

TCT CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM (ACV) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND86.000	VND114.000	0,00%	KHẢ QUAN	Công nghiệp

Ngày 20/05/2022

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

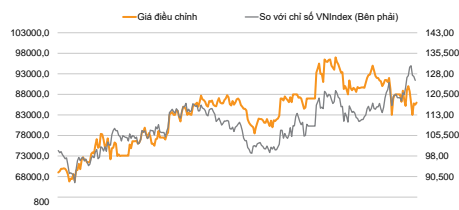
Consensus*: Mua:4 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 9,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm dự phóng EPS 2022-24 14,1% - 7,0%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	97.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	66.800
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	4.855tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	185.047
Free float (%)	5
P/E trượt (x)	390
P/B hiện tại (x)	4,98

Cơ cấu sở hữu

Ủy ban quản lý vốn nhà nước	95,4%
Khác	4,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Tiến Dũng

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Đón chào du khách quốc tế

- ACV ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng Q1/22 701 tỷ (+2,5% svck), đánh dấu quý đầu tiên hoạt động cốt lõi ghi nhận tăng trưởng kể từ năm 2020.
- Chúng tôi giảm dự phóng EPS 2022-24 14,1%-7,0% do chính sách zero-covid của Trung Quốc kéo dài hơn dự kiến.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 114.000 đồng/cp.

KQKD Q1/2022: hoạt động cốt lõi trở lại quý đạo tăng trưởng

Do đợt bùng phát lớn vào tháng 2 & 3, lượng khách Q1/22 của ACV giảm 11,0% svck do lượng khách nội địa giảm 12,5% svck trong khi lượng khách quốc tế tăng 175,5% svck nhờ đường bay quốc tế trở lại. Doanh thu Q1/22 tăng 10,8% svck, hoàn thành 13,1% dự phóng 2022 của chúng tôi. Biên LNG tăng lên 31,1% từ mức 18,6% trong Q1/21 do chi phí khấu hao giảm 14,4% svck. Nhờ vậy, LN gộp Q1/22 tăng mạnh 85,0% svck, đánh dấu quý đầu tiên hoạt động cốt lõi tăng trưởng kể từ 2020. Doanh thu tài chính Q1/22 giảm 26,5% svck do (1) lợi suất tiền gửi giảm, và (2) lãi tỷ giá giảm 36,6% svck. Tổng hợp lại, LN ròng Q1/22 của ACV tăng 2,5% svck, hoàn thành 11,6% dự phóng 2022 của chúng tôi.

Thị trường nội địa phục hồi vững chắc, thị trường quốc tế còn thách thức

Chúng tôi kỳ vọng lượng khách tăng mạnh trong Q2 và Q3 năm 2022 nhờ du lịch và Sea Games. Với thị trường nội địa, lượng khách của ACV dự báo tăng 160,4%/15,8% svck trong 2022-23, phục hồi về mức 102,9%/111,7% so với trước dịch. Với thị trường quốc tế, sự hồi phục còn nhiều thách thức do Trung Quốc duy trì chính sách zero-covid trong khi các thị trường du lịch chính của Việt Nam như Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan chưa khởi động lại. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng khách du lịch thị trường Hàn Quốc, Châu Âu, Nhật Bản và Mỹ sẽ trở lại từ Q3/22, Đài Loan và Nga từ Q4/22, Trung Quốc từ Q1/23. Do đó, sản lượng khách quốc tế của ACV dự báo phục hồi về mức 29,3% trước dịch đạt 8,3 triệu trong năm 2022, sau đó tăng 218,4%/14,3% svck trong 2023-24.

Điều chỉnh dự phóng lợi nhuận 2022-24

Chúng tôi giảm dự phóng lượng khách quốc tế do lo ngại chính sách zero-covid của Trung Quốc kéo dài hơn dự kiến, khiến EPS dự phóng 2022-24 giảm 14,1% - 7,0%. Chúng tôi kỳ vọng LN trước thuế 2022 tăng 644% svck đạt 7.365 tỷ nhờ lượng khách phục hồi (+186,5% svck) và đóng góp từ lãi tỷ giá (1.196 tỷ).

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 114.000 đồng/cp

Tiềm năng tăng giá gồm (1) đường bay quốc tế được nối lại hoàn toàn, (2) công bố kế hoạch cổ tức bằng cổ phiếu và (3) việc niêm yết trên HSX được chấp thuận. Rủi ro giảm giá gồm (1) bất ổn từ chiến lược zero-covid của Trung Quốc, (2) đồng Yên tăng mạnh hơn dự kiến so với VND và (3) tiến độ xây dựng sân bay Long Thành chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.767	4.752	13.752	23.276
Tăng trưởng DT thuần	(57,6%)	(38,8%)	189,4%	69,3%
Biên lợi nhuận gộp	17,9%	(16,5%)	43,8%	62,5%
Biên EBITDA	65,5%	75,9%	79,8%	75,4%
LN ròng (tỷ)	1.647	480	5.175	8.975
Tăng trưởng LN ròng	(79,9%)	(70,9%)	978,7%	73,4%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(79,9%)	(70,9%)	978,7%	73,4%
EPS cơ bản	757	220	2.377	4.122
EPS điều chỉnh	734	214	2.306	3.999
BVPS	17.235	17.275	19.735	23.651
ROAE	4,4%	1,3%	12,8%	19,0%

Nguồn: VND RESEARCH

ĐÓN CHÀO DU KHÁCH QUỐC TẾ

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 114.000 đồng/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho ACV với giá mục tiêu theo phương pháp DCF 114.000 đồng/cp (-3,2% so với báo cáo trước) do chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2022-24 14,1% - 7,0%. Chúng tôi cho rằng việc thị trường sụt giảm gần đây đã đưa ACV về mức giá hấp dẫn để tích lũy với tiềm năng tăng giá 34%. Theo quan điểm của chúng tôi, ACV thích hợp để đầu tư với tầm nhìn dài hạn dựa trên:

- Kết quả kinh doanh phục hồi vững chắc trong các năm tới.
- Trong báo cáo hợp nhất kiểm toán năm 2021, vẫn còn 2 ý kiến nhấn mạnh bao gồm (1) ACV chưa nhận được quyết định phê duyệt cổ phần hóa từ các cơ quan có thẩm quyền, và (2) ACV chưa nhận được quyết định phê duyệt giá trị tài sản khu bay từ Bộ Giao thông Vận tải. Chúng tôi cho rằng khi các vấn đề này được giải quyết, ACV sẽ có thể rộng đường niêm yết trên HSX trong tương lai.
- Kế hoạch cổ tức bằng cổ phiếu: chính phủ đã phê duyệt phương án cho ACV giữ lại lợi nhuận từ trước năm 2021 để tái đầu tư. Đến cuối 2020, ACV có 9.705 tỷ lợi nhuận chưa phân phối, tương đương với khả năng chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 44% trong năm 2021. Chúng tôi cho rằng đây là điểm nhấn đầu tư quan trọng của ACV trong giai đoạn tới.
- Các dự án đầu tư và nâng cấp cơ sở hạ tầng hàng không đảm bảo mục tiêu tăng trưởng dài hạn.

Tiềm năng tăng giá:

- Đường bay quốc tế được nối lại hoàn toàn.
- Công bố kế hoạch cổ tức bằng cổ phiếu.
- Việc niêm yết trên HSX được chấp thuận.

Rủi ro giảm giá:

- Bất ổn từ chiến lược zero-covid của Trung Quốc.
- Đồng Yên mạnh hơn dự kiến so với VND.
- Tiến độ xây dựng sân bay Long Thành chậm hơn dự kiến.

Hình 1: Dòng tiền DCF (Đơn vị: tỷ đồng)

	2022	2023	2024	2025	2026	//	2030	//	2035
EBIT	3.943	11.382	13.539	16.084	18.415		48.048		84.583
Trừ: thuế	-1.334	-2.314	-2.508	-2.916	-3.393		-9.814		-18.761
EBIAT	2.609	9.068	11.031	13.168	15.022		38.235		65.822
Cộng: khấu hao	3.111	3.384	4.157	4.824	6.347		13.289		13.789
Trừ: CAPEX	-37.142	-39.301	-39.303	-16.490	-11.481		-11.731		-21.465
Trừ: thay đổi vốn lưu động	995	-2.579	-477	-628	-1.099		-3.804		-3.754
Dòng tiền tự do (FCFF)	-30.427	-29.429	-24.592	875	8.789		35.990		54.392
Giá trị hiện tại của FCFF	-29.157	-25.896	-19.871	649	5.988		17.436		17.205
Tổng hợp giá trị hiện tại của FCFF	60.008								

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Các giả định

Giả định đầu vào của DCF	
Chi phí VCSH	15,00%
Chi phí nợ	3,50%
Giá trị mục tiêu D/(D+E)	50,0%
Thuế TNDN	20,00%
WACC	8,90%
Tăng trưởng dài hạn	4,50%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Mô hình định giá DCF (Đơn vị: tỷ đồng)

Đơn vị	Tỷ đồng (trừ giá mục tiêu)
Tổng hợp giá trị hiện tại của FCF	60.008
Giá trị tới hạn	859.804
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn	271.971
Giá trị doanh nghiệp	331.979
Trừ: tổng nợ	(117.047)
Cộng: tiền và tương đương tiền	33.290
Giá trị của VCSH	248.222
Số lượng cổ phiếu lưu hành	2.177.173.236
Giá trị cổ phiếu	114.011
Giá trị cổ phiếu làm tròn	114.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa tr USD	P/E		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/BV		ROE (%)		EV/EBITDA	
		Nguyên tệ	Nguyên tệ			2022	2023	CAGR (%)	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Cảng hàng không														
TCT Cảng hàng không Việt Nam	ACV VN	86.000,0	114.000	Khả quan	8.037,0	36,0	20,7	175,0	4,3	3,6	12,8	19,0	21,1	13,2
Airport of Thailand	AOT TB	68,0	N/A	KKN	28.025,7	NA	84,8	NA	9,3	8,6	-8,1	10,1	NA	38,0
Shanghai International Air-A	600009 CH	46,4	N/A	KKN	13.214,7	NA	44,9	NA	3,4	3,2	-3,5	6,5	220,9	19,8
Beijing Capital Intl Airpo-H	694 HK	4,4	N/A	KKN	2.561,3	NA	50,4	NA	0,9	0,9	-6,3	3,5	1523,2	10,4
Japan Airport Terminal Co	9706 JP	5.020,0	N/A	KKN	3.636,3	1053,7	39,4	NA	3,0	2,7	3,3	9,0	20,2	11,3
Shenzen Airport Co-A	000089 CH	6,2	N/A	KKN	1.880,0	NA	26,4	NA	1,1	1,0	-0,6	2,1	26,3	16,7
Malaysia Airports Holdings	MAHB MK	6,4	N/A	KKN	2.414,5	NA	24,9	NA	1,5	1,5	-3,0	6,1	12,9	7,2
Trung bình						544,9	41,7		3,4	3,1	-0,8	8,0	304,1	16,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

KQKD Q1/2022: hoạt động cốt lõi trở lại quỹ đạo tăng trưởng

Hình 5: Tóm tắt KQKD Q1/2022 (Đơn vị: tỷ đồng)

Tổng quan KQKD Q1/22	Q1/22	Q1/21	% svck	sv dự phóng 2022	Nhận xét
Doanh thu	2.109	1.904	10,8%	13,1%	Trong Q1/22, tổng lượng khách thông quan giảm 11,0% svck chủ yếu do hành khách nội địa sụt giảm 12,5% bởi đợt bùng phát dịch covid trong tháng 2 và tháng 3 trong khi lượng khách quốc tế bắt đầu phục hồi với mức tăng trưởng 175,5% svck. Doanh thu đạt mức tăng trưởng 10,8% svck do có đóng góp từ khách quốc tế với doanh thu/khách cao hơn 5,7 lần so với khách nội địa.
- Dịch vụ hàng không	1.699	1.547	9,8%	12,8%	
- Dịch vụ phi hàng không	341	299	14,3%	15,5%	
- Thương mại	77	67	15,3%	13,7%	
Lợi nhuận gộp	655	354	85,0%	8,0%	Lợi nhuận gộp tăng 85,0% svck do (1) doanh thu tăng cao, và (2) chi phí khấu hao giảm 14,4% svck.
Biên LNG	31,1%	18,6%	+12,5 điểm%		
Doanh thu tài chính	663	902	-26,5%	39,2%	Doanh thu tài chính giảm 26,5% svck do (1) lãi tiền gửi giảm 17,8% svck bởi kỳ hạn gửi ngắn hơn để phục vụ cho đầu tư các dự án mới, và (2) lãi chênh lệch tỷ giá giảm 36,6% svck (đồng Yên giảm giá 5,5% với VND trong Q1/22 trong khi Q1/21 giảm 6,5%).
Chi phí tài chính	21	24	-11,8%	3,7%	
Chi phí bán hàng	26	27	-3,3%	8,7%	
Chi phí QLDN	202	183	10,3%	20,6%	Chi phí QLDN tăng 10,3% svck do ACV ghi nhận dự phòng phải thu 23,1 tỷ từ các hãng hàng không.
LN từ công ty liên kết	20	44	-55,9%	5,6%	
Lợi nhuận từ khu bay (trả về nhà nước)	174	180	-3,5%	20,7%	ACV phải trả lợi nhuận từ khai thác khu bay về cho nhà nước, theo quyết định số 2007/QĐ-TTg.
Lợi nhuận ròng	701	684	2,5%	11,6%	Lợi nhuận ròng Q1/22 của ACV tăng 2,5% svck, đánh dấu quý đầu tiên lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi đạt tăng trưởng. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng Q1/22 thấp hơn dự phóng của chúng tôi do chiến lược zero-covid của Trung Quốc khiến lượng khách quốc tế từ Trung Quốc khó phục hồi trong ngắn hạn.

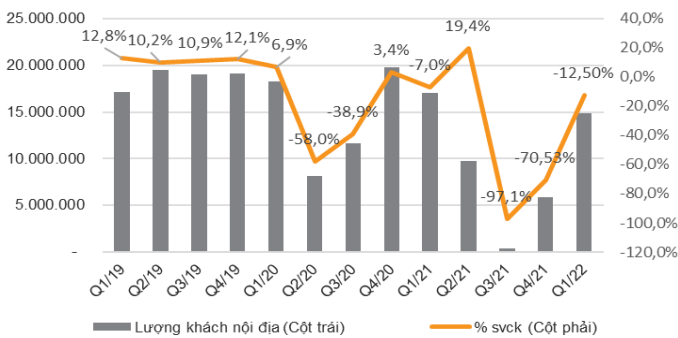
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hàng không nội địa phục hồi vững chắc trong khi hàng không quốc tế còn những thách thức

Hoạt động hàng không nội địa phục hồi mạnh mẽ kể từ Q2/22

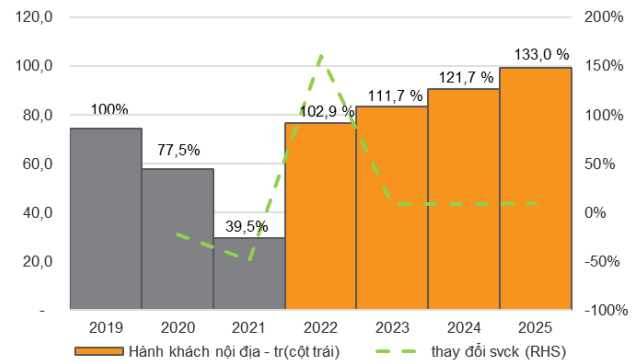
Với việc cải thiện tiêm chủng, hoạt động hàng không nội địa của Việt Nam đã dần khôi phục trong Q4/21 và hoạt động bình thường trở lại kể từ năm 2022. Nhu cầu về hoạt động hàng không nội địa đã tăng mạnh từ nửa cuối tháng 1 (22/1), giúp tần suất các chuyến bay nội địa trong tháng 1/2022 đạt mức 70% trước đại dịch, trước khi đạt mức 92% trước đại dịch vào cuối tháng 2/2022. Kết thúc Q1/22, thị trường nội địa đã phục hồi về mức 87% trước đại dịch (Q1/19).

Hình 6: Lượng khách nội địa Việt Nam Q1/19 – Q1/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Dự phóng lượng khách nội địa trong trung hạn



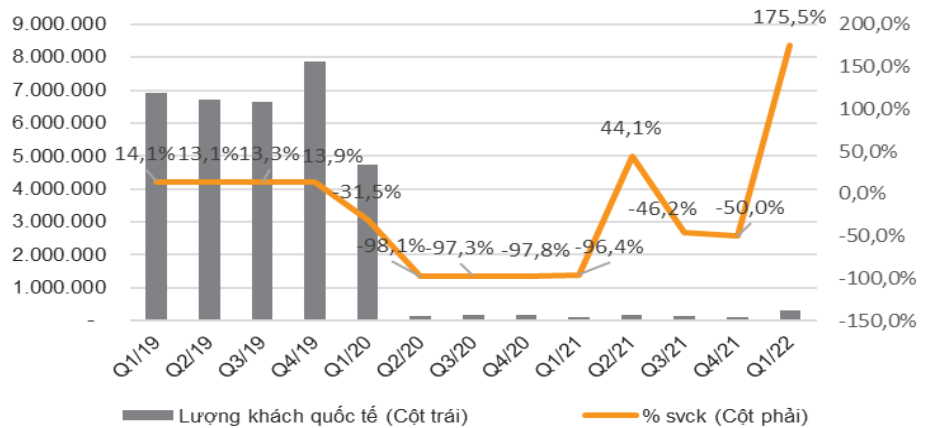
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi cho rằng hàng không nội địa Việt Nam có thể quay trở lại và vượt mức trước đại dịch trong năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng thị trường nội địa sẽ tăng 160,4% svck trong năm 2022 khi đất nước đang bước vào giai đoạn "bình thường mới" với nhu cầu đi lại phục hồi. Thị trường nội địa có thể tiếp tục tăng mạnh 15,8% svck trong năm 2023 trước khi tăng trưởng chậm lại xuống còn 8,9%/9,3% svck trong năm 2024-2025. Theo ước tính của chúng tôi, thị trường nội địa Việt Nam có thể vượt mức trước đại dịch trong năm 2022 (102.9% so với năm 2019) và có thể đạt tới 133,0% mức trước đại dịch trong năm 2025.

Sự phục hồi của hàng không quốc tế Việt Nam gặp ghềnh hơn

Ngày 15/02/2022, Việt Nam đã dỡ bỏ các hạn chế về tần suất các chuyến bay quốc tế. Đến ngày 15/03/2022, Việt Nam đã khôi phục hoàn toàn đường hàng không quốc tế, trong đó (1) số lượng đường bay thường lệ gần như đã trở lại mức trước đại dịch (90%), (2) khôi phục chính sách thị thực trước đại dịch và (3) khách du lịch quốc tế chỉ cần xác nhận kết quả xét nghiệm Covid-19 và có bảo hiểm y tế. Mới đây nhất, ngày 15/05/2022, Việt Nam đã tạm dừng yêu cầu có kết quả xét nghiệm Covid-19. Kết quả là, trong Q1/22, lượng khách quốc tế đã tăng mạnh 175,5% svck đạt 321.000 khách và đạt 4,7% mức trước dịch (Q1/19). Chúng tôi kỳ vọng đà phục hồi của khách quốc tế sẽ được thúc đẩy hơn nữa trong Q2/22 và Q3/22 nhờ Sea Games 23. Trong suốt thời điểm diễn ra Sea Games, Việt Nam đã triển khai nhiều chương trình quảng bá du lịch Việt nam như triển khai trang web quảng bá cho du khách về du lịch Việt Nam và những thông tin cần thiết, tận dụng mạng xã hội như Facebook, Zalo, Youtube, Instagram để tăng cường truyền thông, các tỉnh thành có tổ chức Sea Games cũng tăng cường quảng bá du lịch theo những cách riêng. Chúng tôi cho rằng Sea Games 23 sẽ là yếu tố giúp thúc đẩy du lịch và hàng không trong ngắn hạn sắp tới.

Hình 8: Lượng khách quốc tế Việt Nam Q1/19 – Q1/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Với góc nhìn dài hạn hơn, sự phục hồi của du lịch và hàng không quốc tế Việt Nam phụ thuộc vào điều kiện nhập cảnh của các quốc gia đến. Hiện nay, một số quốc gia trong khu vực Đông Nam Á (SEA) như Thái Lan, Singapore, Malaysia.... đã giảm thiểu các yêu cầu nhập cảnh và bắt đầu triển khai du lịch song phương với Việt Nam. Tại khu vực Đông Á, Hàn Quốc cũng đã giảm thiểu các yêu cầu nhập cảnh từ 1/4/2022 trong khi Nhật Bản sẽ mở cửa thí điểm cho du lịch kể từ tháng 6/2022. Yếu tố tác động tiêu cực nhất tới sự phục hồi của du lịch và hàng không Việt Nam là chiến lược zero-covid của Trung Quốc với việc đường hàng không đến và đi từ Trung Quốc bị kiểm soát nghiêm ngặt.

Hình 9: Ba kịch bản cho việc mở lại thị trường du lịch của Việt Nam với các quốc gia khác

Thời điểm triển khai quan hệ du lịch song phương với Việt Nam	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
Kịch bản tích cực		ĐNA, Hàn Quốc, Nhật Bản, Châu Âu, Mỹ	Đài Loan, Nga	Trung Quốc				
Kịch bản cơ sở		ĐNA	Hàn Quốc, Châu Âu, Nhật, Mỹ	Đài Loan, Nga	Trung Quốc			
Kịch bản tiêu cực		ĐNA	Hàn Quốc, Châu Âu, Mỹ	Nhật, Nga	Đài Loan		Trung Quốc	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Ước tính tỷ lệ phục hồi của lượng khách quốc tế so với trước dịch theo kịch bản cơ sở

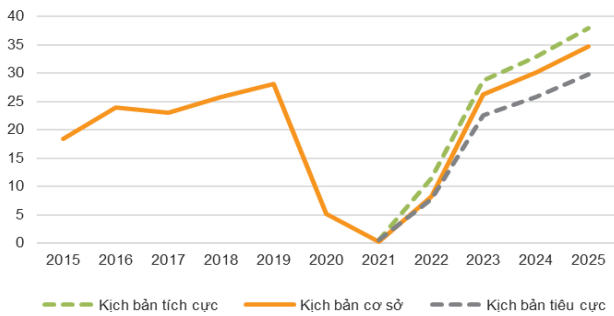
Quốc gia	Tỷ trọng trước dịch (2019)	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
		Trung Quốc	4%	5%	10%	20%	50%	80%	90%
Hàn Quốc	25,5%	5%	20%	50%	80%	90%	100%	105%	110%
ĐNA	12,5%	5%	50%	80%	90%	100%	105%	110%	115%
Châu Âu	8,1%	5%	20%	50%	80%	90%	100%	105%	110%
Nhật Bản	5,6%	6%	20%	50%	80%	90%	100%	105%	110%
Đài Loan	5,5%	4%	10%	20%	50%	80%	90%	100%	105%
Mỹ	4,4%	5%	20%	50%	80%	90%	100%	105%	110%
Nga	3,8%	5%	10%	20%	50%	80%	90%	100%	105%
Tổng	100,0%	4,66%	17,65%	37,17%	57,77%	76,53%	92,80%	99,99%	106,71%
			29,31%				94,01%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, hàng không giữa Việt Nam và Đông Nam Á sẽ phục hồi mạnh mẽ từ Q2/22 khi hoạt động xúc tiến du lịch đã được triển khai, sau đó là Hàn Quốc, Châu Âu, Nhật Bản và Hoa Kỳ trong Q3/22, quảng bá du lịch Đài Loan và Nga có thể được thực hiện trong Q4/22 trong khi quảng

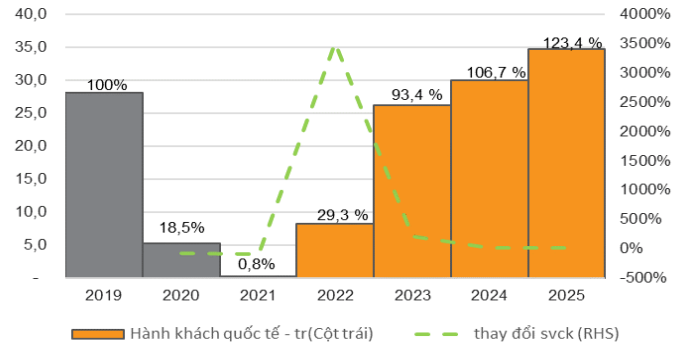
bá du lịch tới Trung Quốc có thể được thực hiện trong Q1/23. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách quốc tế của ACV sẽ đạt 8,3 triệu khách trong năm 2022 (so với 0,2 triệu khách trong năm 2021), và có thể tăng 218,4%/14,3% svck trong năm 2023-2024. Theo ước tính của chúng tôi, lưu lượng khách quốc tế của Việt Nam có thể phục hồi hoàn toàn về mức trước đại dịch trong năm 2024 (106,7% so với năm 2019) và có thể đạt tới 123,4% so với năm 2019 trong năm 2025.

Hình 11: Dự phóng lượng khách quốc tế theo ba kịch bản (tr khách)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Dự phóng lượng khách quốc tế của ACV trong trung hạn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Điều chỉnh dự phóng 2022-24

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD của ACV như sau:

- Chúng tôi giảm dự phóng sản lượng khách nội địa 2022-24 7,3%-5,5% để phù hợp với đà hồi phục hiện tại.
- Chúng tôi giảm dự phóng sản lượng khách quốc tế 2022-24 37,1%-4,7% do lo ngại về chính sách zero-covid của Trung Quốc có thể kìm hãm sự phục hồi của lượng du khách quốc tế từ Trung Quốc, thị trường chiếm 34,5% thị phần khách quốc tế của Việt Nam trước đại dịch.
- Kết quả là doanh thu dự phóng 2022-24 giảm 14,4%-2,2% và lợi nhuận gộp 2022-24 giảm 26,0%-2,9%.
- Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu tài chính 2022 thêm 62,9% do đồng Yên mất giá mạnh gần đây. Chúng tôi kỳ vọng đồng Yên sẽ giảm giá 9% so với VND trong năm 2022, giúp ACV ghi nhận 1.196 tỷ lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá khi đánh giá lại giá trị nợ

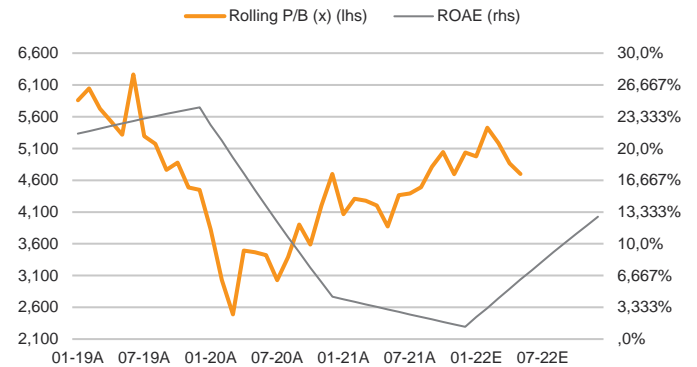
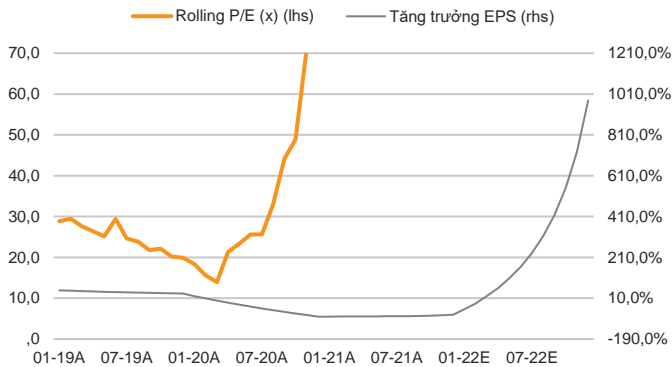
Dựa trên những điều chỉnh ở trên, chúng tôi giảm dự phóng EPS 2022-24 14,1% - 7,0%.

Hình 13: Thay đổi dự phóng 2022-24

	2021	2022			2023			2024		
		Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi
Tổng lượng khách (tr)	29,7	95,9	85,0	-11,4%	116,6	109,6	-6,0%	127,6	120,8	-5,3%
- Quốc tế (tr)	0,2	13,1	8,3	-37,1%	27,6	26,3	-4,8%	31,5	30,0	-4,7%
- Nội địa (tr)	29,5	82,8	76,8	-7,3%	89,0	83,3	-6,4%	96,1	90,8	-5,5%
Doanh thu (tỷ đồng)	4.752	16.061	13.752	-14,4%	23.890	23.276	-2,6%	28.117	27.507	-2,2%
Lợi nhuận gộp (785)	8.136	6.023	-26,0%	15.056	14.548	-3,4%	17.677	17.166	-2,9%	
Chi phí bán hàng	85	302	284	-5,9%	399	399	-0,1%	455	458	0,7%
Chi phí QLDN	1.232	981	948	-3,3%	1.185	1.175	-0,8%	1.388	1.382	-0,4%
Lợi nhuận từ công ty liên kết	33	350	350	0,0%	385	385	0,0%	419	419	0,0%
Doanh thu tài chính	3.254	1.690	2.754	62,9%	1.088	1.088	0,0%	619	619	0,0%
Chi phí tài chính	204	567	556	-2,0%	1.625	1.596	-1,7%	2.406	2.378	-1,2%
Lợi nhuận ròng	480	6.024	5.175	-14,1%	9.677	8.975	-7,2%	10.463	9.728	-7,0%
EPS (VND)	220	2.767	2.377	-14,1%	4.445	4.122	-7,2%	4.806	4.468	-7,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVNĐ)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	4.752	13.752	23.276
Giá vốn hàng bán	(5.537)	(7.729)	(8.727)
Chi phí quản lý DN	(1.232)	(948)	(1.175)
Chi phí bán hàng	(85)	(284)	(399)
LN hoạt động thuần	(2.102)	4.791	12.974
EBITDA thuần	428	7.902	16.358
Chi phí khấu hao	(2.530)	(3.111)	(3.384)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	(2.102)	4.791	12.974
Thu nhập lãi	3.254	2.754	1.088
Chi phí tài chính	(204)	(556)	(1.596)
Thu nhập ròng khác	9	27	45
TN từ các Cty LK & LD	33	350	385
LN trước thuế	990	7.365	12.896
Thuế	(201)	(1.504)	(2.633)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(310)	(686)	(1.288)
LN ròng	480	5.175	8.975
Thu nhập trên vốn	480	5.175	8.975
Cổ tức phổ thông	(0)	0	0
LN giữ lại	480	5.175	8.975

Bảng cân đối kế toán

(tỷVNĐ)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	573	6.403	7.278
Đầu tư ngắn hạn	32.717	23.717	14.717
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.660	4.556	7.544
Hàng tồn kho	290	385	652
Các tài sản ngắn hạn khác	328	125	196
Tổng tài sản ngắn hạn	37.568	35.186	30.387
Tài sản cố định	14.195	48.483	85.772
Tổng đầu tư	2.707	2.707	3.710
Tài sản dài hạn khác	509	534	903
Tổng tài sản	54.979	86.910	120.773
Vay & nợ ngắn hạn	362	922	4.050
Phải trả người bán	607	1.035	1.190
Nợ ngắn hạn khác	2.719	4.074	4.666
Tổng nợ ngắn hạn	3.688	6.031	9.906
Vay & nợ dài hạn	13.566	37.604	59.199
Các khoản phải trả khác	73	267	133
Vốn điều lệ và	21.772	21.772	21.772
LN giữ lại	9.793	13.152	18.875
Vốn chủ sở hữu	37.611	42.966	51.493
Lợi ích cổ đông thiểu số	42	42	42
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	54.979	86.910	120.773

Báo cáo LCTT

(tỷVNĐ)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	990	7.365	12.896
Khấu hao	2.530	3.111	3.384
Thuế đã nộp	(410)	(1.504)	(2.633)
Các khoản điều chỉnh khác	(3.322)	(707)	(3.678)
Thay đổi VLĐ	(487)	995	(2.579)
LC tiền thuần HKĐK	(699)	9.261	7.390
Đầu tư TSCĐ	(1.650)	(37.142)	(39.301)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	2.208	2.754	1.088
Thay đổi tài sản dài hạn khác	468	9.000	9.000
LC tiền từ HĐĐT	1.025	(25.389)	(29.213)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(248)	21.958	22.698
Đồng tiền từ HĐTC khác	(4)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(0)	0	0
LC tiền thuần HĐTC	(252)	21.958	22.698
Tiền & tương đương tiền đầu kì	499	573	6.403
LC tiền thuần trong năm	74	5.830	875
Tiền & tương đương tiền cuối kì	573	6.403	7.278

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	10,1%	37,6%	38,6%
Vòng quay TS	0,08	0,19	0,22
ROAA	0,9%	7,3%	8,6%
Đòn bẩy tài chính	1,49	1,76	2,20
ROAE	1,3%	12,8%	19,0%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	209,7	50,7	50,7
Số ngày nắm giữ HTK	19,1	18,2	27,3
Số ngày phải trả tiền bán	40,0	48,9	49,8
Vòng quay TSCĐ	0,32	0,44	0,35
ROIC	0,9%	6,3%	7,8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	10,2	5,8	3,1
Khả năng thanh toán nhanh	10,1	5,8	3,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	9,0	5,0	2,2
Vòng quay tiền	188,8	20,0	28,2
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(38,8%)	189,4%	69,3%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(464,2%)		170,8%
Tăng trưởng LN ròng	(70,9%)	978,7%	73,4%
Tăng trưởng EPS	(70,9%)	978,7%	73,4%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>