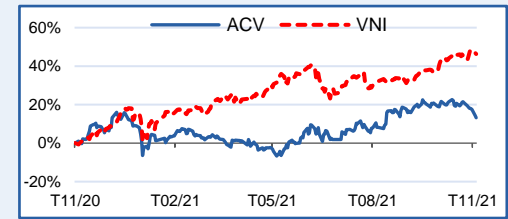


Ngành	Hàng không	2020	2021F	2022F	2023F	
Ngày báo cáo	01/12/2021					
Giá hiện tại	81.100VND	Tăng trưởng DT*	-57,6%	-35,3%	175,5%	26,8%
Giá mục tiêu	77.200VND	Tăng trưởng EPS*	-79,9%	-70,4%	553,0%	41,8%
Giá mục tiêu gần nhất	74.500VND	Biên LN gộp	17,9%	-6,3%	32,9%	38,2%
TL tăng	-4,8%	Biên LN ròng*	21,2%	9,7%	23,0%	25,8%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EV/EBITDA	44,2x	191,9x	24,7x	17,2x
Tổng mức sinh lời	-4,8%	P/E*	119,1x	207,0x	43,5x	31,6x
		Giá CP/DTHD	66,3x	87,8x	153,3x	26,2x



Tổng quan công ty

ACV sở hữu và điều hành gần như toàn bộ các nhà ga hành khách tại 21 sân bay đang hoạt động của Việt Nam. Các nguồn doanh thu chính của công ty là dịch vụ hành khách và phí kiểm tra an ninh. Công ty được cổ phần hóa trong Quý 1/2016 và Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) hiện nắm cổ phần kiểm soát 95,4%.

	ACV	Peers	VNI
GT vốn hóa	7,8 tỷ USD		
Room KN	3,4tr USD		
GTGD/ngày (30n)	290.000		
Cổ phần Nhà nước	95,4%		
SL cổ phiếu lưu hành	2,2 tỷ		
Pha loãng	2,2 tỷ		

	ACV	Peers	VNI
EV/EBITDA^	122,1x	N.M.	N/A
P/E^	255,4x	N.M.	17,5x
P/B (hiện tại)	4,7x	1,5x	2,8x
ROE	2,3%	-7,8%	15,8%
ROA	1,5%	-5,1%	2,5%

^ trượt; * không bao gồm đóng góp từ đường băng

Thái Nhật Đăng, CFA
Chuyên viên cao cấp

Hoàng Nam
Trưởng phòng

Hành khách quốc tế với hộ chiếu vaccine sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng trưởng

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG cho Tổng CT Cảng Hàng không Việt Nam (ACV) đồng thời nâng giá mục tiêu thêm 5% lên 77.200 đồng/CP.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu đến từ tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá đến cuối năm 2022, bị bù đắp một phần bởi việc chúng tôi tăng tỷ lệ WACC thêm 0,3 điểm phần trăm từ 10,8% lên 11,1%.
- Chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2021 thêm 12% chủ yếu do tác động nghiêm trọng của dịch COVID-19 đến lượng hành khách trong nước của ACV trong quý 3/2021.
- Nhìn chung, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2022-2026 cho ACV vì chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ bước vào giai đoạn bình thường mới thông qua sự phục hồi của ngành hàng không trong nước và các chương trình thử nghiệm đón hành khách quốc tế bắt đầu từ tháng 11/2021 - phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.
- Chúng tôi dự báo doanh thu ACV đạt 5 nghìn tỷ đồng (-35% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 581 tỷ đồng (-65% YoY) trong năm 2021, chủ yếu do tác động tiêu cực của dịch COVID-19 đối với lượng hành khách quốc tế và trong nước tại Việt Nam.
- Đối với năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 13,8 nghìn tỷ đồng (+176% YoY) với LNST sau lợi ích CĐTS đạt 3,1 nghìn tỷ đồng (+5,4 lần YoY), nhờ lượng hành khách quốc tế phục hồi khi Việt Nam triển khai thành công hộ chiếu vaccine cho hành khách quốc tế.
- Chúng tôi tin rằng ACV có vị thế tốt để duy trì sức khỏe tài chính - ngay cả khi dịch COVID-19 tiếp tục diễn biến phức tạp hơn so với dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, việc phục hồi của ACV phụ thuộc nhiều vào việc kiểm soát dịch COVID-19 và triển khai vaccine tại Việt Nam và toàn cầu.
- Yếu tố hỗ trợ/(rủi ro): vốn XDCB thấp hơn/(cao hơn) dự kiến; mở rộng công suất tại sân bay nhanh hơn/(bị trì hoãn); việc tiêm chủng tại Việt Nam và các nước có khách du lịch lớn đến Việt Nam thành công/(bị trì hoãn).

Việt Nam thí điểm các chương trình đón hành khách quốc tế đã được tiêm chủng. Vào tháng 11/2021, Chính phủ đã phê duyệt các chương trình thí điểm chào đón hành khách quốc tế. Theo hướng dẫn của Bộ Văn hóa, Thể thao và Du lịch, khách du lịch quốc tế bắt buộc phải có giấy chứng nhận tiêm chủng (hoặc giấy chứng nhận khỏi bệnh COVID-19), xét nghiệm âm tính của tổ chức có thẩm quyền tại nước khởi hành trong vòng 72 giờ, bảo hiểm y tế (bao gồm điều trị COVID-19) và 1 tour du lịch trọn gói đã đăng ký để thăm một tỉnh. Từ tháng 1/2022, chương trình thí điểm có thể được mở rộng cho các tour du lịch kết nối nhiều tỉnh. Chúng tôi tin rằng lượng hành khách quốc tế đã được tiêm chủng sẽ là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận của ACV trong tương lai. Chúng tôi dự báo hành khách quốc tế của ACV sẽ đạt 2,6 triệu hành khách (-65% YoY)

vào năm 2021 và 21,9 triệu vào năm 2022 (tương đương với 52% số lượng hành khách quốc tế của năm 2019).

Các biến thể COVID mới gây rủi ro cho sự hồi phục của ngành hàng không. Các thị trường nguồn hành khách quốc tế của Việt Nam có rủi ro dịch COVID-19 tái bùng phát khi Tổ chức Y tế Thế giới đã thông báo về sự xuất hiện của 1 biến thể COVID mới. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ là điểm đến được lựa chọn khi mở cửa trở lại đối với khách du lịch quốc tế khi Việt Nam có thể là 1 trung tâm du lịch có giá cả bình dân để phục vụ nhu cầu tồn đọng. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng lượng hành khách quốc tế sẽ phục hồi đáng kể từ năm 2022.

Báo cáo Tài chính Hợp nhất

QQLN (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	7.767	6.058	16.665	21.015	Tiền và tương đương	499	243	593	205
Giá vốn hàng bán	-6.378	-5.407	-8.357	-9.527	Đầu tư TC ngắn hạn	33.185	33.185	18.685	8.685
Lợi nhuận gộp	1.389	-383	5.486	8.023	Các khoản phải thu	3.907	3.028	8.343	10.578
Chi phí bán hàng	-146	-201	-318	-404	Hàng tồn kho	346	289	447	510
Chi phí quản lý DN	-666	-1.005	-1.384	-1.404	TS ngắn hạn khác	56	36	100	127
LN thuần HĐKD	577	-1.589	3.783	6.216	Tổng TS ngắn hạn	37.993	36.782	28.169	20.105
Doanh thu tài chính	2.231	2.766	1.681	972	TS dài hạn (gộp)	42.809	47.797	78.847	109.800
Chi phí tài chính	-968	-158	-411	-250	- Khấu hao lũy kế	-28.498	-30.909	-33.508	-36.458
Trong đó, chi phí lãi vay	-97	-93	-89	-86	TS dài hạn (ròng)	14.312	16.888	45.339	73.342
Lợi nhuận từ công ty LDLK	147	74	200	254	Chi phí XDCB dở dang	1.076	662	408	251
Lợi nhuận/(chi phí) khác	13	8	23	29	TS dài hạn khác	3.612	3.677	5.002	6.340
LNTT	2.000	1.101	5.277	7.221	Tổng TS dài hạn	19.000	21.227	50.749	79.934
Thuế TNDN	-359	-197	-946	-1.295	Tổng Tài sản	56.993	58.009	78.918	100.039
LNST trước CĐTS	1.642	904	4.330	5.926	Phải trả ngắn hạn	818	722	1.115	1.271
Lợi ích CĐ thiểu số	6	-2	-13	-18	Nợ ngắn hạn	254	239	326	413
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.647	902	4.317	5.908	Nợ ngắn hạn khác	2.839	2.521	3.467	4.356
LNST sau lợi ích CĐTS của ACV *	1.647	488	3.132	4.383	Tổng nợ ngắn hạn	3.911	3.482	4.908	6.040
LNST sau lợi ích CĐTS của CP **	0	414	1.186	1.525	Nợ dài hạn	15.345	15.885	31.002	46.988
EBITDA	3.568	823	6.382	9.165	Nợ dài hạn khác	100	101	138	175
EPS báo cáo, VND	681	392	1.862	2.570	Tổng nợ	19.356	19.469	36.048	53.203
EPS báo cáo của ACV, VND	681	202	1.318	1.869	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS báo cáo, VND	0	0	900	900	Vốn cổ phần	21.772	21.772	21.772	21.772
DPS/EPS	0%	0%	61%	46%	Thặng dư vốn cổ phần	15	15	15	15
TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F	Lợi nhuận giữ lại	9.776	10.678	14.995	18.944
Tăng trưởng					Vốn khác	0	0	0	0
Tăng trưởng DT	-57,6%	-22,0%	175,1%	26,1%	Lợi ích CĐTS	42	44	57	75
Tăng trưởng DT của ACV *	-57,6%	-35,3%	175,5%	26,8%	Vốn chủ sở hữu	37.636	38.540	42.870	46.837
TT LN từ HĐKD	-92,7%	-375,3%	-338,1%	64,3%	Tổng cộng nguồn vốn	56.993	58.009	78.918	100.039
LNTT	-80,3%	-44,9%	379,2%	36,8%	CP lưu hành cuối năm	2.177	2.177	2.177	2.177
EPS báo cáo của ACV	-79,9%	-70,4%	553,0%	41,8%					
Khả năng sinh lời					LCTT (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
Biên LN gộp %	17,9%	-6,3%	32,9%	38,2%	Tiền đầu năm	349	498	243	593
Biên LN từ HĐ %	7,4%	-31,6%	27,3%	35,4%	Lợi nhuận sau thuế	1.647	902	4.317	5.908
Biên EBITDA	45,9%	16,4%	46,1%	52,2%	Khấu hao	2.991	2.411	2.599	2.950
Biên LNST sau lợi ích CĐTS *	21,2%	9,7%	23,0%	25,8%	Thay đổi vốn lưu động	286	541	-4.197	-1.279
ROE *	4,4%	2,4%	10,6%	13,2%	Điều chỉnh khác ⁽¹⁾	-2.046	-1.844	-1.568	-827
ROA *	2,9%	1,6%	6,3%	6,6%	Tiền từ hoạt động KD	2.663	2.011	1.151	6.751
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-2.414	-4.574	-30.796	-30.796
Số ngày tồn kho	24,0	21,4	16,1	18,3	Đầu tư, ròng	157	1.783	14.793	9.543
Số ngày phải thu	217,8	251,9	149,9	196,8	Tiền từ HĐ đầu tư	-2.257	-2.791	-16.003	-21.253
Số ngày phải trả	59,4	52,0	40,1	45,7	Cổ tức đã trả	-3	0	0	-1.959
TG luân chuyển tiền	182,4	221,4	125,9	169,4	Tăng (giảm) vốn	-1	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ dài hạn	-251	540	15.117	15.986
CS thanh toán hiện hành	9,7x	10,6x	5,7x	3,3x	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	-15	86	87
CS thanh toán nhanh	1,3x	1,3x	1,3x	1,3x	Tiền từ các hoạt động TC	0	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	Tiền từ hoạt động TC	-254	525	15.203	14.114
Nợ/Tài sản	-31,4%	-30,1%	17,6%	43,0%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	152	-256	351	-388
Nợ/Vốn sử dụng	-34,0%	-31,7%	16,3%	40,9%	Tiền cuối năm	498	243	593	205
Nợ/Vốn CSH	-48,7%	-45,5%	29,6%	86,0%					
Khả năng thanh toán lãi vay	36,8x	8,9x	71,7x	107,2x					

Nguồn: ACV, VCSC

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

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

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

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

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

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

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

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

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

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

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

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