

TCT CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM - CTCP (UpCOM: ACV)

Kết quả kinh doanh tệ nhất vẫn chưa xảy ra

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY20	Q4-FY19	+/- qoq	Q1-FY19	+/- yoy
Doanh thu thuần	3.635	4.793	-24%	4.439	-18%
Lợi nhuận sau thuế	1.549	2.432	-36%	1.994	-22%
EBIT	1.378	1.985	-31%	1.974	-30%
Tỷ suất EBIT	37,9%	41,4%	-4%	44,5%	-7%

Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

KQKD Q1 2020 – Lợi nhuận vẫn duy trì ở mức cao

- Doanh thu thuần ghi nhận 3.635 tỷ đồng (-18% YoY) do sản lượng hành khách hàng không ước tính suy giảm 11% trong Q1 2020 (nội địa -1% và quốc tế -29%) kết hợp với chính sách miễn giảm nhiều loại phí dịch vụ hàng không.
- LN từ HĐKD cốt lõi giảm 30% YoY xuống còn 1.378 tỷ đồng. Bù lại, doanh thu tài chính tăng mạnh 27% YoY lên mức 545 tỷ đồng, giúp LNTT chỉ giảm 22% YoY, đạt 1.927 tỷ đồng.

Triển vọng 2020 – Lợi nhuận có thể tạo đáy vào Q2 và dần phục hồi từ Q3

Sau khi Chính phủ ra chỉ thị tạm dừng nhập cảnh đối với tất cả người nước ngoài vào khoảng giữa tháng 3 cũng như giảm tần suất khai thác thị trường nội địa xuống mức tối thiểu kể từ đầu tháng 4, toàn bộ các đường bay quốc tế và hầu hết các chuyến bay nội địa đã phải dừng khai thác. Do đó, chúng tôi cho rằng sản lượng hành khách sẽ đạt mức thấp nhất trong Q2/2020 với mức sụt giảm ước tính khoảng 80% YoY. Do chi phí cố định (chủ yếu là khấu hao và một phần chi phí lương nhân viên) chiếm phần lớn trong cơ cấu chi phí của công ty, chúng tôi ước tính ACV sẽ lỗ khoảng 755 tỷ đồng trong Q2/2020.

Chúng tôi giả định dịch bệnh sẽ phần nào được kiểm soát vào khoảng cuối Q2 không chỉ tại Việt Nam mà còn ở một số quốc gia châu Á khác như Trung Quốc, Hàn Quốc, và sau đó có thể là các quốc gia còn lại vào Q3. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ dần nới lỏng các hạn chế bay quốc tế kể từ cuối Q2 trước khi ngành hàng không vào bước mùa cao điểm trong tháng 7 và cuối năm. Theo đó, tốc độ tăng trưởng sản lượng hành khách hàng không cũng như lợi nhuận sẽ dần phục hồi kể từ Q3.

Quan điểm và định giá

Năm 2020 sẽ là một năm khó khăn đối với ACV. Tuy nhiên, mức lợi nhuận thấp trong năm nay sẽ là cơ sở để kỳ vọng vào tốc độ tăng trưởng mạnh trong năm 2021 sau khi các tác động của dịch COVID-19 tới hoạt động hàng không dần suy giảm. Nhìn xa hơn, với vai trò là nhà khai thác độc quyền 21 cảng hàng không tại Việt Nam, ACV sẽ là người hưởng lợi chính trong sự phát triển của ngành hàng không và du lịch Việt Nam trong dài hạn.

Giá mục tiêu 12 tháng được xác định ở mức **65.000 đồng/cổ phiếu**, điều chỉnh giảm 23% so với giá mục tiêu trước đó trong Báo cáo Chiến lược năm 2020 do chúng tôi điều chỉnh lại dự phóng sau các tác động tiêu cực của COVID-19. Giá cổ phiếu ACV đã hồi phục hơn 39% kể từ mức đáy thiết lập vào cuối tháng 3/2020 theo sát tiến triển tích cực của việc kiểm soát dịch bệnh ở Việt Nam. Dù vậy, chúng tôi cho rằng những kết quả tiêu cực gây ra bởi dịch bệnh sẽ phản ánh rõ ràng hơn trong KQKD Q2/2020 của doanh nghiệp. Chúng tôi cho rằng thời điểm doanh nghiệp ghi nhận kết quả kinh doanh thấp trong thời gian sắp tới sẽ là cơ hội tốt để **TÍCH LŨY** cổ phiếu của doanh nghiệp có vị thế lớn trong ngành như ACV.

TÍCH LŨY +14%

Giá mục tiêu (VNĐ)	65.000
Giá thị trường (VNĐ)	57.700

Cổ tức tiền mặt (VNĐ)* 900

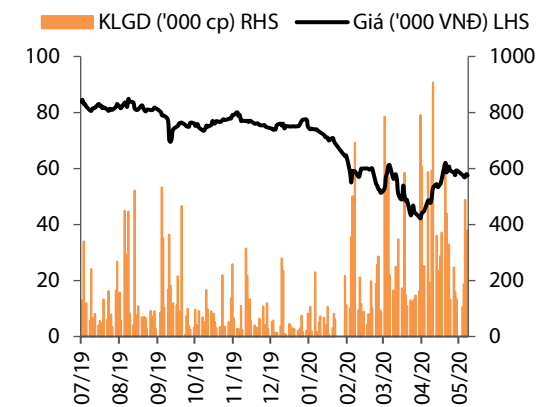
(* Dự kiến trong 12 tháng tới)

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng không
Vốn hóa (tỷ đồng)	125.177
SLCPDLH	2.177,0
KLGD TB 20 phiên	327.830
Free Float (%)	4,6
Giá cao nhất 52 tuần	95.879
Giá thấp nhất 52 tuần	42.200
Beta	1,02

	FY2019	Hiện tại
EPS	3.767	3.622
Tăng trưởng EPS (%)	32,9	9,1
EPS điều chỉnh	3.767	3.622
P/E	19,9	15,7
P/B	4,4	3,3
EV/EBITDA	12,4	9,7
Tỷ suất cổ tức (%)	1,2	1,6
ROE (%)	22,3	21,0

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

UBQL Vốn NN tại DN	95,4
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	4,6

Đỗ Thanh Tùng

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1521

tung.dt@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh doanh Q1/2020

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY20	Q4-FY19	+/- (qoq)	Q1-FY19	+/- (yoy)
Doanh thu	3.635	4.793	-24,2%	4.439	-18,1%
Lợi nhuận gộp	1.623	2.338	-30,6%	2.298	-29,4%
Chi phí bán hàng và quản lý	245	353	-30,4%	323	-24,2%
Thu nhập HĐKD	1.378	1.985	-30,6%	1.974	-30,2%
EBITDA	2.190	2.923	-25,1%	2.980	-26,5%
EBIT	1.378	1.985	-30,6%	1.974	-30,2%
Chi phí tài chính	42	26	60,8%	25	67,1%
- Chi phí lãi vay	23	23	1,4%	23	-0,3%
Khấu hao	812	938	-13,4%	1.006	-19,2%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	1.927	3.019	-36,2%	2.473	-22,1%
Lợi nhuận sau thuế	1.549	2.432	-36,3%	1.994	-22,3%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	1.549	2.432	-36,3%	1.994	-22,3%

Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt (*) thường niên hóa

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1/2020

Chỉ tiêu	Q1-FY20	Q4-FY19	+/- (qoq)	Q1-FY19	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	44,7%	48,8%	-4,1 pps	51,8%	-7,1 pps
EBITDA/Doanh thu	60,3%	61,0%	-0,7 pps	67,1%	-6,9 pps
EBIT/Doanh thu	37,9%	41,4%	-3,5 pps	44,5%	-6,6 pps
TS lợi nhuận ròng	42,6%	50,7%	-8,1 pps	44,9%	-2,3 pps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	42,6%	50,7%	-8,1 pps	44,9%	-2,3 pps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	16,4	21,4	-5,0	18,1	-1,7
-Khoản phải thu	2,5	3,1	-0,5	2,7	-0,2
-Khoản phải trả	1,3	1,2	0,1	1,2	0,1
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	17,2%	20,4%	-3,2 pps	24,2%	-6,9 pps

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2/2020

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY20	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	450	-82%	-85%
LN gộp	-1.046	-165%	-146%
EBIT	-1.211	-188%	-161%
LNST	-839	-154%	-149%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Cập nhật

Hoạt động kinh doanh chịu ảnh hưởng nặng nề trước các tác động của COVID-19

Bảng 1: Tình hình tài chính Q1 2020

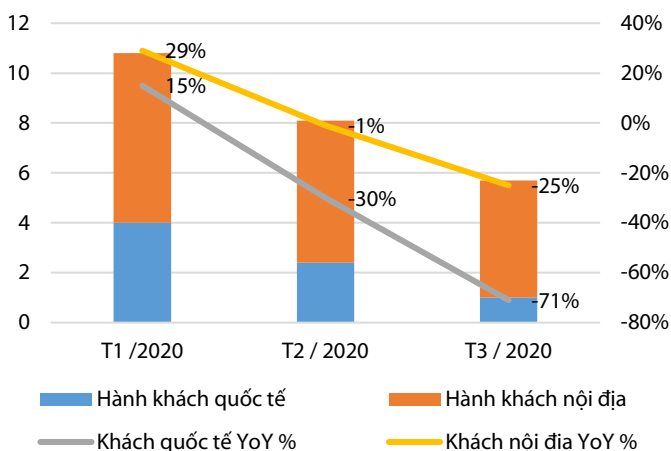
Đơn vị: Tỷ VNĐ	Q1 2019	Q1 2020	YoY%
Doanh thu thuần	4.439	3.635	-18,1%
1. Dịch vụ hàng không	3.537	2.846	-19,5%
2. Dịch vụ phi hàng không	505	511	1,0%
3. Bán hàng	396	278	-29,8%
LN gộp	2.298	1.623	-29,4%
CP bán hàng và quản lý DN	-323	-245	-24,2%
LN từ HĐKD	1.974	1.378	-30,2%
LN từ công ty liên kết	93	44	-52,3%
Doanh thu tài chính	429	545	27,0%
Chi phí tài chính	(25)	(42)	67,1%
LNTT	2.473	1.927	-22,1%
LNST	1.994	1.549	-22,3%
Biên LN gộp	51,8%	44,7%	-7,1pps
Tỷ suất LN từ HĐKD	44,5%	37,9%	-6,6pps
Tỷ suất LNTT	55,7%	53,0%	-2,7pps
Tỷ suất LN ròng	44,9%	42,6%	-2,3pps

Nguồn: ACV

Tổng doanh thu thuần Q1 2020 giảm 18% YoY, trong đó doanh thu dịch vụ hàng không giảm 20% YoY. Nguyên nhân chính đến từ (1) lưu lượng hành khách hàng không giảm mạnh do COVID-19 và (2) chính sách miễn, giảm phí một số dịch vụ hàng không để hỗ trợ các hãng hàng không.

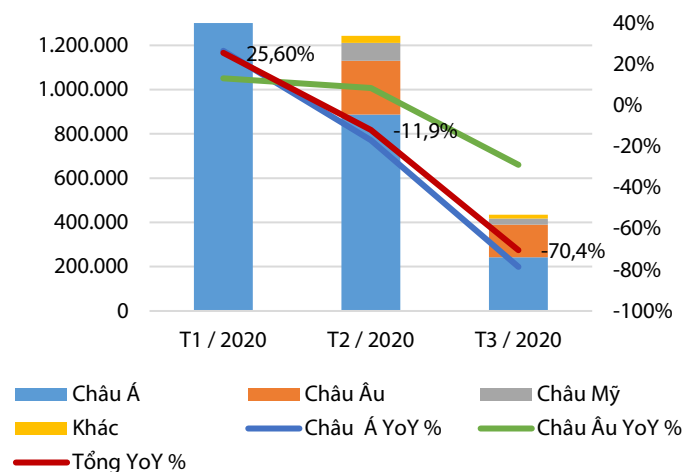
Tác động tiêu cực của COVID-19 tới sản lượng hành khách hàng không quốc tế bắt đầu từ tháng 2 sau lệnh dừng khai thác các chuyến bay tới Trung Quốc được ban hành, theo sau bởi các lệnh cấm bay tới thị trường Hàn Quốc và các thị trường quốc tế khác trong tháng 3 khi dịch bệnh lây lan nhanh trên toàn thế giới. Trong khi đó, tâm lý lo ngại về dịch bệnh cũng làm giảm sản lượng hành khách bay các chuyến nội địa. Các hãng hàng không đã liên tục phải cắt giảm tần suất bay. Qua đó, ước tính tổng lưu lượng hành khách hàng không đạt 24,6 triệu khách trong Q1/2020, giảm 11% YoY. Cụ thể, lưu lượng hành khách quốc tế giảm 29,0% YoY trong khi lưu lượng hành khách bay nội địa giảm 0,5% YoY. Điều này kéo theo tỷ trọng hành khách hàng không trên các chuyến bay quốc tế trong Q1 2020 ước tính giảm xuống mức 30% so với mức 38% cùng kỳ năm 2019. Qua đó, chúng tôi ước tính **doanh thu phục vụ hành khách (PSC) trung bình giảm 19% YoY.**

Hình 1: Sản lượng hành khách qua các cảng hàng không trong nước (triệu lượt) trong các tháng Q1/2020



Nguồn: ACV, CAAV, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 2: Lượt khách du lịch quốc tế tới Việt Nam phân theo khu vực trong các tháng Q1/2020



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt tổng hợp

ACV cũng đã miễn, giảm nhiều phí dịch vụ hàng không để hỗ trợ các hãng hàng không trong khoảng thời gian từ tháng 3 đến hết tháng 8/2020. Cụ thể, phí dịch vụ dẫn tàu bay giảm 50%; phí dịch vụ thang ống, thuê băng chuyền, xử lý hành lý tự động, thuê quầy, phục vụ mặt

đất giảm 10%; dịch vụ thuê văn phòng đại diện hãng: đối với các hãng hàng không dừng bay sẽ miễn 100%, còn các hãng vẫn duy trì bay sẽ giảm ở mức tối đa theo quy định của Nhà nước là 30%.

Chi phí khấu hao (trong khoản mục giá vốn) ước tính giảm 19% YoY xuống khoảng 803 tỷ đồng, do nhiều tài sản đã hết khấu hao. Nguyên giá tài sản cố định đã hết khấu hao tại thời điểm cuối Q1 2020 đạt 13.232 tỷ đồng, tăng 1.737 tỷ đồng so với thời điểm cuối năm 2019. Mặc dù vậy, chi phí nhân công và chi phí mua ngoài lại tăng lần lượt 26% YoY và 9% YoY. Điều này khiến cho chi phí giá vốn chỉ giảm 6% YoY. Qua đó, **biên lợi nhuận gộp giảm 7,1 pps YoY xuống 44,7%.**

Các công ty liên kết chính của ACV cũng chịu ảnh hưởng không nhỏ từ dịch COVID-19. Cụ thể, lợi nhuận ròng của CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất (UpCOM: SAS) - nhà bán lẻ chính tại sân bay Tân Sơn Nhất - đã giảm 81,1% YoY, xuống 16 tỷ đồng. Trong khi đó, lợi nhuận ròng tại CTCP Phục vụ Mặt đất Sài Gòn (HSX:SGN) - nhà cung cấp dịch vụ mặt đất cho các sân bay Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng và Cam Ranh - giảm 9.9% YoY xuống 71 tỷ đồng. ACV hiện đang nắm giữ lần lượt 49% và 48% tại SAS và SGN.

Triển vọng 2020

Lợi nhuận nhiều khả năng sẽ tạo đáy trong Q2 2020

Sau khi Bộ GT-VT giới hạn tần suất bay nội địa kể từ đầu tháng 4, tổng số chuyến bay trong tháng được thực hiện bởi các hãng hàng không trong nước chỉ đạt khoảng 2.207 chuyến, giảm 91,6% YoY. Sản lượng hành khách nội địa, qua đó, cũng đã giảm 97,3% xuống 167 nghìn lượt. Trong khi đó, mặc dù tất cả các đường bay quốc tế phải tạm dừng hoạt động, lượng hành khách quốc tế đạt khoảng 21 nghìn lượt, giảm 99,4% YoY, chủ yếu đến từ các chuyến bay đặc biệt đưa khách quốc tế về nước và đón công dân Việt Nam ở nước ngoài.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hành khách nội địa sẽ phục hồi đáng kể từ tháng 5 sau khi Cục Hàng không thông báo về dỡ bỏ giới hạn tần suất bay nội địa kể từ 7/5/2020. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng nhu cầu đi lại của người dân sẽ chưa thể tăng nhanh trở lại trong ngắn hạn. Do đó, sản lượng hành khách nội địa trong Q2 2020 ước tính giảm 73% YoY, đạt khoảng 5 triệu lượt. Đối với thị trường quốc tế, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hành khách tiếp tục ở mức thấp trong tháng 5 và tháng 6 do chưa có chuyến bay quốc tế thương mại nào được cấp phép trở lại trong khoảng thời gian này. Qua đó, **chúng tôi ước tính tổng sản lượng hành khách trong Q2 2020 đạt khoảng 5 triệu lượt (-80% YoY).** Doanh thu Q2 2020, theo đó, ước tính giảm 90% YoY còn 450 tỷ đồng. Trong khi đó, tổng chi phí chỉ giảm khoảng 33% YoY, do phần lớn chi phí của ACV là chi phí cố định. Qua đó, **chúng tôi ước tính ACV sẽ lỗ khoảng 755 tỷ đồng trong Q2 2020.**

Kỳ vọng thị trường quốc tế hồi phục vào nửa cuối 2020; Tổng sản lượng hành khách hàng không năm 2020 ước giảm 34% YoY

Tổng cục Du lịch đã đưa ra hai kịch bản về sự phục hồi của lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam.

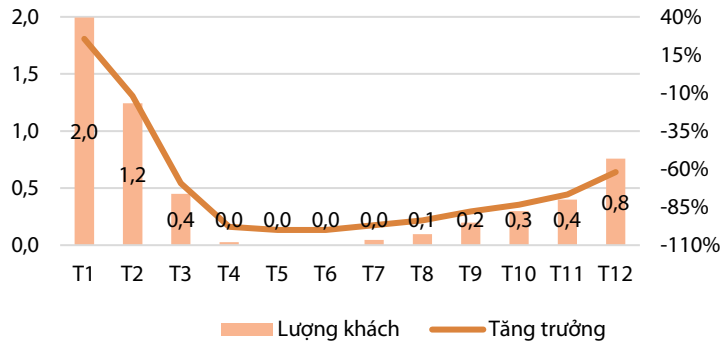
- **Kịch bản 1: Dịch kết thúc vào tháng 6/2020.** Gần như không có khách quốc tế đến Việt Nam từ tháng 4 đến tháng 6, nhưng sẽ hồi phục dần vào các tháng sau đó mặc dù vẫn còn ở mức thấp. Các thị trường gần trong khu vực châu Á có khả năng sẽ phục hồi sớm hơn so với các thị trường xa như châu Âu, Bắc Mỹ, Úc... Theo đó, khách du lịch quốc tế đến năm 2020 có thể giảm khoảng gần 70% so với năm 2019, chỉ còn khoảng 5,5 triệu lượt.

- **Kịch bản 2: Dịch kết thúc vào tháng 9/2020.** Tình trạng không có khách du lịch quốc tế sẽ kéo dài hơn trong khoảng từ tháng 4 đến tháng 9 và chỉ có thể bắt đầu hồi phục rất hạn chế từ cuối năm với các hoạt động đi lại du lịch công vụ, giao thương. Theo kịch bản này, các quốc gia châu Á (như Trung Quốc, Hàn Quốc) về cơ bản vẫn khống chế được dịch trước so với các quốc gia châu Âu, Bắc Mỹ. Lượng khách du lịch quốc tế đến năm 2020 sẽ giảm khoảng gần 75%, chỉ còn khoảng 4,6 triệu lượt.

Chúng tôi nghiêng về kịch bản thứ nhất do trên thực tế, số ca nhiễm mới COVID-19 các nước như Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan - ba quốc gia dẫn đầu về khách du lịch tới Việt Nam trong năm 2019 - hiện đang được kiểm soát ở mức rất thấp. Ngoài ra, trong top 10 các quốc gia có lượng khách du lịch tới Việt Nam, thì Úc cũng đã cho thấy những dấu hiệu tích cực trong việc kiểm soát COVID-19. Mặc dù việc mở cửa trở lại các đường bay quốc tế là một quyết định khó khăn do phụ thuộc vào tình hình dịch bệnh tại các nước, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ có thể cân nhắc nới lỏng các lệnh hạn chế bay đối với một số quốc gia nói trên kể từ cuối Q2 2020, trước khi bước vào dịp cao điểm mùa hè. Trong khi đó, các đường bay tới các thị trường quốc tế còn lại được ACV dự kiến phục hồi dần kể từ tháng 8/2020.

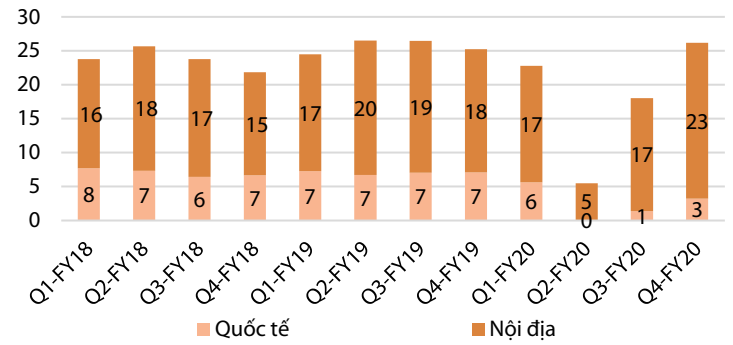
Với những giả định trên, chúng tôi dự phóng lưu lượng hành khách hàng không quốc tế (loại trừ sản lượng của Đà Nẵng và Cam Ranh) sẽ đạt khoảng 10 triệu lượt (-63% YoY); kết hợp với sản lượng nội địa dự kiến là 55 triệu lượt (-26% YoY), **tổng sản lượng hành khách hàng không ước đạt 65 triệu lượt (-36% YoY).**

Hình 3: Dự báo khách du lịch quốc tế đến Việt Nam năm 2020 nếu dịch Covid-19 kết thúc cuối tháng 6/2020 (triệu lượt)



Nguồn: Tổng cục Du lịch

Hình 4: Dự phóng lượt hành khách hàng không theo quý (triệu lượt)



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt ước tính

Dự án cải tạo, nâng cấp đường cất, hạ cánh tại sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài có thể bắt đầu trong năm nay

Chính phủ đã ra nghị quyết sử dụng vốn ngân sách Trung ương để đầu tư dự án cải tạo đường cất hạ cánh tại Tân Sơn Nhất và Nội Bài. ACV không phải là chủ đầu tư của dự án này mà thay vào đó là Ban quản lý dự án Thăng Long và Tổng công ty Đầu tư phát triển hạ tầng giao thông Cửu Long, hai doanh nghiệp trực thuộc bộ GT-VT. Dự kiến, dự án này có thể triển khai thi công ngay trong tháng 7/2020.

Việc đóng cửa một đường băng tại mỗi sân bay để phục vụ nâng cấp sẽ ít ảnh hưởng tới hoạt động khai thác của ACV khi mà tần suất các chuyến bay đã giảm mạnh. Trên thực tế, với tình hình chỉ khai thác các chuyến bay nội địa như hiện nay, chúng tôi ước tính tổng số lượt cất hạ cánh trung bình mỗi giờ trong khung giờ cao điểm tại Tân Sơn Nhất và Nội Bài lần lượt vào khoảng 14 lượt và 12 lượt. Trong kịch bản các đường bay quốc tế được hoạt động trở lại trong nửa cuối năm, thì số lượt cất hạ cánh trung bình mỗi giờ vẫn nằm trong mức khai thác tối đa của một đường băng còn lại, vào khoảng 30 lượt. Do đó, các dự phóng của chúng tôi không bị ảnh hưởng bởi dự án nâng cấp các đường cất, hạ cánh này.

Định giá

Dựa trên phương pháp Chiết khấu dòng tiền (WACC 11,2%, tăng trưởng tại giá trị cuối 3,0%), chúng tôi đưa ra **mức giá mục tiêu trong năm 2020 cho ACV là 65.000 đồng/cổ phiếu**. Các chỉ số định giá của ACV, cùng với các công ty cùng ngành khác, cho năm 2020 và 2021 được trình bày trong bảng 3.

Bảng 2: Tổng hợp giá định phương pháp chiết khấu dòng tiền

Đơn vị: Tỷ VNĐ			
Lãi suất phi rủi ro 10Y	2,8%	Giá trị doanh nghiệp	122.667
Phần bù rủi ro thị trường	11,2%	Trừ: Tổng nợ	14.890
Beta điều chỉnh	1,0	Cộng: Tiền và tương đương tiền	32.914
Chi phí vốn cổ phần	14,0%	Trừ: Lợi ích CĐT S	55
Chi phí nợ vay sau thuế	2,8%	Giá trị phần vốn CSH	140.636
% Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	74%	Số lượng cổ phiếu (triệu cổ phiếu)	2.177
% Tổng nợ/Tổng tài sản	26%	Giá mục tiêu/cổ phiếu (VNĐ)	64.596
WACC	11,2%		

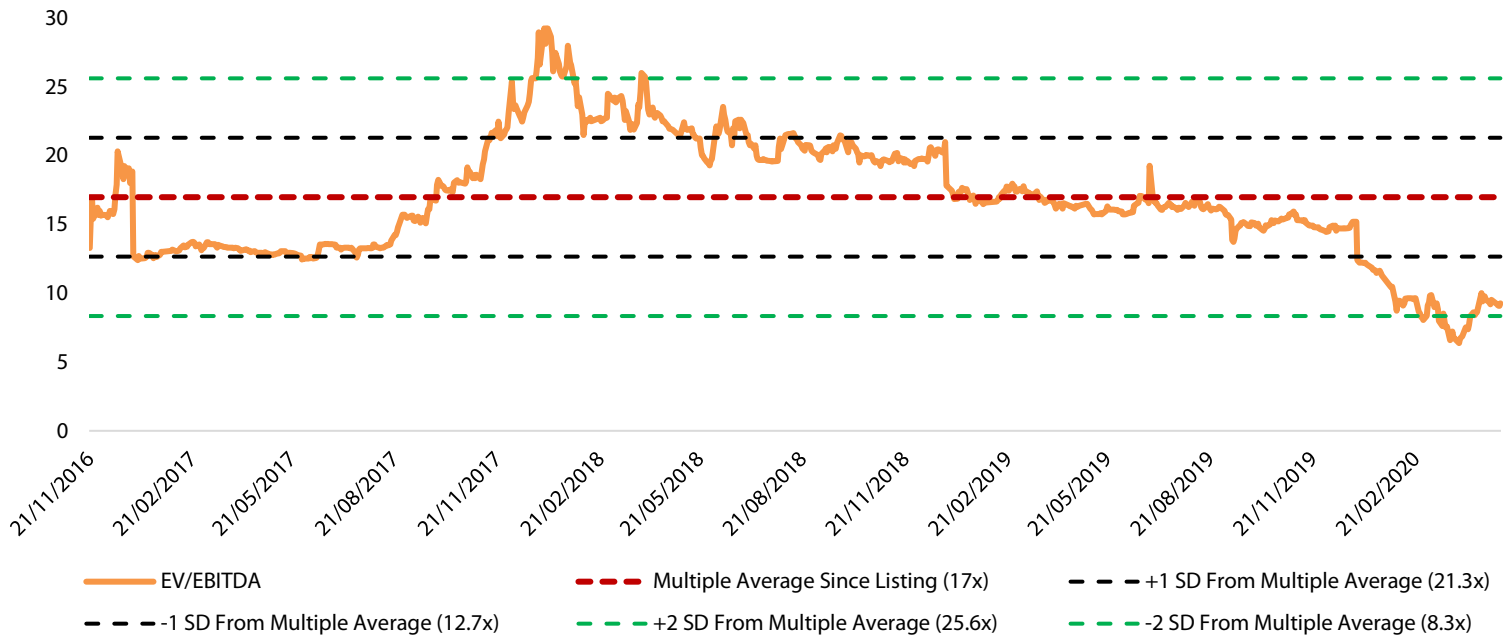
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Số liệu định giá các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã chứng khoán	Vốn hóa (Triệu USD)	FY20 EV/EBITDA* (x)	FY21 EV/EBITDA* (x)	FY20 P/E* (x)	FY21 P/E* (x)	P/B (x)
Airports Of Thailand Pcl	AOT TB	26.236	41,0	25,0	83,5	44,6	5,3
ADP	ADP FP	8.738	21,5	9,2	N/A	23,0	1,6
Sydney Airport	SYD AU	7.915	32,9	20,0	N/A	68,6	N/A
Frankfurt Airport	FRA GR	3.547	17,2	8,1	N/A	11,7	0,8
Auckland Intl Airport Ltd	AIA NZ	5.080	24,7	32,0	39,3	69,5	1,1
Japan Airport Terminal Co	9706 JP	3.050	12,1	11,7	44,0	40,4	1,9
Malaysia Airports Hldgs Bhd	MAHB MK	1.880	7,7	6,3	50,5	18,4	1,0
Xiamen International Airport	600897 CH	739	6,9	4,8	18,0	9,3	1,4
Guangzhou Baiyun Int'l Airport	600004 CH	4.094	13,6	8,3	43,0	21,8	1,8
Beijing Capital Int'l Airport	694 HK	3.031	9,9	7,8	31,9	18,7	0,9
Shenzhen Airport	000089 CH	2.293	19,2	10,1	51,8	23,4	1,4
Trung bình		6.055	18,8	13,0	45,2	31,8	1,7
ACV (@ giá tại ngày 7/5/2020)	ACV VN	5.390	16,2	11,1	37,0	22,9	3,3
ACV (@ giá mục tiêu)	ACV VN	5.390	18,5	12,7	41,5	25,7	3,3

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, Dữ liệu tại ngày 7/5/2020, *Số liệu ước tính của Bloomberg.

Hình 5: Lịch sử định giá EV/EBITDA



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, Dữ liệu tại ngày 7/5/2020

KQ HKĐK	tỷ đồng			
	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
Doanh thu thuần	16.123	18.329	10.150	14.531
Giá vốn	8.296	8.995	6.858	8.635
Lãi gộp	7.828	9.334	3.292	5.897
Chi phí bán hàng	340	379	203	291
Chi phí quản lý	878	1.006	457	727
Thu nhập từ HĐTC	1.363	1.920	1.938	2.136
Chi phí tài chính	756	104	578	582
Lợi nhuận khác	65	9	0	0
Lợi nhuận trước thuế	7.618	10.156	4.184	6.739
Thuế TNDN	1.433	1.942	761	1.225
Lợi ích cổ đông thiểu số	13	13	10	10
Lợi nhuận sau thuế	6.173	8.201	3.414	5.504
EBIT	6.609	7.948	2.633	4.879
EBITDA	10.490	11.868	6.714	9.870

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	%			
	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	10,1	13,7	-44,6	43,2
Lợi nhuận HKĐK	30,1	13,1	-43,4	47,0
EBIT	71,9	20,3	-66,9	85,3
Lợi nhuận sau thuế	20,9	32,9	-58,4	61,2
Tổng tài sản	21,4	8,5	0,8	8,5
Vốn chủ sở hữu	30,4	19,4	4,0	8,4
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp / Doanh thu	48,5	50,9	32,4	40,6
EBITDA / Doanh thu	65,1	64,8	66,1	67,9
EBIT / Doanh thu	41,0	43,4	25,9	33,6
LNST / Doanh thu	38,3	44,7	33,6	37,9
ROA	11,5	14,1	5,8	8,7
ROE	20,1	22,3	8,9	13,3
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	2,6	3,4	2,0	2,6
Vòng quay HTK	17,7	18,2	20,0	20,0
Vòng quay kh. phải trả	1,2	1,4	1,4	1,4
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	4,3	5,7	7,6	6,1
Nhanh	4,2	5,7	7,5	6,0
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng nợ / Vốn CSH	49,4	40,9	40,8	38,1
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,5	0,7	0,7	0,6
Vay dài hạn / Vốn CSH	48,9	40,2	40,1	37,5

BẢNG CĐKT	tỷ đồng			
	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
Tiền	638	350	697	710
Đầu tư tài chính ngắn hạn	23.730	30.922	32.468	31.494
Các khoản phải thu	6.156	5.361	5.092	5.602
Tồn kho	469	493	343	432
Tài sản ngắn hạn khác	287	166	175	183
Tài sản cố định hữu hình	19.036	17.206	16.014	21.024
Tài sản cố định vô hình	3	5	5	4
Đầu tư tài chính dài hạn	2.806	2.963	3.154	3.460
Tài sản dài hạn khác	499	711	711	711
TỔNG TÀI SẢN	53.625	58.176	58.659	63.621
Khoản phải trả ngắn hạn	7.102	6.267	4.872	6.077
Vay và nợ ngắn hạn	151	240	255	262
Vay và nợ dài hạn	15.043	14.760	15.301	15.497
Khoản phải trả dài hạn	111	141	0	0
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	432	11	352	902
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	22.839	21.419	20.779	22.739
Vốn đầu tư của CSH	21.786	21.786	21.786	21.786
Cổ phiếu quỹ	0	-2	-2	-2
Lợi nhuận giữ lại	6.397	8.885	4.098	7.299
Khoản thu nhập khác	-1	0	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	2.551	6.035	12.275	12.275
TỔNG VỐN	30.734	36.704	38.157	41.358
Lợi ích cổ đông thiểu số	53	53	53	53

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ (*)	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
EPS (đồng/cp)	2.835	3.767	1.568	2.528
P/E (x)	31,4	19,9	37,0	22,9
BV (đồng/cp)	14.116	16.859	17.526	18.996
P/B (x)	6,3	4,4	3,3	3,1
DPS (đồng/cp)	900	900	900	900
Tỷ suất cổ tức (%)	1%	1%	1%	1%

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
DCF	65.000	100%	65.000

Giá mục tiêu (đồng/cp)

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
T1 2017	66.100	MUA	Dài hạn
T9 2019	77.100	TÍCH LŨY	Dài hạn
T12 2019	85.000	TÍCH LŨY	Dài hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Lại Đức Dương
Senior Analyst
duong.ld@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)
• Bất động sản
• Vật liệu xây dựng

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Analyst
vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1518)
• Dầu khí
• Phân bón

Nguyễn Hà Trinh
Senior Analyst
trinh.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1551)
• Xây dựng
• Thép
• Tiện ích công cộng

Vũ Anh Tú
Analyst
tu.va@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1511)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Sơn
Analyst
son.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1527)
• Bán lẻ
• Thực phẩm & Đồ uống
• Dược phẩm

Đỗ Thanh Tùng
Analyst
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Cảng biển
• Dịch vụ hàng không

Phạm Thị Tố Tâm
Analyst
tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Bảo hiểm
• Thủy sản

Nguyễn Thị Thúy Anh
Analyst
anh2.ntt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)
• Ngân hàng

Nguyễn Tiến Hoàng
Analyst
hoang.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1538)
• Thị trường

Bùi Huy Hoàng
Analyst
hoang.bh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1514)
• Cao su tự nhiên
• Nông dược

Phạm Minh Tú
Analyst
tu.pm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1536)
• Thép

Ngô Công Khoa
Analyst
khoa.nc@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1519)
• Bán lẻ

Bernard Lapointe
Senior Consultant
bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Trương Thị Thảo Vi
Assistant
vi.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1517)

HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh

☎ +84 28 6299 2006
☎ +84 28 6299 7986
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ +84 24 6288 2006
☎ +84 24 6288 2008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ +84 258 3820 006
☎ +84 258 3820 008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ

95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

☎ +84 292 381 7578
☎ +84 292 381 8387
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2020.**