

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

Giá thị trường

VND84.500

Giá mục tiêu

VND117.900

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Công nghiệp

Ngày 16/02/2023

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

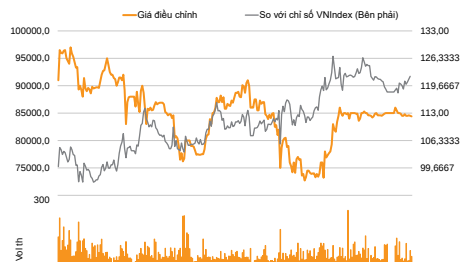
Consensus*: Mua:6 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 15,2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 8,7%-7,5%

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)	3.677
Thị giá vốn (tỷ VND)	183.872
Free float (%)	5
P/E trượt (x)	29,5
P/B hiện tại (x)	4,2

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

Chờ đợi sự phục hồi hoàn toàn của khách quốc tế

- Trong Q4/22, ACV ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng 1.072 tỷ (+494,6% svck). LN ròng cả năm tăng 12 lần svck, hoàn thành 93,4% dự phóng cả năm.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của ACV tăng 27,0%/6,8% svck trong 2023-24 nhờ sự phục hồi của khách quốc tế (+205%/14,2% svck trong 2023-24).
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 117.900 đồng/cp.

Thị trường quốc tế hồi phục bù trừ cho nội địa giảm tốc trong quý 4

Trong Q4/22, khách quốc tế tiếp tục hồi phục mạnh mẽ (+93 lần svck) và đạt mức 67% trước dịch. Mặc dù tăng 406% svck, sản lượng khách nội địa đang giảm tốc (-36,4% sv quý trước, tương đương mức trước dịch) do (1) quý 4 là mùa thấp điểm và du khách có xu hướng du lịch nước ngoài sau 3 năm. Do đó, doanh thu và LN ròng của ACV tăng 330,8%/494,6% svck trong Q4/22 đạt 4.109/1.072 tỷ đồng. So với quý trước, doanh thu giảm nhẹ 1,9% do thị trường quốc tế phục hồi bù trừ cho thị trường nội địa giảm tốc nhưng LN ròng giảm mạnh 49,4% do doanh thu tài chính thấp hơn (-31% sv quý trước do lãi tỷ giá giảm), (2) chi phí QLDN cao hơn do chi phí nhân công và dự phòng phải thu từ các hãng hàng không tăng. Trong cả năm 2022, LN ròng của ACV tăng 12 lần svck đạt 6.236 tỷ, hoàn thành 93,4% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Thị trường quốc tế duy trì đà phục hồi nhờ Trung Quốc mở cửa

Mặc dù Việt Nam chưa nằm trong danh sách cấp lại visa du lịch hiện tại và lượng khách Trung Quốc đến Việt Nam giảm 6,6% sv tháng trước trong tháng 1/2023, chúng tôi vẫn kỳ vọng vào sự phục hồi mạnh của khách Trung Quốc trong năm 2023 do (1) vấn đề cấp lại visa đang được nhanh chóng giải quyết từ cả 2 phía và chúng tôi kỳ vọng chính sách visa sẽ trở lại bình thường vào giữa quý 2/2023, và (2) các hãng hàng không đang khẩn trương mở lại các đường bay giữa hai nước. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách Trung Quốc tới Việt Nam sẽ phục hồi về mức 80% trước dịch vào cuối 2023, cùng với sự hồi phục hoàn toàn lượng khách quốc tế từ các nước khác, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách quốc tế của ACV có thể tăng 205% svck đạt 24,7 triệu khách trong năm 2023 (bằng 87,9% trước dịch), và có thể tiếp tục tăng 14,2% svck đạt 28,2 triệu khách trong năm 2024 (bằng 100,2% mức trước dịch).

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 không đổi 117.900 đồng/cp dựa trên việc (1) chúng tôi chuyển mô hình DCF sang năm 2023, và (2) chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 8,7%-7,5% do lượng khách nội địa giảm. Tiềm năng tăng giá gồm (1) khách quốc tế hồi phục mạnh, kế hoạch cổ tức được công bố. Rủi ro tăng giá là việc được niêm yết trên sàn HSX. Rủi ro giảm giá gồm (1) bất ổn từ việc cấp lại visa từ Trung Quốc, (2) đồng Yên tăng giá mạnh hơn dự kiến so với VND.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	4.752	13.834	20.844	23.632
Tăng trưởng DT thuần	(38,8%)	191,1%	50,7%	13,4%
Biên lợi nhuận gộp	(16,5%)	47,4%	57,2%	57,4%
Biên EBITDA	75,9%	81,3%	77,7%	75,9%
LN ròng (tỷ)	480	6.236	7.923	8.465
Tăng trưởng LN ròng	(70,9%)	1199,9%	27,0%	6,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(70,9%)	1199,9%	27,0%	6,8%
EPS cơ bản	220	2.864	3.639	3.888
EPS điều chỉnh	214	2.779	3.530	3.771
BVPS	17.275	20.099	23.655	27.349
ROAE	1,3%	15,3%	16,6%	15,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

CHỜ ĐỢI SỰ PHỤC HỒI HOÀN TOÀN CỦA KHÁCH QUỐC TẾ

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

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho ACV với giá mục tiêu không đổi 117.900 đồng/cp do (1) chúng tôi chuyển mô hình DCF sang năm 2023, và (2) chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 8,7%-7,5% do lượng khách nội địa giảm. Chúng tôi cho rằng ACV là cổ phiếu thích hợp cho mục tiêu đầu tư dài hạn nhờ:

- Tăng trưởng lợi nhuận vững chắc 27,0%/6,8% svck giai đoạn 2023-24 nhờ sự phục hồi của các đường bay quốc tế.
- Kế hoạch chia 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 trưởng dài hạn từ dự án sân bay Long Thành và nhiều dự án hạ tầng hàng không khác.

Tiềm năng tăng giá

- Khách quốc tế phục hồi mạnh.
- Kế hoạch chia cổ tức cổ phiếu được công bố.

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 cấp lại visa của Trung Quốc.
- Đồng Yên mạnh hơn dự kiến.

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

	2023	2024	2025	2026 //	2030 //	2035
EBIT	8.542	9.770	10.547	14.424	25.880	60.637
Trừ: thuế	-2.264	-2.419	-2.323	-2.967	-5.459	-13.109
EBIAT	6.278	7.351	8.224	11.457	20.421	47.529
Cộng: chi phí khấu hao	3.293	3.566	4.586	2.924	14.332	14.059
Trừ: CAPEX	-8.968	-39.303	-39.818	-36.324	-11.731	-21.465
Trừ: thay đổi vốn lưu động	67	-446	-524	-376	-1.713	-1.691
FCFF	669	-28.832	-27.532	-22.319	21.308	38.432
Giá trị hiện tại của FCFF	669	-26.476	-23.216	-17.282	11.731	13.815
Tổng giá trị hiện tại của FCFF	11.363					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Giả định đầu vào

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Mô hình định giá DCF (Đơn vị: tỷ đồng)

Đơn vị	Tỷ đồng trừ giá mục tiêu
Tổng giá trị hiện tại của FCFF	11.363,2
Giá trị tới hạn	21.308
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn	223.176,2
Giá trị doanh nghiệp	234.539,5
Trừ: giá trị nợ	(11.200,7)
Trừ: cổ phiếu ưu đãi	-
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	-
Cộng: tiền và tương đương tiền	33.289,8
Giá trị VCSH	256.628,6
SLCPLH	2.177.173.236
Giá trị cổ phiếu	117.872,36
Làm tròn	117.900,00

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên Công ty	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa tr USD	P/E (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/BV (lần)		ROE (%)		EV/EBITDA (lần)	
		Nội tệ	Nội tệ			2023	2024	CAGR (%)	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Cảng hàng không														
Tổng Công ty Cảng HK Việt Nam	ACV VN	84.500,0	117.900	Khả quan	7.705,3	23,5	22,0	119,0	3,6	3,1	16,6	15,2	12,0	10,9
Airport of Thailand	AOT TB	72,5	N/A	KKN	30.654,2	95,6	35,9	NA	9,3	8,0	10,1	23,0	42,6	22,3
Shanghai International Air-A	600009 CH	61,9	N/A	KKN	22.612,6	NA	73,1	NA	4,1	3,9	-7,8	5,0	NA	36,0
Beijing Capital Intl Airpo-H	694 HK	5,9	N/A	KKN	3.459,3	NA	NA	NA	1,3	1,3	-13,2	-2,0	NA	29,0
Japan Airport Terminal Co	9706 JP	6.400,0	N/A	KKN	4.513,4	NA	101,6	NA	3,9	3,8	-2,9	3,5	41,9	18,6
Shenzen Airport Co-A	000089 CH	7,6	N/A	KKN	2.289,9	NA	NA	NA	1,4	1,4	-9,3	-1,2	NA	23,6
Malaysia Airports Holdings	MAHB MK	7,0	N/A	KKN	2.667,2	NA	29,0	NA	1,7	1,7	-2,3	6,0	11,3	7,5
Trung bình						59,6	52,3		3,6	3,3	-1,2	7,1	27,0	21,1

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

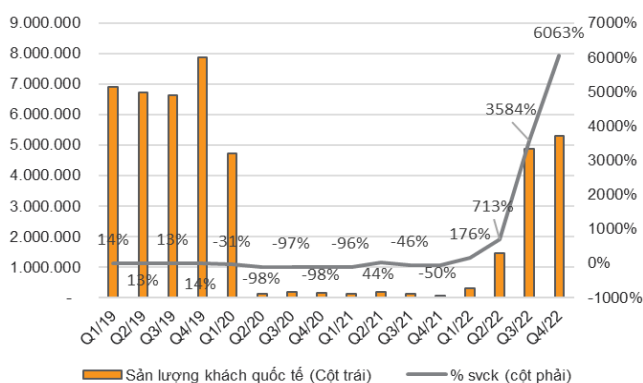
KQKD Q4/2022: Thị trường quốc tế phục hồi mạnh bù trừ cho sự giảm tốc của thị trường nội địa

Hình 5: Tổng quan KQKD Q4/22 và cả năm 2022

	Q4/22	Q4/21	%svck	%svqt	2022	2021	%svck	sv dự phóng 2022	Nhận xét
Tổng sản lượng khách (tr)	22,3	3,7	497,3%	-31,9%	95,1	29,7	219,9%	89,6%	
- Quốc tế (tr)	3,6	0,0	9305,3%	8,1%	8,1	0,2	3465,6%	95,2%	Lượng khách quốc tế trong Q4/22 hồi phục mạnh mẽ khi so sánh với cùng kỳ và quý trước do Việt Nam đã nối lại đường bay quốc tế với hầu hết các quốc gia (trừ Trung Quốc). Sản lượng khách quốc tế đã đạt 67% so với trước dịch.
- Nội địa (tr)	18,7	3,7	406,6%	-36,4%	87,0	29,5	194,9%	89,1%	Sản lượng khách nội địa tăng 406,6% svck nhưng lại giảm 36,4% sv quý trước do (1) bước qua mùa cao điểm du lịch, và (2) người dân có xu hướng du lịch quốc tế hơn sau 3 năm không được di chuyển.
Doanh thu	4.109	954	330,8%	-1,9%	13.834	4.752	191,1%	93,2%	
- Dịch vụ hàng không	3.433	794	332,1%	-2,5%	11.575	3.829	202,3%	94,5%	
- Dịch vụ phi hàng không	494	128	286,6%	3,4%	1.674	753	122,4%	92,7%	
- Thương mại	251	44	471,7%	23,0%	697	193	260,9%	89,0%	
Lợi nhuận gộp	1.933	(162)	NA	-18,8%	6.558	(785)	NA	98,5%	
Biên lợi nhuận gộp	47,0%	-17,0%	+64,0 điểm%	-9,8 điểm%	47,4%	-16,5%	+63,9 điểm%		
Doanh thu tài chính	633	962	-34,2%	-31,0%	4.120	3.254	26,6%	111,5%	Doanh thu tài chính Q4/22 giảm 34,2% svck do lãi tỷ giá giảm 73,9% svck.
Chi phí tài chính	28	67	-58,0%	38,9%	91	204	-55,6%	49,8%	
Chi phí bán hàng	82	3	2511,9%	43,2%	220	85	159,3%	87,8%	
Chi phí QLDN	950	334	184,4%	241,9%	1.744	1.232	41,5%	166,5%	Chi phí QLDN trong Q4/22 tăng mạnh 184,4% svck do (1) chi phí nhân công tăng 361% svck, và (2) dự phòng phải thu đối với các hãng hàng không tăng 176% svck..
Lợi nhuận từ công ty liên kết	62	(18)	-444,9%	44,3%	196	33	489,4%	56,0%	
Lợi nhuận trả về nhà nước	211	109	94,4%	-24,2%	885	310	185,6%	129,1%	
Lợi nhuận ròng	1.072	180	494,6%	-49,4%	6.236	480	1199,9%	93,4%	Thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do tăng trưởng sản lượng khách nội địa Q4 thấp hơn dự kiến và chi phí QLDN cao hơn dự kiến.

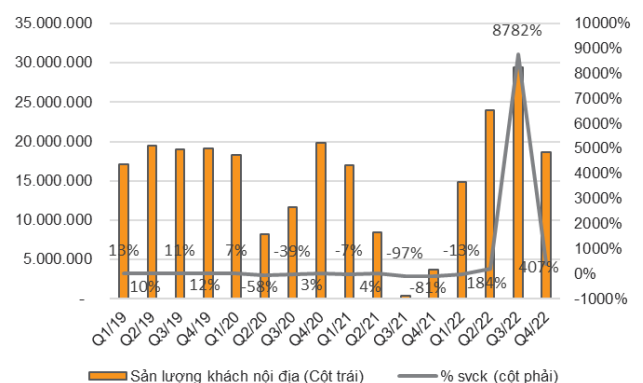
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: Sản lượng khách quốc tế tiếp tục hồi phục mạnh mẽ trong Q4/22



Nguồn: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Sản lượng khách nội địa giảm 36,4% sv quý trước khi mùa cao điểm đã qua và người dân có thể du lịch nước ngoài dễ hơn



Nguồn: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng 2023-24: thị trường quốc tế duy trì đà tăng trưởng mạnh từ việc Trung Quốc mở cửa

Thị trường quốc tế sẽ là động lực tăng trưởng của toàn ngành

Trong tháng 1/2023, sản lượng khách quốc tế tiếp tục tăng 10% sv quý trước với đóng góp tăng trưởng chủ yếu đến từ khách Mỹ (+50% sv quý trước) và khách Hàn Quốc (+28,5% sv quý trước). Sau 3 năm, Trung Quốc đã công bố

mở cửa từ tháng 1/2023, theo đó du khách có thể nhập cảnh Trung Quốc không cần cách ly mà chỉ cần xét nghiệm âm tính với Covid-19 trong vòng 48 tiếng trước khi hạ cánh. Mặc dù Trung Quốc không yêu cầu cách ly với du khách, việc cung cấp visa du lịch hiện vẫn đang bị hạn chế, trừ 20 quốc gia trong danh sách mới được công bố ngày 08/02/2023. Mặc dù Việt Nam chưa có mặt trong danh sách này, chúng tôi vẫn tin vào tiềm năng phục hồi khách quốc tế Trung Quốc tới Việt Nam trong năm 2023 bởi:

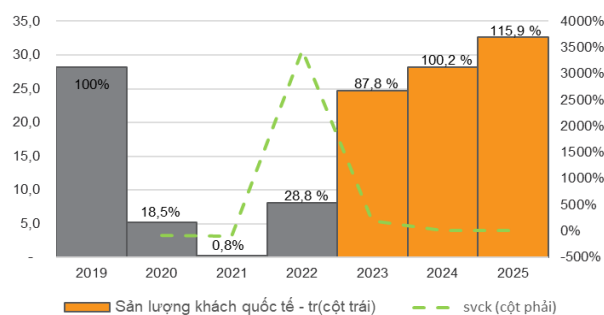
- Việc cấp visa đang được khẩn trương giải quyết từ cả hai phía và chúng tôi kỳ vọng visa du lịch đến Việt Nam sẽ trở lại bình thường trong giữa quý 2/2023.
- Các hãng hàng không đang khẩn trương mở lại đường bay với Trung Quốc. HVN sẽ khôi phục 9/10 đường bay thường lệ đến Trung Quốc trong 2 tháng tới trong khi Vietjet và Bamboo Airways sẽ triển khai nhiều tuyến mới đến Trung Quốc trong mùa hè này.

Hình 8: Ước tính mức độ hồi phục của sản lượng khách quốc tế

Quốc gia	Tỷ trọng 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%	40%	70%	90%	100%	105%	110%
Đông Nam Á	12,5%	5%	50%	80%	90%	100%	105%	110%	115%
Châu Âu	8,1%	5%	20%	40%	60%	90%	100%	105%	110%
Nhật Bản	5,6%	6%	20%	40%	60%	80%	100%	105%	110%
Đài Loan	5,5%	4%	10%	20%	40%	60%	80%	100%	105%
Mỹ	4,5%	5%	20%	40%	60%	80%	100%	105%	110%
Nga	3,8%	5%	10%	20%	50%	80%	90%	100%	105%
Ấn Độ	0,0%	5%	20%	40%	60%	80%	100%	105%	110%
Tổng	100,0%	4,9%	18,6%	36,5%	54,0%	68,1%	83,4%	94,9%	105,3%
		28,5%				87,9%			

Nguồn: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Dự phóng lượng khách quốc tế trong trung hạn



Nguồn: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

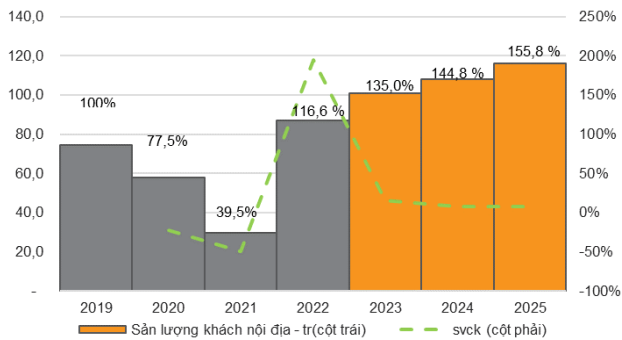
Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách du lịch Trung Quốc sẽ hồi phục mạnh từ Q2/2023 và có thể phục hồi về mức 80% trước dịch vào cuối năm 2023, cùng với kỳ vọng sản lượng từ các thị trường quốc tế khác sẽ khôi phục hoàn toàn vào cuối năm 2023, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách quốc tế của ACV trong 2023 có thể tăng mạnh 205% svck đạt 24,7 triệu khách (bằng 87,9% mức trước dịch), và có thể tiếp tục tăng 14,2% svck đạt 28,2 triệu khách trong năm 2024 (bằng 100,2% mức trước dịch).

Thị trường nội địa có thể đạt mức tăng trưởng 2 con số năm 2023 nhưng sẽ giảm tốc trong 2024 do hạ tầng hàng không quá tải

Trong tháng 1/2023, sản lượng khách nội địa đã trở về quỹ đạo tăng trưởng theo tháng với 7,5 triệu khách (tăng 15% so với tháng trước) do kỳ nghỉ Tết.

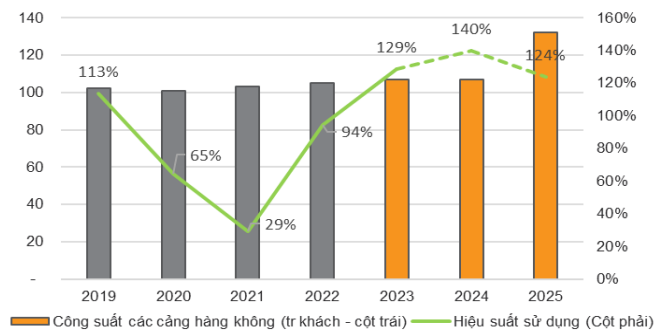
- Trong cả năm 2023, từ mức nền thấp của Q1/2022 khi dịch bệnh bùng phát, cùng với đà tăng trưởng hiện tại, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách nội địa có thể tăng 15,8% svck đạt 100,7 triệu khách.
- Trong năm 2024, tăng trưởng có thể giảm xuống 7,3% svck đạt 108 triệu khách nội địa do (1) năm 2023 có một mức nền cao, (2) thiếu hụt công suất do nhiều dự án hạ tầng hàng không trọng điểm đang được triển khai và chưa hoạt động, khiến hạ tầng hàng không không thể bắt kịp đà tăng trưởng của lượng khách và hạ tầng bị quá tải. Chúng tôi ước tính các sân bay của Việt Nam có thể hoạt động ở 129%/140% công suất thiết kế giai đoạn 2023-24 trước khi giảm xuống trong năm 2025 khi nhiều dự án hạ tầng quan trọng vận hành như dự án nhà ga T3 Tân Sơn Nhất hay dự án mở rộng nhà ga T2 Nội Bài. Đáng chú ý, dự án nhà ga T3 Tân Sơn Nhất đã bắt đầu khởi công từ tháng 12/2022 và có thể đi vào hoạt động trong Q4/24.

Hình 10: Dự phóng lượng khách nội địa trong trung hạn



Nguồn: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Ước tính hiệu suất hoạt động của các sân bay đến 2025

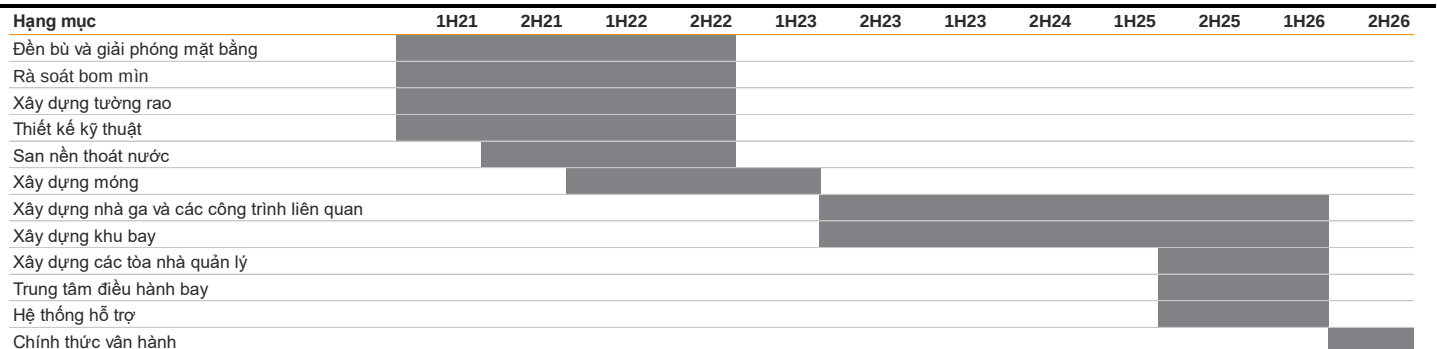


Nguồn: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

Dự án sân bay Long Thành có thể bị chậm tiến độ tuy nhiên sẽ tăng cường sức khỏe tài chính cho ACV trong giai đoạn tới

Trong tháng 2/2023, ACV đã mời gọi thầu lần thứ hai cho gói thầu xây dựng nhà ga sau lần đầu không thành công. Gói thầu có giá trị 1,5 tỷ USD và ACV đặt mục tiêu sẽ tìm được nhà thầu trong tháng 5/2-23. Thời gian thực hiện dự án vào khoảng 33 tháng, do đó, theo tiến độ này, toàn bộ dự án sân bay Long Thành sẽ khó hoàn thành trước tháng 3/2026.

Hình 12: Dự phóng thời gian thi công dự án sân bay Long Thành

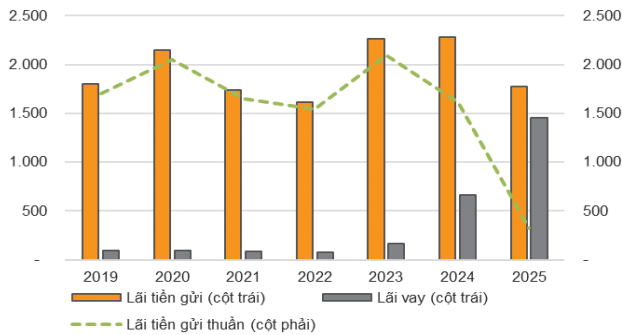


Nguồn: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

Mặc dù tiến độ xây dựng có thể chậm hơn dự kiến, điều này đồng nghĩa với việc tiến độ giải ngân cũng được giãn ra và tình hình tài chính của ACV sẽ được cải thiện hơn trong giai đoạn đầu tư cao điểm cho sân bay Long Thành nhờ (1) lợi nhuận giữ lại nhiều hơn để có thể đối ứng cho dự án, và (2) cao điểm giải ngân có thể rơi vào 2024-25 khi lãi suất được dự báo sẽ hạ và phần nào giảm thiểu chi phí tài chính cho ACV. Chúng tôi dự phóng tiến độ giải ngân và tình hình tài chính của ACV các năm tới như sau:

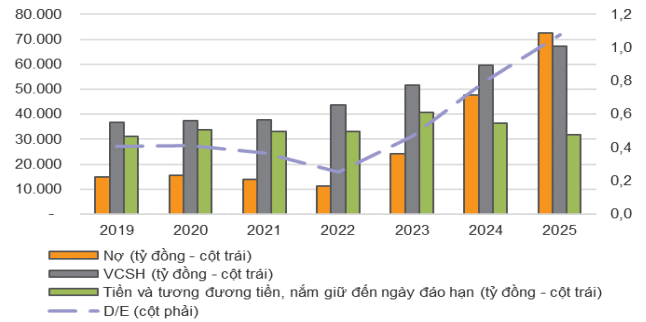
- Chúng tôi kỳ vọng ACV sẽ giải ngân đầu tư 0,34/1,63/1,65 tỷ USD giai đoạn 2023-25.
- Do đó, lãi tiền gửi của ACV có thể tăng 39,8% svck trong 2023 nhờ lượng tiền gửi cùng lãi suất tăng, đi ngang ở mức này trong năm 2024 trước khi giảm xuống 22% svck trong năm 2025. Điều này sẽ giúp lãi tiền gửi thuần tăng 35,6% svck trong 2023 trước khi giảm 22,9%/79,9% svck trong 2024-25.
- Về đòn bẩy, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ D/E của ACV có thể tăng từ 0,3 trong năm 2022 lên 1,1 trong năm 2025, mức tương đối an toàn cho doanh nghiệp trong giai đoạn cao điểm đầu tư.

Hình 13: Lãi tiền gửi thuần có thể bắt đầu giảm từ năm 2024 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Tỷ lệ D/E của ACV sẽ tăng tương đối mạnh giai đoạn 2023-25 tuy nhiên vẫn ở mức an toàn



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Điều chỉnh dự phóng 2023-24

Chúng tôi thay đổi dự phóng KQKD của ACV như sau:

- Chúng tôi giảm dự phóng lượng khách nội địa trong 2023-24 xuống 5,0%-6,4% do đã giảm tốc vừa qua.
- Cùng với việc điều chỉnh giảm doanh thu trên mỗi hành khách theo kết quả kinh doanh thực hiện 2022, chúng tôi giảm dự phóng doanh thu 2023-24 xuống 11,3%-14,9%.
- Chúng tôi tăng dự phóng chi phí QLDN 2023-24 thêm 33,0%-28,0%, chủ yếu do điều chỉnh chi phí nhân công phù hợp với kết quả 2022.
- Chúng tôi tăng doanh thu tài chính 2023-24 thêm 86,1%-183,3% và giảm chi phí tài chính 2023-24 xuống 90,7%-78,3% để phản ánh việc giãn tiến độ giải ngân của dự án Long Thành, điều này sẽ giúp cải thiện sức khỏe tài chính của ACV so với dự phóng trước đây.

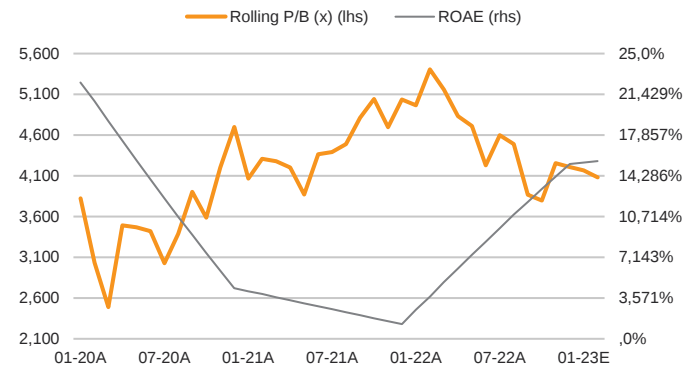
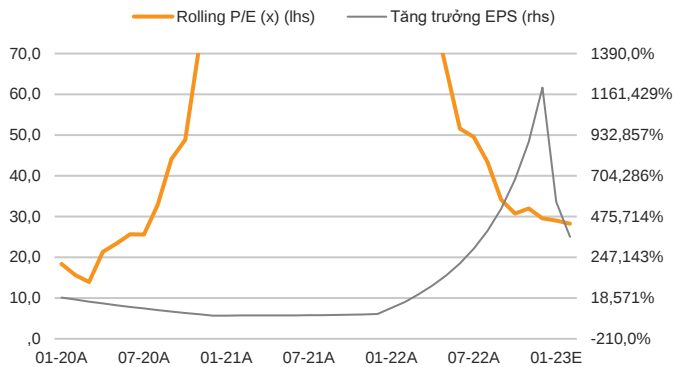
Theo những điều chỉnh trên, chúng tôi giảm dự phóng EPS 2023-24 xuống 8,7%-7,5%.

Hình 15: Điều chỉnh dự phóng 2023-24

	2022	2023			2024		
		Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi
Tổng sản lượng khách (tr)	95,1	130,7	125,4	-4,1%	143,9	136,2	-5,3%
- Quốc tế (tr)	8,1	24,7	24,7	0,0%	28,5	28,2	-1,0%
- Nội địa (tr)	87,0	106,0	100,7	-5,0%	115,4	108,0	-6,4%
Doanh thu (tỷ đồng)	13.834	23.509	20.844	-11,3%	27.777	23.632	-14,9%
Lợi nhuận gộp	6.558	14.317	11.925	-16,7%	16.915	13.558	-19,8%
Chi phí bán hàng	220	342	243	-28,8%	392	244	-37,7%
Chi phí QLDN	1.744	1.288	1.713	33,0%	1.512	1.935	28,0%
Lợi nhuận từ công ty liên kết	196	385	385	-0,1%	419	419	0,0%
Doanh thu tài chính	4.120	1.379	2.566	86,1%	909	2.575	183,3%
Chi phí tài chính	91	2.091	194	-90,7%	3.205	694	-78,3%
LN ròng	6.236	8.675	7.923	-8,7%	9.149	8.465	-7,5%
EPS (VND)	2.864	3.984	3.639	-8,7%	4.202	3.888	-7,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	13.834	20.844	23.632
Giá vốn hàng bán	(7.276)	(8.919)	(10.074)
Chi phí quản lý DN	(1.744)	(1.713)	(1.935)
Chi phí bán hàng	(220)	(243)	(244)
LN hoạt động thuần	4.594	9.968	11.379
EBITDA thuần	6.933	13.261	14.944
Chi phí khấu hao	(2.339)	(3.293)	(3.566)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	4.594	9.968	11.379
Thu nhập lãi	4.120	2.566	2.575
Chi phí tài chính	(91)	(194)	(694)
Thu nhập ròng khác	14	21	23
TN từ các Cty LK & LD	196	385	419
LN trước thuế	8.833	12.746	13.702
Thuế	(1.706)	(2.549)	(2.740)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(891)	(2.273)	(2.496)
LN ròng	6.236	7.923	8.465
Thu nhập trên vốn	6.236	7.923	8.465
Cổ tức phổ thông	(0)	0	0
LN giữ lại	6.236	7.923	8.465

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	2.497	3.613	5.380
Đầu tư ngắn hạn	30.498	36.998	30.998
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.410	7.330	8.291
Hàng tồn kho	449	676	765
Các tài sản ngắn hạn khác	367	541	614
Tổng tài sản ngắn hạn	40.221	49.159	46.048
Tài sản cố định	16.428	24.488	61.232
Tổng đầu tư	2.816	7.651	6.151
Tài sản dài hạn khác	574	864	980
Tổng tài sản	60.037	82.162	114.411
Vay & nợ ngắn hạn	366	903	1.604
Phải trả người bán	909	1.119	1.240
Nợ ngắn hạn khác	4.044	5.223	5.778
Tổng nợ ngắn hạn	5.320	7.245	8.621
Vay & nợ dài hạn	10.834	23.279	46.097
Các khoản phải trả khác	78	95	107
Vốn điều lệ và	21.772	21.772	21.772
LN giữ lại	15.940	18.841	24.556
Vốn chủ sở hữu	43.758	51.502	59.544
Lợi ích cổ đông thiểu số	48	42	42
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	60.037	82.162	114.411

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	8.833	12.746	13.702
Khấu hao	2.339	3.293	3.566
Thuế đã nộp	(200)	(2.549)	(2.740)
Các khoản điều chỉnh khác	(6.389)	(4.139)	(4.303)
Thay đổi VLĐ	(1.320)	67	(446)
LC tiền thuần HKKD	3.262	9.418	9.778
Đầu tư TSCĐ	(4.980)	(8.968)	(39.303)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	1.792	2.566	2.575
Thay đổi tài sản dài hạn khác	2.219	(6.500)	6.000
LC tiền từ HĐĐT	(969)	(12.903)	(30.728)
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	(362)	4.602	22.717
Dòng tiền từ HĐTC khác	(7)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(0)	0	0
LC tiền thuần HĐTC	(369)	4.602	22.717
Tiền & tương đương tiền đầu kì	573	2.497	3.613
LC tiền thuần trong năm	1.924	1.117	1.767
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.497	3.613	5.380

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	45,1%	38,0%	35,8%
Vòng quay TS	0,24	0,29	0,24
ROAA	10,8%	11,1%	8,6%
Đòn bẩy tài chính	1,41	1,49	1,77
ROAE	15,3%	16,6%	15,2%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	166,1	119,1	119,1
Số ngày nắm giữ HTK	22,5	27,7	27,8
Số ngày phải trả tiền bán	45,6	45,8	45,0
Vòng quay TSCĐ	0,90	1,02	0,55
ROIC	11,3%	10,5%	7,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	7,6	6,8	5,3
Khả năng thanh toán nhanh	7,5	6,7	5,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	6,2	5,6	4,2
Vòng quay tiền	143,0	101,0	101,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	191,1%	50,7%	13,4%
Tăng trưởng LN từ HKKD		117,0%	14,1%
Tăng trưởng LN ròng	1.199,9%	27,0%	6,8%
Tăng trưởng EPS	1.199,9%	27,0%	6,8%

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 – Trưởng phòng

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>