

MUA – Giá mục tiêu 1 năm: 68.600 đồng/cp

Giá hiện tại: 58.300 đồng/cp

Nguyễn Hoàng Giang

giangnh@ssi.com.vn

+84-28 3636 3688 ext. 676

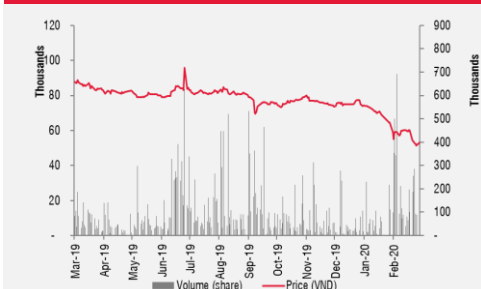
Ngày 04/03/2020

NGÀNH CÔNG NGHIỆP

Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD)	4.966
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng)	115.381
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.177
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	97/50,1
KLGD trung bình 3 tháng	118.793
GTGD trung bình 3T (tr USD)	0,23
GTGD trung bình 3T (tỷ VND)	5,38
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	3,67
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	95,4
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	N.a

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

Công ty mẹ của Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) tiền thân thành lập vào năm 1976 thuộc quản lý trực tiếp của Cục Hàng Không Việt Nam (CAAV), là cơ quan cảng hàng không tại Miền Bắc, miền Trung và miền Nam. ACV thành lập sau khi sáp nhập Tổng công ty cảng hàng không tại miền Bắc, miền Trung và miền Nam vào năm 2012 theo quyết định của Bộ Giao Thông Vận tải. Công ty phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng vào tháng 11/2015 và niêm yết tại UPCOM vào ngày 21/11/2016. Hiện tại, ACV hoạt động theo mô hình công ty mẹ- công ty con và tham gia điều hành và quản lý 22 sân bay dân dụng tại Việt Nam. Từ năm 2015-2019, công ty mở rộng công suất đáng kể từ 71,1 triệu hành khách/năm vào 2015 lên khoảng 115 triệu hành khách/năm vào 2019 nhằm đáp ứng nhu cầu du lịch bằng đường hàng không đang phát triển tại Việt Nam.

CẬP NHẬT CÔNG TY

Tác động của COVID-19 đến kết quả kinh doanh 2020 và cập nhật định giá

Do dịch virus Covid-19 bùng phát, tất cả các công ty hàng không, sân bay và các công ty du lịch là những đối tượng chịu ảnh hưởng nhiều nhất. Câu hỏi lớn đặt ra là dịch virus Corona sẽ gây ra thiệt hại như thế nào đối với các công ty này? Chúng tôi chọn giải quyết câu hỏi này bằng cách phân tích tình huống, đưa ra các giả định khác nhau về thời gian dịch bệnh Covid-19 có thể xảy ra và tác động của dịch bệnh đến kết quả tài chính của công ty. Quan trọng nhất, chúng tôi đánh giá tác động đến việc định giá cổ phiếu ACV.

Trường hợp cơ sở cho phân tích của chúng tôi giả định rằng dịch virus Covid-19 sẽ kết thúc vào cuối Q2/2020, và việc phục hồi có thể bắt đầu từ Q3/2020. Đối với trường hợp xấu nhất chúng tôi kéo dài thời gian dịch bệnh đến Q3/2020, việc phục hồi sẽ chỉ bắt đầu từ Q4/2020. Đối với trường hợp tốt nhất, dịch bệnh có thể kết thúc ngay vào cuối Q1/2020.

Tóm tắt phân tích của chúng tôi:

	Tăng trưởng sản lượng hành khách năm 2020	Tăng trưởng doanh thu năm 2020	Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế năm 2020	Giá mục tiêu năm 2020 (đồng/cp)	% triển vọng tăng trưởng
Trường hợp xấu nhất	-43%	-42%	-71%	48,000	-9%
Trường hợp cơ sở	-21%	-19%	-36%	68,600	29%
Trường hợp tốt nhất	-12%	-11.1%	-24.6%	75,600	43%

Nguồn: SSI ước tính và dự báo

Phân tích của chúng tôi có thể có chút trái ngược với các lo lắng hiện tại trên thị trường thế giới. Nhìn chung, với mức giá hiện tại, theo phân tích của chúng tôi rủi ro giảm đối với khuyến nghị là không nhiều, ngay cả trong trường hợp xấu nhất (giảm 9%), trong khi triển vọng tăng giá đối với trường hợp cơ sở và trường hợp tốt nhất khá cao. Trong dài hạn, sau khi dịch virus Covid-19 giảm dần, ACV vẫn được hưởng lợi từ sự tăng trưởng hành khách của Việt Nam, do đó vẫn là 1 khoản đầu tư dài hạn tốt.

Với mức giá ngày 2/3/2020, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội tốt để mua ACV đối với các nhà đầu tư dài hạn. Sử dụng ước tính và định giá đối với trường hợp cơ sở của chúng tôi, chúng tôi nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA, với giá mục tiêu cho năm 2020 là 68.600 đồng/cp (+29% so với giá hiện tại) dựa vào EV/EBITDA 2020 mục tiêu là 12 lần. Lưu ý rằng định giá của chúng tôi không bao gồm khoản thu nhập từ khu bay.

Do dịch virus Covid-19 bùng phát, tất cả các công ty hàng không, sân bay và các công ty du lịch là những đối tượng chịu ảnh hưởng nhiều nhất. Nhìn vào số liệu tháng từ Tổng cục thống kê (GSO), số lượng khách du lịch từ 21/1/2020 đến 20/2/2020 chỉ giảm 21,8% YoY, trong đó số lượng khách du lịch từ Châu Á giảm 27,2% YoY (lưu ý là dịp Tết Nguyên đán rơi vào tháng 2/2019 và tháng 1/2020). Tuy nhiên, các nhà đầu tư trong các ngành này có thể cần phải chuẩn bị đối mặt với tác động lớn hơn từ việc này. Theo cuộc họp gần đây của ACV với Ủy ban quản lý vốn Nhà nước (CMSC) vào ngày 28/2/2020, kể từ khi dịch bùng phát ở Hàn Quốc, công ty ước tính sản lượng hành khách sẽ giảm 50-55%. Chúng tôi hiểu rằng đây là ước tính cho các tháng tiếp theo, đặc biệt từ tháng 3 trở đi, vì hiện tại ngay cả hành khách Châu Âu cũng đã giảm đi du lịch. Sản lượng hành khách vào mùa hè (mùa cao điểm) cũng được ước tính giảm đáng kể. Theo HVN, hiện tại công ty có 40 tàu bay bị dừng khai thác trong đội bay 100 tàu bay. Vì những lý do này và cùng với sự khác biệt giữa tháng 2/2020 và tháng 2/2019 do thời điểm nghỉ Tết Nguyên đán khác nhau, chúng tôi cho rằng mức giảm trong vận tải hàng không vẫn chưa được phản ánh vào số liệu trong 2 tháng đầu tiên, và sẽ phản ánh rõ ràng hơn từ tháng 3/2020.

Câu hỏi lớn đặt ra là dịch virus Corona sẽ gây ra thiệt hại như thế nào đối với các công ty này? Chúng tôi chọn giải quyết câu hỏi này bằng cách phân tích tình huống, đưa ra các giả định khác nhau về thời gian dịch bệnh Covid-19 có thể xảy ra và tác động của dịch bệnh đến kết quả tài chính của công ty. Quan trọng nhất, chúng tôi đánh giá tác động đến việc định giá cổ phiếu ACV. Khi hành khách Trung Quốc và Hàn Quốc chiếm 32,2% và 28,8% trong tổng sản lượng hành khách quốc tế đến Việt Nam (bằng tất cả các phương tiện giao thông) trong năm 2019, chúng tôi có các giả định riêng cho tỷ trọng hành khách Trung Quốc và Hàn Quốc để tối ưu hóa phân tích của chúng tôi.

Lưu ý trong báo cáo này, hành khách Trung Quốc và Hàn Quốc là những hành khách khởi hành từ Trung Quốc và Hàn Quốc, không tính đến Quốc tịch.

Giả định cho 3 trường hợp

Trường hợp cơ sở cho phân tích của chúng tôi giả định rằng dịch virus Covid-19 sẽ kết thúc vào cuối Q2/2020, và việc phục hồi có thể bắt đầu từ Q3/2020. Đối với trường hợp xấu nhất chúng tôi kéo dài thời gian dịch bệnh đến Q3/2020, việc phục hồi sẽ chỉ bắt đầu từ Q4/2020. Đối với trường hợp tốt nhất, dịch bệnh có thể kết thúc ngay vào cuối Q1/2020, mặc dù phải thừa nhận rằng chúng tôi thấy trường hợp này ít khả năng xảy ra.

Vì tất cả học sinh Việt Nam nghỉ học trong 1 tháng qua để tránh dịch Covid-19, thời gian học của các trường ở Việt Nam sẽ được kéo dài vào kỳ nghỉ hè, và do đó nhu cầu đi du lịch vào mùa hè của các hộ gia đình trong nước dự kiến sẽ giảm. Từ các thảo luận của chúng tôi với ACV, trong tình hình hình này công ty dự kiến sẽ không có mùa cao điểm trong Q3/2020 ngay cả khi dịch bệnh kết thúc vào Q2/2020.

Trong năm 2019 sản lượng hành khách trong nước và quốc tế chiếm 64% và 36% tổng sản lượng hành khách (lưu ý rằng sản lượng hành khách trong nước được tính gấp đôi cho ACV). Ngoài ra, sản lượng hành khách trong nước và quốc tế chiếm 22% và 49% doanh thu hàng không của ACV trong năm 2019.

Dưới đây là 3 trường hợp và giả định cho mỗi trường hợp (% sản lượng hành khách cho từng phân khúc hành khách so với số liệu năm ngoái):

Phân tích tình hình

Trường hợp cơ sở (phục hồi sau Q2/2020) % so với năm ngoài	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	Giải thích cho từng trường hợp
Khách quốc tế Trung Quốc	20%	20%	80%	110%	62%	Sản lượng hành khách du lịch Trung Quốc và Hàn Quốc dự kiến thấp nhất trong nửa đầu năm 2020 và bắt đầu phục hồi từ Q3/2020 cho tất cả phân khúc hành khách. Không phải khách quốc tế Trung Quốc/Hàn Quốc và khách trong nước được giả định ít bị ảnh hưởng.
Khách quốc tế Hàn Quốc	30%	20%	80%	110%	61%	
Khách quốc tế khác	70%	70%	100%	110%	87%	
Khách Trung Quốc, Hàn Quốc bay trong nước (20% tổng sản lượng hành khách)	20%	20%	80%	110%	60%	
Khách trong nước khác	80%	60%	90%	110%	84%	
Tổng cộng	65%	53%	89%	110%	79%	
Trường hợp xấu nhất (phục hồi sau Q3/2020) % so với năm ngoài	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	
Khách quốc tế Trung Quốc	20%	0%	30%	60%	30%	Dịch bệnh được giả định kéo dài đến tháng 9 và chỉ phục hồi sau Q3/2020. Hành khách Trung Quốc và Hàn Quốc được giả định là giảm đi du lịch trong khi các phân khúc hành khách khác có thể đạt mức năm ngoài trong Q4/2020.
Khách quốc tế Hàn Quốc	30%	0%	50%	80%	41%	
Khách quốc tế khác	50%	50%	80%	100%	69%	
Khách Trung Quốc, Hàn Quốc bay trong nước (20% tổng sản lượng hành khách)	25%	0%	40%	70%	36%	
Khách trong nước khác	50%	40%	60%	100%	62%	
Tổng cộng	44%	33%	58%	92%	57%	
Trường hợp tốt nhất (phục hồi sau Q1/2020) % so với năm ngoài	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	
Khách quốc tế Trung Quốc	20%	50%	80%	110%	68%	Dịch bệnh được giả định sẽ kết thúc ngay trong Q1/2020 và bắt đầu phục hồi từ Q2/2020. Khách du lịch của Trung Quốc và Hàn Quốc sẽ vẫn giảm đi du lịch và chỉ đạt mức năm ngoài vào Q4/2020, trong khi các phân khúc hành khách khác đạt mức tăng trưởng 10% YoY từ Q3/2020.
Khách quốc tế Hàn Quốc	30%	50%	80%	110%	68%	
Khách quốc tế khác	50%	100%	110%	110%	91%	
Khách Trung Quốc, Hàn Quốc bay trong nước (20% tổng sản lượng hành khách)	20%	50%	80%	100%	64%	
Khách trong nước khác	80%	90%	100%	110%	95%	
Tổng cộng	61%	83%	97%	110%	88%	

Nguồn: SSI ước tính và dự báo

Tác động đến ước tính và định giá

Với các giả định trên, chúng tôi đã điều chỉnh các ước tính của chúng tôi đối với sản lượng hành khách, doanh thu, lợi nhuận sau thuế, EBITDA và định giá của ACV theo 3 trường hợp như dưới đây. Chúng tôi điều chỉnh giảm EV/EBITDA mục tiêu 2020F cho cổ phiếu ACV còn 12 lần (từ mức 16 lần) do tăng rủi ro từ dịch virus Corona và rủi ro từ việc quốc hữu hóa liên quan đặc biệt đến ACV.

Trường hợp cơ sở (phục hồi sau Q2/2020)

	Q1	Q2	Q3	Q4	2020	%YoY
Khách quốc tế Trung Quốc	590.282	593.701	2.632.494	4.246.274	8.062.750	-38%
Khách quốc tế Hàn Quốc	727.312	455.171	1.953.140	2.712.897	5.848.520	-39%
Khách quốc tế khác	3.615.477	3.255.461	4.882.851	4.836.034	16.589.824	-13%
Khách Trung Quốc, Hàn Quốc bay trong nước (20% tổng sản lượng hành khách)	215.031	209.774	917.127	1.391.834	2.733.767	-40%
Khách trong nước khác	12.915.896	11.246.356	16.429.699	18.561.496	59.153.447	-16%
Tổng cộng	18.063.999	15.760.463	26.815.312	31.748.534	92.388.308	-21%
Trong đó: Khách quốc tế	5.148.102	4.514.108	10.385.612	13.187.038	30.501.094	-27%
Trong đó: Khách trong nước	13.130.928	11.456.130	17.346.826	19.953.330	61.887.214	-17%
Doanh thu (VND mn)					14.876.573	-19%
Lợi nhuận sau thuế (VND mn)					5.303.565	-36%
EBITDA (VND mn)					10.696.984	-26%
Định giá (đồng/cp)					68.640	

Nguồn: SSI dự báo

Trong trường hợp cơ sở, chúng tôi giả định ACV có mức giảm 21% YoY trong tổng sản lượng hành khách trong năm 2020 xuống còn 92 triệu lượt hành khách, chủ yếu do hành khách Trung Quốc và Hàn Quốc giảm 39% YoY. Nhu cầu du lịch trong nước ước tính cũng giảm 17% YoY, một phần do giảm khách du lịch quốc tế di chuyển trong nước, và một phần do du lịch trong nước trong kỳ nghỉ hè năm nay sẽ giảm vì học sinh dự kiến học bù vào mùa hè.

Với những giả định này, chúng tôi ước tính doanh thu năm 2020 đạt 14,9 nghìn tỷ đồng (-19% YoY). Từ thảo luận của chúng tôi với ACV, chúng tôi hiểu rằng mặc dù các chuyến bay và hành khách có thể bị cắt giảm, ACV vẫn cần duy trì tất cả hoạt động như trước đó (ví dụ: dịch vụ check-in, an ninh, chiếu sáng, dịch vụ mặt đất ...) và không thể cắt giảm chi phí tương ứng với mức giảm của hành khách. Do đó, theo trường hợp cơ sở, chúng tôi giả định các loại chi phí chỉ giảm 5% (trừ chi phí khấu hao). Cùng với đó, chúng tôi đưa ra ước tính lợi nhuận sau thuế năm 2020 là 5,3 nghìn tỷ đồng (-36% YoY).

Với EBITDA năm 2020 ước tính đạt 10,69 nghìn tỷ đồng (-26% YoY) và EV/EBITDA mục tiêu giảm còn 12 lần (phù hợp với mức bình quân ngành trong khu vực), chúng tôi đưa ra giá mục 1 tiêu trong trường hợp cơ sở là 68.600 đồng/cp, giảm từ giá mục tiêu trước đây là 105.000 đồng/cp (EV/EBITDA mục tiêu là 16 lần).

Trường hợp xấu nhất (phục hồi sau Q3/2020):

	Q1	Q2	Q3	Q4	2020	%YoY
Khách quốc tế Trung Quốc	590.282	-	987.185	2.316.149	3.893.616	-70%
Khách quốc tế Hàn Quốc	727.312	-	1.220.713	1.973.016	3.921.041	-59%
Khách quốc tế khác	2.582.484	2.325.329	3.906.281	4.396.394	13.210.489	-31%
Khách Trung Quốc, Hàn Quốc bay trong nước (20% tổng sản lượng hành khách)	268.789	-	458.563	885.713	1.613.065	-64%
Khách trong nước khác	8.072.435	7.497.570	10.953.133	16.874.087	43.397.226	-38%
Tổng cộng	12.241.302	9.822.900	17.525.875	26.445.359	66.035.436	-43%
Trong đó: Khách quốc tế	4.168.867	2.325.329	6.572.742	9.571.272	21.025.145	-50%
Trong đó: Khách trong nước	8.341.224	7.497.570	11.411.696	17.759.800	45.010.291	-40%
Doanh thu (VND mn)					10.641.864	-42%
Lợi nhuận sau thuế (VND mn)					2.370.226	-71%
EBITDA (VND mn)					7.027.318	-51%
Định giá (đồng/cp)					47.956	

Nguồn: SSI ước tính

Trong trường hợp xấu nhất, nếu dịch Covid-19 kéo dài đến hết Q3/2020 chúng tôi nhận thấy một bức tranh xấu cho ACV. Tổng sản lượng hành khách có thể chỉ đạt 66 triệu lượt, giảm 43% YoY, do sản lượng hành khách Trung Quốc giảm 70% YoY và sản lượng hành khách Hàn Quốc giảm 59%. Tình trạng này có thể khiến tổng sản lượng hành khách quốc tế giảm 50% trong năm 2020 và sản lượng hành khách trong nước giảm 40%.

Với những giả định này, doanh thu của ACV ước tính đạt 10,6 nghìn tỷ đồng (-42% YoY). Trong trường hợp xấu nhất, chúng tôi giả định ACV có thể cắt giảm 10% tổng chi phí (trừ chi phí khấu hao). Do đó, chúng tôi đưa ra ước tính lợi nhuận sau thuế năm 2020 là 2,4 nghìn tỷ đồng (-71% YoY).

Định giá cho ACV trong trường hợp này sẽ giảm còn 48.000 đồng/cp dựa trên EV/EBITDA năm 2020F là 12 lần, và giảm 9% so với giá hiện tại.

Trường hợp tốt nhất (phục hồi sau Q1/2020):

	Q1	Q2	Q3	Q4	2020	%YoY
Khách quốc tế Trung Quốc	590.282	1.484.253	2.632.494	4.246.274	8.953.302	-32%
Khách quốc tế Hàn Quốc	727.312	1.137.927	1.953.140	2.712.897	6.531.276	-32%
Khách quốc tế khác	2.582.484	4.650.659	5.371.136	4.836.034	17.440.313	-9%
Khách Trung Quốc, Hàn Quốc bay trong nước (20% tổng sản lượng hành khách)	215.031	524.436	917.127	1.265.304	2.921.898	-36%
Khách trong nước khác	12.915.896	16.869.533	18.255.221	18.561.496	66.602.147	-5%
Tổng cộng	17.031.005	24.666.808	29.129.119	31.622.004	102.448.936	-12%
Trong đó: Khách quốc tế	4.115.109	7.797.275	10.873.897	13.060.508	32.924.891	-21%
Trong đó: Khách trong nước	13.130.928	17.393.969	19.172.348	19.826.800	69.524.045	-7%
Doanh thu (VND mn)					16.294.963	-11,10%
Lợi nhuận sau thuế (VND mn)					6.290.834	-24,60%
EBITDA (VND mn)					11.932.015	-17%
Định giá (đồng/cp)					75.601	

Nguồn: SSI ước tính

Trong trường hợp tốt nhất, chúng tôi giả định dịch virus Covid-19 kết thúc trong Q1/2020 và hồi phục một phần từ Q2/2020. Ngay cả trong trường hợp này, chúng tôi giả định hành khách Trung Quốc và Hàn Quốc chỉ phục hồi hoàn toàn vào Q4/2020, vì tình hình ở Trung Quốc và Hàn Quốc khó kiểm soát ở thời điểm hiện tại. Các phân khúc hành khách khác có thể phục hồi về mức năm ngoái vào Q2/2020, và lưu lượng đi lại có thể tăng 10% YoY từ Q3/2020 trở đi khi mối lo lắng giảm dần.

Nhìn chung, tổng sản lượng hành khách qua ACV trong năm 2020 có thể giảm 12% YoY còn 102 triệu lượt trong trường hợp tốt nhất do tỷ lệ cao hành khách Trung Quốc và Hàn Quốc mà chúng tôi tính vào sản lượng hành khách của Việt Nam.

Với các giả định trên, doanh thu năm 2020 ước tính đạt 16,2 nghìn tỷ đồng (-11% YoY) trong khi lợi nhuận sau thuế năm 2020 ước tính giảm 25% YoY.

Trong trường hợp tốt nhất, chúng tôi đưa ra định giá 75.600 đồng/cp dựa trên EV/EBITDA mục tiêu là 12 lần cho ACV, triển vọng tăng trưởng 42% so với mức giá hiện tại.

Các cập nhật khác

Trong cuộc thảo luận gần đây của chúng tôi với công ty, vấn đề của khu bay vẫn chưa có kết luận, do đó vẫn là một điểm tiềm năng cho ACV. Do đó, việc nâng cấp đường băng ở sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài có thể không được thực hiện trong năm nay như dự kiến, mặc dù việc bảo trì thường xuyên vẫn đang diễn ra.

Theo kế hoạch mới của Bộ Giao thông vận tải ngày hôm nay, ACV có thể không tính phí đỗ xe cho các phương tiện đi lại trong sân bay nếu các phương tiện này không đỗ quá 10 phút trong khu vực sân bay. Ngoài ra, Bộ Giao thông vận tải cũng miễn trừ cho ACV khỏi nghĩa vụ tài chính từ phí đỗ xe trong các năm qua. Chúng tôi cần thảo luận thêm với công ty điều này có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh như thế nào.

Khuyến nghị đầu tư

Tóm tắt phân tích của chúng tôi:

	Tăng trưởng sản lượng hành khách năm 2020	Tăng trưởng doanh thu năm 2020	Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế năm 2020	Giá mục tiêu năm 2020 (đồng/cp)	% triển vọng tăng trưởng
Trường hợp xấu nhất	-43%	-42%	-71%	48.000	-9%
Trường hợp cơ sở	-21%	-19%	-36%	68.600	29%
Trường hợp tốt nhất	-12%	-11,1%	-24,6%	75.600	43%

Phân tích của chúng tôi có thể có chút trái ngược với các lo lắng hiện tại trên thị trường thế giới. Nhìn chung, với mức giá hiện tại, theo phân tích của chúng tôi rủi ro giảm giá đối với khuyến nghị là không nhiều, ngay cả trong trường hợp xấu nhất (giảm 9%), trong khi triển vọng tăng giá đối với trường hợp cơ sở và trường hợp tốt nhất khá cao. Trong dài hạn, sau khi dịch virus Covid-19 giảm dần, ACV vẫn được hưởng lợi từ sự tăng trưởng hành khách của Việt Nam, do đó vẫn là một khoản đầu tư dài hạn tốt.

Với mức giá ngày 2/3/2020, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội tốt để mua ACV đối với các nhà đầu tư dài hạn. Sử dụng ước tính và định giá đối với trường hợp cơ sở của chúng tôi, chúng tôi nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA, với giá mục tiêu cho năm 2020 là 68.600 đồng/cp (+29% so với giá hiện tại) dựa vào EV/EBITDA 2020 mục tiêu là 12 lần. Lưu ý rằng định giá của chúng tôi không bao gồm khoản thu nhập từ khu bay.

Mặc dù phân tích của chúng tôi cho thấy một bức tranh tổng thể tốt, nhưng trong trường hợp này, việc dự báo kết quả kinh doanh thực tế của ACV có thể thay đổi do sự khó dự báo về dịch COVID-19. Bằng những kiến thức tốt nhất, chúng tôi đã đánh giá tình hình và các thông tin mới nhất để có thể đưa vào phân tích các trường hợp có thể xảy ra. Vấn đề quốc hữu hóa ACV cũng chưa được thống nhất, và đây cũng là một rủi ro giảm đã được phản ánh trong phân tích của chúng tôi bằng cách hạ EV/EBITDA mục tiêu.

PHỤC LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ VND	2018	2019	2020F	2021F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	638	350	5.564	14.430
+ Đầu tư ngắn hạn	23.730	30.922	30.922	30.922
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	6.460	6.575	6.414	9.702
+ Hàng tồn kho	493	489	428	475
+ Tài sản ngắn hạn khác	348	160	84	124
Tổng tài sản ngắn hạn	31.670	38.496	43.412	55.653
+ Các khoản phải thu dài hạn	329	305	15	23
+ GTCL Tài sản cố định	18.251	16.214	15.158	13.349
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Đầu tư dài hạn	513	917	917	917
+ Lợi thế thương mại	2.811	2.966	2.966	2.966
+ Tài sản dài hạn khác	171	413	166	231
Tổng tài sản dài hạn	22.074	20.814	19.222	17.486
Tổng tài sản	53.744	59.311	62.635	73.139
+ Nợ ngắn hạn	8.047	7.528	7.787	8.631
Trong đó: vay ngắn hạn	155	242	158	175
+ Nợ dài hạn	15.161	14.897	15.366	17.029
Trong đó: vay dài hạn	15.043	14.758	15.252	16.906
Tổng nợ phải trả	23.209	22.425	23.153	25.660
+ Vốn góp	21.772	21.772	21.772	21.772
+ Thặng dư vốn cổ phần	15	15	15	15
+ Lợi nhuận chưa phân phối	6.147	9.014	11.610	19.607
+ Quỹ khác	2.603	6.085	6.085	6.085
Vốn chủ sở hữu	30.535	36.886	39.482	47.479
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	53.744	59.311	62.635	73.139
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	8.102	9.344	9.901	11.753
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-6.896	-7.517	-2.919	-2.381
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-1.880	-2.116	-1.767	-506
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-674	-289	5.215	8.866
Tiền đầu kỳ	1.314	638	350	5.564
Tiền cuối kỳ	640	350	5.564	14.430
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	3,94	5,11	5,58	6,45
Hệ số thanh toán nhanh	3,83	5,03	5,51	6,38
Hệ số thanh toán tiền mặt	3,03	4,15	4,69	5,25
Nợ ròng / EBITDA	1,19	-0,89	-1,75	-1,34
Khả năng thanh toán lãi vay	80,73	108,68	72,7	138,87
Ngày phải thu	51,4	50,7	55	37,8
Ngày phải trả	53,2	52,2	50,3	47,1
Ngày tồn kho	19,6	20	18,8	16,7
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,57	0,62	0,63	0,65
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,43	0,38	0,37	0,35
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,76	0,61	0,59	0,54
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,5	0,41	0,39	0,36
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,01	0,01	0	0

Nguồn: Công ty, SSI dự báo

Tỷ VND	2018	2019	2020F	2021F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	16.088	18.293	14.877	23.598
Giá vốn hàng bán	-8.360	-8.957	-8.900	-9.865
Lợi nhuận gộp	7.728	9.336	5.977	13.733
Doanh thu hoạt động tài chính	1.556	2.318	1.992	2.373
Chi phí tài chính	-892	-511	-703	-779
Thu nhập từ công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-306	-370	-283	-449
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-874	-918	-808	-1.282
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	7.551	10.240	6.558	14.017
Thu nhập khác	77	77	71	113
Lợi nhuận trước thuế	7.628	10.316	6.629	14.130
Lợi nhuận ròng	6.216	8.343	5.304	11.304
Lợi nhuận chia cho cổ đông	6.203	8.330	5.304	11.304
Lợi ích cổ đông thiểu số	13	13	0	0
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	2.564	3.509	2.192	4.673
Giá trị sổ sách (VND)	14.001	16.918	18.110	21.783
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	900	10.900	1.000	1.000
EBIT	7.723	10.412	6.722	14.233
EBITDA	11.678	14.364	10.697	18.423
Tăng trưởng				
Doanh thu	16,3%	13,7%	-18,7%	58,6%
EBITDA	21,6%	23,0%	-25,5%	72,2%
EBIT	42,0%	34,8%	-35,4%	111,7%
Lợi nhuận ròng	50,8%	34,2%	-36,4%	113,1%
Vốn chủ sở hữu	11,5%	20,8%	7,0%	20,3%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	9,3%	10,4%	5,6%	16,8%
Định giá				
PE	34,3	24,1	38,5	18,1
PB	6,3	5	4,7	3,9
Giá/Doanh thu	10,1	10,2	12,4	7,8
Tỷ suất cổ tức	1,00%	12,90%	1,20%	1,20%
EV/EBITDA	15,6	12,5	16,8	9,7
EV/Doanh thu	11,3	9,8	12,1	7,6
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	48,0%	51,0%	40,2%	58,2%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	39,2%	49,2%	32,1%	50,6%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	38,6%	45,6%	35,7%	47,9%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	1,9%	2,0%	1,9%	1,9%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	5,4%	5,0%	5,4%	5,4%
ROE	21,5%	24,7%	13,9%	26,0%
ROA	12,1%	14,8%	8,7%	16,7%
ROIC	14,4%	17,3%	10,1%	19,1%

1. KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

2. THÔNG TIN LIÊN HỆ

Hoàng Việt Phương	Giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư	phuonghv@ssi.com.vn
Phạm Lưu Hưng	Phó GD Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư	hungpl@ssi.com.vn
Nguyễn Hoàng Giang, CFA	Chuyên viên phân tích cao cấp	giangnh@ssi.com.vn