

Ngành : Hàng không (Báo cáo gần nhất: [Link](#))

Khuyến nghị

MUA

TỔNG CÔNG TY CẢNG HÀNG KHÔNG VN (UPCOM: ACV) Triển vọng Long Thành

Giá hiện tại:	68,200
Giá mục tiêu TA	80,000
Giá mục tiêu FA năm 2021	87,600
Tiềm năng tăng giá	28.4%

Ngày viết báo cáo:	13/11/2020	Cơ cấu cổ đông	
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	2,177	UBQL Vốn Nhà nước	95.4%
Vốn hóa (tỷ đồng)	143,464	VINACAPITAL INVESTMENT	1.0%
Thanh khoản bình quân 6 tháng:	116,140	PYN ELITE FUND	0.4%
Sở hữu nước ngoài	0.00	KOREA INVESTMENT MGM	0.2%

Chuyên viên phân tích ngành:

Phạm Quang Minh
minhpg@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị:	80,000
Giá cắt lỗ:	57,440

Định giá

- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu ACV với giá mục tiêu 87,600 VND, +28.4% so với mức giá ngày 12/11/2020 dựa trên phương pháp FCFF với mức chiết khấu WACC = 9.3%.

Dự báo kết quả kinh doanh

BSC dự báo doanh thu và LNST năm 2020 của ACV lần lượt ước đạt 7,959 tỷ đồng (-57% yoy), và 1,875 tỷ đồng (-77% yoy), với quan điểm sản lượng hành khách quốc tế vẫn kém khả quan và sản lượng hành khách nội địa duy trì đà phục hồi cuối năm.

Quan điểm đầu tư

- ACV sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất khi ngành hàng không (i) phục hồi từ 2021, (ii) tăng trưởng tích cực trong dài hạn, nhờ quy mô lớn – quản lý 22/25 cảng hàng không.
- Nguồn lực tài chính dồi dào, với tiền mặt, và đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm 57% tổng tài sản.

Catalyst

- Đề án giao cho ACV quản lý, sử dụng và khai thác tài sản kết cấu hạ tầng hàng không kỳ vọng sớm được phê duyệt.
- ACV được giao làm chủ đầu tư Dự án Thành phần 3 có vốn đầu tư = 4.15 tỷ USD (chiếm 90% tổng vốn đầu tư giai đoạn 1)
- Niêm yết chuyển sàn HOSE.

Môi trường kinh doanh

- SL hành khách quốc tế vẫn kém khả quan do chưa mở đường bay. SL hành khách nội địa phục hồi tích cực trong tháng 7 (+150% MoM), nhờ (i) Chính sách kích cầu du lịch, (ii) Các hãng mở rộng các đường bay nội địa mới.
- Triển vọng 2021: Thị trường nội địa tiếp tục phục hồi do dịch bệnh tiếp tục kiểm soát, thị trường quốc tế mở lại đường bay do xu hướng “Cầu hàng không”.

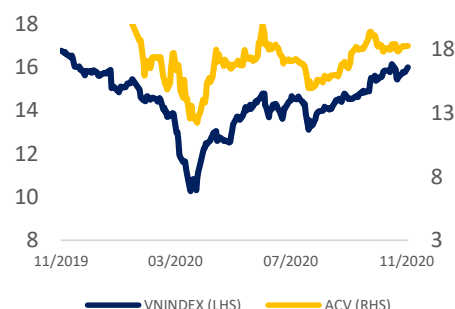
Cập nhật doanh nghiệp

- KQKD 9T/2020 bị sụt giảm so với cùng kỳ do (i) các đường bay quốc tế chưa hồi phục, (ii) phí dịch vụ hàng không được điều chỉnh giảm. Doanh thu 9T/2020 đạt 6,083 tỷ đồng (-55% yoy), LNST đạt 1,366 tỷ đồng (-77% yoy).
- Doanh thu tài chính đạt 579 tỷ đồng, là yếu tố bù đắp chi phí HKKD.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



	2019	2020F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020F	2021F
PE (x)	19.8	76.7	54.9	14.7	Doanh thu	16,123	18,329	7,959	14,685
PB (x)	4.4	3.9	1.4	2.0	Lợi nhuận gộp	7,828	9,334	1,569	7,282
PS (x)	8.9	18.0	4.2	1.5	Lợi nhuận sau thuế	6,185	8,214	1,875	6,718
ROE (%)	22%	5%	5%	13.3	EPS	2,835	3,767	860	3,081
ROA (%)	14%	3%	6%	2.4	Tăng trưởng EPS	51%	33%	-77%	258%
EV/ EBITDA (x)	12.0	25.1	20.3	14.0	Nợ ròng/ VCSH	49%	41%	42%	37%

CẬP NHẬT NGÀNH Q3/2020

NGÀNH HÀNG KHÔNG –PHỤC HỒI THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA

Sản lượng hành khách quốc tế kém khả quan. Trong quý 3, các hãng hàng không đã triển khai 2 chuyến bay quốc tế, nhưng tạm dừng sau đó do chưa hoàn thiện về quy trình nhập cảnh. Sang Quý 4, mức phục hồi của thị trường quốc tế vẫn kém (ước +20,000 khách quốc tế so với Q3) do (i) các chuyến bay quốc tế có tần suất hạn chế, giới hạn đối tượng nhập cảnh (ii) chi phí tự túc và quy trình cách ly là rào cản.

Bảng: Danh sách các đường bay đề xuất mở lại Quý 4.

Đường bay	Hãng hàng không khai thác	Số chuyến/ tuần
Các chuyến do hãng hàng không Việt Nam khai thác		
TP.HCM - Quảng Châu	HVN	1
TP.HCM/ Hà Nội - Nhật Bản	HVN, VJC	2
TP.HCM/ Hà Nội - Seoul	HVN, VJC	2
TP.HCM/ Hà Nội - Đài Bắc	-	2
TP.HCM/ Hà Nội - Campuchia	HVN	1
TP.HCM/ Hà Nội - Lào	HVN	1
Các chuyến do hãng hàng không nước ngoài khai thác		
Incheon – TP.HCM/ Hà Nội	Korean Air, Asiana	2
Quảng Châu – TP.HCM	China Southern	1
Nhật Bản – TP.HCM, Hà Nội	Japan Airlines, All Nippon Airways	1*
Đài Bắc– TP.HCM, Hà Nội	China Airlines, Eva Air	1*

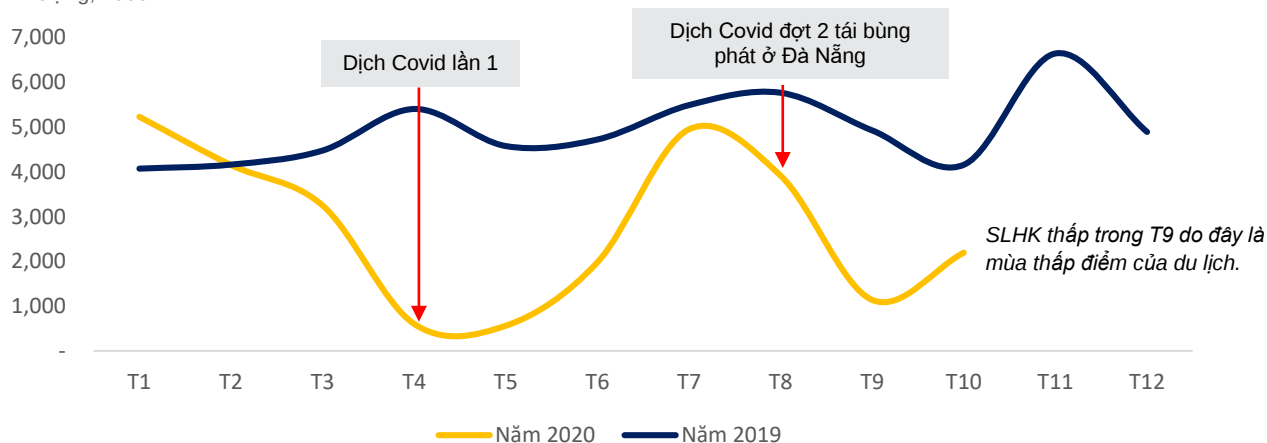
*Chú thích: Chuyến/ tuần/ đường bay

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Sản lượng hành khách nội địa phục hồi tích cực trong tháng 7 (+150% MoM), nhờ (i) Chính sách kích cầu du lịch, (ii) Các hãng hàng không mở rộng các đường bay nội địa mới, giúp tăng nguồn khách. Tuy nhiên, BSC lưu ý rằng rủi ro dịch bệnh tái diễn tại Việt Nam có thể ảnh hưởng đến ngành trong thời gian tới. Sang Quý 4, BSC dự báo sản lượng hành khách nội địa tiếp tục đà phục hồi nhờ (i) giá vé ở mức thấp hơn trước dịch (ii) nhu cầu đi lại tăng cao trong tháng cuối năm.

Hình: Sản lượng vận chuyển hành khách bằng đường hàng không tăng mạnh trong T7

Sản lượng, 1000 HK



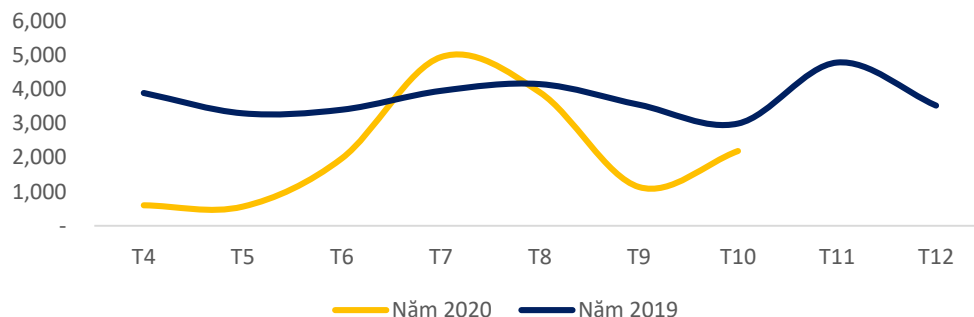
Nguồn: Tổng cục thống kê, BSC Research tổng hợp

Số chuyến bay nội địa trong T7 vượt mức so với mức ước tính cùng kỳ của BSC. BSC nhận thấy các hãng hàng không đang tích cực mở thêm đường bay nội địa khi mảng quốc tế vẫn gặp khó. Kể từ tháng

5, VJC đã mở thêm 8 đường bay nội địa, HVN thêm 22 đường bay nội địa, Bamboo Airways thêm 5 đường bay nội địa. Với xu hướng hiện tại, BSC đánh giá Quý 4, số chuyến bay nội địa khai thác của các hãng sẽ tương đương so với cùng kỳ 2019.

Hình: Số chuyến bay nội địa của các Hãng hàng không Việt Nam

Số chuyến bay nội địa



BSC giả định số chuyến bay nội địa chiếm khoảng 70% tổng số chuyến bay khai thác của các hãng hàng không Việt Nam năm 2019

Nguồn: Cục Hàng không, BSC Research tổng hợp, ước tính

Năng lực khai thác của cảng Tân Sơn Nhất và Nội Bài giảm 30-35% do nâng cấp cải tạo đường bay.

Năng lực của Tân Sơn Nhất giảm từ 44 chuyến/ giờ xuống 32 chuyến/giờ và Nội Bài giảm từ 32 chuyến/giờ xuống 29 chuyến/giờ. BSC đánh giá hoạt động bay quốc nội không vẫn được đáp ứng do mạng đường bay quốc tế chưa hồi phục. Năng lực khai thác bay sẽ được cải thiện dần từ Quý 1/2021 khi thời gian thi công bước 1 của các dự án hoàn tất.

TRIỂN VỌNG 2021 – THỊ TRƯỜNG QUỐC TẾ QUAY TRỞ LẠI

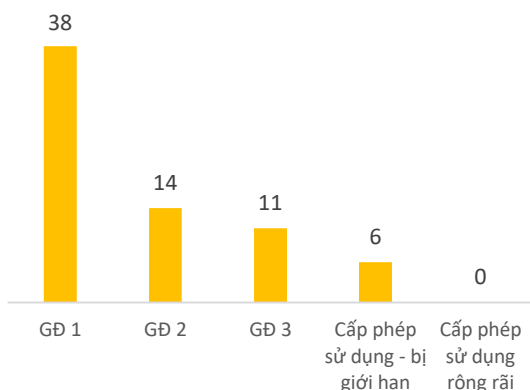
BSC dự báo sản lượng hành khách nội địa sẽ tăng 12%, tương đương với mức tăng trưởng năm 2019, nhờ (i) tình hình dịch bệnh tiếp tục kiểm soát tốt, (ii) nhu cầu đi lại nội địa phục hồi hoàn toàn.

BSC cho rằng việc mở lại các đường bay quốc tế sẽ diễn ra tích cực hơn trong năm 2021 nhờ:

(1) Thông tin Vắc xin khả quan, kỳ vọng sẽ giúp kiểm soát dịch bệnh tốt hơn. Nhiều quốc gia đã ghi nhận kết quả thử nghiệm tích cực. Tại Việt Nam, vắc xin, do CTCP Công nghệ sinh học dược Nanogen nghiên cứu, dự kiến áp dụng trên người trong T11. BSC kỳ vọng quá trình thương mại hóa sẽ diễn ra 2H/2021.

Hình: Tính đến 10/11/2020, đã có 11 vắc xin trong giai đoạn thử nghiệm cuối cùng

Số vắc xin theo giai đoạn thử nghiệm



Bảng: Cập nhật một số loại Vắc xin của các quốc gia lớn, trong đó Sputnik có hiệu quả GD 3 tới 90%.

Quốc Gia	Tên Vắc xin	Tiến độ
Nga	Sputnik 5	Hoàn thành xong Giai đoạn 1, 2, bỏ giai đoạn 3 và thương mại hóa ở Nga vào T11
Mỹ	Pfizer, BioNTech	Hoàn thành giai đoạn 3, dự kiến thương mại hóa 2021 (nếu được cấp phép)
Trung Quốc	Sinovac, Ad5	Đã thương mại hóa ở Trung Quốc T10
Anh	AstraZeneca	Tạm dừng ở Giai đoạn 3

Nguồn: The NewYork Times, BSC Research tổng hợp

(2) Ngay cả khi tiến độ Vắc xin chậm hơn so với BSC kỳ vọng, xu hướng “Cầu hàng không” sẽ giúp khôi phục đường bay quốc tế từng phần. Cầu hàng không là mô hình mở lại đường bay giữa các quốc gia an toàn về dịch với nhau, và đóng cửa với các quốc gia chưa kiểm soát được dịch. Đây là giải pháp giúp ngành hàng không mở lại từng phần và so le khi diễn biến hồi phục trên thế giới không đồng đều. BSC kỳ vọng các rào cản về nhập cảnh ở Việt Nam sẽ dần được tháo bỏ trong năm 2021.

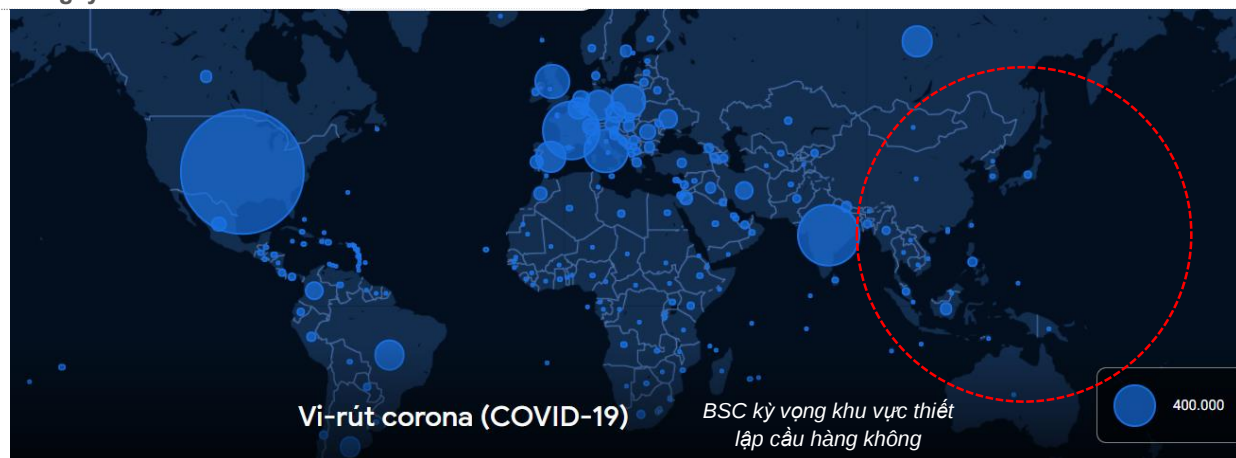
Bảng: Việt Nam thuộc nhóm quốc gia thiết lập cầu hàng không do an toàn về dịch bệnh.

Quốc gia	Quốc gia nối lại đường bay	Thời gian dự kiến phục vụ chuyến bay cho khách du lịch
Việt Nam	Hàn Quốc, Nhật Bản, Trung Quốc, Campuchia, Lào, Đài Loan	Chưa có
Nhật Bản	Trung Quốc, Đài Loan, Úc, New Zealand, Singapore, Việt Nam, Hàn Quốc, Malaysia	T4/2021
Trung Quốc	Thái Lan, Campuchia, Hy Lạp, Đan Mạch, Thụy Điển, Canada (Các quốc gia được nối tới sân bay Bắc Kinh)	Chưa có
Hàn Quốc	Mỹ, Canada, Anh	Chưa có
Malaysia	Brunei, Singapore, Hàn Quốc, Nhật Bản, Úc, New Zealand	Đã mở cho khách du lịch theo diện khám bệnh
Singapore	New Zealand, Brunei, Úc, Việt Nam	Chưa có

Nguồn: BSC Research tổng hợp

BSC cho rằng Châu Úc, Đông Bắc Á, và Đông Nam Á sẽ là các thị trường mà Việt Nam thiết lập cầu hàng không trong năm 2021, do đây là những khu vực kiểm soát tốt được dịch bệnh.

Hình: Châu Úc, Đông Nam Á, Đông Bắc Á có số ca nhiễm Covid -19 thấp hơn so với khu vực còn lại trong 14 ngày trước 11/11/2020



Nguồn: Google tin tức, BSC Research tổng hợp

BSC xây dựng 3 kịch bản hồi phục mạng đường bay quốc tế từ Châu Úc, Đông Bắc Á và Đông Nam Á. Quan điểm BSC đối với thời điểm thích hợp để mở cửa đường bay quốc tế cho khách du lịch là Q3/2021. Theo đó, số hành khách du lịch quốc tế đến Việt Nam năm 2021 kỳ vọng đạt 4.9 triệu, tương đương 33% so với số lượt năm 2019, tương ứng với dự báo sản lượng hành khách quốc tế qua mạng cảng của ACV sẽ đạt 8 triệu khách.

KỊCH BẢN TRIỂN VỌNG PHỤC HỒI ĐƯỜNG BAY QUỐC TẾ

Mức độ hồi phục so với 2019					Triển vọng tăng trưởng 2022 - 25
Q1	Q2	Q3	Q4	2021	
Kịch bản tốt: Đường bay mở lại cho khách du lịch từ Q2/2021					
Số HKQT du lịch (triệu)	1.7	2.6	3.7	8.0	Số HK du lịch QT tăng trưởng ở mức 28%, tương đương với mức tăng trưởng giai đoạn 2015-19 nhờ:
% so với 2019	50%	70%	85%	53%	(1) Châu Á kiểm soát tốt dịch bệnh, Cầu hàng không có hiệu quả. (2) Nhu cầu du lịch quốc tế quay trở lại như trước dịch.
Kịch bản cơ sở: Đường bay mở lại cho khách du lịch từ Q3/2021					
Số HKQT du lịch (triệu)		1.8	3.1	4.9	Số HK du lịch QT tăng trưởng ở mức 20%, không đạt được mức tăng trưởng giai đoạn 2015-19 với quan điểm:
% so với 2019		50%	70%	33%	(1) Châu Á kiểm soát dịch bệnh, Cầu hàng không có hiệu quả nhưng chậm do quá trình đàm phán giữa các quốc gia. (2) Đà tăng trưởng du lịch quốc tế chậm lại do dịch Covid đã ảnh hưởng đến tâm lý của người dân.
Kịch bản xấu: Đường bay mở lại cho khách du lịch từ Q4/2021					
Số HKQT du lịch (triệu)			2.2	2.2	Số HK du lịch QT tăng trưởng ở mức 12%, giảm mạnh so với mức tăng trưởng giai đoạn 2016-19 với quan điểm:
% so với 2019			50%	15%	(1) Một số nước ở Châu Á tái bùng phát, khiến quá trình mở lại đường bay bị gián đoạn. (2) Nhu cầu du lịch quốc tế phục hồi chậm.

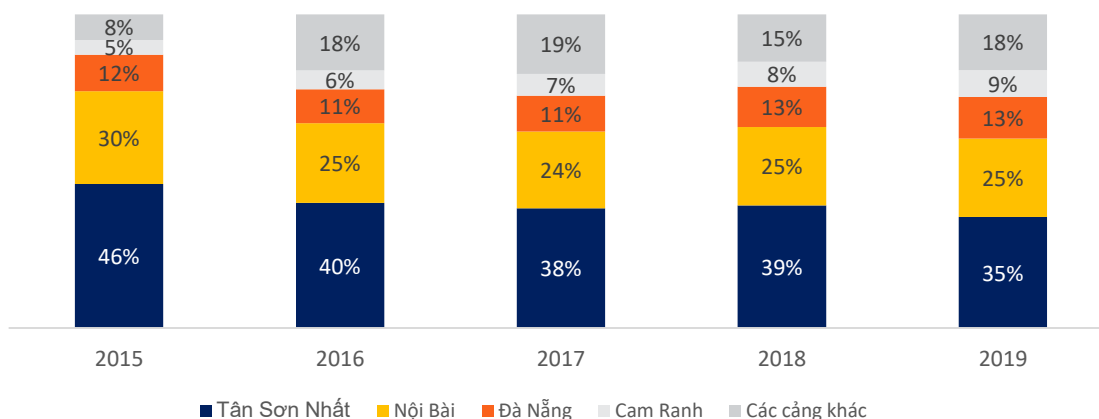
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

LUẬN ĐIỂM 1: ACV sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất khi ngành hàng không (i) phục hồi từ 2021, (ii) tăng trưởng tích cực trong dài hạn, nhờ quy mô lớn - quản lý 22/25 cảng hàng không.

ACV vẫn sẽ là đơn vị khai thác cảng hàng không lớn nhất ở Việt Nam. ACV hiện đang quản lý 22 cảng hàng không tại Việt Nam, trong đó có cảng Tân Sơn Nhất và Nội Bài do ACV quản lý chiếm 60% tổng sản lượng hành khách qua toàn mạng cảng. Các cảng hàng không có xu hướng xã hội hóa. Tuy nhiên, vị thế gần như độc quyền của ACV sẽ vẫn duy trì trong 2 -3 năm tới khi cảng hàng không được chuyển giao (i) quy mô nhỏ, (ii) số lượng ít.

Hình: Sản lượng hành khách qua sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài - thuộc nhóm sân bay do ACV quản lý - chiếm 60% sản lượng toàn mạng cảng năm 2019

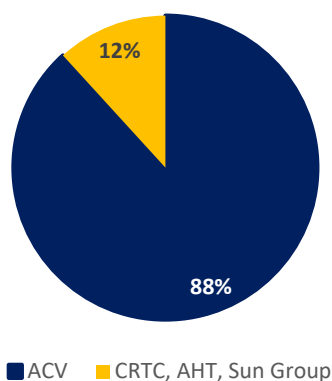
Thị phần hành khách theo sân bay, %



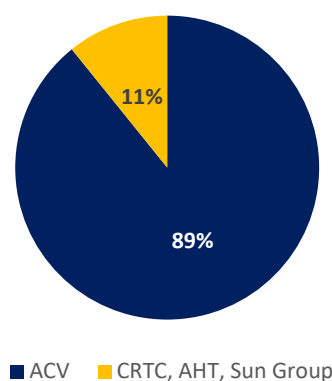
Nguồn: BSC Research tổng hợp, ước tính

So với các đơn vị khai thác sân bay khác, ACV vượt trội hơn trội hơn về khả năng khai thác hành khách và chuyển bay. BSC cho rằng đây là yếu tố giúp ACV hưởng trọn vẹn lợi ích khi ngành hàng không phục hồi từ 2021.

Hình: Thị phần khai thác Hành khách qua Cảng 2019



Hình: Thị phần khai thác Chuyển bay qua Cảng 2019



Chú thích: AHT – CTCP Đầu tư Khai thác Nhà ga quốc tế Đà Nẵng, CRTC – CTCP Nhà ga Quốc tế Cam Ranh.

Nguồn: BCTN ACV, BSC Research tổng hợp, ước tính

Triển vọng hồi phục tích cực của ACV trong thời gian tới được hỗ trợ bởi:

- (1) **Sản lượng hành khách quốc tế năm 2021 sẽ đạt 8 triệu khách, bằng 30% so với SL HKQT năm 2019, đóng góp 10% doanh thu của ACV**, với kỳ vọng của BSC đối với thời gian hợp lý để Việt Nam khai thác khách du lịch là từ Quý 3/2021. Sản lượng hành khách nội địa tiếp tục đà phục hồi, đạt 74 triệu khách, tương đương mức sản lượng trong năm 2019. Theo đó, doanh thu ACV năm 2021 sẽ đạt 14,685 tỷ đồng (+85% yoy), bằng 82% doanh thu năm 2019. LNST đạt 6,718 tỷ đồng (+258% yoy), bằng 80% LNST năm 2019.

KỊCH BẢN CƠ SỞ - Đường bay mở lại cho khách du lịch từ Q3/2021

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
SLHK qua cảng ACV (triệu HK)	61	82	103	119	137	156
-Quốc tế	5	8	19	22	27	32
-Nội địa	56	74	84	96	110	124
Doanh thu	7,959	14,685	18,400	20,996	23,993	27,288
Lợi nhuận gộp	1,569	7,282	10,434	12,638	15,182	18,478
Lợi nhuận sau thuế	1,875	6,718	9,283	11,159	13,302	16,049

Kịch bản tốt - Đường bay mở lại cho khách du lịch từ Q2/2021

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
SLHK qua cảng ACV (triệu HK)	61	87	108	126	148	173
-Quốc tế	5	13	23	30	38	49
-Nội địa	56	74	84	96	110	124
Doanh thu	7,959	15,531	19,177	22,240	25,885	30,069
Lợi nhuận gộp	1,569	8,000	11,094	13,694	16,787	20,889
Lợi nhuận sau thuế	1,875	7,276	9,794	11,976	14,544	17,916

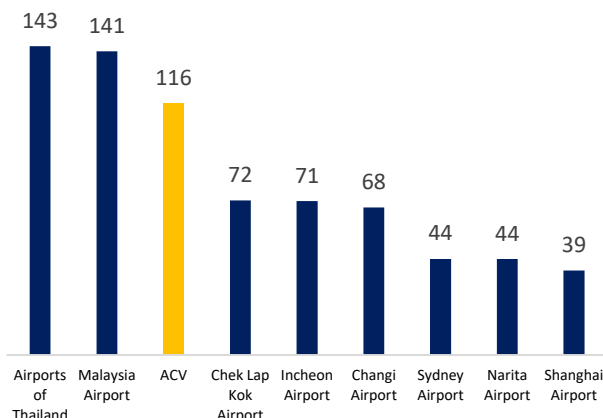
Kịch bản xấu - Đường bay mở lại cho khách du lịch từ Q4/2021

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
SLHK qua cảng ACV (triệu HK)	61	78	97	111	126	142
-Quốc tế	5	4	13	14	16	18
-Nội địa	56	74	84	96	110	124
Doanh thu	7,959	13,930	17,429	19,659	22,196	24,917
Lợi nhuận gộp	1,569	6,641	9,610	11,503	13,657	16,421
Lợi nhuận sau thuế	1,875	6,220	8,646	10,281	12,122	14,456

- (2) **Ngành hàng không Việt Nam còn nhiều dư địa để tăng trưởng trong dài hạn:** BSC nhận thấy quy mô về doanh thu của ACV chưa tương xứng với quy mô về sản lượng hành khách do (i) Tỷ trọng hành khách quốc tế Việt Nam ở mức thấp so với khu vực, (ii) Hệ thống hạ tầng hàng không còn hạn chế, do đó chưa khai thác tối đa các dịch vụ phi hàng không. BSC kỳ vọng xu hướng xã hội hóa giúp nâng cao hạ tầng cảng, cải thiện hơn doanh thu/đơn vị hành khách.

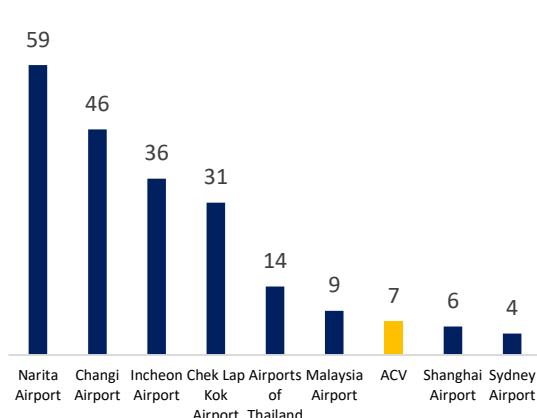
Hình: Sản lượng hành khách qua cảng năm 2019

Sản lượng hành khách, triệu người



Hình: Doanh thu/ đơn vị hành khách năm 2019

Doanh thu/ hành khách, USD



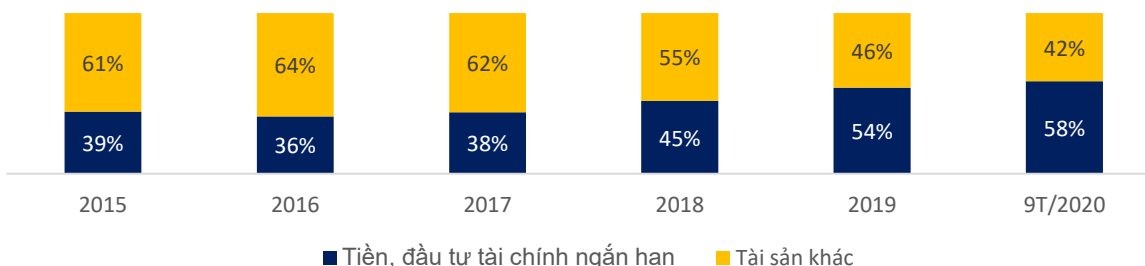
Nguồn: BSC Research

LUẬN ĐIỂM 2: Nguồn lực tài chính dồi dào, với tiền mặt, đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm 57% tổng tài sản.

Nguồn tiền mặt, đầu tư tài chính ngắn hạn gia tăng, và là nguồn thu nhập ổn định. Do (i) hoạt động khai thác cảng không đòi hỏi chi phí vốn lưu động lớn, (ii) hoạt động đầu tư các khu bay sử dụng nguồn vốn Ngân sách nhà nước, nên ACV có khả năng duy trì lượng tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn cao, ước mang lại khoảng 2,378 tỷ đồng lãi tiền gửi giai đoạn 2021.

Hình: Tỷ lệ tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn/ tổng tài sản có xu hướng tăng dần từ 39% năm 2015 tới 58% năm 2020

Cơ cấu tài sản ACV, %



Nguồn: BSC Research

Nguồn lực tài chính vẫn được đảm bảo với kế hoạch mở rộng nhà ga T3 Tân Sơn Nhất vốn đầu tư 11,000 tỷ đồng. Hiện tại dự án nhà ga T3 Tân Sơn Nhất đã được Thủ tướng phê duyệt, giao cho ACV làm chủ đầu tư, dự kiến triển khai Q2/2021 và hoàn thành Q3/2023. Theo ước tính BSC, lượng đầu tư xây dựng nhà ga mỗi năm khoảng 2,700 – 5,500 tỷ đồng, bằng 40-50% dòng tiền HĐKD mỗi năm. Tuy nhiên, với nguồn tiền từ hoạt động SXKD tích lũy, BSC cho rằng ACV có đủ nguồn lực để thi công các dự án kể trên.

CATALYST

(1) Đề án giao ACV quản lý, sử dụng và khai thác tài sản kết cấu hạ tầng hàng không kỳ vọng sẽ sớm được phê duyệt. Hoạt động nâng cấp hiện nay diễn ra chậm do (i) ACV phải chờ phê duyệt từ Chính phủ đối với các hạng mục sửa chữa lớn, (ii) Hạn chế từ nguồn ngân sách Nhà nước.

Trong trường hợp chuyển giao tài sản khu bay thành công, BSC đánh giá tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ACV lớn hơn so với giai đoạn 2015 -2019 nhờ (i) tiến độ dự án sửa chữa khu bay nhanh hơn, (ii) hiệu quả quản lý khu bay cao hơn do hoạt động đầu tư được chủ động thực hiện bởi ACV.

(2) ACV được giao làm chủ đầu tư Dự án Thành phần 3 có vốn đầu tư = 4.15 tỷ USD (chiếm 90% tổng vốn đầu tư giai đoạn 1)

ACV dự kiến sẽ cần huy động 2.6 tỷ USD từ nguồn tín dụng. Trong năm 2019, Công ty đã làm việc với 12 tổ chức tín dụng với tổng giá trị đề xuất 5 tỷ USD, thời gian vay 15 năm, lãi suất 5.5-6%. Tuy nhiên, BSC chưa đưa vào dự báo do chưa có thông tin đầy đủ.

(3) Kế hoạch chuyển sàn HOSE

Rào cản lớn nhất của việc chuyển sàn hiện là (i) cơ chế quản lý khu bay, (ii) quá trình cổ phần hóa chưa hoàn tất. BSC kỳ vọng thời gian sớm nhất để ACV chuyển sàn là Quý 3/2021 sau khi thông tin về khu bay dự kiến công bố T11, các vấn đề về cổ phần hóa dự kiến hoàn tất trong Quý 1/2021.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP Q3/2020

ACV – SỤT GIẢM LỢI NHUẬN DO ẢNH HƯỞNG BỜ DỊCH BỆNH

KQKD 9T/2020 bị sụt giảm so với cùng kỳ do (i) các đường bay quốc tế chưa hồi phục, (ii) phí dịch vụ hàng không được điều chỉnh giảm. Doanh thu 9T/2020 đạt 6,083 tỷ đồng (-55% yoy), LNST đạt 1,366 tỷ đồng (-77% yoy). Trong đó, doanh thu dịch vụ hàng không và phí hàng không giảm lần lượt -57% yoy và -36% yoy.

Bảng: Kết quả kinh doanh Q3, 9T/2020 ACV

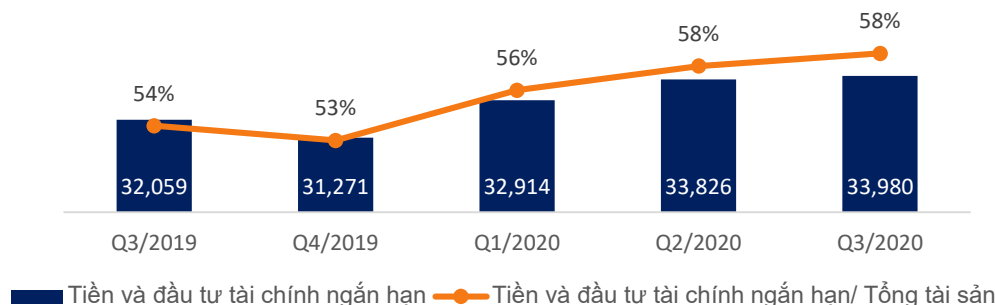
KQKD (tỷ đồng)	Q3/2020	Q3/2019	% Thay đổi	9T/2020	9T/2019	% Thay đổi
DOANH THU GỘP	1,443	4,591	-69%	6,083	13,500	-55%
Dịch vụ hàng không	1,061	3,667	-71%	4,678	10,793	-57%
Dịch vụ phi hàng không	288	559	-48%	1,014	1,580	-36%
Dịch vụ bán hàng	94	365	-74%	432	1,127	-62%
Khác	-	-		-	-	
Giá vốn hàng bán	(1,402)	(2,179)	-36%	(4,869)	(6,502)	-25%
LỢI NHUẬN GỘP	41	2,412	-98%	1,214	6,998	-83%
Doanh thu tài chính	579	573	1%	1,682	1,397	-20%
Chi phí tài chính	(287)	(29)	884%	(714)	(486)	47%
- Chi phí lãi vay	(25)	(25)	0%	(72)	(73)	-1%
Phần lãi từ CTLK	37	83	-56%	108	318	-66%
Chi phí bán hàng	(28)	(90)	-68%	(123)	(278)	-56%
Chi phí QLDN	(185)	(212)	-13%	(502)	(658)	-24%
LỢI NHUẬN TỪ HĐKD	156	2,737	-94%	1,665	7,292	-77%
Thu nhập khác, ròng	0	(1)	-172%	7	6	26%
LNTT	156	2,737	-94%	1,672	7,298	-77%
LNST	139	2,207	-94%	1,366	5,908	-77%

Nguồn: BCTC ACV, BSC Research

Chi phí giá vốn giảm Q3/2020 giảm 36% yoy, chủ yếu đến từ giảm chi phí khấu hao do một số tài sản đã hết khấu hao. BSC ước tính chi phí khấu hao Q3 trong cơ cấu giá vốn là 595 tỷ đồng (-40% yoy).

Doanh thu tài chính (DTTC) Q3/2020 đạt 579 tỷ đồng, là yếu tố bù đắp chi phí HĐKD. Doanh thu tài chính ACV chủ yếu từ lãi tiền gửi ngân hàng và là một nguồn lợi nhuận ổn định. Chúng tôi dự báo trong Q4/2020, ACV sẽ ghi nhận thêm hơn 500 tỷ VND từ DTTC.

Hình: Tỷ lệ tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn đã tăng từ 53% Q1/2020 lên 58% Q3/2020.



Nguồn: BCTC ACV, BSC Research

DỰ BÁO KQKD

Năm 2020 – Phục hồi thị trường nội địa

BSC dự báo KQKD cho 2020, doanh thu và LNST năm 2020 của ACV lần lượt ước đạt 7,959 tỷ đồng (-57% yoy), và 1,872 tỷ đồng (-77% yoy), tương đương EPS = 858. Dự báo của Chúng tôi dựa trên:

- (1) Sản lượng hành khách nội địa tiếp tục phục hồi, đạt 56 triệu khách (-25% yoy), sản lượng hành khách quốc tế đạt 5 triệu khách (-83% yoy), phần lớn ghi nhận từ thời điểm trước bùng phát dịch.
- (2) Giá dịch vụ hàng không, dịch vụ cho thuê mặt bằng được điều chỉnh giảm cho giai đoạn T3-T9.

Năm 2021 – Kỳ vọng mở lại đường bay quốc tế

Chúng tôi dự báo năm 2021 doanh thu sẽ đạt 14,685 tỷ đồng (+85% yoy), LNST đạt 6,718 tỷ đồng (+258% yoy). Với kỳ vọng (i) Mạng đường bay quốc tế sẽ mở lại trong Q3/2021, (ii) Các quốc gia Châu Á tiếp tục kiểm soát tốt dịch bệnh, BSC dự phóng:

- (1) Sản lượng hành khách quốc tế đạt 8 triệu khách, bằng 30% so với sản lượng năm 2019 do mạng đường bay quốc tế trong khu vực Châu Á được nối lại. Sản lượng hành khách nội địa tương đương so với sản lượng năm 2019.
- (2) Giá dịch vụ hàng không, dịch vụ cho thuê mặt bằng được BSC điều chỉnh lại về mức 2019.
- (3) Dự án nhà ga T3 Tân Sơn Nhất được khởi công, với mức đầu tư dự phóng 2021 là 2,700 tỷ đồng.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu ACV với giá mục tiêu 87,600 đồng/cp (+28.4% so với mức giá đóng cửa ngày 12/11/2020), dựa trên phương pháp FCFF với mức chiết khấu WACC = 9.3%. Giả định về dự án sân bay Long Thành và dự án mở rộng nhà ga T2 Nội Bài chưa được Chúng tôi đưa vào định giá chính thức do chưa có đầy đủ thông tin. Các giả định khác được Chúng tôi cập nhật ở phía dưới.

Bảng:

Tính toán WACC

Giả định	
Tăng trưởng dài hạn	2%
Lợi suất phi rủi ro	2.75%
Beta	0.9
Phần bù rủi ro thị trường	10.5%
Chi phí vốn chủ sở hữu	12.2%
Chi phí vay	2.8%
Thuế suất	19%
WACC	9.3%

Nguồn: BSC dự báo

Tóm tắt các kịch bản

KỊCH BẢN CƠ SỞ -

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sản lượng hành khách qua cảng ACV (triệu HK)	61	82	103	119	137	156
-Quốc tế	5	8	19	22	27	32
-Nội địa	56	74	84	96	110	124
Doanh thu	7,959	14,685	18,400	20,996	23,993	27,288
Lợi nhuận gộp	1,569	7,282	10,434	12,638	15,182	18,478
Lợi nhuận sau thuế	1,875	6,718	9,283	11,159	13,302	16,049
Định giá (VND)	87,600					

Kịch bản tốt

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sản lượng hành khách qua cảng ACV (triệu HK)	61	87	108	126	148	173
Quốc tế	5	13	23	30	38	49
Nội địa	56	74	84	96	110	124
Doanh thu	7,959	15,531	19,177	22,240	25,885	30,069
Lợi nhuận gộp	1,569	8,000	11,094	13,694	16,787	20,889
Lợi nhuận sau thuế	1,875	7,276	9,794	11,976	14,544	17,916
Định giá (VND)	96,400					

Kịch bản xấu:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sản lượng hành khách qua cảng ACV (triệu HK)	61	78	97	111	126	142
-Quốc tế	5	4	13	14	16	18
-Nội địa	56	74	84	96	110	124
Doanh thu	7,959	13,930	17,429	19,659	22,196	24,917
Lợi nhuận gộp	1,569	6,641	9,610	11,503	13,657	16,421
Lợi nhuận sau thuế	1,875	6,220	8,646	10,281	12,122	14,456
Định giá	79,800					

Bảng:

Tính toán theo phương pháp FCFF

Tính toán FCFF	
GTHT của dòng tiền từ năm 2020F -2023F	30,967
GTHT của giá trị cuối cùng	217,563
+ Tiền, tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn	34,092
+ Đầu tư tài chính dài hạn	3,119
- Nợ vay	(15,361)
- Lợi ích cổ đông thiểu số	(57)
Giá trị vốn chủ sở hữu	190,715
Số lượng cổ phiếu (triệu)	2,177
Giá cổ phiếu	87,600

*GTHT: Giá trị hiện tại

Nguồn: BSC dự báo

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F	LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	16,123	18,329	7,959	14,685	(Lỗ)/LNST	6,173	8,201	1,872	6,707
Giá vốn hàng bán	(8,296)	(8,995)	(6,390)	(7,403)	Khấu hao và phân bổ	3,880	3,920	4,636	2,809
Lợi nhuận gộp	7,828	9,334	1,569	7,282	Thay đổi vốn lưu động	142	(306)	(336)	(660)
Chi phí bán hàng	(340)	(379)	(191)	(288)	Điều chỉnh khác	(1,677)	(2,993)	(1,673)	(2,600)
Chi phí QLDN	(878)	(1,006)	(741)	(845)	LCTT từ HĐ KD	7,936	9,066	4,502	6,267
Lãi/lỗ HĐKD	6,609	7,948	637	6,148					
Doanh thu tài chính	1,363	1,920	2,359	2,523	Tiền chi mua TSCĐ	(2,007)	(1,954)	(1,600)	(2,000)
Chi phí tài chính	(756)	(104)	(843)	(542)	Đầu tư khác	(4,728)	(5,285)	359	(477)
Chi phí lãi vay	(95)	(96)	(96)	(94)	LCTT từ HĐ Đầu tư	(6,735)	(7,239)	(1,241)	(2,477)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	336	383	156	173					
Lãi/lỗ khác	65	9	9	4	Tiền chi trả cổ tức	(1,959)	(1,959)	(1,959)	(1,959)
Lợi nhuận trước thuế	7,618	10,156	2,318	8,306	Tiền từ vay ròng	85	(155)	(480)	(240)
Thuế thu nhập DN	(1,433)	(1,942)	(443)	(1,588)	Tiền thu khác	(1)	(2)	-	-
LN sau thuế	6,185	8,214	1,875	6,718	LCTT từ HĐ Tài chính	(1,875)	(2,116)	(2,440)	(2,200)
LNST - CĐTS	(13)	(13)	(3)	(11)					
LNST - CĐ CT Mẹ	6,173	8,201	1,872	6,707	Dòng tiền đầu kỳ	1,314	638	350	1,170
EPS	2,835	3,767	860	3,081	Tiền trong kì	(675)	(289)	821	1,590
					Dòng tiền cuối kỳ	638	350	1,170	2,760

CĐKT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F	Chỉ số(%)	2018	2019	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	638	350	1,170	2,760	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	23,730	30,922	32,922	35,922	Hồ TT ngắn hạn	4.1	5.7	13.6	9.7
Phải thu ngắn hạn	6,156	5,361	2,396	4,452	Hồ TT nhanh	4.0	5.6	13.5	9.6
Tồn kho	469	493	161	280					
TS ngắn hạn khác	287	166	89	120	Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn	31,281	37,291	36,738	43,534	Hồ Nợ/TTS	43%	37%	33%	32%
Phải thu dài hạn	321	305	305	305	Hồ Nợ/VCSH	74%	58%	49%	47%
TS hữu hình	18,447	16,345	11,709	8,901					
TS dở dang dài hạn	592	865	2,465	4,465	Năng lực hoạt động				
ĐT dài hạn	2,806	2,963	3,119	3,291	Số ngày HTK	21	20	9	14
TS dài hạn khác	178	407	242	277	Số ngày phải thu	56	53	40	43
TS dài hạn	22,344	20,885	17,841	17,239					
Tổng TS	53,625	58,176	54,579	60,773	Tỉ suất lợi nhuận				
Vay ngắn hạn	151	240	240	458	Lợi nhuận gộp	49%	51%	20%	50%
Nợ ngắn hạn khác	7,533	6,278	2,467	4,048	Lợi nhuận LNST	38%	45%	24%	46%
Tổng Nợ ngắn hạn	7,684	6,518	2,708	4,507	ROE	20%	22%	5%	16%
Vay dài hạn	15,043	14,760	15,121	14,758	ROA	12%	14%	3%	11%
Nợ dài hạn khác	111	141	142	142					
Tổng Nợ dài hạn	15,155	14,901	15,262	14,900	Tăng trưởng				
Tổng Nợ	22,839	21,419	17,970	19,406	Tăng trưởng DTT	17%	14%	-57%	85%
Vốn góp	21,772	21,772	21,772	21,772	Tăng trưởng EBIT	42%	33%	-76%	248%
Thặng dư vốn cổ phần	15	15	15	15	Tăng trưởng LNNT	43%	33%	-77%	258%
LN chưa phân phối	6,397	8,885	8,172	10,908	Tăng trưởng EPS	51%	33%	-77%	258%
Vốn chủ khác	2,550	6,032	6,594	8,606					
Cổ đông thiểu số	53	53	57	66					
Tổng Vốn chủ sở hữu	30,786	36,757	36,609	41,366					
Tổng nguồn vốn	53,625	58,176	54,579	60,773					
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	2,177	2,177	2,177	2,177					

Nguồn: BSC Research.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

