

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

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND73.600	VND117.900	0,00%	KHẢ QUAN	Công nghiệp

Ngày 02/11/2022

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

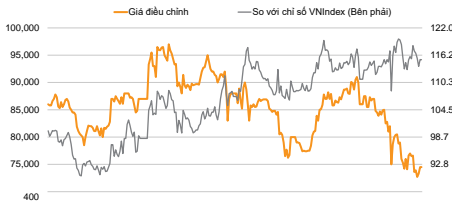
Consensus*: Mua:5 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 16,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng dự phóng EPS 2022 thêm 29,0%
- Giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 3,3%-6,0%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	97.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	72.700
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	2.713
Thị giá vốn (tỷ VND)	160.126
Free float (%)	5
P/E trượt (x)	338
P/B hiện tại (x)	4,31

Cơ cấu sở hữu

Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước	95,4%
Khác	4,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Tiến Dũng

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Hưởng lợi từ sự phục hồi đường bay quốc tế

- Q3/22 ACV ghi nhận lợi nhuận ròng 2.118 tỷ so với lỗ ròng 767 tỷ trong Q3/21. Lãi ròng 9T22 tăng 30 lần svck, hoàn thành 99,8% dự phóng 2022.
- Chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế đạt 12,5 triệu trong 2022 và 36,9 triệu trong 2023 (+195% svck), yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng của ACV.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 117.900 đồng/cổ phiếu.

KQKD Q3/22: hàng không nội địa phục hồi ngoạn mục

Doanh thu Q3/22 của ACV tăng 10,3 lần svck nhờ hàng không nội địa hồi phục mạnh mẽ với sản lượng khách nội địa Q3/22 tăng 87 lần svck – bằng 154,7% mức trước dịch. Nhờ hoạt động cốt lõi phục hồi mạnh, ACV ghi nhận 2.380 tỷ lợi nhuận gộp so với 1.004 tỷ lỗ gộp Q3/21. Doanh thu tài chính Q3/22 tăng 97,8% svck nhờ lãi tỷ giá 471 tỷ (so với 16 tỷ trong Q3/21). Kết quả là ACV ghi nhận 2.118 tỷ LN ròng trong Q3/22 so với lỗ ròng 767 tỷ trong Q3/21. So sánh với quý trước, LN ròng Q3/22 giảm 10,9% do lãi tỷ giá thấp hơn. Loại đi khoản thu nhập tài chính bất thường này, lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi Q3/22 tăng 44% so với quý trước, cho thấy hoạt động cốt lõi của ACV đang trên đà hồi phục mạnh. Trong 9T22, LN ròng ACV tăng 30 lần svck, cao hơn kỳ vọng của chúng tôi do lãi tỷ giá cao và hoàn thành 99,8% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Du lịch quốc tế là động lực tăng trưởng thời gian tới

Hầu hết các quốc gia đã dỡ bỏ hạn chế cho du khách và điều này sẽ hỗ trợ cho nhu cầu du lịch quốc tế. Sản lượng khách quốc tế đã tăng 35 lần trong Q3/22 và phục hồi bằng 49,8% trước dịch. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng Trung Quốc sẽ dần gỡ bỏ hạn chế du lịch kể từ Q2/23. Sản lượng khách quốc tế có thể phục hồi về mức 84% trong Q2/23 và 105,3% trong Q4/23 giúp tổng sản lượng khách quốc tế tăng 195% svck trong năm 2023. Ngoài ra, sản lượng khách nội địa dự báo tăng 231% svck trong 2022 (tăng 30,9% so với mức 2019) và tăng trưởng kép 8,9% giai đoạn 2023-2025.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 117.900 đồng/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho ACV với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 117.900 đ/cp (+3,4% so với báo cáo trước) do (1) chúng tôi chuyển mô hình dự phóng DCF sang cuối 2022, và (2) chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng EPS 2022 thêm 29,0% nhờ hàng không nội địa phục hồi mạnh nhưng giảm dự phóng EPS 2023-24 thêm 3,3%-6,0% do bất ổn từ chính sách zero-Covid của Trung Quốc và lãi suất cùng tỷ giá đồng USD tăng cao. Tiềm năng tăng giá gồm (1) hàng không quốc tế hồi phục mạnh mẽ, (2) kế hoạch chia cổ tức được thông qua. Rủi ro tăng giá gồm kế hoạch niêm yết trên HSX được thông qua. Rủi ro giảm giá gồm (1) bất ổn từ chính sách zero-Covid của Trung Quốc, (2) đồng Yên mạnh hơn dự kiến, (3) đồng USD và lãi suất USD tăng cao hơn dự kiến, và (4) xây dựng sân bay Long Thành bị chậm tiến độ.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.767	4.752	14.838	23.509
Tăng trưởng DT thuần	(57,6%)	(38,8%)	212,2%	58,4%
Biên lợi nhuận gộp	17,9%	(16,5%)	44,9%	60,9%
Biên EBITDA	65,5%	75,9%	84,2%	74,7%
LN ròng (tỷ)	1.647	480	6.678	8.675
Tăng trưởng LN ròng	(79,9%)	(70,9%)	1291,9%	29,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(79,9%)	(70,9%)	1291,9%	29,9%
EPS cơ bản	757	220	3.067	3.984
EPS điều chỉnh	734	214	2.975	3.865
BVPS	17.235	17.275	20.391	24.176
ROAE	4,4%	1,3%	16,3%	17,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

HƯỞNG LỢI TỪ SỰ PHỤC HỒI ĐƯỜNG BAY QUỐC TẾ

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 117.900 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho ACV với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 117.900 đồng/cp (+3,4% so với báo cáo trước) do (1) chúng tôi chuyển mô hình dự phóng DCF sang cuối 2022, và (2) chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng EPS 2022 thêm 29,0% nhưng giảm dự phóng EPS 2023-24 thêm 3,3%-6,0%. Chúng tôi tin rằng việc thị trường giảm giá gần đây đã đưa ACV về mức giá hấp dẫn để tích lũy, nhờ các yếu tố:

- Tăng trưởng lợi nhuận 1.292%/29,9%/5,5% svck giai đoạn 2022-24 nhờ sự phục hồi của đường bay quốc tế.
- Lãi suất USD và tỷ giá USD cao hơn dự kiến có thể ảnh hưởng tiêu cực đến đầu tư cơ sở hạ tầng hàng không vay bằng USD, tuy nhiên rủi ro này được giảm thiểu khi hàng không quốc tế đang phục hồi và bổ sung nguồn thu ngoại tệ cho ACV.
- 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 thời gian tới. Chúng tôi cho rằng đây là điểm nhấn đầu tư quan trọng của ACV trong giai đoạn tới. Tiềm năng tăng giá:
 - Hàng không quốc tế phục hồi mạnh mẽ.
 - Kế hoạch cổ tức được thông qua.

Rủi ro tăng giá:

- Việc niêm yết trên HSX được thông qua. 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.

Rủi ro giảm giá:

- Bất ổn từ chính sách zero-Covid của Trung Quốc.
- Đồng Yên mạnh hơn dự kiến.
- Đồng USD và lãi suất USD tăng cao hơn dự kiến.
- Xây dựng sân bay Long Thành bị chậm tiến độ.

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

	2022	2023	2024	2025	2026	//	2030	//	2035
EBIT	4.516	11.207	13.345	15.796	19.501		48.958		86.776
Trừ: thuế	-1.722	-2.236	-2.359	-2.704	-3.452		-9.836		-19.168
EBIAT	2.795	8.970	10.986	13.092	16.050		39.122		67.608
Cộng: chi phí 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	920	-2.313	-456	-559	-1.563		-3.694		-3.990
Dòng tiền tự do (FCFF)	-30.316	-29.260	-24.616	868	9.352		36.987		55.942
Giá trị hiện tại của FCFF	-30.316	-26.722	-20.530	661	6.505		17.895		17.193
Tổng hợp giá trị hiện tại của FCFF	61.626								

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Các giả định

Giả định đầu vào của DCF	
Chi phí VCSH	15,00%
Chi phí nợ	5,00%
Giá trị mục tiêu D/(D+E)	50,0%
Thuế TNDN	20,00%
WACC	9,50%
Tăng trưởng dài hạn	4,50%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Định giá DCF (Đơn vị: tỷ đồng)

Đơn vị	Tỷ đồng trừ giá mục tiêu
Tổng hợp giá trị hiện tại của FCFF	61.626
Giá trị tới hạn	777.151
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn	238.848
Giá trị doanh nghiệp	300.474
Trừ: tổng nợ	(38.500)
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	(38.328)
Cộng: tiền và tương đương tiền	32.998
Giá trị của VCSH	256.644
Số lượng cổ phiếu lưu hành	2.177.173.236
Giá trị cổ phiếu (VND)	117.879
Giá trị cổ phiếu làm tròn (VND)	117.900

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/BV		ROE (%)		EV/EBITDA	
		Nguyên tệ	Nguyên tệ			tr USD	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Cảng hàng không														
Tổng CTY Cảng HK Việt Nam	ACV VN	73.600,0	117.900	Khả quan	6.632,9	24,0	18,5	175,0	3,6	3,0	16,3	17,9	17,9	12,7
Airport of Thailand	AOT TB	70,3	N/A	KKN	26.403,5	NA	93,0	NA	9,8	9,0	-9,1	10,2	NA	40,8
Shanghai International Air-A	600009 CH	58,0	N/A	KKN	20.038,6	NA	68,4	NA	4,1	3,9	-6,7	5,5	NA	31,5
Beijing Capital Intl Airpo-H	694 HK	4,2	N/A	KKN	2.420,8	NA	NA	NA	1,0	1,0	-12,5	-1,9	NA	21,2
Japan Airport Terminal Co	9706 JP	5.990,0	N/A	KKN	3.748,8	NA	135,9	NA	3,9	3,8	-4,0	2,3	47,0	19,5
Shenzen Airport Co-A	000089 CH	6,5	N/A	KKN	1.863,7	NA	142,2	NA	1,2	1,2	-6,7	0,7	90,8	20,3
Malaysia Airports Holdings	MAHB MK	5,5	N/A	KKN	1.917,2	NA	24,1	NA	1,4	1,3	-2,6	5,2	11,2	7,1
Average						24,0	80,3		3,6	3,3	-3,6	5,7	41,7	21,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dữ liệu Bloomberg ngày 2/11/2022

KQKD Q3/22: hàng không nội địa phục hồi ngoạn mục

Hình 5: Tổng quan KQKD Q3/22 (Đơn vị: tỷ đồng)

KQKD Q3/22	Q3/22	Q3/21	% svck	% svqt	9T22	9T21	% svck	sv dự phóng 2022	Nhận xét
Doanh thu	4.187	371	1030,1%	22,1%	9.725	3.798	156,0%	70,7%	Doanh thu Q3/22 của ACV tăng 10,3 lần svck, giúp doanh thu 9T22 tăng 156% svck chủ yếu nhờ sự hồi phục ngoạn mục của hàng không nội địa: - Do hàng không nội địa Q3/21 có lưu lượng thấp khi dịch bệnh bùng phát trên toàn quốc, sản lượng khách nội địa Q3/22 tăng 87 lần svck – tương đương 154,7% mức trước dịch, giúp sản lượng khách nội địa 9T22 tăng 164,6% svck - tương đương 122,9% mức trước dịch. - Đối với hàng không quốc tế, sản lượng khách quốc tế Q3/22 cũng ghi nhận sự phục hồi mạnh với mức tăng 35 lần svck, tương đương 49,8% mức trước dịch, giúp sản lượng khách quốc tế 9T22 tăng 14,5 lần svck – tương đương 22,3% mức trước dịch.
- Hàng không	3.523	255	1279,8%	20,6%	8.141	3.034	168,3%	73,7%	
- Phi hàng không	477	86	454,1%	32,0%	1.180	625	88,9%	55,0%	
- Thương mại	204	22	819,2%	24,6%	445	149	198,8%	80,7%	
Lợi nhuận gộp	2.380	(1.004)	NA	46,7%	4.625	(623)	NA	76,8%	ACV ghi nhận 2.380 tỷ lợi nhuận gộp trong Q3/22 so với mức lỗ gộp 1.004 tỷ trong Q3/21 nhờ sự phục hồi mạnh của hoạt động cốt lõi. Lợi nhuận gộp Q3/22 cũng tăng 46,8% so với quý trước.
<i>Biên LNG</i>	<i>56,8%</i>	<i>-270,9%</i>	<i>+327,7 điểm%</i>	<i>+9.5 điểm%</i>	<i>47,6%</i>	<i>-16,4%</i>	<i>+64.0 điểm%</i>		
Doanh thu tài chính	917	464	97,8%	-51,9%	3.486	2.291	52,2%	126,6%	Doanh thu tài chính Q3/22 tăng 97,8% svck chủ yếu do lãi tỷ giá 471 tỷ trong Q3/22 (so với 16 tỷ trong Q3/21). Trong 9T22, ACV ghi nhận 2.214 tỷ lãi tỷ giá (so với 886 tỷ trong 9T21) do đồng Yên Nhật giảm giá 15% so với VND từ đầu năm.
Chi phí tài chính	20	24	-16,3%	-2,2%	62	137	-54,3%	11,2%	
Chi phí bán hàng	57	28	100,5%	4,5%	138	82	69,1%	48,6%	
Chi phí QLDN	278	286	-2,8%	-11,1%	794	898	-11,6%	83,7%	
Ln từ công ty liên kết	43	(7)	NA	-43,7%	134	51	162,5%	38,3%	
Lợi nhuận từ khu bay (trả về nhà nước)	279	65	326,7%	25,6%	674	337	99,8%	98,3%	
LN ròng	2.118	(767)	NA	-10,8%	5.164	163	3060,3%	99,8%	Cao hơn so với kỳ vọng của chúng tôi nhờ lãi tỷ giá cao hơn. So với quý trước, LN ròng Q3/22 của ACV giảm 10,9% chủ yếu do lãi tỷ giá thấp hơn. Loại trừ khoản thu nhập tài chính bất thường ngày, LN ròng Q3/22 của ACV từ hoạt động cốt lõi tăng 44% sv quý trước, cho thấy hoạt động cốt lõi của ACV đang trên đà phục hồi vững chắc.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

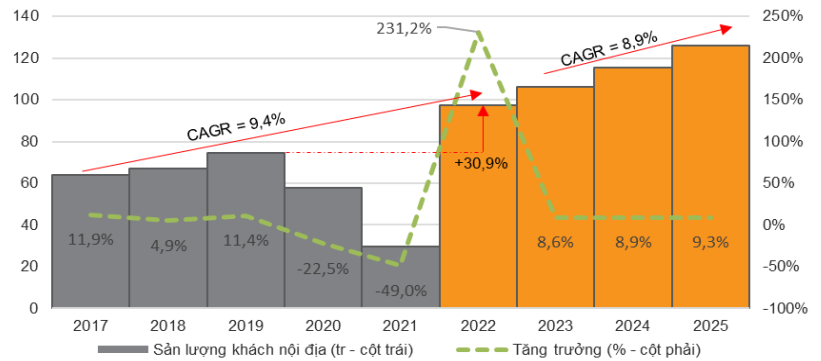
Du lịch quốc tế sẽ là động lực tăng trưởng trong thời gian tới

Hàng không nội địa đã lấy lại những gì đã mất trong đại dịch

Trong giai đoạn 2017-2019, lượng hành khách nội địa đã tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 9,4%, có thể coi đây là mức tăng trưởng tự nhiên của lượng hành khách nội địa, đến từ tăng trưởng thu nhập và điều kiện về nhân khẩu học của Việt Nam. Tuy nhiên, sự xuất hiện của dịch Covid-19 đã làm tê liệt ngành hàng không Việt Nam. Tăng trưởng bị gián đoạn và ngành bước vào giai đoạn khó khăn trong 2020-2021. Kể từ Q2/22, việc bao phủ vắc xin trên toàn quốc đã giúp Việt Nam kiểm soát đại dịch và ngành hàng không trong nước bắt đầu phục hồi, ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng. Tiếp nối đà tăng trưởng trong 9T22 và tiềm năng tăng trưởng tự nhiên của hàng không nội địa, chúng tôi kỳ vọng lượng khách nội địa năm 2022 sẽ tăng 231,2% svck và tăng 30,9% so với năm 2019, duy trì mức tăng trưởng kép 9,4% trong giai đoạn 2017-2022. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng khách nội địa năm 2022 không đáng kinh ngạc nhưng cho thấy nhu cầu đi lại trong nước đã tăng hợp lý với mức tăng trưởng tự nhiên bền vững tiềm năng. Trong giai đoạn 2023-2025, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng hàng không trong nước có thể chậm lại một chút với CAGR 8,9%

do (1) người dân có thể đi du lịch nước ngoài dễ dàng hơn, và (2) nhiều sân bay lớn trong nước quá tải.

Hình 6: Dự báo lượng hành khách nội địa của Việt Nam trong trung hạn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HK VIỆT NAM

Hàng không quốc tế sẽ là tiêu điểm trong thời gian tới

Sự phục hồi của du lịch nước ngoài của Việt Nam phụ thuộc nhiều vào yêu cầu nhập cảnh của các nước. Nhìn chung, hầu hết các quốc gia đã gỡ bỏ các yêu cầu nhập cảnh liên quan đến kiểm soát Covid-19, tuy nhiên, yếu tố tiêu cực nhất đối với sự phục hồi du lịch Việt Nam là chính sách zero-covid của Trung Quốc, khiến cho việc du lịch đến và đi từ Trung Quốc vẫn bị hạn chế nghiêm ngặt:

Hình 7: Tiềm năng phục hồi của các thị trường hàng không quốc tế lớn của Việt Nam trong kịch bản cơ sở

Quốc gia	Tỷ trọng trước dịch	Hiện trạng yêu cầu nhập cảnh	Nhận xét
Trung Quốc	34,5%	Hạn chế nhập cảnh	Cùng với chính sách zero-Covid, Trung Quốc đã hạn chế đi/đến khỏi quốc gia kể từ Q1/20. Tuy nhiên, mới đây nhất, Chính phủ Trung Quốc đã ban hành dự thảo với mục tiêu phát triển du lịch dọc theo các khu biên giới và nơi lòng cho du khách đến Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng Trung Quốc đang trên đường phục hồi đường bay quốc tế dù ở tốc độ chậm, và điều này cũng sẽ đóng góp phần nào vào sự phục hồi lượng khách quốc tế của Việt Nam do Trung Quốc là quốc gia có tỷ trọng khách quốc tế nhiều nhất trước đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế từ Trung Quốc sẽ phục hồi về mức trước dịch trong Q1/24.
Hàn Quốc	25,5%	Dỡ bỏ hoàn toàn các quy định liên quan đến Covid	Từ tháng 10/2022, Hàn Quốc đã gỡ bỏ yêu cầu xét nghiệm Covid để nhập cảnh, đồng nghĩa với việc tất cả các yêu cầu liên quan đến Covid khi nhập cảnh được dỡ bỏ. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ thúc đẩy giao thông hàng không giữa Việt Nam và Hàn Quốc, trong thời gian tới và sẽ giúp lưu lượng khách giữa 2 quốc gia phục hồi về mức trước dịch trong Q2/23.
ĐNA	12,5%	Dỡ bỏ hoàn toàn các quy định liên quan đến Covid	Các đường bay quốc tế chính của Việt Nam trong ĐNA gồm Singapore, Thái Lan và Malaysia đều đã được mở lại hoàn toàn và đang triển khai các hoạt động du lịch song phương. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng quốc tế từ ĐNA sẽ phục hồi về mức trước dịch trong Q1/23.
Châu Âu	8,1%	Dỡ bỏ hoàn toàn các quy định liên quan đến Covid	Châu Âu đã dỡ bỏ mọi hạn chế liên quan đến Covid từ Q2/22. Bên cạnh đó, HVN, Bamboo Airways cũng đã triển khai nhiều đường bay mới đến châu Âu, giúp tăng tốc độ phục hồi lượng khách đến từ châu Âu. Chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế từ châu Âu có thể phục hồi về mức trước dịch trong Q2/23.
Nhật Bản	5,6%	Dỡ bỏ hầu hết các quy định liên quan đến Covid	Từ 11/10/2022, du khách đến Nhật Bản có thể tự đi mà không cần thông qua đại lý tour nào. Khách du lịch Việt Nam chỉ cần hộ chiếu vaccine để nhập cảnh vào Nhật Bản. Chúng tôi cho rằng các điều kiện về Covid khi đến Nhật Bản sẽ được gỡ bỏ hoàn toàn trong thời gian tới và sản lượng khách quốc tế từ Nhật Bản sẽ phục hồi mức trước dịch vào Q2/23.
Đài Loan	5,5%	Dỡ bỏ một phần các quy định liên quan đến Covid	Từ 13/10/2022, Đài Loan sẽ khôi phục chính sách visa như trước dịch, tuy nhiên, du khách đến Đài Loan vẫn cần xét nghiệm âm tính và mua bảo hiểm y tế. Chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế giữa Đài Loan và Việt Nam sẽ phục hồi về mức trước dịch trong Q3/23.
Mỹ	4,4%	Dỡ bỏ hoàn toàn các quy định liên quan đến Covid	Cũng như Châu Âu, chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế giữa Mỹ và Việt Nam sẽ phục hồi về trước dịch trong Q2/23.
Nga	3,8%	Hạn chế do căng thẳng địa chính trị	Từ 25/10/2022, Việt Nam sẽ nối lại đường bay giữa Nga và Nha Trang vốn đã bị dừng từ tháng 3/2022 do căng thẳng giữa Nga và Ukraine. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách quốc tế từ quốc gia này sẽ phục hồi về mức trước dịch trong Q3/23.
Ấn Độ	0,0%	Dỡ bỏ hoàn toàn các quy định liên quan đến Covid	Ấn Độ được coi là thị trường mới đầy tiềm năng cho du lịch Việt Nam. Vietjet, Vietnam Airlines hay các hãng bay IndiGo và Spice Jet của Ấn Độ đã khai thác những chặng mới giữa 2 quốc gia. Cụ thể, Vietjet đã được cấp phép khai thác hơn 20 chặng bay từ Hà Nội, Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, Phú Quốc đến các địa điểm ở Ấn Độ như Bangalore, Hyderabad, Ahmedabad, Chennai, Kolkata, Gaya cũng như tăng tần suất các chuyến bay đến Delhi và Mumbai từ tháng 7/2022. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách quốc tế của chặng này sẽ đạt 5% tổng sản lượng khách trước dịch trong Q2/23.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Ước tính mức độ hồi phục lượng khách quốc tế, trong kịch bản cơ sở của chúng tôi

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	34,5%	4%	5%	15%	20%	20%	40%	60%	80%
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%
Ấn Độ	0,0%	5%	20%	50%	80%	90%	100%	105%	110%
Tổng	100,0%	4,9%	18,7%	41,4%	61,8%	70,7%	84,0%	94,9%	105,3%
			31,7%				88,7%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, hàng không giữa Việt Nam và ĐNA sẽ phục hồi mạnh từ Q3/22 do xúc tiến du lịch đã được triển khai, tiếp theo là Hàn Quốc, Châu Âu, Nhật, Mỹ và Ấn Độ trong Q4/22, quảng bá du lịch Đài Loan và Nga có thể được triển khai trong Q1/23, quảng bá du lịch Trung Quốc có thể được triển khai trong Q3/23. Do đó, tổng khách quốc tế từ thị trường ĐNA có thể phục hồi trở lại mức trước đại dịch trong Q1/23, tiếp theo là Hàn Quốc, Châu Âu, Nhật, Mỹ trong Q2/23, Đài Loan và Nga trong Q3/23 và Trung Quốc trong Q1/24.

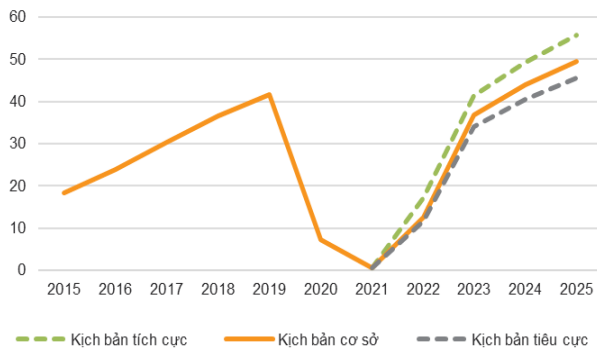
Hình 9: Ba kịch bản về thời gian phục hồi về trước đại dịch của các thị trường quốc tế lớn

Thời điểm phục hồi về trước dịch	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Kịch bản tích cực	ĐNA	Nhật Bản, Hàn Quốc, Châu Âu, Mỹ	Đài Loan, Nga		Trung Quốc		
Kịch bản cơ sở		ĐNA	Nhật Bản, Hàn Quốc, Châu Âu, Mỹ	Đài Loan, Nga		Trung Quốc	
Kịch bản tiêu cực				Nhật Bản, Hàn Quốc, ĐNA	Châu Âu, Mỹ		Trung Quốc

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

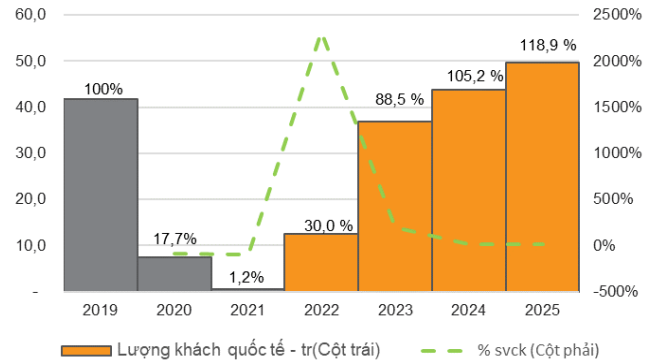
Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế của Việt Nam đạt 12,5 triệu khách trong năm 2022 (so với 0,5 triệu khách trong năm 2021) và có thể tăng 195,2% svck trong năm 2023 - bằng 88,5% mức trước đại dịch. Do hoạt động của các doanh nghiệp hàng không Việt Nam có độ phụ thuộc lớn với hàng không quốc tế nên chúng tôi tin rằng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp này sẽ có sự tăng trưởng vượt bậc kể từ năm 2023 nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường quốc tế. Theo dự báo của chúng tôi, lượng khách quốc tế của Việt Nam có thể phục hồi hoàn toàn về mức trước đại dịch trong năm 2024 (bằng 105,2% mức 2019) và có thể đạt 118,9% mức 2019 trong năm 2025.

Hình 10: Dự báo sản lượng khách quốc tế theo 3 kịch bản (tr khách)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

Hình 11: Dự báo sản lượng khách quốc tế trong trung hạn của Việt Nam

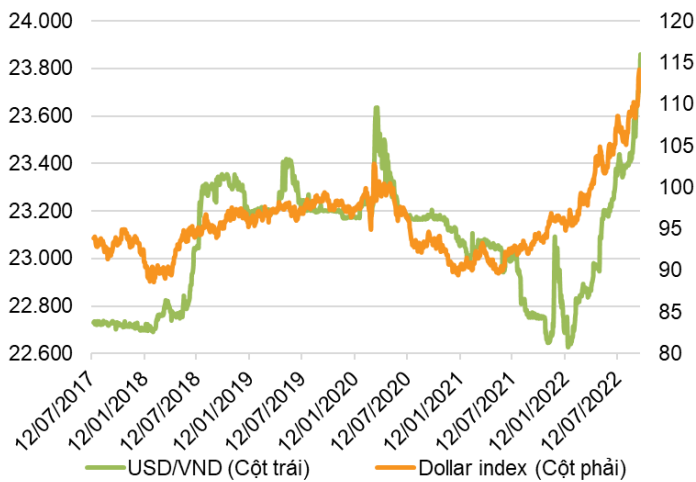


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

Lãi suất tăng cùng đồng USD mạnh lên ảnh hưởng đến các dự án hạ tầng hàng không

Đồng USD mạnh lên gây áp lực lên tỷ giá USD/VND, khiến tỷ giá USD/VND trong liên ngân hàng chạm mức cao nhất trong lịch sử. Lãi suất LIBOR 3 tháng tính bằng USD cũng đạt mức cao nhất trong hơn 10 năm sau khi FED tăng lãi suất gần đây. Tỷ giá USD/VND tăng và lãi suất USD tăng sẽ gây ảnh hưởng đến việc vay vốn đầu tư cơ sở hạ tầng hàng không bằng USD trong các giai đoạn tới.

Hình 12: Chỉ số USD đạt đỉnh hơn 20 năm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 13: Lãi suất LIBOR kỳ hạn 3 tháng tính bằng USD cũng đạt đỉnh hơn 10 năm (%)

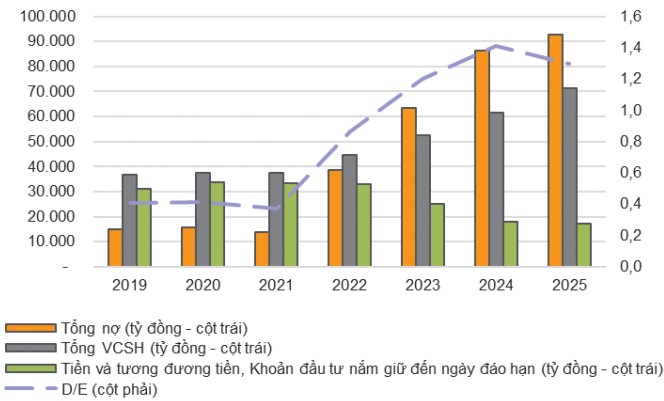


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TRADING ECONOMICS

ACV sẽ vay 2,5 tỷ USD cho siêu dự án Sân bay quốc tế Long Thành giai đoạn 1, trong đó chúng tôi kỳ vọng ACV sẽ giải ngân 0,65 tỷ/0,87 tỷ/0,9 tỷ USD trong 2022/2023/2024. Với việc đồng USD mạnh lên và lãi suất USD cũng tăng mạnh, ảnh hưởng của ACV bao gồm:

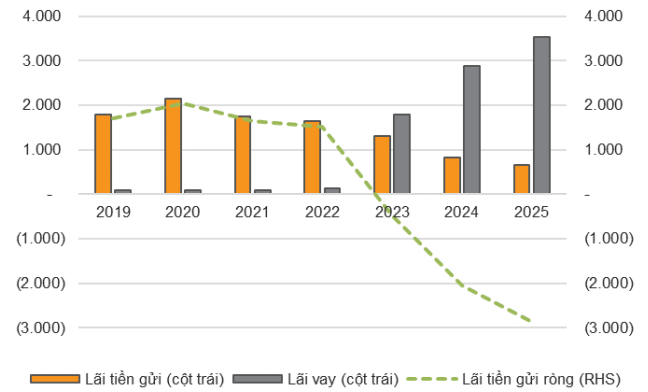
- Đối với tỷ lệ đòn bẩy, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ D/E của ACV sẽ tăng từ 0,4 lần trong năm 2021 lên 1,4 lần trong năm 2024 trước khi giảm nhẹ trong năm 2025.
- Đối với thu nhập tài chính, chúng tôi kỳ vọng lãi tiền gửi của ACV sẽ giảm từ 1.654 tỷ trong năm 2021 xuống 660 tỷ trong năm 2025, khiến lãi tiền gửi ròng sẽ bắt đầu âm từ năm 2023.

Hình 14: Tỷ lệ D/E của ACV sẽ tăng mạnh trong 4 năm tới



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

Hình 15: Thu nhập tài chính ròng có thể bị âm từ năm 2023 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

Thay đổi dự phóng 2022-24

Chúng tôi thay đổi dự phóng kết quả kinh doanh của ACV như sau:

- Chúng tôi tăng dự phóng sản lượng khách quốc tế năm 2022 thêm 2,4% theo mức độ phục hồi hiện tại. Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng khách quốc tế 2023-2024 thêm 6,0%-5,0% do chính sách zero-Covid của trung Quốc có thể ảnh hưởng đến đà phục hồi khách quốc tế tới từ Trung Quốc – thị trường chiếm 34,5% sản lượng khách quốc tế của Việt Nam giai đoạn trước dịch.
- Chúng tôi tăng sản lượng khách nội địa 2022-24 thêm 27,2% để phản ánh sự phục hồi ngoạn mục của hàng không nội địa.
- Kết quả là doanh thu 2022-24 có thể tăng 7,9%-1,0%, lợi nhuận gộp có thể tăng 10,5% trong năm 2022 nhưng giảm 1,6%-1,5% trong 2023-24.
- Chúng tôi tăng thu nhập tài chính ròng năm 2022 thêm 59,9% do đồng Yên mất giá mạnh so với VND (chúng tôi kỳ vọng Yên Nhật có thể giảm giá 15% so với VND trong năm 2022, giúp công ty ghi nhận lãi tỷ giá 1.993 tỷ từ đánh giá lại khoản nợ bằng đồng Yên). Chúng tôi tăng chi phí tài chính ròng 2023-24 thêm 40,1% - 30,4% bởi sự kết hợp các yếu tố (1) chi phí tài chính tăng do lãi suất vay USD tăng lên và đồng USD mạnh lên, (2) lãi tiền gửi tăng do lãi suất huy động tăng.

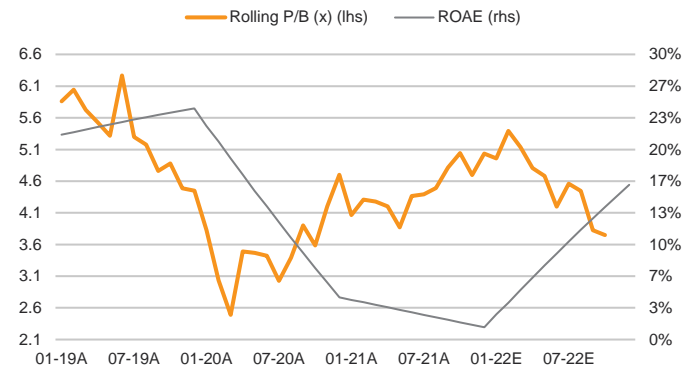
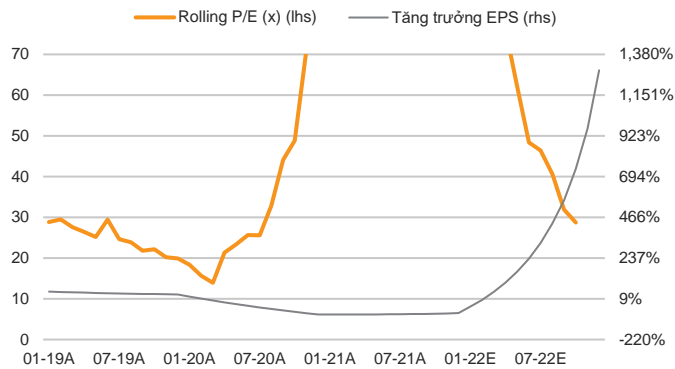
Dựa trên những thay đổi này, chúng tôi tăng dự phóng EPS 2022 thêm 29,0% nhưng giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 3,3%-6,0%.

Hình 16: 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 sản lượng khách thông quan (tr)	29,7	85,0	106,1	24,8%	109,6	130,7	19,3%	120,8	143,9	19,2%
- Quốc tế (tr)	0,2	8,3	8,5	2,4%	26,3	24,7	-6,0%	30,0	28,5	-5,0%
- Nội địa (tr)	29,5	76,8	97,6	27,2%	83,3	106,0	27,2%	90,8	115,4	27,2%
Doanh thu	4.752	13.752	14.838	7,9%	23.276	23.509	1,0%	27.507	27.777	1,0%
Lợi nhuận gộp	(785)	6.023	6.658	10,5%	14.548	14.317	-1,6%	17.166	16.915	-1,5%
Chi phí bán hàng	85	284	250	-11,8%	399	342	-14,3%	458	392	-14,4%
Chi phí QLDN	1.232	948	1.047	10,4%	1.175	1.288	9,6%	1.382	1.512	9,4%
Lợi nhuận công ty liên kết	33	350	350	0,0%	385	385	0,0%	419	419	0,0%
Doanh thu tài chính	3.254	2.754	3.696	34,2%	1.088	1.379	26,7%	619	909	47,0%
Chi phí tài chính	204	556	182	-67,3%	1.596	2.091	31,0%	2.378	3.205	34,7%
LN ròng	480	5.175	6.678	29,0%	8.975	8.675	-3,3%	9.728	9.149	-6,0%
EPS (VND)	220	2.377	3.067	29,0%	4.122	3.984	-3,3%	4.468	4.202	-6,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	4.752	14.838	23.509
Giá vốn hàng bán	(5.537)	(8.180)	(9.192)
Chi phí quản lý DN	(1.232)	(1.047)	(1.288)
Chi phí bán hàng	(85)	(250)	(342)
LN hoạt động thuần	(2.102)	5.361	12.688
EBITDA thuần	428	8.472	16.071
Chi phí khấu hao	(2.530)	(3.111)	(3.384)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	(2.102)	5.361	12.688
Thu nhập lãi	3.254	3.696	1.379
Chi phí tài chính	(204)	(182)	(2.091)
Thu nhập ròng khác	9	29	46
TN từ các Cty LK & LD	33	350	385
LN trước thuế	990	9.254	12.406
Thuế	(201)	(1.891)	(2.533)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(310)	(686)	(1.198)
LN ròng	480	6.678	8.675
Thu nhập trên vốn	480	6.678	8.675
Cổ tức phổ thông	(0)	0	0
LN giữ lại	480	6.678	8.675

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	573	3.781	4.747
Đầu tư ngắn hạn	32.717	29.217	20.217
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.660	4.909	7.634
Hàng tồn kho	290	416	659
Các tài sản ngắn hạn khác	328	135	200
Tổng tài sản ngắn hạn	37.568	38.457	33.457
Tài sản cố định	14.195	48.632	85.804
Tổng đầu tư	2.707	2.707	2.707
Tài sản dài hạn khác	509	576	913
Tổng tài sản	54.979	90.373	122.880
Vay & nợ ngắn hạn	362	870	3.988
Phải trả người bán	607	1.099	1.248
Nợ ngắn hạn khác	2.719	4.329	4.899
Tổng nợ ngắn hạn	3.688	6.298	10.135
Vay & nợ dài hạn	13.566	37.630	59.256
Các khoản phải trả khác	73	2.009	812
Vốn điều lệ và	21.772	21.772	21.772
LN giữ lại	9.793	14.054	19.585
Vốn chủ sở hữu	37.611	44.394	52.635
Lợi ích cổ đông thiểu số	42	42	42
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	54.979	90.373	122.880

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	990	9.254	12.406
Khấu hao	2.530	3.111	3.384
Thuế đã nộp	(410)	(1.891)	(2.533)
Các khoản điều chỉnh khác	(3.322)	(199)	(3.805)
Thay đổi VLD	(487)	920	(2.313)
LC tiền thuần HĐKD	(699)	11.197	7.139
Đầu tư TSCĐ	(1.650)	(37.142)	(39.301)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	2.208	3.696	1.379
Thay đổi tài sản dài hạn khác	468	3.500	9.000
LC tiền từ HĐĐT	1.025	(29.946)	(28.922)
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	22.750
Dòng tiền từ HĐTC khác	(4)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(0)	0	0
LC tiền thuần HĐTC	(252)	21.958	22.750
Tiền & tương đương tiền đầu kì	499	573	3.781
LC tiền thuần trong năm	74	3.208	966
Tiền & tương đương tiền cuối kì	573	3.781	4.747

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	10,1%	45,0%	36,9%
Vòng quay TS	0,08	0,20	0,22
ROAA	0,9%	9,2%	8,1%
Đòn bẩy tài chính	1,49	1,77	2,20
ROAE	1,3%	16,3%	17,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	209,7	50,7	50,7
Số ngày nắm giữ HTK	19,1	18,6	26,2
Số ngày phải trả tiền bán	40,0	49,0	49,6
Vòng quay TSCĐ	0,32	0,47	0,35
ROIC	0,9%	8,1%	7,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	10,2	6,1	3,3
Khả năng thanh toán nhanh	10,1	6,0	3,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	9,0	5,2	2,5
Vòng quay tiền	188,8	20,2	27,3
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(38,8%)	212,2%	58,4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(464,2%)		136,7%
Tăng trưởng LN ròng	(70,9%)	1.291,9%	29,9%
Tăng trưởng EPS	(70,9%)	1.291,9%	29,9%

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>