

ACV – TRUNG LẬP

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 02/03/2023)

Sàn giao dịch	UPCOM
Thị giá (đồng)	83.800
KLGD TB 10 ngày	36.424
Vốn hoá (tỷ đồng)	182.447,12
Số lượng CPLH	2.177.173.236

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thùy Dung
nttdung01@vcbs.com.vn
+84-24 3219 1051 ext 218

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

Phục hồi đường bay quốc tế với Trung quốc còn gặp nhiều khó khăn

Triển vọng:

- (1) Sự hồi phục của lượng hành khách quốc tế sau thời gian bị ảnh hưởng bởi dịch covid-19.
- (2) Tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn với sân bay Long Thành.

Rủi ro:

- (1) Rủi ro trong chính sách mở cửa du lịch của Trung quốc với Việt nam.
- (2) Áp lực gia tăng chi phí tài chính để tài trợ nguồn vốn cho các dự án đầu tư.

Đánh giá: Xét về dài hạn, ACV là một trong những đơn vị được hưởng lợi mạnh mẽ nhất từ xu thế tăng trưởng của ngành hàng không Việt nam và tiềm năng từ dự án sân bay Long Thành đem lại.

Tuy nhiên, trong ngắn và trung hạn, triển vọng tăng trưởng của ngành hàng không Việt nam đang chịu sự phụ thuộc tương đối lớn vào tiềm năng hồi phục của các đường bay quốc tế, đặc biệt là với thị trường Trung quốc- hiện còn đang gặp nhiều khó khăn. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng áp lực gia tăng chi phí lãi vay và doanh thu tài chính sụt giảm nhằm đáp ứng nhu cầu thu xếp nguồn vốn phục vụ cho 2 dự án sân bay Long Thành và nhà ga T3 Tân Sơn Nhất có thể ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh nghiệp và gây áp lực lên biên lợi nhuận của ACV trong năm 2023.

VCBS dự phóng năm 2023, doanh thu của ACV đạt **17.581,01 tỷ đồng (+27,1% yoy)**, **lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ của ACV đạt 7.254,43 tỷ đồng (+1,99% yoy)**. Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ACV với mức định giá hợp lý là **89.848 đồng/ cổ phiếu**.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	4.752,03	13.834,06	17.581,00	21.162,92
+/- yoy (%)	-38,8%	191,1%	27,1%	20,4%
LN công ty mẹ (tỷ đồng)	789,76	7.121,81	7.254,43	7.650,03
+/- yoy (%)	-51,90%	802,65%	1,99%	5,45%
VCSH (tỷ đồng)	37,652,69	43,805,82	46.853,39	49.048,53
TS LN gộp (%)	-16,5%	47,4%	50,2%	49,7%
TS LNST (%)	16,6%	51,5%	41,3%	36,1%
EPS - TTM (đồng)	220	2.865	2.652	2.851

CẬP NHẬT KQKD 2022

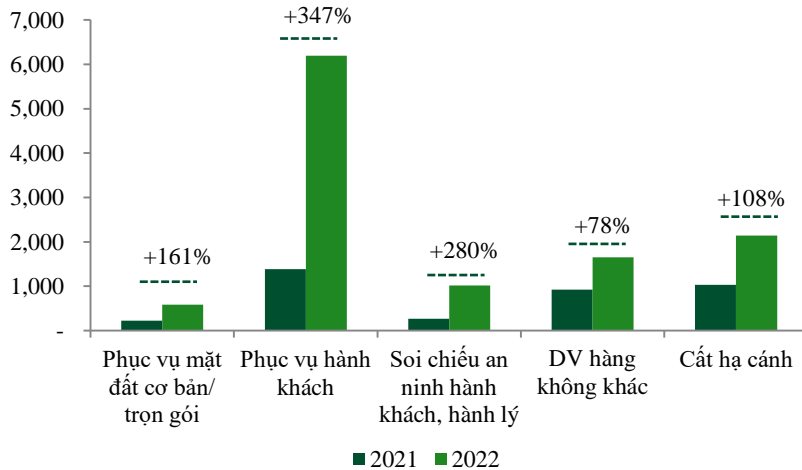
KQKD của ACV ghi nhận sự phục hồi tích cực trong năm 2022 với doanh thu thuần của ACV đạt 13.834 tỷ đồng (+191,12% yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 7.121,8 tỷ đồng (tăng gấp 9 lần so với cùng kỳ).

Biên lợi nhuận gộp tương đối tích cực, đạt 47,4% (cùng kỳ ghi nhận -16,5%, năm 2019), tuy nhiên vẫn thấp hơn thời điểm trước dịch - năm 2019 đạt mức 50,9%).

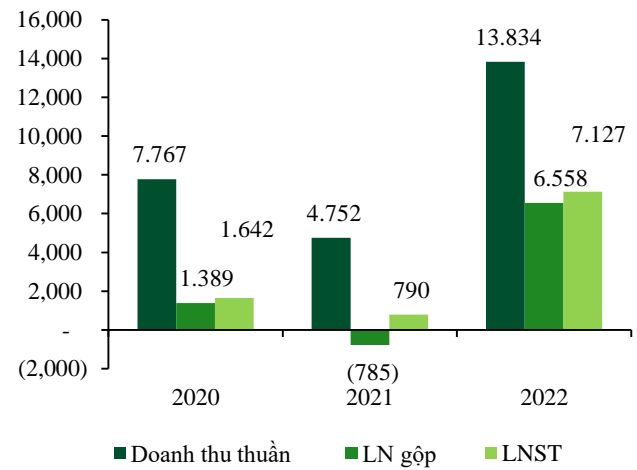
Doanh thu hoạt động tài chính ghi nhận tăng 26,7% yoy, đạt 4.119 tỷ đồng nhờ ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá đánh giá cuối kỳ hơn 2.351 tỷ đồng.

Khoản phải thu ngắn hạn của ACV cũng tăng tương đối mạnh với gần 6.296 tỷ đồng, trong đó phát sinh khoản dự phòng nợ phải thu khó đòi tăng mạnh trong quý 4 (662,92 tỷ đồng).

Cơ cấu doanh thu mảng dịch vụ hàng không của ACV năm 2021 và 2022 (tỷ đồng)



Kết quả kinh doanh hợp nhất của ACV (đv: tỷ đồng)



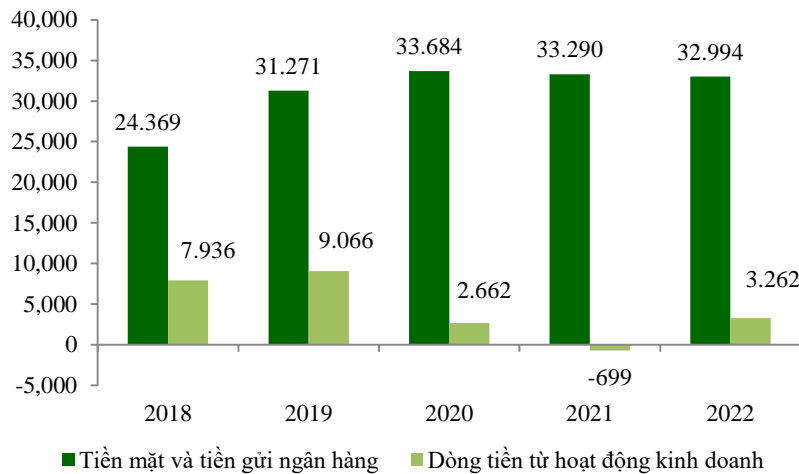
Nguồn: ACV

Về sức khỏe tài chính:

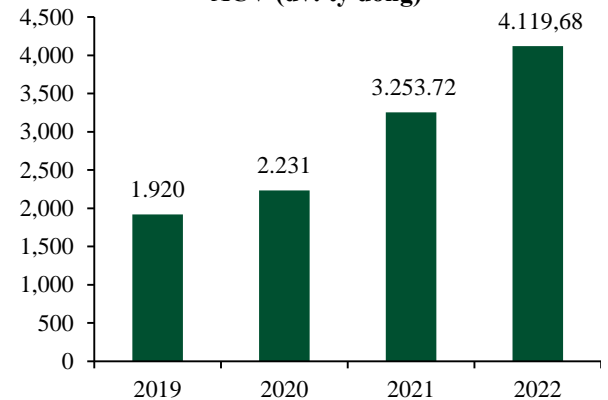
Dòng tiền hoạt động kinh doanh dương trở lại trong năm 2022. Với đặc điểm chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng lớn và nhu cầu vốn lưu động không nhiều, ACV duy trì dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tương đối tích cực. Trong năm 2022, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) của doanh nghiệp đạt 3.262 tỷ đồng (cùng kỳ 2021 ghi nhận âm 698.85 tỷ đồng).

Do các dự án đầu tư hạ tầng lớn chưa được triển khai, **số dư tiền mặt và tiền gửi ngân hàng của ACV tính đến hết năm 2022 đạt gần 32.994 tỷ đồng (-0,9% yoy)**, mang về nguồn doanh thu tài chính dồi dào và là động lực quan trọng giúp ACV duy trì kết quả kinh doanh và vị thế tài chính tích cực trong năm 2022. Đồng thời, nguồn tiền dự trữ lớn và dòng tiền ổn định tạo thuận lợi cho ACV trong hoạt động triển khai các dự án đầu tư sắp tới, giảm phụ thuộc vào nguồn nợ vay và nâng cao vị thế khi đàm phán với các tổ chức tín dụng.

Dòng tiền từ HĐKD và tiền mặt & tiền gửi ngân hàng của ACV (đv: tỷ đồng)



Doanh thu từ hoạt động tài chính của ACV (đv: tỷ đồng)

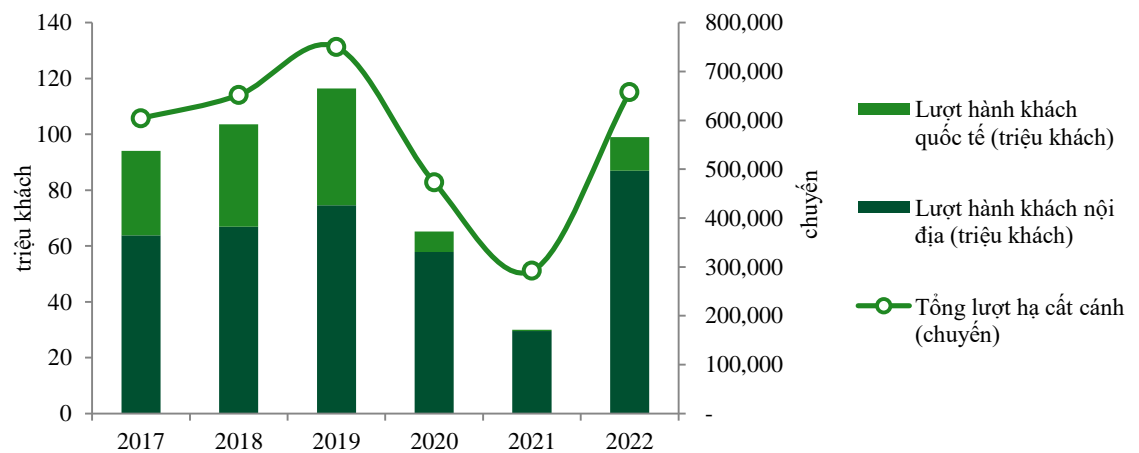


Nguồn: ACV

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Trong năm 2022, tổng hành khách thông qua các Cảng hàng không đạt 99 triệu lượt khách, tăng 228% yoy, trong đó: khách quốc tế là 12 triệu lượt khách, khách nội địa đạt 187 triệu lượt khách. Tổng hạ cất cánh đạt 658.000 lượt chuyến bay, tăng 125% so với năm 2021.

Tổng lượt hạ cất cánh và lượt hành khách thông qua cảng



Nguồn: Tổng cục thống kê, VCBS tổng hợp

Triển vọng đường bay quốc tế

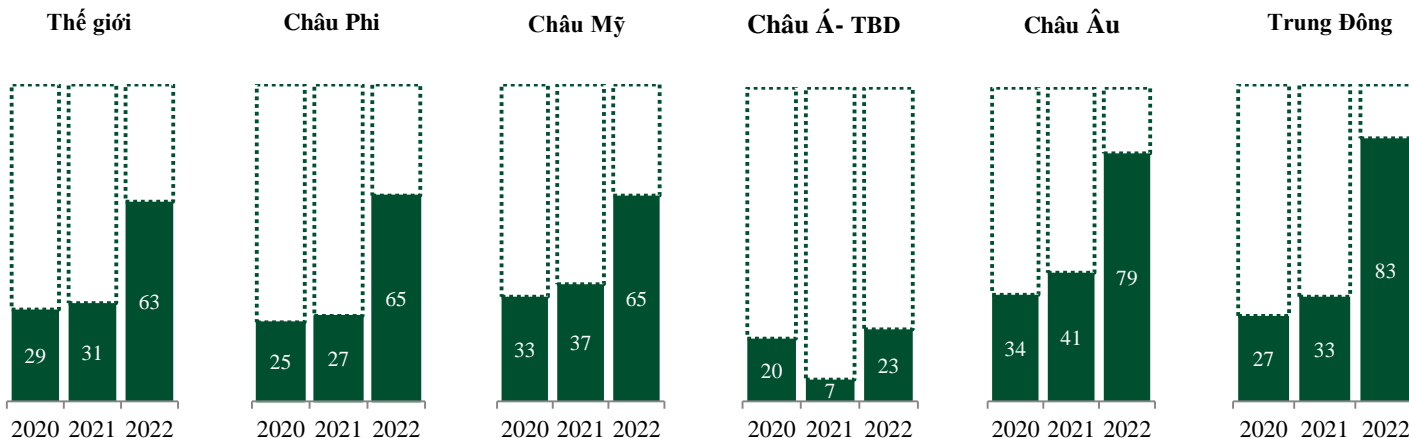
Động lực tăng trưởng đến từ sự hồi phục của các đường bay quốc tế.

Triển vọng phục hồi của ngành hiện đang phụ thuộc khá nhiều vào sự tăng trưởng của nhóm khách quốc tế - thị trường mang lại hơn 60% doanh thu cho các hãng bay nội địa.

Trong năm 2022, Theo thông tin từ Tổ chức Du lịch thế giới (UNWTO), lượng khách du lịch quốc tế trên toàn cầu năm 2022 đạt 900 triệu lượt, tương đương 63% so với năm 2019- thời điểm trước dịch.

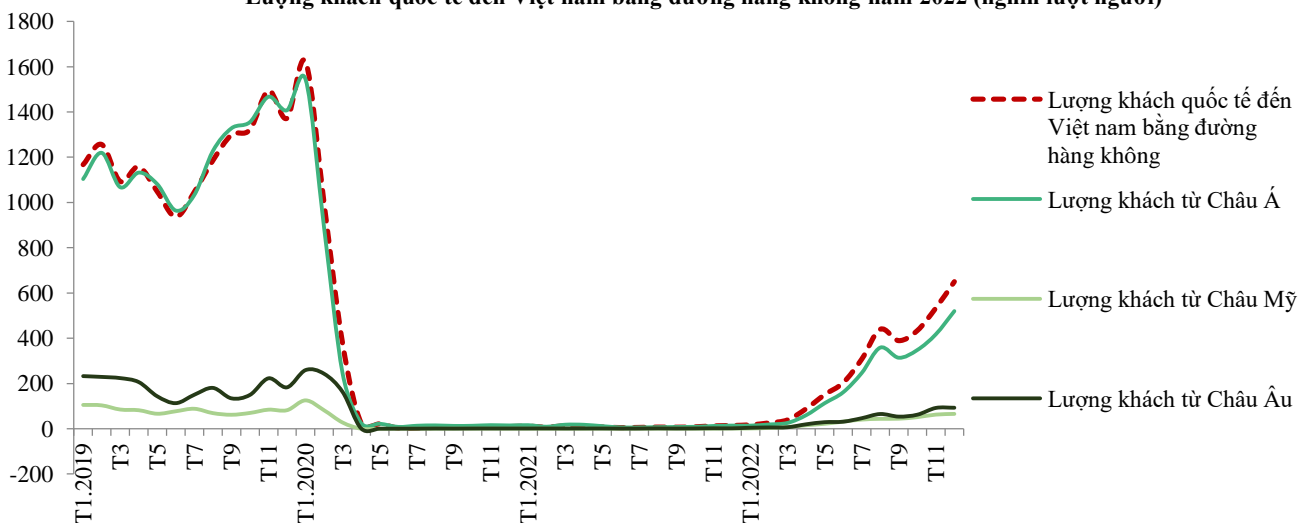
Tuy nhiên sự phục hồi diễn ra không đồng đều giữa các khu vực: Châu Âu (79%) và Trung Đông (83%) phục hồi nhanh nhất; Châu Phi và châu Mỹ cùng đạt 65%, trong khi châu Á - Thái Bình Dương chỉ đạt 23% do nhiều thị trường áp dụng biện pháp phòng chống dịch quyết liệt.

Tỷ lệ hồi phục của khách quốc tế trên toàn cầu (%)



Nguồn: Unwto

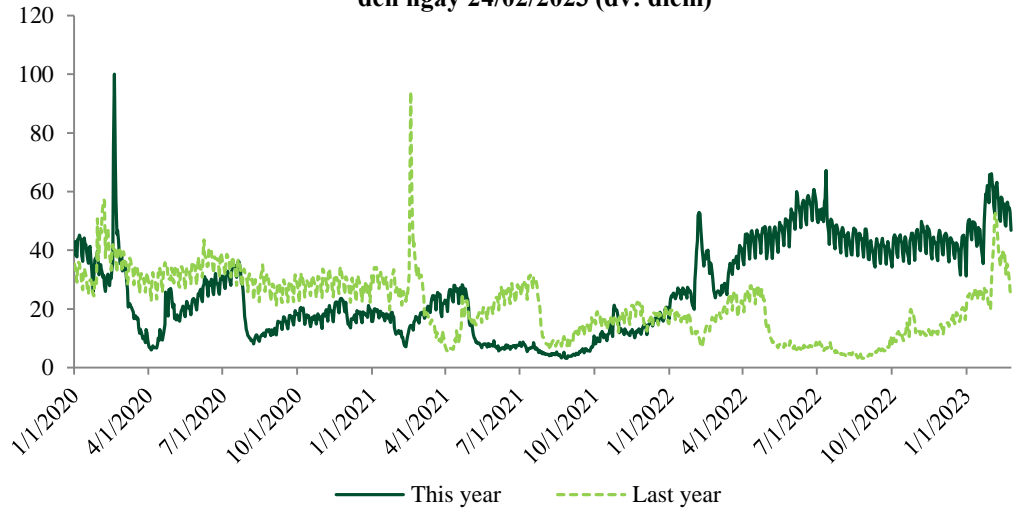
Lượng khách quốc tế đến Việt nam bằng đường hàng không năm 2022 (nghìn lượt người)



Nguồn: Tổng cục thống kê

Lượng tìm kiếm về du lịch Việt Nam tiếp tục tăng trong năm 2023. Theo chúng tôi quan sát từ Dữ liệu từ Google chỉ ra rằng lượng tìm kiếm từ nước ngoài về du lịch Việt Nam đang trên đà tăng cao qua từng tháng. Đặc biệt, đối với lượng tìm kiếm về hàng không quốc tế tới Việt nam, lượng tìm kiếm trung bình trong 2 tháng đầu năm đã tăng hơn 26% so với mức trung bình trong năm 2022.

Lượng tìm kiếm về hàng không quốc tế tới Việt Nam từ ngày 01/1/2020 đến ngày 24/02/2023 (đv: điểm)



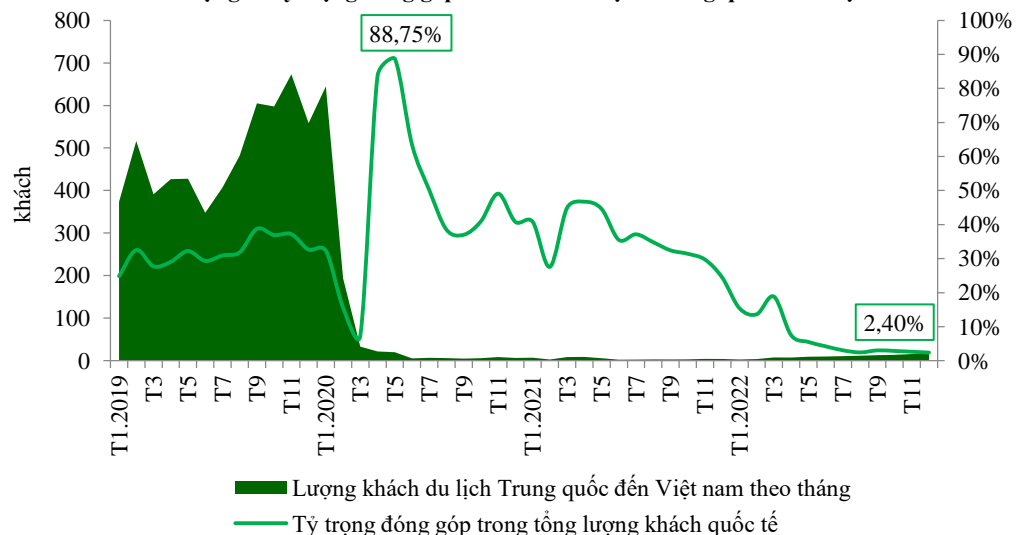
Nguồn: Google Destination

Triển vọng Trung quốc mở cửa du lịch trở lại – chất xúc tác tác động trực tiếp đến triển vọng ngành trong ngắn hạn bị ảnh hưởng do quốc gia này thay đổi chính sách.

Đầu tháng 1/2023, Trung Quốc thông báo mở cửa biên giới và bỏ cách ly sau khi hạ cấp phòng Covid-19, động thái này được cho là bước cuối cùng của Chính phủ trong việc loại bỏ chiến dịch Zero Covid kéo dài ba năm và chuyển sang sống chung với dịch.

Tuy nhiên ngày 06/02/2023, Trung quốc mở lại tour outbound nói lại hoạt động đưa khách theo nhóm đi du lịch nước ngoài gồm 20 nước nhưng không có Việt nam. Theo thông báo này, công dân Trung quốc được đi du lịch theo đoàn thông qua các công ty lữ hành tới 20 quốc gia. Hiện nay khách Trung quốc tới Việt nam chủ yếu là nhóm khách công vụ, thương nhân, du học sinh và hiện mới chỉ chiếm khoảng 10%. Trong khi nhóm khách du lịch đi theo đoàn lớn được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính cho ngành trong năm nay còn gặp nhiều khó khăn trong thời gian tới.

Số lượng và tỷ trọng đóng góp của khách du lịch Trung quốc đến Việt nam



Nguồn: Tổng cục thống kê

Chúng tôi đưa ra 4 kịch bản đối với triển vọng khách quốc tế đến từ thị trường Trung quốc, theo đó **lượng khách Trung quốc đến Việt nam trong năm 2023 ước tính đạt 1,77 triệu khách**, tương đương **đạt khoảng 30%** so với thời điểm trước dịch (đạt 5,8 triệu khách vào năm 2019). Cụ thể như sau:

Bảng dự phóng lượng khách Trung quốc đến Việt Nam theo từng kịch bản

		Mức độ phục hồi so với thời điểm trước dịch – năm 2019	Lượng khách Trung quốc đến Việt nam theo kịch bản (khách)	Xác suất theo từng kịch bản
Kịch bản 1	Trung quốc nối lại tour trong Q2.2023	40-50%	2.516.620	20%
Kịch bản 2	Trung quốc nối lại tour trong Q3.2023	50-60%	2.176.780	40%
Kịch bản 3	Trung quốc nối lại tour trong Q4.2023	60-80%	1.512.726	20%
Kịch bản 4	Trung quốc chưa nối lại tour du lịch đến Việt nam trong năm 2023		464.514	20%
Dự phóng lượng khách du lịch từ Trung quốc đến Việt nam năm 2023 (khách)			1.769.484	

Nguồn: VCBS dự phóng

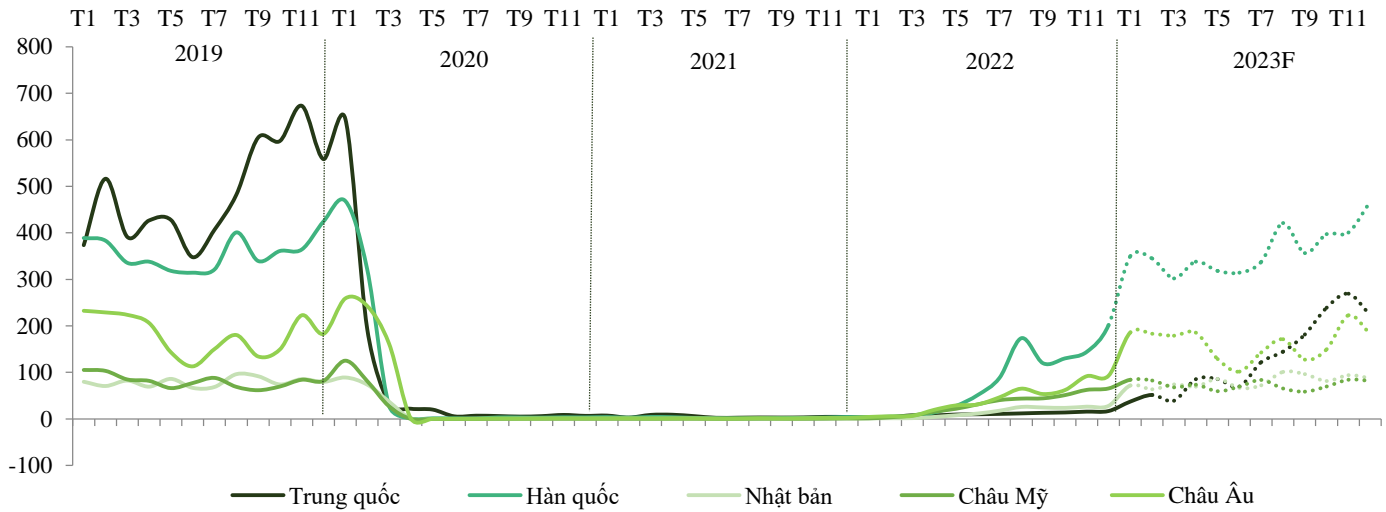
Sự hồi phục du lịch quốc tế đến Việt nam sẽ diễn ra không đồng đều ở các thị trường. Cho năm 2023, chúng tôi cho rằng triển vọng phục hồi của các thị trường quốc tế phụ thuộc nhiều vào tình hình kinh tế và chính sách mở cửa du lịch của từng quốc gia/khu vực. Bên cạnh đó, cũng cần lưu ý đến những yếu tố liên quan đến yếu tố vĩ mô như tình hình kinh tế suy thoái và lạm phát, tiêu dùng bị giảm dẫn đến nhu cầu du lịch quốc tế cũng bị giảm theo. Theo đó, sự phục hồi của lượng khách quốc tế đến thị trường Việt nam sẽ có sự hồi phục không đồng đều giữa các thị trường, cụ thể như sau:

- **Thị trường Trung quốc** có mức phục hồi chậm so với nhóm thị trường khu vực Châu Á, ước tính trung bình trong năm 2023 đạt hơn 1,77 triệu khách, mức phục hồi tương đương 30% so với thời điểm trước dịch.

- **Nhóm thị trường Hàn quốc, Nhật Bản** hồi phục nhanh chờ các chương trình xúc tiến du lịch được triển khai, ước tính mức phục hồi trong năm 2023 (so với thời điểm trước dịch) là 101,5%.

- **Nhóm thị trường châu Mỹ và châu Âu** có tốc độ hồi phục tương đương 90,5% so với với thời điểm trước dịch do những căng thẳng địa chính trị và chúng tôi cho rằng việc thị trường Trung quốc chưa mở cửa du lịch hoàn toàn cũng là một yếu tố khiến tốc độ phục hồi nhóm khách tại thị trường châu Mỹ và châu Âu đến Việt nam chậm hơn (một số nhóm khách thường kết hợp du lịch một số nước châu Á và Việt nam có vị trí địa lý gần với Trung quốc).

Dự phóng lượng khách quốc tế đến Việt nam (triệu khách)



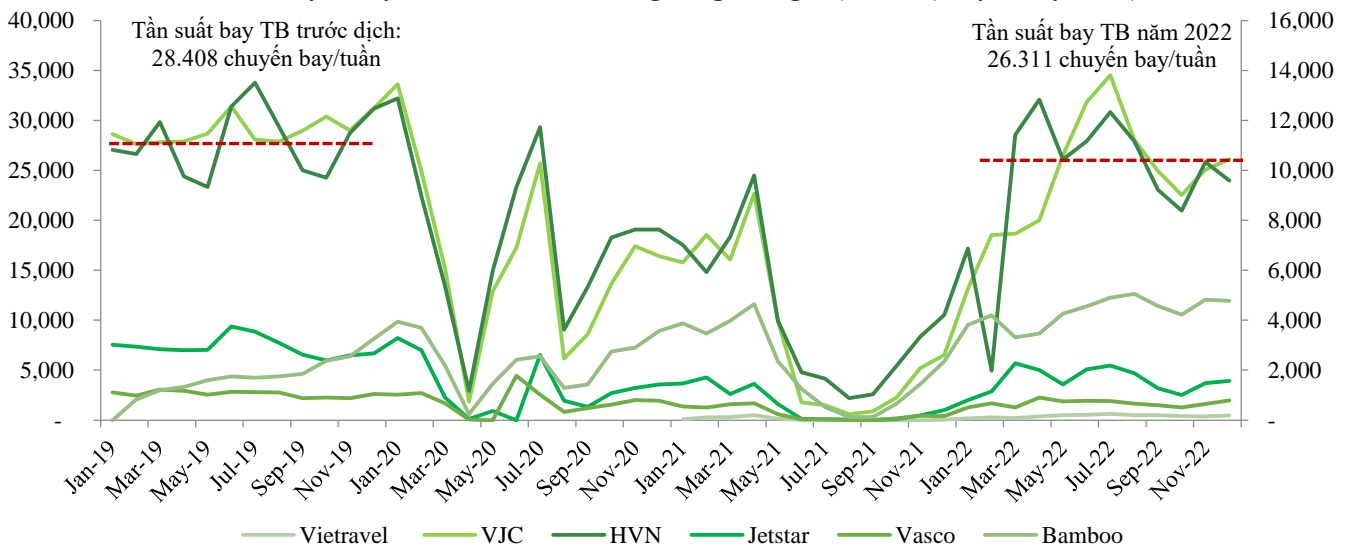
Nguồn: VCBS dự phóng

Triển vọng đường bay nội địa

Nhu cầu hàng không nội địa có thể chứng lại trong năm 2023.

Trong giai đoạn 2017-2019, lượng hành khách nội địa đã tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 9,4%. Sau 2 năm bị gián đoạn bởi dịch, du lịch Việt nam chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ của thị trường nội địa với sản lượng khách nội địa qua các cảng hàng không đạt 87 triệu lượt khách, tăng gần 3 lần so với cùng kỳ năm 2021 và 16,6% so với thời điểm trước dịch – năm 2019. Trong năm 2023, các hãng hàng không nội địa đã khôi phục lại tần suất chuyến bay/tháng, đạt khoảng 93% so với mức trung bình thời điểm trước dịch – năm 2019. Tuy nhiên, do xu hướng “du lịch bù đắp” của lượng khách nội địa sau thời gian dài giãn cách trong năm 2022 khó có thể xảy ra trong năm 2023 cùng với kỳ vọng về sự sụt giảm sức mua trong bối cảnh lạm phát, do đó chúng tôi cho rằng **lượng khách nội địa trong năm 2023 nhiều khả năng sẽ đi ngang so với cùng kỳ năm trước.**

Số chuyến bay khai thác của các hãng hàng không Việt nam (chuyến bay/ tuần)



Nguồn: Tổng cục Hàng không, VCBS tổng hợp

Tiến độ dự án đầu tư sân bay Long Thành giai đoạn 1

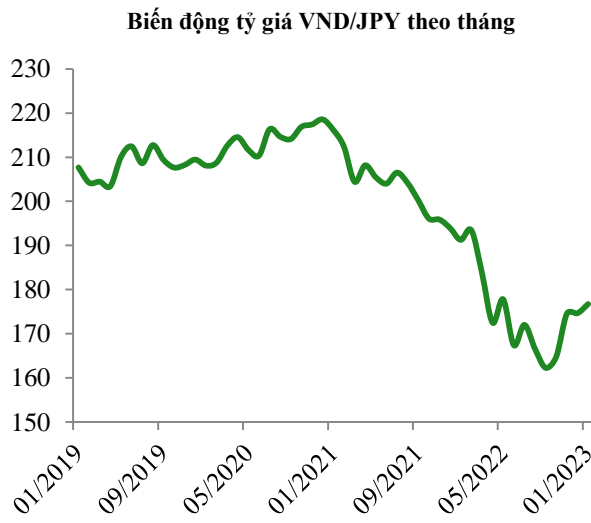
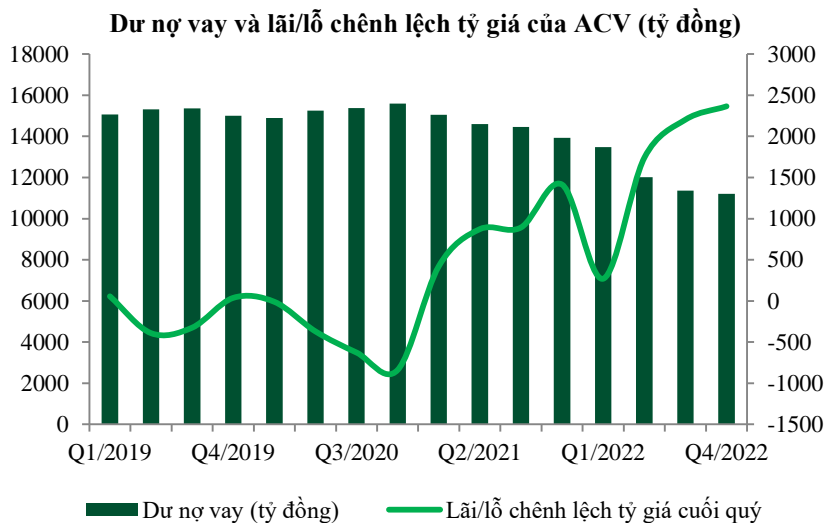
Tính đến cuối tháng 1/2023, hạng mục xây dựng tường rào đã đạt gần 85%. Hiện nay, ACV đang tập trung san nền tại các khu vực đường cất hạ cánh, đường lăn, sân đỗ máy bay và khu vực bố trí các dự án thành phần 1, 2, 4; các hạng mục đường băng, sân đỗ sẽ tiến hành đấu thầu vào tháng 2 tới. Đối với hai tuyến giao thông số 1, số 2 kết nối với sân bay Long Thành, hiện nay đã xong phần thiết kế kỹ thuật, dự kiến cuối quý I năm nay sẽ khởi công nếu được địa phương sớm bàn giao mặt bằng.

RỦI RO

Doanh thu tài chính trong năm 2023 dự kiến sụt giảm do:

(1) Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng sụt giảm để tài trợ cho dự án sân bay Long Thành và nhà ga T3 Tân Sơn Nhất.

(2) Đồng Yên trên đà phục hồi là giảm nguồn hạch toán doanh thu tài chính nhờ chênh lệch tỷ giá của ACV so với năm 2022. Tính đến cuối năm 2022, dư nợ vay bằng đồng yên Nhật của ACV ghi nhận gần 11.300 tỷ đồng với khoản lãi chênh lệch tỷ giá hơn 2.365 tỷ đồng, đóng góp hơn 55% doanh thu tài chính của ACV. Chúng tôi cho rằng sự hồi phục tỷ giá của đồng Yên có thể làm gia tăng áp lực hạch toán chi phí tài chính cho ACV trong thời gian tới.



DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Cơ sở giả định:

Chúng tôi ước tính doanh thu của ACV trong năm 2023 dựa trên những giả định sau:

- Sản lượng hành khách nội địa thông qua cảng hàng không năm 2023 đi ngang so với cùng kỳ, đạt 86,6 triệu lượt khách.
- Sản lượng hành khách quốc tế thông qua cảng hàng không năm 2023 đạt 38,2 triệu lượt khách, tăng 3,2 lần so với năm 2022, và giảm 9% so với thời điểm trước dịch trong kịch bản Trung quốc mở cửa du lịch trở lại với Việt nam trong quý 2, 2023.
- Doanh thu dịch vụ đạt 16.659 tỷ đồng (tăng 25,74% yoy), doanh thu bán hàng đạt 922 tỷ đồng (tăng 32,4% yoy).

VCBS dự phóng năm 2023, doanh thu của ACV đạt **17.581,01 tỷ đồng (+27,1% yoy)**, lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ của ACV đạt **7.254,43 tỷ đồng (+1,99% yoy)**.

Định giá

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu ACV dựa trên 02 phương pháp định giá tương đối là P/E và P/B. Cụ thể, chúng tôi sử dụng mức P/E và P/B trung vị được giao dịch trong các năm trước của ACV và lần lượt đưa ra kết quả định giá là **89.543 VND/ cổ phiếu** và **90.154 VND/ cổ phiếu**.

Bảng 1: Định giá cổ phiếu ACV theo phương pháp P/E và P/B

	P/E	P/B
2022	26,02	4,23
2021	263,96	4,93
2020	147,40	4,94
2019	25,11	5,05
2018	33,76	6,03
Trung vị	33,76	4,94
EPS Forward 2023 (VND)	2.652	
BVPS (VND)		20.277
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	89.543	90.154

Kết hợp 2 phương pháp theo tỷ trọng 50:50, chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý của cổ phiếu ACV là **89.848 VND/ cổ phiếu**.

Bảng 2: Kết hợp 02 phương pháp định giá

Phương pháp	Giá (VND/CP)	Tỷ trọng
P/E	89.543	50%
P/B	90.154	50%
Giá hợp lý	89.848	

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Xét về dài hạn, ACV là một trong những đơn vị được hưởng lợi mạnh mẽ nhất từ xu thế tăng trưởng của ngành hàng không Việt nam và tiềm năng từ dự án sân bay Long Thành đem lại.

Tuy nhiên, trong ngắn và trung hạn, triển vọng tăng trưởng của ngành hàng không Việt nam đang chịu sự phụ thuộc tương đối lớn vào tiềm năng hồi phục của các đường bay quốc tế, đặc biệt là với thị trường Trung quốc- hiện còn đang gặp nhiều khó khăn. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng áp lực gia tăng chi phí lãi vay và doanh thu tài chính sụt giảm nhằm đáp ứng nhu cầu thu xếp nguồn vốn phục vụ cho 2 dự án sân bay Long Thành và nhà ga T3 Tân Sơn Nhất có thể ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh nghiệp và gây áp lực lên biên lợi nhuận của ACV trong năm 2023.

VCBS dự phóng năm 2023, doanh thu của ACV đạt **17.581,01 tỷ đồng (+27,1% yoy)**, **lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ của ACV đạt 7.254,43 tỷ đồng (+1,99% yoy)**. Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ACV với mức định giá hợp lý là **89.848 đồng/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS, Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo, VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS, Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Giám đốc

Phân tích và Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng

Phân tích Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Dung

Chuyên viên phân tích

cao cấp

Nttdung01@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK