

## Việt Nam

**KHẢ QUAN** (Không thay đổi)

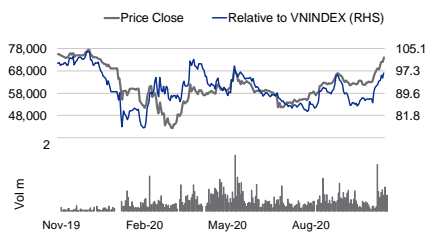
Consensus ratings\*: KQ 6 TL 2 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND74.500
Giá mục tiêu:	VND88.200
Giá mục tiêu cũ:	VND79.400
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	18,4%
CGS-CIMB / Consensus:	25,8%
Reuters:	ACV.HM
Bloomberg:	ACV VN
Vốn hóa:	US\$6.997tr
	VND162.186.400tr
GTGD bình quân:	US\$0,72tr
	VND16.796tr
SLCP đang lưu hành:	2.176.999tr
Free float:	5,0%

\*Nguồn: Bloomberg

**Thay đổi chính trong báo cáo**

➤ Giảm 9,0-22,8% dự phóng EPS 2020-22



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	17,3	35,2	-1,3
Tương đối (%)	13,9	18,9	-3,0

Cổ đông	% nắm giữ
Ủy ban Quản lý vốn NN	95,4
Khác	4,6

**Chuyên viên Phân tích**

**Nguyễn Thanh Tuấn**

T (84) 94 814 2970

E tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

# TCT Cảng Hàng không VN

## Khi Long Thành đã ở ngay ngưỡng cửa

- ACV được Thủ tướng phê duyệt làm chủ đầu tư Sân bay Quốc tế Long Thành Giai đoạn 1 với tổng mức đầu tư 4,3 tỷ USD.
- Sân bay Long Thành (LTIA) là dự án tốn kém nhưng cần thiết, đảm bảo triển vọng tăng trưởng dài hạn sau năm 2025 cho ACV.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 88.200 đồng/cp khi chúng tôi bắt đầu phản ánh những tác động của LTIA vào mô hình dự báo.

**KQKD Q3/20 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi**

DT Q3/20 của ACV giảm 68% svck sau khi tổng lượt hành khách giảm 21,3% svck. Các chuyến bay quốc tế vẫn trong tình trạng đóng băng trong khi sự phục hồi của du lịch nội địa bị gián đoạn bởi làn sóng Covid-19 trong tháng 7 và tháng 8, do đó lượt khách nội địa Q3/20 giảm 31,6% svck. LNR Q3/20 giảm 93,6% svck xuống 141 tỷ đồng, so với mức lỗ ròng 394 tỷ đồng trong Q2/20. Lợi nhuận ròng 9 tháng giảm 76,8% svck xuống 1.369 tỷ đồng, thấp hơn ước tính và ở mức 56,4% dự báo cả năm của chúng tôi.

**Long Thành giai đoạn 1 chính thức về tay ACV**

Tháng 11/2020, Thủ tướng Chính phủ giao dự án Sân bay Quốc tế Long Thành Giai đoạn (GĐ1) 1 cho ACV làm chủ đầu tư. Đây là đại dự án có tổng mức đầu tư 3 giai đoạn là 15 tỷ USD với công suất là 100 triệu hành khách và 5 triệu tấn hàng hóa mỗi năm. Giai đoạn 1 của dự án có thể phục vụ 25 triệu lượt khách và 1,2 triệu tấn hàng hóa mỗi năm. Chi phí đầu tư của ACV cho GĐ1 ước tính khoảng 4,3 tỷ USD (99.000 tỷ đồng) và dự kiến khởi công vào tháng 12 này, hoàn thành vào năm 2025. Qua đó, chúng tôi bắt đầu phản ánh những tác động của LTIA đến doanh thu và dòng tiền của ACV vào mô hình dự báo.

**Bước vào giai đoạn cao điểm đầu tư**

ACV dự kiến tài trợ Long Thành giai đoạn 1 với 1,5 tỷ USD vốn tự có và 2,7 tỷ USD bằng vốn vay, do đó ACV có thể sẽ phải sử dụng toàn bộ số tiền tích lũy được trong 5 năm qua. Thu nhập lãi tiền gửi của ACV dự báo sẽ giảm đáng kể với CAGR 2020-2025 là -44,3%, điều này sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận khi thu nhập lãi đóng góp lần lượt 16%/17%/79% vào LNTT các năm 2018/19/20. Chúng tôi ước tính ACV sẽ huy động khoảng 60.000 tỷ đồng thông qua vay ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu, đưa tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (D/E) từ 0,4 lần năm 2020 lên 1,3 lần năm 2025.

**Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 88.200 đồng/cp**

Giá mục tiêu của chúng tôi theo mô hình định giá DCF tăng 10,8% do, 1) chúng tôi giảm tổng EBITDA của 2021-2030 xuống 17% để phản ánh giai đoạn capex cao, 2) WACC giảm từ 12,56% xuống 8,9% để phản ánh tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu cao hơn và 3) tăng tốc độ tăng trưởng dài hạn từ 4% lên 4,5%, điều đó cho thấy tiềm năng tăng trưởng tốt hơn sau năm 2030 nhờ Sân bay Long Thành. Các rủi ro chính đối với giá mua của chúng tôi bao gồm 1) đại dịch Covid-19 kéo dài hơn dự kiến, 2) tiến độ xây dựng sân bay Long Thành chậm hơn ước tính. Tiềm năng tăng giá bao gồm tiến độ phát triển và phân phối vắc xin Covid-19 nhanh hơn dự kiến.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	16.123	18.329	8.105	13.483	18.272
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	10.490	11.868	3.770	7.391	11.395
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	6.173	8.201	2.210	5.170	7.166
EPS cốt lõi (VNĐ)	2.835	3.767	1.015	2.374	3.291
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	51%	33%	-73%	134%	39%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	26,28	19,78	73,40	31,38	22,63
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	900,0	899,9	900,0	900,0	900,0
Tỷ suất cổ tức	1,21%	1,21%	1,21%	1,21%	1,21%
EV/EBITDA (lần)	14,3	12,1	37,0	21,4	15,8
P/FCFE (lần)	NA	NA	140,26	NA	NA
P/B (lần)	5,28	4,42	4,40	4,06	3,61
ROE	21,3%	24,3%	6,0%	13,5%	16,9%
Thay đổi EPS cốt lõi			-9,0%	-22,8%	-14,3%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,11	0,87	1,04

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Khi Long Thành đã ở ngay ngưỡng cửa

### Tầm quan trọng của sân bay Long Thành đối với ACV

#### Sân bay Quốc tế Long Thành là một siêu dự án, tuy tốn kém nhưng cần thiết >

Cảng hàng không quốc tế Long Thành là một dự án quan trọng trong kế hoạch dài hạn của ACV. Sân bay Long Thành nằm ở tỉnh Đồng Nai, cách Thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM) 40 km. Đây là một đại dự án gồm có 3 giai đoạn và chi phí toàn bộ cho cả 3 giai đoạn lên tới 15 tỷ USD. Sau khi hoàn thành 3 giai đoạn, sân bay Long Thành sẽ có tổng công suất 100 triệu lượt hành khách và 5 triệu tấn hàng hóa/năm. Giai đoạn 1 của dự án có thể phục vụ 25 triệu lượt khách và 1,2 triệu tấn hàng hóa mỗi năm với vốn đầu tư 4,6 tỷ USD. Trong đó, các công trình do ACV làm chủ đầu tư có chi phí là 4,3 tỷ USD (99.000 tỷ đồng), dự kiến sẽ khởi công vào tháng 12/2020 và hoàn thành vào năm 2025.

Hình 1: Vị trí của Sân bay Long Thành khá gần với sân bay Tân Sơn Nhất



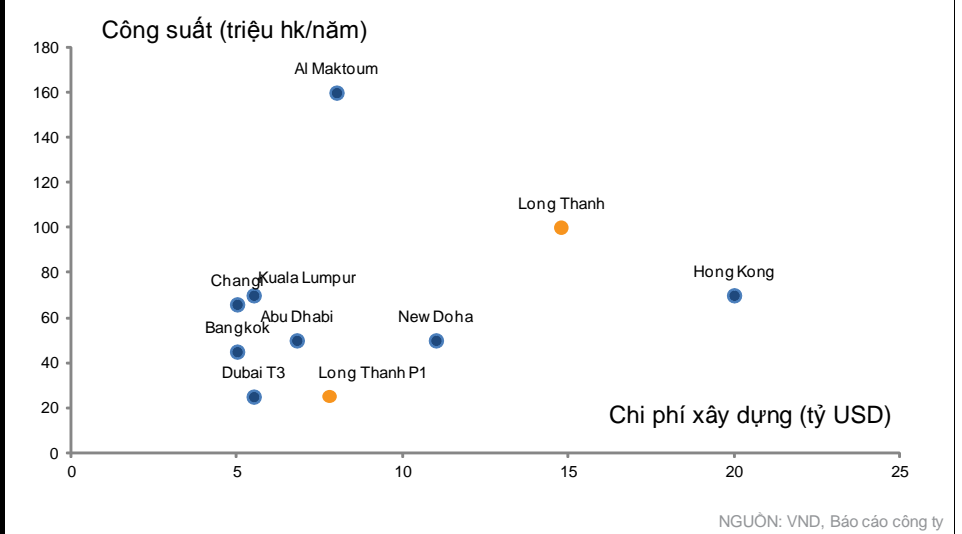
NGUỒN: VND, GOOGLE MAPS

Hình 2: Quy hoạch 3 giai đoạn của Sân bay Long Thành

	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2	Giai đoạn 3
Tổng mức đầu tư (tỷ USD)	4,6		15,0
Công suất hành khách (triệu lượt)	25	50	100
Công suất hàng hóa (triệu tấn)	1,2	1,5	5,0
Số đường băng	1	2	4
Năm hoàn thành	2025		

NGUỒN: ACV, CAAV

**Hình 3: So sánh chi phí xây dựng và công suất thiết kế các sân bay**



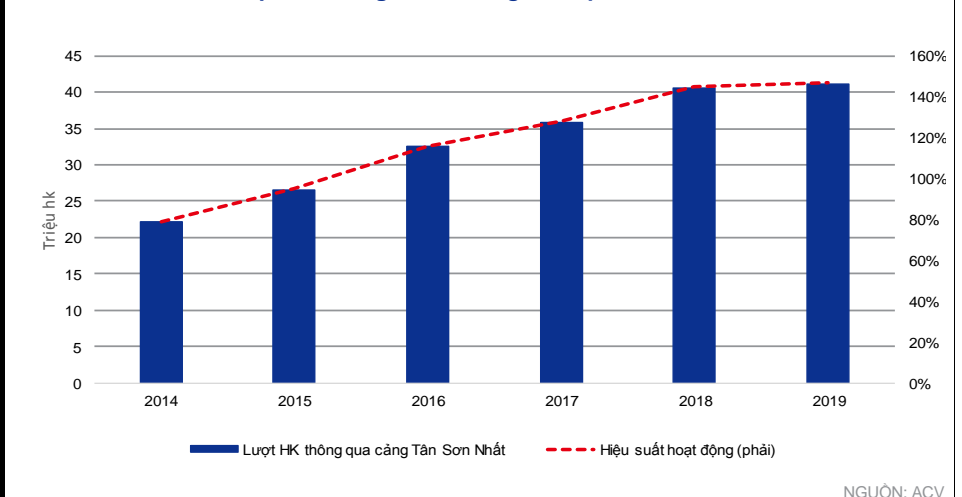
So với các sân bay khác trong khu vực, chúng tôi cho rằng tổng chi phí/công suất của Sân bay quốc tế Long Thành ở mức trung bình. Tuy nhiên, suất đầu tư Giai đoạn 1 khá cao, nguyên nhân có thể do các chi phí ban đầu rất lớn cho việc giải phóng mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng thiết yếu.

Sân bay Long Thành được định vị để trở thành một trung tâm trung chuyển mới tại Đông Nam Á, cạnh tranh với các sân bay lớn trong khu vực khác như Sân bay Changi của Singapore, Sân bay Suvamabhumi của Bangkok và Sân bay Quốc tế Hồng Kông. Theo Bộ Giao thông Vận tải, Sân bay Long Thành dự kiến sẽ đóng góp 1% vào GDP của Việt Nam khi giai đoạn 1 đi vào hoạt động và mức đóng góp sẽ tăng lên 3-4% sau khi giai đoạn 3 hoàn thành.

### Sân bay Long Thành sẽ giúp giảm ùn tắc tại Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất ➤

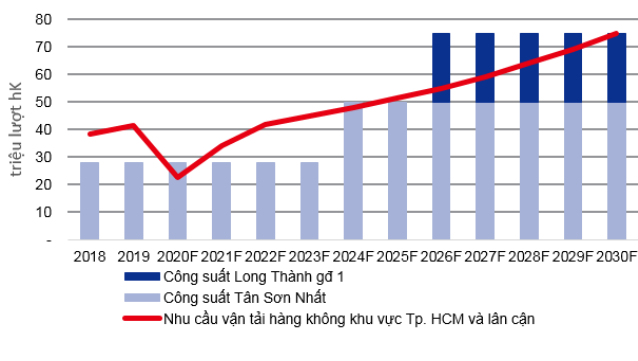
Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất hiện đang là sân bay nhộn nhịp nhất Việt Nam với sản lượng lên tới 41 triệu hành khách trong năm 2019, cao hơn 46% so với công suất thiết kế. Lưu lượng hành khách tăng nhanh gần đây đã tạo sức ép lớn về khả năng phục vụ ở sân bay này trong vài năm qua. Vào tháng 6/2020, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt khoản đầu tư 10.990 tỷ đồng (471 triệu USD) cho nhà ga mới (T3) ở Tân Sơn Nhất. Nhà ga T3 sẽ tăng thêm sức chứa 22 triệu khách để nâng tổng công suất của Sân bay Tân Sơn Nhất lên tới 50 triệu hành khách/năm.

**Hình 4: Tân Sơn Nhất quá tải trong suốt những năm qua**



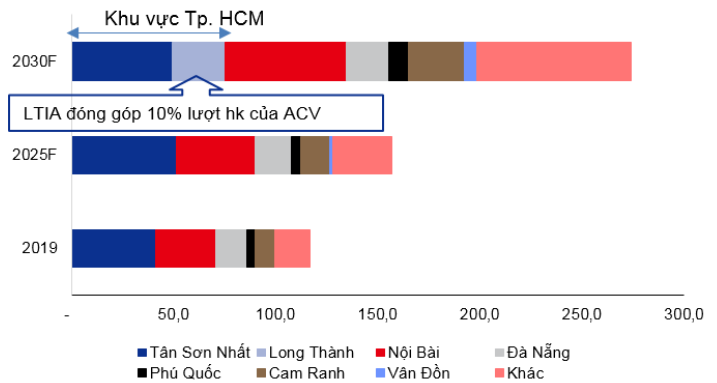
Do chúng tôi kỳ vọng lưu lượng hành khách của Tp HCM và khu vực lân cận sẽ tăng trưởng bình quân 17% trong giai đoạn 2020-2025 và 7% mỗi năm trong giai đoạn 2026-2030, Tân Sơn Nhất có thể không đáp ứng được nhu cầu lớn trong dài hạn (ngay cả sau khi T3 được hoàn thành). Do đó, Sân bay Long Thành (dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2025) sẽ giúp bổ sung thêm 25 triệu khách/năm cho khu vực và đáp ứng nhu cầu đi lại bằng máy bay ngày càng gia tăng. Về dài hạn, theo kế hoạch tổng thể tầm nhìn đến năm 2050 của Cục Hàng không Việt Nam (CAAV), sau khi giai đoạn 3 của sân bay Long Thành đã hoàn thành, LTIA sẽ đảm nhiệm 80% lượng hành khách quốc tế và 20% lượng hành khách nội địa của khu vực TP.HCM.

**Hình 5: Một mình Tân Sơn Nhất sẽ không đáp ứng đủ nhu cầu hàng không khu vực Tp. HCM và lân cận**



NGUỒN: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: Long Thành giai đoạn 1 dự báo sẽ đóng góp 10% tổng lượt khách của ACV năm 2030**

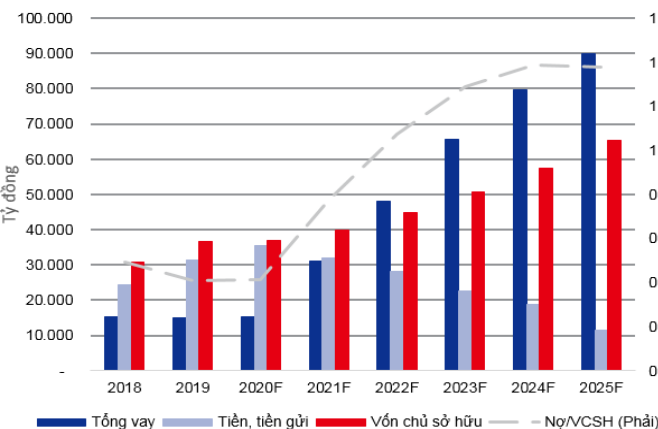


NGUỒN: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng Giai đoạn 1 của Sân bay Long Thành sẽ hoàn thành vào năm 2025, bắt đầu đóng góp vào KQKD của ACV kể từ năm 2026 và sẽ chạy hết công suất vào năm 2030. Theo ước tính của chúng tôi, Long Thành giai đoạn 1 sẽ đóng góp lần lượt 5,4% và 19,8% vào tổng sản lượng hành khách trong nước và quốc tế trong năm 2030 của ACV. Sân bay Long Thành kết hợp với Tân Sơn Nhất sẽ chiếm tới 30% tổng lượt hành khách của ACV trong năm 2030.

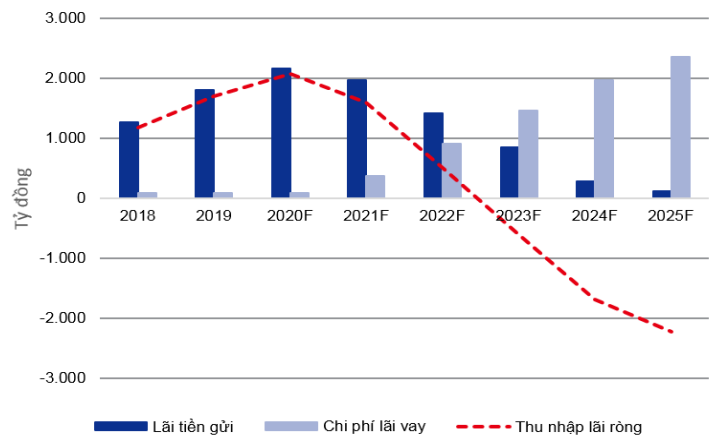
### Bước vào giai đoạn cao điểm đầu tư 2021-2025 ➔

**Hình 7: Chúng tôi dự báo hệ số Nợ/VCSH sẽ tăng mạnh trong 5 năm tới trong khi tiền mặt sụt giảm**



NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 8: Thu nhập lãi ròng dự báo sẽ chuyển trạng thái âm kể từ 2023**



NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tổng vốn đầu tư cần thiết để xây dựng giai đoạn 1 của Sân bay Long Thành là 4,3 tỷ USD (99.000 tỷ đồng), gấp 1,7 lần tổng tài sản của ACV vào cuối Q3/20. ACV dự kiến tài trợ cho giai đoạn 1 bằng 35.000 tỷ đồng tiền mặt tự có và phần còn lại bằng nợ, tức là ACV gần như sẽ tiêu hết toàn bộ khoản tiền mặt tích lũy được trong vòng 5 năm qua.

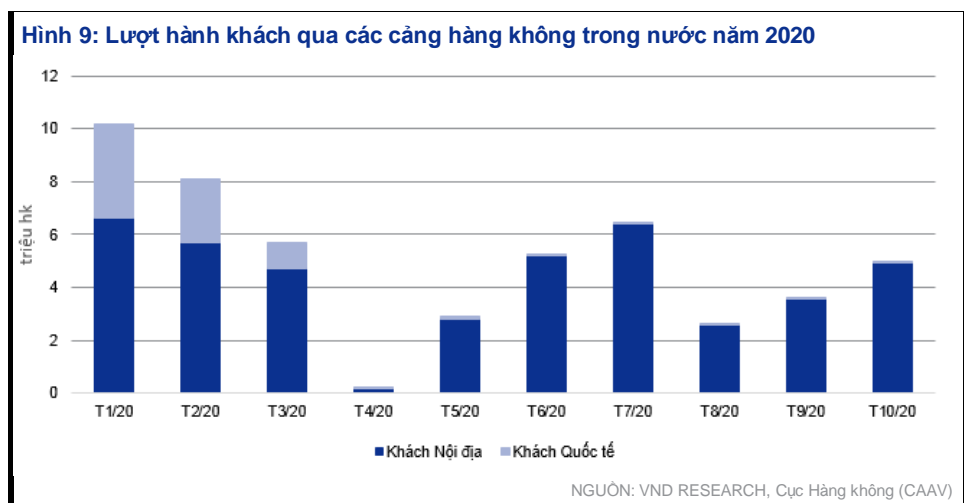


ACV dự kiến huy động phần vốn còn lại bằng các khoản vay thương mại hoặc phát hành trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường trong nước và quốc tế. Chủ tịch ACV cho biết doanh nghiệp đã ký Biên bản ghi nhớ (MoU) với 12 tổ chức quan tâm đến việc tài trợ vốn cho sân bay Long Thành. Tổng số vốn có thể tiếp cận từ các tổ chức này lên tới 6,3 tỷ USD, cao hơn so với nhu cầu của ACV hiện tại.

Do đó, thu nhập lãi của ACV dự báo sẽ giảm mạnh với CAGR 2020-2025 là -44,3%, điều này sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của ACV (thu nhập lãi tiền gửi đóng góp lần lượt 16%/17%/79% vào LNTT các năm 2018/2019/2020). Chúng tôi kỳ vọng ACV sẽ vay khoảng 60.000 tỷ đồng thông qua khoản vay ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu trong 5 năm tới, đưa tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu từ 0,4 lần năm 2020 lên 1,3 lần vào năm 2025.

## Vẫn chưa hẹn ngày mở lại các đường bay quốc tế

### Lưu lượng hành khách phục hồi chậm hơn dự kiến ➤



Sau khi giảm 31,8% svck do đợt bùng phát Covid-19 thứ 2 trong tháng 8 và tháng 9, sản lượng hàng hóa thông qua nội địa phục hồi trong tháng 10 (+38% so với tháng trước, nhưng vẫn giảm 17% svck). Tổng sản lượng hành khách nội địa trong Q3/20 thấp hơn 27% so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực về sự phục hồi của nhu cầu trong nước trong Quý 4 và cho cả năm 2021 nhưng chúng tôi giảm giả định lượng khách cho năm 2020 xuống 5% để phản ánh sự sụt giảm nhiều hơn ước tính trong làn sóng Covid-19 tháng 8 vừa qua.

### Thời điểm mở lại các đường bay quốc tế vẫn chưa rõ ràng ➤

Sau khi khống chế thành công đợt bùng phát Covid-19 gần đây, Việt Nam đã chính thức nối lại các chuyến bay quốc tế từ giữa tháng 9 với các đường bay thường lệ đi/đến Nhật Bản và Hàn Quốc. Tuy nhiên, các chuyến bay được giới hạn đối với hành khách cho mục đích học tập và làm việc. Chuyến bay VN417 của Vietnam Airlines đến Sân bay Nội Bài Hà Nội vào ngày 25/9 đánh dấu chuyến bay thương mại quốc tế đầu tiên kể từ tháng Ba.

Ngày 7/10, Cục Hàng không Việt Nam (Cục HKVN) đã nhanh chóng tạm dừng các chuyến bay thương mại quốc tế vào Việt Nam để điều chỉnh các quy định về kiểm dịch. Theo đại diện Cục HKVN, quy tắc kiểm dịch đối với người nước ngoài được thực hiện tốt; tuy nhiên, các vấn đề đã nảy sinh liên quan khi áp dụng các quy tắc đối với công dân Việt Nam. Đến nay, vẫn chưa có thông tin cập nhật về lộ trình mở lại các chuyến bay thường lệ quốc tế.

## Thay đổi dự báo

### KQKD Q3/20 thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi ➤

Hình 10: Đánh giá KQKD 9 tháng 2020

Tỷ đồng	Q3/20	Q3/19	% svck	9T/20	9T/19	% svck	% so với dự báo cũ	Nhận định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.443</b>	<b>4.591</b>	<b>-68,6%</b>	<b>6.083</b>	<b>13.517</b>	<b>-55,0%</b>	<b>63,5%</b>	
Doanh thu dịch vụ hàng không	708	3.589	-80,3%	4.615	10.793	-57,2%	63,6%	Thấp hơn dự báo do các chuyến bay quốc tế vẫn chưa được nối lại. Chúng tôi ước tính lượng khách nội địa trong Q4/20 sẽ hồi phục về mức tương đương Q4/19 so với mức giảm 59%/32% svck của Q2-Q3/2020
Doanh thu dịch vụ phi hàng không	215	515	-58,2%	1.014	1.580	-35,8%	73,5%	Phù hợp dự báo
LN gộp	41	2.412	-98,3%	1.214	6.998	-82,7%	53,1%	
<i>Biên LNG</i>	<i>2,8%</i>	<i>52,5%</i>	<i>-49,7 đ %</i>	<i>20,0%</i>	<i>51,8%</i>	<i>-31,8 đ %</i>	<i>-3,9 đ %</i>	Chi phí cố định bảo mớn biên LNG khi doanh thu giảm mạnh
Doanh thu tài chính	579	573	1,0%	1.682	1.397	20,4%	76,2%	Phù hợp dự báo
Chi phí tài chính	287	29	884,1%	714	486	47,0%	96,6%	Chủ yếu đến từ lỗ tỷ giá.
Chi phí bán hàng	28	90	-68,5%	123	278	-55,7%	58,9%	Thấp hơn dự báo do ACV cắt giảm các chi phí hoạt động nhiều hơn dự kiến
Chi phí quản lý doanh nghiệp	185	212	-12,5%	502	658	-23,7%	72,7%	
Lãi lỗ từ công ty LDLC	37	83	-55,7%	108	318	-66,0%	78,7%	
<b>LN ròng</b>	<b>141</b>	<b>2.203</b>	<b>-93,6%</b>	<b>1.369</b>	<b>5.898</b>	<b>-76,8%</b>	<b>56,4%</b>	Thấp hơn dự báo
Biên LN ròng	9,8%	48,0%	-38,2 đ %	22,5%	43,6%	-21,1 đ %	-2,8 đ %	
EBITDA	432	3.114	-86,1%	2.791	9.077	-69,3%	65,1%	
<i>Biên EBITDA</i>	<i>29,9%</i>	<i>67,8%</i>	<i>-37,9 đ %</i>	<i>45,9%</i>	<i>67,2%</i>	<i>-21,3 đ %</i>	<i>1,2 đ %</i>	

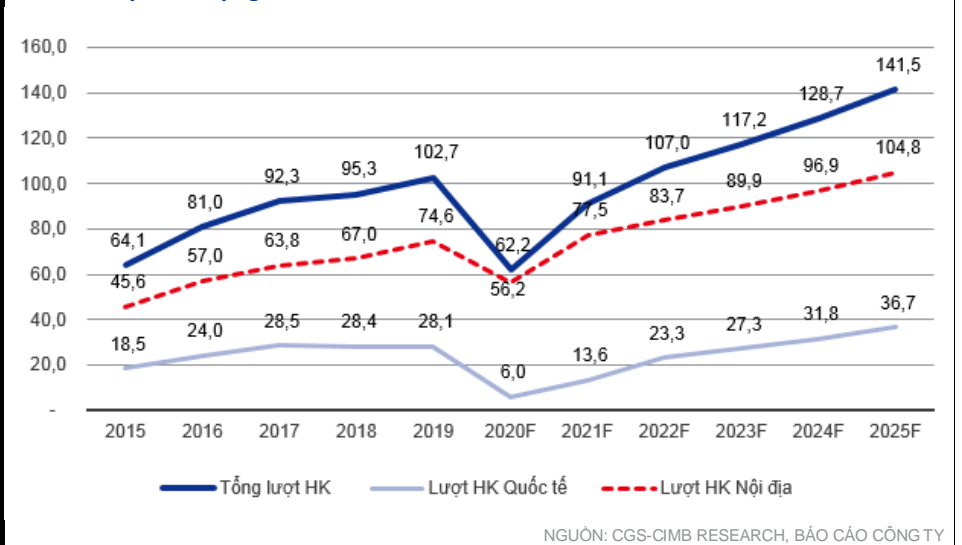
NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Các thay đổi trong dự phóng ➤

Chúng tôi thay đổi kịch bản của mình cho triển vọng lượng khách quốc tế như sau:

- Chúng tôi hạ dự báo năm 2020/2021 cho số lượt khách quốc tế xuống lần lượt 32,7%/30,5% để phản ánh sự không chắc chắn của thời điểm mở cửa đường bay trở lại.
- Chúng tôi nâng giả định lượt khách quốc tế năm 2022 lên 4,3% do quy trình sản xuất vắc xin Covid-19 nhanh hơn dự kiến.

Hình 11: Dự báo lượng khách của ACV đến năm 2025



NGUỒN: CGS-CIMB RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi giảm EPS 2020-2022 xuống 9,0-22,8% để phản ánh giả định lưu lượng hành khách thấp hơn và thu nhập tài chính ròng thấp hơn (do chúng tôi bắt đầu tính đến các khoản nợ và giảm số dư tiền để tài trợ cho Sân bay Long Thành giai đoạn 1).

Hình 12: Thay đổi dự báo

	2019	2020			2021			2022		
		Dự báo cũ	Dự báo mới	Thay đổi	Dự báo cũ	Dự báo mới	Thay đổi	Dự báo cũ	Dự báo mới	Thay đổi
Tổng lượt HK (tr)	102,7	68,1	62,2	-8,7%	96,5	91,1	-5,5%	106,1	107,0	0,8%
Quốc tế (tr)	28,1	9,0	6,0	-32,7%	19,6	13,6	-30,5%	22,3	23,3	4,3%
Nội địa (tr)	74,6	59,1	56,2	-5,0%	76,9	77,5	0,8%	83,8	83,7	-0,1%
Lượt cất hạ cánh	706.221	498.013	459.717	-7,7%	677.026	604.419	-10,7%	788.753	765.864	-2,9%
<b>Doanh thu</b>	<b>18.329</b>	<b>9.583</b>	<b>8.105</b>	<b>-15,4%</b>	<b>15.368</b>	<b>13.483</b>	<b>-12,3%</b>	<b>18.098</b>	<b>18.272</b>	<b>1,0%</b>
EBITDA	12.379	4.286	3.770	-12,0%	9.074	7.391	-18,5%	11.147	11.395	2,2%
Khấu hao	3.920	2.901	2.841	-2,1%	3.190	3.020	-5,3%	3.482	3.293	-5,4%
LN tài chính ròng	1.816	1.467	1.624	10,7%	1.982	1.595	-19,5%	2.221	288	-87,0%
LN ròng	8.201	2.429	2.210	-9,0%	6.696	5.170	-22,8%	8.365	7.166	-14,3%
<b>EPS (VND)</b>	<b>3.767</b>	<b>1.116</b>	<b>1.015</b>	<b>-9,0%</b>	<b>3.076</b>	<b>2.374</b>	<b>-22,8%</b>	<b>3.842</b>	<b>3.291</b>	<b>-14,3%</b>
Biên EBITDA	67,5%	44,7%	46,5%	4,0% pts	59,0%	54,8%	-7,2% pts	61,6%	62,4%	1,3% pts

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn tại 88.200 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi theo mô hình định giá DCF tăng 10,8% do, 1) chúng tôi giảm tổng EBITDA của 2021-2030 xuống 17%, 2) WACC giảm từ 12,56% xuống 8,9% để phản ánh tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu cao hơn và 3) tăng tốc độ tăng trưởng dài hạn từ 4% lên 4,5%, điều đó cho thấy tiềm năng tăng trưởng tốt hơn sau năm 2030 nhờ Sân bay Long Thành. Các rủi ro chính đối với giá mua của chúng tôi bao gồm 1) đại dịch Covid-19 kéo dài hơn dự kiến, 2) tiến độ xây dựng sân bay Long Thành chậm hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá bao gồm tiến độ phát triển và phân phối vắc xin Covid-19 nhanh hơn dự kiến.

Hình 13: FCFF model key inputs

### Giá định chính của mô hình FCFF

Chi phí vốn chủ sở hữu	15,00%
Chi phí nợ	3,50%
D/(D+E) mục tiêu	50,0%
Thuế suất TNDN	20,00%
WACC	8,90%
Tăng trưởng dài hạn	4,50%

NGUỒN: VND RESEARCH

Hình 14: FCFF valuation model

Đơn vị	Tỷ đồng
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do</b>	<b>45.272</b>
Định giá DN tại năm cuối chu kỳ	768.456
<b>Giá trị hiện tại của định giá DN</b>	<b>232.931,8</b>
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>278.204,3</b>
(-) Giá trị thị trường của các khoản vay	(121.560,5)
(+) Tiền và tương đương tiền	35.401,6
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>192.045,4</b>
Số cổ phiếu	2.176.998.736
<b>Giá trị mỗi cổ phần</b>	<b>88.216</b>
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>	<b>88.200</b>

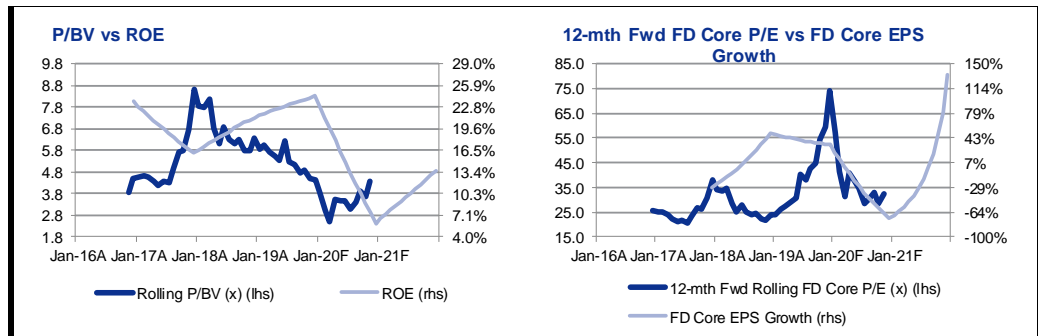
NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 15: ACV peer comparison

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá thị trường		Vốn hóa (triệu USD)	P/E (x)		P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			Nội tệ	Nội tệ		2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
TCT Cảng HK Việt Nam	ACV VN	KQ	74.500	88.200	6.997	73,40	31,38	4,40	4,10	36,95	21,44	6,0%	13,5%
Airports of Thailand	AOT TB	KKQ	67,75	48,00	27.157	508,5	NA	6,81	6,98	121,9	249,0	1,6%	-1,5%
Shanghai International Air-	600009 CH	KKN	67,19	NA	18.648	58,32	24,80	3,92	3,49	44,22	18,12	6,0%	14,3%
Beijing Capital Intl Airpo-H	694 HK	KKN	5,23	NA	3.090	82,20	22,00	0,95	0,93	12,70	8,38	1,6%	3,8%
Japan Airport Terminal Co	9706 JP	KKN	3.800	NA	3.044	NA	60,96	2,02	1,99	96,56	13,93	-11,8%	2,4%
Shenzhen Airport Co-A	000089 CH	KKN	10,20	NA	3.013	80,31	31,97	1,72	1,65	30,24	-2,55	1,6%	5,2%
Malaysia Airports Holdings	MAHB MK	KQ	5,42	5,14	2.167	NA	NA	1,06	1,13	74,29	22,67	-8,2%	-6,1%
<b>Bình quân</b>						<b>- 213,4</b>	<b>28,09</b>	<b>5,61</b>	<b>4,85</b>	<b>67,70</b>	<b>96,19</b>	<b>4,5%</b>	<b>8,7%</b>
<b>Bình quân (không có ACV)</b>						<b>- 182,3</b>	<b>34,93</b>	<b>2,75</b>	<b>2,69</b>	<b>63,32</b>	<b>51,59</b>	<b>-1,5%</b>	<b>3,0%</b>

Nguồn: VND RESEARCH, CGS CIMB RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, Bloomberg (Dữ liệu ngày 23/11/2020)

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH



### Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>16,123</b>	<b>18,329</b>	<b>8,105</b>	<b>13,483</b>	<b>18,272</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>11,708</b>	<b>13,254</b>	<b>4,594</b>	<b>8,658</b>	<b>12,841</b>
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>10,490</b>	<b>11,868</b>	<b>3,770</b>	<b>7,391</b>	<b>11,395</b>
Chi phí khấu hao	(3,880)	(3,920)	(2,841)	(3,020)	(3,293)
<b>LN hoạt động trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>6,609</b>	<b>7,948</b>	<b>929</b>	<b>4,370</b>	<b>8,102</b>
TN từ hoạt động tài chính	1,175	1,712	2,082	1,591	494
TN từ các Cty LK & LD	336	383	151	420	462
Chi phí/lãi ngoài HDKD	(502)	113	(448)	20	(184)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>7,618</b>	<b>10,156</b>	<b>2,714</b>	<b>6,402</b>	<b>8,874</b>
Các khoản đặc biệt	-	-	-	-	-
<b>LNTT sau các khoản đặc biệt</b>	<b>7,618</b>	<b>10,156</b>	<b>2,714</b>	<b>6,402</b>	<b>8,874</b>
Thuế	(1,433)	(1,942)	(516)	(1,216)	(1,686)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>6,185</b>	<b>8,214</b>	<b>2,199</b>	<b>5,185</b>	<b>7,188</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(13)	(13)	11	(16)	(22)
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>6,173</b>	<b>8,201</b>	<b>2,210</b>	<b>5,170</b>	<b>7,166</b>
Lợi nhuận thường xuyên	6,173	8,201	2,210	5,170	7,166

### Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
<b>EBITDA</b>	<b>10,490</b>	<b>11,868</b>	<b>3,770</b>	<b>7,391</b>	<b>11,395</b>
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	360	(544)	(1,858)	(682)	356
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	142	(306)	1,035	878	(624)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	5	2	10	(3)	(8)
Chi/(Thu) bằng tiền khác	638	(37)	(486)	(75)	(293)
<b>Dòng tiền hoạt động khác</b>	<b>(2,851)</b>	<b>(1,910)</b>	<b>879</b>	<b>(313)</b>	<b>(1,340)</b>
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	1,181	1,705	2,075	1,597	502
Thuế đã trả	(2,028)	(1,711)	(516)	(1,216)	(1,686)
<b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>7,937</b>	<b>9,067</b>	<b>4,908</b>	<b>7,576</b>	<b>8,302</b>
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(2,008)	(1,959)	(1,000)	(26,467)	(27,450)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ/khoản đầu tư	3,747	4,001	30,923	34,902	26,721
Tiền chi đầu tư góp vốn/các công cụ	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(10,482)	(11,240)	(33,646)	(51,097)	(43,622)
<b>Dòng tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(8,743)</b>	<b>(9,198)</b>	<b>(3,723)</b>	<b>(42,661)</b>	<b>(44,352)</b>
Tiền vay nhận được/(đã trả)	85	(155)	(29)	15,385	15,674
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	-	-	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	(2)	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(1,959)	(1,959)	(1,959)	(1,959)	(1,959)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	(1)	-	-	-	-
<b>Dòng tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>(1,875)</b>	<b>(2,116)</b>	<b>(1,988)</b>	<b>13,426</b>	<b>13,715</b>
<b>Dòng tiền tự do cho công ty</b>	<b>(2,682)</b>	<b>(2,247)</b>	<b>(803)</b>	<b>(21,660)</b>	<b>(22,335)</b>
<b>Dòng tiền tự do cho CSH</b>	<b>(722)</b>	<b>(286)</b>	<b>1,156</b>	<b>(19,701)</b>	<b>(20,376)</b>

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

<b>Bảng cân đối Kế toán</b> <b>(tỷ đồng)</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Tiền và tương đương tiền	24,369	31,271	35,402	32,031	28,146
Các khoản phải thu ngắn hạn	6,156	5,361	3,521	3,976	5,323
Hàng tồn kho	469	493	218	363	492
Tài sản ngắn hạn khác	287	166	79	122	159
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>31,281</b>	<b>37,291</b>	<b>39,220</b>	<b>36,493</b>	<b>34,121</b>
Tài sản cố định	18,444	16,340	13,502	36,949	61,106
Tổng đầu tư	2,806	2,963	2,963	2,963	2,963
Tài sản vô hình	3	5	3	3	3
Tài sản dài hạn khác	1,091	1,577	1,759	1,738	2,679
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>22,344</b>	<b>20,885</b>	<b>18,227</b>	<b>41,652</b>	<b>66,750</b>
Vay & nợ ngắn hạn	151	240	495	796	3,094
Phải trả người bán	7,092	6,264	4,870	6,277	7,088
Nợ ngắn hạn khác	441	15	320	396	440
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>7,684</b>	<b>6,518</b>	<b>5,685</b>	<b>7,468</b>	<b>10,622</b>
Vay & nợ dài hạn	15,043	14,760	14,723	30,205	45,129
Nợ dài hạn khác	111	141	97	120	133
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>15,155</b>	<b>14,901</b>	<b>14,820</b>	<b>30,325</b>	<b>45,261</b>
Dự phòng	-	-	-	355	-
<b>Tổng nợ</b>	<b>22,839</b>	<b>21,419</b>	<b>20,506</b>	<b>38,148</b>	<b>55,883</b>
Vốn chủ sở hữu	30,734	36,702	36,886	39,941	44,932
Lợi ích cổ đông thiểu số	53	53	53	53	53
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>30,786</b>	<b>36,755</b>	<b>36,939</b>	<b>39,994</b>	<b>44,985</b>

<b>Các chỉ tiêu chính</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Tăng trưởng doanh thu	16.6%	13.7%	-55.8%	66.4%	35.5%
Tăng trưởng LNHĐKD	20.4%	13.1%	-68.2%	96.1%	54.2%
Biên EBITDA	65.1%	64.8%	46.5%	54.8%	62.4%
Tiền ròng/cp	4,214	7,474	9,270	473	(9,221)
Giá trị sổ sách/cp	14,116	16,858	16,942	18,345	20,638
Khả năng thanh toán lãi vay	69.51	82.43	9.67	11.74	8.83
Thuế suất hiệu dụng	18.8%	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%
Tỷ lệ chia cổ tức	31.7%	23.9%	88.7%	37.9%	27.3%
Số ngày phải thu	51.3	51.2	109.8	55.5	44.3
Số ngày tồn kho	36.11	34.63	37.07	21.96	28.73
Số ngày phải trả	93.72	86.33	109.69	74.24	79.08
ROIC	32.4%	42.0%	5.3%	31.5%	22.2%
ROCE	18.1%	20.1%	6.1%	10.5%	11.7%
ROA (%)	9.75%	11.63%	0.20%	5.30%	7.48%

<b>Giá định chính</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Tăng trưởng lượt HK quốc tế (%)	11.8%	9.1%	-78.5%	125.0%	71.2%
Tăng trưởng lượt HK nội địa (%)	4.9%	11.4%	-24.7%	38.0%	8.0%
Tăng trưởng số chuyến bay quốc tế (%)	14.1%	12.7%	-77.9%	105.0%	102.3%
Tăng trưởng số chuyến bay nội địa (%)	4.5%	13.9%	-15.6%	20.8%	8.0%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## 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 – Phó Giám đốc Khối Phân tích**

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

**Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng**

Email: [tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

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

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