

## TỔNG CÔNG TY CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM (ACV) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b> VND74.500	<b>Giá mục tiêu</b> VND87.500	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 0%	<b>Khuyến nghị</b> KHẢ QUAN	<b>Ngành</b> Công nghiệp
------------------------------------	----------------------------------	-----------------------------	--------------------------------	-----------------------------

Ngày 09/02/2021

**Triển vọng ngắn hạn:** Trung bình  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Tích cực

Consensus\*: Mua:7 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 4,1%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự phóng EPS 2021 15,5%
- Tăng dự phóng EPS 2022-23 thêm 3,5-0,7%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	83.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	42.200
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	24.338
Thị giá vốn (tỷ VND)	162.583
Free float (%)	5
P/E trượt (x)	94,4
P/B hiện tại (x)	4,3

### Cơ cấu sở hữu

State capital management	95,4%
Khác	4,6%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Tiến Dũng**

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Bất ổn từ dịch bệnh làm chậm đà phục hồi

- ACV ghi nhận doanh thu 7.784 tỷ đồng và LN ròng 1.718 tỷ đồng trong năm 2020, hoàn thành 77,8% dự phóng của chúng tôi.
- Trong tháng 12/2020, Thủ tướng đã chấp thuận việc giao cho ACV quản lý tài sản khu bay, điều này sẽ mở ra cơ hội niêm yết tại HSX cho ACV.
- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN nhưng giảm giá mục tiêu 0,8% xuống 87.500 đồng/cp do điều chỉnh giảm dự báo lưu lượng khách 2021-2023.

### KQKD 2020 thấp hơn dự kiến do lỗ tỷ giá

Trong Quý 4/2020, lưu lượng hành khách nội địa của ACV đã vượt thời điểm trước dịch 2,3% svck và tăng 30,8% sv quý trước. Trong khi đó, các đường bay quốc tế vẫn bị đóng băng. Doanh thu và LN ròng trong Quý 4/2020 giảm lần lượt 64,8% svck và 84,6% svck, tuy nhiên LN ròng tăng 149,8% so với Quý 3/2020.

Trong cả năm 2020, tổng lưu lượng khách thông quan giảm 37,8% svck, trong đó khách nội địa giảm 22,5% svck và khách quốc tế giảm 78,5% svck, khiến doanh thu và LN ròng của ACV giảm lần lượt 57,5% svck và 79,0% svck. LN ròng ACV đạt 77,8% dự phóng của chúng tôi do lỗ từ chênh lệch tỷ giá cao hơn dự kiến đến từ khoản vay nợ bằng đồng Yên của ACV.

### Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng lưu lượng khách trong 2021-2023

Chúng tôi giảm dự phóng lưu lượng khách nội địa giai đoạn 2021-2023 0,8-0,7% do dịch Covid bùng phát vào cuối tháng 1/2021. Chúng tôi giảm dự phóng lưu lượng khách quốc tế 2021-2023 29,5%-3,2% do dự báo Việt Nam mở lại đường bay quốc tế chậm hơn. Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng lưu lượng khách nội địa bằng 119,7% mức cơ sở năm 2019 trong khi lưu lượng khách quốc tế bằng 93,8% mức năm 2019.

### ACV chính thức được giao quản lý tài sản khu bay

Trong tháng 12/2020, Thủ tướng đã chấp thuận việc giao cho ACV quản lý tài sản khu bay ở 22 sân bay của Việt Nam đến tháng 12/2025. Theo quan điểm của chúng tôi, điều này sẽ giúp ACV trong: 1) loại bỏ ý kiến ngoại trừ trong báo cáo kiểm toán năm, điều đã gây cản trở chính trong việc niêm yết trên HSX của ACV, và 2) ACV sẽ chủ động trong quản lý và bảo trì tài sản khu bay để đảm bảo tăng trưởng lưu lượng hàng không trong những năm tới.

### Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 87.500 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi giảm dự phóng EPS 2021 15,5%, tăng dự phóng EPS 2022-2023 3,5%/0,7% do giảm dự phóng lượng hành khách và điều chỉnh tiến độ giải ngân dự án Long Thành. Rủi ro giảm giá gồm: 1) bất ổn từ dịch bệnh, 2) đồng Yên mạnh hơn dự kiến và 3) tiến độ xây dựng Long Thành chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	18.329	7.784	12.057	17.928
Tăng trưởng DT thuần	13,7%	(57,5%)	54,9%	48,7%
Biên lợi nhuận gộp	50,9%	18,4%	35,8%	51,5%
Biên EBITDA	77,3%	66,5%	71,8%	73,6%
LN ròng (tỷ)	8.201	1.718	4.369	7.417
Tăng trưởng LN ròng	32,9%	(79,0%)	154,3%	69,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	32,9%	(79,0%)	154,3%	69,8%
EPS cơ bản	3.767	789	2.007	3.407
EPS điều chỉnh	3.654	766	1.947	3.305
BVPS	16.859	17.267	18.274	20.610
ROAE	24,3%	4,6%	11,3%	17,5%

Nguồn: VND RESEARCH

**KQKD 2020 THẤP HƠN DỰ PHÓNG DO LỖ TỶ GIÁ**

Hình 1: KQKD Quý 4 và cả năm 2020

Đơn vị: tỷ đồng	Q4/20	Q4/19	% thay đổi	2020	2019	% thay đổi	% so với dự phóng	Đánh giá
Doanh thu	1.701	4.829	-64,8%	7.784	18.329	-57,5%	96,0%	2020, tổng lưu lượng hành khách giảm 37,8% svck xuống 63,9 triệu, trong đó lượng hành khách nội địa giảm 22,5% svck và lượng hành khách quốc tế giảm 78,5% svck.
- Dịch vụ hàng không	1.291	3.877	-66,7%	5.969	14.670	-59,3%	96,6%	
- Dịch vụ phi hàng không	330	572	-42,3%	1.312	2.152	-39,0%	102,0%	
- Thương mại	80	379	-78,9%	503	1.506	-66,6%	78,9%	
LN gộp	215	2.335	-90,8%	1.429	9.334	-84,7%	81,5%	
<i>Biên LNG</i>	12,7%	48,4%	-35,7 điểm%	18,4%	50,9%	-32,5 điểm%	-3,2 điểm%	Chi phí cố định ảnh hưởng đến lợi nhuận gộp khi doanh thu giảm 57,5% svck.
Doanh thu tài chính	538	927	-41,9%	2.220	1.920	15,7%	100,5%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi.
Chi phí tài chính	244	23	977,2%	957	104	822,0%	163,4%	Trong năm 2020, chi phí tài chính tăng 822% svck, chủ yếu do lỗ chênh lệch tỷ giá từ đánh giá lại nợ. Đồng Yên tăng giá 4% so với VND đã dẫn đến lỗ tỷ giá 849 tỷ đồng (so với 490 tỷ đồng lỗ tỷ giá trong dự phóng của chúng tôi).
Chi phí bán hàng	23	101	-77,2%	146	379	-61,4%	91,4%	
Chi phí ql doanh nghiệp	128	349	-63,4%	629	1.006	-37,5%	94,7%	
Lãi/lỗ từ cy liên kết	54	65	-16,3%	162	383	-57,6%	107,6%	
LN ròng	349	2.271	-84,6%	1.718	8.201	-79,0%	77,8%	Thấp hơn dự phóng do lỗ chênh lệch tỷ giá cao hơn dự kiến.
<i>Biên LNR</i>	20,5%	47,0%	-26,5 điểm%	22,1%	44,7%	-22,6 điểm%	-5,2 điểm%	
EBITDA	1.229	3.788	-67,5%	5.176	14.172	-63,5%	91,6%	
<i>Biên EBITDA</i>	72,3%	78,4%	-6,2 điểm%	66,5%	77,3%	-10,8 điểm%	-3,2 điểm%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Lượng khách nội địa của ACV chạm đáy trong Quý 2/2020 và bắt đầu hồi phục kể từ Quý 3. Trong Quý 4/2020, lượng hành khách nội địa theo quý đã tăng trưởng gần về mức trước dịch, giúp cho tổng lượng khách nội địa 2020 chỉ giảm 22,5% svck. Tuy nhiên, do các đường bay quốc tế vẫn bị đóng băng, lượng khách quốc tế giảm 78,5% svck trong năm 2020. Tổng hợp lại, tổng lượng hành khách giảm 37,8% svck xuống 63,9 triệu trong năm 2020, khiến doanh thu và LN ròng của ACV giảm lần lượt 57,5% svck và 79,0% svck. LN ròng của ACV đạt 77,8% dự phóng của chúng tôi do lỗ tỷ giá từ việc đồng Yên tăng giá cao hơn dự kiến.

**GIẢM DỰ PHÓNG LƯU LƯỢNG KHÁCH TRONG NGẮN HẠN TUY NHIÊN TIỀM NĂNG DÀI HẠN VẪN TÍCH CỰC**

**Giảm dự phóng lưu lượng khách 2021-2023**

Chúng tôi thay đổi dự phóng cho lưu lượng hành khách nội địa và quốc tế như sau:

- Chúng tôi giảm dự phóng lượng khách nội địa 0,8%-0,7% giai đoạn 2021-2023 do dịch Covid đã bùng phát trở lại vào cuối tháng 1/2021. Cho cả năm 2021, chúng tôi kỳ vọng thị trường nội địa là động lực tăng trưởng chính của ngành hàng không Việt Nam, trong đó lượng khách của ACV có thể tăng 33% svck và vượt mức 2019 3,1%. Thị trường nội địa tăng trưởng mạnh mẽ đến từ kỳ vọng Việt Nam sẽ khống chế thành công dịch Covid-19, việc tiến hành tiêm vắc-xin Covid-19 giúp cải thiện nhu cầu và các hãng hàng không nội địa mở rộng tải nội địa để bù phần bị mất của thị trường quốc tế.
- Đối với đường bay quốc tế, chúng tôi kỳ vọng chính phủ sẽ mở cửa lại biên giới trong Quý 3/2021 (so với dự kiến trước đây của chúng tôi là Quý 2/2021). Do đó, chúng tôi giảm lượng khách quốc tế 2021-2023 xuống 29,5%-3,2%. Chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế của ACV sẽ hồi phục kể từ 2021 và tăng mạnh trong năm 2022 với tăng trưởng lượng khách đạt lần lượt 58,6%/135,1% trong năm 2021/2022 do việc

tiêm chủng vắc-xin Covid-19 đang được triển khai cấp bách trên toàn thế giới với số lượng người được bảo vệ ước tính khoảng 1,5 tỷ người trong năm 2021. Đến năm 2023, chúng tôi ước tính lượng hành khách quốc tế bằng 93,8% mức 2019.

Ngoài ra, chúng tôi giảm dòng tiền đầu tư cho dự án Sân bay quốc tế Long Thành (LTIA) trong năm 2021 xuống 6.000 tỷ đồng (từ mức 19.800 tỷ đồng trong dự phóng trước đây) và điều chỉnh tăng dòng tiền đầu tư trong 4 năm sau. Thay đổi này dẫn đến thu nhập tài chính ròng cao hơn trong 2021-2023. Tổng hợp lại, chúng tôi giảm EPS 2021 15,5% nhưng tăng EPS 2022-2023 3,5%/0,7% do giảm dự phóng lưu lượng khách và điều chỉnh tiền độ giải ngân của dự án Long Thành.

Hình 2: Thay đổi trong dự phóng

	2020	2021F			2022F			2023F		
		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)	63,9	91,1	86,5	-5,1%	107,0	105,6	-1,3%	117,2	115,7	-1,3%
Quốc tế (tr)	6,0	13,6	9,6	-29,5%	23,3	22,5	-3,2%	27,3	26,4	-3,2%
Nội địa (tr)	57,8	77,5	76,9	-0,8%	83,7	83,0	-0,8%	89,9	89,3	-0,7%
<b>Tổng doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>7.784</b>	<b>13.483</b>	<b>12.057</b>	<b>-10,6%</b>	<b>18.272</b>	<b>17.928</b>	<b>-1,9%</b>	<b>21.306</b>	<b>20.901</b>	<b>-1,9%</b>
EBITDA	5.176	9.794	8.658	-11,6%	13.084	13.200	0,9%	14.975	15.034	0,4%
Lợi nhuận tài chính ròng	1.263	1.595	1.895	18,8%	288	899	212,2%	(818)	(390)	NA
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.718	5.170	4.369	-15,5%	7.166	7.417	3,5%	8.035	8.092	0,7%
<b>EPS (VND)</b>	<b>789</b>	<b>2.374</b>	<b>2.007</b>	<b>-15,5%</b>	<b>3.291</b>	<b>3.407</b>	<b>3,5%</b>	<b>3.691</b>	<b>3.717</b>	<b>0,7%</b>
Biên EBITDA	66,5%	72,6%	71,8%	-0,8% pts	71,6%	73,6%	2,0% pts	70,3%	71,9%	1,6% pts

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Dự báo phục hồi lượng khách của ACV

	Số lượng hành khách			Thay đổi		
	Quốc tế	Nội địa	Tổng	Quốc tế	Nội địa	Tổng
2019	28.134.834	74.600.000	102.734.834			
2020	6.040.421	57.809.579	63.850.000	-78,5%	-22,5%	-37,8%
2021F	9.581.484	76.886.740	86.468.223	58,6%	33,0%	35,4%
2022F	22.521.678	83.037.679	105.559.356	135,1%	8,0%	22,1%
2023F	26.398.969	89.282.667	115.681.637	17,2%	7,5%	9,6%
2024F	30.872.872	96.307.033	127.179.905	16,9%	7,9%	9,9%
2025F	35.862.491	104.234.567	140.097.058	16,2%	8,2%	10,2%

	So với mức 2019			Tỷ trọng		
	Quốc tế	Nội địa	Tổng	Quốc tế	Nội địa	Tổng
2019	100,0%	100,0%	100,0%	27,4%	72,6%	
2020	21,5%	77,5%	62,2%	9,5%	90,5%	
2021F	34,1%	103,1%	84,2%	11,1%	88,9%	
2022F	80,0%	111,3%	102,7%	21,3%	78,7%	
2023F	93,8%	119,7%	112,6%	22,8%	77,2%	
2024F	109,7%	129,1%	123,8%	24,3%	75,7%	
2025F	127,5%	139,7%	136,4%	25,6%	74,4%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Tiêm chủng vắc-xin củng cố cho sự phục hồi

Ngày 1/2/2021, Bộ Y tế đã phê duyệt sử dụng vắc-xin AstraZeneca, là vắc-xin Covid-19 đầu tiên được phê duyệt ở Việt Nam. AstraZeneca sẽ cung cấp 30 triệu liều vắc-xin cho Việt Nam trong năm 2021. Theo kế hoạch, trong Quý 1/2021, vắc-xin này sẽ có mặt ở Việt Nam. Bộ Y tế cũng đang làm việc với các đối tác khác, bao gồm Pfizer, Moderna và các nhà sản xuất vắc-xin khác để tăng nguồn cung cấp vắc-xin Covid-19 cho Việt Nam. Việt Nam cũng đang rất quan tâm đến vắc-xin từ các nhà sản xuất nội địa, cử những đơn vị liên quan trực tiếp theo dõi nghiên cứu và thử nghiệm lâm sàng trên người, tạo điều kiện để các nhà sản xuất sớm có thể cung cấp cho thị trường nội địa. Tại thời điểm hiện tại, vắc-xin của Nanocovax đã đi vào bước thử nghiệm lâm sàng đầu tiên và sẽ tiếp

tục bước thử nghiệm thứ 2 trong tháng 2/2021. Chúng tôi kỳ vọng việc tiêm chủng vắc-xin sẽ giúp Việt Nam khống chế thành công dịch bệnh, từ đó tạo nền tảng vững chắc cho sự phục hồi của ngành hàng không.

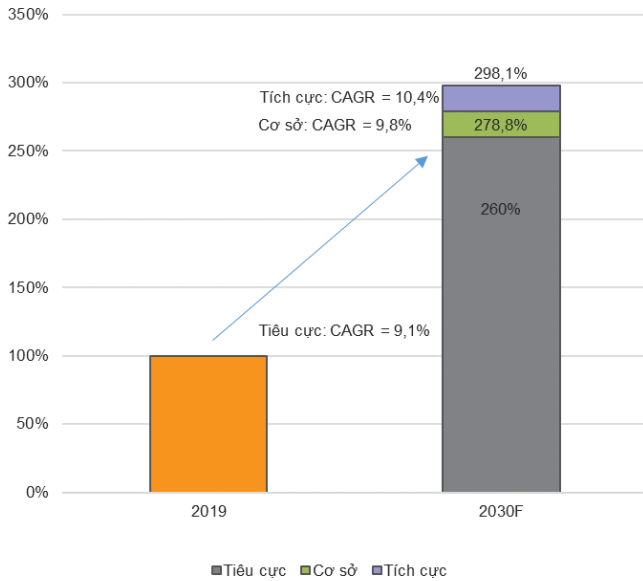
### **Giải quyết tình trạng thiếu hụt công suất cho tăng trưởng dài hạn**

Việc thiếu hụt công suất là một vấn đề cản trở sự phát triển của ngành hàng không Việt Nam trong các năm gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vấn đề này có thể giải quyết nhờ những động thái tích cực của chính phủ trong việc nâng cấp và mở rộng cơ sở hạ tầng thời gian gần đây:

- Trong tháng 6/2020, Thủ tướng đã phê duyệt khoản đầu tư 10.990 tỷ đồng (417 triệu USD) vào Nhà ga mới (T3) tại sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA). Nhà ga T3 sẽ tăng công suất hành khách thêm 20 triệu khách, nâng tổng lượng khách đạt 48 triệu khách/năm. Điều này sẽ giảm bớt tình trạng tắc nghẽn tại TIA, nơi vốn đang hoạt động ở mức 147% công suất thiết kế trong năm 2019. Việc xây dựng dự kiến khởi công vào năm 2021 và hoàn thành vào năm 2024.
- Trong khi đó, ở miền Bắc, Cục HKVN đã đệ trình kế hoạch mở rộng nhà ga T2 hiện tại nhằm đạt công suất 30 triệu khách/năm từ mức hiện tại 15 triệu khách/năm. NIA đã đón tổng cộng 26,8 triệu lượt khách trong năm 2018 và 29,2 triệu lượt khách trong năm 2019, mặc dù công suất thiết kế của sân bay chỉ đạt 25 triệu khách/năm.
- Vào tháng 11/2020, thủ tướng đã chỉ định ACV giữ vai trò nhà phát triển chính trong dự án Giai đoạn 1 cảng hàng không quốc tế Long Thành. Cảng hàng không với tổng giá trị lên tới 25 tỷ USD là một đại dự án với tổng công suất lên tới 100 triệu lượt khách. Giai đoạn 1 của dự án có thể phục vụ 25 triệu lượt khách với tổng vốn đầu tư lên tới 4,3 tỷ USD (99.000 tỷ đồng). ACV dự kiến khởi công giai đoạn 1 vào tháng 12/2020 và hoàn thành vào năm 2025. Sân bay Long Thành được định vị trở thành một trung tâm trung chuyển mới tại Đông Nam Á, cạnh tranh với các sân bay lớn trong khu vực khác như sân bay Changi của Singapore, sân bay Suvarnabhumi của Bangkok và sân bay Quốc tế Hồng Kông. Về dài hạn, theo kế hoạch tổng thể tầm nhìn đến năm 2050 của Cục HKVN, sau khi hoàn thành giai đoạn 3, Long Thành sẽ đảm nhiệm 80% lượng khách quốc tế và 20% lượng khách đến/đi từ TP.HCM.

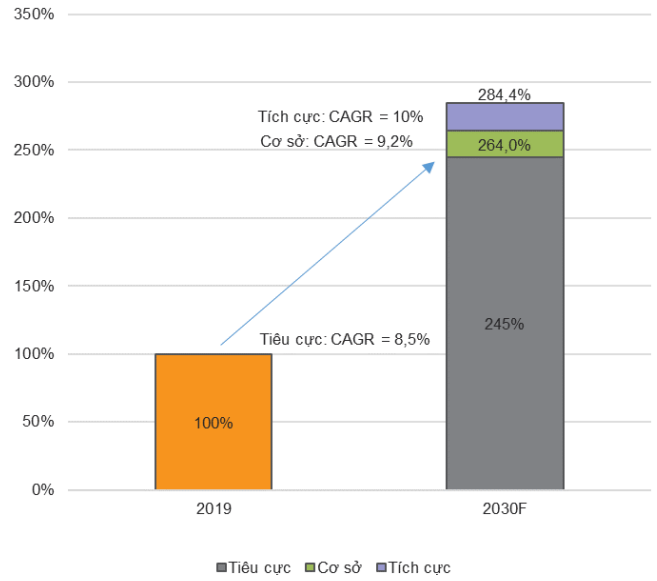
Trong bối cảnh phát triển cơ sở hạ tầng sân bay nhằm cải thiện tình trạng thiếu hụt công suất cùng tăng trưởng mạnh mẽ nhu cầu di chuyển đường hàng không tại Việt Nam các năm vừa qua, trong kịch bản cơ sở, chính phủ kỳ vọng tổng lượng hành khách thông quan sẽ tăng 9,6%/năm trong giai đoạn 2019 – 2030, trong đó tổng lượng hành khách nội địa tăng 9,8%/năm trong khi tổng lượng hành khách quốc tế tăng 9,2%/năm. Chính phủ cũng đưa ra hai kịch bản tiêu cực và tích cực cho dự phóng, trong đó rủi ro tăng và giảm tăng trưởng kép tổng lượng hành khách giai đoạn 2019-2030 với giá trị tuyệt đối là 0,7 điểm %.

Hình 4: Dự phóng hành khách nội địa Việt Nam 2019-2030



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAV

Hình 5: Dự phóng hành khách quốc tế Việt Nam 2019-2030



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAV

### ACV CHÍNH THỨC ĐƯỢC GIAO QUẢN LÝ TÀI SẢN KHU BAY

Trong tháng 12/2020, Thủ tướng đã đồng ý kế hoạch hợp nhất tài sản khu bay như sau:

- Giao cho ACV quản lý và vận hành tài sản khu bay (bao gồm 22 sân bay của Việt Nam) sở hữu của nhà nước, từ tháng 12/2020-tháng 12/2025
- Tài sản và nợ của khu bay sẽ không ghi nhận trong bảng cân đối kế toán của ACV. Tuy nhiên, doanh thu và chi phí từ các tài sản này (trừ chi phí khấu hao) sẽ được ghi nhận trong báo cáo kết quả kinh doanh của ACV (thay vì hạch toán độc lập như hiện nay).
- Lợi nhuận từ các tài sản này sẽ trả về Nhà nước.
- ACV sẽ chịu trách nhiệm bảo trì cho tài sản khu bay bằng nguồn thu từ tài sản này. ACV và Nhà nước sẽ lên kế hoạch bảo trì định kỳ cho các tài sản này.
- Trong thời điểm quyết định này có hiệu lực, tài sản khu bay có thể được đánh giá lại và nhà nước có thể xem xét hợp nhất tài sản này vào tài sản của ACV.

Theo quan điểm của chúng tôi, quyết định này không tác động đến kết quả kinh doanh của ACV. Tuy nhiên, nó giúp ACV ở việc:

- Không còn nhận ý kiến kiểm toán ngoại trừ trong báo cáo kiểm toán hàng năm, từ đó loại bỏ yếu tố gây cản trở việc niêm yết của ACV trên sàn HSX. Chúng tôi kỳ vọng báo cáo kiểm toán 2021 của ACV sẽ được chấp nhận toàn phần và ACV đủ điều kiện niêm yết trên HSX trong năm 2022.
- ACV sẽ chủ động hơn trong việc bảo trì tài sản khu bay, từ đó đảm bảo tăng trưởng lưu lượng khách trong các năm tới.

**DUY TRÌ KHUYẾN NGHỊ KHẢ QUAN VỚI GIÁ MỤC TIÊU 87.500 ĐỒNG/CP**

Chúng tôi giảm giá mục tiêu theo phương pháp DCF 0,8% xuống 87.500 đồng/cp để phản ánh việc điều chỉnh giảm dự phóng lưu lượng khách và điều chỉnh tiến độ giải ngân của sân bay Long Thành. Theo chúng tôi, ACV vẫn rất hấp dẫn để đầu tư trong dài hạn, dựa trên việc 1) KQKD phục hồi vững chắc trong các năm tới, 2) khả năng niêm yết trên HSX trong năm 2022 và 3) tiềm năng tăng trưởng của dự án Long Thành. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) dịch Covid-19 kéo dài hơn dự kiến, 2) đồng Yên tăng mạnh hơn dự kiến, và 3) việc xây dựng Long Thành kéo dài hơn dự kiến.

Hình 6: Giá định của mô hình DCF

Đầu vào mô hình DCF	
Chi phí VCSH	15,0%
Chi phí nợ	3,5%
Tỷ lệ D/(D+E) mục tiêu	50,0%
Thuế TNDN	20,0%
WACC	8,9%
Tăng trưởng dài hạn	4,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Mô hình định giá DCF

Đơn vị	Tỷ đồng ngoại trừ giá mục tiêu
<b>Tổng giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>46.273</b>
Giá trị tới hạn	768.456
<b>Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn</b>	<b>232.931,8</b>
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>279.204,9</b>
Trừ: giá trị thị trường của nợ	(122.379,2)
Cộng: tiền và tương đương tiền	33.683,8
<b>Giá trị VCSH</b>	<b>190.509,5</b>
SLCP lưu hành	2.176.998.736
<b>Giá trị VCSH/cổ phần</b>	<b>87.510</b>
<b>Giá mục tiêu làm tròn</b>	<b>87.500</b>

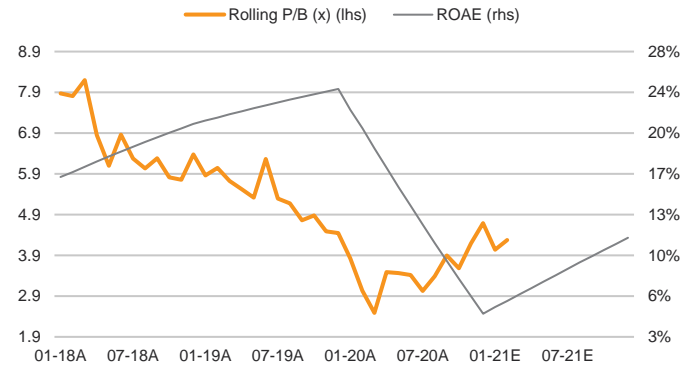
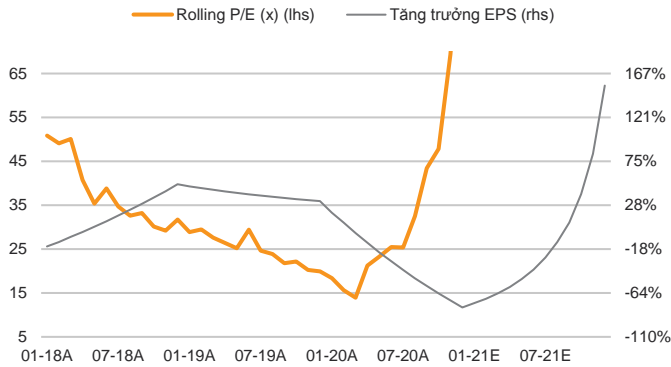
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá hiện tại (Nguyên tệ)	Giá mục tiêu (Nguyên tệ)	Khuyến nghị	Vốn hóa (tr USD)	Tăng trưởng ESP 3 năm (%)	P/E		P/BV		ROE (%)		Lợi suất cổ tức (%)		EV/EBITDA		
							2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	
<b>Sân bay</b>																	
Cảng hàng không Việt Nam	ACV VN	74.500	87.500	KHẢ QUAN	7.059,1	18,7	37,1	21,9	4,1	3,6	11,3	17,5	1,2	1,2	22,5	14,9	
Airport of Thailand	AOT TB	64	N/A	KKN	30.671,3	-20,7	NA	60,6	6,7	6,2	-2,9	10,9	0,2	0,8	NA	35,1	
Shanghai International Air-A	600009 CH	55	N/A	KKN	16.504,4	21,5	NA	58,6	3,5	3,3	-2,1	5,4	0,1	0,5	NA	36,6	
Beijing Capital Intl Airpo-H	694 HK	5	N/A	KKN	3.130,6	13,2	NA	42,0	0,8	0,8	-1,8	2,8	0,5	1,8	44,6	9,8	
Japan Airport Terminal Co	9706 JP	5.700	N/A	KKN	4.559,8	55,5	NA	NA	3,4	4,0	-23,2	-17,3	0,1	0,1	NA	56,7	
Shenzen Airport Co-A	000089 CH	8	N/A	KKN	2.401,5	2,5	210,0	26,3	1,3	1,2	1,1	4,8	0,2	1,0	26,8	11,4	
Malaysia Airports Holdings	MAHB MK	5	N/A	KKN	2.183,1	435,8	NA	NA	1,1	1,2	-8,2	-3,3	0,2	0,4	43,9	11,9	
<b>Trung bình</b>								<b>123,6</b>	<b>41,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>34,4</b>	<b>25,2</b>
<b>Trung vị</b>								<b>123,6</b>	<b>42,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>4,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>35,3</b>	<b>14,9</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	7.784	12.057	17.928
Giá vốn hàng bán	(6.355)	(7.741)	(8.690)
Chi phí quản lý DN	(629)	(956)	(1.091)
Chi phí bán hàng	(146)	(280)	(345)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>653</b>	<b>3.080</b>	<b>7.801</b>
EBITDA thuần	3.645	6.101	11.094
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(2.991)</b>	<b>(3.020)</b>	<b>(3.293)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>653</b>	<b>3.080</b>	<b>7.801</b>
Thu nhập lãi	2.220	2.202	1.922
Chi phí tài chính	(957)	(307)	(1.023)
Thu nhập ròng khác	9	15	22
TN từ các Cty LK & LD	162	420	462
<b>LN trước thuế</b>	<b>2.088</b>	<b>5.410</b>	<b>9.185</b>
Thuế	(375)	(1.028)	(1.745)
Lợi ích cổ đông thiểu số	6	(13)	(23)
<b>LN ròng</b>	<b>1.718</b>	<b>4.369</b>	<b>7.417</b>
Thu nhập trên vốn	1.718	4.369	7.417
Cổ tức phổ thông	(3)	(1.959)	(1.959)
<b>LN giữ lại</b>	<b>1.715</b>	<b>2.410</b>	<b>5.458</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	499	2.392	4.017
Đầu tư ngắn hạn	33.185	33.185	24.185
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.907	3.580	5.228
Hàng tồn kho	346	325	483
Các tài sản ngắn hạn khác	56	112	157
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>37.993</b>	<b>39.593</b>	<b>34.069</b>
Tài sản cố định	15.387	24.501	57.023
Tổng đầu tư	2.924	2.924	3.123
Tài sản dài hạn khác	688	467	695
<b>Tổng tài sản</b>	<b>56.993</b>	<b>67.486</b>	<b>94.910</b>
Vay & nợ ngắn hạn	254	796	1.990
Phải trả người bán	818	1.020	1.169
Nợ ngắn hạn khác	2.839	3.715	4.440
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.911</b>	<b>5.531</b>	<b>7.599</b>
Vay & nợ dài hạn	15.345	21.925	42.261
Các khoản phải trả khác	100	203	136
Vốn điều lệ và	21.772	21.772	21.772
LN giữ lại	9.776	10.275	12.767
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>37.594</b>	<b>39.785</b>	<b>44.872</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	42	42	42
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>56.993</b>	<b>67.486</b>	<b>94.910</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
<b>LN trước thuế</b>	<b>2.088</b>	<b>5.410</b>	<b>9.185</b>
Khấu hao	2.991	3.020	3.293
Thuế đã nộp	(902)	(1.028)	(1.745)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.799)	(1.825)	(2.133)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>286</b>	<b>1.371</b>	<b>(976)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>2.663</b>	<b>6.949</b>	<b>7.623</b>
Đầu tư TSCĐ	(2.414)	(12.644)	(35.495)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	2.421	2.202	1.922
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(2.264)	0	9.000
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(2.257)</b>	<b>(10.442)</b>	<b>(24.573)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(1)	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(251)	7.346	20.534
Dòng tiền từ HĐTC khác	(3)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(3)	(1.959)	(1.959)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(257)</b>	<b>5.386</b>	<b>18.575</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	350	499	2.392
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>149</b>	<b>1.893</b>	<b>1.625</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	499	2.392	4.017

**Các chỉ số cơ bản**

	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	22,1%	36,2%	41,4%
Vòng quay TS	0,14	0,19	0,22
ROAA	3,0%	7,0%	9,1%
Đòn bẩy tài chính	1,55	1,61	1,92
ROAE	4,6%	11,3%	17,5%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	109,7	51,0	51,0
Số ngày nắm giữ HTK	19,9	15,3	20,3
Số ngày phải trả tiền bán	47,1	48,1	49,1
Vòng quay TSCĐ	0,48	0,60	0,44
ROIC	3,2%	7,0%	8,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	9,7	7,2	4,5
Khả năng thanh toán nhanh	9,6	7,1	4,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	8,6	6,4	3,7
Vòng quay tiền	82,5	18,2	22,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(57,5%)	54,9%	48,7%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(91,8%)	371,5%	153,3%
Tăng trưởng LN ròng	(79,0%)	154,3%	69,8%
Tăng trưởng EPS	(79,0%)	154,3%	69,8%

Nguồn: VND RESEARCH

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT****Khuyến nghị cổ phiếu**

<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	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**

<b>TÍCH CỰC</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TRUNG TÍNH</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TIÊU CỰC</b>	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 - Phó Giám đốc Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Nguyen Tien Dung –**

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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