

Kế hoạch tái mở cửa đã được phản ánh phần lớn vào giá

Võ Thị Ngọc Hân, CFA
 Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
 han.vtn@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 314

Chê Thị Mai Trang
 Trưởng phòng
 trang.ctmai@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4848

- Cục HKVN đã đề xuất nối lại các chuyến bay nội địa theo 3 giai đoạn tùy theo tình hình đại dịch. Tất cả các chuyến bay nội địa đã bị tạm dừng từ cuối tháng 8/2021.
- Kế hoạch cũng bao gồm việc dần cho phép một số điểm đón khách nước ngoài đã được tiêm chủng đầy đủ nhằm hỗ trợ sự phục hồi của ngành du lịch. Phú Quốc sẽ là điểm đến đầu tiên thử nghiệm chương trình hộ chiếu vắc-xin; những địa điểm khác sẽ được triển khai sau đó.
- Chúng tôi đánh giá việc giá cổ phiếu ACV và HVN tăng mạnh gần đây là hơi sớm. Kế hoạch này rõ ràng sẽ hỗ trợ cho ngành hàng không, tuy nhiên lợi ích thực tế trong giai đoạn thử nghiệm là chưa cao trong khi khó khăn vẫn đang hiện hữu.

Ngành hàng không bắt đầu hưởng tới việc tái mở cửa

Ngày 13/9/2021, Cục Hàng không Việt Nam (Cục HKVN) đã đề xuất nối lại các chuyến bay nội địa theo 3 giai đoạn, tùy theo diễn biến của dịch bệnh (tất cả các chuyến bay nội địa đã tạm dừng từ cuối tháng 8/2021). Các hãng hàng không sẽ có thể tiếp tục thực hiện các chuyến bay khi thấy phù hợp sau khi dỡ bỏ các biện pháp giãn cách xã hội theo 'Chỉ thị 16' của Chính phủ. Hành khách trên các chuyến bay nội địa phải xét nghiệm âm tính với COVID-19 trong vòng 72 giờ trước khi bay.

Việt Nam cũng đang có kế hoạch cho phép một số điểm đến đón du khách nước ngoài đã được tiêm chủng đầy đủ nhằm sớm phục hồi du lịch tại đây. Chính phủ sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho khách du lịch có giấy chứng nhận tiêm chủng phù hợp với tiêu chuẩn quốc tế để du lịch tại một số điểm đến nhất định. Ngoài ra, Chính phủ cũng sẽ làm việc với các cơ quan liên quan để đẩy mạnh tiêm chủng cho người dân và nhân viên du lịch để đạt được miễn dịch cộng đồng tại những địa điểm này. Chương trình thu hút khách du lịch quốc tế sẽ bắt đầu thử nghiệm tại đảo Phú Quốc theo chương trình thử nghiệm hộ chiếu vắc-xin; những địa điểm khác sẽ thực hiện theo sau đó.

Những hành động này, là bước đầu để mở cửa trở lại, sẽ hỗ trợ thêm cho hoạt động kinh doanh của ngành, nhưng tác động thực tế sẽ chưa nhiều ít nhất cho tới năm 2022.

Triển vọng dài hạn hứa hẹn nhưng vẫn có rất nhiều thách thức trước mắt

HSC dự báo lợi nhuận của ngành từ năm 2022 sẽ cải thiện nhờ khả năng (1) tái mở cửa biên giới, (2) nối lại thêm các chuyến bay nội địa, (3) nhu cầu đi lại và du lịch trên khắp thế giới phục hồi sau đại dịch, và (4) được thúc đẩy nhờ các chương trình kích thích dự kiến để hỗ trợ ngành du lịch sau đại dịch. Mặc dù vậy, chúng tôi dự báo để đạt được mức lợi nhuận trước đại dịch sẽ mất một vài năm, và trước mắt tình hình vẫn đang rất khó khăn.

Định giá và khuyến nghị

KQKD 6 tháng đầu năm 2021 của ngành hàng không ảm đạm do đóng cửa các chuyến bay thương mại quốc tế, trong khi các chuyến bay nội địa bị đình chỉ trong bối cảnh làn sóng đại dịch thứ 4 tại Việt Nam. Lợi nhuận năm 2022 dự kiến sẽ phục hồi, nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mức trước dịch COVID-19. Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây của các doanh nghiệp hàng không (có thể do kỳ vọng về việc tái mở cửa), HSC hạ khuyến nghị đối với ACV đồng thời duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với HVN. Cụ thể như sau:

Đối với nhà điều hành sân bay ACV, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi điều chỉnh giảm 6% giá mục tiêu xuống 90.600đ (tiềm năng tăng giá 6,6%). Sau khi giá cổ phiếu tăng 15% trong 3 tháng qua, ACV đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng 2022 là 38,3 lần, tương đương mức bình quân của các công ty cùng ngành là 37,5 lần; chúng tôi đánh giá ACV có thể sẽ phục hồi tốt. □ Đối với hãng hàng không quốc gia Việt Nam HVN, HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng sau khi nâng 14% giá mục tiêu lên 21.300đ (thấp hơn 16,8% so với thị giá cổ phiếu) do chúng tôi chuyển năm cơ sở định giá sang cuối năm 2022. Sau khi giá cổ phiếu tăng 20% trong 3 tháng qua, HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR dự phóng 2022 khá cao là 11,1 lần, so với mức bình quân của các công ty cùng ngành là 7,9 lần.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng		P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L. suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th. đổi (%)	tăng/giảm (%)	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	
ACV	83,700	Tăng tỷ trọng	Mua vào	90,600	(5.53)	8.24	189	85.4	116	37.7	0	0.60	
HVN	25,900	Giảm tỷ trọng	-	21,300	14.1	(17.8)	N/a	N/a	(6.49)	(31.2)	0	0	

Giá cổ phiếu tại ngày 22/9/2021.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Tái mở cửa: Mua theo tin đồn, bán theo thực tế

Theo chúng tôi, kỳ vọng về việc tái mở cửa gần đây đã thúc đẩy giá cổ phiếu của ngành hàng không tăng tuy nhiên thị trường đã phản ứng quá mức. Để nền tảng của ngành phục hồi về mức lợi nhuận và lưu lượng hàng khách như trước dịch COVID-19, sẽ cần vài năm sau đại dịch. Trong khi triển vọng ngắn hạn có thể sẽ rất khó khăn và do đó định giá đang khá cao. HSC hạ dự báo và (1) hạ khuyến nghị đối với ACV (thành Tăng tỷ trọng, từ Mua vào) đồng thời duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với HVN.

Cập nhật tình hình ngành hàng không

Số lượng du khách quốc tế

Trong bối cảnh dịch COVID-19 bùng phát, Việt Nam vẫn chưa nối lại các chuyến bay quốc tế kể từ cuối tháng 3/2020, trừ một số trường hợp nhất định. Do đó, số lượt cất, hạ cánh của các chuyến bay quốc tế vẫn duy trì ở mức thấp từ 3.210 chuyến trong tháng 2/2021 đến mức cao nhất là 4.693 chuyến trong tháng 3/2021 (Bảng 1). Lưu lượng hành khách quốc tế qua sân bay cũng duy trì ở mức bình quân 38.693 người mỗi tháng trong 8 tháng đầu năm 2021.

Chính phủ đang cân nhắc chọn đảo Phú Quốc là điểm đến đầu tiên chào đón du khách nước ngoài trở lại kể từ tháng 10/2021. Nếu thử nghiệm chương trình hộ chiếu vắc-xin tại Phú Quốc thành công, chương trình này sẽ được mở rộng sang các điểm đến nổi tiếng khác ở Việt Nam như Hội An, Nha Trang, Đà Lạt và Hải Phòng. Đây sẽ là động lực quan trọng cho ngành du lịch Việt Nam thời hậu COVID-19.

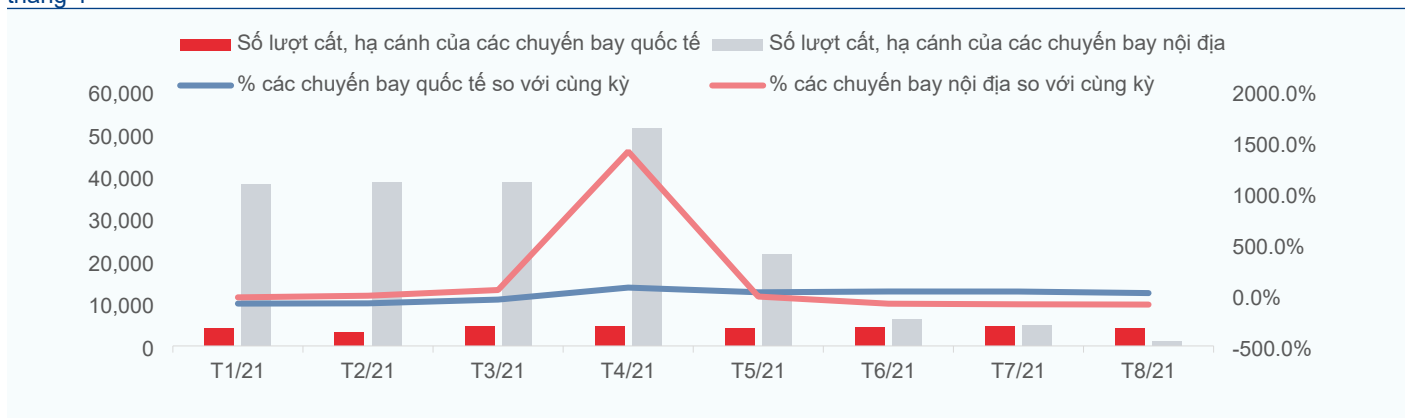
HSC dự báo lượng hành khách quốc tế trong năm 2021 sẽ ở mức 0,5 triệu (giảm 93,1%). Trong năm 2022, chúng tôi dự báo lượng hành khách sẽ phục hồi lên 9,5 triệu, nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với mức trước dịch COVID-19 là 41,8 triệu trong năm 2019.

Số lượng du khách trong nước

Trong khi đó, du lịch hàng không nội địa phục hồi mạnh mẽ trong tháng 4/2021 lên 7,7 triệu lượt, cao hơn 24% so với mức bình quân hàng tháng trong năm 2019 (trước đại dịch). Mức lưu lượng cao này đạt được ngay trước khi làn sóng COVID-19 thứ 4 tại Việt Nam diễn ra vào cuối tháng 4/2021. Kể từ đó, lượng hành khách nội địa giảm mạnh từ tháng 5 đến tháng 8/2021 (Bảng 2). Trên thực tế, hành khách nội địa trong tháng 7 và tháng 8/2021 ở mức rất thấp lần lượt là 325.977 và 31.160 lượt.

Biểu đồ 1: Tính hình các chuyến bay từ đầu năm tại Việt Nam

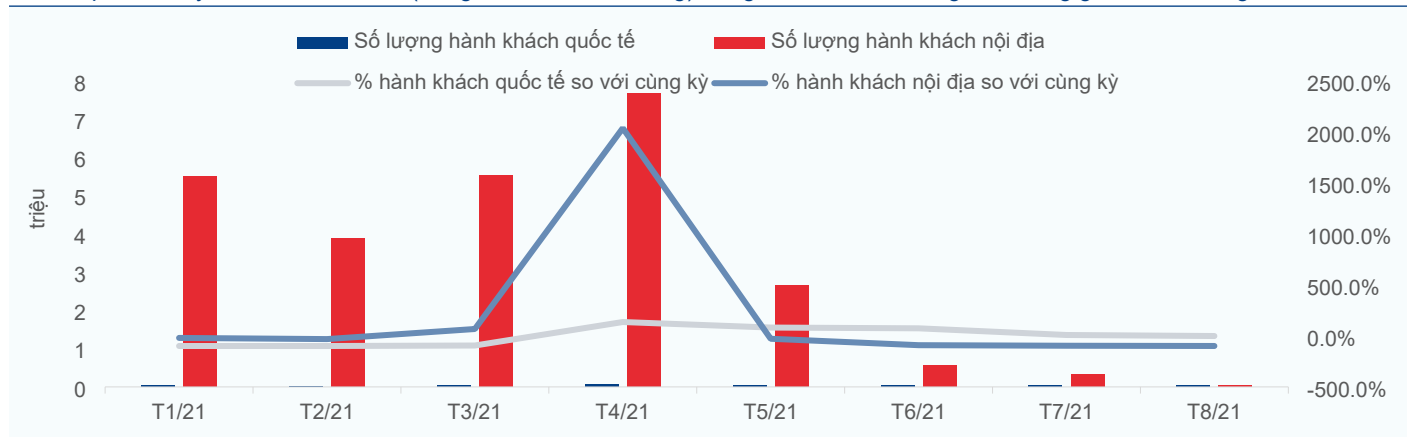
Các chuyến bay quốc tế vẫn ổn định - ở mức tối thiểu so với đầu năm - trong khi các chuyến bay nội địa đã giảm đáng kể kể từ tháng 4



Nguồn: CAAV, HSC Research

Biểu đồ 2: Lưu lượng hành khách hàng không từ đầu năm, Việt Nam

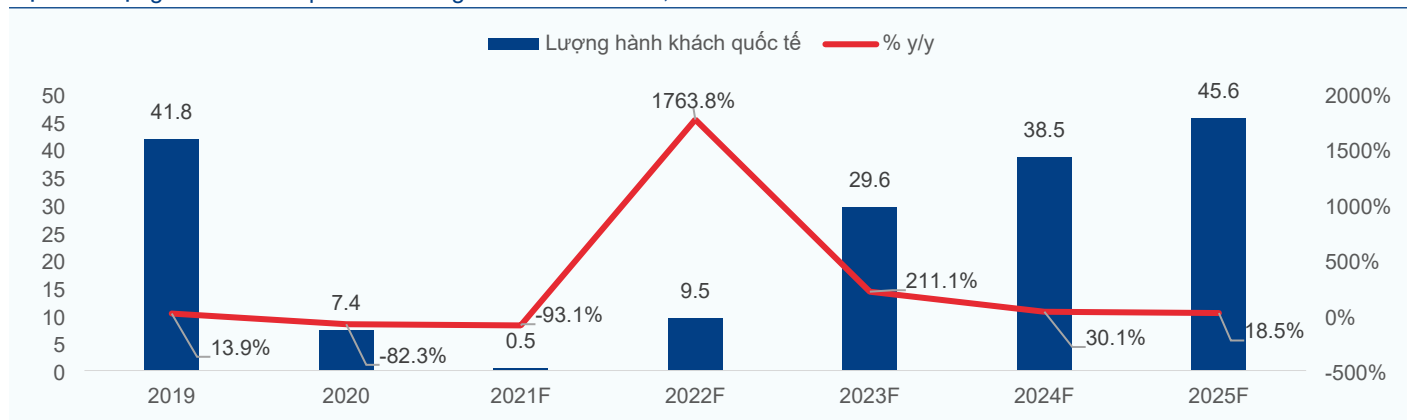
Khách quốc tế duy trì ở mức tối thiểu (trung bình 38.693 / tháng) trong khi khách nội địa giảm xuống gần như 0 trong 3Q21



Nguồn: CAAV, HSC Research

Biểu đồ 3: Lượng khách quốc tế qua các sân bay thực tế và dự báo (triệu lượt), Việt Nam

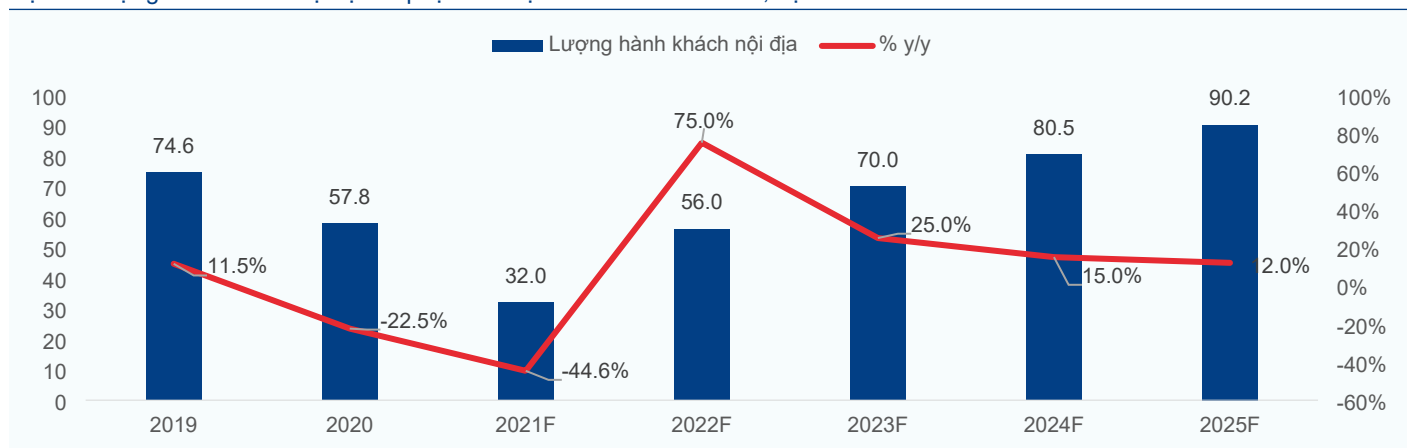
Dự kiến lượng hành khách quốc tế sẽ tăng lên vào năm 2022, tiến tới mức trước COVID-19 vào cuối năm 2024



Nguồn: HSC Research

Biểu đồ 4: Lượng khách nội địa qua các sân bay thực tế và dự báo (triệu lượt), Việt Nam

Dự báo lượng hành khách nội địa sẽ phục hồi mạnh mẽ vào năm 2022, đạt mức trước COVID-19 vào cuối năm 2023



Nguồn: HSC Research

Cuối tháng 8/2021, Cục HKVN đã yêu cầu tất cả các hãng hàng không ngừng bán vé các chuyến bay nội địa cho đến khi có thông báo mới. Kể từ đó, số lượng hành khách nội địa giảm xuống mức gần như bằng 0, trừ một số trường hợp đặc biệt được phép. HSC hiện dự báo số lượng hành khách trong nước trong Q3/2021 sẽ chỉ là 367.137 lượt, (giảm 97,5% so với cùng kỳ) từ mức 14,4 triệu trong Q3/2020. Lượng hành

khách trong nước trong Q4/2021 dự kiến sẽ phục hồi do Chính phủ đang có kế hoạch nới lại các chuyến bay nội địa từ đầu tháng 10/2021 cho những du khách đủ tiêu chuẩn. Ở giai đoạn này, HSC dự báo số lượng hành khách nội địa trong Q4/2021 sẽ đạt 5,8 triệu lượt, (giảm 66,8% so với cùng kỳ) từ 17,4 triệu trong Q4/2020. Tổng số lượng hành khách nội địa trong năm 2021 được dự báo là 32 triệu (giảm 44,7%).

Kế hoạch mở cửa lại các chuyến bay trong nước tại Việt Nam

Lưu ý, Cục HKVN đã yêu cầu các hãng hàng không ngừng bán vé nội địa từ cuối tháng 8/2021 trong bối cảnh thắt chặt các biện pháp phong tỏa trên toàn quốc. Chỉ có các chuyến bay chở hàng và lực lượng hỗ trợ phòng chống COVID-19 được thực hiện, với tuyến HAN-SGN cho phép 2 chuyến mỗi ngày.

Trong giai đoạn phong tỏa trên toàn quốc, lưu lượng hàng không đã giảm xuống mức thấp kỷ lục. Theo Cục HKVN, tổng lượng hành khách trong tháng 7 và tháng 8/2021 giảm mạnh, lần lượt chỉ còn 363.100 lượt (giảm 95,9%) và 65.131 lượt (giảm 97,1%). Trong đó, hành khách nội địa giảm xuống mức thấp kỷ lục là 31.160 lượt (giảm 98,6%) trong tháng 8/2021 từ 325.977 lượt (giảm 96,3%) trong tháng 7/2021. Số lượng hành khách nội địa trong tháng 9/2021 dự kiến sẽ tiếp tục giảm xuống dưới 10.000 lượt hoặc thấp hơn.

Trong bối cảnh nới lỏng kế hoạch ngăn chặn, Cục HKVN mới đây đã đề xuất nới lại các chuyến bay nội địa theo ba giai đoạn, tùy thuộc vào diễn biến của đại dịch. Chi tiết được trình bày như sau:

- Giai đoạn đầu: Các hãng hàng không được phép nới lại các đường hàng không với tần suất bay không quá một nửa của tuần đầu tháng 4, thời điểm trước khi đợt dịch COVID-19 thứ 4 tại Việt Nam.
- Giai đoạn hai: Tăng tần suất nhưng không vượt quá 70% tần suất của tuần đầu tiên của tháng Tư.
- Trong giai đoạn cuối: tần suất tăng lên nhưng không vượt quá tần suất của tuần đầu tiên của tháng 4.

Theo Cục HKVN, các hãng hàng không sẽ có thể nới lại các chuyến bay theo ý muốn sau khi tất cả các địa phương dỡ bỏ lệnh cách ly xã hội theo quy định của 'Chỉ thị 16' (D16). Đối với các đường hàng không thông thường chỉ có một chuyến bay mỗi ngày ngay cả trước đại dịch, thì có thể hoạt động trở lại bình thường.

Yêu cầu đối với khách hàng nội địa

Hành khách trên các chuyến bay nội địa phải kiểm tra âm tính với COVID-19 trong vòng 72 giờ trước khi bay. Các yêu cầu nhất định cũng sẽ được áp dụng trong ba giai đoạn.

- Trong giai đoạn đầu: Được thử nghiệm trong hai tuần, hành khách được phép bao gồm những người đang làm nhiệm vụ, những người đang chiến đấu với đại dịch, những người mang theo giấy tờ được chính quyền địa phương phê duyệt để bay, những người có giấy chứng nhận đã hoàn thành thời gian cách ly, và những người có giấy tờ chứng minh họ đã được tiêm chủng đầy đủ hoặc phục hồi từ COVID-19 trong tối đa 12 tháng trước chuyến bay.
- Giai đoạn thứ hai cũng sẽ kéo dài hai tuần và bổ sung nhiều danh mục gồm những người đã xác nhận lưu trú tại các khu vực không theo lệnh cách ly xã hội theo chỉ thị 16 trong vòng 12 tháng trước chuyến bay.
- Giai đoạn thứ ba sẽ không có hạn chế về hành khách được phép bay. Tuy nhiên, Cục HKVN sẽ cấm hành khách bị phát hiện làm giả giấy tờ để lên máy bay.

Để thực hiện đề xuất này, Cục HKVN đã cho phép các hãng hàng không xây dựng lịch bay, bán vé và các biện pháp khác, đồng thời chuẩn bị thích ứng với mọi thay đổi nếu đại dịch bùng phát. Các sân bay cũng phải hợp tác với Trung tâm Kiểm soát Dịch bệnh (CDC) địa phương để giám sát biện pháp kiểm soát COVID-19.

Các đề xuất này đã được gửi đến Bộ Giao thông Vận tải, và khi được chấp thuận sẽ được áp dụng ngay. Tuy nhiên ngay cả khi đề xuất được duyệt, chúng tôi cho rằng lưu lượng hàng không trong nước cũng sẽ chỉ phục hồi dần dần do người dân lo ngại các vấn đề về an toàn khi đi máy bay. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng sẽ thấy lưu

lượng hàng không phục hồi nhanh trong Quý 4 năm 2021. Nhưng 2022 sẽ là một năm thay đổi đối với ngành hàng không khi tỷ lệ tiêm chủng sẽ tăng trên toàn quốc và hỗ trợ niềm tin đi du lịch ở thị trường nội địa.

Kế hoạch tái mở cửa ngành hàng không đối với các du khách quốc tế

Việt Nam đang có kế hoạch cho phép một số điểm đến đón du khách nước ngoài đã được tiêm chủng đầy đủ trở lại trong những bước đầu tiên để vực dậy ngành du lịch.

Đảo Phú Quốc sẽ là địa điểm đầu tiên chào đón du khách quốc tế

Gần đây, Chính phủ đã phê duyệt kế hoạch cho phép khách du lịch được tiêm chủng đầy đủ từ châu Âu, Mỹ, Đông Bắc Á, Úc và Trung Đông đến du lịch tại Phú Quốc từ tháng 10/2021.

Theo chương trình thử nghiệm hộ chiếu vắc-xin kéo dài 6 tháng, 2.000-3.000 khách du lịch sẽ đến mỗi tháng bằng các chuyến bay thuê chuyến trong 3 tháng đầu tiên và lưu trú tại các khu nghỉ dưỡng riêng biệt và các khu vực được lựa chọn. Sau đó, số khách du lịch hàng tháng có thể tăng lên 5.000-10.000 và khách du lịch có thể tới bằng các chuyến bay thương mại và được phép tham quan nhiều địa điểm hơn trên đảo. Với chương trình này, chúng tôi ước tính Phú Quốc sẽ đón được 40.000 khách du lịch nước ngoài trong giai đoạn này.

Du khách sẽ cần cung cấp các tài liệu sau:

- Chứng minh đã được tiêm đủ 2 mũi vắc-xin được Việt Nam chấp thuận, mũi thứ 2 trong khoảng thời gian từ 14 ngày đến 12 tháng trước ngày nhập cảnh, hoặc đã nhiễm COVID và phục hồi trước đó 12 tháng.
- Kết quả PCR âm tính với xét nghiệm được thực hiện trong vòng 72 giờ trước khi khởi hành.

Bộ Văn hóa, Thể thao và Du lịch và các cơ quan liên quan sẽ xác định doanh nghiệp sẽ tham gia chương trình thử nghiệm.

- Doanh nghiệp cần đảm bảo an toàn chống dịch COVID-19 đối với khách du lịch; nhân viên và cung cấp dịch vụ chất lượng. Các đại lý du lịch trong nước được chọn phải hoạt động trên 3 năm và đón ít nhất 30.000 khách/năm.
- Các khách sạn phải có khu vực độc lập cho khách du lịch quốc tế bên cạnh các khu vực xét nghiệm và cách ly biệt lập.

Với nỗ lực tái mở cửa biên giới này, Chính phủ đã chỉ đạo Bộ Y tế ưu tiên phân bổ vắc-xin cho Phú Quốc để ít nhất 90% dân số được tiêm chủng đầy đủ để chuẩn bị mở cửa trở lại. Đảo Phú Quốc có dân số hơn 180.000 người. Tính đến giữa tháng 9/2021, khoảng 35% những người từ 18 tuổi trở lên đã được tiêm mũi đầu tiên và sẽ cần thêm 250-300.000 liều nữa để đạt được miễn dịch cộng đồng.

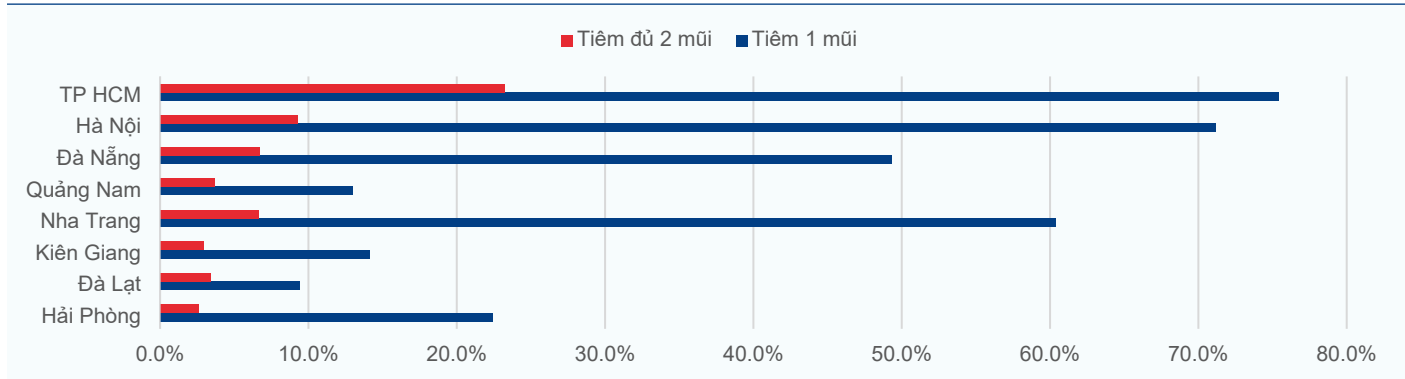
Các địa điểm nổi tiếng khác sẽ tái mở cửa để đón du khách quốc tế

Nếu chương trình được triển khai vào tháng 10/2021, Phú Quốc sẽ trở thành địa phương đầu tiên tại Việt Nam đón khách du lịch nước ngoài kể từ cuối tháng 3/2020. Và nếu thành công, Chính phủ có kế hoạch cho phép các điểm du lịch nổi tiếng khác như Hội An, Hạ Long, Nha Trang và Đà Lạt mở cửa trở lại cho du khách quốc tế để giải cứu ngành du lịch khỏi khủng hoảng.

Tuy nhiên, tỷ lệ tiêm chủng thấp ở Kiên Giang (Phú Quốc), Quảng Nam (Hội An), Đà Lạt và Hải Phòng sẽ là thách thức đối với kế hoạch tái mở cửa của Việt Nam. Việt Nam cần đẩy nhanh tiêm chủng tại các tỉnh này trước khi đón khách nước ngoài.

Biểu đồ 5: Tỷ lệ tiêm chủng tại một số tỉnh du lịch, Việt Nam

TP HCM và Hà Nội có tỷ lệ tiêm chủng cao nhất, trong khi các tỉnh khác vẫn ở mức thấp



Nguồn: MOH, HSC Research

Tiêm chủng là chìa khóa cho việc tái mở cửa đường bay

Đẩy nhanh tốc độ tiêm chủng là một phần quan trọng để tái mở cửa nền kinh tế. Hiện tại, Việt Nam đang bị tụt hậu so với các nước trong khu vực về tỷ lệ tiêm chủng do sự chậm trễ trong việc nhận vắc xin. Ưu tiên hàng đầu của Chính phủ hiện nay là đảm bảo các nguồn vắc-xin đa dạng và gia tăng tốc độ tiêm chủng. Trong những tháng gần đây, đã có những dấu hiệu lạc quan về tiến trình mua vắc-xin và số lượng mũi tiêm hàng ngày, cụ thể như sau:

Đẩy nhanh tốc độ nhận vaccine

Các biện pháp giãn cách xã hội và phong tỏa nghiêm ngặt của Việt Nam đã được áp dụng hiệu quả trong năm 2020 để ngăn chặn những làn sóng dịch đầu tiên. Tuy nhiên các biện pháp này đã không còn hiệu quả trong cuộc chiến chống lại biến thể siêu lây nhiễm Delta. Do đó, Chính phủ đã phải nỗ lực tìm kiếm nguồn vaccine để quyết liệt thực hiện chiến dịch tiêm chủng. Việt Nam đã thành lập quỹ vắc-xin vào cuối tháng 5/2021 và tích cực thúc đẩy chiến lược tiêm chủng.

Nhờ những nỗ lực của Chính phủ, số lượng vắc-xin được giao đến Việt Nam đã tăng đáng kể từ tháng 7/2021. Số liệu trung bình nhận được trong tháng 7 và tháng 8/2021 đạt 12,8 triệu liều, tăng mạnh so với tổng 4,4 triệu liều nhận được trong nửa đầu năm 2021.

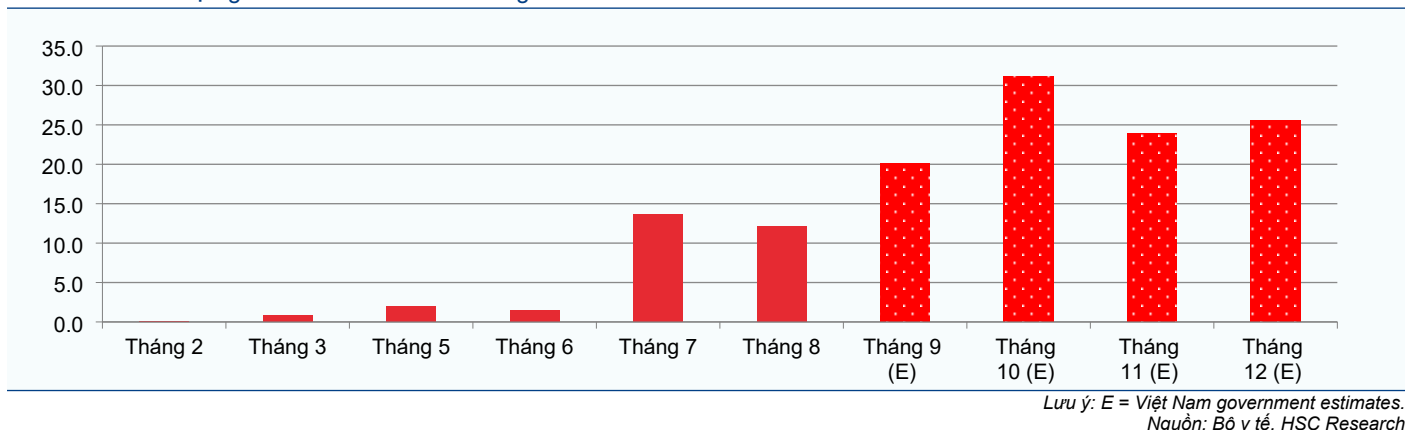
Theo kế hoạch mua vắc-xin, trong 4 tháng cuối năm 2021, Việt Nam có thể nhận được 100,75 triệu liều vắc-xin, nâng tổng số vắc-xin nhận được lên 130 triệu liều vào cuối năm 2021. Số lượng vắc-xin này đủ để tiêm chủng 2 mũi cho hơn 66% dân số.

Bên cạnh đó, Việt Nam cũng đang thúc đẩy sản xuất vắc-xin trong nước thông qua 4 dự án, trong đó có 2 dự án chuyển giao công nghệ và 2 dự án sản xuất vắc-xin trong nước. Tổng công suất hàng năm của các dự án này khoảng 226-336 triệu liều/năm. Các nhà máy sản xuất vắc-xin trong nước này dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động từ năm 2022.

Do đó lo ngại về nguồn cung vắc-xin đang dần dần được lắng xuống. Nếu vắc-xin được chuyển giao như dự kiến thì thời gian để đạt được miễn dịch cộng đồng sẽ chủ yếu phụ thuộc vào tốc độ tiêm chủng hàng ngày. Điểm tích cực là chúng tôi nhận thấy tốc độ tiêm chủng hàng ngày cũng đang tăng lên đáng kể.

Biểu đồ 6: Tình hình mua vắc-xin (triệu liều), Việt Nam

Các lô vắc-xin được giao nhanh bắt đầu từ tháng 7


Bảng 7: Các dự án vắc-xin trong nước

Sản xuất trong nước có thể đảm bảo nhu cầu tiêm chủng

	Vaccine	Công suất theo năm
Vắc-xin nội địa		
Nanogen	Nano Covax	20-30 triệu liều/năm
IVAC	Covivac	6 triệu liều/năm
Chuyển giao công nghệ		
Vabiotech	Sputnik-V	100 triệu liều/năm
Vinbiocare	ARCT-154	100-200 triệu liều/năm

Nguồn: HSC Research

Tăng số lượng mũi tiêm mỗi ngày

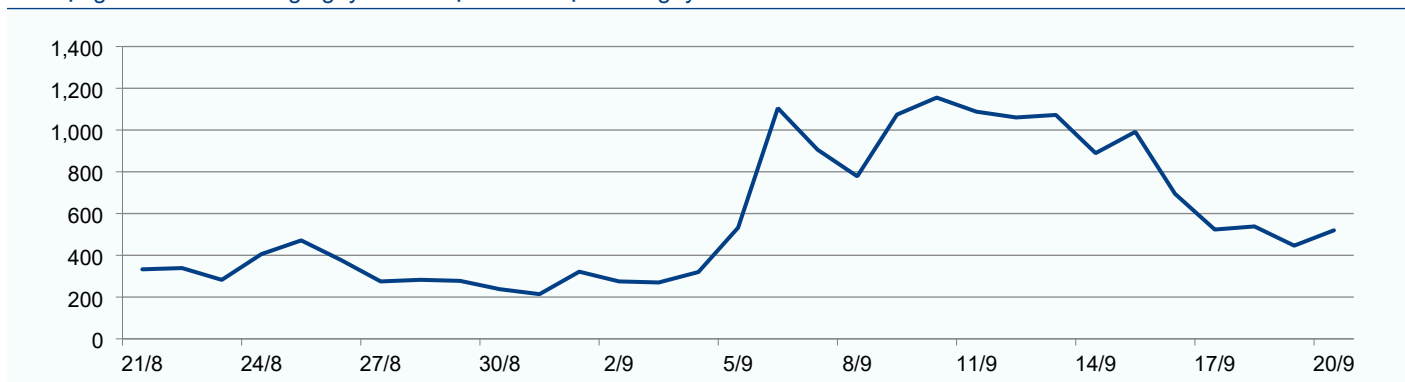
Sau khi nhận được lượng lớn vắc-xin, tỷ lệ tiêm chủng của Việt Nam đã tăng lên:

- Trong vòng 1 tháng trở lại đây, từ ngày 21/8/2021 đến ngày 20/9/2021, tổng số mũi tiêm đã được thực hiện đạt 18 triệu, thậm chí cao hơn so với tổng số 17,1 triệu mũi tiêm được thực hiện trong 5 tháng trước đó kể từ ngày 8/3/2021, ngày đầu tiên bắt đầu chương trình tiêm chủng.
- Đáng chú ý, từ đầu tháng 9/2021, số lượng mũi tiêm bình quân mỗi ngày đạt 703.566 liều, cao gấp 6 lần so với mức bình quân hàng ngày trong những tháng trước đó kể từ khi triển khai chương trình tiêm chủng.

Mặc dù vậy, Việt Nam vẫn còn tụt hậu so với các nước trong khu vực. Cho đến nay, có 29,1% tổng dân số được tiêm chủng ít nhất một liều, trong khi chỉ có 6,6% dân số Việt Nam được tiêm chủng đầy đủ.

Biểu đồ 8: Tỷ lệ tiêm hàng ngày, từ tháng 8 – tháng 9 (nghìn)

Số lượng vắc-xin tiêm hàng ngày có thể đạt trên 1 triệu liều/ngày

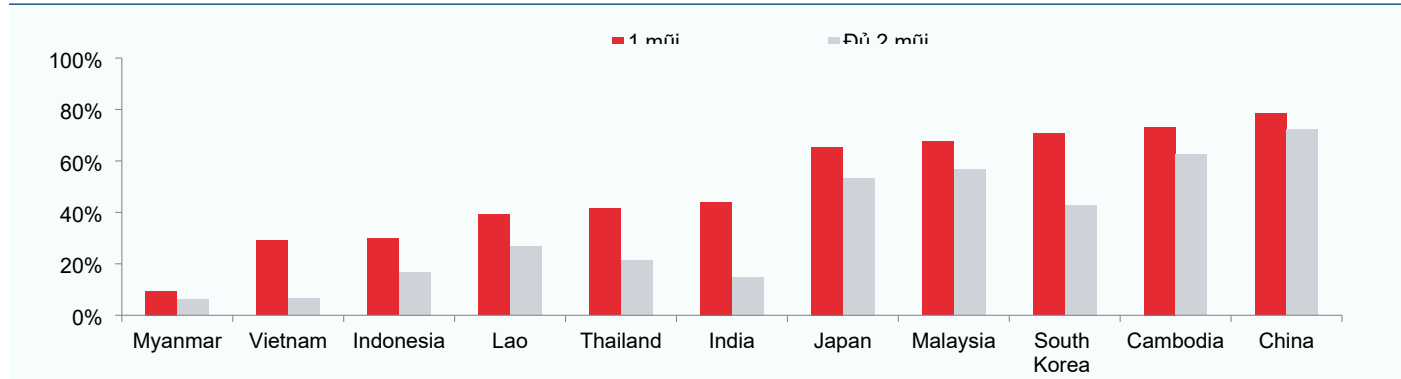


Lưu ý: Tỷ lệ tiêm chủng giảm từ ngày 15/9 chủ yếu do chậm phân phối vắc-xin cho các tỉnh; chúng tôi hy vọng tình trạng này sẽ được cải thiện hồi trở lại trong những ngày tới

Nguồn: cổng thông tin COVID-19, HSC Research

Biểu đồ 9: So sánh tỷ lệ tiêm chủng giữa các nước Châu Á

Việt Nam vẫn còn chậm, do tỷ lệ tiêm chủng đầu năm nay còn chậm



Nguồn: Bloomberg

Bảng 5: Dự báo với tỷ lệ tiêm chủng, Việt Nam

Chúng tôi ước tính rằng Việt Nam có thể đạt được miễn dịch đàn vào cuối Q1/2021

Giả định tỷ lệ tiêm chủng hàng ngày:	500,000	600,000	700,000
Tổng số mũi tính cuối 2021 (triệu mũi)	85	95	105
% dân số	43%	48%	53%
Tổng số mũi tính cuối -Q1/2022 (triệu mũi)	130	149	168
% dân số	66%	76%	85%
Tổng số mũi tính cuối -Q2/2022 (triệu mũi)	175.1	203.1	231.1
% dân số	89%	103%	118%

Nguồn: HSC Research

Kỳ vọng miễn dịch cộng đồng trong Q2/2022

Theo các chuyên gia, để đạt được trạng thái bình thường thì cần phải tiêm chủng cho 70% đến 85% dân số. Với dân số hiện tại, Việt Nam cần 137-167 triệu liều để đạt được miễn dịch cộng đồng.

Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy đối với tỷ lệ tiêm chủng của Việt Nam với những thay đổi về số mũi tiêm bình quân hàng ngày như sau:

- Trong tháng trước, từ ngày 20/8 đến ngày 20/9/2021, số mũi tiêm bình quân mỗi ngày là 0,59 triệu liều, trong khi mức bình quân từ đầu tháng 9/2021 đến nay là 0,73 triệu liều/ngày.
- Với tiến độ mua vắc-xin như đã đề cập ở trên, chúng tôi cho rằng số lượng vắc-xin nhận được có thể đảm bảo tốc độ tiêm 0,5-0,7 triệu liều mỗi ngày.
- Với giả định về số mũi tiêm hàng ngày, chúng tôi ước tính Việt Nam có thể tiêm chủng đầy đủ cho 66-85% tổng dân số vào cuối Q1/2022.
- Theo đó, Việt Nam có thể đạt được miễn dịch cộng đồng và mở cửa biên giới quốc tế trong Q2/2022.

Chúng tôi hiểu rằng một số nước phát triển đã đưa ra quan điểm về liều tăng cường (mũi thứ 3), 6 tháng sau khi tiêm liều thứ 2. Do đó, vắc-xin sẽ vẫn tiếp tục được triển khai trong dài hạn.

Định giá và khuyến nghị

Các động thái hướng tới việc tái mở cửa biên giới và nối lại các chuyến bay nội địa (bắt đầu từ tháng 10/2021) rõ ràng là thông tin tích cực đối với các bên liên quan trong ngành hàng không – động lực rất lớn so với tình hình gần như đóng băng hiện nay. Chương trình thử nghiệm hộ chiếu vắc-xin có thể sẽ là động lực chính giúp các đường bay quốc tế được nối lại, trong khi các chuyến bay nội địa sẽ được nối lại trong 3 giai đoạn sẽ hỗ trợ nhu cầu đi lại bằng đường hàng không trong nước. Theo chúng tôi, tháng 9/2021 sẽ là tháng tồi tệ nhất với lưu lượng hàng không trong nước và quốc tế ở mức thấp nhất có thể, và do đó, sẽ không còn dư địa để giảm.

Tuy nhiên, tình hình hiện tại đã trở nên tồi tệ hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi, do đó chúng tôi tiếp tục hạ dự báo của mình. Theo dự báo mới, chúng tôi tin rằng

HVN sẽ giảm lỗ kể từ năm 2022 trở đi và sẽ có lãi vào cuối năm 2023 nhờ lưu lượng hàng không tăng và lợi nhuận ròng có thể trở lại sát với mức trước dịch COVID-19. Đối với ACV, nhà khai thác sân bay, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ cải thiện dần từ năm 2022 trở đi do lưu lượng hàng không phục hồi. Tuy nhiên, do mức vốn đầu tư lớn dự kiến trong 5 năm tới, để lợi nhuận phục hồi tương đương mức trước dịch COVID-19 có thể sẽ mất nhiều thời gian hơn do thu nhập tài chính giảm, mặc dù số lượng hành khách được dự báo sẽ đạt mức trước dịch COVID-19 vào cuối năm 2023.

Cả ACV và HVN hiện đều có thị giá cao hơn so với mức trước dịch COVID-19 (vào cuối tháng 1/2020)

Ngoài ra, thị giá 2 cổ phiếu đã tăng mạnh trong vài tháng qua với kỳ vọng về thời điểm công bố kế hoạch tái mở cửa (tác động đến cả ACV và HVN) và gói giải cứu của Chính phủ đối với HVN. Giá cổ phiếu ACV đã tăng 15% trong 3 tháng qua, vượt 17% so với chỉ số và cao hơn 30% so với giá cổ phiếu trước dịch COVID-19 (cuối tháng 1/2020; 64.760đ/cổ phần). Trong khi đó, giá cổ phiếu HVN đã tăng 20% trong 3 tháng qua, vượt 22% so với chỉ số và cao hơn 11% so với giá cổ phiếu trước dịch COVID-19 (cuối tháng 2/2020) là 22.500đ.

Theo chúng tôi, điều này có thể do NĐT đã phấn khích trước khả năng mở cửa lại, nhưng trên thực tế, nền tảng cơ bản của các doanh nghiệp này vẫn rất khó khăn và ảm đạm. Do đó, HSC hạ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2021-2023 đối với cả ACV và HVN để phản ánh tác động của làn sóng COVID-19 thứ 4 tại Việt Nam, và triển vọng ngắn hạn kém tích cực. Hiện tại, HSC dự báo ACV sẽ lỗ thuần trong Q3/2021 và chỉ lãi nhẹ trong 6 tháng cuối năm 2021 do lưu lượng khách nội địa sụt giảm trong giai đoạn phong tỏa tại Việt Nam. Đối với HVN, chúng tôi dự báo lỗ thuần sẽ tiếp tục tăng trong 6 tháng cuối năm 2021 so với mức lỗ thuần trong 6 tháng đầu năm 2021.

Do đó, HSC hạ khuyến nghị đối với ACV xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với HVN dựa trên cơ sở định giá, cụ thể như sau:

- **ACV:** HSC hạ bình quân 34% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2021-2023 với lợi nhuận thuần năm 2021, 2022 và 2023 lần lượt là 963 tỷ đồng (giảm 41,6%), 2.135 tỷ đồng (tăng trưởng 121,7%) và 4.027 tỷ đồng (tăng trưởng 88,6%). ACV đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng 2022 là 38,3 lần, tương đương mức bình quân của các công ty cùng ngành là 37,5 lần. Chúng tôi hạ 6% giá mục tiêu vào thời điểm cuối năm 2022 xuống 90.600đ (tiềm năng tăng giá 6,6%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2021-2023. Triển vọng dài hạn khả quan, nhưng định giá của cổ phiếu không hấp dẫn. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng.
- **HVN:** HSC nâng dự báo lỗ thuần của HVN trong năm 2021 và 2022 lần lượt 17.412 tỷ đồng (từ 13.812 tỷ đồng) và 7.434 tỷ đồng (từ 3.479 tỷ đồng). Chúng tôi dự báo HVN sẽ có lãi trở lại trong năm 2023 là 2.166 tỷ đồng, thấp hơn 8% so với dự báo trước đó. Chúng tôi nâng 14% giá mục tiêu lên 21.300đ (thấp hơn 16,8% so với thị giá hiện tại) sau khi chúng tôi chuyển năm cơ sở định giá sang cuối năm 2022 và hạ hệ số beta xuống 0,83 (so với 1,0 trước đó). HVN hiện đang giao dịch với EV/EBITDAR dự phóng 2022 là 11,1 lần, cao hơn so với mức bình quân của các công ty cùng ngành là 7,9 lần. Giá cổ phiếu tiếp tục được phản ánh đầy đủ dù triển vọng lợi nhuận vẫn ảm đạm; do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng.

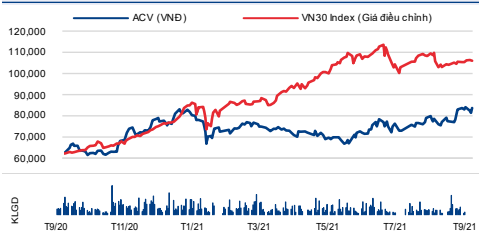
Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ90,600 (từ VNĐ95,900)
 Tiềm năng tăng/giảm: 8.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/9/2021)	83,700
Mã Bloomberg	ACV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	61,500-84,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	82,500
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	182,229
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	8,006
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,177
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,067
Slg CP NN được mua (tr.đv)	986
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.71%
Tỷ lệ freefloat	4.60%
Cổ đông lớn	Siêu Ủy Ban (95.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	7.58	13.9	34.6
So với chỉ số	7.38	16.7	(21.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2021F	397	631	(37.0)
2022F	881	1,893	(53.4)
2023F	1,663	2,680	(38.0)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Cảng Hàng Không Việt Nam quản lý và điều hành 22 sân bay trên cả nước. Trong đó, có 7 sân bay Quốc tế. Hiện tại, Công ty đang triển khai xây dựng hai dự án lớn là SBQT Long Thành và nhà ga 3 của sân bay SBQT Tân Sơn Nhất.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA
 Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
 han.vtn@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 314

Chưa thể cất cánh; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với ACV xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và hạ 6% giá mục tiêu xuống 90.600đ sau khi phân tích chi tiết về tác động của các biện pháp phong tỏa và việc nối lại các chuyến bay quốc tế và nội địa.
- HSC hạ bình quân 34% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2021-2023 với lợi nhuận thuần năm 2021 giảm 41,6%, trong khi lợi nhuận thuần năm 2022 và 2023 tăng trưởng lần lượt 121,7% và 88,6%. EPS dự phóng giai đoạn 2021-2023 của HSC thấp hơn 37-53% so với dự báo của thị trường.
- Các biện pháp phong tỏa kết thúc đã thúc đẩy giá cổ phiếu tăng, nhưng nền tảng cơ bản cần vài năm để trở lại mức trước dịch COVID-19. ACV hiện đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng 2022 là 38,3 lần, tương đương với các công ty cùng ngành.

Sự kiện: Các bước đi chậm rãi để tái mở cửa

Các biện pháp phong tỏa kéo dài đã ảnh hưởng không nhỏ đến ACV. Tổng số hành khách trong tháng 7 và tháng 8/2021 giảm xuống mức thấp kỷ lục lần lượt là 363.100 lượt (giảm 96% so với cùng kỳ) và 65.131 lượt (giảm 97% so với cùng kỳ), trong khi đó, tháng 9/2021 có thể sẽ còn tồi tệ hơn. Do đó, chúng tôi dự báo ACV sẽ lỗ thuần trong Q3/2021.

Trong trung hạn, với giả định các chuyến bay trong nước sẽ dần được nối lại từ đầu tháng 10/2021 và Việt Nam dần mở cửa lại biên giới - theo các thông báo gần đây của Chính phủ - HSC dự báo ACV sẽ có lợi nhuận trở lại từ Q4/2021 và tăng trưởng nhanh trong năm 2022.

Tác động: HSC hạ bình quân 34% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2021-2023

HSC hạ bình quân 34% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2021-2023 do tác động của làn sóng COVID-19 nghiêm trọng hơn dự kiến. Với thời gian phong tỏa kéo dài trong Q3/2021, chúng tôi hạ lần lượt 21%, 48% và 32% dự báo lợi nhuận thuần năm 2021, 2022 và 2023 do chúng tôi tin rằng nhu cầu quốc tế sẽ vẫn ở mức thấp so với trước đại dịch; tuy nhiên, dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 và 2023 của chúng tôi vẫn tăng trưởng lần lượt 122% và 89%. Dự báo mới của chúng tôi trong giai đoạn 2021-2023 thấp hơn đáng kể so với dự báo của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với ACV xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 6% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 90.600đ (tiềm năng tăng giá là 6,6%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận dù đã được bù đắp một phần nhờ chúng tôi chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang cuối năm 2022. Sau khi giá cổ phiếu tăng 15% trong 3 tháng vừa qua (có thể do kỳ vọng về việc tái mở cửa), ACV hiện đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng 2022 là 38,3 lần, sát với mức bình quân của các công ty cùng ngành là 37,5 lần. Chúng tôi nhận thấy ACV có thể sẽ phục hồi tốt, tuy nhiên tiềm năng tăng giá của cổ phiếu hiện không còn nhiều do để lợi nhuận trở lại mức trước đại dịch sẽ rất khó khăn. Trong khi đó, chúng tôi tin rằng việc chuyển niềm yết sang sàn HSX - một động lực tăng trưởng khác - sẽ không thể thực hiện sớm nhất cho đến năm 2022.

Cuối năm: Tháng 12	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	11,868	3,569	1,406 ▼	4,633 ▼	9,300 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	8,201	1,647	963 ▼	2,135 ▼	4,027 ▼
EPS ĐC (đồng)	3,386	577	397 ▼	881 ▼	1,663 ▼
DPS (đồng)	0	0	0 ▼	500 ▼	500 ▼
BVPS (đồng)	16,860	17,236	17,634	17,615	18,377
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.0	46.0	116	37.7	21.3
P/E ĐC (lần)	24.7	145	211	95.0	50.3
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0.60	0.60
P/B (lần)	4.96	4.86	4.75	4.75	4.55
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	35.4	(83.0)	(31.1)	122	88.6
ROAE (%)	24.3	4.44	2.54	5.56	10.3

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá cao và thiếu vắng động lực ngắn hạn

HSC hạ khuyến nghị đối với ACV xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và hạ giá mục tiêu xuống 90.600đ do tiềm năng tăng giá không còn nhiều sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. Do các biện pháp phong tỏa áp dụng rộng rãi trên toàn quốc trong Q3/2021, chúng tôi dự báo ACV sẽ lỗ trong giai đoạn này. Tuy nhiên, chúng tôi giả định các chuyến bay nội địa sẽ được nối lại vào đầu tháng 10/2021 với nỗ lực sớm mở cửa trở lại, chúng tôi dự báo lợi nhuận của ACV sẽ bắt đầu phục hồi từ Q4/2021 - mặc dù vẫn sẽ còn một chặng đường dài để trở lại mức trước đại dịch. Với định giá hiện tại, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng đối với ACV mặc dù triển vọng dài hạn vẫn hấp dẫn.

Nửa đầu năm 2021: Lãi chênh lệch tỷ giá là động lực tăng trưởng trong bối cảnh hoạt động kinh doanh khó khăn

Sau khi điều chỉnh, doanh thu thuần kiểm toán 6 tháng đầu năm 2021 (bao gồm cả doanh thu từ tài sản khu bay) và lợi nhuận thuần thuộc về cổ đông ACV lần lượt là 3.428 tỷ đồng (giảm 38% so với cùng kỳ) và 930 tỷ đồng (giảm 24,3% so với cùng kỳ). Với kết quả này, ACV đạt lần lượt 62% và 96,6% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần trước đó của chúng tôi.

Chúng tôi đã sử dụng số liệu đã điều chỉnh trong nửa đầu năm 2020 để so sánh tốt hơn. Lưu ý, để phù hợp với mục đích so sánh, chúng tôi đã bao gồm doanh thu và LNTT từ tài sản khu bay vào doanh thu và LNTT của ACV trong nửa đầu năm 2020 trước khi tính toán mức tăng trưởng. Chúng tôi đã phân tích sâu KQKD bên dưới.

Bảng 10: KQKD nửa đầu năm 2021, ACV

Lợi nhuận 6 tháng đầu năm chủ yếu nhờ hoạt động kinh doanh ngoại hối

Chỉ tiêu	6T/20	6T/20 điều chỉnh	6T/21	% y/y	Kế hoạch 2021	Hoàn thành kế hoạch	Dự báo 2021 của HSC	% thực hiện so với báo 2021 của HSC
Doanh thu thuần	4,639	5,532	3,428	-38.0%	9,836	34.8%	5,517	62.1%
LNTT	1,516	1,990	1,494	-25.0%	2,359	63.3%	1,836	81.4%
Lợi nhuận thuần	1,228	1,228	930	-24.3%	1,220	76.3%	963	96.6%

Nguồn: ACV, HSC Research

Bảng 11: Cơ cấu doanh thu, ACV

Doanh thu 6T/21 giảm 38% so với cùng kỳ, chủ yếu do tổng lượng hành khách giảm

(tỷ đồng)	6T/20	6T/21	% y/y
Phí dịch vụ hàng không	4,510	2,779	-38.4%
PSC	2,295	1,150	-49.9%
Phí cất/hạ cánh	893	733	-17.9%
Phí dịch vụ mặt đất	194	188	-3.4%
PSSC	383	227	-40.6%
Khác	744	480	-35.5%
Phí dịch vụ phi hàng không	594	539	-9.3%
Bán lẻ	329	127	-61.4%
Doanh thu thuần	5,532	3,428	-38.0%

Nguồn: ACV

Bảng 12: Cơ cấu lãi từ HĐ tài chính, ACV

Lãi thuần từ HĐ tài chính đóng góp chính vào lợi nhuận thuần

(tỷ đồng)	6T/20	6T/21	% y/y
Thu nhập tài chính	1,103	1,827	65.7%
Lãi được nhận	1,091	917	-15.9%
Cổ tức được nhận	5	38	753.9%
Lãi thuần từ HĐ tài chính	8	872	11381.1%
Chi phí tài chính	427	112	-73.7%
Lãi phải trả	47	45	-4.2%
Lỗ HĐ KD ngoại hối	380	1	-99.6%
Lỗ từ HĐ đầu tư		66	n/a
Lãi thuần từ HĐ tài chính	676	1,715	153.8%

Nguồn: ACV

Bảng 13: Lưu lượng khách, ACV

Khách nội địa trong tháng 4 đạt 7,7 triệu khách, cao hơn 24% so với trung bình hàng tháng trong năm 2019, mức trước đại dịch

	Q1/2020	Q1/2021	% y/y	Q2/2020	Q2/2021	% y/y	6T/20	6T/21	% y/y
Tổng số hành khách	22,630,248	15,044,384	-33.5%	10,290,295	11,017,506	7.1%	32,920,543	26,061,890	-20.8%
Hành khách quốc tế	6,871,501	117,364	-98.3%	60,866	121,396	99.4%	6,932,367	238,760	-96.6%
Hành khách nội địa	15,758,747	14,927,020	-5.3%	10,229,429	10,896,110	6.5%	25,988,176	25,823,130	-0.6%

Nguồn: ACV, HSC Research

Doanh thu giảm do lưu lượng khách thấp

Doanh thu 6 tháng đầu năm 2021 giảm 38% so với cùng kỳ do doanh thu dịch vụ hàng không giảm 38,4% so với cùng kỳ xuống 2.779 tỷ đồng. Doanh thu bán lẻ giảm mạnh 61,4% so với cùng kỳ xuống chỉ còn 127 tỷ đồng trong khi các dịch vụ phi hàng không (bao gồm cho thuê mặt bằng, phí đậu xe, v.v.) giảm 9,3% so với cùng kỳ xuống 539 tỷ đồng.

Đối với doanh thu hàng không, số lượng hành khách giảm 20,8% so với cùng kỳ xuống còn 26.061.890 hành khách là nguyên nhân chính khiến doanh thu giảm, ngoài ra ACV cũng đã chiết khấu cho các dịch vụ dành cho các hãng hàng không trong giai đoạn đại dịch. Trong nửa đầu năm 2021:

- Số lượng hành khách quốc tế giảm mạnh xuống chỉ còn 238.760 khách (giảm 96,6% so với cùng kỳ) do biên giới vẫn đóng cửa kể từ tháng 3/2020.
- Số lượng hành khách trong nước tích cực hơn khi số lượng hành khách nội địa trong tháng 4/2021 tăng mạnh lên 7,7 triệu lượt, cao hơn 24% so với mức bình quân hàng tháng trước dịch COVID-19 trong năm 2019. Tuy nhiên, các biện pháp giãn cách xã hội đã được áp dụng kể từ tháng 5/2021 do dịch COVID-19 trong nước bùng phát, số lượng hành khách trong nước giảm đáng kể. Do đó, số lượng hành khách trong nước trong 6 tháng đầu năm 2021 là 25.823.130 (giảm 0,6% so với cùng kỳ).

Lãi thuần từ HĐ tài chính hỗ trợ lợi nhuận thuần

Trong 6 tháng đầu năm 2021, lợi nhuận gộp giảm mạnh 67,6% so với cùng kỳ xuống chỉ còn 380,6 tỷ đồng do số lượng hành khách giảm, hiệu suất hoạt động tại các cảng hàng không giảm và chi phí cố định không thay đổi. Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm đáng kể chỉ còn 11,1% so với 25,3% trong 6 tháng đầu năm 2020. Chi phí bán hàng & quản lý là 665 tỷ đồng (tăng 61,8% so với cùng kỳ) chủ yếu do khoản trích lập 200 tỷ đồng cho quỹ vắc-xin và 63 tỷ đồng cho các khoản phải thu quá hạn trong 6 tháng đầu năm 2021.

Tuy nhiên, lãi thuần từ HĐ tài chính đã bù đắp cho việc tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh và chi phí bán hàng & quản lý tăng mạnh. Lãi thuần từ HĐ tài chính tăng mạnh 154% so với cùng kỳ lên 1.715 tỷ đồng nhờ khoản lãi từ chênh lệch tỷ giá 872 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2021 do VND tăng giá 5,8% so với đồng Yên trong 6 tháng đầu năm 2021 (ACV vay ODA 69,9 tỷ yên Nhật vào thời điểm cuối năm 2020) (Bảng 13).

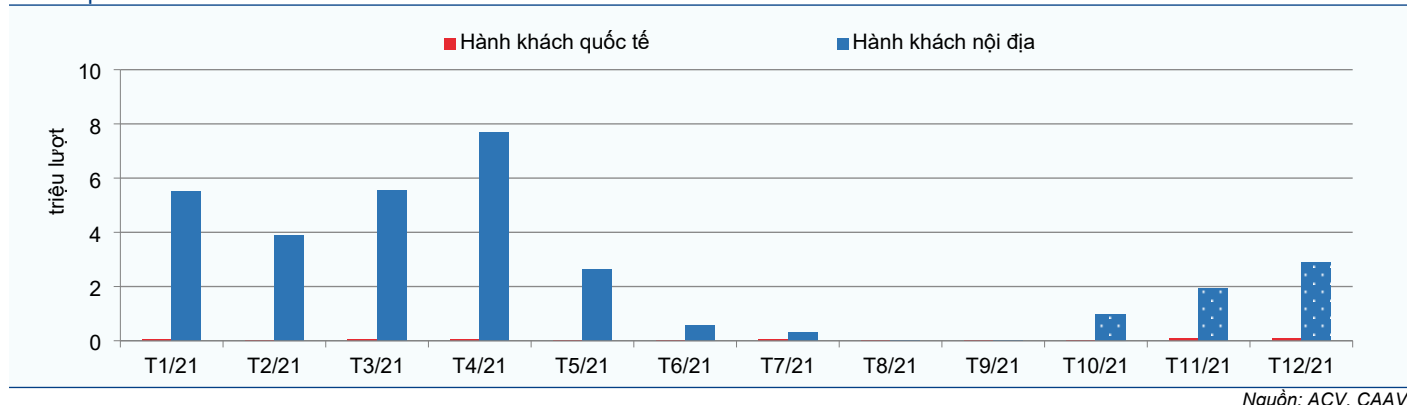
Từ đó, LNTT 6 tháng đầu năm 2021 của ACV (bao gồm lợi nhuận tài sản khu bay) và lợi nhuận thuần thuộc về cổ đông ACV (không bao gồm lợi nhuận tài sản khu bay) lần lượt là 1.494 tỷ đồng (giảm 25% so với cùng kỳ) và 930 tỷ đồng (giảm 24,3% so với cùng kỳ), tương ứng.

Triển vọng nửa cuối năm 2021 khó khăn do phong tỏa kéo dài

Như đã phân tích trong phần Báo cáo ngành, các biện pháp giãn cách xã hội đã được áp dụng từ tháng 5/2021. Các biện pháp thắt chặt được thực hiện kể từ ngày 9/7/2021 và tác động tiêu cực đến lĩnh vực hàng không.

Biểu đồ 14: Lưu lượng hành khách hàng không năm 2021, Việt Nam

Số lượng hành khách trong quý 3 năm 2021 giảm xuống mức thấp lịch sử đối với hành khách nội địa, trong khi số lượng hành khách quốc tế vẫn ở mức tối thiểu



Số lượng hành khách của ACV giảm từ tháng 7 đến tháng 9/2021 do các biện pháp phong tỏa nghiêm ngặt trong nước. Trên thực tế, trong tháng 7 và tháng 8/2021, tổng lượng hành khách của ACV giảm mạnh xuống chỉ còn lần lượt 363.100 lượt (giảm 95,9% so với cùng kỳ) và 65.131 (giảm 97,1% so với cùng kỳ). Trong đó, số lượng khách quốc tế vẫn ở mức thấp lần lượt là 37.123 lượt (tăng 9,1% so với cùng kỳ) và 33.971 (giảm 0,9% so với cùng kỳ) trong tháng 7 và tháng 8/2021, tương đương trong nửa đầu năm 2021. Mặt khác, số lượng hành khách nội địa giảm đáng kể xuống chỉ còn lần lượt 325.977 lượt (giảm 96,3% so với cùng kỳ) và 31.160 lượt (giảm 98,6% so với cùng kỳ) trong tháng 7 và tháng 8/2021.

Đáng chú ý, cuối tháng 8/2021, Cục HKVN đã yêu cầu các hãng hàng không ngừng bán vé nội địa sau khi lệnh phong tỏa được áp dụng. Do đó, tổng số hành khách trong tháng 9/2021 thậm chí sẽ thấp hơn trong tháng 8/2021. Hiện tại, HSC dự báo tổng số khách trong Q3/2021 sẽ là 474.202 lượt (giảm 96,7% so với cùng kỳ).

Ở giai đoạn này, chúng tôi giả định các chuyến bay nội địa sẽ dần dần được nối lại từ đầu tháng 10/2021. Trong khi đó, các chuyến bay quốc tế sẽ được mở lại theo chương trình thử nghiệm tại một số điểm du lịch nhất định, như Phú Quốc, Hội An-Đà Nẵng, Nha Trang và Hải Phòng. Do đó, chúng tôi dự báo tổng số hành khách trong Q4/2021 sẽ đạt 5.983.292 lượt (giảm 66,3% so với cùng kỳ) và phục hồi từ mức thấp kỷ lục trong Q3/2021.

Với những giả định này, chúng tôi dự báo ACV sẽ lỗ thuần trong Q3/2021, sau đó sẽ ghi nhận lợi nhuận trở lại trong Q4/2021. Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần 6 tháng cuối năm 2021 chỉ là 32 tỷ đồng (giảm 92,3% so với cùng kỳ) với doanh thu là 2.090 tỷ đồng (giảm 43,5% so với cùng kỳ).

Hạ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2021-2023

Tác động làn sóng thứ 4 của dịch COVID-19 nghiêm trọng hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi. Do đó, HSC hạ bình quân 34% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2021-2023 để phản ánh tác động của đại dịch đối với lĩnh vực hàng không. Trong năm 2021, chúng tôi giảm 21% dự báo lợi nhuận thuần xuống chỉ còn 963 tỷ đồng (giảm 41,6%) so với 1.220 tỷ đồng trong dự báo trước đó của chúng tôi. Trong năm 2022-2023, chúng tôi hạ lần lượt 48% và 32% dự báo lợi nhuận thuần. Tuy nhiên dự báo mới vẫn cho thấy tăng trưởng lần lượt 122% và 89% trong năm 2022 và 2023 so với năm trước. Những điều chỉnh dự báo và giả định chính của chúng tôi được mô tả trong Bảng 16-20 bên dưới.

Bảng 15: Dự báo cũ và mới, ACV

Chúng tôi đã điều chỉnh giảm mạnh lợi nhuận từ giai đoạn 2021-2023 do tác động của làn sóng COVID-19 thứ tư

(tỷ đồng)	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	9,836	17,047	23,233	5,517	10,096	15,524	-43.9%	-40.8%	-33.2%
Lợi nhuận thuần	1,220	4,117	5,906	963	2,135	4,027	-21.1%	-48.2%	-31.8%
% y/y									
Doanh thu thuần				-29.0%	83.0%	53.8%			
Điều chỉnh Doanh thu thuần				-40.3%					
Lợi nhuận thuần				-41.6%	121.7%	88.6%			

Nguồn: HSC Research

Bảng 16: Dự báo KQKD 6 tháng cuối năm 2021, ACV

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ giảm mạnh trong nửa cuối năm 2021 do ảnh hưởng của việc đóng cửa trong Q3/2021

(tỷ đồng)	6T cuối năm 2020	6T cuối năm 2020 điều chỉnh	2H21	% y/y
Doanh thu thuần	3,128	3,700	2,090	-43.5%
LNTT	484	724	342	-52.7%
Lợi nhuận thuần	419	419	32	-92.3%

Nguồn: ACV, HSC Research

Dự báo doanh thu

HSC dự báo số lượng hành khách của ACV sẽ giảm mạnh 50% trong năm 2021 xuống còn 32,5 triệu lượt. Trong đó, khách quốc tế sẽ chỉ là 0,5 triệu lượt, (giảm 93,1%) do chỉ có một số chuyến bay đặc biệt được khai thác trong khi biên giới vẫn đóng cửa kể từ cuối tháng 3/2020. Hành khách nội địa chịu ảnh hưởng nặng nề bởi các đợt phong tỏa nghiêm trọng trên toàn quốc trong Q3/2021. HSC dự báo số lượng hành khách trong nước năm 2021 sẽ giảm 44,6% xuống chỉ còn 32 triệu lượt.

Trong năm 2022, HSC dự báo tổng số hành khách sẽ phục hồi lên 65,5 triệu lượt (tăng trưởng 101,5%), bao gồm 56 triệu hành khách nội địa (tăng trưởng 75%) và 9,5 triệu hành khách quốc tế từ mức chỉ 0,5 triệu hành khách năm 2021.

Trong năm 2023, HSC dự báo số lượng hành khách nội địa sẽ đạt được mức trước dịch COVID-19 là 70 triệu lượt (tăng trưởng 25%) trong khi số lượng hành khách quốc tế sẽ tiếp tục phục hồi mạnh mẽ lên 29,6 triệu lượt (tăng trưởng 211%), nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mức trước dịch COVID-19 là 41,8 triệu lượt vì chúng tôi tin rằng thói quen du lịch quốc tế sẽ thay đổi sau đại dịch. Do đó, tổng số hành khách trong năm 2023 sẽ tăng trưởng 52% lên 99,6 triệu lượt, thấp hơn 14,4% so với trước dịch COVID-19 là 116,4 triệu lượt trong năm 2019.

Dựa trên các giả định về số lượng hành khách và phí dịch vụ không thay đổi, doanh thu thuần được dự báo sẽ có tốc độ tăng trưởng gộp bình quân là 19% trong 3 năm (Bảng 19). Do ảnh hưởng nặng nề từ các biện pháp phong tỏa trong Q3/2021, HSC dự báo doanh thu thuần năm 2021 sẽ giảm 40,3% xuống còn 5.517 tỷ đồng. Trong giai đoạn 2022-2023, chúng tôi dự báo doanh thu thuần sẽ phục hồi mạnh mẽ lần lượt 83% và 54% nhờ lưu lượng hành khách tăng.

Bảng 17: Giả định về lưu lượng hành khách, ACV

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ giảm mạnh trong nửa đầu năm 2021 do ảnh hưởng từ các biện pháp thắt chặt nhằm ngăn ngừa sự lây lan của dịch COVID-19 trong Q3/2021

(triệu lượt)	2020	2021	2022	2023	2024
Lượng hành khách quốc tế (including DAD and CXR)	7.4	0.5	9.5	29.6	38.5
Lượng hành khách nội địa	57.8	32.0	56.0	70.0	80.5
Tổng lượng hành khách	65.2	32.5	65.5	99.6	119.0
% y/y					
Lượng hành khách quốc tế (including DAD and CXR)	-82.3%	-93.1%	1763.8%	211.1%	30.1%
Lượng hành khách nội địa	-22.5%	-44.6%	75.0%	25.0%	15.0%
Tổng lượng hành khách	-44.0%	-50.1%	101.5%	52.0%	19.5%
Tăng trưởng so với 2019					
Lượng hành khách quốc tế (including DAD and CXR)	-82.3%	-98.8%	-77.2%	-29.2%	-7.9%
Lượng hành khách nội địa	-22.5%	-57.1%	-24.9%	-6.1%	8.0%
Tổng lượng hành khách	-44.0%	-72.1%	-43.7%	-14.4%	2.3%

Nguồn: ACV, HSC Research

Bảng 18: Dự báo doanh thu, ACV

Dự báo doanh thu của ACV giai đoạn 2020-2023 có hệ số CAGR là 19% do kỳ vọng nhu cầu dịch vụ hàng không sẽ hồi phục sau đại dịch

(tỷ đồng)	2020(*)	2021	2022	2023
Phí dịch vụ hàng không	5,951	2,915	5,744	9,564
Phí dịch vụ phi hàng không	1,318	1,055	1,582	1,977
Bán lẻ	503	283	806	1,235
Phí cất/hạ cánh	1,465	1,265	1,965	2,748
Doanh thu thuần	9,238	5,517	10,096	15,524
% y/y				
Phí dịch vụ hàng không	-59.4%	-51.0%	97.0%	66.5%
Phí dịch vụ phi hàng không	-38.7%	-20.0%	50.0%	25.0%
Bán lẻ	-66.6%	-43.8%	185.1%	53.3%
Phí cất/hạ cánh	-48.4%	-13.6%	55.3%	39.9%
Doanh thu thuần	-56.4%	-40.3%	83.0%	53.8%

 Lưu ý: chúng tôi tính bao gồm cả tài sản khu bay vào doanh thu thuần năm 2020 để tính toán mức tăng trưởng doanh thu thuần tương đương cho năm 2021
 Nguồn: HSC Research

Bảng 19: Sự báo tỷ suất lợi nhuận gộp, ACV

Tỷ suất lợi nhuận dịch vụ hàng không sẽ được cải thiện dần theo thời gian

Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	2020	2021	2022	2023
Dịch vụ hàng không và phi hàng không	15.9%	-18.2%	22.0%	48.1%
Bán lẻ	48.1%	30.0%	40.0%	40.0%
Phí cất/hạ cánh	46.7%	50.0%	55.0%	61.7%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.9%	-0.1%	29.9%	49.9%

Nguồn: HSC Research

Bảng 20: Thay đổi tỷ suất lợi nhuận, ACV

Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch

Thay đổi tỷ suất lợi nhuận (%)	2020	2021	2022	2023
Chi phí BH&QL / Doanh thu thuần	10.5%	18.8%	9.8%	8.9%
Tỷ suất LN trước thuế (*)	29.4%	33.3%	37.1%	43.3%
Tỷ suất LN thuần	21.2%	17.4%	21.1%	25.9%

 Lưu ý: (*) Điều chỉnh bằng cách đưa lợi nhuận / doanh thu tài sản sân bay vào tính toán tỷ suất LNTT
 Nguồn: HSC Research

Tỷ suất lợi nhuận

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2021 sẽ lần đầu tiên âm 0,1% so với dương 17,9% trong năm 2020 chủ yếu do: (1) số lượng hành khách nội địa giảm mạnh trong giai đoạn phong tỏa kéo dài trong Q3/2021 khiến hiệu suất hoạt động của cảng hàng không rất thấp và (2) Công ty duy trì chương trình hỗ trợ cho các hãng hàng không bằng cách giảm phí dịch vụ. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu được dự báo sẽ tăng mạnh lên 18,8% trong năm 2021 từ 10,5% trong năm 2020 do ACV hỗ trợ 200 tỷ đồng cho quỹ vắc-xin và các khoản phải thu quá hạn tăng trong năm nay. Tuy nhiên, nhờ đồng VND tăng giá so với đồng JPY, lãi thuần từ HĐ tài chính tăng đã hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận thuần.

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch trong giai đoạn 2022-2023 lên lần lượt 29,9% và 49,9% từ -0,1% trong năm 2021. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu sẽ trở lại mức bình thường là 9-10% trong giai đoạn 2022-2023 từ

mức cao bất thường là 18,8% trong năm 2021. Do đó, tỷ suất lợi nhuận thuần sẽ tăng dần lên lần lượt 21,1% và 25,9% trong năm 2022 và 2023 từ mức 17,4% trong năm 2021.

EPS dự phóng

Giả sử số lượng cổ phiếu đang lưu hành giữ nguyên, EPS dự phóng 2021-2023 sẽ lần lượt là 397đ, 881đ và 1.663đ, thấp hơn 37-53% so với dự báo của thị trường. Theo chúng tôi, thị trường sẽ sớm điều chỉnh dự báo để phản ánh tác động của làn sóng COVID-19 thứ 4 tại Việt Nam.

Chính sách cổ tức tiền mặt

Với KQKD kém khả quan trong năm 2021, ACV sẽ không chia cổ tức bằng tiền mặt trong năm 2021. Cổ tức bằng tiền mặt dự kiến sẽ được chi trả trở lại từ năm 2022 trở đi với giả định là 500đ/cp. Tỷ lệ chi trả sẽ là 65% trong năm 2022 và 36% trong năm 2023. Tỷ suất cổ tức dự kiến là 0,6%.

Bảng CĐKT và dòng tiền

ACV có số dư tiền mặt khổng lồ là 33,7 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2020. Nguồn vốn nội bộ sẽ được sử dụng chủ yếu để tài trợ cho giai đoạn 1 của dự án LTIA (Sân bay Quốc tế Long Thành) và cảng T3 của sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất) trong những năm đầu xây dựng. Nợ dài hạn sẽ bắt đầu tích lũy từ năm 2023 trở đi và chủ yếu sẽ tài trợ cho giai đoạn 1 của dự án LTIA.

HSC dự báo nợ dài hạn sẽ tăng đáng kể trong giai đoạn 2023-2026 và đạt đỉnh trong năm 2026 là 78,2 nghìn tỷ đồng sau đó sẽ được thanh toán dần nhờ dòng tiền mạnh của ACV. Ngay cả khi dư nợ tăng mạnh, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH bình quân sẽ chỉ là 0,7 lần trong vòng 10 năm tới với mức đỉnh là 1,6 lần trong năm 2026 (Bảng 22). Khả năng chi trả lãi vay sẽ vẫn an toàn nhờ EBIT phục hồi mạnh mẽ từ năm 2022 trở đi.

Nợ dài hạn nhiều khả năng sẽ tăng mạnh, nhưng vẫn ở mức an toàn

Bảng 21: Dự báo về cá khoản vay ngân hàng, ACV

Nợ dài hạn sẽ tăng mạnh lên đến đỉnh điểm vào năm 2026 do quy mô vốn lớn cho giai đoạn 1 của dự án LTIA sau đó giảm dần vào giai đoạn 2027-30

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Nợ ngắn hạn	248	260	273	287	301	316	221	177	142	113	91
Nợ dài hạn	15,345	14,400	14,297	18,993	43,671	67,331	77,971	67,842	56,392	47,131	39,616
Tổng nợ	15,593	14,660	14,570	19,280	43,973	67,647	78,193	68,019	56,534	47,244	39,707
Nợ thuần	-18,091	-18,910	-7,463	15,655	40,045	62,613	74,251	64,294	52,239	37,542	19,848
Tỷ lệ D/E	0.42	0.38	0.38	0.48	1.03	1.51	1.73	1.45	1.12	0.83	0.60
Tỷ lệ D/E thuần	(0.48)	(0.49)	(0.19)	0.39	0.94	1.39	1.64	1.37	1.03	0.66	0.30
Tỷ lệ khả năng chi trả lãi vay	6.0	(10.0)	20.4	63.9	85.6	87.5	4.0	4.8	7.4	11.4	17.0

Nguồn: HSC Research

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với ACV xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và hạ 6% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 90.600đ (tiềm năng tăng giá 6,6%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo nhưng phần lớn được bù đắp khi chúng tôi chuyển năm cơ sở định giá sang cuối năm 2022.

Chúng tôi giữ nguyên giả định mô hình DCF với lãi suất phi rủi ro là 3,0%, phần bù rủi ro vốn CSH là 7,0% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0%. Chi phí vốn bình quân sẽ là 9,6% (Bảng 23-26). Ngoài ra, chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy của định giá đối với các yếu tố đầu vào chính là lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn (Bảng 27).

Bảng 22: Tính toán FCFF, ACV

Dòng tiền sẽ dương từ năm 2027 trở đi - phản ánh việc thực hiện kế hoạch mở rộng công suất.

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lợi nhuận thuần	963	2,135	4,027	5,062	4,719	2,523	3,884	6,314	9,108	12,281
Cộng: Lãi vay * (1- thuế suất)	83	80	80	76	73	1,443	1,435	1,179	940	750
Cộng: Khấu hao	2,449	2,605	2,940	3,422	5,715	8,560	9,412	9,467	9,522	9,577
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	395	(104)	82	(97)	(502)	(566)	(89)	46	(34)	(130)
Trừ: đầu tư tài sản cố định	(2,068)	(14,001)	(27,501)	(30,431)	(31,001)	(21,001)	(1,001)	(1,002)	(1,002)	(1,002)
Free cash flow to the firm	1,821	(9,285)	(20,372)	(21,969)	(20,996)	(9,042)	13,641	16,005	18,534	21,477

Nguồn: HSC forecasts

Bảng 23: Giả định WACC 1, ACV

Chi phí vốn CSH là 12,1%

Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Phần bù rủi ro thị trường	7.0%
Beta	1.30
Chi phí vốn CSH	12.1%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	4.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	3.2%

Nguồn: HSC Research

Bảng 24: Giả định WACC 2, ACV

Cơ cấu nguồn vốn dẫn đến WACC là 9,6%

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH/Tổng nguồn vốn	72.4%
Nợ/ Tổng nguồn vốn	27.6%
WACC	9.6%

Nguồn: HSC Research

Bảng 25: Định giá DCF, ACV

Chúng tôi điều chỉnh TP là 90.600đ, tiềm năng tăng 8% từ thị giá

(tỷ đồng)	
Giá trị hiện tại giai đoạn 2022-2030	(27,810)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	2.0%
Giá trị dài hạn từ năm 2030 trở đi	217,668
Giá trị vốn chủ sở hữu	189,858
Cộng: Tiền	656
Cộng: Đầu tư ngắn hạn	21,377
Tổng vốn chủ sở hữu	211,891
Trừ: Nợ ngắn + dài hạn	14,570
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	42
Giá trị hợp lý của vốn chủ sở hữu	197,279
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	2,177
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)-cuối 2022	90,620

Nguồn: HSC Research

Bảng 26: Phân tích độ nhạy, ACV

Giá mục tiêu trong khoảng 69.168-124.819

		Lãi suất phi rủi ro				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	87,102	82,062	77,421	73,135	69,168
	1.5%	94,505	88,806	83,586	78,790	74,369
	2.0%	103,050	96,543	90,620	85,207	80,243
	2.5%	113,024	105,510	98,718	92,552	86,930
	3.0%	124,819	116,025	108,144	101,042	94,612

Nguồn: HSC Research

Bối cảnh định giá

ACV đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng 2022 là 38,3 lần, tương đương mức bình quân của các công ty cùng ngành là 37,5 lần.

Triển vọng tăng trưởng của ACV sẽ cải thiện nhiều trong dài hạn, nhưng triển vọng ngắn hạn vẫn âm ảm, đặc biệt là trong nửa cuối năm 2021. Lợi nhuận năm 2022 của

Công ty sẽ tăng mạnh do mức nền thấp trong năm 2021 và sự phục hồi mạnh mẽ của nhu cầu đi lại bằng đường hàng không, chủ yếu là từ hành khách trong nước.

Tuy nhiên, về trung hạn, để đạt được mức lợi nhuận trước dịch COVID-19 vẫn còn là một chặng đường dài với chi phí đầu tư lớn để mở rộng công suất trong giai đoạn 2023-2025 tác động tới thu nhập tài chính và lợi nhuận thuần. Sau năm 2026, lợi nhuận của ACV được dự báo sẽ tăng mạnh do việc mở rộng công suất sẽ hỗ trợ chu kỳ tăng trưởng dài hạn.

Với định giá khá cao và bức tranh lợi nhuận hiện tại, HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào với giá mục tiêu mới là 90.600đ, tiềm năng tăng giá là 6,6%.

Bảng 27: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

EV/EBITDA năm 2021 và 2022 của các doanh nghiệp cùng ngành lần lượt là 50,6 lần và 37,5 lần

Công ty	Mã CKBB	Giá gần nhất (USD)	Vốn hóa (triệu USD)	2021 EV/EBITDA	2022 EV/EBITDA	2021 P/E	2022 P/E	2021 P/B
SHANGHAI INTERNATIONAL AIR-A	600009 CH Equity	3.6	13,013	n/a	36.2	n/a	47.0	2.9
AIRPORTS OF THAILAND PCL	AOT TB Equity	6.8	26,261	n/a	186.7	n/a	n/a	7.1
MALAYSIA AIRPORTS HLDGS BHD	MAHB MK Equity	1.9	2,699	92.3	11.2	n/a	n/a	1.7
JAPAN AIRPORT TERMINAL CO	9706 JP	46.5	4,370	63.4	17.6	n/a	98.2	2.8
SYDNEY AIRPORT	SYD AU	6.0	16,325	90.4	35.8	n/a	243.5	14.4
AUCKLAND INTL AIRPORT LTD	AIA NZ	5.7	8,104	65.2	29.3	1,558.0	63.3	1.3
GMR INFRASTRUCTURE LTD	GMRI IN Equity	2.5	2,700	23.6	17.0	n/a	n/a	n/a
BEIJING CAPITAL INTL AIRPO-H	694 HK Equity	0.5	36,626	17.9	13.6	72.0	19.9	1.2
GUANGZHOU BAIYUN INTERNATI-A	600004 CH Equity	0.7	3,981	23.6	11.8	n/a	34.4	1.4
SHENZHEN AIRPORT CO-A	000089 CH Equity	1.7	2,428	28.4	15.6	58.0	32.1	1.3
Peers' average				50.6	37.5	562.7	76.9	3.8

Nguồn: Bloomberg, HSC Research

Bảng 28: Định giá ACV

ACV đang giao dịch với EV / EBITDA 2021/2022 lần lượt là 116 lần và 37,7 lần

Công ty	Mã CKBB	Giá gần nhất (USD)	Vốn hóa (triệu USD)	2021 EV/EBITDA	2022 EV/EBITDA	2021 P/E	2022 P/E	2021 P/B
ACV – tại thị giá	ACV VN Equity	83,700	8,006	116.2	37.7	210.6	95.0	4.7
ACV – tại giá trị hợp lý	ACV VN Equity	90,600	8,666	135.0	41.0	228.0	102.8	5.1

Nguồn: HSC Research

Kế hoạch niêm yết trên HSX bị đẩy lùi

BCTC kiểm toán 6 tháng đầu năm 2021 của ACV nhấn mạnh các vấn đề liên quan đến tài sản khu bay và vấn đề về hoàn tất thủ tục IPO. Do đó ACV có thể chuyển sang niêm yết tại sàn HoSE sớm nhất vào năm 2022. Các vấn đề cần giải quyết, thứ nhất là hoàn tất thủ tục IPO, và thứ hai là bàn giao tài sản khu bay cho ACV.

Về tài sản khu bay, ACV mong muốn Chính phủ sẽ chuyển giao toàn bộ tài sản khu bay trong Q3/2021. Khi tài sản khu bay nằm trong bảng CĐKT của ACV (ACV không ghi nhận khấu hao tài sản khu bay), vấn đề này sẽ được giải quyết.

Sau đó ACV sẽ làm việc với Chính phủ để giải quyết các thủ tục cuối cùng để IPO. Hiện tại, doanh thu và chi phí vận hành của khu bay đã được hạch toán vào báo cáo KQKD của ACV kể từ ngày 1/1/2021, nhưng lợi nhuận sau đó được chuyển lại cho Chính phủ.

Ngoài ra, Bộ Giao thông Vận tải mới đây đã đề xuất phương án nhận lại cổ phần của ACV từ CMSC (Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp). Do CMSC tiếp nhận ACV từ Bộ GTVT vào cuối năm 2018 nhưng từ đó đến nay gặp một số khó khăn trong công tác quản lý do ACV liên tục xin ý kiến chấp thuận của Bộ GTVT cho các dự án mở rộng, bảo trì. Việc này khiến thủ tục giấy tờ gia tăng và làm chậm tiến độ hoạt

động. Do đó, Bộ GTVT muốn nhận lại ACV từ CMSC để giải quyết những vướng mắc này.

Đề xuất này của Bộ GTVT không liên quan tới vấn đề niêm yết. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự phức tạp trong vấn đề quản lý vốn Nhà nước của ACV sẽ khiến cổ phiếu kém hấp dẫn.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Doanh thu	18,329	7,767	5,517	10,096	15,524
Lợi nhuận gộp	9,334	1,389	(5.76)	3,017	7,742
Chi phí BH&QL	(1,386)	(812)	(1,037)	(989)	(1,382)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	7,948	577	(1,043)	2,028	6,360
Lãi vay thuần	1,816	1,263	2,830	1,503	(169)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	383	147	39.8	202	512
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	8.92	13.0	9.21	16.9	25.9
LNTT	10,156	2,000	1,836	3,749	6,730
Chi phí thuế TNDN	(1,942)	(359)	(367)	(750)	(1,346)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(13.0)	5.93	(506)	(865)	(1,357)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	8,201	1,647	963	2,135	4,027
Lợi nhuận thuần ĐC	7,371	1,255	865	1,919	3,619
EBITDA ĐC	11,868	3,569	1,406	4,633	9,300
EPS (đồng)	3,767	757	442	981	1,850
EPS ĐC (đồng)	3,386	577	397	881	1,663
DPS (đồng)	0	0	0	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,177	2,177	2,177	2,177	2,177
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,177	2,177	2,177	2,177	2,177
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,177	2,177	2,177	2,177	2,177

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Tiền & tương đương tiền	350	499	331	656	931
Đầu tư ngắn hạn	30,922	33,185	33,239	21,377	2,694
Phải thu khách hàng	5,361	3,811	4,154	4,644	5,202
Hàng tồn kho	493	357	309	396	436
Các tài sản ngắn hạn khác	166	123	137	250	385
Tổng tài sản ngắn hạn	37,291	37,974	38,170	27,323	9,647
TSCĐ hữu hình	17,206	15,398	15,018	26,414	50,975
TSCĐ vô hình	4.84	3.06	2.66	2.24	1.79
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	185	167	217	217	217
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,778	2,724	2,693	2,693	2,693
Tài sản dài hạn khác	711	636	636	636	636
Tổng tài sản dài hạn	20,885	18,928	18,565	29,962	54,523
Tổng cộng tài sản	58,176	56,902	56,735	57,285	64,170
Nợ ngắn hạn	240	248	260	273	287
Phả trả người bán	1,258	823	713	914	1,005
Nợ ngắn hạn khác	4,369	2,717	2,742	3,196	3,608
Tổng nợ ngắn hạn	6,518	3,893	3,806	4,499	5,028
Nợ dài hạn	14,760	15,345	14,400	14,297	18,993
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0.30	0.30	0.30	0.30
Nợ dài hạn khác	117	77.9	77.9	77.9	77.9
Tổng nợ dài hạn	14,877	15,423	14,478	14,375	19,071
Tổng nợ phải trả	21,419	19,337	18,305	18,895	24,120
Vốn chủ sở hữu	36,704	37,523	38,388	38,348	40,008
Lợi ích cổ đông thiểu số	53.2	42.2	42.2	42.2	42.2
Tổng vốn chủ sở hữu	36,757	37,565	38,430	38,390	40,050
Tổng nợ phải trả và VCSH	58,176	56,902	56,735	57,285	64,170
BVPS (đ)	16,860	17,236	17,634	17,615	18,377
Nợ thuần*/(tiền mặt)	14,650	15,094	14,329	13,914	18,349

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
EBIT	7,948	577	(1,043)	2,028	6,360
Khấu hao	(3,920)	(2,992)	(2,449)	(2,605)	(2,940)
Lãi vay thuần	1,816	1,263	2,830	1,503	(169)
Thuế TNDN đã nộp	(1,711)	(902)	(367)	(750)	(1,346)
Thay đổi vốn lưu động	(1,105)	(37.1)	(499)	4.07	(182)
Khác	(82.2)	(63.5)	(848)	116	436
LCT thuần từ HKKD	9,066	2,662	(204)	4,102	8,308
Đầu tư TS dài hạn	(1,959)	(2,414)	(2,068)	(14,001)	(27,501)
Góp vốn & đầu tư	(9,281)	(1,470)	3,038	12,273	16,719
Thanh lý	4,001	1,623	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(7,239)	(2,261)	970	(1,728)	(10,783)
Cổ tức trả cho CSH	(1,959)	(3.22)	0	(1,959)	(1,959)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(155)	(246)	(933)	(89.6)	4,710
Khác	(1.71)	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(2,116)	(249)	(933)	(2,049)	2,750
Tiền & tương đương tiền đầu kì	638	350	499	331	656
LCT thuần trong kỳ	(289)	152	(168)	325	275
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.00)	(2.54)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	350	499	331	656	931
Dòng tiền tự do	7,108	248	(2,272)	(9,899)	(19,194)

Các chỉ số tài chính	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	50.9	17.9	(0.10)	29.9	49.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	64.8	46.0	25.5	45.9	59.9
Tỷ suất LNT (%)	44.7	21.2	17.4	21.1	25.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.1	17.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	13.9	(57.6)	(29.0)	83.0	53.8
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	12.5	(69.9)	(60.6)	230	101
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	35.4	(83.0)	(31.1)	122	88.6
Tăng trưởng EPS (%)	33.7	(79.9)	(41.6)	122	88.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	35.4	(83.0)	(31.1)	122	88.6
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	nm	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	51.0	27.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	24.3	4.44	2.54	5.56	10.3
ROACE (%)	16.3	1.10	(1.97)	3.84	11.4
Vòng quay tài sản (lần)	0.33	0.13	0.10	0.18	0.26
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.14	4.61	0.20	2.02	1.31
Số ngày tồn kho	20.0	20.4	20.4	20.4	20.4
Số ngày phải thu	218	218	275	239	244
Số ngày phải trả	51.0	47.1	47.1	47.1	47.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	40.0	40.3	37.4	36.3	45.9
Nợ/tài sản (%)	25.9	27.4	25.9	25.5	30.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	37.7
Nợ/EBITDA (lần)	1.27	4.37	10.4	3.15	2.07
Chỉ số TT hiện thời (lần)	5.72	9.76	10.0	6.07	1.92
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	9.06	21.1	29.6	17.3	12.7
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.0	46.0	116	37.7	21.3
P/E (lần)	22.2	111	189	85.4	45.2
P/E ĐC (lần)	24.7	145	211	95.0	50.3
P/B (lần)	4.96	4.86	4.75	4.75	4.55
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0.60	0.60

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

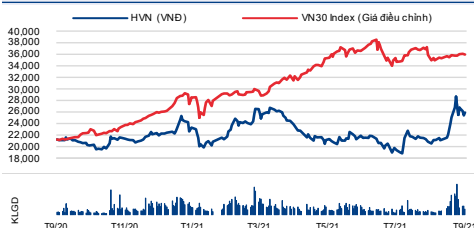
Giảm tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ21,300 (từ VNĐ18,665)
 Tiềm năng tăng/giảm: -16.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/9/2021)	25,600
Mã Bloomberg	HVN VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,823-28,650
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	25,763
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	56,781
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,494
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,218
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	665
Slg CP NN được mua (tr.đv)	295
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.16%
Tỷ lệ freefloat	6.90%
Cổ đông lớn	là nước tại doanh ng (55.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	24.6	19.0	20.6
So với chỉ số	20.6	21.6	(29.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2021F	#####	(7,872)	42.0
2022F	(3,469)	(1,985)	74.8
2023F	853	388	119.8

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Vietnam Airlines là hãng hàng không quốc gia Việt Nam, được thành lập từ năm 1995

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

Trưởng phòng
 trang.ctmai@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4848

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
 han.vtn@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 314

Vẫn còn nhiều biến động; duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với HVN dù nâng 14% giá mục tiêu lên 21.300đ chủ yếu do chuyển năm cơ sở định giá sang cuối năm 2022 và hạ giá định beta (theo cập nhật của Bloomberg).
- HSC nâng dự báo lỗ thuần năm 2021 và 2022 lên lần lượt 17.411 tỷ đồng và 7.433 tỷ đồng từ lần lượt 13.812 tỷ đồng và 3.479 tỷ đồng trước đó. Lợi nhuận sẽ chỉ bắt đầu hồi phục từ năm 2023 với lợi nhuận thuần được dự báo đạt 2.166 tỷ đồng.
- HVN hiện đối mặt với rủi ro bị hủy niêm yết do vốn CSH âm mặc dù đã được Chính phủ hỗ trợ vốn.

Sự kiện: Đánh giá tác động từ làn sóng COVID-19 thứ 4

Làn sóng COVID-19 thứ 4 đã tác động đáng kể đến ngành hàng không của Việt Nam. Số lượng chuyến bay của HVN giảm 87% y/y trong tháng 7 và tháng 8/2021 do nhu cầu đi lại trầm lắng và những biện pháp hạn chế nghiêm ngặt để ngăn chặn đại dịch. Cụ thể, kể từ ngày 31/8/2021, các hãng hàng không buộc phải ngừng bán vé nội địa và chỉ một số chuyến bay được khai thác với sự chấp thuận đặc biệt.

Cục HKVN đang xem xét mở lại dần các chuyến bay nội địa theo sát tình hình dịch bệnh. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng số lượng các chuyến bay sẽ vẫn ở mức rất thấp cho đến khi làn sóng đại dịch hiện tại được kiểm soát.

Tác động: HSC hạ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2021-2023

HSC nâng dự báo lỗ thuần năm 2021 và 2022 lên lần lượt 17.411 tỷ đồng và 7.433 tỷ đồng, đồng thời hạ 8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 xuống còn 2.167 tỷ đồng.

Hiện tại, chúng tôi tin rằng sẽ cần thêm thời gian để số lượng hành khách của HVN đạt mức trước dịch COVID-19. Chúng tôi dự báo tổng số hành khách trong năm 2021, 2022 và 2023 sẽ thấp hơn lần lượt 64%, 41% và 12% so với năm 2019. Nhu cầu trầm lắng và giá dầu tăng cao sẽ khiến HVN lỗ kỷ lục trong năm 2021.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng giá mục tiêu lên 21.300đ sau khi chuyển năm cơ sở định giá sang cuối năm 2022 và giảm tỷ lệ chiết khấu trong mô hình DCF do hạ giá định beta (từ 1,0 xuống 0,83). Tuy nhiên, chúng tôi duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng với giá mục tiêu thấp hơn 16,8% so với thị giá.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 20% trong vòng 3 tháng, chúng tôi tin rằng thông tin tích cực đã được phản ánh vào giá trong bối cảnh hoạt động kinh doanh vẫn còn rất khó khăn. Cổ phiếu hiện đang giao dịch với EV/EBITDAR dự phóng 2022 là 11,1 lần, so với mức bình quân của các công ty cùng ngành là 7,9 lần. Ngoài ra, mặc dù phát hành cổ phiếu mới, HVN vẫn đối mặt với nguy cơ bị hủy niêm yết cao do vốn CSH nhiều khả năng vẫn sẽ âm vào cuối năm 2021.

Cuối năm: Tháng 12	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	8,832	(7,893)	(14,274) ▼	(3,028) ▼	8,617 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,346	(10,827)	(17,411) ▼	(7,433) ▼	2,167 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,170	(8,267)	(11,182) ▼	(3,469) ▼	853 ▲
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	12,795	4,464	(1,388) ▼	(4,736) ▼	(3,882) ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.44	(8.67)	(6.45)	(31.0)	10.5
P/E ĐC (lần)	21.9	N/a	N/a	N/a	30.0
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	2.00	5.74	(18.4)	(5.40)	(6.60)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(5.05)	(806)	(35.3)	69.0	125
ROAE (%)	12.9	(88.5)	(1,071)	109	(22.7)

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Sự lạc quan về việc tái mở cửa đã được phản ánh; duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng

HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng với giá mục tiêu thấp hơn 16,8% so với thị giá. HVN có thể ghi nhận lỗ nặng trong nửa cuối năm 2021 và cả năm 2022 do đại dịch COVID-19. Sự hỗ trợ tài chính của Chính phủ sẽ giúp HVN giảm bớt rủi ro thanh khoản, nhưng chúng tôi dự báo vốn CSH sẽ vẫn âm trong những năm tới do lỗ lũy kế lớn. Triển vọng lợi nhuận vẫn âm đậm, bất chấp thông tin hỗ trợ gần đây.

Lỗ thuần nửa đầu năm 2021 tăng do giá dầu tăng mạnh và lưu lượng hàng không thấp

Lỗ thuần 6 tháng đầu năm 2021 của HVN là 8.421 tỷ đồng so với lỗ 5.143 tỷ đồng do (1) doanh thu thuần giảm 43,6% y/y do số hành khách giảm và (2) giá dầu tăng. Thông tin cụ thể như sau:

Lượng hàng khách thấp do dịch COVID-19 bùng phát

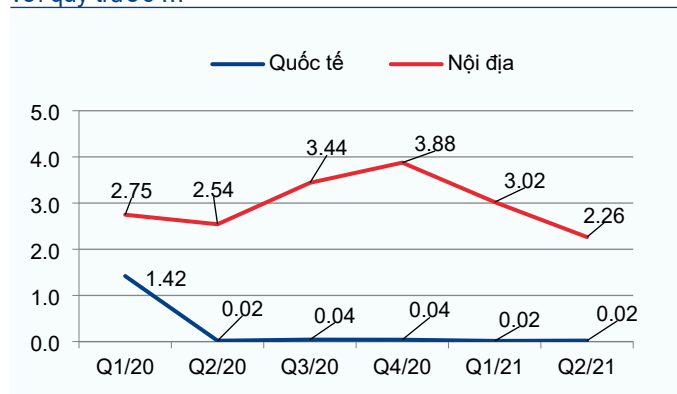
- Sau khi lưu lượng hàng không thấp trong Q1/2021 do ảnh hưởng của làn sóng COVID-19 thứ 3 (từ tháng 2 đến tháng 3/2021), trong Q2/2021, ngành hàng không thậm chí còn chịu ảnh hưởng nặng nề hơn do làn sóng thứ 4 bùng phát trở lại vào cuối tháng 4 và kéo dài tới hiện tại.
- Số lượng hành khách trong Q2/2021 và 6 tháng đầu năm 2021 của Vietnam Airlines (VNA - công ty mẹ) lần lượt giảm 10,7% và 21% y/y. Ở cấp độ tập đoàn, số lượng hành khách trong Q2/2021 và nửa đầu năm 2021 giảm lần lượt 4,2% và 22% y/y (Bảng 32).

Giá vé thấp dù giá dầu tăng mạnh

- Bên cạnh việc lưu lượng hàng không thấp, tỷ suất lợi nhuận giảm còn do giá dầu tăng. Theo HVN, giá nhiên liệu bay bình quân tăng 128% trong Q2/2021 lên 68 USD/thùng từ 30 USD/thùng trong cùng kỳ năm ngoái.
- Mặc dù giá nhiên liệu tăng nhưng HVN vẫn gặp khó khăn để tăng giá vé do nhu cầu thấp. Đáng chú ý, doanh thu hành khách bình quân thậm chí còn giảm 14% y/y và 22% so với quý trước trong Q2/2021 xuống 1,0 triệu đồng/triệu hành khách/km. Điều này chủ yếu do cơ cấu sản phẩm kém hơn khi tuyến có lợi nhuận cao nhất, cụ thể là Hà Nội – TP.HCM, có tần suất thấp trong Q2/2021.
- Giá dầu tăng, cùng với doanh thu hành khách giảm, khiến chi phí nguyên vật liệu/doanh thu hành khách của VNA tăng vọt lên 76% từ 47% trong Q1/2021 và 35% trong năm 2020. Theo đó, HVN lỗ thuần cao hơn so với cùng kỳ và so với quý trước trong Q2/2021 (Bảng 33 và 34).

Biểu đồ 29: Lượng hành khách của VNA

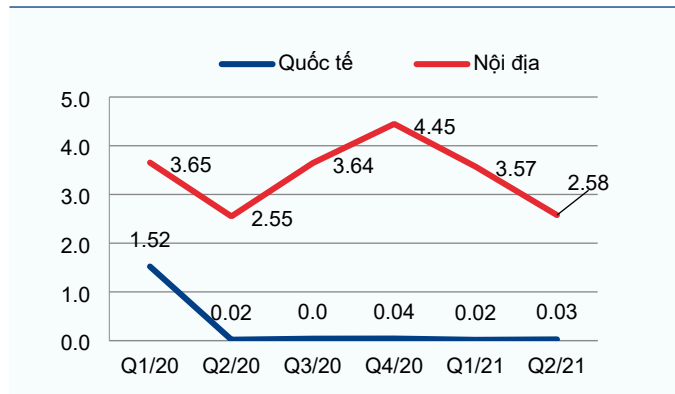
Lượng hành khách trong Q2/2021 giảm so với cùng kỳ and so với quý trước ...



Nguồn: HVN

Biểu đồ 30: Lượng hành khách của HVN

...ở cả Công ty mẹ và Tập đoàn



Nguồn: HVN

Bảng 31: KQKD hoạt động chính

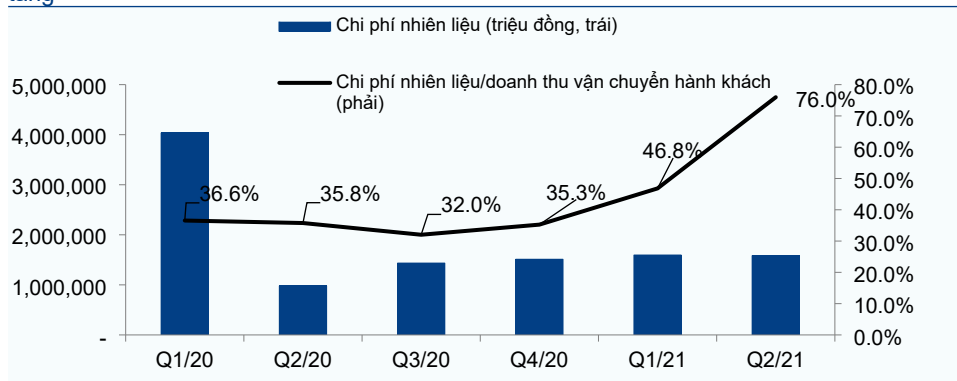
Số lượng hành khách vẫn thấp trong quý 2 năm 2021

	Q2/20	Q2/21	% y/y	6T/20	6T/21	% y/y
Vietnam Airlines						
Số lượng hành khách (triệu lượt)	2.56	2.29	-10.7%	6.73	5.32	-21%
- Quốc tế	0.02	0.02	23.4%	1.44	0.04	-97%
- Nội địa	2.54	2.26	-11.0%	5.29	5.29	0%
ASK (tỷ ghế.km)	2.66	2.48	-6.9%	2.67	2.48	-7%
RPK (tỷ hành khách.km)	2.14	1.89	-11.4%	2.14	1.9	-12%
Tập đoàn						
Số lượng hành khách (triệu lượt)	2.71	2.6	-4.2%	7.89	6.19	-22%
- Quốc tế	0.02	0.03	42.6%	1.54	0.04	-97%
- Nội địa	2.7	2.58	-4.5%	6.35	6.15	-3%
ASK (tỷ ghế.km)	2.83	2.77	-2.2%	13.05	6.39	-2%
RPK (tỷ hành khách.km)	2.28	2.13	-6.6%	9.88	4.96	-7%

Nguồn: HVN

Biểu đồ 32: Chi phí nhiên liệu, VNA

Chi phí nguyên vật liệu/doanh thu vận chuyển hành khách tăng do giá vé thấp và giá dầu tăng



Nguồn: HVN

Bảng 33: KQKD Q2/21 và 6T/21, HVN

Lỗ ròng tăng trong 6T/21 do ảnh hưởng nghiêm trọng của đại dịch COVID-19

(tỷ đồng)	Q2/20	Q2/21	% y/y	6T/20	6T/21	% y/y
Doanh thu thuần	5,995	6,537	9.0%	24,808	13,997	-43.6%
Lợi nhuận gộp	-2,865	-3,497	n/a	-3,090	-6,449	n/a
Lãi/(lỗ) tài chính	452	-167	-137.1%	-435	-421	-3.3%
Chi phí BH&QL	846	764	-9.6%	2,095	1,518	-27.5%
Thu nhập khác	381	5	-98.6%	584	2.93	-99.5%
LNTT	-2,973	-4,466	n/a	-5,147	-8,450	n/a
Lợi nhuận thuần	-2,890	-4,449	n/a	-5,144	-8,421	n/a

Nguồn: HVN

Triển vọng nửa cuối năm 2021 bị quan do dịch COVID-19 bùng phát

Làn sóng COVID-19 thứ 4, xuất hiện vào cuối tháng 4/2021, đã ảnh hưởng nghiêm trọng tới ngành hàng không của Việt Nam. Số lượng các chuyến bay đã giảm mạnh do các biện pháp hạn chế nghiêm ngặt và việc đóng cửa các tuyến bay để ngăn chặn sự lây lan của biến thể Delta.

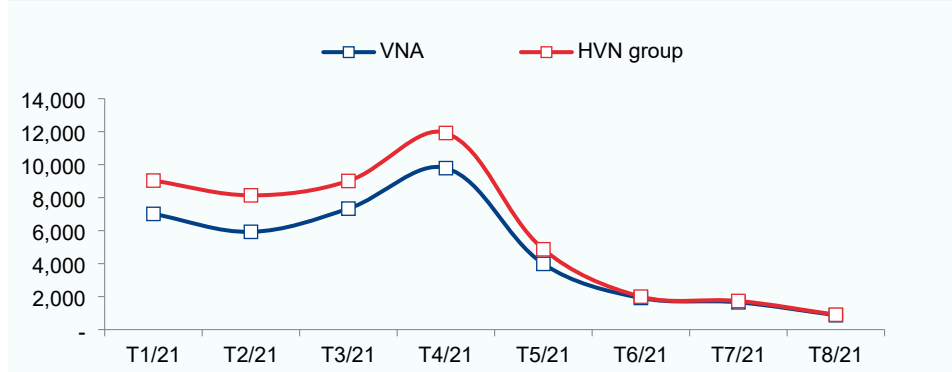
Theo Cục HKVN, tổng số chuyến bay do VNA và tập đoàn khai thác lần lượt giảm 84% và 87% y/y trong tháng 7 và tháng 8/2021 (Bảng 35).

Tình hình có thể còn tồi tệ hơn trong tháng 9/2021 do Cục HKVN đã yêu cầu các hãng hàng không ngừng bán vé nội địa kể từ ngày 31/8/2021. Hiện tại, chỉ có một số chuyến bay đặc biệt đang hoạt động với sự cho phép đặc biệt. Do đó, số lượng chuyến bay

sẽ vẫn ở mức thấp cho đến khi làn sóng thứ 4 được kiểm soát và các hạn chế được nới lỏng.

Biểu đồ 34: Số chuyến bay mỗi tháng, VNA & HVN

Số lượng các chuyến bay đã giảm mạnh do các biện pháp hạn chế ngăn chặn sự lây lan của biến thể Delta



Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam

Bảng 35: Điều chỉnh dự báo

Chúng tôi hạ dự báo lợi nhuận do ảnh hưởng nghiêm trọng của biến chủng Delta

	Cũ	% y/y	Mới	Điều chỉnh	% y/y
2021					
Doanh thu thuần	35,115	-13.4%	24,168	-31.2%	-40.4%
Lợi nhuận thuần	(13,812)	n/a	(17,412)	n/a	n/a
2022					
Doanh thu thuần	65,901	87.7%	48,648	-26.2%	101.3%
Lợi nhuận thuần	(3,479)	n/a	(7,434)	n/a	n/a
2023					
Doanh thu thuần	100,960	53.2%	95,403	-5.5%	96.1%
Lợi nhuận thuần	2,348	n/a	2,166	-7.8%	n/a

Nguồn: HSC Research

Bảng 36: Các giả định chính

We dự báo số lượng hành khách vẫn dưới mức của năm 2019 đến 2023

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Tổng số lượng hành khách	22,900,000	14,127,808	8,281,042	13,448,586	20,170,000
% y/y	4.4%	-38.3%	-41.4%	62.4%	50.0%
% so với 2019		-38.3%	-63.8%	-41.3%	-11.9%
Quốc tế pax	9,100,000	1,520,834	76,042	2,002,000	6,370,000
% y/y	2.7%	-83.3%	-95.0%	2532.8%	218.2%
% so với 2019		-83.3%	-99.2%	-78.0%	-30.0%
Nội địa pax	13,800,000	12,606,974	8,205,000	11,446,586	13,800,000
% y/y	5.5%	-8.6%	-34.9%	39.5%	20.6%
% so với 2019		-8.6%	-40.5%	-17.1%	0.0%
ASK	46,500,000	19,424,658	8,529,473	18,424,562	40,945,100
% y/y	4.1%	-58.2%	-56.1%	116.0%	122.2%
RPK	37,600,000	15,201,847	6,707,644	14,470,988	29,649,900
% y/y	3.5%	-59.6%	-55.9%	115.7%	104.9%
Số chuyến bay	146,199	95,803	54,239	86,458	127,075
% y/y	3.0%	-34.5%	-43.4%	59.4%	47.0%
EBITDAR (tỷ đồng)	20,965,137	3,882,772	(2,664,797)	8,507,185	21,543,337
% y/y	2.9%	-81.5%	n/a	n/a	153.2%

Nguồn: HSC Research

HSC hạ dự báo lợi nhuận

Tác động tiêu cực của làn sóng COVID-19 thứ 4 hiện tại nghiêm trọng hơn dự báo của chúng tôi. Do đó, HSC hạ dự báo lợi nhuận đối với HVN với mức lỗ sẽ cao hơn

trong năm 2021 và 2022 và lợi nhuận năm 2023 sẽ thấp hơn so với dự báo trước đó. Những điều chỉnh dự báo và giả định chính được mô tả trong Bảng 36 và 37.

Dự báo năm 2021: HSC hạ 31% dự báo doanh thu thuần năm 2021 xuống 24,168 tỷ đồng (giảm 40,4%) và nâng dự báo lỗ thuần lên 17,412 tỷ đồng từ 13,812 tỷ đồng trong dự báo trước đó, tăng mạnh so với mức lỗ thuần 10.927 tỷ đồng trong năm 2020. Chủ yếu do:

- Số lượng hành khách quốc tế và nội địa của VNA giảm lần lượt 99% và 41%.
- Giá nhiên liệu bay tăng lên 65 USD/thùng, tăng 38,3% so với năm trước. Trong khi đó, doanh thu hành khách bình quân giảm xuống 1,32 triệu đồng/triệu hành khách.km do số tuyến Hà Nội – TP.HCM giảm và gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận.
- Lỗ gộp sẽ tăng lên 13.620 tỷ đồng với tỷ suất lỗ gộp tăng lên (56,4%) từ (18,3%) trong năm 2020 do giá dầu tăng và số lượng hành khách giảm.
- EBITDAR dự phóng 2021 sẽ âm 2.664 tỷ đồng so với âm 5.105 tỷ đồng trong năm 2020.

Dự báo năm 2022: HSC dự báo số lượng hành khách năm 2022 sẽ phục hồi mạnh mẽ sau khi đường bay quốc tế được mở vào giữa năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo số lượng hành khách trên các tuyến nội địa và quốc tế sẽ vẫn thấp hơn lần lượt 17% và 78% so với năm 2019.

HSC dự báo giá dầu sẽ duy trì ở mức 65 USD/thùng, nhưng doanh thu hành khách sẽ tăng lên 1,6 triệu đồng/triệu hành khách/km (tăng trưởng 21%) do nhu cầu đi lại phục hồi trong 6 tháng đầu năm 2022 nhờ đẩy mạnh tiêm chủng. Chúng tôi hiện dự báo doanh thu thuần năm 2022 sẽ đạt 48.648 tỷ đồng (tăng trưởng 101,3%) và lỗ thuần là 7.434 tỷ đồng.

Dự báo năm 2023: HSC dự báo HVN sẽ có lãi trong năm 2023 với doanh thu thuần đạt 95 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 96,1%). Chúng tôi dự báo tổng số hành khách sẽ vẫn thấp hơn 19% so với năm 2019 do nhu cầu đi công tác giảm khi làm việc trực tuyến tăng. Do đó, chúng tôi dự báo LNTT năm 2023 sẽ vẫn thấp hơn 30,4% so với năm 2019. Tuy nhiên, do được miễn TNDN do lỗ lũy kế, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 gần về mức của năm 2019 là 2.166 tỷ đồng (thấp hơn 7% so với năm 2019).

Rủi ro bị hủy niêm yết dù mới được tăng vốn

Cập nhật về kế hoạch phát hành cổ phiếu mới trị giá 8.000 tỷ đồng

Gói giải cứu của Chính phủ dành cho HVN bao gồm (1) khoản vay tái cấp vốn trị giá 4.000 tỷ đồng và (2) phê duyệt phát hành cổ phiếu mới trị giá 8.000 tỷ đồng.

Trong đó, ngày 7/7/2021, HVN đã ký hợp đồng với 3 NHTM về khoản vay tái cấp vốn và Công ty đã giải ngân dần khoản vay này bằng cách thanh toán các khoản nợ quá hạn cho nhà cung cấp.

Về đợt phát hành cổ phiếu mới, HVN đã phát hành quyền mua với ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 29/7/2021. Giá phát hành là 10.000đ/cp không hạn chế giao dịch. Thời gian đăng ký mua cổ phiếu cuối cùng vào ngày 14/9/2021. Kết quả cuối cùng về đợt phát hành vẫn chưa được công bố. Tuy nhiên, một số thông tin về người mua đã được công bố như sau:

- Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) thay mặt Chính phủ đăng ký mua 86% cổ phần phát hành mới. Sau giao dịch, SCIC sẽ là cổ đông lớn thứ 2 của HVN với 689 triệu cổ phiếu, nắm giữ 31% cổ phần của HVN.
- Vietcombank (VCB – Tăng tỷ trọng) đăng ký mua 8,3 triệu cổ phiếu để duy trì tỷ lệ sở hữu tại HVN sau phát hành là 1% với 22,8 triệu cổ phiếu.
- Nhân viên của HVN đã đăng ký mua quyền mua của ANA Airline do hãng hàng không này đã từ chối mua do khó khăn tài chính.

Hiện tại, chúng tôi giả định HVN đã huy động thành công 8.000 tỷ đồng và tổng số cổ phiếu đang lưu hành sau khi phát hành tăng lên 2,218 tỷ cổ phiếu từ 1,481 tỷ cổ phiếu trước đó.

Khoản vay tái cấp vốn cùng với dòng vốn mới từ đợt phát hành sẽ giảm bớt rủi ro thanh khoản và giúp HVN vượt qua giai đoạn khó khăn này.

Vốn CSH nhiều khả năng sẽ vẫn âm dù phát hành cổ phiếu mới thành công

Tính đến cuối tháng 6/2021, vốn CSH của HVN âm 2.750 tỷ đồng, khiến Công ty có nguy cơ bị hủy niêm yết cao trong năm 2022.

Sau khi thêm vào khoản vốn CSH mới trị giá 8.000 tỷ đồng từ phát hành cổ phiếu, chúng tôi dự báo vốn CSH hợp nhất vào cuối năm 2021 sẽ vẫn âm 3.638 tỷ đồng do khoản lỗ lớn trong 6 tháng đầu năm 2021 là 8.989 tỷ đồng.

Theo đó, HVN đang đối mặt với nguy cơ cao bị hủy niêm yết trong năm 2022 và chuyển sang sàn UPCOM do âm vốn CSH vào cuối năm 2021. Tình huống này có thể tránh được nếu Chính phủ đồng ý HVN được đưa vào diện ngoại lệ và vẫn được duy trì niêm yết trên HSX.

Bảng 37: Nợ và vốn chủ sở hữu, HVN

HVN has high risk of being delisted due to negative owner's equity

(tỷ đồng)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Nợ ngắn hạn	6,508	11,194	15,116	17,727	16,110
Nợ dài hạn	25,427	22,857	21,466	20,998	18,875
Tổng debt	31,934	34,051	36,583	38,725	34,986
Tổng cash, ST investments	6,536	2,141	1,068	1,708	2,090
Owner's equity	18,608	6,072	(3,639)	(10,941)	(8,899)

Nguồn: HSC Research

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng dù nâng 14% giá mục tiêu mới lên 21.300đ sau khi chúng tôi chuyển năm cơ sở định giá sang cuối năm 2022 từ cuối năm 2021 trước đó và giảm tỷ lệ chiết khấu xuống 5,7% từ 6,1% do giảm giá định beta xuống 0,83 từ 1,0 (theo cập nhật của Bloomberg). Trong khi đó, chúng tôi duy trì các giả định đầu vào khác của mô hình DCF với lãi suất phi rủi ro là 3,0%, phần bù rủi ro vốn CSH là 7,0% và tăng trưởng dài hạn là 2,0%. Giá mục tiêu mới của chúng tôi thấp hơn 16,8% so với thị giá.

Bất chấp ảnh hưởng nặng nề của đại dịch và mức lỗ thuần lớn, giá cổ phiếu HVN đã tăng 20% trong 3 tháng qua do kỳ vọng (1) dòng vốn hỗ trợ mới từ Chính phủ như đã đề cập ở trên và (2) thông tin tích cực về việc đón khách quốc tế đến một số tỉnh.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thị trường đã quá phấn khích trước những thông tin hỗ trợ, trong khi HVN vẫn phải đối mặt với những thách thức trong nửa cuối năm 2021 và thậm chí cả năm 2022 do ảnh hưởng của đại dịch. Giá cổ phiếu hiện khá cao trong khi triển vọng lợi nhuận vẫn ảm đạm. HVN hiện đang giao dịch với EV/EBITDAR dự phóng 2022 là 11,1 lần so với mức bình quân của các công ty cùng ngành là 7,9 lần. HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng.

Bảng 38: Định giá FCF, HVN

(tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Lợi nhuận thuần	(17,411)	(7,433)	2,167	2,558	3,051	3,651	4,269	3,953
Khấu hao	2,033	2,814	5,064	5,194	5,366	5,561	5,791	6,046
Lãi vay * (1- thuế suất)	940	1,221	1,166	1,224	1,192	1,077	944	665
Thay đổi vốn lưu động	4,809	2,542	(3,092)	(6,243)	31	(2,322)	(1,356)	(2,872)
Đầu tư tài sản cố định	(516)	(45)	(1,622)	(2,762)	(2,883)	(3,541)	(4,050)	(4,422)
FCFF	(10,145)	(902)	3,682	(29)	6,757	4,426	5,598	3,371

Nguồn: HSC Research

Bảng 39: Định giá, HVN

Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 21.300đ/cp

Tinh toán WACC		Tinh toán DCF (triệu đồng)		Đơn vị	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	3%	Giá trị dài hạn			2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		triệu đồng	66,135,794
Beta	0.83	Giá trị hiện tại giai đoạn 2021-2025		triệu đồng	18,467,889
Chi phí vốn CSH	8.8%	Tổng giá trị hiện tại		triệu đồng	84,603,683
Tỷ trọng vốn CSH	30.0%	Cộng: Tiền + Đầu tư ngắn hạn		triệu đồng	1,708,112
Tỷ trọng nợ	70.0%	Trừ: Tổng nợ		triệu đồng	(38,724,594)
WACC	5.7%	Giá trị vốn CSH		triệu đồng	47,153,362
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành			2,218,290,847
		Giá mục tiêu		Đồng/cp	21,257

Nguồn: HSC Research

Bảng 40: Phân tích độ nhạy đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% và lãi suất phi rủi ro là 3%

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
		16,810	15,728	14,714	13,761	12,866
	1.5%	20,173	18,838	17,598	16,442	15,362
	2.0%	24,518	22,819	21,257	19,814	18,479
	2.5%	30,350	28,096	26,051	24,187	22,480
	3.0%	38,588	35,423	32,605	30,081	27,806

Nguồn: HSC Research

Bảng 41: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

HVN hiện giao dịch tại EV/EBITDAR năm 2022 là 11,1 lần so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành là 9,9 lần

Công ty	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	2021 P/E	2022 P/E	2021 EV/EBITDAR	2022 EV/EBITDAR
QANTAS AIRWAYS LTD	QANAU	AUSTRALIA	7,843	n/a	11.3	40.8	18.9
CHINA SOUTHERN AIRLINES	1055HK	TRUNG QUỐC	13,793	n/a	22.4	n/a	n/a
CHINA AIRLINES	2610TT	ĐÀI LOAN	3,145	24.7	12.9	n/a	n/a
KOREAN AIR LINES	003490KS	HÀN QUỐC	10,150	79.48	45.3	n/a	n/a
AIR NEWZEALAND	AIRNZ	NEWZEALAND	1,257	n/a	23.7	n/a	n/a
JAPAN AIRLINES CO	9201JP	NHẬT BẢN	9,829	n/a	36.6	15.8	4.6
ANA HỒNGKONG INC	9202JP	NHẬT BẢN	11,828	n/a	39.0	33.1	7.9
SINGAPORE AIRLINES	SIASP	SINGAPORE	11,089	n/a	144.0	n/a	11.8
CATHAY PACIFIC AIRWAYS	293HK	HONGKONG	5,416	n/a	n/a	7.9	5.3
Trung vị				52.1	30.1	24.5	7.9
Vietnam Airlines							
Tại thị giá	HVNVN	VIỆT NAM	2,524	n/a	n/a	n/a	11.1
Tại giá mục tiêu	HVNVN	VIỆT NAM	2,076	n/a	n/a	n/a	9.9

Nguồn: Bloomberg, HSC Research

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Doanh thu	98,228	40,538	24,169	48,649	95,404
Lợi nhuận gộp	10,969	(7,337)	(13,621)	(1,999)	10,613
Chi phí BH&QL	(7,279)	(3,517)	(2,685)	(3,843)	(7,060)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	3,690	(10,854)	(16,306)	(5,842)	3,553
Lãi vay thuần	(1,205)	(787)	(1,031)	(1,566)	(1,408)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(34.2)	(157)	(153)	(22.4)	119
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	939	938	24.2	144	95.4
LNTT	3,389	(10,860)	(17,466)	(7,287)	2,360
Chi phí thuế TNDN	(851)	(218)	(248)	(19.9)	(47.7)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(192)	251	302	(127)	(145)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,346	(10,827)	(17,411)	(7,433)	2,167
Lợi nhuận thuần ĐC	1,660	(11,725)	(18,095)	(7,696)	1,892
EBITDA ĐC	8,832	(7,893)	(14,274)	(3,028)	8,617
EPS (đồng)	1,654	(7,634)	(10,759)	(3,351)	977
EPS ĐC (đồng)	1,170	(8,267)	(11,182)	(3,469)	853
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,418	1,418	1,618	2,218	2,218
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,418	1,418	2,218	2,218	2,218
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,418	1,418	2,218	2,218	2,218

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Tiền & tương đương tiền	2,957	1,654	778	1,124	944
Đầu tư ngắn hạn	3,579	487	290	584	1,146
Phải thu khách hàng	7,904	3,430	3,019	3,508	6,879
Hàng tồn kho	3,570	1,849	1,876	1,760	3,452
Các tài sản ngắn hạn khác	1,278	829	1,021	1,032	2,025
Tổng tài sản ngắn hạn	19,288	8,249	6,983	8,009	14,446
TSCĐ hữu hình	17,451	16,838	16,194	14,788	13,138
TSCĐ vô hình	237	224	152	104	131
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	982	1,019	820	753	931
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,523	1,359	1,359	1,359	1,359
Tài sản dài hạn khác	36,974	34,872	34,161	32,670	30,861
Tổng tài sản dài hạn	57,167	54,313	52,685	49,673	46,419
Tổng cộng tài sản	76,455	62,562	59,668	57,682	60,866
Nợ ngắn hạn	6,508	11,194	15,116	17,727	16,110
Phải trả người bán	15,883	13,307	21,752	23,351	23,851
Nợ ngắn hạn khác	7,785	7,640	4,304	5,511	8,911
Tổng nợ ngắn hạn	31,421	32,705	41,461	47,122	49,918
Nợ dài hạn	25,427	22,857	21,466	20,998	18,875
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	9.89	7.92	2.60	3.10	6.08
Nợ dài hạn khác	990	920	376	499	965
Tổng nợ dài hạn	26,427	23,784	21,845	21,500	19,847
Tổng nợ phải trả	57,847	56,490	63,307	68,623	69,765
Vốn chủ sở hữu	18,147	6,331	(3,078)	(10,507)	(8,610)
Lợi ích cổ đông thiểu số	460	(259)	(561)	(434)	(289)
Tổng vốn chủ sở hữu	18,608	6,072	(3,639)	(10,941)	(8,899)
Tổng nợ phải trả và VCSH	76,455	62,562	59,668	57,682	60,866
BVPS (đ)	12,795	4,464	(1,388)	(4,736)	(3,882)
Nợ thuần*/(tiền mặt)	28,977	32,397	35,805	37,601	34,041

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
EBIT	3,690	(10,854)	(16,306)	(5,842)	3,553
Khấu hao	(5,143)	(2,961)	(2,033)	(2,814)	(5,064)
Lãi vay thuần	(1,205)	(787)	(1,031)	(1,566)	(1,408)
Thuế TNDN đã nộp	(999)	(356)	(248)	(19.9)	(47.7)
Thay đổi vốn lưu động	1,305	2,131	7,874	54.7	(4,114)
Khác	(1,041)	(678)	(1,094)	(1,345)	(1,060)
LCT thuần từ HĐKD	8,819	(6,456)	(10,892)	(1,694)	5,060
Đầu tư TS dài hạn	(1,267)	(516)	(516)	(45.3)	(1,622)
Góp vốn & đầu tư	(4,411)	(381)	0	(56.6)	122
Thanh lý	131	365	0	0	0
Khác	4,264	3,884	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,284)	3,353	(516)	(102)	(1,500)
Cổ tức trả cho CSH	(1,721)	(398)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	44.3	0	8,000	0	0
Tăng/giảm nợ	(2,103)	5,414	2,532	2,142	(3,739)
Khác	(4,403)	(3,217)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(8,182)	1,798	10,532	2,142	(3,739)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,603	2,957	1,654	778	1,124
LCT thuần trong kỳ	(647)	(1,304)	(876)	346	(179)
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.25	0.98	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,957	1,654	778	1,124	944
Dòng tiền tự do	7,551	(6,971)	(11,408)	(1,740)	3,438

Các chỉ số tài chính	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	11.2	(18.1)	(56.4)	(4.11)	11.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	8.99	(19.5)	(59.1)	(6.22)	9.03
Tỷ suất LNT (%)	2.39	(26.7)	(72.0)	(15.3)	2.27
Thuế TNDN hiện hành (%)	25.1	(2.01)	(1.42)	(0.27)	2.02
Tăng trưởng doanh thu (%)	1.46	(58.7)	(40.4)	101	96.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(10.8)	(189)	(80.8)	78.8	385
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(0.60)	(806)	(54.3)	57.5	125
Tăng trưởng EPS (%)	(4.04)	(562)	(40.9)	68.9	129
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(5.05)	(806)	(35.3)	69.0	125
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.9	(88.5)	(1,071)	109	(22.7)
ROACE (%)	7.75	(29.0)	(67.9)	(40.6)	33.0
Vòng quay tài sản (lần)	1.24	0.58	0.40	0.83	1.61
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	2.39	0.59	0.67	0.29	1.42
Số ngày tồn kho	14.9	14.1	18.1	12.7	14.9
Số ngày phải thu	33.1	26.2	29.2	25.3	29.6
Số ngày phải trả	66.4	101	210	168	103
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	163	516	(1,168)	(360)	(401)
Nợ/tài sản (%)	42.6	54.9	61.5	67.5	58.2
EBIT/lãi vay (lần)	3.06	(13.8)	(15.8)	(3.73)	2.52
Nợ/EBITDA (lần)	3.69	(4.35)	(2.57)	(12.9)	4.11
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.61	0.25	0.17	0.17	0.29
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.67	1.69	3.81	1.93	0.95
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.44	(8.67)	(6.45)	(31.0)	10.5
P/E (lần)	15.5	N/a	N/a	N/a	26.2
P/E ĐC (lần)	21.9	N/a	N/a	N/a	30.0
P/B (lần)	2.00	5.74	(18.4)	(5.40)	(6.60)
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn