

Việt Nam  
9 tháng 8, 2018

## MUA (giữ nguyên)

Consensus ratings\*: Mua 3 Giữ 3 Bán 0

Giá hiện tại: VND88.000

Giá mục tiêu: VND112.000

Giá mục tiêu cũ: VND112.000

Tỷ lệ tăng/giảm giá: 27,3%

CGS-CIMB / Consensus: 10,1%

Reuters: ACV.HM

Bloomberg: ACV VN

Thị giá vốn: US\$8.228tr

VND191.587.392tr

GTGD bình quân: US\$0,27tr

VND6.176tr

SLCP đang lưu hành: 2.177tr

Free float: 5,0%

\*Nguồn: Bloomberg

### Dự báo các chỉ tiêu tài chính

|                   | 12/18F  | 12/19F  | 12/20F  |
|-------------------|---------|---------|---------|
| LN ròng (tỷ VND)  | 5.257   | 6.992   | 7.725   |
| EPS cốt lõi (VND) | 2.415   | 3.211   | 3.548   |
| Tăng trưởng EPS   | 25,7%   | 33,0%   | 10,5%   |
| FD P/E (lần)      | 36,45   | 27,40   | 24,80   |
| ROE               | 18,0%   | 20,6%   | 19,5%   |
| P/B (lần)         | 6,14    | 5,23    | 4,48    |
| Cổ tức            | 1.000,0 | 1.000,0 | 1.000,0 |
| Tỷ suất cổ tức    | 1,14%   | 1,14%   | 1,14%   |



Nguồn: Bloomberg

| Diễn biến giá | 1T   | 3T   | 12T  |
|---------------|------|------|------|
| Tuyệt đối (%) | 4,8  | -2,1 | 72,5 |
| Tương đối (%) | -0,8 | 6,5  | 47,6 |

Cổ đông chính  
Bộ GTVT 95,0%

### Chuyên viên phân tích

Trần Khánh Hiền

T (84) 90 364 3900

E hien.trankhanh@vndirect.com.vn

# TCT Cảng Hàng không Việt Nam

## KQKD 6T2018 tăng trưởng ổn định

- Lợi nhuận trước thuế Q2/2018 của ACV tăng 49,3% yoy. Nếu không tính đến lãi do chênh lệch tỷ giá thì lợi nhuận ròng 6T2018 đạt 48,9% dự báo cả năm của chúng tôi.
- Số lượng hành khách trong 6T2018 tăng chậm so với 6T2017 nhưng vẫn phù hợp với dự báo của chúng tôi.
- Chúng tôi giữ khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 112.000 đồng, tương ứng với tỷ lệ tăng 27,3%.

### Tăng trưởng ổn định, lãi đột biến do chênh lệch tỷ giá trong Quý 2

- Doanh thu của ACV trong 6T2018 tăng 17,4% yoy đạt 7.939 tỷ đồng, nhờ doanh thu dịch vụ hàng không tăng 18,8% yoy và doanh thu dịch vụ phi hàng không tăng 22,3% yoy. Trong khi đó, hoạt động thương mại lại tăng trưởng chậm lại với doanh thu chỉ tăng 1% yoy.
- Phí dịch vụ hành khách đóng góp 72,2% vào thu nhập từ dịch vụ hàng không và tăng 16% yoy do phí dịch vụ hành khách nội địa tăng 26,9% yoy trong 6T2018, hoàn thành 39,6% dự báo của chúng tôi cho năm 2018 do đột tăng phí dịch vụ hành khách nội địa bắt đầu từ Q4/2017 và sẽ kết thúc vào tháng 9/2018. Chúng tôi cho rằng việc nâng phí dịch vụ hành khách nội địa chủ yếu ảnh hưởng đến lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2018.
- ACV ghi nhận lãi 474 tỷ đồng do chênh lệch tỷ giá vào Q2/2018, giúp cho LNTT trong 6T2018 tăng 64,9% yoy đạt 3.788 tỷ đồng và hoàn thành 55,8% dự báo năm 2018 của chúng tôi. Nếu không tính khoản lãi này thì LNTT 6T2018 tăng 44,3%, phù hợp với dự báo năm 2018. Do ACV có nợ vay bằng JPY lớn và đồng VND tăng giá so với JPY trong Q2/2018 nên doanh nghiệp ghi nhận khoản lãi đột biến do chênh lệch tỷ giá.
- Trong năm 2018, ACV đạt mục tiêu doanh thu và LNTT lần lượt đạt 16.029 tỷ đồng và 5.665 tỷ đồng.

### Số lượng hành khách tăng trưởng chậm lại so với 6T2017

- Trong 6T2018, số lượng hành khách hàng không tăng 14,0% yoy đạt 52,8 triệu (Nguồn: Cục Hàng không Dân dụng Việt Nam), thấp hơn mức tăng 17,4% trong 6T2017. Trong 6T2018, số lượng hành khách hàng không nội địa tăng 6,9% yoy (so với 14,0% vào năm 2017). Trong khi đó, số lượng hành khách quốc tế lại tăng mạnh ở mức 22,2% (so với 20% vào năm 2017). Hành khách nội địa chiếm khoảng 60-70% tổng số hành khách.

### Công suất mở rộng như kỳ vọng

- Nhà ga mới ở sân bay Phù Cát (Bình Định) được đưa vào hoạt động từ tháng 5/2018, với công suất 1,5 triệu hành khách mỗi năm và có thể mở rộng lên 2,4 triệu hành khách mỗi năm. Sân bay Phù Cát sẽ trở thành trung tâm của hãng hàng không mới Bamboo Airways, dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động vào tháng 10/2018.

### Giữ khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 112.000 đồng

- Chúng tôi giữ khuyến nghị Mua với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 112.000 đồng (lãi suất phi rủi ro: 10,1%; tăng trưởng dài hạn: 7%), tương ứng với EV/EBITDA dự phóng năm 2019 là 16,6x.
- Rủi ro giảm giá bao gồm thay đổi về chính sách hàng không và VND giảm giá so với JPY dẫn đến lỗ do chênh lệch tỷ giá.
- Động lực tăng giá bao gồm số lượng hành khách tăng trưởng cao hơn dự kiến và Bộ GTVT thoái vốn tại ACV từ 95% xuống còn 65% để tăng tỷ lệ free float.

### Hình 1: So sánh KQKD

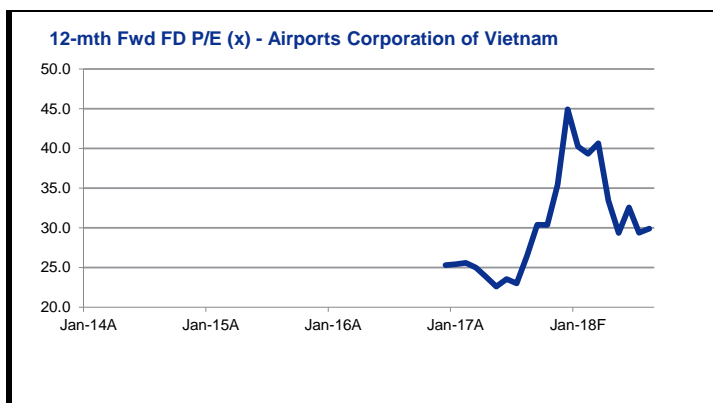
| Năm tài chính (tỷ đồng) | Q2/2018 | yoy    | 6T2018 | yoy   | So với dự báo | Nhận xét   |
|-------------------------|---------|--------|--------|-------|---------------|--|
|                         |         | chng   |        | chng  |               |  |
| Doanh thu               | 4.007   | 20,3%  | 7.939  | 17,4% | 44,5%         | Thấp hơn ước tính của chúng tôi, hoàn thành 44,5% dự báo năm 2018 do việc tăng phí dịch vụ hành khách nội địa bắt đầu từ Q4/2017 và kết thúc vào tháng 9/2018. Việc tăng phí này chủ yếu ảnh hưởng đến KQKD trong 6 tháng cuối năm 2018. |
| DV hàng không           | 3.209   | 22,0%  | 6.346  | 18,8% | 43,7%         |  |
| Phi dịch vụ hành khách  | 2.318   | 19,2%  | 4.589  | 16,0% | 39,6%         |  |
| Khác                    | 891     | 29,7%  | 1.757  | 26,9% | 59,9%         |  |
| DV phi hàng không       | 470     | 23,0%  | 910    | 22,3% | 49,8%         | phù hợp với dự báo   |
| Thương mại              | 328     | 3,1%   | 683    | 1,0%  | 46,2%         | phù hợp với dự báo   |
| Thu nhập tài chính      | 966     | 123,6% | 1.303  | 97,4% | 117,6%        |  |
| Chi phí tài chính       | 29      | 46,5%  | 930    | 43,5% | 116,8%        |  |
| Thu nhập tài chính ròng |         |        | 373    |       | 119,6%        | cao gấp đôi so với dự báo do ACV ghi nhận lãi đột biến do chênh lệch tỷ giá 474 tỷ đồng (+657% yoy) trong Quý 2  |
| Lợi nhuận HKKD          | 2.657   | 49,3%  | 3.770  | 64,8% | 54,4%         | cao hơn ước tính của chúng tôi, hoàn thành 54,4% dự báo năm 2018   |
| Biên lợi nhuận HKKD     | 66,3%   |        | 47,5%  |       | 122,1%        |  |
| Lợi nhuận trước thuế    | 2.676   | 49,3%  | 3.788  | 64,9% | 55,8%         | cao hơn ước tính của chúng tôi, hoàn thành 55,8% dự báo năm 2018   |
| Lợi nhuận ròng          | 2.165   | 48,5%  | 3.061  | 64,4% | 57,9%         | cao hơn ước tính của chúng tôi, hoàn thành 57,9% dự báo năm 2018   |
| EPS (VND/cp)            | 994,488 |        | 1.406  |       | 58,2%         | cao hơn ước tính của chúng tôi, hoàn thành 58,2% dự báo năm 2018   |

NGUỒN: VND, BÁO CÁO CÔNG TY

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

| <b>Báo cáo KQ HKKD</b>               |         |         |         |         |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| (tỷ đồng)                            | 12/17A  | 12/18F  | 12/19F  | 12/20F  |
| Doanh thu thuần                      | 13.849  | 17.822  | 20.766  | 23.286  |
| Lợi nhuận gộp                        | 9.855   | 13.230  | 15.583  | 17.472  |
| LN hoạt động thuần                   | 8.736   | 11.798  | 13.911  | 15.593  |
| Chi phí khấu hao                     | (4.162) | (4.865) | (5.690) | (6.600) |
| LN hoạt động trước thuế & lãi vay    | 4.574   | 6.933   | 8.220   | 8.992   |
| TN từ hoạt động tài chính            | 1.114   | 313     | 1.115   | 1.172   |
| TN từ các Cty LK & LD                | 249     | 249     | 249     | 249     |
| Chi phí/lãi ngoài HKKD               | (534)   | (701)   | (628)   | (555)   |
| Lợi nhuận trước thuế                 | 5.402   | 6.793   | 8.956   | 9.858   |
| Các khoản đặc biệt                   |         |         |         |         |
| LNTT sau các khoản đặc biệt          | 5.402   | 6.793   | 8.956   | 9.858   |
| Thuế                                 | (1.198) | (1.506) | (1.925) | (2.091) |
| Lợi nhuận sau thuế                   | 4.204   | 5.287   | 7.030   | 7.767   |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số         | (21)    | (30)    | (39)    | (42)    |
| Cổ tức                               |         |         |         |         |
| Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác |         |         |         |         |
| Lợi nhuận ròng                       | 4.182   | 5.257   | 6.992   | 7.725   |
| Lợi nhuận thường xuyên               | 4.182   | 5.257   | 6.992   | 7.725   |

| <b>Dòng tiền</b>                                     |                |                |                |                |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (tỷ đồng)  | 12/15A         | 12/16F         | 12/17F         | 12/18F         |
| EBITDA   | 8.736          | 11.798         | 13.911         | 15.593         |
| Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết              |                |                |                |                |
| Tăng/(Giảm) vốn lưu động                             | 1.432          | 590            | (156)          | (510)          |
| (Tăng)/Giảm các khoản dự phòng                       | (1.529)        | (1.357)        | (1.452)        | (1.499)        |
| Chi/(Thu) bằng tiền khác                             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Dòng tiền hoạt động khác                             | (1.247)        | (524)          | 1.765          | 2.519          |
| (Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi              | (96)           | (95)           | (89)           | (79)           |
| Thuế đã trả  | (1.726)        | (1.506)        | (1.925)        | (2.091)        |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh</b>             | <b>5.570</b>   | <b>8.906</b>   | <b>12.053</b>  | <b>13.933</b>  |
| Tiền chi mua sắm tài sản cố định                     | (2.578)        | (8.000)        | (8.266)        | (9.099)        |
| Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu tư | 17             | 0              | 0              | 0              |
| Tiền chi đầu tư góp vốn                              | (4.315)        | 1.357          | 1.452          | 1.499          |
| Tiền khác từ hoạt động đầu tư                        | 475            | (53)           | (40)           | (34)           |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động đầu tư</b>                 | <b>(6.402)</b> | <b>(6.696)</b> | <b>(6.853)</b> | <b>(7.633)</b> |
| Tiền vay nhận được/(đã trả)                          | 249            | (462)          | (1.456)        | (1.452)        |
| Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn                  | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Tiền mua lại CP đã phát hành                         | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu                      | (1.306)        | (2.177)        | (2.177)        | (2.177)        |
| Cổ tức ưu đãi đã trả                                 |                |                |                |                |
| Tiền khác từ hoạt động tài chính                     | (652)          | 24             | 18             | 15             |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động tài chính</b>              | <b>(1.709)</b> | <b>(2.616)</b> | <b>(3.616)</b> | <b>(3.614)</b> |
| Tổng tiền trong năm                                  | (2.541)        | (406)          | 1.584          | 2.686          |
| Dòng tiền tự do cho cổ đông                          | (583)          | 1.747          | 3.743          | 4.848          |
| Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp                     | (736)          | 2.304          | 5.288          | 6.378          |



| <b>Bảng cân đối Kế toán</b>      |               |               |               |               |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (tỷ đồng)                        | 12/17A        | 12/18F        | 12/19F        | 12/20F        |
| Tiền và tương đương tiền         | 18.877        | 18.470        | 20.054        | 22.740        |
| Các khoản phải thu ngắn hạn      | 7.300         | 7.502         | 8.299         | 8.739         |
| Hàng tồn kho                     | 402           | 715           | 822           | 939           |
| Tài sản ngắn hạn khác            | 88            | 533           | 622           | 697           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>     | <b>26.667</b> | <b>27.221</b> | <b>29.797</b> | <b>33.115</b> |
| Tài sản cố định                  | 19.616        | 22.752        | 25.328        | 27.826        |
| Tổng đầu tư                      | 2.692         | 2.692         | 2.692         | 2.692         |
| Tài sản vô hình                  | 1             | -             | -             | -             |
| Tài sản dài hạn khác             | 185           | 238           | 278           | 312           |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>      | <b>22.494</b> | <b>25.682</b> | <b>28.297</b> | <b>30.830</b> |
| Vay & nợ ngắn hạn                | 148           | 119           | 95            | 76            |
| Phải trả người bán               | 3.138         | 3.878         | 4.422         | 5.047         |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 4.028         | 3.658         | 4.262         | 4.779         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>          | <b>7.315</b>  | <b>7.654</b>  | <b>8.779</b>  | <b>9.902</b>  |
| Vay & nợ dài hạn                 | 14.328        | 13.895        | 12.462        | 11.029        |
| Nợ dài hạn khác                  | 84            | 108           | 126           | 141           |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>           | <b>14.411</b> | <b>14.003</b> | <b>12.588</b> | <b>11.170</b> |
| Dự phòng                         | -             | -             | -             | -             |
| <b>Tổng nợ</b>                   | <b>21.726</b> | <b>21.657</b> | <b>21.367</b> | <b>21.073</b> |
| Vốn chủ sở hữu                   | 27.388        | 31.180        | 36.633        | 42.747        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 47            | 67            | 94            | 125           |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b> | <b>27.436</b> | <b>31.246</b> | <b>36.727</b> | <b>42.872</b> |

| <b>Các chỉ tiêu chính</b>      |        |        |        |        |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|
|                                | 12/17A | 12/18F | 12/19F | 12/20F |
| Tăng trưởng doanh thu          | 29,5%  | 28,7%  | 16,5%  | 12,1%  |
| Tăng trưởng LNHHKD             | 46,3%  | 35,1%  | 17,9%  | 12,1%  |
| Biên LNHHKD                    | 63,1%  | 66,2%  | 67,0%  | 67,0%  |
| LN trên cổ phiếu               | 2.021  | 2.047  | 3.444  | 5.344  |
| Giá trị sổ sách/cp             | 12.580 | 14.321 | 16.826 | 19.634 |
| Khả năng thanh toán lãi vay    | 47,8   | 73,0   | 92,8   | 114,0  |
| Thuế suất hiệu dụng            | 22,2%  | 22,2%  | 21,5%  | 21,2%  |
| Tỷ lệ chia cổ tức              | 31%    | 41%    | 31%    | 28%    |
| Số ngày phải thu               | 79,78  | 72,25  | 70,78  | 73,02  |
| Số ngày tồn kho                | 51,34  | 44,41  | 54,14  | 55,43  |
| Số ngày phải trả               | 111,9  | 102,7  | 108,4  | 109,8  |
| ROIC                           | 22,2%  | 33,9%  | 34,0%  | 33,7%  |
| ROCE                           | 14,4%  | 18,4%  | 19,9%  | 19,8%  |
| Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản | 6,4%   | 9,7%   | 10,7%  | 10,8%  |

| <b>Các nhân tố chính</b>                |           |           |           |           |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|
|   | 12/17A    | 12/18F    | 12/19F    | 12/20F    |
| Tăng trưởng số lượng hành khách quốc tế | 27,3%     | 26,0%     | 24,0%     | 22,0%     |
| Tăng trưởng số lượng hành khách nội địa | 10,0%     | 9,0%      | 9,0%      | 8,0%      |
| Tăng trưởng số lượng chuyến bay quốc tế | N/A       | N/A       | N/A       | N/A       |
| Tăng trưởng số lượng chuyến bay nội địa | N/A       | N/A       | N/A       | N/A       |
| Phí dịch vụ hành khách quốc tế          | 134.208,1 | 134.208,1 | 134.208,1 | 134.208,1 |
| Phí dịch vụ hành khách nội địa          | 91.250,0  | 100.000,0 | 100.000,0 | 100.000,0 |
| Tăng/giảm số khấu phân ản               | N/A       | N/A       | N/A       | N/A       |

NGUỒN: VND, BÁO CÁO CÔNG TY

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị

|         |   |
|---------|---|
| MUA     | Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên                  |
| NĂM GIỮ | Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường |
| BÁN     | Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%                       |

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### Anirban Lahiri – Giám đốc Khối Phân tích

Email: [anirban.lahiri@vndirect.com.vn](mailto:anirban.lahiri@vndirect.com.vn)

### Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Khối Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>