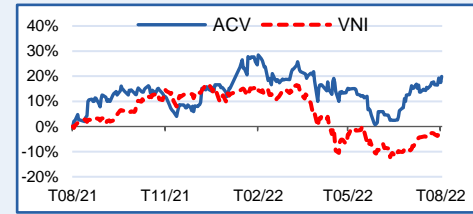


Ngành	Hàng không		2021A	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo	29/08/2022	Tăng trưởng DT*	-38,8%	103,3%	64,9%	23,2%
Giá hiện tại	90.500VND	Tăng trưởng EPS*	-70,9%	946,9%	32,1%	36,1%
Giá mục tiêu	94.000VND	Biên LN gộp	-13,6%	39,2%	51,0%	55,5%
Giá mục tiêu gần nhất	91.800VND	Biên LN ròng*	10,1%	52,0%	41,7%	46,0%
TL tăng	+3,9%	EV/EBITDA	413,9x	31,0x	16,9x	12,8x
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/E*	233,8x	36,7x	27,6x	20,5x
Tổng mức sinh lời	+3,9%	Giá CP/DTHĐ	N.M.	44,5x	31,2x	18,2x



		ACV	Peers	VNI	
GT vốn hóa	8,6 tỷ USD	ACV	Peers	VNI	
Room KN	3,9 tỷ USD	EV/EBITDA^	78,4x	N.M.	N/A
GTGD/ngày (30n)	113.000USD	P/E^	66,9x	N/A	13,9x
Cổ phần Nhà nước	95,4%	P/B (hiện tại)	4,8x	1,7x	2,2x
SL cổ phiếu lưu hành	2,2 tỷ	ROE	7,7%	-8,2%	15,9%
Pha loãng	2,2 tỷ	ROA	5,4%	-3,4%	2,6%

^ trượt; * không bao gồm đóng góp từ tài sản hạ tầng hàng không do Nhà nước đầu tư

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

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

Lượng hành khách dần hồi phục; bước vào chu kỳ đầu tư vốn cao

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG dành cho Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam (ACV) đồng thời nâng giá mục tiêu thêm 2,4% lên 94.000 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu do dự báo biên LN gộp tăng nhờ ACV quản lý chi phí hiệu quả và dự báo tích cực hơn cho thị trường hàng không trong nước sau đã phục hồi mạnh hơn dự kiến trong 6 tháng đầu năm 2022, bị ảnh hưởng một phần bởi giá định lãi suất phi rủi ro cao hơn 0,5 điểm % của chúng tôi.
- Mặc dù đã phục hồi của lượng hành khách (pax) quốc tế nhìn chung là phù hợp với dự báo của chúng tôi, nhưng số lượng hành khách trong nước đã phục hồi nhanh hơn so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi; Do đó, chúng tôi nâng dự báo lượng pax trong nước thêm tổng cộng 9% cho giai đoạn 2022-2025 – với mức tăng 12% dự báo trong năm 2022. Trong năm 2022, chúng tôi dự báo lượng hành khách trong nước đạt 82,8 triệu (khoảng 111% con số năm 2019) và 11,2 triệu hành khách quốc tế (khoảng 27% con số năm 2019). Chúng tôi kỳ vọng lượng hành khách quốc tế sẽ phục hồi đáng kể bắt đầu từ nửa cuối 2022.
- Sau thay đổi dự báo lượng hành khách trong nước và giả định biên lợi nhuận gộp, chúng tôi nâng tổng LNST trong giai đoạn 2022-2025 thêm 22%.
- Đối với năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu của ACV đạt 9,7 nghìn tỷ đồng (+103% YoY) với LNST sau lợi ích CĐTS là 5,0 nghìn tỷ đồng (+11 lần YoY), chủ yếu nhờ (1) sự phục hồi mạnh mẽ của lượng hành khách trong nước và quốc tế từ mức cơ sở thấp vào năm 2021 do COVID-19 và (2) lãi từ đánh giá lại ngoại tệ chưa thực hiện.
- Chúng tôi kỳ vọng ACV sẽ là công ty hưởng lợi chính từ đà phục hồi ngành hàng không sau đại dịch. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng định giá của ACV hiện đang khá phù hợp khi đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trung bình 2022-2023 là 23,9 lần, cao hơn 55% so với EV / EBITDA 2018-2019 là 15,4 lần.
- Yếu tố hỗ trợ/(giảm): vốn XD/CB thấp hơn/(cao hơn) so với dự kiến; mở rộng công suất sân bay nhanh hơn/(chậm hơn) so với dự kiến.

Số lượng hành khách quốc tế phục hồi đáng kể bắt đầu từ nửa cuối 2022. Vào tháng 7/2022, hành khách quốc tế đạt 1,3 triệu so với mức trung bình chỉ khoảng 150.000 khách/tháng trong quý 1/2022 và khoảng 660.000 khách/tháng trong quý 2/2022. Chúng tôi tin rằng lượng hành khách quốc tế sẽ bắt đầu phục hồi đáng kể từ nửa cuối 2022 khi Việt Nam đã nới lỏng các hạn chế đi lại đối với khách nước ngoài kể từ tháng 5/2022. Chúng tôi kỳ vọng lượng hành khách quốc tế của Việt Nam sẽ đạt mức trước dịch COVID-19 vào năm 2024 và đạt CAGR 14% vào năm 2025-2030 so với 21% trong giai đoạn 2016-2019.

Số lượng hành khách trong nước tăng mạnh sau dịch COVID-19 nhờ tỷ lệ tiêm chủng cao của Việt Nam và các chính sách của Chính phủ xem COVID-19 là bệnh đặc hữu, bên cạnh nhu cầu du lịch bị dồn nén mạnh sau gần 2 năm gián đoạn. Cùng với đà phục hồi vững chắc của

lượng hành khách trong nước năm 2022 khi dịch COVID-19 giảm dần, chúng tôi dự báo lượng hành khách trong nước sẽ đạt tốc độ CAGR là 7% trong giai đoạn 2022-2025 nhờ số lượng người tiêu dùng trung lưu ngày càng tăng tại Việt Nam.

ACV sẽ bước vào chu kỳ đầu tư vốn XDCB cao để mở rộng công suất, bao gồm Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA) Giai đoạn 1 với vốn đầu tư dự kiến là 4,2 tỷ USD và nhà ga hành khách thứ 3 tại Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất (SGN) với vốn đầu tư dự kiến là 475 triệu USD trong năm 2022-2025F. Hai dự án đang trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư và chúng tôi đã đưa kế hoạch vốn đầu tư vào dự báo và định giá của chúng tôi.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	5.779	11.667	18.573	22.651
Giá vốn hàng bán	-5.537	-5.086	-6.450	-7.045
Lợi nhuận gộp	-785	4.574	9.477	12.574
Chi phí bán hàng	-85	-222	-366	-406
Chi phí quản lí DN	-1.232	-966	-1.274	-1.077
LN thuần HĐKD	-2.102	3.386	7.837	11.091
Doanh thu tài chính	3.254	3.657	1.669	1.441
Chi phí tài chính	-204	-83	-349	-352
Trong đó, chi phí lãi vay	-89	-83	-81	-78
Lợi nhuận từ công ty LDLK	33	193	283	379
Lợi nhuận/(chi phí) khác	9	16	27	33
LNTT	990	7.169	9.467	12.592
Thuế TNDN	-201	-1.286	-1.698	-2.258
LNST trước CĐTS	790	5.883	7.769	10.334
Lợi ích CĐ thiếu số	0	-18	-23	-31
LNST sau lợi ích CĐTS,	790	5.865	7.746	10.303
LNST sau lợi ích CĐTS của	379	5.023	6.582	8.817
LNST sau lợi ích CĐTS của	411	843	1.164	1.486
EBITDA	428	5.717	10.457	13.856
EPS báo cáo, VND	387	2.463	3.277	4.415
EPS báo cáo của ACV, VND	198	2.076	2.743	3.733
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DT	-25,6%	101,9%	59,2%	22,0%
Tăng trưởng DT của ACV *	-38,8%	103,3%	64,9%	23,2%
TT LN từ HĐKD	-464,2%	-261,1%	131,5%	41,5%
LNTT	-50,5%	623,9%	32,1%	33,0%
EPS báo cáo của ACV	-70,9%	946,9%	32,1%	36,1%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	-13,6%	39,2%	51,0%	55,5%
Biên LN từ HĐ %	-44,2%	35,1%	49,2%	56,5%
Biên EBITDA	9,0%	59,2%	65,7%	70,6%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	10,1%	52,0%	41,7%	46,0%
ROE *	2,1%	14,5%	16,4%	18,3%
ROA *	1,4%	10,1%	10,3%	9,9%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2021	2022F	2023F	2024F
Số ngày tồn kho	21,0	20,2	17,5	18,7
Số ngày phải thu	286,8	177,2	176,7	199,3
Số ngày phải trả	46,6	45,8	43,6	46,7
TG luân chuyển tiền	261,1	151,6	150,6	171,4

Thanh khoản	2021	2022F	2023F	2024F
CS thanh toán hiện hành	10,6x	12,1x	7,0x	4,6x
CS thanh toán nhanh	1,3x	1,3x	1,3x	1,3x
CS thanh toán tiền mặt	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x
Nợ/Tài sản	-34,6%	-39,4%	10,4%	32,8%
Nợ/Vốn sử dụng	-37,5%	-39,7%	9,3%	30,3%
Nợ/Vốn CSH	-51,5%	-56,3%	16,5%	60,9%
Khả năng thanh toán lãi vay	4,8x	68,5x	129,3x	177,2x

BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền và tương đương	573	1.039	1.743	1.799
Đầu tư TC ngắn hạn	32.717	35.717	23.717	15.717
Các khoản phải thu	3.559	5.822	9.600	11.825
Hàng tồn kho	290	272	345	377
TS ngắn hạn khác	139	70	115	142
Tổng TS ngắn hạn	37.278	42.920	35.521	29.860
TS dài hạn (gộp)	43.560	44.160	44.760	46.260
- Khấu hao lũy kế	-31.050	-33.381	-36.002	-38.766
TS dài hạn (ròng)	12.510	10.779	8.758	7.493
Chi phí XDCB dở dang	1.678	3.345	39.508	74.772
TS dài hạn khác	3.375	3.860	5.670	7.587
Tổng TS dài hạn	17.562	17.984	53.936	89.852
Tổng Tài sản	54.840	60.904	89.457	119.712
Phải trả ngắn hạn	597	679	861	940
Nợ ngắn hạn	366	251	369	494
Nợ ngắn hạn khác	2.565	2.625	3.818	5.050
Tổng nợ ngắn hạn	3.528	3.555	5.048	6.485
Nợ dài hạn	13.566	13.687	32.928	51.360
Nợ dài hạn khác	74	107	156	209
Tổng nợ	17.168	17.349	38.133	58.054
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	21.772	21.772	21.772	21.772
Thặng dư vốn cổ phần	15	15	15	15
Lợi nhuận giữ lại	9.812	15.678	23.423	33.726
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	42	60	83	114
Vốn chủ sở hữu	37.672	43.555	51.324	61.658
Tổng cộng nguồn vốn	54.840	60.904	89.457	119.712
CP lưu hành cuối năm	2.177	2.177	2.177	2.177

LCTT (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền đầu năm	498	572	1.039	1.743
Lợi nhuận sau thuế	790	5.865	7.746	10.303
Khấu hao	2.530	2.331	2.621	2.765
Thay đổi vốn lưu động	-1.749	-2.034	-2.521	-972
Điều chỉnh khác ⁽¹⁾	-2.321	-1.733	-1.532	-1.258
Tiền từ hoạt động KD	-751	4.429	6.313	10.838
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.598	-2.267	-36.763	-36.763
Đầu tư, ròng	2.676	-1.701	11.796	7.425
Tiền từ HĐ đầu tư	1.078	-3.969	-24.968	-29.339
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-248	121	19.241	18.432
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	-115	118	125
Tiền từ các hoạt động TC	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-248	6	19.359	18.557
Tổng lưu chuyển tiền tệ	78	466	704	56
Tiền cuối năm	572	1.039	1.743	1.799

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 Nhựt 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

Trụ sở chính

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

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 cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185

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
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, 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 – Khách hàng tổ chức

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 Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
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
- Hoàng Minh Thắng, 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.