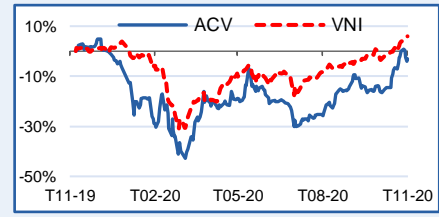


Ngành:	Hàng không		2019	2020F	2021F	2022F
Ngày báo cáo:	30/11/2020	Tăng trưởng DT	13,9%	-60,9%	40,7%	64,8%
Giá hiện tại:	71.600VND	Tăng trưởng EPS*	19,0%	-70,8%	48,6%	78,8%
Giá mục tiêu:	81.500VND	Biên LN gộp	50,9%	18,3%	30,4%	42,9%
Giá mục tiêu trước đây:	61.000VND	Biên LN ròng	44,7%	23,1%	31,3%	35,7%
TL tăng:	+13,8%	EV/EBITDA	11,6x	37,9x	22,7x	13,4x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/E	21,1x	104,7x	54,9x	29,2x
Tổng mức sinh lời:	+13,8%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	7,9x	35,7x	12,7x	8,4x



		ACV	Peers	VNI
GT vốn hóa:	6,7 tỷ USD	23,9x	17,1x	N/A
Room KN:	3,1 tỷ USD	46,5x	244,1x	16,4x
GTGD/ngày (30n):	740.000USD	P/E^	4,2x	1,7x
Cổ phần Nhà nước:	95,4%	P/B (hiện tại)	10,1%	0,8%
SL cổ phiếu lưu hành:	2,2 tỷ	ROE	6,4%	0,7%
Pha loãng:	2,2 tỷ	ROA	^ trượt; * không bao gồm lãi/lỗ do định giá lại tỷ giá và quỹ khen thưởng & phúc lợi	

Tổng quan về 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%.

Thái Nhật Đăng, CFA
Chuyên viên

Hoàng Nam
Trưởng phòng

Dự án LTA được phê duyệt - đảm bảo tăng trưởng dài hạn

- Chúng tôi tăng giá mục tiêu theo mô hình định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) thêm 34% đạt 81.500 đồng/CP nhưng duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN khi giá cổ phiếu của Tổng CT Cảng hàng không Việt Nam (ACV) đã tăng mạnh 30% trong vòng 3 tháng qua.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu đến từ mức tăng 24% trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2035 khi chúng tôi ghi nhận dự phóng doanh thu phí cất cánh và hạ cánh tại sân bay quốc tế Long Thành (LTA) trong dự báo của chúng tôi.
- Tác động tích cực kể trên một phần bù đắp cho mức giảm 9,8% trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2020-2025 của chúng tôi. Cụ thể, chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2021/2022/2023 thêm 41%/2,9%/3,7%, chủ yếu do lượng hành khách quốc tế dự kiến phục hồi chậm hơn khi dịch COVID-19 diễn biến không đồng đều trên toàn cầu.
- Chúng tôi nhìn chung duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2020 đạt 1,7 nghìn tỷ đồng (-80% YoY) dù giảm dự báo doanh thu năm 2020 thêm 7,5% còn 7,1 nghìn tỷ đồng (-61% YoY) khi chúng tôi giảm dự báo lượng hành khách quốc tế còn 7,5 triệu (-82% YoY), một phần được bù đắp bởi việc kiểm soát chi phí hiệu quả của ACV, được phản ánh thông qua biên lợi nhuận gộp dự phóng cao hơn, đạt 18,3% so với 14,5% trước đây.
- Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi từ mức thấp trong năm 2021 với doanh thu đạt 10 nghìn tỷ đồng (+41% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTTS đạt 3,2 nghìn tỷ đồng (+91% YoY). Chúng tôi dự báo lượng hành khách quốc tế đạt 11,6 triệu trong năm 2021 – tương ứng khoảng 28% lượng hành khách quốc tế năm 2019 – khi chúng tôi kỳ vọng lượng hành khách quốc tế sẽ duy trì ở mức thấp trong 6 tháng đầu năm 2021 và phục hồi nhẹ trong 6 tháng cuối năm 2021.
- Dù lợi nhuận giảm mạnh, chúng tôi cho rằng ACV có vị thế tốt để duy trì tình hình tài chính ổn định – dù dịch COVID-19 kéo dài hơn kỳ vọng. ACV có số dư tiền mặt ròng đạt 19 nghìn tỷ đồng tính đến cuối quý 3/2020 trong khi chi phí phi tiền mặt chiếm khoảng 38% tổng chi phí năm 2019.
- Rủi ro: vốn XD/CB cao hơn dự kiến; trì hoãn mở rộng công suất sân bay, từ đó hạn chế tăng trưởng lưu lượng hành khách; các lệnh cấm di chuyển quốc tế kéo dài; lỗ tỷ giá từ khoản nợ vay ngoại tệ JPY.

Lưu lượng hành khách quốc tế có thể duy trì ở mức hạn chế cho đến khi dịch COVID-19 được kiểm soát trên toàn cầu. Do các lệnh hạn chế nhập cảnh và quy định cách ly hiện tại, số lượng hành khách quốc tế của Việt Nam duy trì ở mức thấp, chủ yếu bao gồm các nhà đầu tư, chuyên gia và lao động có kinh nghiệm nước ngoài nhập cảnh vào Việt Nam. Trong bối cảnh Chính phủ ưu tiên sức khỏe cộng đồng, chúng tôi cho rằng Việt Nam ít khả năng mở cửa trở lại ngành du lịch quốc tế trước khi dịch COVID-19 được kiểm soát trên toàn cầu. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với khả năng phục hồi của ngành hàng không Việt Nam khi dịch COVID-19 được kiểm soát hiệu quả, nhờ (1) tầng lớp thu nhập trung bình gia tăng và vị trí liền kề của Việt Nam với các thị trường hàng không vốn tăng trưởng nhanh chóng khác và (2) Việt Nam có khả năng trở thành điểm đến với giá cả hợp lý và an toàn cho khách du lịch sau dịch COVID-19.

Dự án Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA) sẽ dẫn dắt tăng trưởng của ACV trong dài hạn. Chính phủ đã thông qua kế hoạch đầu tư dự án LTA Giai đoạn 1 vào tháng 11/2020, trong đó ACV đóng vai trò là chủ đầu tư chính của dự án thành phần thứ ba (các công trình thiết yếu trong cảng hàng không), bao gồm nhà ga hàng khách, đường băng, sân đỗ, nhà ga hàng hoá thứ nhất và các cơ sở khác. Khi ACV là chủ đầu tư cho đường băng của LTA, chúng tôi cho rằng ACV sẽ được phép thu phí cất cánh và hạ cánh từ dự án này, dẫn đến việc chúng tôi tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS thêm 24% tổng cộng trong giai đoạn 2026-2035 khi chúng tôi trước đây giả định khoản vốn XDDB trị giá 99 nghìn tỷ đồng cho dự án LTA nhưng chưa ghi nhận khoản phí cất cánh và hạ cánh thu về trong dự báo lợi nhuận của ACV.

Báo cáo Tài chính Hợp nhất

KQLN (tỷ VND)	2019	2020F	2021F	2022F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	18.329	7.161	10.078	16.609	Tiền và tương đương	350	3.119	1.333	664
Giá vốn hàng bán	-8.995	-5.854	-7.019	-9.483	Đầu tư TC ngắn hạn	30.922	31.422	29.922	21.422
Lợi nhuận gộp	9.334	1.307	3.059	7.127	Các khoản phải thu	5.361	2.943	3.158	5.205
Chi phí bán hàng	-379	-215	-252	-382	Hàng tồn kho	493	401	376	508
Chi phí quản lí DN	-1.006	-573	-605	-897	TS ngắn hạn khác	166	65	91	151
LN thuần HĐKD	7.948	519	2.202	5.848	Tổng TS ngắn hạn	37.291	37.949	34.880	27.949
Doanh thu tài chính	1.920	2.188	2.011	1.661	TS dài hạn (gộp)	41.915	43.440	61.497	91.853
Chi phí tài chính	-104	-744	-428	-432	- Khấu hao lũy kế	-25.570	-28.673	-32.516	-36.890
Trong đó, chi phí lãi vay	-96	-92	-90	-87	TS dài hạn (ròng)	16.345	14.767	28.981	54.963
Lợi nhuận từ công ty LDLK	383	82	121	266	Đầu tư TC dài hạn	865	533	328	202
Lợi nhuận/(chi phí) khác	9	3	5	8	TS dài hạn khác	3.674	2.721	2.016	3.322
LNTT	10.156	2.049	3.910	7.350	Tổng TS dài hạn	20.885	18.021	31.324	58.487
Thuế TNDN	-1.942	-392	-748	-1.405	Tổng Tài sản	58.176	55.970	66.204	86.436
LNST trước CĐTS	8.214	1.658	3.163	5.945	Phải trả ngắn hạn	1.258	882	937	1.265
Lợi ích CĐ thiểu số	-13	-3	-5	-9	Nợ ngắn hạn	240	231	273	357
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	8.201	1.655	3.158	5.936	Nợ ngắn hạn khác	5.020	2.168	2.944	4.667
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh	7.337	2.141	3.181	5.687	Tổng nợ ngắn hạn	6.518	3.281	4.154	6.289
					Nợ dài hạn	14.760	14.219	20.396	34.456
EBITDA	11.868	3.622	6.046	10.222	Nợ dài hạn khác	141	55	78	128
EPS báo cáo, VND	3.390	684	1.305	2.454	Tổng nợ	21.419	17.556	24.627	40.873
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	3.370	983	1.461	2.612	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ Pha loãng,	3.370	983	1.461	2.612	Vốn cổ phần	21.772	21.772	21.772	21.772
DPS báo cáo, VND	0	0	900	900	Thặng dư vốn cổ phần	15	15	15	15
DPS/EPS	0%	0%	62%	34%	Lợi nhuận giữ lại	8.885	10.540	13.698	17.674
					Vốn khác	0	0	0	0
TỶ LỆ	2019	2020F	2021F	2022F	Lợi ích CĐTS	53	56	61	70
Tăng trưởng					Vốn chủ sở hữu	36.757	38.415	41.578	45.563
Tăng trưởng doanh thu	13,9%	-60,9%	40,7%	64,8%	Tổng cộng nguồn vốn	58.176	55.971	66.204	86.436
Tăng trưởng LN HĐKD	20,6%	-93,5%	324,0%	165,5%					
Tăng trưởng LNTT	34,1%	-79,8%	90,8%	88,0%	CP lưu hành cuối năm (triệu)	2.177	2.177	2.177	2.177
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	19,0%	-70,8%	48,6%	78,8%					
Khả năng sinh lời					LCTT (tỷ VND)	2019	2020F	2021F	2022F
Biên LN gộp %	50,9%	18,3%	30,4%	42,9%	Tiền đầu năm	638	350	3.119	1.333
Biên LN từ HĐ %	43,4%	7,3%	21,9%	35,2%	Lợi nhuận sau thuế	8.201	1.655	3.158	5.936
Biên EBITDA	64,8%	50,6%	60,0%	61,5%	Khấu hao	3.920	3.103	3.844	4.374
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	44,7%	23,1%	31,3%	35,7%	Thay đổi vốn lưu động	-306	-616	614	-186
ROE	24,3%	4,4%	7,9%	13,6%	Điều chỉnh khác ⁽²⁾	-2.749	-2.136	-1.969	-1.591
ROA	14,7%	2,9%	5,2%	7,8%	Tiền từ hoạt động KD	9.066	2.005	5.646	8.533
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.959	-1.192	-17.852	-30.230
Số ngày tồn kho	19,5	27,9	20,2	17,0	Đầu tư, ròng	-5.281	2.506	4.202	8.844
Số ngày phải thu	114,4	211,6	110,5	91,9	Tiền từ HĐ đầu tư	-7.239	1.313	-13.650	-21.386
Số ngày phải trả	48,7	66,7	47,3	42,4					
TG luân chuyển tiền	85,2	172,8	83,4	66,5	Cổ tức đã trả	-1.959	0	0	-1.959
					Tăng (giảm) vốn	-2	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ dài hạn	-155	-540	6.176	14.060
CS thanh toán hiện hành	5,7x	11,6x	8,4x	4,4x	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	-9	42	83
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	-2.116	-549	6.218	12.184
Nợ/Tài sản	-29,1%	-35,2%	-17,3%	16,7%					
Nợ/Vốn sử dụng	-31,5%	-38,0%	-17,0%	15,8%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-288	2.770	-1.786	-669
Nợ/Vốn CSH	-48,3%	-53,5%	-26,5%	29,3%	Tiền cuối năm	350	3.119	1.333	664
Khả năng thanh toán lãi vay	123,1x	39,3x	67,5x	118,1x					

Nguồn: ACV, VCSC

Ghi chú: (1): không tính lãi/lỗ tỷ giá và quỹ khen thưởng & phúc lợi; (2): 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 HOẢN	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

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

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

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

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

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

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, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

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

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

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, ext 132

Dầu khí và Điện

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

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

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.