

Ngành Hàng không

Báo cáo lần đầu

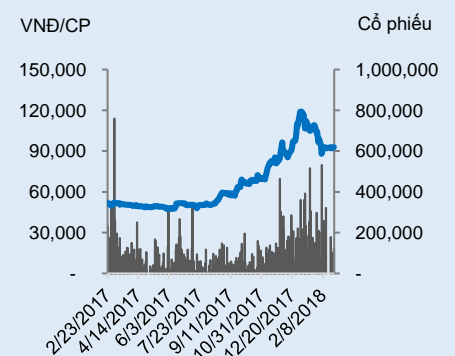
Tháng 2, 2018

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VND)	93.700
Giá thị trường (26/02/2018)	93.000
Lợi nhuận kỳ vọng	0,75%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	47.410-119.000
Vốn hóa	202.473 Tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	2.177.129.536
KLGD bình quân 10 ngày	216.220
% sở hữu nước ngoài	3,51%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	N/a

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
ACV	-21,8%	-11,4%	12,7%	56,3%
Upcom-Index	7,9%	2,4%	10,1%	9,9%

Chuyên viên phân tích

Lê Thanh Hòa

(84 8) 3914.6888 ext 257

lethanhoa@baoviet.com.vn

Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam

Mã giao dịch: ACV

Reuters: ACV.VN

Bloomberg: ACV VN

Doanh nghiệp thống lĩnh có tiềm năng tăng trưởng cao

Ngành Hàng không Việt Nam tăng trưởng nhanh nhất thế giới

Ngành Hàng không Việt Nam tăng trưởng cao nhất nhì thế giới từ năm 2010 đến nay. Theo Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA), Việt Nam tiếp tục sẽ là quốc gia nằm trong nhóm có ngành hàng không tăng trưởng nhanh nhất thế giới và dự báo đến năm 2034 ngành Hàng không Việt Nam sẽ phục vụ 340 triệu lượt khách tương đương với tốc độ tăng trưởng bình quân năm từ 2017 đến 2034 là 7,97%.

Mức phí dịch vụ hàng không tăng lên

Mức phí dịch vụ hành khách nội địa nói chung có 4 lần tăng giá từ cuối 2017 đến giữa 2018 dẫn tới mức phí dịch vụ bình quân cuối năm 2017 tăng 7,14% so với đầu năm 2017 và giữa năm 2018 so với cuối năm 2017 tăng 33,33%. Riêng mức giá dịch vụ soi chiếu an ninh hàng không nội địa từ Quý 2/2018 cao hơn 53,84% so với cuối năm 2017, phí cất/hạ cánh nội địa giữa năm 2018 cao hơn khoảng 10% so với cuối năm 2017.

Hãng hàng không giá rẻ đẩy mạnh mở thêm các tuyến bay quốc tế

Các hãng hàng không, đặc biệt là Vietjet đang đẩy mạnh hoạt động mở rộng và tăng cường các tuyến bay quốc tế. Chúng tôi kỳ vọng Vietjet và các hãng hàng không giá rẻ khác sẽ đóng vai trò tích cực giúp cho người tiêu dùng đẩy mạnh chi tiêu cho các chuyến bay quốc tế và từ đó thúc đẩy tăng trưởng cho ACV khi mà mức phí dịch vụ hành khách quốc tế cao hơn khoảng 5 lần so với mức phí dịch vụ hành khách nội địa.

Mở rộng công suất ở các cảng hàng không

ACV đã trình lên Bộ Giao thông Vận tải kế hoạch đầu tư mở rộng trong 5 năm tới với tổng nguồn vốn dự kiến 45.000 tỷ đồng cho việc đầu tư mở rộng 8 cảng hàng không trọng yếu để đạt mục tiêu đón 140 triệu lượt khách vào năm 2021.

Định giá và quan điểm đầu tư

Với mức giá đóng cửa ngày 26/02/2018 là 93.000 VND/CP, mức P/E 2018 và EV/EBITDA 2018 của ACV lần lượt là 43,93 lần và 17,85 lần. Chúng tôi đánh giá mức EV/EBITDA hợp lý của ACV là 18 lần, tương đương với EV/EBITDA của Công ty cảng hàng không Thái Lan trong giai đoạn tăng trưởng 2014-2016 cũng như tương đương với mức EV/EBITDA trung bình của một số công ty cảng hàng không trong khu vực như: Công ty cảng hàng không quốc tế Bắc Kinh, Công ty cảng hàng không Malaysia và Công ty cảng hàng không Thái Lan. Với mức EV/EBITDA 18 lần, mức giá mục tiêu của ACV năm 2018 là 93.700 VND/CP, tương đương với tiềm năng tăng trưởng 0,75%.

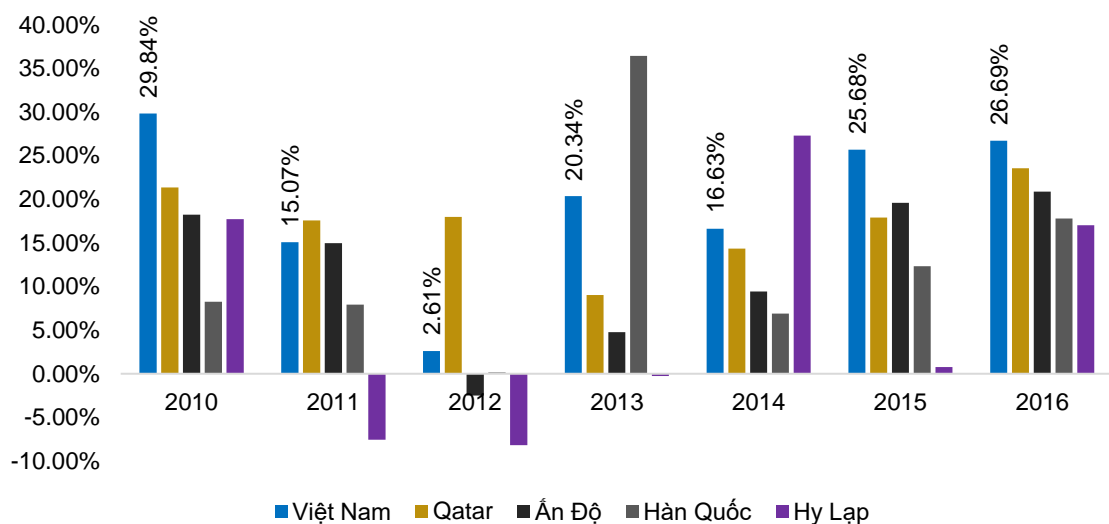
ACV là doanh nghiệp thống lĩnh trong hoạt động kinh doanh cảng hàng không và đang quản lý 22 cảng hàng không tại Việt Nam. Bên cạnh tiềm năng tăng trưởng hấp dẫn thì ACV còn có những yếu tố tích cực khác hỗ trợ giá cổ phiếu như Bộ Giao thông vận tải sẽ thoái vốn 20% trong năm 2018 và thoái vốn thêm 10% trong năm 2019 cũng như công ty sẽ chuyển sang niêm yết trên sàn HSX vào Quý 2/2018. Việc chuyển sàn sẽ giúp ACV cải thiện thanh khoản, gia tăng tính minh bạch và có thể lọt vào danh mục của các quỹ đầu tư ETF cũng như các quỹ đầu tư khác. Vì vậy, mặc dù mức định giá chưa thực hấp dẫn nhưng chúng tôi kỳ vọng ACV tiếp tục sẽ hấp dẫn được dòng tiền quan tâm và đầu tư vào ACV.

Tổng quan Ngành Hàng không Việt Nam

Ngành Hàng không Việt Nam tăng trưởng nhanh nhất thế giới

Ngành Hàng không Việt Nam bắt đầu có bước chuyển mình tăng trưởng khi chính phủ Mỹ gỡ bỏ lệnh cấm vận và tăng trưởng nhanh hơn khi Việt Nam gia nhập WTO. Ngành hàng hàng không tiếp tục được hưởng lợi nhờ nền kinh tế tăng trưởng nhanh cũng như Việt Nam đẩy mạnh hội nhập kinh tế giới bằng hàng loạt hiệp định FTA, đặc biệt là sự gia nhập của các hãng hàng không giá rẻ đã đưa ngành hàng không Việt Nam cất cánh tăng trưởng cao nhất nhì thế giới từ năm 2010 đến nay (không tính các quốc gia có lượt khách hàng hàng không nhỏ hơn 6 triệu lượt/năm). Theo Hiệp hội Vận tải hàng không quốc tế (IATA), Việt Nam tiếp tục sẽ là quốc gia nằm trong nhóm có ngành hàng không tăng trưởng nhanh nhất thế giới và dự báo đến năm 2034 ngành Hàng không Việt Nam sẽ phục vụ 340 triệu lượt khách tương đương với tốc độ tăng trưởng bình quân từ 2017 đến 2034 là 7,97%.

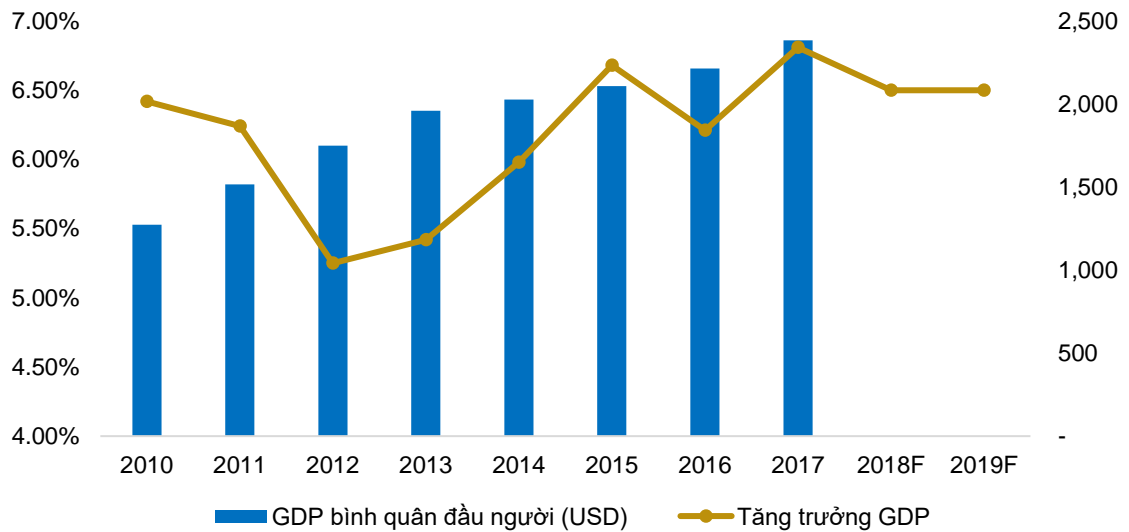
Tốc độ tăng trưởng lượt khách hàng không



Nguồn: Worldbank

Nền kinh tế được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng cao

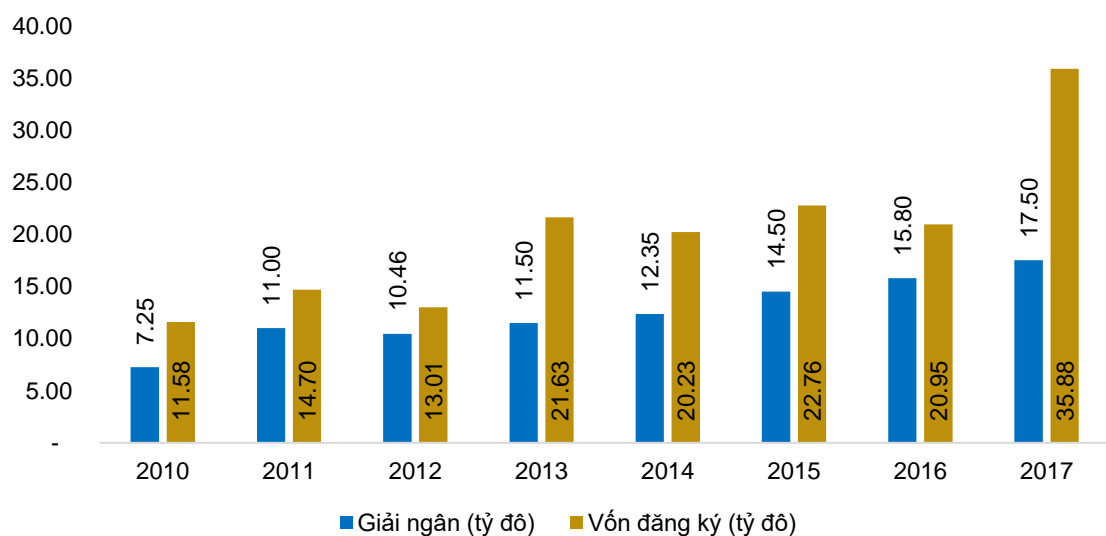
Nền kinh tế tăng trưởng là động lực quan trọng cho ngành hàng không. Khi kinh tế tăng trưởng thì nhu cầu đi lại giao thương gia tăng cũng như thu nhập gia tăng giúp cho người dân có thể mạnh tay chi tiêu cho các chuyến du lịch từ đó giúp cho ngành vận tải hành khách mà đặc biệt là ngành hàng không tăng trưởng. Nền kinh tế Việt Nam đã vượt qua giai đoạn suy thoái và đang trên đà tăng trưởng. Dự báo GDP của Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng bình quân 6,5%/năm trong 3 năm tới (Worldbank) và đây tiếp tục là nhân tố hỗ trợ cho sự tăng trưởng của ngành hàng không.

Tăng trưởng GDP và GDP bình quân đầu người


Nguồn: GSO, Worldbank

Tăng cường hội nhập kinh tế thúc đẩy nhu cầu đi lại giao thương quốc tế

Trong những năm gần đây Việt Nam tiếp tục ký kết hàng loạt các hiệp định thương mại tự do như FTA giữa Việt Nam và Liên minh Hải quan Nga-Belarus-Kazakhstan (VCUFTA), FTA Việt Nam - Hàn Quốc và FTA Việt Nam – EU. Việt Nam tiếp tục tham gia đàm phán các FTA khác như FTA giữa ASEAN và Nhật Bản, Hàn Quốc, Australia, New Zealand, Ấn Độ, Trung Quốc (RCEP ASEAN+6), tiếp tục tham gia đàm phán TTP-11... Với việc tham gia vào các khu vực kinh tế tự do, có nhiều chính sách ưu đãi đầu tư nước ngoài cũng như lao động giá rẻ, Việt Nam đã trở thành điểm đến hấp dẫn cho các nhà đầu tư làm tăng nhu cầu đi lại giao thương quốc tế. Năm 2017, vốn FDI đăng ký và giải ngân đều lập kỷ lục mới với giá trị lần lượt là 35,9 tỷ USD (+71,26% yoy) và 17,5 tỷ USD (+10,76% yoy).

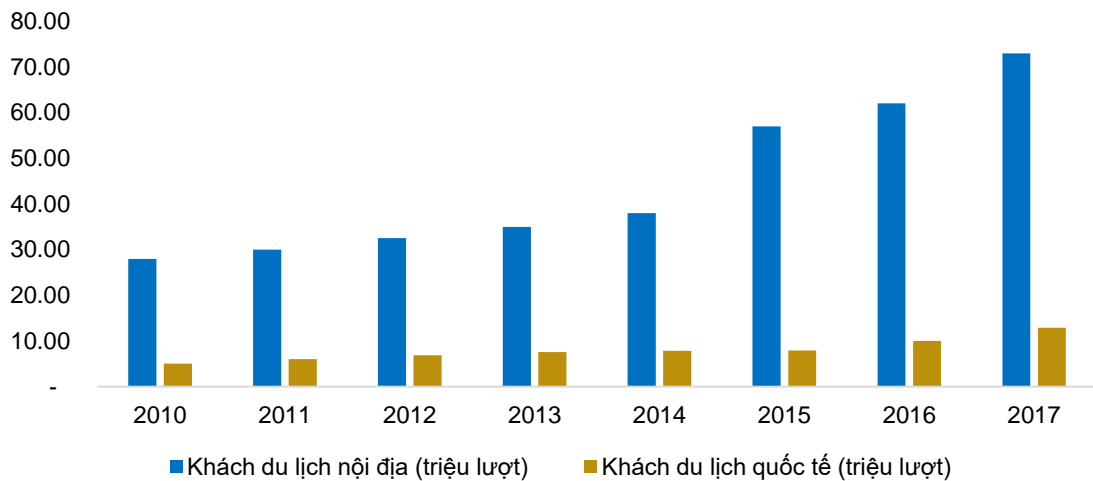
Vốn FDI giải ngân và vốn FDI đăng ký


Nguồn: Fiinpro

Du lịch bằng đường hàng không tăng trưởng mạnh

Theo Tổng cục Du lịch Việt Nam, năm 2017, ngành du lịch Việt Nam đón 85,9 triệu lượt khách (+19,32% yoy) trong đó có 12,9 triệu lượt khách quốc tế (+29,01%). Việt Nam được xếp hạng thứ 18/184 các quốc gia có tiềm năng phát triển du lịch lâu dài và nằm trong top 20 trong bản đồ du lịch toàn cầu. Mặc dù ngành du lịch có tốc độ tăng trưởng nhanh nhưng vẫn chưa tương xứng với tiềm năng từ một số rào cản như chiến lược phát triển du lịch đồng bộ, dịch vụ du lịch chưa có sức cạnh tranh cao, sản phẩm du lịch còn nghèo nàn.... Với sự phát triển và hội nhập ngày càng cao của nền kinh tế Việt Nam cùng với cách làm du lịch ngày càng được cải thiện, ngành du lịch Việt Nam hứa hẹn sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ cao trong nhiều năm tới và từ đó hỗ trợ cho sự tăng trưởng của ngành hàng không.

Lượt khách du lịch



Nguồn: Tổng cục Du lịch

Hàng không giá rẻ thúc đẩy tăng trưởng

Sự xuất hiện của hãng hàng không giá rẻ mà đặc biệt là Vietjet trong những năm gần đây đã tạo điều kiện cho nhiều người được bay với chi rẻ hơn nhiều so với trước. Chúng tôi cho rằng hàng không giá rẻ vẫn tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng cho ngành hàng không tăng trưởng nhờ: (1) dân số trẻ và thu nhập bình quân đầu người tăng lên; (2) chi phí di chuyển bằng đường hàng không không đắt hơn quá nhiều so với các phương tiện khác trong khi thời gian di chuyển ngắn hơn rất nhiều.

Chi phí và thời gian vận chuyển của một số phương tiện giao thông

	Hà Nội - HCM		HCM - Đà Nẵng	
	Thời gian (giờ)	Chi phí (VND)	Thời gian (giờ)	Chi phí (VND)
Xe khách	35	850.000	19	360.000
Tàu hỏa	33	910.000	19	450.000
Máy bay*	2h10	1.200.000	1h20	700.000

*Đặt vé sớm hơn 2 tuần trở lên

Nguồn: BVSC

Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam (ACV)

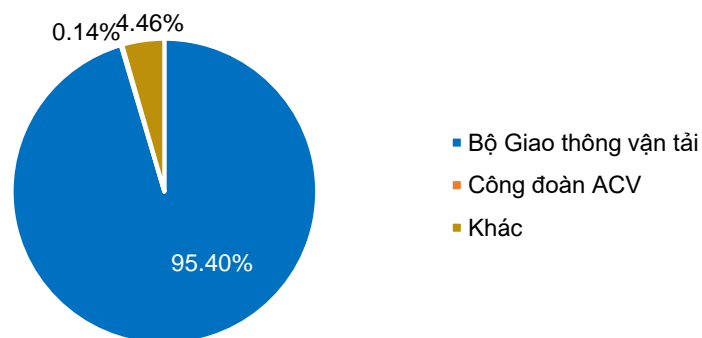
Giới thiệu tổng quan

Tổng công ty cảng hàng không Việt Nam (ACV) được thành lập trên cơ sở hợp nhất ba tổng công ty: Tổng công ty cảng hàng không miền Nam, Tổng công ty cảng hàng không miền Bắc và Tổng công ty cảng hàng không miền Trung vào năm 2012. Việc hợp nhất các cảng hàng không quy về một tổng công ty tạo ra sự quản lý nhất quán và có thể phát triển dựa trên chiến lược đồng bộ trên toàn quốc.

Cơ cấu cổ đông

Cổ đông lớn nhất của ACV là Bộ Giao thông vận tải với tỷ lệ nắm giữ lên tới 95,4%. Lượng cổ phiếu còn lại chủ yếu được nắm giữ bởi nhà đầu tư nước ngoài với tỷ lệ nắm giữ xấp xỉ 3%. Theo Quyết định số 1232/QĐ-TTg, Bộ Giao thông sẽ thoái 20% vốn (435 triệu cổ phiếu) vào năm 2018 và tiếp tục thoái thêm 10,4% vốn (226 triệu cổ phiếu) vào năm 2020. Sau khi hoàn thành thoái vốn, tỷ lệ nắm giữ của Bộ Giao thông giảm về mức 65%. Hoạt động thoái vốn sẽ giúp cho cổ phiếu ACV trở nên hấp dẫn hơn.

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Stockbiz

Đơn vị thành viên

ACV đã thực hiện thoái vốn hàng loạt công ty con và hiện tại chỉ còn một công ty con là Công ty cổ phần dịch vụ nhiên liệu hàng không Nội Bài (NAFSC) với tỷ lệ nắm giữ 60%. Ngoài ra, ACV có bảy công ty liên kết như sau:

Công ty	Tỷ lệ sở hữu	Quyền biểu quyết	Sơ lược doanh nghiệp
SASCO	49,10%	49,81%	DVTM sân bay và các hoạt động thương mại khác
SAGS	48,00%	48,00%	Cung cấp dịch vụ phục vụ mặt đất tại sân bay TSN
SAAM	51,00%	50,00%	Dịch vụ bảo dưỡng máy bay
SATCO	29,53%	29,53%	Sản xuất nước uống đóng chai và KDTM khác
SATSCO	30,00%	30,00%	Vận tải hành khách đường bộ
HGS	20,00%	20,00%	Cung cấp dịch vụ phục vụ mặt đất tại sân bay
ACSV	20,00%	20,00%	Dịch vụ giao nhận hàng hóa, bốc xếp hàng hóa

Báo cáo lần đầu ACV
Hoạt động kinh doanh

ACV là doanh nghiệp thống lĩnh trong kinh doanh cảng hàng không tại Việt Nam. Hiện tại ACV đang quản lý 100% các sân bay thương mại tại Việt Nam. Trong năm 2018, sân bay Vân Đồn sẽ được đưa vào động, đây là sân bay thương mại trong nước đầu tiên không thuộc sự quản lý của ACV.

ACV hiện đang quản lý và kinh doanh tại 21 sân bay trong đó 9 sân bay quốc tế và 12 sân bay nội địa. Trong đó ba sân bay Tân Sơn Nhất, Nội Bài và Đà Nẵng chiếm 76% tổng lượt khách toàn quốc.

STT	Sân bay	Loại hình	Nhóm	Công suất thiết kế (triệu hành khách/năm)	Lượt khách năm 2016 (triệu)
1	Tân Sơn Nhất	Quốc tế	A	25,00	32,48
2	Nội Bài	Quốc tế	A	25,00	20,50
3	Đà Nẵng	Quốc tế	A	12,00	8,84
4	Cam Ranh	Quốc tế	A	2,50	5,07
5	Vinh	Quốc tế	A	2,65	1,71
6	Phú Bài	Quốc tế	A	2,00	1,56
7	Phú Quốc	Quốc tế	A	1,50	2,19
8	Cát Bi	Quốc tế	A	1,20	1,83
9	Buôn Ma Thuột	Nội địa	A	1,00	0,95
10	Liên Khương	Nội địa	A	2,00	1,26
11	Phù Cát	Nội địa	B	0,75	0,91
12	Cần Thơ	Quốc tế	A	2,00	0,55
13	Pleiku	Nội địa	B	0,60	0,79
14	Côn Đảo	Nội địa	C	0,40	0,29
15	Thọ Xuân	Nội địa	B	0,60	0,81
16	Đồng Hới	Nội địa	B	0,50	0,22
17	Điện Biên	Nội địa	C	0,25	0,07
18	Tuy Hòa	Nội địa	B	0,55	0,16
19	Chu Lai	Nội địa	B	0,50	0,56
20	Rạch Giá	Nội địa	C	0,20	0,04
21	Cà Mau	Nội địa	C	0,20	0,03

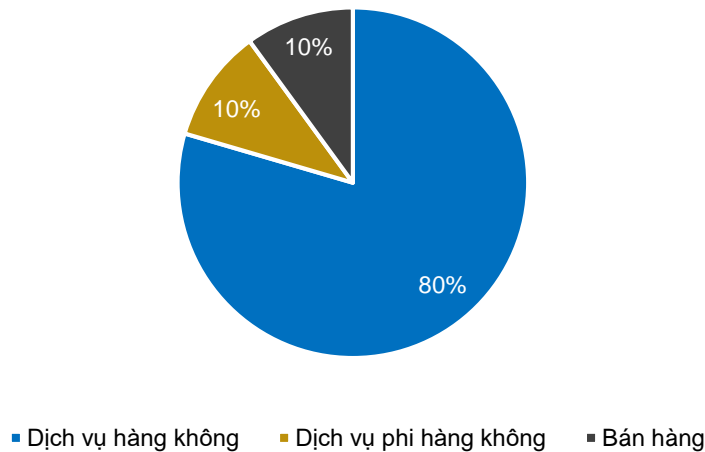
Chuỗi giá trị của cảng hàng không trải qua ở ba khu vực ở cảng là: khu vực trước nhà ga, khu vực nhà ga, khu vực sân đỗ và khu bay.

Trước nhà ga	Nhà ga	Sân đỗ và khu bay
Dịch vụ bến bãi giữ xe	Dịch vụ hành khách	Sân đỗ máy bay
Dịch vụ taxi xe bus	Dịch vụ phục vụ mặt đất	Nhiên liệu bay
Cửa hàng tiện lợi	Dịch vụ soi chiếu an ninh	Dịch vụ cất cánh hạ cánh
	Dịch vụ quảng cáo	
	Cho thuê mặt bằng kinh doanh	
	Bán hàng miễn thuế	
	Dịch vụ khách VIP, F, C	
	

Báo cáo lần đầu ACV

ACV gần như cung cấp đầy đủ dịch vụ ở chuỗi giá trị này và được phân chia thành ba nhóm chính là: dịch vụ hàng không, dịch vụ phi hàng không và bán hàng.

Cơ cấu doanh thu ACV (2016)

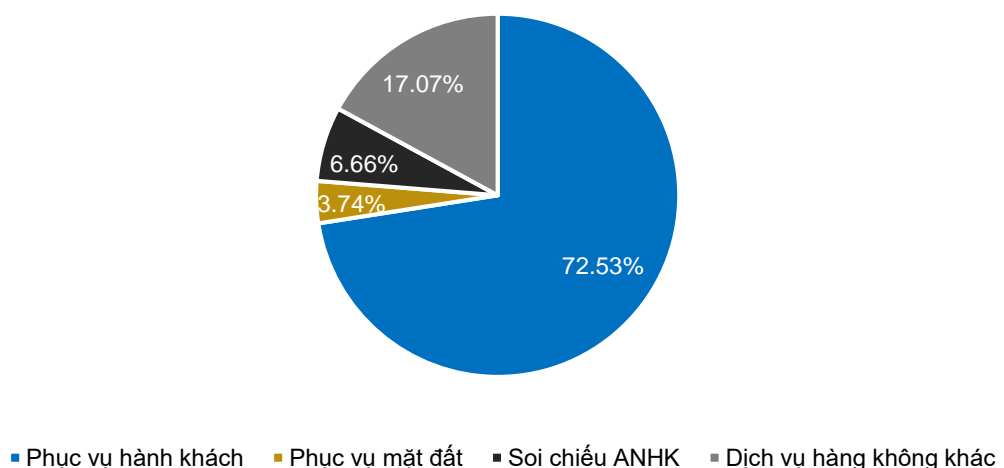


Nguồn: ACV

Mảng dịch vụ hàng không đóng góp hơn 79% tổng doanh thu

Dịch vụ hàng không là mảng kinh doanh chính đóng góp tới hơn 79% tổng doanh thu của ACV. Trong đó doanh thu phục vụ hành khách là mảng quan trọng nhất và đóng góp hơn 72% doanh thu dịch vụ hàng không (tương đương với chiếm 55% tổng doanh thu ACV).

Cơ cấu doanh thu dịch vụ hàng không (2016)

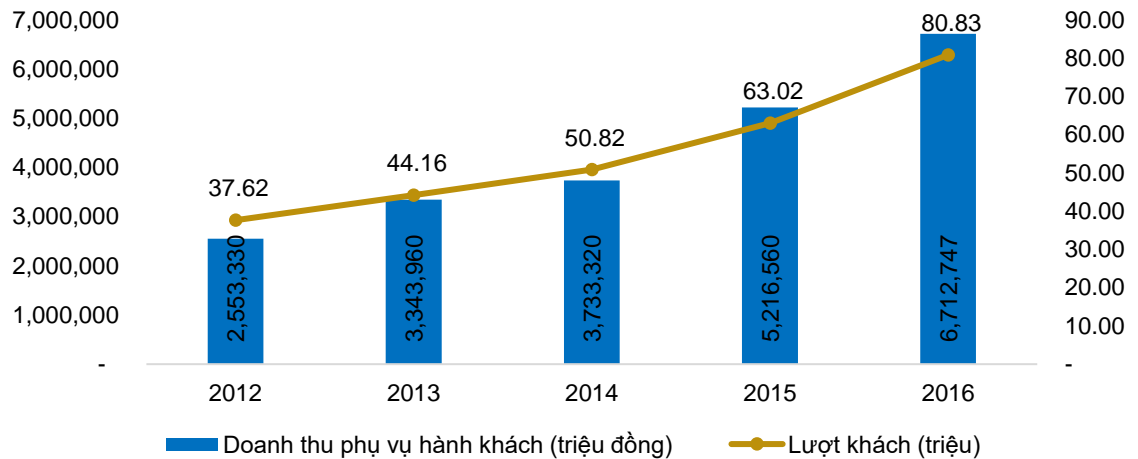


Nguồn: ACV

Dịch vụ phục vụ khách hàng: ACV cung cấp cơ sở hạ tầng như nhà ga, phòng chờ, ống dẫn... để tiếp đón hành khách và từ đó thu phí mỗi hành khách đi qua cảng gián tiếp thông qua các hãng hàng không. Mức thu phí dựa trên quy định của Bộ Giao thông vận tải. Mức phí đối với hành khách quốc tế

Báo cáo lần đầu ACV

cao hơn khoảng 6-7 lần so với mức phí đối với hành khách nội địa. Vì vậy, lượt khách quốc tế chỉ chiếm chưa đến 30% trên tổng lượt khách nhưng đóng góp xấp xỉ 80% doanh thu dịch vụ khách hàng.

Doanh thu phục vụ khách hàng và lượt khách


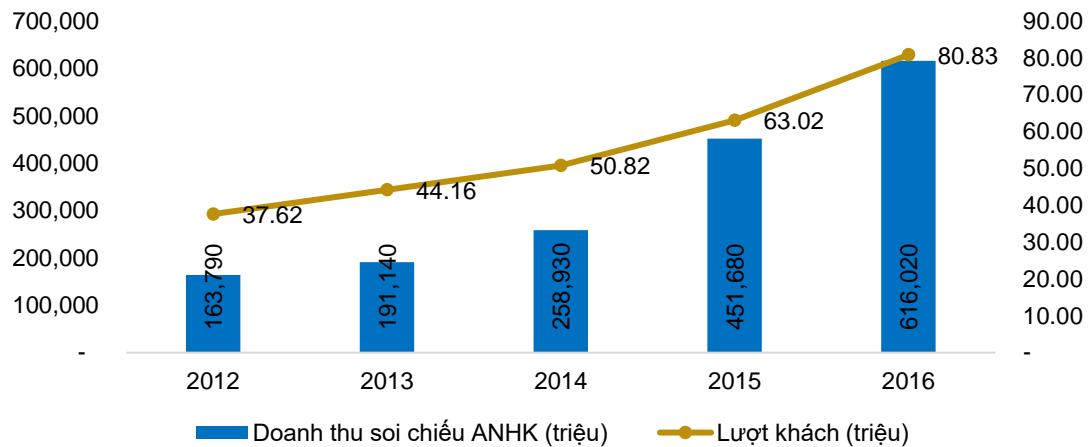
Nguồn: ACV và BVSC

Tháng 5/2017, Nhà ga quốc tế T2 Đà Nẵng được khánh thành và đưa vào hoạt động. Nhà ga được đầu tư và kinh doanh khai thác bởi Công Ty Cổ Phần Đầu Tư Khai Thác Nhà Ga Quốc Tế Đà Nẵng (AHT). Sau khi có nhà ga mới, các hành khách bay chuyển bay quốc tế sẽ chuyển sang sử dụng nhà ga mới và nhà ga cũ chỉ sử dụng cho các chuyến bay nội địa. Bên cạnh đó, nhà ga quốc tế Cam Ranh cũng đang được đẩy nhanh xây dựng và dự kiến sẽ đưa vào hoạt động vào Quý 2/2018. Tương tự như cảng hàng không Đà Nẵng, sau khi nhà ga mới hoàn thành, hành khách của các chuyến bay quốc tế sẽ được chuyển qua sử dụng nhà ga mới. Điều này sẽ ảnh hưởng nhất định đến lợi nhuận của ACV khi mà hành khách quốc tế thông qua hai cảng này chiếm xấp xỉ 20% tổng lượt khách quốc tế và ACV chỉ nắm giữ 10% cổ phần ở hai công ty quản lý hai nhà ga mới này.

Dịch vụ phục vụ mặt đất là một số dịch vụ như: dịch vụ kỹ thuật sân đỗ máy bay: bốc dỡ, chất xếp, vận chuyển hành lý, hàng hóa bưu kiện từ máy bay đến nhà ga và ngược lại; cân bằng tải trọng chuyển bay; hướng dẫn chất xếp chuyển bay; dịch vụ chuyên chờ hành khách và tổ bay từ máy bay đến nhà ga và ngược lại; dịch vụ thu tiền hành lý quá cước; bán vé giờ chót; hành khách cần sự giúp đỡ đặc biệt; hành lý thất lạc; cung cấp xe cấp điện và cấp khí...

Sau khi thoái vốn ở SGN về mức 48% thì ACV đã không còn công ty con hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ mặt đất. Vì vậy doanh thu dịch vụ mặt đất năm 2017 sụt giảm đáng kể so với cùng kỳ.

Dịch vụ soi chiếu an ninh hàng không: ACV thu phí soi chiếu an ninh hàng không thông qua cung cấp dịch vụ soi chiếu hành khách, hành lý và hàng hóa. Trước thời điểm 01/10/2014, phí soi chiếu được thu dựa trên loại máy bay và hành trình. Sau thời điểm này, phí soi chiếu an ninh được tính dựa trên đơn vị hành khách hoặc tấn hàng hóa vận chuyển và được các hãng hàng không thu hộ. Việc chuyển dịch hình thức thu phí giúp doanh thu mảng này tăng đột biến trong năm 2015.

Doanh thu soi chiếu ANHK và lượt khách


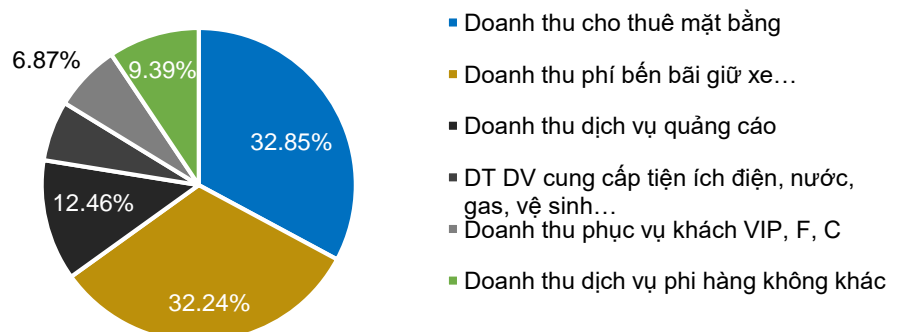
Nguồn: ACV và BVSC

Dịch vụ cất cánh hạ cánh: ACV cung cấp cơ sở vật chất như đường băng, đường lăn, hệ thống chiếu sáng, hệ thống cất/hạ cánh chính xác...nhằm đảm bảo cho hoạt động cất hạ cánh an toàn cho máy bay. Mức phí được tính toán dựa trên trọng tải cất cánh tối đa và tuyến bay là quốc tế hay nội địa.

Sau khi cổ phần hóa, khu bay sẽ được bàn giao lại cho Bộ Giao thông vận tải. Hiện tại, ACV vẫn đang trong quá trình đàm phán với Bộ Giao thông vận tải về phương án thuê khu bay vì vậy doanh thu và các chi phí liên quan được loại bỏ ra khỏi bảng kết quả kinh doanh từ Quý 2/2016 và chưa được ghi nhận trở lại.

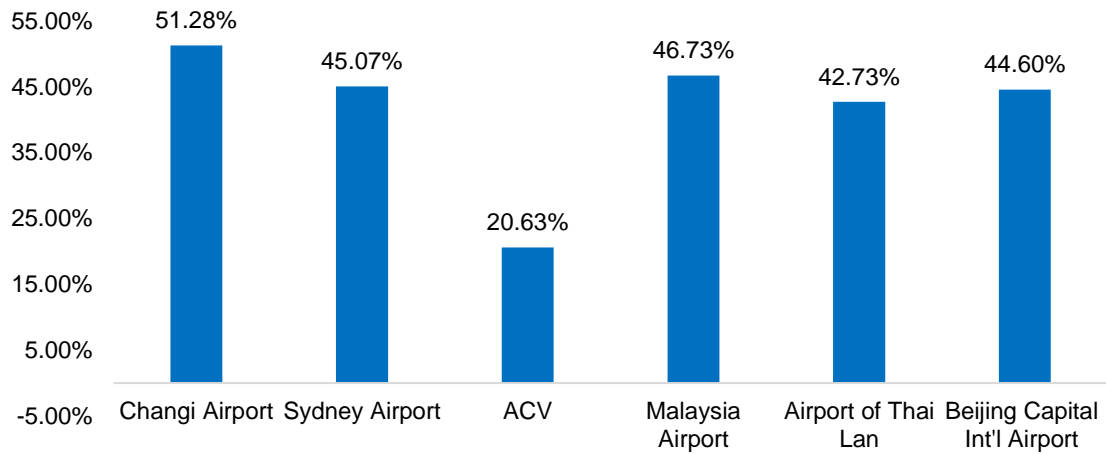
Mảng dịch vụ phi hàng không chưa tương xứng với tiềm năng

Mảng dịch vụ phi hàng không đóng góp 10% trong cơ cấu doanh thu của ACV. Trong đó, hai nhóm cho thuê mặt bằng và bến bãi giữ xe là hai nhóm đóng góp doanh thu lớn nhất cho dịch vụ phi hàng không với tỷ trọng xấp xỉ 33%.

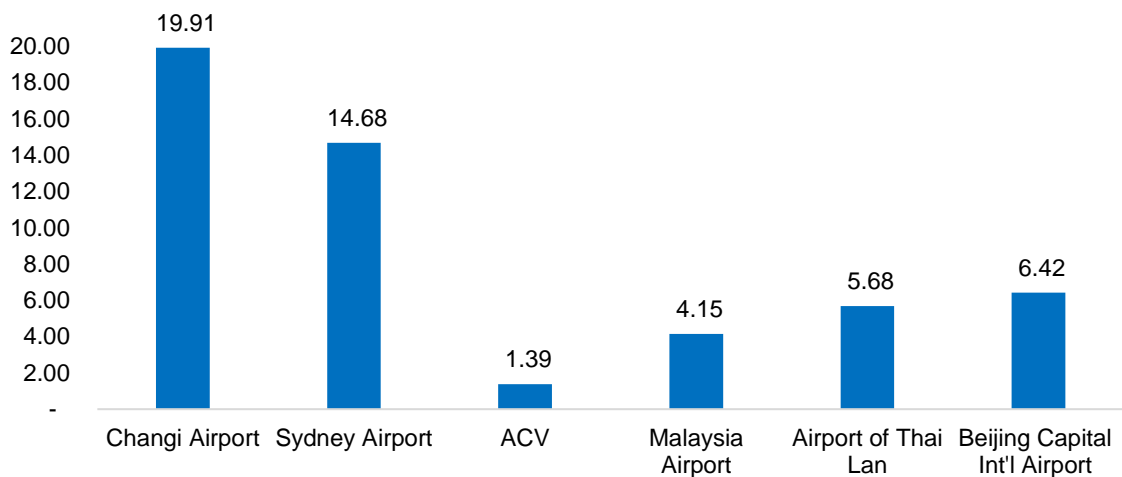
Cơ cấu doanh thu dịch vụ phi hàng không (2016)


Nguồn: ACV

Dịch vụ phi hàng không của ACV đang chiếm một tỷ lệ tương đối thấp so với khu vực. Doanh thu phi hàng không (bao gồm cả bán hàng) chiếm khoảng 21% trên tổng doanh thu trong khi các nước trong khu vực chiếm trên 40%. Doanh thu phi hàng không trên một lượt khách hàng của ACV cũng nằm trong nhóm thấp nhất trong khu vực chỉ nằm khoảng xấp xỉ 1,5 USD/lượt khách hàng.

Tỷ lệ doanh thu phi hàng không trên tổng doanh thu (2016)


Nguồn: BVSC

Doanh thu phi hàng không trên một lượt khách hàng năm 2016 (USD)


Nguồn: BVSC

Một số nguyên nhân làm cho tỷ trọng doanh thu phi hàng không và doanh thu trên một lượt khách hàng ở mức thấp: (1) thu nhập của người dân Việt Nam đang ở mức thấp so với khu vực; (2) giá di chuyển bằng đường hàng không còn cao hơn so với các phương tiện khác nên người tiêu dùng tiết kiệm chi tiêu khi sử dụng phương tiện hàng không để bù đắp cho chi phí di chuyển cao hơn; (3) tâm lý e ngại giá bán trong cảng hàng không cao hơn so với bên ngoài cảng hàng không; (4) diện tích dành cho các dịch vụ phụ phi hàng không ở mức thấp. Trong ngắn hạn chúng tôi cho rằng mảng phi hàng không sẽ khó có sự cải thiện đáng kể do diện tích cho thuê mặt bằng cơ bản đã cho thuê hết cũng như thói quen mua sắm không dễ thay đổi trong ngắn hạn.

Mảng dịch vụ bán hàng

Dịch vụ bán hàng là hoạt động kinh doanh bán hàng trực tiếp tại nhà ga. Nguồn doanh thu bán hàng được cấu thành từ hai mảng dịch vụ chính: (1) kinh doanh hàng bách hóa, đồ lưu niệm và đồ ăn; (2) hàng miễn thuế.

Tiềm năng tăng trưởng.

Lưu lượng hành khách được dự báo tiếp tục tăng nhanh

Nhưng chúng tôi đã phân tích trong tổng quan về ngành, với các động lực tăng trưởng đến từ nền kinh tế tăng trưởng nhanh, thu nhập người dân tăng lên, tăng trưởng ngành du lịch được kỳ vọng sẽ tiếp tục ở mức cao và sự bùng nổ của hàng không giá rẻ sẽ giúp cho ngành hàng không Việt Nam tiếp tục tăng trưởng nhanh trong những năm tới. Theo Hiệp hội vận tải hàng không quốc tế (IATA), Việt Nam tiếp tục sẽ là quốc gia nằm trong nhóm có ngành hàng không tăng trưởng nhanh nhất thế giới và dự báo đến năm 2034 ngành Hàng không Việt Nam sẽ phục vụ 340 triệu lượt khách tương đương với tốc độ tăng trưởng bình quân từ 2017 đến 2034 là 7,97%.

Sự tăng trưởng của lượt khách hàng không là nhân tố quan trọng hỗ trợ tăng trưởng cho tất cả các mảng kinh doanh của ACV tăng trưởng. Trong đó dịch vụ hàng không là mảng được hưởng lợi trực tiếp khi mà đa số các dịch vụ hàng không tính phí trên lượt khách hàng.

Mức phí dịch vụ hàng không tăng lên

Mức phí của các dịch vụ hàng không được quy định bởi Bộ Giao thông vận tải. Giữa năm 2017, Bộ Giao thông ban hành quyết định 2345 quy định lộ trình điều chỉnh giá của các dịch vụ hàng không. Theo đó, mức giá của dịch vụ hàng không được điều chỉnh tăng lên khá nhiều như: Dịch vụ hành khách nội địa có bốn lần tăng giá từ cuối 2017 đến giữa 2018 dẫn tới mức cuối năm 2017 tăng 7,14% so với đầu năm 2017 và mức giá giữa năm 2018 so với cuối năm 2017 tăng 33,33%, mức giá dịch vụ soi chiếu an ninh hàng không nội địa từ Quý 2/2018 cao hơn 53,84% so với cuối năm 2017, phí cất/hạ cánh nội địa giữa năm 2018 cao hơn khoảng 10% so với cuối năm 2017...

Dịch vụ hành khách quốc tế (USD/khách)	
Sân bay	Mức phí
Halim Perdana Airport	11.09
Beijing Capital Int'l Airport	13.61
Manila Airport	13.82
Kalibo Airport	13.82
Ngurah Rai Airport	14.80
Yangon Airport	15.00
Cần Thơ	16.00
Malaysia Airport	17.70
Phú Quốc	18.00
Changi Airport	19.90
Brunei Airport	20.00
Phnom Penh Airport	20.00
Tân Sơn Nhất	20.00
Đà Nẵng	20.00
Airport of Thailand	21.37
Nội Bài	25.00

Dịch vụ hành khách nội địa (USD/khách)	
Sân bay	Mức phí
Yangon Airport	1.47
Malaysia Airport	2.67
Airport of Thailand	3.05
ACV (2017)	3.06
Halim Perdana Airport	3.70
Manila Airport	3.95
Kalibo Airport	3.95
ACV (2018)	4.08
Phnom Penh Airport	5.00
Ngurah Rai Airport	5.55
Beijing Capital Int'l Airport	7.56
Brunei Airport	12.00
Changi Airport	19.90

Nguồn: BVSC

Phí cất/hạ cánh quốc tế (USD/chuyến)		Phí cất/hạ cánh nội địa (USD/chuyến)	
Sân bay	Mức phí*	Sân bay	Mức phí*
Manila Airport	158,00	Halim Perdana Airport	38,67
Kalibo Airport	158,00	Yangon Airport	54,85
Malaysia Airport	214,16	Ngurah Rai Airport	66,93
Halim Perdana Airport	330,22	ACV (2017)	128,16
Yangon Airport	337,00	Manila Airport	138,25
Airport of Thailand	342,19	Kalibo Airport	138,25
ACV	354,00	ACV (2018)	140,58
Phnom Penh Airport	426,00	Airport of Thailand	171,10
Ngurah Rai Airport	817,00	Malaysia Airport	214,16
Changi Airport	971,50	Phnom Penh Airport	356,00
		Changi Airport	971,50

*Mức phí được tính cho máy bay 80 tấn

Nguồn: BVSC

Mức phí hàng không tăng trong khi chi phí đầu vào không gia tăng tương ứng là yếu tố quan trọng giúp cho ACV tăng trưởng trong năm 2018. Sau đợt tăng giá theo Quyết định 2345, đơn giá dịch vụ hàng không của Việt Nam đã ở mức tương đương với các nước trong khu vực. Đặc biệt có đơn giá dịch vụ hành khách của sân bay Nội Bài đang ở mức cao nhất khu vực. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá khả năng tiếp tục tăng mức phí dịch vụ hàng không trong những năm tới vẫn khá lớn do nhu cầu đầu tư mở rộng các sân bay để đáp ứng nhu cầu tăng lên của ngành hàng không cũng như đầu tư sân bay Long Thành.

Hãng hàng không giá rẻ đẩy mạnh mở thêm các tuyến bay quốc tế

Nền kinh tế tăng trưởng cao và tăng cường hội nhập đẩy mạnh hoạt động đi lại giao thương với thế giới. Bên cạnh đó nền kinh tế tăng trưởng cao giúp cho thu nhập người dân tăng lên dẫn tới nhu cầu đi du lịch sang các quốc gia khác tăng trưởng nhanh. Nắm bắt được nhu cầu, các hãng hàng không đẩy mạnh mở rộng và tăng cường các tuyến bay quốc tế. Trong 9T2017, Vietjet đã tăng số tuyến bay quốc tế từ 23 lên 35 tuyến bay, chiếm 48% tổng số các tuyến bay đang khai thác. Trong vài năm tới, Vietjet sẽ tiếp tục đẩy mạnh mở các tuyến bay quốc tế mới, đưa các tuyến bay quốc tế chiếm tỷ lệ khoảng 60% tổng các tuyến bay. Chúng tôi kỳ vọng Vietjet và các hãng hàng không giá rẻ khác sẽ đóng vai trò tích cực giúp cho người tiêu dùng đẩy mạnh chi tiêu cho các chuyến bay quốc tế và từ đó thúc đẩy tăng trưởng cho ACV khi mà mức phí dịch vụ hành khách quốc tế cao hơn khoảng 5 lần so với mức phí dịch vụ hành khách nội địa.

Mở rộng công suất ở các sân hàng không

ACV đã trình lên Bộ Giao thông vận tải kế hoạch đầu tư mở rộng trong 5 năm tới với tổng nguồn vốn dự kiến 45.000 tỷ đồng cho việc đầu tư mở rộng 8 cảng hàng không trọng yếu để đạt mục tiêu đón 140 triệu lượt khách vào năm 2021. Theo đó, ACV dự kiến sẽ đầu tư: (1) 8.200 tỷ đồng vào sân bay Tân Sơn Nhất với các hạng mục đầu tư như nhà ga, đường cất cánh và hạ cánh, đường lăn, công trình phụ trợ...; (2) 12.150 tỷ đồng đầu tư vào sân bay Nội Bài để đầu tư nâng cấp nhà ga, đường lăn, sân đỗ, đường cất cánh hạ và hạ cánh, công trình phụ trợ...; (3) 3.672 tỷ đồng đầu tư vào sân bay Đà Nẵng để

Báo cáo lần đầu ACV

mở rộng nhà ga trong nước và nhà ga hàng hóa; (4) 4.356 tỷ đồng đầu tư vào sân bay Phú Quốc để mở rộng nhà ga, xây dựng đường bay số 2 và các công trình phụ trợ; (2) 2.250 tỷ đầu tư vào sân bay Cam Ranh xây dựng nhà ga T3... Ngoài ra, Dự án sân bay Long Thành đã được Quốc hội thông qua về mặt chủ trương vào tháng 11/2017, Quốc hội tiếp tục thông qua nghị quyết về báo cáo nghiên cứu khả thi dự án thu hồi đất, bồi thường, hỗ trợ, tái định cư Cảng hàng không quốc tế Long Thành. Dự kiến dự án sân bay Long thành sẽ khởi công vào năm 2019 và giai đoạn 1 sẽ đi vào hoạt động vào năm 2025 với công suất là 25 triệu hành khách/năm. Việc đẩy mạnh đầu tư xây mới và mở rộng các cảng hàng không sẽ đảm bảo đáp ứng được cho nhu cầu vận tải hàng không trong tương lai và giúp cho ACV tăng trưởng.

Phân tích tài chính

Lượng tiền mặt dồi dào.

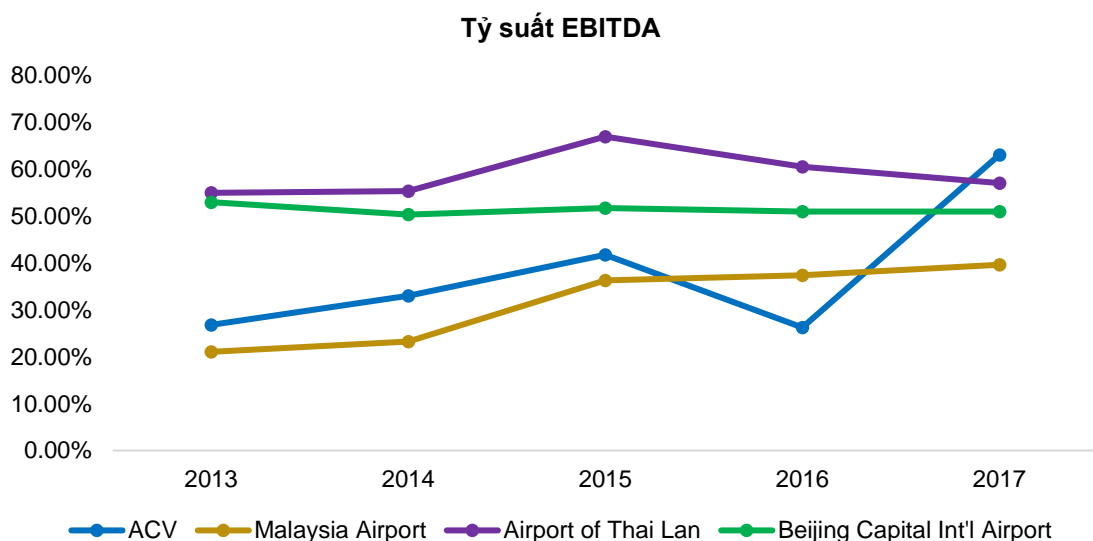
Báo cáo tài chính Quý 4/2017 cho thấy lượng tiền mặt và tiền gửi ngân hàng ngắn hạn của ACV lên tới 18.877 tỷ đồng, chiếm 38% tổng tài sản của toàn công ty. Lượng tiền mặt lớn không những đảm bảo duy trì hoạt động, giải ngân đầu tư khi cần thiết mà còn tạo ra hơn 1.000 tỷ đồng lãi tiền gửi mỗi năm.

Cơ cấu nợ vay hợp lý với lãi suất vay rất thấp.

Kết thúc Q4/2017, tổng nợ vay của ACV là 14.475 tỷ đồng tương đương với tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu là 52,76%. Những khoản vay này đều đến từ nguồn vốn ODA được tài trợ bởi Chính phủ Nhật Bản để xây dựng nhà ga Tân Sơn Nhất và nhà ga Nội Bài với chi phí lãi vay rất thấp, chỉ vào khoảng 0,4%/năm. Đây là lợi thế rất lớn giúp cho chi phí lãi vay của ACV ở mức thấp và thấp hơn 20 lần so với chi phí vay vốn thông qua ngân hàng thương mại.

Tỷ suất EBITDA vượt trội.

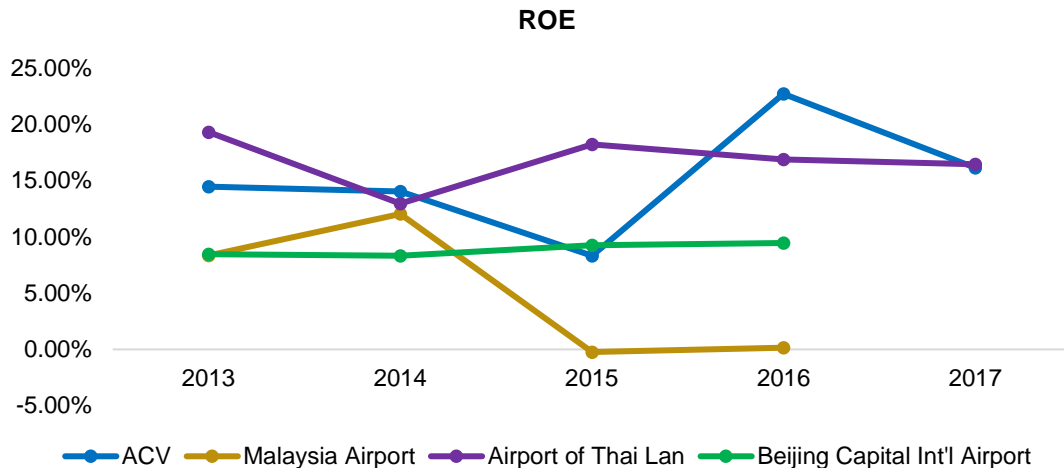
Với sự cải thiện mạnh mẽ kết quả kinh doanh trong năm 2017, tỷ suất EBITDA của ACV vượt trội so với các doanh nghiệp cảng hàng không trong khu vực.



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro

Hiệu quả hoạt động cao hơn so với các công ty cảng hàng không lân cận

Sau khi phát hành lần đầu ra công chúng và trở thành công ty cổ phần thì hiệu quả hoạt động kinh doanh của ACV đã có những bước chuyển biến rõ rệt. ROE của ACV tương đương với công ty cảng hàng không có hiệu quả hoạt động cao trong khu vực là Cảng hàng không Thái Lan.



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro

Hoạt định kinh doanh cốt lõi tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2017

ACV đã công bố báo cáo tài chính Quý 4/2017, theo đó, năm 2017, ACV ghi nhận 13.849 tỷ đồng doanh thu (-5,5% yoy) và 4.182 tỷ đồng LNST (-18% yoy). Số lượng lượt khách đạt 93,2 triệu lượt khách (+15,3% yoy), trong đó lượt khách quốc tế đạt 30,3 triệu lượt (+27% yoy) và lượt khách nội địa đạt 62,9 triệu lượt (+10% yoy). Sản lượng hàng hóa quốc tế đạt 910 nghìn tấn (+43% yoy) và sản lượng hàng hóa nội địa đạt 468 nghìn tấn (+16% yoy). Số lượt cất cánh và hạ cánh đạt 604 nghìn lượt (+7,5% yoy).

Kết quả kinh doanh năm 2017 sụt giảm so với cùng kỳ do ACV giảm tỷ lệ sở hữu ở công ty con dẫn tới những công ty này chuyển thành công ty liên kết, không ghi nhận kết quả kinh doanh ở khu bay do vẫn chưa hoàn thành đàm phán thuê khu bay với Bộ Giao thông vận tải, hoàn nhập chi phí sửa chữa lớn và lãi/lỗ tỷ giả. Nếu loại bỏ những yếu tố này bằng cách chuyển SGN và SAS thành công ty liên kết trong cả 2 năm 2016&2017, loại bỏ doanh thu và lợi nhuận từ khu bay, loại bỏ lỗ lãi từ hoạt động tài chính không thường xuyên thì doanh thu của ACV tăng 29% yoy và LNST của ACV tăng gần 3 lần so với cùng kỳ.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2018

BVSC dự báo năm 2018 ACV ghi nhận 15.158 tỷ đồng doanh thu (+9,5% yoy) và 5020 tỷ đồng LNST (+20% yoy) dựa trên một số giả định chính như sau: (1) sản lượng hành khách đạt 105,3 triệu (+13% yoy); (2) sản lượng hàng hóa đạt 747 nghìn tấn (+10% yoy); (3) mức phí dịch vụ hành khách quốc tế không thay đổi tại bốn sân bay có lưu lượng quốc tế chính là Tân Sơn Nhất, Nội Bài, Đà Nẵng và Cam Ranh; (5) Mức giá phí dịch vụ hành khách nội địa trung bình tăng 28% yoy ở sân bay nhóm A và 4% yoy ở các sân bay nhóm B; (5) mức phí soi chiếu an ninh hàng không tăng 23% yoy; (6) Chi phí nhân công tăng 13% yoy do quy định mới về bảo hiểm xã hội và bảo hiểm y tế; (7) chi phí sửa chữa lớn 400

Báo cáo lần đầu ACV

tỷ đồng. (8) dự báo kết quả kinh doanh này chưa bao gồm hoạt động của khu bay. Theo đó, mức EPS và EBITDA lần lượt là 2.117 VND/CP và 10.807 tỷ đồng.

Định giá và quan điểm đầu tư

Với mức giá đóng cửa ngày 26/02/2018 là 93.000 VND/CP, mức P/E 2018 và EV/EBITDA 2018 của ACV lần lượt là 43,93 lần và 17,85 lần. Chúng tôi đánh giá mức EV/EBITDA hợp lý của ACV là 18 lần, tương đương với EV/EBITDA của Công ty cảng hàng không Thái Lan trong giai đoạn tăng trưởng 2014-2016 cũng như tương đương với mức EV/EBITDA trung bình của một số công ty cảng hàng không trong khu vực như: Công ty cảng hàng không quốc tế Bắc Kinh, Công ty cảng hàng không Malaysia và Công ty cảng hàng không Thái Lan. Với mức EV/EBITDA 18 lần, mức giá mục tiêu của ACV năm 2018 là 93.700 VND/CP, tương đương với tiềm năng tăng trưởng 2,96%.

ACV là doanh nghiệp thống lĩnh trong hoạt động kinh doanh cảng hàng không và đang quản lý 22 cảng hàng không tại Việt Nam. Bên cạnh tiềm năng tăng trưởng hấp dẫn thì ACV còn có những yếu tố tích cực khác hỗ trợ giá cổ phiếu như Bộ Giao thông vận tải sẽ thoái vốn 20% trong năm 2018 và thoái vốn thêm 10% trong năm 2019 cũng như công ty sẽ chuyển sang niêm yết trên sàn HSX vào Quý 2/2018. Việc chuyển sàn sẽ giúp ACV cải thiện thanh khoản, gia tăng tính minh bạch và có thể lọt vào danh mục của các quỹ đầu tư ETF cũng như các quỹ đầu tư khác. Vì vậy, mặc dù mức định giá chưa thực sự hấp dẫn nhưng chúng tôi kỳ vọng ACV tiếp tục sẽ hấp dẫn dòng tiền quan tâm và đầu tư vào ACV.

Rủi ro**Rủi ro tỷ giá đồng Yên**

Hiện tại, ACV chưa đóng vai trò trung chuyển quốc tế đáng kể vì vậy ACV hầu như chưa đối mặt với rủi ro cạnh tranh với các sân bay trong khu vực. Rủi ro lớn nhất của ACV là biến động tỷ giá khi mà ACV đang có một khoản vay bằng đồng Yên lên tới hơn 70 triệu Yên (14.327 tỷ đồng). Nếu tỷ giá VND/JPY tăng 1% thì ACV sẽ lỗ tỷ giá khoảng 130 tỷ đồng/năm. Tỷ giá VND/JPY đã liên tục tăng giá trong 3 năm gần đây làm cho ACV lỗ mạnh tỷ giá trong 2015 và 2017 (tương ứng với mức lỗ lý giá lần lượt là 575 và 478 tỷ đồng). Năm 2016, mặc dù tỷ giá VND/JPY tăng nhưng ACV không lỗ tỷ giá do ACV tiến hành đánh giá lại.

Rủi ro đầu tư

Hoạt động đầu tư xây mới và mở rộng sân bay gắn liền với kế hoạch phát triển kinh tế vùng miền của quốc gia, vì vậy ACV có thể sẽ phải đầu tư những sân bay mới ở những địa phương chưa hiệu quả kinh tế dẫn tới làm giảm hiệu quả hoạt động chung của ACV.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu	13.173	14.650	13.849	15.163	16.980
Giá vốn	9.656	8.824	8.157	9.221	10.284
Lợi nhuận gộp	3.517	5.826	5.693	5.942	6.696
Doanh thu tài chính	960	1.385	1.219	1.328	1.636
Chi phí tài chính	(811)	(1.036)	(701)	(221)	(220)
Lợi nhuận sau thuế	1.712	5.105	4.182	5.024	5.765

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018F	2019F
Tiền & khoản tương đương tiền	17.331	16.806	18.877	23.141	29.792
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.489	1.617	2.014	1.869	2.047
Hàng tồn kho	712	721	402	683	791
Tài sản cố định hữu hình	20.590	21.674	18.979	19.418	17.748
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	421	957	2.507	2.843	3.215
Tổng tài sản	44.852	47.337	49.161	54.157	60.514
Nợ ngắn hạn	308	263	148	472	732
Nợ dài hạn	13.119	13.964	14.328	13.079	12.637
Vốn chủ sở hữu	19.830	24.295	27.388	32.291	37.918
Tổng nguồn vốn	44.067	46.578	49.114	54.085	60.416

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018F	2019F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	24,80%	11,21%	-5,46%	9,49%	11,98%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-34,95%	198,17%	-18,08%	20,12%	14,75%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	26,70%	39,77%	41,10%	39,19%	39,44%
Lợi nhuận thuần biên (%)	13,00%	34,85%	30,20%	33,13%	33,95%
ROA (%)	3,86%	11,08%	8,67%	9,72%	10,05%
ROE (%)	8,67%	23,14%	16,18%	16,84%	16,42%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	29,94%	30,05%	29,45%	25,02%	22,09%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	67,71%	58,56%	52,85%	41,97%	35,26%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	1.052	2.987	1.788	2.177	2.498
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.185	14.213	12.580	14.832	17.416

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Thanh Hòa**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentientung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
lethanhhua@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng, Dệt may
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng, Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trường
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888