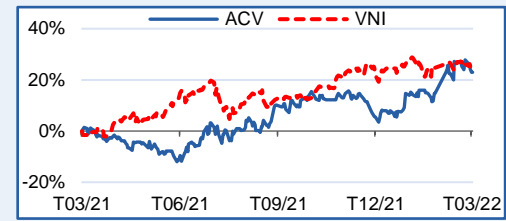


Ngành	Hàng không	2021	2022F	2023F	2024F	
Ngày báo cáo	04/03/2022					
Giá hiện tại	93.400VND	Tăng trưởng DT*	-38,7%	104,3%	58,3%	21,9%
Giá mục tiêu	87.200VND	Tăng trưởng EPS*	-69,7%	399,5%	99,5%	36,4%
Giá mục tiêu gần nhất	77.200VND	Biên LN gộp	-11,9%	31,6%	43,7%	48,2%
TL tăng	-6,6%	Biên LN ròng*	10,5%	25,7%	32,3%	36,2%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EV/EBITDA	415,7x	37,8x	20,3x	14,9x
Tổng mức sinh lời	-6,6%	P/E*	257,9x	67,5x	36,3x	27,0x
		Giá CP/DTHĐ	N.M.	76,7x	36,6x	20,6x

	ACV	Peers	VNI
GT vốn hóa	8,9 tỷ USD		
Room KN	4,0 tỷ USD		
GTGD/ngày (30n)	350.000USD		
Cổ phần Nhà nước	95,4%		
SL cổ phiếu lưu hành	2,2 tỷ		
Pha loãng	2,2 tỷ		
	EV/EBITDA^	N.M.	N/A
	P/E^	N.M.	17,2x
	P/B (hiện tại)	5,4x	1,7x
	ROE	2,2%	-7,8%
	ROA	1,5%	-4,0%

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



Tổng quan công ty

ACV sở hữu và điều hành gần như toàn bộ các nhà ga hành khách tại 22 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%.

Thái Nhật Đăng, CFA
Chuyên viên cao cấp

Hoàng Nam
Trưởng phòng

Lợi nhuận phục hồi khi du lịch quốc tế trở lại hoạt động

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** đối với Tổng CT Cảng Hàng không Việt Nam (ACV) đồng thời nâng giá mục tiêu thêm 13% lên 87.200 đồng/cổ phiếu.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu do dự báo tăng trưởng hành khách dài hạn cao hơn cho 2026-2031 do chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ giành được thị phần du lịch quốc tế từ các quốc gia trong khu vực. Hiện tại, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) đạt 15% đối với lượng hành khách quốc tế trong giai đoạn 2026-2031 so với trước đây là khoảng 12%.
- Tuy nhiên, giá mục tiêu của chúng tôi bị ảnh hưởng tiêu cực bởi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS 2022 của chúng tôi giảm 24% do chúng tôi cắt giảm dự báo lượng khách quốc tế xuống khoảng 36% xuống còn 14 triệu hành khách trong năm do mức độ sẵn sàng đi du lịch thấp hơn dự kiến do các biến thể COVID-19 mới.
- Trong khi đó, chúng tôi duy trì dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2023-2025 cho ACV khi chúng tôi duy trì quan điểm rằng hành khách quốc tế sẽ phục hồi dần và đạt mức trước dịch COVID-19 vào năm 2025.
- Đối với năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu của ACV đạt 9,7 nghìn tỷ đồng (+104% YoY) với LNST sau lợi ích CĐTTS đạt 2,5 nghìn tỷ đồng (+5 lần YoY), mà chúng tôi kỳ vọng sẽ được thúc đẩy bởi sự phục hồi của lượng hành khách quốc tế khi Việt Nam dỡ bỏ các hạn chế về tần suất các chuyến bay chở khách quốc tế định kỳ bắt đầu từ tháng 2/2022.
- Chúng tôi kỳ vọng ACV sẽ là người hưởng lợi chính từ việc phục hồi hàng không của Việt Nam sau đại dịch. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng định giá của ACV hiện hợp lý khi giá cổ phiếu của công ty này cao hơn mức trước dịch COVID-19 mặc dù triển vọng lợi nhuận của ACV thấp hơn so với trước dịch COVID-19 đáng kể trong 2 năm tới.
- Yếu tố hỗ trợ/(rủi ro): vốn XD/CB thấp hơn/(cao hơn); mở rộng công suất sân bay nhanh hơn/(chậm hơn) so với dự kiến.

Việt Nam nới lỏng hạn chế đối với các chuyến bay quốc tế vào giữa tháng 2/2022 và hiện có kế hoạch căn nhắc COVID-19 là bệnh đặc hữu. Để chuẩn bị đón du khách nước ngoài trước cuối tháng 3/2022, Cục Hàng không Việt Nam (CAAV) đã dỡ bỏ tất cả các hạn chế về tần suất chuyến bay chở khách quốc tế vào ngày 15/02/2022 để khôi phục về tình trạng trước đại dịch. Chính phủ cũng đã chuyển sang trạng thái “bình thường mới” và dịch COVID-19 sẽ được coi là bệnh đặc hữu. Tuy nhiên, theo Tổ chức Y tế Thế giới (WHO), dịch COVID-19 sẽ không được kiểm soát trên toàn cầu trước năm 2023. Do đó, chúng tôi tin rằng lượng hành khách quốc tế sẽ phục hồi nhẹ vào năm 2022 và sau đó phục hồi mạnh từ năm 2023. Chúng tôi hiện dự báo số lượng hành khách quốc tế sẽ đạt mức trước dịch COVID vào năm 2025. Theo dự báo của chúng tôi, số lượng hành khách quốc tế của Việt Nam năm 2022 sẽ đạt khoảng 14 triệu - tương đương khoảng 34% con số trước dịch COVID của năm 2019.

Chúng tôi có quan điểm lạc quan về sự phục hồi của ngành hàng không Việt Nam sau đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ giành được thị phần du lịch quốc tế từ các quốc gia khác

trong khu vực trong trung và dài hạn nhờ (1) kế hoạch được chuẩn bị tốt về phát triển cơ sở hạ tầng hàng không sau đại dịch, (2) tỷ lệ tiêm chủng với mức độ sẵn sàng tiêm chủng cao và khả năng tiếp cận vaccine cao và (3) Chính phủ duy trì các chính sách thân thiện để chào đón khách du lịch và các nhà sản xuất nước ngoài. Do đó, chúng tôi hiện giả định CAGR đạt 15% đối với số lượng hành khách quốc tế trong giai đoạn 2026-2031 so với mức khoảng 12% trong dự báo trước đây và 21% trong giai đoạn 2016-2019.

Báo cáo Tài chính Hợp nhất

QQLN (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	5.786	11.551	17.942	21.659	Tiền và tương đương	573	516	904	742
Giá vốn hàng bán	-5.444	-6.069	-7.556	-8.316	Đầu tư TC ngắn hạn	32.717	20.717	10.717	4.217
Lợi nhuận gộp	-686	3.652	7.836	10.447	Các khoản phải thu	3.559	5.859	9.277	11.310
Chi phí bán hàng	-85	-224	-354	-388	Hàng tồn kho	290	325	404	445
Chi phí quản lí DN	-1.316	-972	-1.231	-1.030	TS ngắn hạn khác	139	70	111	136
LN thuần HĐKD	-2.087	2.456	6.251	9.029	Tổng TS ngắn hạn	37.278	27.488	21.414	16.850
Doanh thu tài chính	3.250	1.731	1.110	653	TS dài hạn (gộp)	43.560	75.000	106.193	137.234
Chi phí tài chính	-205	-405	-244	-242	- Khấu hao lũy kế	-31.050	-33.466	-36.291	-39.614
Trong đó, chi phí lãi vay	-89	-83	-80	-76	TS dài hạn (ròng)	12.510	41.534	69.902	97.620
Lợi nhuận từ công ty LDLK	51	190	249	311	Chi phí XDCB dở dang	1.678	1.033	636	391
Lợi nhuận/(chi phí) khác	9	16	26	31	TS dài hạn khác	3.375	4.741	6.222	7.773
LNTT	1.019	3.988	7.392	9.782	Tổng TS dài hạn	17.562	47.308	76.760	105.784
Thuế TNDN	-188	-715	-1.326	-1.754	Tổng Tài sản	54.840	74.796	98.174	122.634
LNST trước CĐTS	830	3.273	6.066	8.028	Phải trả ngắn hạn	597	810	1.008	1.110
Lợi ích CĐ thiểu số	0	-10	-18	-24	Nợ ngắn hạn	366	309	405	506
LNST sau lợi ích CĐTS,	830	3.263	6.048	8.004	Nợ ngắn hạn khác	2.565	3.217	4.208	5.215
LNST sau lợi ích CĐTS của	420	2.494	4.926	6.585	Tổng nợ ngắn hạn	3.528	4.336	5.621	6.830
LNST sau lợi ích CĐTS của	411	769	1.122	1.419	Nợ dài hạn	13.566	29.384	45.370	60.550
EBITDA	443	4.873	9.076	12.352	Nợ dài hạn khác	74	131	172	214
EPS báo cáo, VND	395	1.384	2.573	3.457	Tổng nợ	17.168	33.851	51.163	67.595
EPS báo cáo của ACV, VND	206	1.031	2.057	2.806	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0	Vốn cổ phần	21.772	21.772	21.772	21.772
DPS/EPS	0%	0%	0%	0%	Thặng dư vốn cổ phần	15	15	15	15
TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F	Lợi nhuận giữ lại	9.812	13.075	19.123	27.127
Tăng trưởng					Vốn khác	0	0	0	0
Tăng trưởng DT	-25,5%	99,6%	55,3%	20,7%	Lợi ích CĐTS	42	52	70	94
Tăng trưởng DT của ACV *	-38,7%	104,3%	58,3%	21,9%	Vốn chủ sở hữu	37.672	40.945	47.011	55.039
TT LN từ HĐKD	-461,6%	-217,7%	154,5%	44,4%	Tổng cộng nguồn vốn	54.840	74.796	98.174	122.634
LNTT	-49,1%	291,5%	85,4%	32,3%	CP lưu hành cuối năm (triệu)	2.177	2.177	2.177	2.177
EPS báo cáo của ACV	-69,7%	399,5%	99,5%	36,4%					
Khả năng sinh lời					LCTT (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Biên LN gộp %	-11,9%	31,6%	43,7%	48,2%	Tiền đầu năm	498	572	516	904
Biên LN từ HĐ %	-43,9%	25,3%	40,6%	48,1%	Lợi nhuận sau thuế	830	3.263	6.048	8.004
Biên EBITDA	9,3%	50,1%	59,0%	65,8%	Khấu hao	2.530	2.416	2.825	3.323
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	10,5%	25,7%	32,3%	36,2%	Thay đổi vốn lưu động	-1.749	-1.401	-2.350	-989
ROE *	2,2%	8,3%	13,8%	15,7%	Điều chỉnh khác ⁽¹⁾	-2.362	-1.626	-967	-473
ROA *	1,5%	5,0%	7,0%	7,2%	Tiền từ hoạt động KD	-751	2.652	5.556	9.864
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.598	-30.796	-30.796	-30.796
Số ngày tồn kho	21,3	18,5	17,6	18,6	Đầu tư, ròng	2.676	12.327	9.545	5.490
Số ngày phải thu	286,4	176,8	179,5	200,2	Tiền từ HĐ đầu tư	1.078	-18.469	-21.251	-25.306
Số ngày phải trả	47,4	42,3	43,9	46,5	Cổ tức đã trả	0	0	0	0
TG luân chuyển tiền	260,2	153,0	153,2	172,4	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ dài hạn	-248	15.818	15.986	15.180
CS thanh toán hiện hành	10,6x	6,3x	3,8x	2,5x	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	-57	96	101
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	-248	15.761	16.082	15.281
Nợ/Tài sản	-34,6%	13,1%	39,5%	50,8%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	78	-56	387	-161
Nợ/Vốn sử dụng	-37,5%	12,0%	36,8%	48,4%	Tiền cuối năm	572	516	904	742
Nợ/Vốn CSH	-51,5%	21,5%	77,8%	110,1%					
Khả năng thanh toán lãi vay	5,0x	58,6x	113,8x	162,0x					

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 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 Đống Đa

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- 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

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@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 điều hành, 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

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

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.