến Việt Nam nhanh chóng vươn lên vị trí thứ 2 trong tháng 5, chỉ hai tháng sau khi cấp phép du lịch theo đoàn**


Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

**Hình 7: Tốc độ phục hồi so với mức trước Covid của các thị trường khách du lịch quốc tế trọng điểm của Việt Nam**


Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Với triển vọng phục hồi của lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam được giữ nguyên, chúng tôi dự đoán rằng tổng lượng khách quốc tế đến Việt Nam trong năm nay sẽ trở lại mức gần 11 triệu du khách hoặc đạt 61% mức của năm 2019, cao hơn gấp 3 lần so với năm 2022. Hiện tại, lượng khách du lịch quốc tế đến trong 5T-2023 đã đạt 4,6 triệu lượt (gấp 12 lần YoY). Chúng tôi dự báo tổng lượng khách quốc tế tại các sân bay của ACV dự báo sẽ đạt khoảng 31,7 triệu lượt trong năm 2023 (+165% YoY), sau đó là mức tăng trưởng 20% trong năm 2024. Tỷ lệ phục hồi so với mức trước đại dịch từ 2023F/24F là hoặc 76%/91%.

**Hình 8: Dự phỏng sản lượng khách hàng không**


Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Sự tăng trưởng mạnh mẽ của các thị trường hàng không quốc tế sẽ là động lực chính cho thu nhập cốt lõi trong giai đoạn dự phỏng do mức phí cao hơn từ hành khách/chuyến bay quốc tế. Cùng với mức tăng trưởng 0%/5% của lượng hành khách nội địa trong năm 2023F/24F, chúng tôi dự báo tổng lượng hành khách sẽ đạt khoảng 119 triệu (+20% YoY)/129 triệu (+9% YoY), qua đó, doanh thu thuần đạt 19.141 tỷ đồng (+38% YoY)/ 24.432 tỷ đồng (+28% YoY) vào năm 2023/24F. Mức tăng trưởng doanh thu cao này sẽ chuyển hóa thành mức tăng trưởng của LN HĐKD cốt lõi lần lượt là +85% YoY và +42% YoY trong hai năm tới, hay tương ứng với đòn bẩy hoạt động lần lượt là 2,2 lần và 1,5 lần. Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận ròng sẽ thấp hơn do chúng tôi cho rằng lợi nhuận tài chính của ACV sẽ giảm do:

- (1) **Thu nhập từ lãi giảm.** CAPEX cho dự án Sân bay Quốc tế Long Thành là rất lớn và sẽ khiến khoản tiền gửi có kỳ hạn (30,5 nghìn tỷ đồng) bị giảm trong quá trình xây dựng dự án. CAPEX dự kiến là 100 nghìn tỷ đồng và cơ cấu nguồn vốn giữa vốn chủ sở hữu/nợ vay là 30%/70%.
- (2) **Mức độ mất giá của đồng JPY thấp hơn so với năm 2022.** BoJ có thể sẽ giữ lập trường chính sách tiền tệ siêu nới lỏng trong hai năm tới để đạt được mục tiêu lạm phát 2% một cách ổn định. Mặc dù lạm phát gần đây đã trên 2% nhưng chủ yếu là do các nguồn nhập khẩu chứ không phải do nhu cầu trong nước. Do đó, BoJ lo ngại lạm phát tại Nhật có thể sẽ giảm trở lại dưới 2%. Tuy nhiên, do mức lãi suất của Fed hiện tại không còn xa với mức đỉnh lãi suất kế hoạch, nên áp lực tăng đối với USD/JPY do chênh lệch lãi suất sẽ được hạn chế, hàm ý JPY có thể mạnh hơn so với năm 2022.

Về tổng thể, chúng tôi dự báo LNST công ty mẹ của ACV lần lượt đạt 8.027 tỷ đồng (+13% YoY) và 10.373 tỷ đồng (+29% YoY) trong năm 2023F và 2024F.

**Bảng 3: Dự phỏng 2023F-2024F**

| <b>Đơn vị: Tỷ Đồng</b>                 | <b>2023F</b>  | <b>YoY %</b> | <b>2024F</b>  | <b>YoY %</b> |
|--|---------------|--------------|---------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                 | <b>19.141</b> | <b>38%</b>   | <b>24.432</b> | <b>28%</b>   |
| 1. Dịch vụ hàng không                  | 16.117        | 71%          | 20.829        | 29%          |
| 2. Dịch vụ phi hàng không              | 2.050         | 22%          | 2.335         | 14%          |
| 3. Bán hàng                            | 975           | 40%          | 1.269         | 30%          |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                   | <b>10.899</b> | <b>66%</b>   | <b>14.899</b> | <b>37%</b>   |
| Lợi nhuận tài chính                    | 1.454         | -65%         | 1.079         | -26%         |
| Chi phí tài chính                      | -190          | +109%        | -542          | 186%         |
| Lợi nhuận từ công ty LDLK              | 235           | 20%          | 282           | 20%          |
| Chi phí bán hàng & quản lý DN          | -2.412        | 23%          | -2.810        | 17%          |
| EBIT                                   | 8.488         | 85%          | 12.089        | 42%          |
| <b>LNST công ty mẹ</b>                 | <b>8.027</b>  | <b>13%</b>   | <b>10.373</b> | <b>29%</b>   |
| LNST công ty mẹ (trừ hạ cánh/cất cánh) | 6.979         | 12%          | 9.403         | 35%          |
| <b>EPS (VND)</b>                       | <b>3.687</b>  | <b>13%</b>   | <b>4.765</b>  | <b>29%</b>   |

Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

## Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF 10 năm (WACC: 6,7%, tăng trưởng cuối kỳ: 1,0%) để đánh giá tiềm năng tăng trưởng dài hạn một cách hợp lý hơn do CAPEX lớn cho Sân bay Quốc tế Long Thành sẽ ảnh hưởng đến độ tin cậy của mô hình định giá DCF 5 năm. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu trong một năm cho ACV là 96.900 VND trên mỗi cổ phiếu, tương đương với tổng mức sinh lợi kỳ vọng là 24% tại ngày 16 tháng 6 năm 2023.

Tại mức giá mục tiêu của chúng tôi hàm ý tỷ lệ EV/EBITDA năm 2023 là 17,7 lần, bằng với giá trị trung bình trước Covid. Chúng tôi cho rằng mức định giá này là hợp lý do hoạt động và kết quả kinh doanh của ACV đang hướng tới mức của năm 2019 vào năm 2023 (LNTT và lãi vay 2023F là 101% mức LNTT và lãi vay của 2019) và có thể sẽ cải thiện hơn nữa vào năm 2024.

### Bảng 4: Các giả định FCFF

| Tính toán WACC                 |              | Giá trị vốn CSH (Tỷ đồng) và giá mục tiêu (VND) |                |
|--------------------------------|--------------|---|----------------|
| Lãi suất phi rủi ro 10Y        | 3,0%         | <b>Giá trị doanh nghiệp</b>                     | <b>191.677</b> |
| Phần bù rủi ro thị trường      | 13,0%        | Trừ: Tổng nợ                                    | 11.815         |
| Beta điều chỉnh                | 0,6x         | Cộng: Tiền và tương đương tiền                  | 31.141         |
| <b>Chi phí vốn cổ phần</b>     | <b>10,7%</b> | Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số                   | 50             |
| <b>Chi phí nợ vay sau thuế</b> | <b>0,6%</b>  | <b>Giá trị phần vốn CSH</b>                     | <b>210.953</b> |
| % Vốn CSH / Tổng tài sản       | 63%          | Số lượng cổ phiếu (triệu cổ phiếu)              | 2.177          |
| % Tổng nợ / Tổng tài sản       | 37%          | <b>Giá mục tiêu / cổ phiếu</b>                  | <b>96.900</b>  |
| Thuế suất                      | 20%          | 2023F EV/EBITDA                                 | 17,7           |
| <b>WACC</b>                    | <b>6,7%</b>  | 2023FP/E  | 26,3           |

Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

### Bảng 4: So sánh các công ty trong khu vực

| Công ty                    | Quốc gia | Vốn hóa (triệu USD) | Doanh thu 2022 (triệu USD) | LNTT 2022 (triệu USD) | 3Y CAGR (%) |           |             | 2022 ROE (%) | P/E         | P/B        | EV/EBITDA   |             |
|----------------------------|----------|---------------------|----------------------------|-----------------------|-------------|-----------|-------------|--------------|-------------|------------|-------------|-------------|
|                            |          |                     |                            |                       | Doanh thu   | EPS       | LNTT        |              |             |            | Hiện tại    | 2023E       |
| <b>ACV</b>                 | VN       | <b>7,221</b>        | <b>589,7</b>               | <b>375,4</b>          | <b>-9,0</b> | <b>-2</b> | <b>36,7</b> | <b>17,4</b>  | <b>23,9</b> | <b>3,9</b> | <b>23,5</b> | <b>12,3</b> |
| AIRPORTS OF THAILAND       | TH       | 29,147              | 483,4                      | -399,5                | -35,9       | n.a       | -113        | -1,3         | n.a         | 9,8        | 104,1       | 40,4        |
| ADP                        | FR       | 15,030              | 4.937,8                    | 712,0                 | -0,1        | n.a       | -13,8       | 12,0         | 27,2        | 3,5        | 12,0        | 11,5        |
| AUCKLAND INTL AIRPORT      | NZ       | 7,813               | 204,2                      | -19,2                 | -26,0       | -33       | 3,5         | 0,9          | 148,4       | 1,6        | 46,8        | 37,1        |
| FRANKFURT AIRPORT          | GE       | 4,699               | 3.364,6                    | 116,5                 | -4,8        | -32       | -22,3       | 0,5          | 20,1        | 1,1        | 17,1        | 12,4        |
| GUANGZHOU AIRPORT          | CH       | 4,623               | 590,5                      | -217,4                | -21,6       | n.a       | -18,8       | -5,4         | n.a         | 1,9        | n.a         | 13,2        |
| JAPAN AIRPORT TERMINAL     | JN       | 4,436               | 836,2                      | -86,8                 | -23,2       | n.a       | -64,1       | -2,3         | n.a         | 4,1        | 41,2        | 17,7        |
| BEIJING CAPITAL INTL AIRPO | CH       | 3,163               | 331,8                      | -575,8                | -40,9       | n.a       | -110        | -18,6        | n.a         | 1,4        | n.a         | 21,9        |
| MALAYSIA AIRPORTS HLDGS    | MA       | 2,489               | 711,6                      | 38,1                  | -15,7       | n.a       | -41,7       | 4,4          | 39,0        | 1,8        | 11,5        | 8,0         |
| SHENZHEN AIRPORT CO-A      | CH       | 1,990               | 397,2                      | -214,8                | -11,1       | n.a       | -17,5       | -8,8         | n.a         | 1,3        | n.a         | 23,9        |
| XIAMEN INTERNATIONAL       | CH       | 824                 | 149,6                      | -0,5                  | -17,4       | -63       | 9,5         | -0,3         | 61,2        | 1,5        | n.a         | 6,6         |
| SYDNEY AIRPORT             | AU       | n.a                 | 466,3                      | -365,4                | -26,8       | n.a       | -31,6       | -20,9        | n.a         | n.a        | 91,3        | n.a         |
| <b>Trung vị</b>            |          | 29,147              | 483,4                      | -399,5                | -35,9       | n.a       | -113        | -1,3         | n.a         | 9,8        | 104,1       | 40,4        |
| <b>Trung Bình</b>          |          | 15,030              | 4.937,8                    | 712,0                 | -0,1        | n.a       | -13,8       | 12,0         | 27,2        | 3,5        | 12,0        | 11,5        |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, dữ liệu tại ngày 1/6/2023

| KQ HĐKD                     | Tỷ đồng       |               |                |                | BẢNG CĐKT                       | Tỷ đồng       |                    |                  |                |
|-----------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------------------------|---------------|--------------------|------------------|----------------|
|                             | FY2021        | FY2022        | FY2023E        | FY2024F        |                                 | FY2021        | FY2022             | FY2023E          | FY2024F        |
| Doanh thu thuần             | 4,752         | 13,834        | 19,140         | 24,431         | Tiền                            | 573           | 2.497              | 1.316            | 453            |
| Giá vốn                     | 5,537         | 7,276         | 8,241          | 9,532          | Đầu tư tài chính ngắn hạn       | 32.717        | 30.498             | 24.000           | 19.000         |
| <b>Lãi gộp</b>              | <b>-785</b>   | <b>6,558</b>  | <b>10,899</b>  | <b>14,899</b>  | Các khoản phải thu              | 3.660         | 6.410              | 6.817            | 8.702          |
| Chi phí bán hàng            | 85            | 220           | 306            | 366            | Tồn kho                         | 290           | 449                | 412              | 477            |
| Chi phí quản lý             | 1,232         | 1,744         | 2,105          | 2,443          | Tài sản ngắn hạn khác           | 328           | 367                | 386              | 405            |
| Thu nhập từ HĐTC            | 3,254         | 4,120         | 1,454          | 1,079          | Tài sản cố định hữu hình        | 14.194        | 16.427             | 39.614           | 77.251         |
| Chi phí tài chính           | 204           | 91            | 190            | 542            | Tài sản cố định vô hình         | 1             | 1                  | 1                | 1              |
| Lợi nhuận khác              | 33            | 196           | 235            | 282            | Đầu tư tài chính dài hạn        | 2.707         | 2.816              | 3.051            | 3.333          |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b> | <b>990</b>    | <b>8,833</b>  | <b>9,987</b>   | <b>12,909</b>  | Tài sản dài hạn khác            | 509           | 574                | 574              | 574            |
| Thuế TNDN                   | 201           | 1,706         | 1,950          | 2,525          | <b>TỔNG TÀI SẢN</b>             | <b>54.979</b> | <b>60.037</b>      | <b>76.169</b>    | <b>110.194</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số    | 0             | 6             | 10             | 10             | Tiền hàng phải trả & Ứng trước  | 2.950         | 4.761              | 5.392            | 6.237          |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>   | <b>790</b>    | <b>7,122</b>  | <b>8,027</b>   | <b>10,373</b>  | Vay và nợ ngắn hạn              | 362           | 366                | 449              | 453            |
| EBIT                        | -2,102        | 4,594         | 8,488          | 12,089         | Vay và nợ dài hạn               | 13.566        | 10.834             | 11.355           | 34.896         |
| EBITDA                      | 428           | 6,933         | 10,801         | 14,453         | Khoản phải trả ngắn hạn khác    | 73            | 78                 | 0                | 0              |
|                             |               |               |                |                | Quỹ khen thưởng, phúc lợi       | 376           | 192                | 822              | 1.120          |
|                             |               |               |                |                | Quỹ khoa học công nghệ          | 0             | 0                  | 0                | 0              |
| <b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>     | <b>FY2021</b> | <b>FY2022</b> | <b>FY2023E</b> | <b>FY2024F</b> | <b>TỔNG NỢ</b>                  | <b>17.327</b> | <b>16.232</b>      | <b>18.018</b>    | <b>42.706</b>  |
| <b>Tăng trưởng</b>          |               |               |                |                | Vốn đầu tư của CSH              | 21.786        | 21.786             | 21.786           | 21.786         |
| Doanh thu                   | -67,6         | 191,1         | 38,4           | 27,6           | Cổ phiếu quỹ                    | -3            | -3                 | -3               | -3             |
| Lợi nhuận HĐKD              | -94,7         | 1520,8        | 55,8           | 33,8           | Lợi nhuận giữ lại               | 9.793         | 15.940             | 23.164           | 32.500         |
| EBIT                        | -154,7        | -318,6        | 84,7           | 42,4           | Khoản thu nhập khác             | 0             | 0                  | 0                | 0              |
| Lợi nhuận sau thuế          | -84,5         | 801,8         | 12,7           | 29,2           | Quỹ đầu tư phát triển           | 6.035         | 6.035              | 13.156           | 13.156         |
| Tổng tài sản                | 24,5          | 9,2           | 26,9           | 44,7           | <b>TỔNG VỐN</b>                 | <b>37.611</b> | <b>43.758</b>      | <b>58.104</b>    | <b>67.440</b>  |
| Vốn chủ sở hữu              | 59,6          | 16,3          | 32,8           | 16,1           | <b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b> | <b>42</b>     | <b>48</b>          | <b>48</b>        | <b>48</b>      |
| <b>Khả năng sinh lợi</b>    | <b>-16,5</b>  | <b>47,4</b>   | <b>56,9</b>    | <b>61,0</b>    | <b>CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ</b>          | <b>FY2021</b> | <b>FY2022</b>      | <b>FY2023E</b>   | <b>FY2024F</b> |
| LN gộp / Doanh thu          | 9,0           | 50,1          | 56,4           | 59,2           | EPS (đồng/cp)                   | 363           | 3.271              | 3.687            | 4.765          |
| EBITDA / Doanh thu          | -44,2         | 33,2          | 44,3           | 49,5           | P/E (x)                         | 239,8         | 25,9               | 21,1             | 16,3           |
| EBIT / Doanh thu            | 16,6          | 51,5          | 41,9           | 42,5           | BV (đồng/cp)                    | 17.275        | 20.099             | 26.688           | 30.976         |
| LNST/ Doanh thu             | 1,4           | 11,9          | 10,5           | 9,4            | P/B (x)                         | 5,0           | 4,2                | 2,9              | 2,5            |
| ROA                         | 2,1           | 16,3          | 13,8           | 15,4           | DPS (đồng/cp)                   | 0             | 0                  | 0                | 0              |
| ROE                         |               |               |                |                | Tỷ suất cổ tức (%)              | 0%            | 0%                 | 0%               | 0%             |
| <b>Hiệu quả hoạt động</b>   | <b>1,3</b>    | <b>2,2</b>    | <b>2,8</b>     | <b>2,8</b>     | <b>MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ</b>         | <b>Giá</b>    | <b>Tỷ trọng</b>    | <b>Bình quân</b> |                |
| Vòng quay kh. phải thu      | 19,1          | 16,2          | 20,0           | 20,0           | FCFF                            | 96.900        | 100%               | 96.900           |                |
| Vòng quay HTK               | 1,9           | 1,5           | 1,5            | 1,5            | <b>Giá mục tiêu (VND)</b>       | <b>96.900</b> | <b>100%</b>        | <b>96.900</b>    |                |
| Vòng quay kh. phải trả      |               |               |                |                | <b>LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ</b>         | <b>Giá</b>    | <b>Khuyến nghị</b> | <b>Thời gian</b> |                |
| <b>Khả năng thanh toán</b>  | <b>11,3</b>   | <b>7,8</b>    | <b>5,6</b>     | <b>4,3</b>     | Tháng 2/2023                    | 96.900        | MUA                | Dài hạn          |                |
| Hiện hành                   | 11,3          | 7,8           | 5,6            | 4,3            | Tháng 8/2022                    | 100.400       | MUA                | Dài hạn          |                |
| Nhanh                       |               |               |                |                | Tháng 2/2022                    | 98.000        | TÍCH LỦY           | Dài hạn          |                |
| <b>Cấu trúc tài chính</b>   | <b>37,0</b>   | <b>25,6</b>   | <b>20,3</b>    | <b>52,4</b>    |                                 |               |                    |                  |                |
| Tổng nợ/ Vốn CSH            | 1,0           | 0,8           | 0,8            | 0,7            |                                 |               |                    |                  |                |
| Vay ngắn hạn / Vốn CSH      | 36,1          | 24,8          | 19,5           | 51,7           |                                 |               |                    |                  |                |

## BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

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

### Các loại khuyến cáo

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

### GIỚI THIỆU

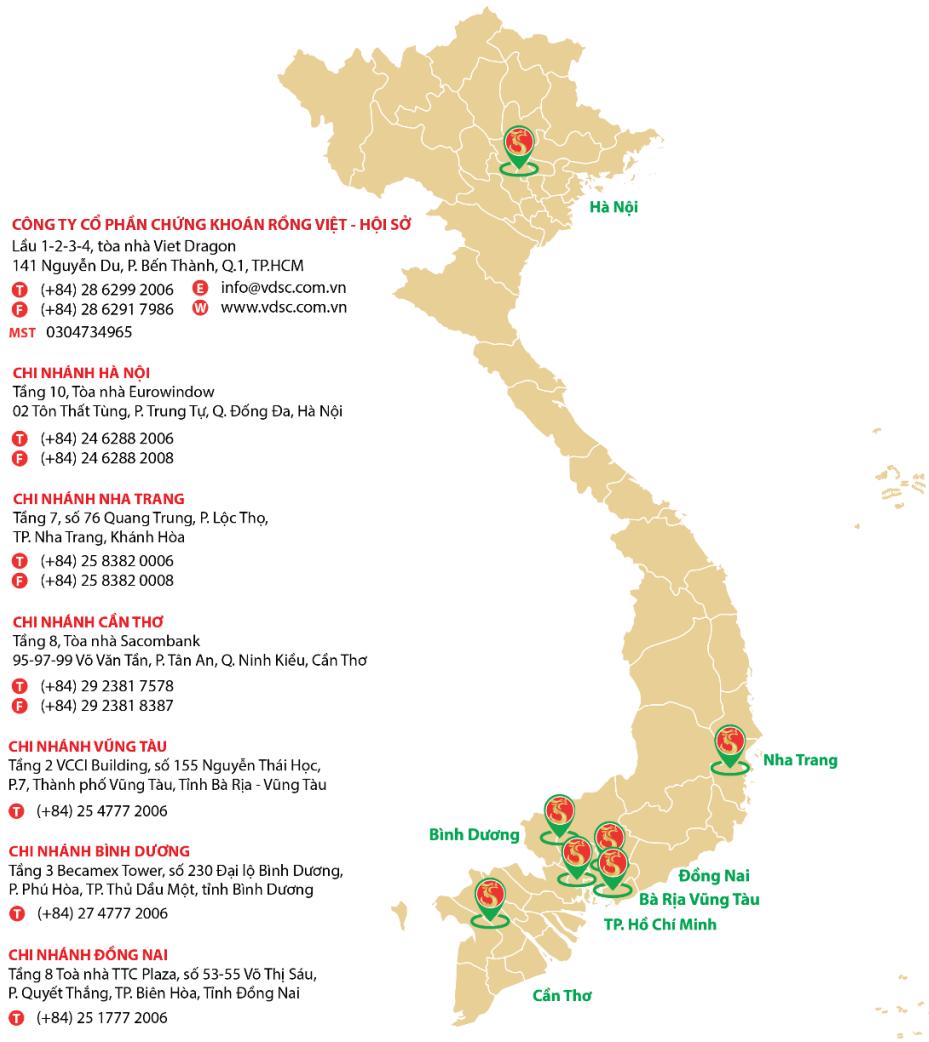
**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc.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

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

## TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

|   |  |  |   |   |
|---|--|--|---|---|
| <b>Nguyễn Thị Phương Lam</b><br><i>Head of Research</i><br>lam.ntp@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006 (1313)  | <b>Trần Hà Xuân Vũ</b><br><i>Senior Manager</i><br>vu.thx@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006 (1512) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Dầu khí</li> <li>• Phân bón</li> </ul>                              | <b>Phạm Thị Tố Tâm</b><br><i>Manager</i><br>tam.ptt@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006 (1530) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ngân hàng</li> <li>• Bảo hiểm</li> <li>• Vật liệu xây dựng</li> </ul> | <b>Đỗ Thanh Tùng</b><br><i>Manager</i><br>tung.dt@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006 (1521) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Hàng không</li> <li>• Logistics</li> <li>• Thị trường</li> </ul> | <b>Nguyễn Thị Ngọc An</b><br><i>Senior Analyst</i><br>an.ntn@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006 (1541) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Thực phẩm &amp; Đồ uống</li> <li>• Ô tô &amp; Phụ tùng</li> </ul> |
| <b>Đỗ Thạch Lam</b><br><i>Senior Analyst</i><br>lam.dt@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Bất động sản</li> </ul>                                | <b>Nguyễn Hồng Loan</b><br><i>Analyst</i><br>loan.nh@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006 (1531) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Bán lẻ</li> <li>• Thủy sản</li> <li>• Thực phẩm &amp; Đồ uống</li> </ul> | <b>Nguyễn Ngọc Thảo</b><br><i>Analyst</i><br>thao.nn@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006 (1524) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tiện ích công cộng</li> <li>• Ngân hàng</li> </ul>                   | <b>Cao Ngọc Quân</b><br><i>Analyst</i><br>quan.cn@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006 (2223) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cảng biển</li> <li>• Dược</li> </ul>                             | <b>Trịnh Thị Thu Hoài</b><br><i>Analyst</i><br>hoai.ttt@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006 (1545) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Dệt may</li> <li>• Tiện ích công cộng</li> </ul>                       |
| <b>Lê Tự Quốc Hưng</b><br><i>Analyst</i><br>hung.ltq@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006 (1546) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Thị trường</li> <li>• Bất động sản KCN</li> </ul> | <b>Trần Thị Hà My</b><br><i>Senior Consultant</i><br>my.tth@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Kinh tế vĩ mô</li> </ul>   | <b>Nguyễn Đặng Chính</b><br><i>Analyst</i><br>chinh.nd@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ngân hàng</li> </ul>  | <b>Bernard Lapointe</b><br><i>Senior Consultant</i><br>bernard.lapointe@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006  | <b>Nguyễn Hà Trinh</b><br><i>Senior Consultant</i><br>trinh.nh@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006   |
| <b>Trần Thị Ngọc Hà</b><br><i>Assistant</i><br>ha.ttn@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006 (1526)   | <b>Bùi Đặng Cát Khánh</b><br><i>Assistant</i><br>khanh.bdc@vdsc.com.vn<br>+ 84 28 6299 2006  |  |   |   |

## MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG



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

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

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2023.**