Ngành: Hàng không| BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ MUA — TỔNG CÔNG TY CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM (UPCOM: ACV) CÁC ĐƯỜNG BAY THƯỜNG LỆ TỚI TRUNG QUỐC BẮT ĐẦU NỐI LẠI

Giá hiện tại:	**85,000**	Ngày viết báo cáo:	26/12/2022	**Cơ cấu cổ đông**	
Giá mục tiêu trước đây		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	2,177	UBQL Vốn Nhà nước	95.4%
Giá mục tiêu mới:	**100,000**	Vốn hóa (tỷ VND)	189,177	PYN ELITE FUND	0.8%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân:	81,310	TUNDRA FONDER AB/S	0.1%
Tiềm năng tăng giá	**18%**	Sỡ hữu nước ngoài	3.76%	NORGES BANK	0.1%

Bộ phận Research:

Phạm Quang Minh (Hàng không, Cảng biển)
minhpq@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **ACV,** đưa ra giá mục tiêu năm **2023** là **100,000 VND/CP**, tương đương với Upside **+18%** so với giá đóng cửa 26/12/2022), dựa trên phương pháp **EV/EBITDA mục tiêu = 20-21x**. So với Báo cáo trước đó, BSC điều chỉnh tăng dự báo năm 2023 chủ yếu đến từ **(1)** sản lượng hành khách phục hồi vượt +16% kỳ vọng**, (2)** mặt bằng lãi suất tiền gửi tăng +1.5%. Tuy nhiên, BSC chiết khấu 12% EV/EBITDA mục tiêu (từ 22-23x xuống 20-21x) trong bối cảnh lãi suất chiết khấu tăng.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2022, BSC dự báo ACV ghi nhận doanh thu đạt 14,831 tỷ VND (+212% yoy), NPATMI của ACV đạt 6,925 tỷ VND (+1343% yoy), tương đương EBITDA FWD = 7,743 VNĐ/CP, EV/EBITDA FWD = 20.8x.

Trong năm 2023, BSC dự báo ACV ghi nhận doanh thu đạt 18,692 tỷ VND (+37% yoy), NPATMI của ACV đạt 7,745tỷ VND (+12% yoy), EBITDA FWD = 9,391 VNĐ/CP, EV/EBITDA FWD = 17.2x.

So với Báo cáo trước đó, BSC điều chỉnh:

- **Tăng sản lượng hành khách nội địa** từ 80 triệu lượt lên 91.6 triệu lượt (+15% so với dự báo cũ) trong năm 2022, và từ 82 triệu lượt lên 91.9 triệu lượt (+12% so với dự báo cũ) trong năm 2023.
- **Tăng sản lượng hành khách quốc tế** từ 7.9 triệu lượt lên 10.8 triệu lượt (+37% so với dự báo cũ) trong năm 2022, và từ 15.5 triệu lượt lên 17.4 triệu lượt (+12% so với dự báo cũ) trong năm 2023.
- **Giảm biến động tỷ giá JPY/VND trong năm 2022 từ -14% yoy lên – 11% yoy** từ do đồng JPY tăng giá trong Quý 3.
- **Tăng lãi suất tiền gửi thêm 1.5% trong năm 2023** do mặt bằng lãi suất huy động tăng.

TRIỂN VỌNG KINH DOANHH 2022-2023

- **Hoạt động kinh doanh cốt lõi khả quan nhờ mạng đường bay quốc tế phục hồi.**

CATALYSTS

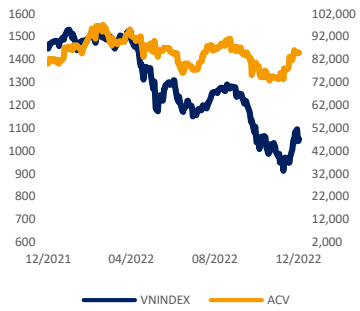
(1) Dự án Long Thành, Tân Sơn Nhất T3, Nội Bài T2 mở rộng đi vào hoạt động. (2) Chuyển sàn HOSE sau khi quyết toàn thành công vốn nhà nước. (3) Thị trường Trung Quốc hồi phục.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

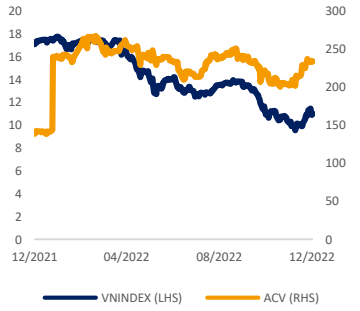
- **Kết thúc 9T.2022, ACV ghi nhận DTT = 9,725 tỷ VNĐ (+156% yoy), NPATMI cho cổ đông ACV = 5,164 tỷ VNĐ (+3,060% yoy).** Nguyên nhân đến từ việc **sản lượng hành khách +179% yoy** trong bối cảnh các đường bay quốc tế phục hồi.
- **Thu nhập tài chính + 52% yoy** do lãi chênh lệch tỷ giá đánh giá lại cuối kỳ đến từ khoản vay JPY. Tính đến hết Q3. 2022, đồng JPY mất giá -20% YTD.
- **Biên lợi nhuận gộp đạt mức 48%** trong khi -16% cùng kỳ do sản lượng phục hồi.

RỦI RO: (1) JPY tăng giá

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Chỉ số	2021	2022F	Peer	VN-Index
PE (x)	374.8	26.7	-	11
PB (x)	4.8	4.2	2.8	1.7
ROE (%)	1%	16%	-10%	15%
ROA (%)	1%	11%	-4%	2.5%

KQKD	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	7,767	4,752	14,831	18,692
Lợi nhuận gộp	1,389	(785)	8,400	12,102
NPATMI của ACV	1,076	480	6,925	7,745
EPS	494	220	3,181	3,558
Tăng trưởng EPS	-84%	-55%	1343%	12%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 9T.2022

ACV	Q3.2021	Q3.2022	% YoY	9T.2021	9T.2022	% YoY
Doanh thu	**371**	**4,187**	**1030%**	**3,798**	**9,725**	**156%**
DV hàng không	255	3,523	1280	3,043	8,142	168%
DV phi hàng không	86	477	454%	661	1,180	79%
DV bán hàng	22	204	819%	152	445	193%
Giảm trừ DT	7	(17)		(58)	(42)	
Giá (VND/HK)	**752,379**	**138,724**	**-82%**	**143,040**	**131,144**	**-8%**
DV hàng không	518,416	116,709	-77%	114,606	109,792	-4%
DV phi hàng không	174,903	15,812	-91%	24,890	15,918	-36%
DV bán hàng	45,092	6,763	-85%	5,728	6,007	5%
Sản lượng (HK)	**492,440**	**30,182,106**	**6029%**	**26,554,000**	**74,156,192**	**179%**
Giá vốn	(1,374)	(1,807)	31%	(4,421)	(5,068)	15%
Lãi gộp	**(1,004)**	**2,380**		**(623)**	**4,657**	
Thu nhập tài chính	464	917	98%	2,291	3,486	52%
Chi phí tài chính	(24)	(20)	-16%	(137)	(62)	-54%
Chi phí lãi vay	(22)	(17)	-25%	(68)	(55)	-19%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	(7)	43		51	138	171%
Chi phí BH	(28)	(57)	100%	(82)	(138)	69%
Chi phí QLDN	(286)	(278)	-3%	(898)	(793)	-12%
Lãi từ HĐKD	**(886)**	**2,985**		**603**	**7,289**	**1108%**
Thu nhập khác, ròng	2	1		7	3	-57%
LNTT	**(883)**	**2,986**		**611**	**7,292**	**1094%**
Thuế TNDN	180	(588)		(113)	(1,421)	1152%
LNST	**(703)**	**2,398**		497	5,871	**1081%**
Lợi ích CĐKKS	(1)	1		(4)	2	
NPATMI	**(702)**	**2,397**		**501**	**5,869**	**1072%**
LN về ACV	(767)	2,118		163	5,164	3060%
LN từ khu bay	65	279	327%	337	705	109%
Biên lợi nhuận gộp	**-271%**	**57%**		**-16%**	**48%**	
Biên lợi nhuận ròng	**-189%**	**57%**		**13%**	**60%**	

Nhận xét

Kết thúc 9T.2022, ACV ghi nhận DTT = 9,725 tỷ VNĐ (+156% yoy), NPATMI cho cổ đông ACV = 5,164 tỷ VNĐ (+3,060% yoy). Trong đó,
+ DT hàng không + 168% yoy
+ DT phi hàng không + 79% yoy
+ DT bán hàng + 193% yoy.

Nguyên nhân đến từ việc **sản lượng hành khách +179% yoy** trong bối cảnh các đường bay quốc tế phục hồi.

Thu nhập tài chính + 52% yoy do lãi chênh lệch tỷ giá đánh giá lại cuối kỳ đến từ khoản vay JPY. Tính đến hết Q3. 2022, đồng JPY mất giá -20% YTD.

Chi phí tài chính - 54% yoy do (1) chi phí lãi vay -19% yoy, (2) mức cơ sở cao từ điều chỉnh khoản đầu tư ACSV năm 2021.

Như vậy, LNTT + 1094% yoy nhờ (1) lợi nhuận HĐKD cốt lõi phục hồi (2) lãi từ chênh lệch tỷ giá JPY/VND

Biên lợi nhuận gộp = 48% trong khi -16% cùng kỳ do sản lượng phục hồi.

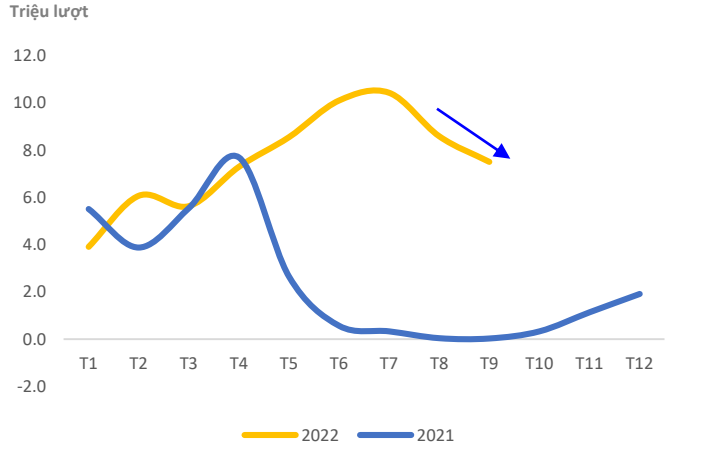
Nguồn: ACV, BSC Research tổng hợp

VẬN TẢI NỘI ĐỊA – NÂNG DỰ BÁO NHỜ SẢN LƯỢNG TÍCH CỰC TRONG MÙA CAO ĐIỂM HÈ

Lũy kế 9T.2022, sản lượng hành khách nội địa qua cảng ACV = 68 triệu lượt (+159% yoy), nhờ các đường bay nội địa đã phục hồi hoàn toàn. Trong Quý 3, sản lượng hành khách nội địa có xu hướng giảm dần **(-15% MoM**) do mùa cao điểm của du lịch hè (T6-T7) đã qua.

So với Báo cáo trước đó, BSC giữ quan điểm: dịch bệnh đã được kiểm soát và hoạt động vận tải nội địa đã bước sang giai đoạn "Bình thường mới". Tuy nhiên, BSC nâng dự báo sản lượng khách nội địa trong năm 2022 từ **80** triệu lượt lên **91.7** triệu lượt **(+211% yoy),** tương ứng 123% trước dịch do sản lượng tích cực trong T6-T7. Sang năm 2023, BSC dự báo sản lượng hành khách nội địa đi ngang, đạt **92** triệu lượt (+0.3% yoy) do mức nền cao trong năm 2022.

Hình 1: Sản lượng hành khách nội địa 9T.2022



Hình 2: % phục hồi một số đường bay quốc nội của VJC, HVN

Hãng hàng không	Tần suất chuyến/tuần		% so với 2019
	2019	T11. 2022	
Vietjet Air			
HAN – SGN	315	403	128%
HAN – DAD	227	77	34%
HAN – CXR	87	68	78%
SGN - DAD	243	116	48%
SGN - PQC	88	115	131%
SGN – HPH	104	118	113%
Vietnam Airlines			
HAN – SGN	474	525	111%
HAN – DAD	169	211	125%
HAN – CXR	56	83	148%
SGN - DAD	237	250	105%
SGN - PQC	140	249	178%
SGN – HPH	84	108	128%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

VẬN TẢI QUỐC TẾ – NÂNG DỰ BÁO NHỜ THỊ TRƯỜNG HÀN QUỐC VƯỢT KỲ VỌNG TRONG QUÝ 3

Lũy kế 9T.2022, sản lượng hành khách quốc tế qua cảng ACV = 7 triệu lượt (+1,795% yoy), nhờ các quốc gia đã mở cửa trở lại. Tính tới hết Quý 3, Việt Nam đã mở lại đường bay thường lệ tới đa số thị trường chính, ngoại trừ: Nga do căng thẳng chính trị với Ukraine và Trung Quốc do duy trì chính sách Zero – Covid.

So sánh với Quý 2, sản lượng hành khách quốc tế qua ACV + 107% QoQ. Nguyên nhân đến từ:

(1) **Các đường bay tới Hàn Quốc phục hồi mạnh mẽ trong Quý 3.** Đơn cử, từ đầu Quý 3:
- HVN đã nối lại thêm đường bay giữa Hà Nội, TP-HCM và Busan với tần suất 3-4 chuyến/tuần, tăng 1 chuyến bay/tuần cho đường bay từ Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh - Seoul;
- VJC cũng mở thêm mới đường bay Đà Nẵng - Busan, Nha Trang - Busan.
- Các hãng hàng không Hàn Quốc như Korean Airlines, . . cũng tích cực nối lại đường bay tới Việt Nam từ T6.2022.

⇨ Do đó, sản lượng khách du lịch từ Hàn Quốc + 309% QoQ trong Quý 3.

(2) **Các đường bay tới Ấn Độ được mở mới.** Trong năm 2022, VJC đã mở mới +7-9 đường bay, HVN mở mới +2 đường bay tới Ấn Độ. Bên cạnh đó, BSC nhận thấy các hãng Ấn Độ như SpiceJet, Indigo . . cũng đẩy mạnh mở mới các tuyến thẳng. Do đó, sản lượng khách du lịch từ Ấn Độ + 40% QoQ trong Quý 3 và + 108% so với trước dịch.

Với việc ngành hàng không phục hồi vượt kỳ vọng, BSC nâng dự báo sản lượng khách quốc tế qua ACV trong năm 2022 từ **7.9** triệu lượt lên **10.8** triệu lượt **(+2,036 % yoy**) – với giả định sản lượng Quý 4 = 4.3 triệu hành khách **(+5% QoQ).**

Hình 3: Sản lượng khách du lịch đến VN 9T.2022

Nghìn lượt

Quốc gia	Q1.22	Q2.22	Q3.22	9T.22
- Trung Quốc	15	27	36	78
- Hàn Quốc	15	93	382	489
- Nhật Bản	5	24	68	96
- Đài Loan	8	16	42	66
- Hoa Kỳ	10	58	109	77
- Nga	5	4	8	18
- Malaysia	1	21	54	77
- Thái Lan	1	21	61	83
- Úc	3	25	50	79
- Anh	2	16	32	49
- Singapore	1	33	54	88
- Ấn Độ	0	18	43	61
- Khác	38	241	591	932
Tổng	**83**	**473**	**1,271**	**1,827**

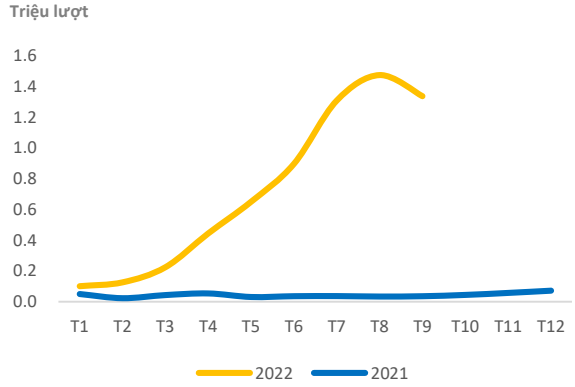
Hình 4: So sánh sản lượng khách du lịch tới Việt Nam 9T.2022 với cùng kỳ 2019

%

Quốc gia	% so với cùng kỳ năm 2019				% đóng góp vào sự phục hồi ngành 9T.2022
	Q1.22	Q2.22	Q3.22	9T.22	
- Trung Quốc	1%	2%	2%	2%	32%
- Hàn Quốc	1%	10%	36%	16%	24%
- Nhật Bản	2%	11%	27%	14%	5%
- Đài Loan	4%	7%	17%	10%	5%
- Hoa Kỳ	5%	33%	62%	31%	4%
- Nga	3%	3%	7%	4%	4%
- Malaysia	1%	14%	40%	18%	3%
- Thái Lan	1%	17%	61%	24%	3%
- Úc	3%	28%	55%	27%	2%
- Vương quốc Anh	2%	21%	44%	21%	2%
- Singapore	1%	43%	77%	41%	2%
- Ấn Độ	0%	46%	108	52%	14%
- Khác	3%	27%	64%	30%	
Tổng					100%

Nguồn:GSO, BSC Research tổng hợp

Hình 5: Sản lượng hành khách quốc tế 9T.2022



Hình 6: % phục hồi một số đường bay quốc tế chính của VJC, HVN

Hãng hàng không	Tần suất chuyến/tuần		% Thay đổi so với 2019
	2019	T11. 2022	
Vietjet Air			
Hàn Quốc	190	156	82%
Đài Loan	182	38	21%
Nhật Bản	106	126	119%
Thái Lan	88	118	134%
Singapore	56	66	118%
Vietnam Airlines			
Nhật Bản	166	74	45%
Hàn Quốc	126	98	78%
Thái Lan	98	106	108%
Trung Quốc	80	2	3%
Singapore	70	52	74%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

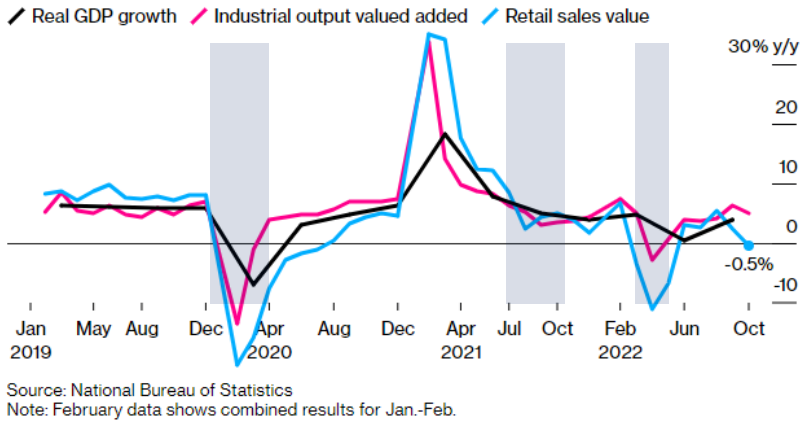
Sang năm 2023:

1. **BSC giữ quan điểm thị trường Trung Quốc sẽ quay trở lại.** Tại đầu Quý 4. 2022, BSC tiếp tục nhận thấy một số tín hiệu tích cực nối lại đường bay tới Trung Quốc trong thời gian tới. Cụ thể:

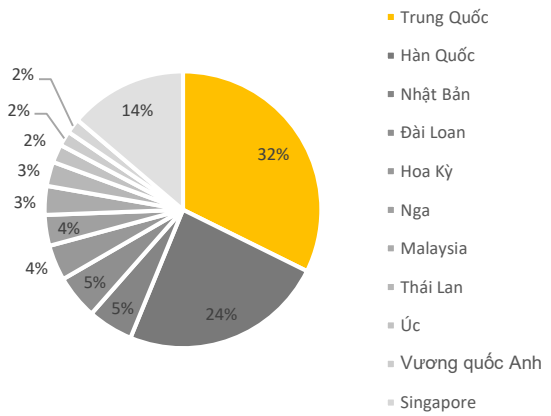
- **Từ 11/11, Chính phủ Trung Quốc áp dụng 20 quy định mới nới lỏng chính sách Zero – Covid, trong đó:**
  - Tiếp tục rút ngắn thời gian cách ly từ 7 ngày xuống 5 ngày đối với người nhập cảnh;
  - Bãi bỏ quy định phạt hãng hàng không, và tạm dừng đường bay quốc tế nếu chở khách mắc Covid -19.
  - Cho phép các công ty lữ hành nội địa cung cấp dịch vụ đối với các hành khách âm tính với Covid-19.
- **Từ phía Việt Nam, các hãng hàng không cũng đã bắt đầu khai thác trở lại các đường bay thường lệ tới Trung Quốc.** Trong đó, từ 9/12, Vietnam Airlines mở lại đường bay từ Hà Nội, Hồ Chí Minh – Thượng Hải, Quảng Châu (1-2 chuyến/tuần). Từ 6/12, Bamboo Airways mở thêm đường bay Hà Nội – Thiên Tân (1 chuyến/tuần).

Với việc duy trì chính sách đóng cửa trong 3 năm liền, hoạt động SXKD của Trung Quốc đã bị ảnh hưởng trầm trọng. **BSC cho rằng áp lực về kinh tế sẽ là động lực để Trung Quốc tiếp tục phải nới lỏng thêm chính sách Zero-Covid trong năm 2023.** Theo đó, BSC giữ kỳ vọng các đường bay quốc tế tới Trung Quốc sẽ bắt đầu phục hồi mạnh mẽ từ Quý 1- Quý 2.2023**.**

Hình 7: Chỉ số GDP, công nghiệp, bán lẻ của Trung Quốc sụt giảm mạnh do duy trì chính sách Zero – Covid tại các đợt bùng phát dịch



Hình 8: Trung Quốc chiếm 30% sản lượng khách du lịch tới Việt Nam năm 2019



Chú thích: Màu xanh nước biển thể hiện các đợt Trung Quốc áp dụng lệnh phong tỏa tại nhiều thành phố.

Nguồn: BSC Research tổng hợp

2. **BSC giữ kỳ vọng các thị trường Hàn Quốc, Nhật Bản, Mỹ . . . tiếp tục phục hồi,** nhờ đã mở cửa lại trong năm 2022.
3. **BSC kỳ vọng thị trường Ấn Độ sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt +20% QoQ trong năm 2023 nhờ** (1) đẩy mạnh mở các đường bay mới từ Quý 4.2022, (2) quy mô thị trường Ấn Độ lớn, đông dân. Với giả định sản lượng + 20% QoQ, BSC

dự báo sản lượng khách du lịch từ Ấn Độ tới Việt Nam = 390 nghìn lượt (+320% yoy) trong năm 2023. Theo đó, BSC kỳ vọng Ấn Độ có thể sẽ thuộc top 5 thị trường hàng không lớn nhất của Việt Nam.

So với Báo cáo trước đó, BSC nâng dự báo sản lượng hành khách quốc tế trong năm 2023 từ **15.5** triệu lượt lên **17** triệu lượt (+61% yoy), tương đương 62% trước dịch do

1. BSC nâng dự báo về mức độ phục hồi thị trường Trung Quốc do yếu tố tích cực kể trên.
2. BSC nâng dự báo về thị trường Hàn Quốc, Nhật Bản, Mỹ, Châu Á khác do sản lượng phục hồi vượt kỳ vọng trong năm 2022.
3. BSC đưa thêm dự báo về thị trường Ấn Độ do kỳ vọng sản lượng tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2023.

Chi tiết cập nhật ở dưới đây.

Hình 9: Dự báo % phục hồi khách du lịch tới Việt Nam so với cùng kỳ năm 2019

TT	Quốc gia	Tỷ trọng năm 2019	% cùng kỳ 2022 so với 2019				% cùng kỳ 2023 so với 2019				
			Q1	Q2	Q3	Q4F	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F	2023F
1	Trung Quốc	32%	1%	2%	2%	4%	10%	20%	30%	40%	27%
2	Hàn Quốc	24%	1%	10%	36%	45%	60%	70%	80%	90%	75%
3	Nhật Bản	5%	2%	11%	27%	35%	40%	50%	60%	75%	57%
4	Đài Loan	5%	4%	7%	17%	25%	30%	40%	50%	60%	46%
5	Hoa Kỳ	4%	5%	33%	62%	75%	80%	90%	100%	100%	92%
6	Ấn Độ	29%	0%	46%	108%	119%	187%	224%	262%	246%	231%
7	Khác		3%	21%	53%	70%	80%	85%	90%	95%	88%
	TỔNG		0%	12%	29%	38%	52%	59%	65%	74%	63%

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình 10: Dự báo sản lượng khách quốc tế qua ACV dựa trên sản lượng khách du lịch tới Việt Nam

TT	Quốc gia	2022				2023				
		Q1	Q2	Q3	Q4F	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F	2023F
1	Trung Quốc	15	27	36	73	128	240	448	732	1,548
2	Hàn Quốc	15	93	382	518	665	680	850	1035	3,229
3	Nhật Bản	5	24	68	84	93	111	154	180	538
4	Đài Loan	8	16	42	63	62	89	122	151	425
5	Hoa Kỳ	10	58	109	133	176	156	176	177	685
6	Ấn Độ	0	18	43	61	73	87	105	126	390
7	Khác	38	241	591	1,041	1,130	977	1,005	1,413	4,525
	Tổng sản lượng khách du lịch (nghìn lượt)	105	597	1,531	1,972	2,326	2,341	2,860	3,814	11,341
	Tổng sản lượng khách quốc tế qua ACV (triệu HK)									17.4
	% so với 2019									**65%**

Nguồn: BSC Research dự báo

CẬP NHẬT TIẾN ĐỘ DỰ ÁN ĐANG TRIỂN KHAI

Hình 11: Cập nhật tiến độ đầu tư các dự án của ACV

TT	Dự án	TMĐT (Tỷ đồng)	Thời gian	Tiến độ đầu tư tới T11.2022	Ghi chú của BSC
1	Long Thành GĐ 1	110,000	2021-2025	- **GPMB**: Đã bàn giao 97.7% - **San nền**: Đã hoàn thành 27/110 triệu m^3 - **Móng cọc:** Đã hoàn thành 100% cọc nhà ga - **Kế hoạch**: Lùi kế hoạch khởi công nhà ga từ T10.2022 sang Quý 1.2023	Tiếp tục lùi kế hoạch khởi công so với Q3
2	Tân Sơn Nhất T3	10,990	2022-2024	- **GPMB**: Đã giải quyết vướng mắc về pháp lý, tuy nhiên, tiến độ bàn giao chậm (mới được 4.5/16.05 ha) - **Kế hoạch**: Lùi kế hoạch khởi công từ T12.2022 sang T3.2023	Tiếp tục lùi kế hoạch khởi công so với Q3
3	Nội Bài T2 mở rộng	4,983	2023-2024	Chuẩn bị Công tác đầu tư – Đã phê duyệt hồ sơ mặt bằng, BCNKKT	N/A
4	Phú Bài T2	2,249	2019-2022	- **Xây dựng**: Đã hoàn thành 85% toàn dự án - **Kế hoạch:** Khai thác trong Quý 4.2022	N/A
5	Điện Biên mở rộng	1,467	2022-2024	- **GPMB:** Đã hoàn thành GPMB, đang bồi thường, tìm nhà thầu.	N/A
6	Cát Bi T2	2,405	-	Chuẩn bị công tác đầu tư – Chấp thuận chủ trương đầu tư	N/A
7	Khác		-	Đề xuất nâng cấp dự án Vinh T2, Cam Ranh, Liên Khương, Đà Nẵng	N/A

Nguồn: BSC Research tổng hợp

II. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2022, BSC dự báo ACV ghi nhận doanh thu đạt 14,831 tỷ VND (+212% yoy), NPATMI của ACV đạt 6,925 tỷ VND (+1343% yoy), tương đương EBITDA FWD = 7,743 VNĐ/CP, EV/EBITDA FWD = 20.8x.

Trong năm 2023, BSC dự báo ACV ghi nhận doanh thu đạt 18,692 tỷ VND (+37% yoy), NPATMI của ACV đạt 7,745tỷ VND (+12% yoy), EBITDA FWD = 9,391 VNĐ/CP, EV/EBITDA FWD = 17.2x.

So với Báo cáo trước đó, BSC điều chỉnh:

- **Tăng sản lượng hành khách nội địa** từ 80 triệu lượt lên 91.6 triệu lượt (+15% so với dự báo cũ) trong năm 2022, và từ 82 triệu lượt lên 91.9 triệu lượt (+12% so với dự báo cũ) trong năm 2023.
- **Tăng sản lượng hành khách quốc tế** từ 7.9 triệu lượt lên 10.8 triệu lượt (+37% so với dự báo cũ) trong năm 2022, và từ 15.5 triệu lượt lên 17.4 triệu lượt (+12% so với dự báo cũ) trong năm 2023.
- **Giảm biến động tỷ giá JPY/VND trong năm 2022 từ -14% yoy lên – 11% yoy** từ do đồng JPY tăng giá trong Quý 3.
- **Tăng lãi suất tiền gửi thêm 1.5% trong năm 2023** do mặt bằng lãi suất huy động tăng.

Hình 12: Cập nhật thay đổi dự báo

Dự báo	Dự báo cũ		Dự báo mới		% Thay đổi		Nhận xét
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
Sản lượng hành khách	**88**	**98**	**102.5**	**109.3**	**16%**	**12%**	Lợi nhuận điều chỉnh tăng chủ yếu đến từ (1) tăng sản lượng và (2) tăng lãi tiền gửi.
- Nội địa	80	82	91.6	91.9	15%	12%	
- Quốc tế	7.9	15.5	10.8	17.4	37%	12%	
Sản lượng hành khách/lượt HCC	245	275	245	275	-	-	
% YoY giá dịch vụ hàng không (VNĐ/lượt HCC)	+51%	+16%	52%	14%			
Doanh thu	**12,034**	**16,513**	**14,831**	**18,692**	**23%**	**13%**	
Lợi nhuận gộp	6,105	10,431	8,400	12,252	38%	17%	
NPATMI cho cổ đông ACV	**6,495**	**6,499**	**6,925**	**7,865**	**7%**	**21%**	
EBITDA	**6,045**	**8,125**	**7,743**	**9,391**	**28%**	**16%**	

Nguồn: BSC Research

Chi tiết các giả định ở phía dưới:

Hình 13: Cập nhật dự báo năm 2022 – 2023

KQKD	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	**7,767**	**4,752**	**14,831**	**18,692**
DV Hàng không	5,969	2,801	10,413	12,303
DV Phi Hàng không	1,318	753	1,423	1,520
DV bán hàng	503	193	643	751
Sản lượng (triệu HK)	**62.0**	**30.0**	**102.5**	**109.3**
- Quốc tế	5.0	0.5	10.8	17.4
% yoy	-82%	-90%	2064%	61%
- Nội địa	56.9	29.5	91.6	91.9
% yoy	-24%	-48%	211%	0%
Giá vốn hàng bán	(6,378)	(5,537)	(6,431)	(6,590)
Lợi nhuận gộp	**1,389**	**(785)**	**8,400**	**12,102**
Biên lợi nhuận gộp	18%	-17%	57%	65%
Thu nhập tài chính	2,231	3,254	3,416	2,690
Chi phí tài chính	(968)	(204)	(353)	(322)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(96)	(89)	(77)	(70)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	147	33	40	48
Chi phí BH	(146)	(85)	(282)	(355)
Chi phí QLDN	(666)	(1,232)	(920)	(1,159)
Lãi từ HĐKD	1,987	981	10,301	13,003
Thu nhập khác, ròng	13	9	29	36
LNTT	**2,000**	**990**	**10,330**	**13,040**
Thuế TNDN	(359)	(201)	(2,058)	(2,598)
LNST	**1,642**	**790**	**8,272**	**10,441**
Lợi ích CĐKKS	(6)	(0)	17	21
NPATMI của ACV	**1,076**	**480**	**6,925**	**7,745**
LNST từ khu bay	**571**	**310**	**1,331**	**2,675**
Biên lợi nhuận gộp	18%	-17%	57%	65%
Biên lợi nhuận ròng	21%	17%	56%	56%

Giả định chính năm 2023

1. Hoạt động hàng không:

- **Sản lượng khách nội địa = 91.6 triệu lượt/ 92 triệu lượt khách trong năm 2022/2023,** tương đương 123% năm 2019 nhờ **(1)** Việt Nam đã mở cửa trở lại, và **(2)** nhu cầu đi lại phục hồi.
- **Sản lượng khách quốc tế = 10.8 triệu lượt/17.4 triệu lượt khách trong năm 2022/2023,** tương đương 39%/62% năm 2019, nhờ các đường bay quốc tế tới Hàn Quốc, Trung Quốc, Hoa Kỳ và các thị trường nhỏ khác phục hồi.
- **Giá dịch vụ bình quân** (không tính tài sản khu bay)/**Lượt CHC + 52% yoy trong năm 2022** do tỷ trọng hành khách quốc tế +9% điểm trong cơ cấu. **Sang năm 2023, giá dịch vụ bình quân + 14% yoy** do tỷ trọng hành khách quốc tế tăng +5% điểm trong cơ cấu. BSC ước tính giá dịch vụ năm 2022/2023 dựa trên giá bình quân theo khung giá dịch vụ

2. Hoạt động phi hàng không:

- **BSC giả định doanh thu dịch vụ cho thuê mặt bằng, quảng cáo +5% yoy trong năm 2022/2023.**
- **Doanh thu dịch vụ bến bãi, tiện ích, phục vụ khách VIP, F,C + 177% yoy/ 14% yoy,** nhờ sản lượng hành khách + 175% yoy/ 13% yoy trong năm 2022/2023.

3. Biên lợi nhuận gộp

- **Trong năm 2022, biên lợi nhuận gộp = 57%** nhờ chi phí khấu hao giảm 230 tỷ VNĐ do một số sân bay hết khấu hao, chi phí nhân viên + 20% yoy – theo giả định của 1H.2022, các chi phí còn lại +2-5% yoy.
- **Trong năm 2023, biên lợi nhuận gộp = 66%** nhờ chi phí khấu hao giảm 210 tỷ VNĐ, chi phí nhân viên/SL giả định + 10% yoy, các chi phí còn lại +2-5% yoy. Theo ước tính của BSC, phần thiết bị nhà ga/sân đỗ/đường lăn của T2 Nội Bài có thể sẽ hết khấu hao từ năm 2022-2024 (bắt đầu hoạt động từ cuối năm 2014, thời gian khấu hao: 7-8 năm). Theo ước tính của BSC, chi phí khấu hao có thể giảm 800-900 tỷ VNĐ. Tuy nhiên, theo yếu tố thận trọng, BSC giả định chi phí khấu hao giảm 200-300 tỷ VNĐ trong năm 2023. **Biên lợi nhuận gộp tăng so với năm 2023 do (1) sản lượng hành khách quốc tế tăng, (2) chi phí khấu hao giảm.**

4. Doanh thu/chi phí tài chính

- **Trong năm 2022, doanh thu tài chính = 3,416 tỷ VNĐ (+5% yoy),** nhờ lãi từ tiền gửi = 1,831 tỷ VNĐ (+5% yoy), lãi từ chênh lệch tỷ giá = 1,492 tỷ VNĐ (+33% yoy) dựa trên giả định tỷ giá JPY/VND -11% yoy.
- **Trong năm 2023, doanh thu tài chính = 2,690 tỷ VNĐ (-21% yoy) do không ghi nhận lãi tỷ giá.** Lãi từ tiền gửi = 2,597 tỷ VNĐ (-24% yoy) với giả định: khoản tiền gửi, và đầu tư ngắn hạn giảm 50% yoy, tương đương 40,000 tỷ VNĐ do hoạt động đầu tư mới LTIA, lãi suất bình quân 7% tương đương năm 2018-2019. Theo đó, ACV chỉ giữ 15,000 tỷ VNĐ tiền gửi và đầu tư ngắn hạn cho hoạt động sửa chữa thường xuyên vào cuối năm 2023.

Trong năm 2022, chi phí tài chính = 353 tỷ VNĐ (-9% yoy), trong đó, chi phí lãi vay = 77 tỷ VNĐ (-9% yoy). **Trong năm 2023, chi phí lãi vay = 195 tỷ VNĐ (-6% yoy),** trong đó, chi phí lãi vay = 70 tỷ VNĐ (-2% yoy)**.**

5. Tài sản khu bay

- Giá HCC nội địa + 100% yoy do quy đỉnh giảm giá dịch vụ hết hạn trong năm 2022, gía HCC quốc tế đi ngang trong năm 2023.
- Chi phí khác giả định + 15% yoy trong năm 2023.

Nguồn: BSC Research dự báo

Rủi ro/tiềm năng thay đổi dự báo năm 2023:

- Sản lượng hành khách phục hồi chậm hơn/nhanh hơn dự báo.
- Thu nhập tài chính giảm mạnh hơn/ít hơn dự báo do các dự án triển khai nhanh hơn/chậm hơn so với kỳ vọng.
- Tỷ giá JPY/VND biến động mạnh hơn dự báo.
- Chi phí khấu hao giảm nhẹ/mạnh hơn dự báo

III. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **ACV,** đưa ra giá mục tiêu năm **2023** là **100,000 VND/CP**, tương đương với Upside **+18%** so với giá đóng cửa 26/12/2022), dựa trên phương pháp **EV/EBITDA mục tiêu = 20-21x**. So với Báo cáo trước đó, BSC điều chỉnh tăng dự báo năm 2023 chủ yếu đến từ **(1)** sản lượng hành khách phục hồi vượt +16% kỳ vọng**, (2)** mặt bằng lãi suất tiền gửi tăng +1.5%. Tuy nhiên, BSC chiết khấu 12% EV/EBITDA mục tiêu từ 22-23x xuống 20-21x trong bối cảnh lãi suất chiết khấu tăng.

Phương pháp EV/EBITDA	
EBITDA FWD 2023	9,391
EV/EBITDA mục tiêu	20-21x
Số lượng cổ phiếu lưu hành	2,177
Giá cổ phiếu	100,000 VNĐ/CP

Nguồn: BSC Research tổng hợp

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	7,767	4,752	14,831	18,692
Giá vốn hàng bán	(6,378)	(5,537)	(6,431)	(6,590)
Lợi nhuận gộp	1,389	(785)	8,400	12,102
Thu nhập tài chính	2,231	3,254	3,416	2,690
Chi phí tài chính	(968)	(204)	(353)	(322)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(96)	(89)	(77)	(70)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	147	33	40	48
Chi phí BH	(146)	(85)	(282)	(355)
Chi phí QLDN	(666)	(1,232)	(920)	(1,159)
Lãi từ HĐKD	1,987	981	10,301	13,003
Thu nhập khác, ròng	13	9	29	36
LNTT	2,000	990	10,330	13,040
Thuế TNDN	(359)	(201)	(2,058)	(2,598)
LNST	1,642	790	8,272	10,441
Lợi ích CĐKKS	(6)	(0)	17	21
LNST của ACV	1,076	480	6,925	7,745
EPS	494	220	3,181	3,558

LCTT (Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
(LỖ)/LNTT	**2,000**	**990**	**10,330**	**13,040**
Khấu hao và phân bổ	2,992	2,530	2,298	2,238
Thay đổi vốn lưu động	(940)	(1,573)	(3,395)	(4,315)
Điều chỉnh khác	(1,390)	(2,646)	(3,286)	(2,338)
LCTT từ HĐKD	**2,662**	**(699)**	**5,948**	**8,625**
Tiền chi mua TSCĐ	(2,414)	(1,650)	(3,600)	(32,000)
Đầu tư khác	153	2,676	(1,927)	22,698
LCTT từ HĐĐT	**(2,261)**	**1,025**	**(5,527)**	**(9,302)**
Tiền chi trả cổ tức	(3)	(0)	-	-
Tiền từ vay ròng	(246)	(248)	(362)	3,321
Tiền thu khác	(1)	-	-	-
LCTT từ HĐTC	**(249)**	**(248)**	**(362)**	**3,321**
Dòng tiền đầu kỳ	**350**	**499**	**573**	**631**
Tiền trong kì	149	74	58	2,643
Dòng tiền cuối kỳ	**499**	**573**	**631**	**3,274**

CĐKT (Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Tiền và tương đương tiền	499	573	631	3,274
Đầu tư ngắn hạn	33,185	32,717	36,475	16,375
Phải thu ngắn hạn	3,811	3,660	5,161	6,690
Hàng tồn kho	357	290	336	345
TS ngắn hạn khác	123	328	297	374
TS ngắn hạn	**37,974**	**37,568**	**42,901**	**27,058**
Phải thu dài hạn	278	271	271	271
TSCĐ nguyên giá	42,913	43,560	45,705	45,705
Khấu hao	(28,577)	(31,050)	(33,348)	(35,586)
TSĐT nguyên giá	-	-	-	-
Khấu hao	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	1,065	1,686	3,141	35,141
ĐT dài hạn	2,891	2,707	2,747	2,795
TS dài hạn khác	359	238	297	374
TS dài hạn	**18,928**	**17,412**	**18,812**	**48,699**
Tổng TS	**56,902**	**54,979**	**61,713**	**75,757**
Nợ phải trả	3,645	3,326	4,972	7,694
Vay ngắn hạn	248	362	254	254
Tổng Nợ ngắn hạn	**3,893**	**3,688**	**5,227**	**7,948**
Vay dài hạn	15,345	13,566	11,819	15,376
Nợ dài hạn khác	99	73	73	73
Tổng Nợ dài hạn	**15,445**	**13,639**	**11,892**	**15,449**
Tổng Nợ phải trả	**19,337**	**17,327**	**17,119**	**23,397**
Vốn góp	21,772	21,772	21,772	21,772
Thặng dư vốn	15	15	15	15
Vốn chủ khác	6,032	6,032	6,032	6,032
Lãi chưa phân phối	9,705	9,793	16,717	24,462
Lợi ích CĐTS	42	42	59	79
Tổng VCSH	**37,565**	**37,653**	**44,594**	**52,360**
Tổng nguồn vốn	**56,902**	**54,979**	**61,713**	**75,757**

Chỉ số	2020	2021	2022F	2023F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	9.8	10.2	8.2	3.4
Hsố TT nhanh	9.6	10.0	8.1	3.3
Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	34%	32%	28%	31%
Hsố Nợ/VCSH	51%	46%	38%	45%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	20	19	19	19
Số ngày phải thu ngắn hạn	179	281	127	131
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	18%	-17%	57%	65%
Lợi nhuận LNST	21%	17%	56%	56%
ROE	3%	1%	16%	15%
ROA	2%	1%	11%	10%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-58%	-39%	212%	26%
Tăng trưởng EBIT	-80%	-49%	864%	26%
Tăng trưởng LNTT	-80%	-50%	943%	26%
Tăng trưởng EPS	-84%	-55%	1343%	12%
SLCP lưu hành (triệu)	2,177	2,177	2,177	2,177

Nguồn: BSC Research dự báo

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 VND 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>