

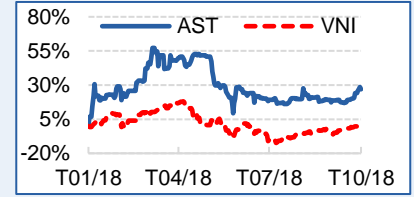


CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (AST) [MUA +31,7%]

Báo cáo lần đầu

Ngành:	Dịch vụ hàng không
Ngày báo cáo:	05/10/2018
Giá hiện tại:	66.500VND
Giá mục tiêu:	84.600VND
TL tăng:	+27,2%
Lợi suất cổ tức:	4,5%
Tổng mức sinh lời:	+31,7%

	2017	2018F	2019F	2020F
Tăng trưởng DT	108,0%	32,0%	13,3%	10,1%
Tăng trưởng EPS*	-4,9%	-23,9%	31,1%	15,2%
Biên LN gộp	52,8%	52,9%	53,8%	54,4%
Biên LN ròng	22,4%	17,9%	20,6%	21,6%
EV/EBITDA	13,0x	10,6x	8,8x	7,7x
Giá CP/Dòng tiền HD	15,3x	13,3x	10,6x	9,2x
P/E	11,8x	15,6x	11,9x	10,3x



GT vốn hóa:	104,1 tr USD
Room KN:	26,2 tr USD
GTGD/ngày (30n):	0,2tr USD
Cổ phần Nhà nước:	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	36,0 tr
Pha loãng:	36,0 tr
PEG 3 năm (cốt lõi) - ***	0,7

	AST	Peers**	VNI
P/E (trượt)	16,6x	15,7x	17,7x
P/B (hiện tại)	5,1x	2,4x	2,7x
Nợ ròng/CSH	-35,3%	-3,2%	N/A
ROE	43,4%	15,3%	14,9%
ROA	27,2%	7,1%	2,4%

* bị ảnh hưởng bởi lãi bất thường và pha loãng 125% năm 2017
** bao gồm CT cùng ngành nước ngoài sử dụng hệ số TT điều chỉnh

Tổng quan về Công ty:

AST hoạt động trong hai lĩnh vực chính là (1) bán lẻ tại sân bay (không miễn thuế) với các cửa hàng tại sáu sân bay hoạt động mạnh nhất Việt Nam và (2) điều hành khách sạn với một khách sạn bốn sao tại Đà Nẵng. Ngoài ra, công ty còn có một công ty liên kết chuyên cung cấp suất ăn hàng không tại Sân bay Nội Bài và Sân bay Cam Ranh.

Phạm Hoàng Thiên Phú
Chuyên viên

Lucy Huynh, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

Bay cao trên đôi cánh của ngành du lịch Việt Nam đang bùng nổ

- Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu dành cho CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (AST) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 84.600VND/cổ phiếu, tổng mức sinh lời 31,7%, bao gồm lợi suất cổ tức 4,5%.
- Chúng tôi dự báo LNST thường xuyên của AST sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 23,4% trong giai đoạn 2017-2020 nhờ có thêm 35 cửa hàng không miễn thuế tại các sân bay trong các năm 2018-2020, doanh thu từ các cửa hàng hiện hữu đạt tăng trưởng 7%-9%/năm và thu nhập từ khách sạn tại Đà Nẵng ổn định.
- Yếu tố hỗ trợ: (1) mở thêm nhiều cửa hàng bán lẻ tại sân bay và doanh thu từ các cửa hàng hiện hữu tăng trưởng mạnh hơn so với dự báo; (2) mở thêm một số khách sạn; (3) khả năng sinh lời mảng suất ăn hàng không tăng cao; và (4) tăng trưởng hàng miễn thuế cao hơn.
- Rủi ro: (1) ngành du lịch và hàng không có thể chịu tác động mạnh từ bên ngoài; (2) chi phí cho thuê mặt bằng tại sân bay tăng và mất vị trí tại sân bay; (3) các dự án xây khách sạn bị trì hoãn; và (4) cạnh tranh ngày càng gay gắt trên thị trường khách sạn.
- Cổ phiếu AST tỏ ra hấp dẫn với PEG thường xuyên 3 năm đạt 0,7 và ROE dự phóng 2018 đạt 31,7%.

Ngành du lịch và hàng không của Việt Nam hiện đang bùng nổ. Việt Nam đang nhanh chóng trở thành một địa điểm du lịch được ưa chuộng trên thế giới, qua đó thúc đẩy tăng trưởng về mặt cơ cấu giao thông đường hàng không của nước ta. IATA dự báo Việt Nam sẽ tiếp tục trở thành một trong những thị trường hàng không tăng trưởng nhanh nhất thế giới.

AST dễ dàng hưởng lợi với các cửa hàng bán lẻ tại sáu sân bay, trong khi các nhà bán lẻ sân bay khác chỉ có cửa hàng tại một hoặc hai sân bay. Ngoài ra, các cửa hàng hiện nay và dự kiến sẽ mở trong tương lai của AST (chủ yếu bán đồ lưu niệm) đều nằm tại các sân bay ở các tỉnh thành thu hút nhiều khách du lịch như Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng, Cam Ranh, Phú Quốc và Vân Đồn. Hoạt động bán lẻ tại sân bay hiện chiếm 60%-70% doanh thu và lợi nhuận gộp của AST.

Mở thêm nhiều cửa hàng mới và tăng trưởng doanh thu các cửa hàng hiện hữu cao sẽ thúc đẩy lợi nhuận giai đoạn 2018-2020. Sẽ có 35 cửa hàng không miễn thuế được

mở trong các năm 2018-2020, qua đó tăng số cửa hàng thêm 53% so với cuối năm 2017. Phần lớn các cửa hàng mới này sẽ nằm tại các sân bay có lượng hành khách dự báo tăng trưởng cao hơn trung bình ngành như Đà Nẵng, Cam Ranh và Phú Quốc. Tăng trưởng doanh thu các cửa hàng hiện hữu theo đó sẽ tiếp tục ổn định tại mức 7%-9% trong các năm 2017-2022.

Mạng khách sạn giúp công ty thâm nhập sâu hơn vào ngành du lịch. AST hiện điều hành A La Carte Da Nang một khách sạn 4 sao tại Đà Nẵng, và hiện đang phối hợp phát triển một khách sạn khác tại Hạ Long. Công ty cũng lên kế hoạch xây khách sạn tại các trung tâm du lịch như Đà Nẵng, Cam Ranh, Hà Nội, và Phú Quốc, với cùng thương hiệu và mô hình condotel trong dài hạn.

Vị trí khách sạn là yếu tố chính giữ lợi nhuận ổn định. Nhờ nằm gần bãi biển Mỹ Khê, bãi biển chính của Đà Nẵng, nên A La Carte Da Nang luôn đạt tỷ lệ lấp đầy cao. Khách sạn 5 sao sắp đi vào hoạt động của AST cũng sẽ hưởng lợi nhờ vị trí đặc địa tại Hạ Long.

Mục lục

Bay cao trên đôi cánh của ngành du lịch Việt Nam đang bùng nổ.....	1
Tổng quan về Công ty.....	4
Mảng bán lẻ tại sân bay chiếm 60% trong khi mảng khách sạn chiếm 30% doanh thu và lợi nhuận gộp.....	4
Cơ cấu cổ đông và tác động pha loãng sắp tới	6
Ban lãnh đạo và HĐQT	8
Tổng quan ngành	9
Lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng mạnh hơn so với các nước khác trong khu vực. Lượng khách quốc tế đến Việt Nam đạt tăng trưởng kép hàng năm 27% trong các năm 2015-2017, cao hơn so với khu vực Châu Á Thái Bình Dương (6,6%), ASEAN (7,4%) và Thái Lan (8,8%). IATA cho biết năm 2017, Việt Nam là thị trường hàng không tăng trưởng mạnh thứ bảy thế giới và dự kiến sẽ nằm trong số năm nước có lượng hành khách tăng thêm cao nhất trong 20 năm tới.	9
Bán lẻ tại sân bay (không miễn thuế).....	10
Tỷ lệ thâm nhập cao tại các sân bay chính, có lưu lượng hành khách lớn	10
Các cửa hàng hiện nay và sẽ được mở sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận.....	12
Bán lẻ tại sân bay (miễn thuế).....	14
Khách sạn	15
A La Carte Da Nang.....	15
A La Carte Hạ Long	18
Các dự án khách sạn A La Carte khác	20
Dịch vụ suất ăn hàng không	21
Phân tích tài chính	22
Doanh thu	22
Chi phí và lợi nhuận gộp	23
Tỷ lệ Đòn bẩy và Sinh lời.....	25
Nhìn lại 6 tháng 2018: Tăng trưởng mạnh mẽ từ các mảng kinh doanh cốt lõi	26
Các giả định chính	27
Định giá	28
Tổng hợp định giá.....	28
AST không tính VINACS và không tính JDV.....	29
Suất ăn Hàng không	30
Bán lẻ tại sân bay (Miễn thuế)	30
So sánh với các công ty cùng ngành	31
Yếu tố hỗ trợ, rủi ro, độ nhạy, và phân tích các kịch bản.....	32
Báo cáo Tài chính.....	33



Tổng quan về Công ty

Mảng bán lẻ tại sân bay chiếm 60% trong khi mảng khách sạn chiếm 30% doanh thu và lợi nhuận gộp

CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (HOSE:AST) có hai lĩnh vực hoạt động cốt lõi là (1) bán lẻ tại sân bay (không miễn thuế), chủ yếu bao gồm các cửa hàng bán đồ lưu niệm và nhà hàng với thương hiệu Lucky tại 6 sân bay hoạt động mạnh nhất Việt Nam và (2) điều hành khách sạn với một khách sạn tại Đà Nẵng và sắp tới ít nhất sẽ có thêm một khách sạn nữa tại Hạ Long.

Bán lẻ tại sân bay (không miễn thuế, 60%-70% tổng doanh thu và lợi nhuận gộp): Các cửa hàng bán lẻ của AST đều nằm tại sáu sân bay hoạt động mạnh nhất của Việt Nam. Chúng tôi ước tính AST chiếm ít nhất 30% mặt bằng bán lẻ tại nhà ga trong nước Sân bay Nội Bài và nhà ga quốc tế Sân bay Đà Nẵng.

Hình 1: AST có cửa hàng tại sáu sân bay hoạt động mạnh nhất Việt Nam

Sân bay (viết tắt)	Số cửa hàng			Thời hạn
	2017	07/2018	2018	
Đà Nẵng (DAD)	27	27	27	2019-2022*
Nội Bài (HAN)	25	28	32	04/2023
Phú Bài (HUI)	5	5	5	03/2019
Phú Quốc (PQC)	5	7	7	04/2019
Tân Sơn Nhất (SGN)	3	3	3	01/2020
Vân Đồn	0	6	6	NA
Cam Ranh (CXR)	0	0	2	12/2020
Tổng cộng	65	76	82	

Nguồn: AST, VCSC

Ghi chú: Hợp đồng thuê mặt bằng của AST tại nhà ga trong nước và quốc tế của Sân bay Đà Nẵng sẽ lần lượt hết hạn trong năm 2019 và 2022.

Khách sạn (chiếm 25%-30% tổng doanh thu và lợi nhuận gộp): AST hiện điều hành một khách sạn bốn sao tại Đà Nẵng là A La Carte Da Nang theo mô hình condotel, góp vốn đầu tư cùng công ty mẹ CTCP Dịch vụ Hàng không Thăng Long (Taseco). Trong khi Taseco tài trợ phần lớn việc phát triển khách sạn và sau đó chịu trách nhiệm bán phòng khách sạn cho nhà đầu tư cá nhân, AST tài trợ phần thi công mái và phần đế 4 tầng dưới cùng. Theo mô hình condotel, AST thay mặt nhà đầu tư cho thuê phòng và trả cho nhà đầu tư một khoản tiền cố định. Tuy nhiên, chúng tôi xin lưu ý rằng thông tin hợp đồng giữa AST và/hoặc Taseco và nhà đầu tư không được tiết lộ.

Các hoạt động khác (chiếm 5%-10% tổng doanh thu và lợi nhuận gộp): AST cũng cho thuê biển quảng cáo tại sân bay Nội Bài và Đà Nẵng, và cung cấp dịch vụ sân bay như thông tin du lịch và dịch vụ vận chuyển từ sân bay đi các nơi khác và ngược lại.

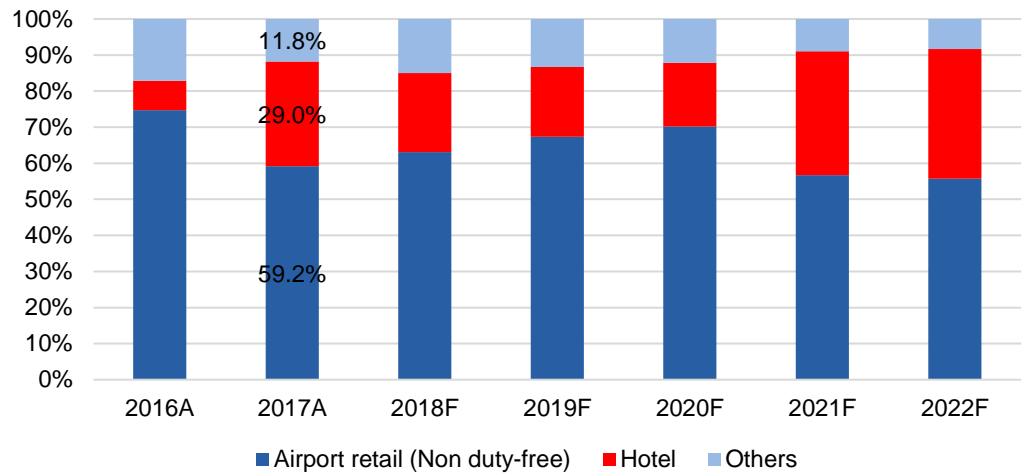
Nắm cổ phần 26,7% tại CTCP dịch vụ Suất ăn Hàng không Việt Nam (VINACS). VINACS hiện điều hành nhà máy suất ăn hàng không tại Sân bay Nội Bài và Cam Ranh. Tổng công suất của hai nhà máy ước đạt một nửa tổng công suất các công ty suất ăn hàng không khác tại Việt Nam, hay 40.000 bữa ăn/ngày.

Thâm nhập vào thị trường bán lẻ miễn thuế tại sân bay bằng cách mua lại 49% cổ phần JDV trong Quý 4/2018. AST sẽ mua lại 49% cổ phần tại Jalux Taseco (JDV), liên doanh giữa công ty mẹ Taseco và Jalux Inc (Nhật Bản), từ Taseco với giá 80,5 tỷ đồng. Tại mức giá này tương ứng PER dự phóng 2018 là 4,8 lần trên cơ sở dự báo LNST 2018 của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng công ty sẽ tài trợ giao dịch này bằng tiền mặt (tính đến cuối tháng 6, AST nắm giữ 228 tỷ đồng tiền và tương đương tiền). JDV hiện có 3 cửa hàng miễn thuế tại Sân bay Nội Bài và 2 cửa hàng miễn thuế tại Sân bay Đà Nẵng. JDV có kế

hoạch mở thêm một số cửa hàng tại các sân bay khác như Phú Quốc và Cam Ranh nhưng vẫn chưa công bố thông tin chi tiết.

Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận chuyển dịch song song với việc mở thêm cửa hàng và khách sạn. Chúng tôi dự báo mảng bán lẻ tại sân bay (không miễn thuế) sẽ chiếm tỷ trọng lớn hơn trong tổng doanh thu và lợi nhuận gộp vì AST sẽ mở thêm tổng cộng 35 cửa hàng trong các năm 2018-2020. Trong khi đó, do A La Carte Da Nang đã đạt tỷ lệ lấp đầy khá cao, chúng tôi cho rằng việc đưa vào hoạt động A La Carte Ha Long sẽ thúc đẩy doanh thu mảng khách sạn từ năm 2021 trở đi, dù chúng tôi cho rằng khách sạn này phải chịu lỗ một thời gian khoảng 3 năm đến 4 năm sau khi đi vào hoạt động.

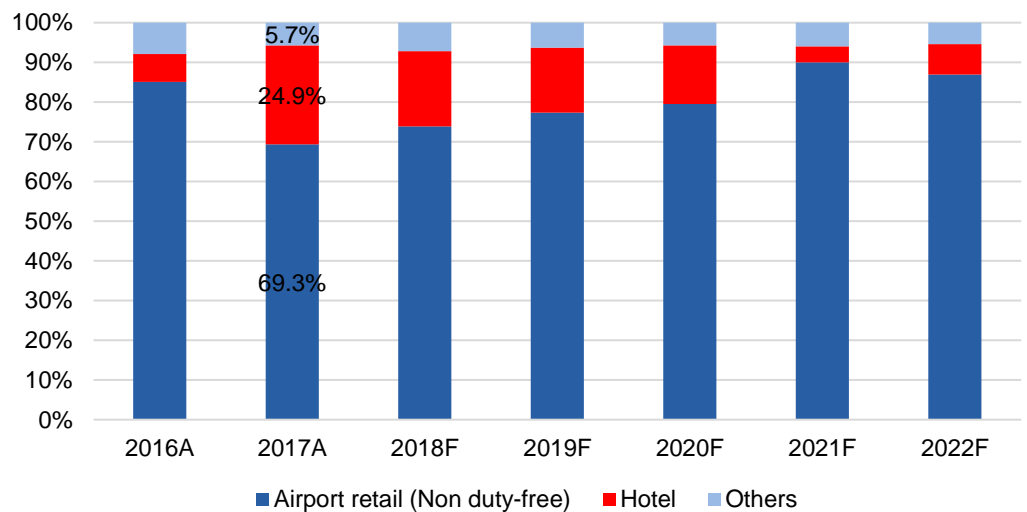
Hình 2: Doanh thu từ khách sạn sẽ tăng gấp đôi từ năm 2021 trở đi



Nguồn: AST, VCSC

Ghi chú: Doanh thu năm 2016 bị ảnh hưởng do Taseco tái cơ cấu, theo đó một số tài sản của công ty mẹ Taseco được bàn giao cho AST.

Hình 3: Bán lẻ tại sân bay (không miễn thuế) sẽ tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn trong lợi nhuận gộp



Nguồn: AST, VCSC

Ghi chú: Lợi nhuận gộp năm 2016 bị ảnh hưởng do Taseco tái cơ cấu, theo đó một số tài sản của công ty mẹ Taseco được bàn giao cho AST.

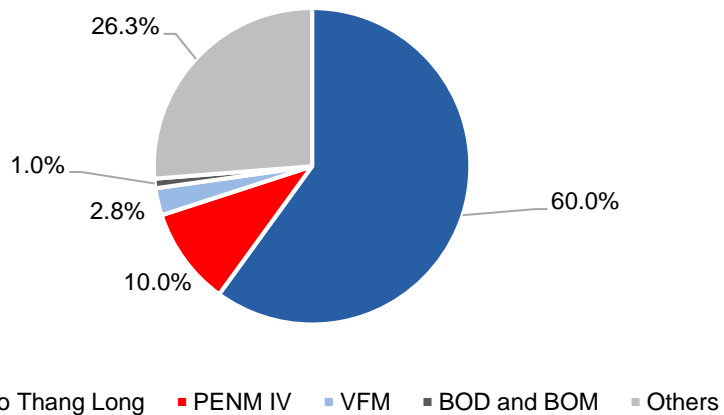
Cơ cấu cổ đông và tác động pha loãng sắp tới

AST hiện là công ty con của Taseco. AST được thành lập vào cuối năm 2015 bằng cách sáp nhập các công ty con và chi nhánh hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ hàng không và khách sạn của Taseco khi Taseco tái cơ cấu. Chúng tôi xin lưu ý rằng việc bàn giao một số tài sản của Taseco sang AST được hoàn tất vào gần cuối năm 2016. Tính đến cuối tháng 06/2018, Taseco nắm cổ phần 60% tại AST và không có kế hoạch giảm cổ phần xuống dưới 50%.

AST có một cổ đông chiến lược là PENM IV (mua lại cổ phần 10% vào năm 2017). PENM IV là một quỹ chuyên đầu tư các công ty tư nhân (Private Equity fund) của Châu Âu tập trung đầu tư vào Việt Nam với hơn 10 năm kinh nghiệm tại thị trường Việt Nam với một số khoản đầu tư nổi bật vào Masan (HOSE:MSN), Thép Hòa Phát (HOSE:HPG) và Cholimex (chưa niêm yết). Ngoài ra, CTCP Quản lý Quỹ đầu tư Việt Nam (VFM), một quỹ trong nước, cũng mua lại cổ phần 2,8% cùng lúc với PENM IV.

Pha loãng 16,7% sau khi phát hành riêng lẻ 6 triệu cổ phiếu vào cuối năm 2018. Mục đích của đợt phát hành riêng lẻ là tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược, chủ yếu để hỗ trợ AST phát triển mảng bán hàng miễn thuế và các lĩnh vực khác. Chúng tôi hiện chưa phân tích tác động của đợt phát hành riêng lẻ này vào mô hình định giá do chưa có thông tin chi tiết về thời điểm phát hành. Chúng tôi cho rằng số tiền thu về có thể được dùng để mở rộng mảng bán lẻ miễn thuế và/hoặc tăng cổ phần tại JDV.

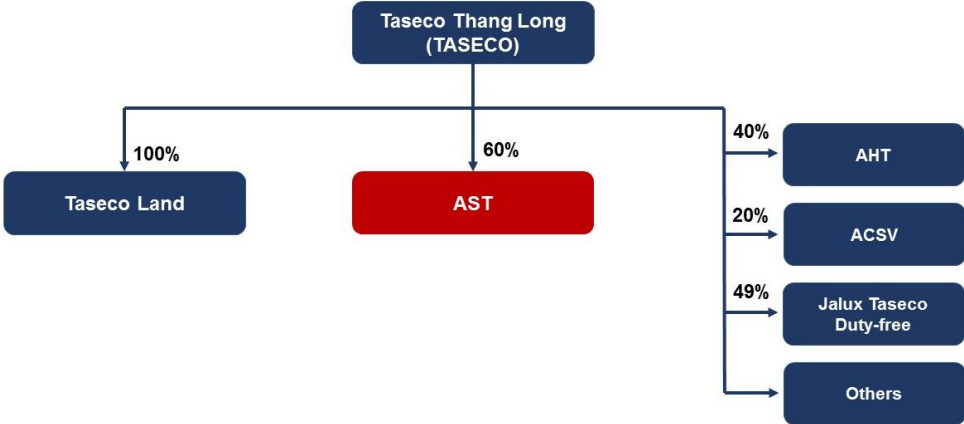
Hình 4: Cơ cấu cổ đông của AST (Quý 2/2018)



Nguồn: AST, VCSC

Taseco đầu tư vào các mảng khác nhau của hàng không và đầu tư vào BĐS. Taseco đi vào hoạt động năm 2005 và lĩnh vực kinh doanh ban đầu là bán lẻ tại sân bay với việc mở cửa hàng tại Sân bay Nội Bài, và sau đó công ty dần đầu tư vào hàng không và BĐS. Ngoài 60% cổ phần tại AST, công ty còn nắm 40% cổ phần tại CTCP Đầu tư Khai thác Nhà ga quốc tế Đà Nẵng (AHT), đơn vị sở hữu và điều hành nhà ga hành khách quốc tế tại Sân bay Đà Nẵng (đi vào hoạt động trong Quý 2/2017). Công ty cũng nắm 20% cổ phần tại CTCP Dịch vụ Hàng hóa Hàng không (ACSV), là đơn vị sở hữu và điều hành một nhà ga hàng hóa tại sân bay Nội Bài. Như đã trình bày trên đây, công ty hiện sở hữu cổ phần 49% tại JDV nhưng dự kiến sẽ bán lại cho AST trong Quý 4/2018. Ngoài ra, tập đoàn sở hữu 100% CTCP Đầu tư Bất động sản TASECO (Taseco Land).

Hình 5: CTCP Dịch vụ Hàng không Thăng Long (6 tháng đầu năm 2018)



Nguồn: AST, VCSC

Ban lãnh đạo và HĐQT

Các thành viên ban lãnh đạo và HĐQT đều có trên 10 năm kinh nghiệm trong ngành hàng không hoặc tài chính, và phần lớn đều đã công tác lâu năm tại Taseco hoặc AST. Ngoài ra, AST còn có một thành viên HĐQT độc lập đại diện cho PENM IV.

Hình 6: Ban lãnh đạo và HĐQT

Họ và Tên	Vị trí hiện nay tại AST	Vị trí hiện nay tại Taseco	Tuổi	Ghi chú
HĐQT				
Phạm Ngọc Thanh	Chủ tịch HĐQT	Chủ tịch HĐQT	42	Khoảng 20 năm kinh nghiệm trong ngành hàng không Đồng sáng lập Taseco Có bằng MBA Chủ tịch HĐQT AHT
Nguyễn Minh Hải	Phó Chủ tịch HĐQT	TGD	42	Khoảng 20 năm kinh nghiệm trong ngành hàng không Đồng sáng lập Taseco Có bằng MBA Chủ tịch HĐQT VINACS
Lê Anh Quốc	Phó Chủ tịch HĐQT/TGD	Phó Chủ tịch HĐQT	48	Trên 25 năm kinh nghiệm trong ngành hàng không
Đào Tiến Dương	Thành viên HĐQT	Phó TGD	42	Khoảng 20 năm kinh nghiệm trong ngành tài chính Chủ tịch ban kiểm soát VINACS
Lars Kjaer	Thành viên HĐQT		60	Trên 10 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực đầu tư Trên 10 năm kinh nghiệm làm việc tại Việt Nam Thành viên HĐQT tại MSN, HPG, GTN Foods (HOSE: GTN)
Ban lãnh đạo				
Lê Anh Quốc	Như trên	Như trên	Như trên	Như trên
Nguyễn Thị Thanh Phương	Phó TGD	Phó TGD	42	Trên 10 năm kinh nghiệm trong ngành hàng không
Nguyễn Quang Huy	Phó TGD	Phó TGD	52	Trên 10 năm kinh nghiệm trong ngành hàng không
Phạm Đức Long	Phó TGD	Phó TGD	47	Trên 25 năm kinh nghiệm trong ngành tài chính Thành viên HĐQT ACSV Phó Chủ tịch HĐQT CTCP Chứng khoán Phố Wall (Việt Nam)

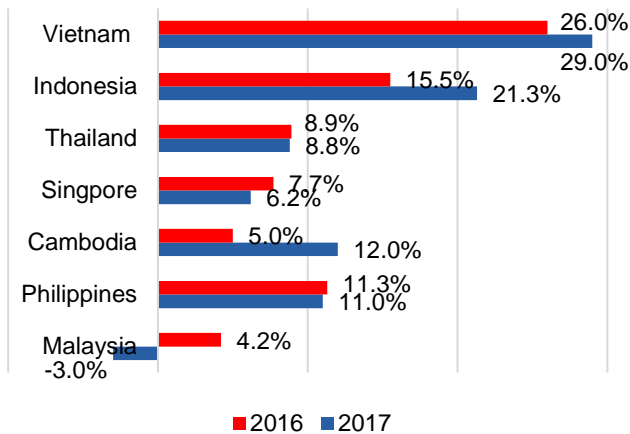
Nguồn: HVN, VCSC

Tổng quan ngành

Lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng mạnh hơn so với các nước khác trong khu vực. Lượng khách quốc tế đến Việt Nam đạt tăng trưởng kép hàng năm 27% trong các năm 2015-2017, cao hơn so với khu vực Châu Á Thái Bình Dương (6,6%), ASEAN (7,4%) và Thái Lan (8,8%). IATA cho biết năm 2017, Việt Nam là thị trường hàng không tăng trưởng mạnh thứ bảy thế giới và dự kiến sẽ nằm trong số năm nước có lượng hành khách tăng thêm cao nhất trong 20 năm tới.

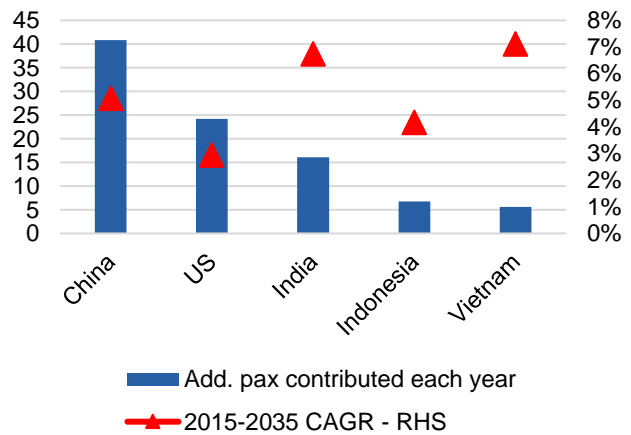
Xu hướng cơ cấu lợi nhuận tích cực, có xu hướng thúc đẩy tăng trưởng hành khách trong dài hạn. Dự báo lượng hành khách sẽ tăng trưởng mạnh nhờ (1) ngành du lịch bùng nổ vì Việt Nam nằm gần các nước có thị trường hàng không tăng trưởng mạnh như Trung Quốc, (2) tầng lớp trung lưu trẻ, ngày càng mở rộng, (3) tỷ lệ thâm nhập của giao thông đường hàng không còn thấp, và (4) các hãng hàng không chi phí thấp (low-cost carrier) phát triển mạnh.

Hình 7: Việt Nam đạt tăng trưởng lượng khách quốc tế cao nhất ASEAN



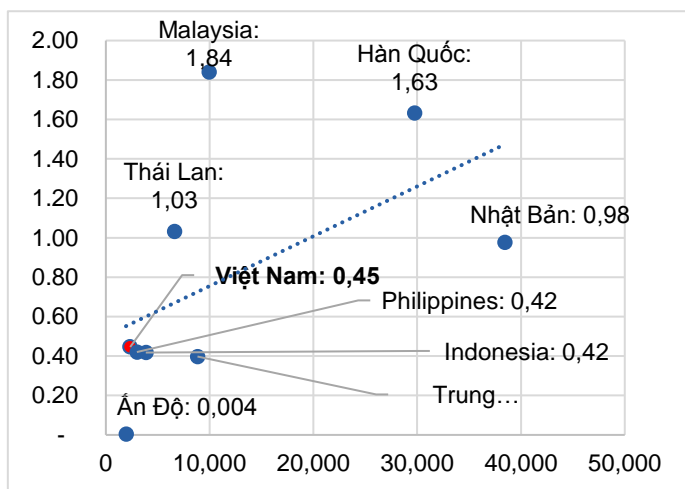
Nguồn: UNWTO

Hình 8: Việt Nam là một trong những thị trường hàng không tăng trưởng mạnh nhất thế giới và dự kiến sẽ đóng góp số hành khách lớn trong những năm 2015-2035 (triệu)



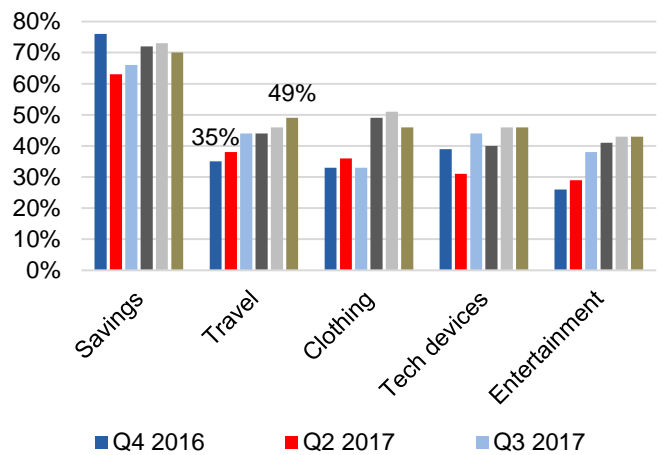
Nguồn: IATA

Hình 9: Tỷ lệ thâm nhập giao thông đường hàng không tại Việt Nam còn thấp (2017)



Nguồn: Ngân hàng Thế giới, VCSC

Hình 10: Người tiêu dùng Việt Nam ưu tiên đi du lịch*



Nguồn: Nielsen

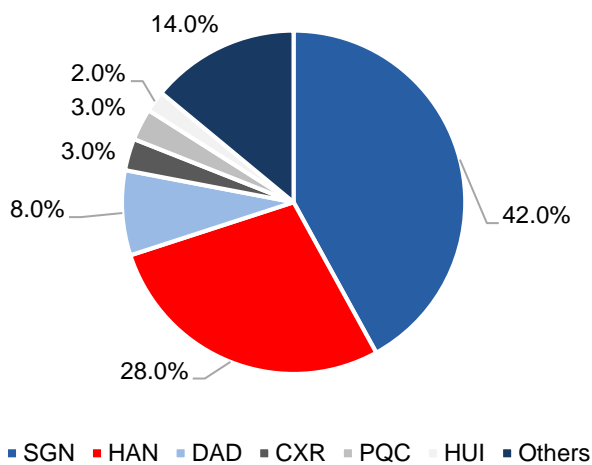
Ghi chú: * Tỷ lệ % người trả lời dự kiến sẽ tăng cường chi tiêu vào các khu vực sản phẩm trong cuộc khảo sát

Bán lẻ tại sân bay (không miễn thuế)

Tỷ lệ thâm nhập cao tại các sân bay chính, có lưu lượng hành khách lớn

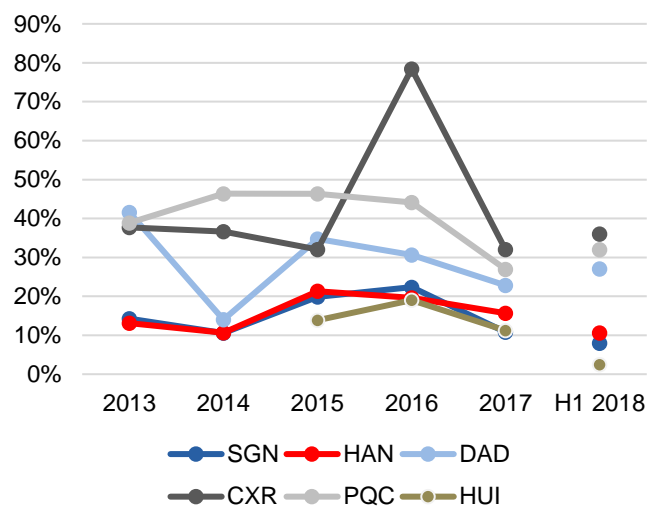
AST là công ty bán lẻ duy nhất có cửa hàng tại cả sáu sân bay hoạt động mạnh nhất Việt Nam, với nhiều cửa hàng tại từng nhà ga, phần lớn mang thương hiệu “Lucky”. Tuy Việt Nam có 21 sân bay đang hoạt động nhưng sáu sân bay nói trên chiếm đến khoảng 86% lượng hành khách từ tháng 07/2017-06/2018. Vì vậy, hiện diện của AST tại các sân bay này đóng vai trò quyết định đối với thành công của hoạt động bán lẻ.

Hình 11: Sáu sân bay hoạt động mạnh nhất Việt Nam chiếm 86% lượng hành khách 07/2017-06/2018



Nguồn: ACV, VCSC

Hình 12: Tăng trưởng lượng hành khách tại các sân bay hoạt động mạnh nhất Việt Nam



Nguồn: ACV, VCSC

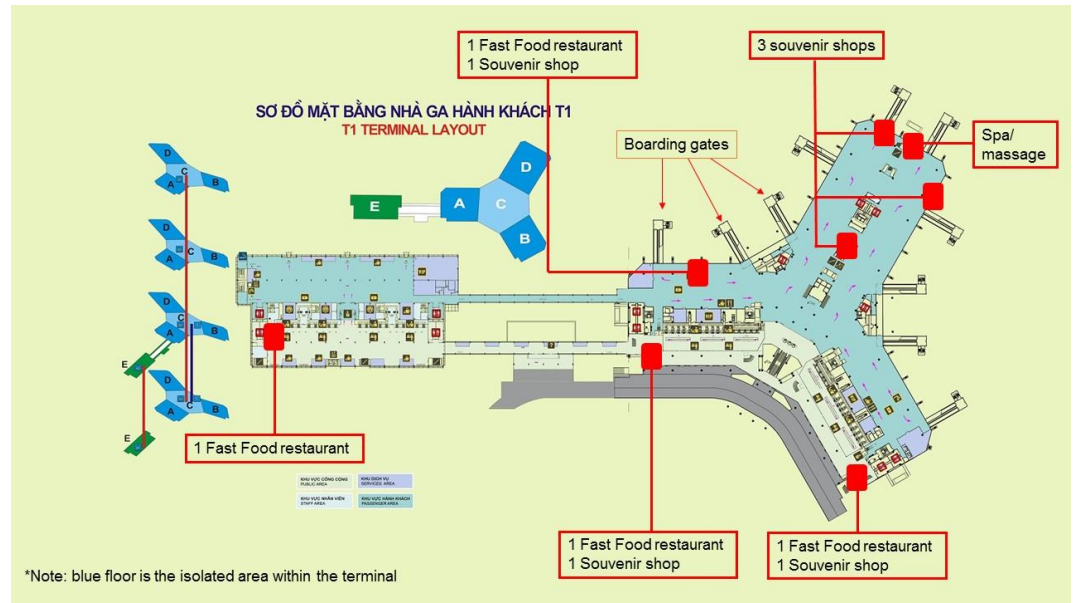
Các cửa hàng bán lẻ của AST nằm tại các vị trí đặc địa tại sân bay. Khu vực được canh gác sau kiểm tra an ninh thường thuận lợi hơn cho hoạt động bán lẻ vì hành khách thường có xu hướng mua sắm và ăn uống sau khi được kiểm tra an ninh và hoàn tất thủ tục hải quan. Chúng tôi ước tính các cửa hàng bán đồ lưu niệm, thực phẩm và đồ uống của AST chiếm không dưới 30% mặt bằng bán lẻ tại nhà ga trong nước của sân bay Nội Bài và nhà ga quốc tế của sân bay Đà Nẵng, chủ yếu tại khu vực sau khi kiểm tra an ninh (không có số liệu về các nhà ga khác).

Hình 13: Hành khách mua sắm nhiều hơn tại một số địa điểm tại sân bay

	Thuận lợi hơn	Kém thuận lợi
Vị trí sân bay / nhà ga	Thành phố du lịch / trung tâm tài chính	Thành phố thông thường
	Sân bay / nhà ga quốc tế	Sân bay / nhà ga trong nước
	Khu vực cửa hàng không truyền thống	Khu vực cửa hàng không chi phí thấp
	Sân bay / nhà ga bị quá tải	Sân bay / nhà ga hoạt động với công suất thấp
Khu vực bên trong sân bay	Cách ly	Khu ngoài cách ly
Thời gian trung bình của hành khách tại sân bay	Cao	Thấp

Nguồn: VCSC

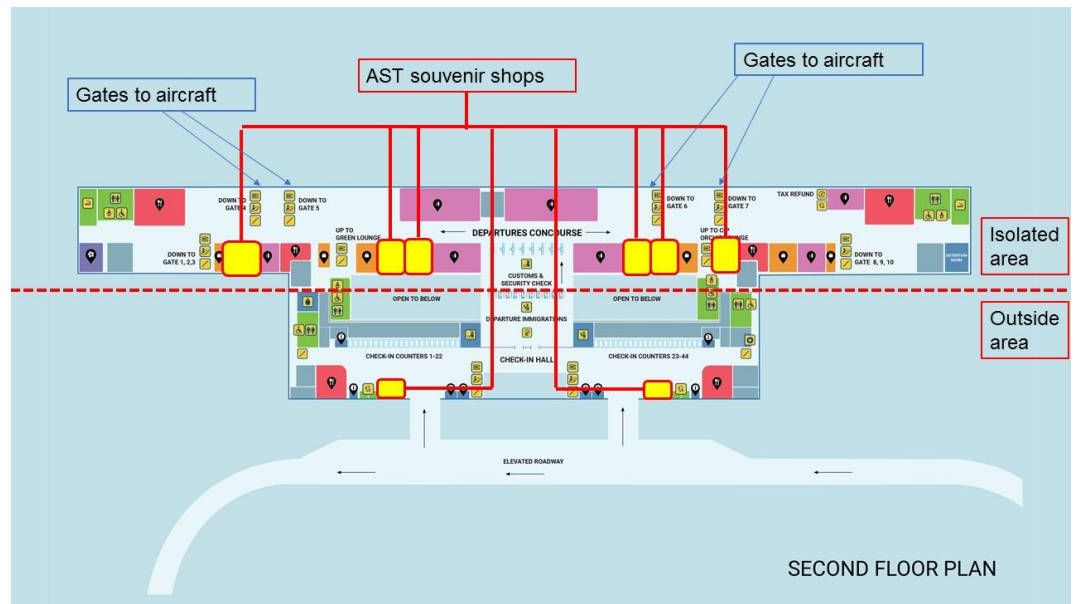
Hình 14: Các cửa hàng của AST tại sân bay Nội Bài đều có vị trí thuận lợi ở nhà ga hành khách trong nước



Nguồn: VCSC

Ghi chú: Phần màu xanh là khu vực sau khi kiểm tra an ninh

Hình 15: Các cửa hàng của AST tại sân bay Đà Nẵng đều có vị trí thuận lợi ở nhà ga hành khách quốc tế



Nguồn: VCSC

Ghi chú: Phần màu hồng và đỏ là các điểm bán hàng miễn thuế và thực phẩm và đồ uống

Thị trường bán lẻ tại sân bay của Việt Nam còn phân tán với một số đối thủ chính. Ngoài AST, thị trường còn có ba đối thủ đã niêm yết là CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất (UPCoM:SAS), CTCP Dịch vụ Sân bay Quốc tế Cam Ranh (HNX:CIA) và CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Nội Bài (UpCOM:NAS). Ngoài ra, còn có 10 đối thủ chưa niêm yết, phần lớn chỉ hiện diện tại một sân bay nhất định. Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (UPCoM:ACV), đơn vị điều hành sân bay hàng đầu Việt Nam, cũng điều hành một số cửa hàng bán lẻ tại nhiều sân bay.

Hình 16: Các công ty bán lẻ tại sân bay đã niêm yết

Mã	Giá trị vốn hóa (triệu USD) (*)	Hoạt động cốt lõi và tỷ trọng trong tổng lợi nhuận gộp 2017	Sân bay	Cạnh tranh trực tiếp với AST
AST	103	Bán lẻ tại sân bay (69%); Khách sạn (25%)	Nội Bài, Đà Nẵng, Cam Ranh, Phú Bài, Tân Sơn Nhất, Phú Quốc, Vân Đồn	
SAS	148	Bán hàng miễn thuế (27%); Phòng chờ VIP (27%); Bán lẻ tại sân bay (15%)	Tân Sơn Nhất	Không (***)
CIA	13	Bán hàng miễn thuế (61%); Dịch vụ phục vụ mặt đất (28%)	Cam Ranh	Không (**)
NAS	12	Vận chuyển từ sân bay đi các nơi khác và ngược lại (23%); Thực phẩm và đồ uống tại sân bay (59%)	Nội Bài	Có

Nguồn: Số liệu công ty, VCSC

(*) tính đến ngày 01/10/2018

(**) Trong khi cả AST và CIA đều có cửa hàng bán lẻ tại Sân bay Cam Ranh, các cửa hàng của AST nằm tại nhà ga quốc tế trong khi của CIA nằm tại nhà ga trong nước.

(***) Lĩnh vực hoạt động cốt lõi của SAS là bán lẻ miễn thuế và phòng chờ VIP. Hiện AST chỉ có ba cửa hàng tại Sân bay Tân Sơn Nhất và các cửa hàng này chỉ mới được mở vào cuối năm 2017 nên chúng tôi cho rằng SAS không phải là một đối thủ cạnh tranh trực tiếp đáng kể.

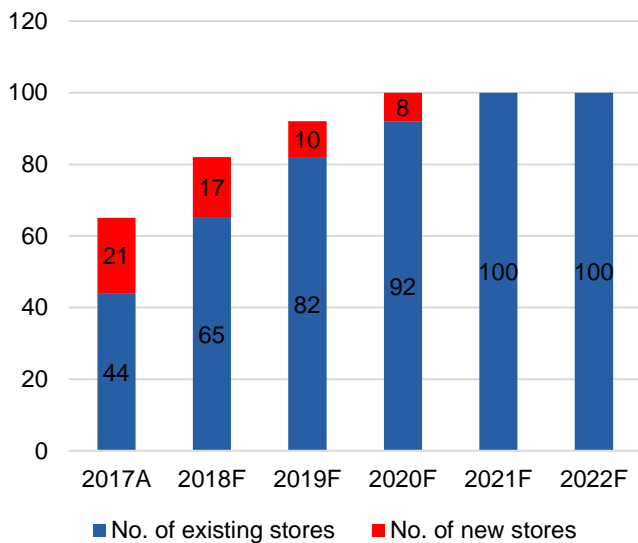
Các cửa hàng hiện nay và sẽ được mở sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Đẩy mạnh mở cửa hàng trong các năm 2018-2020. Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp mảng bán lẻ tại sân bay sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm lần lượt 18,1% và 17,8% trong giai đoạn 2017-2022, chủ yếu nhờ 35 cửa hàng mở trong các năm 2018-2020. Chúng tôi giả định số cửa hàng sau năm 2020 sẽ không đổi theo chiến lược của công ty, cũng như do mặt bằng bán lẻ tại các sân bay có hạn.

Mỗi cửa hàng mới sẽ đóng góp 4,8 tỷ đồng doanh thu trong năm đầu hoạt động. Chúng tôi giả định trong năm đầu hoạt động, mỗi cửa hàng mới hàng tháng sẽ thu về 400 triệu đồng doanh thu, thấp hơn 20% so với mức trung bình năm 2017 của AST vì các cửa hàng mới nằm tại các sân bay có cạnh tranh gay gắt như Sân bay Nội Bài và Phú Bài, cũng như các nhà ga mới (sân bay Vân Đồn và nhà ga quốc tế sân bay Cam Ranh).

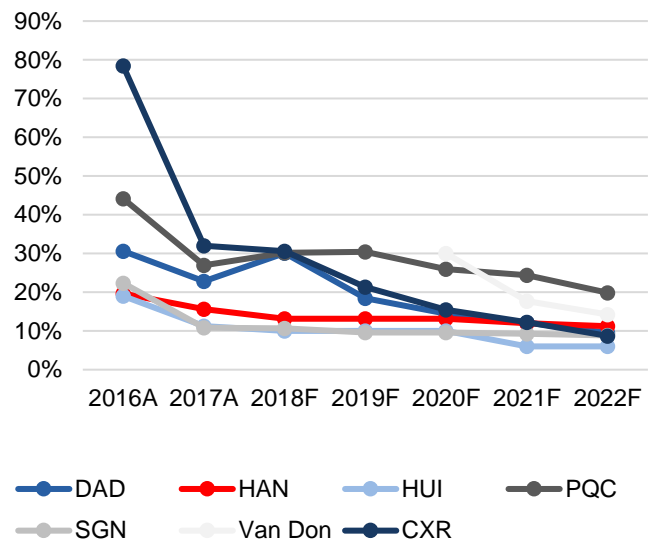
Tăng trưởng doanh thu từ các cửa hàng hiện hữu được thúc đẩy nhờ lượng hành khách tiếp tục tăng mạnh và các cửa hàng có vị trí đắc địa. Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu từ các cửa hàng hiện hữu năm 2018 sẽ đạt 9% và tính chung giai đoạn 2018-2022 sẽ đạt 7% nhờ lượng hành khách tại các sân bay tiếp tục tăng mạnh cũng như công ty mở thêm nhiều cửa hàng mới trong các năm 2018-2020. Tăng trưởng doanh thu từ các cửa hàng hiện hữu dự kiến sẽ chậm lại trong các năm tới do tăng trưởng lượng hành khách trong các năm cuối trong giai đoạn dự báo của chúng tôi trở nên ổn định.

Hình 17: Số cửa hàng mới sẽ đạt đỉnh trong các năm 2018-2020 (số cửa hàng không miễn thuế của AST)



Nguồn: AST, VCSC

Hình 18: Tăng trưởng lượng hành khách sẽ dần ổn định



Nguồn: ACV, VCSC

Các mặt hàng lưu niệm của địa phương có biên lợi nhuận cao hơn so với các mặt hàng miễn thuế. Các cửa hàng bán đồ lưu niệm của AST chủ yếu bán các sản phẩm truyền thống của Việt Nam được sản xuất tại địa phương, ví dụ như tại các cửa hàng tại sân bay Nội Bài chủ yếu bán các sản phẩm sản xuất tại Hà Nội. Các sản phẩm này có biên lợi nhuận cao hơn so với các sản phẩm miễn thuế vì cả AST và NAS đều đạt biên lợi nhuận gộp trên 50% trong khi mảng bán hàng miễn thuế của SAS và NAS đạt chưa đến 30%. Nguyên nhân là các sản phẩm tại các cửa hàng miễn thuế đều thuộc các thương hiệu lớn và giá không thể chênh lệch đáng kể so với các mặt hàng tương tự tại các sân bay khác.

Đã ký hợp đồng thuê mặt bằng tại nhiều sân bay trong trung hạn với các công ty điều hành. AST đã thuê mặt bằng tại Sân bay Nội Bài với ACV trong 12 năm qua và các hợp đồng thuê mặt bằng hiện nay tại sân bay này đến năm 2023 mới hết hạn. Vì công ty mẹ là cổ đông lớn tại nhà ga hành khách quốc tế sân bay Đà Nẵng, chúng tôi cho rằng AST sẽ ký được hợp đồng thuê mặt bằng tại nhà ga quốc tế sau khi hợp đồng hết hạn vào năm 2022. Ngoài ra, các hợp đồng thuê mặt bằng tại nhà ga hành khách quốc tế sân bay Cam Ranh và sân bay Vân Đồn (chuẩn bị đi vào hoạt động trong thời gian tới) cũng có hiệu lực ít nhất là đến năm 2022. Chúng tôi xin lưu ý quyền và điều kiện của/dành cho các bên trong việc chấm dứt hợp đồng vẫn chưa được công bố.

Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ ổn định. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn dự báo sẽ ổn định trong khoảng 60%-62% nhờ AST có lợi thế cạnh tranh lớn và mặt bằng bán lẻ tại các sân bay Việt Nam hạn chế. Tuy các cửa hàng mới sẽ vấp phải cạnh tranh gay gắt hơn nhưng chúng tôi nhận thấy có khoảng 30% cửa hàng hiện nay của AST chỉ mới được mở trong vòng 12 tháng qua và tác động cuối cùng đối với biên lợi nhuận gộp sẽ không đáng kể. Chúng tôi dự báo tiền thuê mặt bằng sẽ tăng vì ACV tìm cách tăng doanh thu ngoài hàng không. Chúng tôi giả định tỷ lệ chi phí thuê mặt bằng / doanh thu bán lẻ ở sân bay năm 2022 sẽ tăng lên 14,7% từ 10,7% năm 2017. Chúng tôi giả định con số này sau năm 2022 sẽ ổn định tại mức 14,7%.

Bán lẻ tại sân bay (miễn thuế)

Ghi chú: AST chỉ nắm cổ phần 49% tại JDV nên không thể hợp nhất công ty này.

Kinh nghiệm và mạng lưới cung cấp của Jalux sẽ củng cố khả năng cạnh tranh của JDV. Jalux, một công ty liên kết của cả Japan Airlines và Sojitz Corp. (một công ty chuyên về thương mại tổng hợp) có trên 25 năm kinh nghiệm trong hoạt động bán lẻ miễn thuế. Công ty hiện sở hữu 82 cửa hàng bán lẻ (miễn thuế và không miễn thuế) tại nhiều sân bay. Chúng tôi xin lưu ý rằng 60%-70% các mặt hàng bày bán tại JDV là hàng Nhật, chủ yếu do Jalux cung cấp.

JDV không phải đối mặt với cạnh tranh gay gắt tại các sân bay hiện nay. Lotte, với sự hợp tác của SAS, là đối thủ cạnh tranh chính của JDV tại Sân bay Nội Bài và Đà Nẵng. Ngoài ra, NAS và ACV cũng điều hành một số cửa hàng miễn thuế tại Sân bay Nội Bài.

Hòa vốn sau một năm hoạt động. JDV hiện có tổng cộng năm cửa hàng miễn thuế, trong đó ba cửa hàng nằm tại sân bay Nội Bài và hai tại sân bay Đà Nẵng. JDV hòa vốn năm 2017 dù mới chỉ đi vào hoạt động đầu năm 2016 và đề ra mục tiêu doanh thu và LNST đạt lần lượt trên 200 tỷ đồng và trên 30 tỷ đồng cho năm 2018.

Hình 19: Các cửa hàng của JDV tại Sân bay Nội Bài



Nguồn: JDV

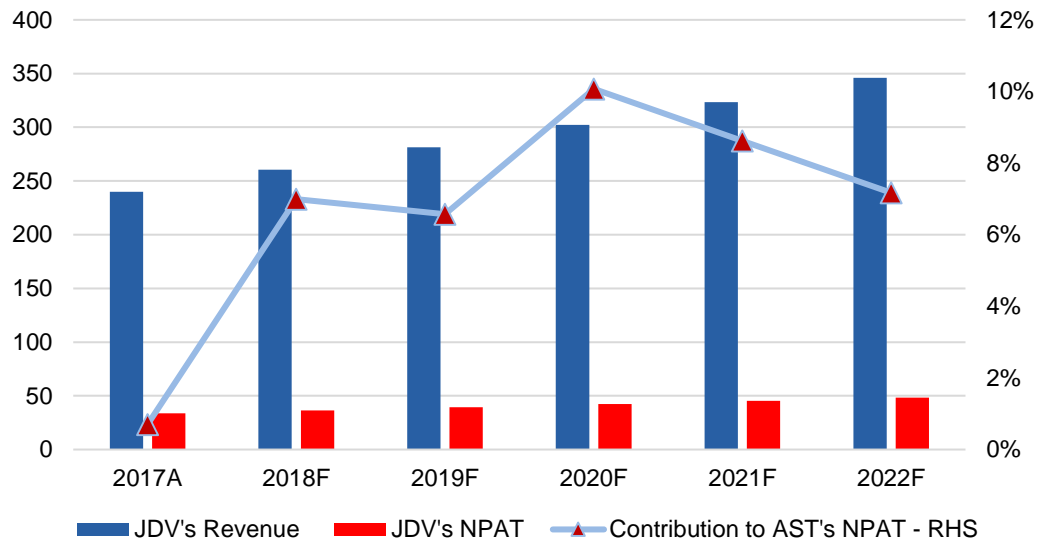
Hình 20: Các cửa hàng của JDV tại Sân bay Đà Nẵng



Nguồn: JDV

Dự kiến JDV sẽ chiếm khoảng 7%-10% LNST của AST từ năm 2019 trở đi. Vì các cửa hàng của JDV vẫn chưa ổn định như SAS, chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu 20% dành cho doanh thu hàng miễn thuế từ mỗi cửa hàng/năm của SAS và được kết quả JDV đạt doanh thu 48 tỷ đồng/cửa hàng/năm. Chúng tôi áp dụng giả định tăng trưởng doanh thu từ các cửa hàng hiện hữu của mảng bán lẻ sân bay không miễn thuế là 7%-9% giai đoạn 2017-2022 và giả định biên LNST 14% như mục tiêu công ty đề ra, và được kết quả LNST của JDV vào khoảng 40 tỷ đồng giai đoạn 2018-2022.

Hình 21: JDV sẽ chiếm khoảng 7%-10% LNST của AST



Nguồn: VCSC

Tăng trưởng có thể sẽ được thúc đẩy nhờ thâm nhập vào các sân bay khác và tăng cổ phần tại JDV. JDV hiện đang xem xét khả năng mở cửa hàng tại các sân bay khác như Vân Đồn và Phú Quốc trong trung hạn. Công ty cũng mong muốn tăng cổ phần tại JDV và hợp nhất công ty này trong ngắn hạn. Chúng tôi vẫn chưa đưa phản ánh các khả năng trên vào mô hình định giá.

Khách sạn

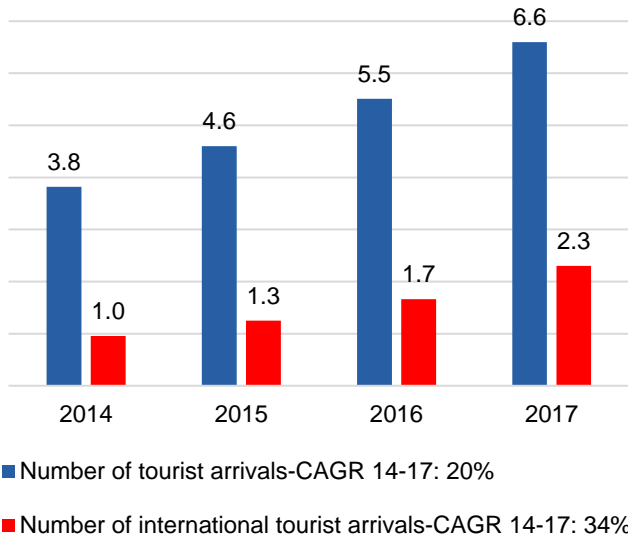
A La Carte Da Nang

Lượng khách du lịch đến Đà Nẵng, một trong những địa điểm du lịch chính của Việt Nam, ngày càng tăng. Với bãi biển dài hơn 10 km, Đà Nẵng đã trở thành một trong những địa điểm du lịch chính tại Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng kép hàng năm của lượng khách du lịch (cả trong nước lẫn nước ngoài) 2014-2017 đạt 20%, thuộc loại cao nhất Việt Nam, và dự báo Đà Nẵng sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng hai chữ số trong trung hạn. Cụ thể, lượng khách quốc tế đến Đà Nẵng trong thời gian nói trên tăng 34%, hỗ trợ tăng trưởng mảng khách sạn cao cấp vì 80% khách tại các khách sạn cao cấp là người nước ngoài (Grant Thornton).

Vị trí của A La Carte Da Nang là lợi thế cạnh tranh chính. Khách sạn 4 sao nằm ngay đối diện bãi biển Mỹ Khê, bãi biển chính của Đà Nẵng.

Được xếp hạng cao so với các khách sạn 4 sao. A La Carte Da Nang hiện đứng thứ 55 trong số 356 khách sạn tại Đà Nẵng do Trip Advisor đánh giá, nghĩa là nằm trong top 15%. Khách sạn này được đánh giá cao nhờ vị trí thuận tiện và vệ sinh.

Hình 22: Lượng du khách đến Đà Nẵng 2014-2017



Nguồn: Sở Du lịch Đà Nẵng, VCSC

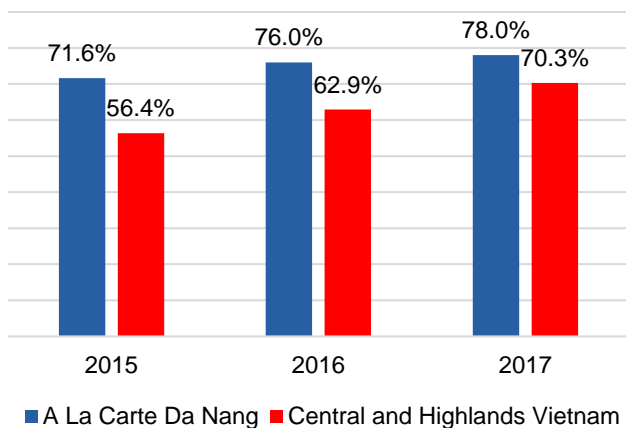
Hình 23: A La Carte Da Nang có vị trí đặc địa



Nguồn: VCSC

Giá phòng cao hơn trung bình với tỷ lệ lấp đầy gần đạt mức tối đa. Với mức giá khoảng 91USD/đêm, giá phòng (một phòng ngủ cho một đêm) trung bình cao hơn 2%-7% so với các khách sạn 4 và 5 sao khác tại miền Trung và Tây Nguyên năm 2016 và 2017. Trong khi đó, tỷ lệ lấp đầy luôn ở mức cao, từ 70%-80%, cao hơn các khách sạn 4 và 5 sao khác trong khu vực với trung vị dưới 71% trong thời gian này (Grant Thornton). Chúng tôi xin lưu ý rằng A La Carte không thể hoạt động với tỷ lệ lấp đầy quá 85% vì phải giữ lại 10%-15% phòng trống cho nhà đầu tư.

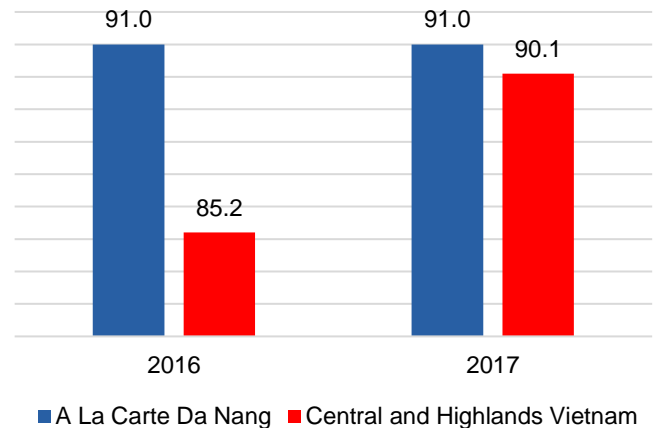
Hình 24: Tỷ lệ lấp đầy tại A La Carte Da Nang so với các khách sạn 4 và 5 sao tại miền Trung và Tây Nguyên



Nguồn: AST, Grant Thornton

Ghi chú: Central and Highlands Vietnam là Các khách sạn tại miền Trung và Tây Nguyên bao gồm các khách sạn tại Đà Nẵng, Hội An, Huế, Khánh Hòa, Quảng Bình, Phan Thiết, Đắc Lắc và Đà Lạt

Hình 25: Giá phòng tại A La Carte Da Nang so với các khách sạn 4 và 5 sao tại miền Trung và Tây Nguyên

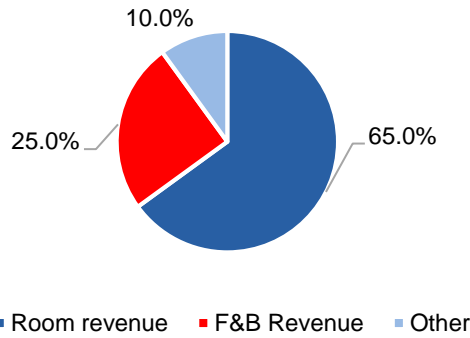


Nguồn: AST, Grant Thornton

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp của A La Carte Da Nang sẽ tăng trưởng ổn định trong các năm 2017-2022 nhờ tiền thuê phòng, tỷ lệ lấp đầy (luôn trên dưới 78%), và biên lợi nhuận cùng ổn định. Tuy dự báo tiền thuê phòng tính bằng USD sẽ giảm khoảng 2%/năm, chúng tôi cho rằng tác động của đồng VND sẽ được khắc phục với giả định tỷ giá

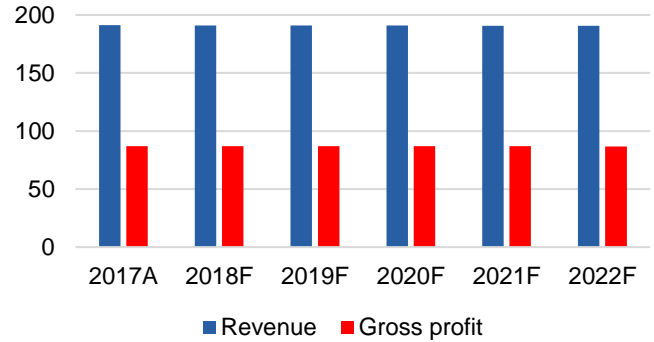
đồng USD sẽ tăng giá khoảng 2% mỗi năm so với đồng VND. Doanh thu từ tiền phòng chiếm gần ¼ tổng doanh thu. Phần còn lại của doanh thu chủ yếu do dịch vụ đồ ăn – thức uống và quán bar trên mái khách sạn mang lại.

Hình 26: Cơ cấu doanh thu của A La Carte Da Nang 2017



Nguồn: AST, VCSC

Hình 27: Doanh thu và lợi nhuận gộp của A La Carte Da Nang (tỷ VND) – Kết quả 2017 và dự báo 2018-2022



Nguồn: VCSC

Thị trường khách sạn ngày càng bão hòa, có thể ảnh hưởng đến khả năng sinh lời. Do không có hạn chế cụ thể về phát triển khách sạn tại Việt Nam, Grant Thornton dự báo số khách sạn 4 và 5 sao tại Đà Nẵng sẽ gần như tăng gấp đôi trong các năm 2018-2020. Cụ thể, thành phố này sẽ có thêm 8.186 khách sạn bên cạnh 9.495 khách sạn hiện nay. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ gây áp lực đối với A La Carte Da Nang cả về tiền phòng lẫn tỷ lệ lấp đầy, nhất là khi khách sạn này nhìn chung chỉ có lợi thế về vị trí.

A La Carte Hạ Long

Hạ Long là một trong những điểm đến du lịch hàng đầu của Việt Nam, thậm chí thu hút lượng khách du lịch nhiều hơn cả Đà Nẵng (trong năm 2017, Hạ Long đã thu hút 6,9 triệu lượt khách du lịch, so với 6,6 triệu tại Đà Nẵng), dù có diện tích khá nhỏ chỉ với 272 triệu m², chỉ bằng khoảng 1/6 diện tích của Đà Nẵng hoặc 1/8 diện tích của TP. HCM. Vịnh Hạ Long, đã được công nhận là Di sản Thiên nhiên Thế giới của UNESCO vào năm 1994, là một kỳ quan thiên nhiên nằm tại miền Bắc. Hạ Long đã ghi nhận tăng trưởng lượng khách du lịch ổn định với CAGR lượng du khách đến Hạ Long 9% trong giai đoạn 2014-2017 và CAGR của lượng du khách quốc tế đến Hạ Long là hơn 10% trong cùng kỳ. Ngoài ra, ngành du lịch của Hạ Long dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh nhờ cải thiện khả năng kết nối và cơ sở hạ tầng du lịch nghỉ dưỡng.

Kết nối đến thành phố Hạ Long đang cải thiện và dự kiến thúc đẩy ngành du lịch của Hạ Long. Các tuyến đường cao tốc vừa hoàn thành như cao tốc Hạ Long – Hải Phòng và Hà Nội – Hải Phòng đã cắt giảm thời gian di chuyển giữa Hà Nội và Hạ Long còn 1,5 giờ đồng hồ từ 4 giờ, do đó cải thiện tính kết nối cho khách du lịch xuất phát từ Hà Nội và Hải Phòng đến thành phố Hạ Long và vịnh Hạ Long. Ngoài ra, cảng hàng không quốc tế Vân Đồn mới đã hoàn thành chuyến bay thử đầu tiên trong tháng 7/2018 và dự kiến đi vào hoạt động thương mại trong quý 4/2018 hoặc đầu năm 2019. Cảng hàng không Vân Đồn nằm cách khoảng 40km đến Hạ Long, và dự kiến sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng du lịch của Hạ Long và tương lai của Khu Kinh tế đặc biệt của cảng Vân Đồn.

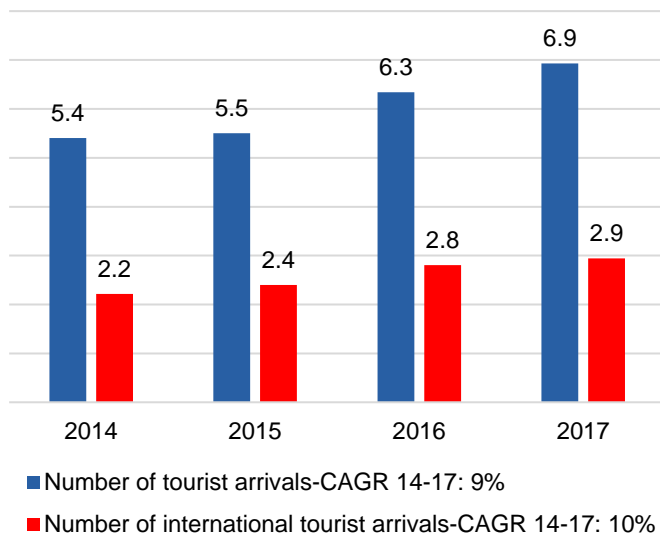
Vị trí thuận lợi của A La Carte Hạ Long sẽ là lợi thế cạnh tranh chính khi chỉ cách 5km từ cầu cảng Hạ Long, nơi phần lớn các tàu du lịch xuất phát để khám phá Vịnh Hạ Long.

Hình 28: Kết nối đến Hạ Long đang dần cải thiện



Nguồn: VCSC

Hình 29: Lượng khách du lịch đến thành phố Hạ Long trong giai đoạn 2014-2017 (triệu)



Nguồn: VCSC

Hình 30: Vị trí thuận lợi của A La Carte Hạ Long

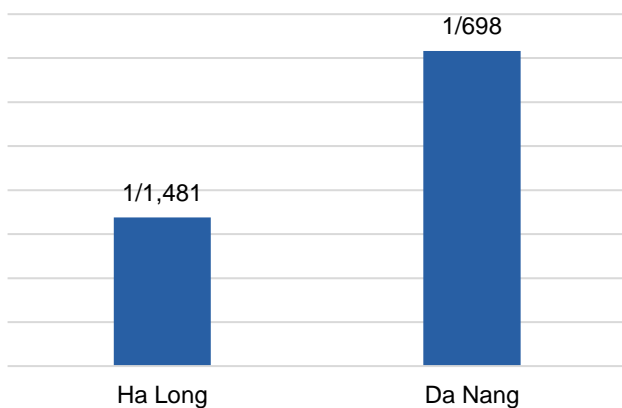


Nguồn: VCSC

Hạ Long có tỷ lệ thâm nhập của các khách sạn 3-5 sao thấp hơn so với Đà Nẵng, có thể là do Hạ Long thường chỉ là chuyến du lịch dài một ngày đối với các du khách từ Hà Nội cũng như lựa chọn có thể ở qua đêm trên các tàu du lịch. Hạ Long có một khách sạn 3-5 sao cho mỗi 1.481 du khách so với tỷ lệ một khách sạn 3-5 sao cho mỗi 698 du khách tại Đà Nẵng.

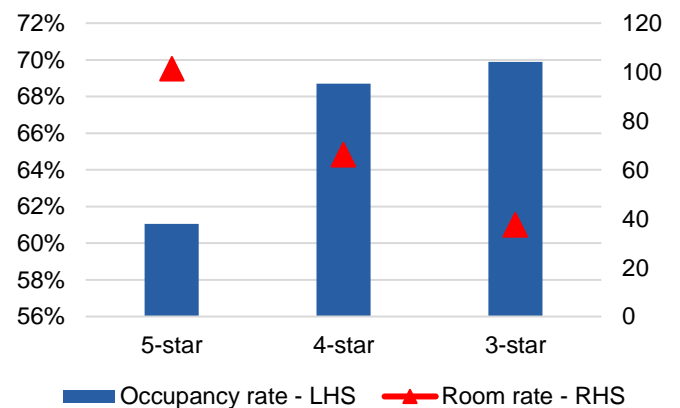
Các khách sạn tại Hạ Long có các chỉ số vận hành ở dưới mức trung bình so với phần còn lại của Việt Nam. Tỷ lệ lấp đầy trung bình cho các khách sạn 4 sao và 5 sao là dưới 70% trong khi mức trung bình của Việt Nam lần lượt là 72,2% và 75,2%. Ngoài ra, giá phòng cho các khách sạn 5 sao tại Hạ Long vào khoảng 101 USD, thấp hơn nhẹ so với trung bình cả nước là 107 USD.

Hình 31: Hạ Long có tỷ lệ thâm nhập thấp các khách sạn 3-5 sao so với Đà Nẵng (số lượng khách sạn 3-5 sao theo số du khách đến trong năm 2017).



Nguồn: Cục Du lịch Đà Nẵng, Cục Du lịch Quảng Ninh, VCSC

Hình 32: Tỷ lệ lấp đầy và giá phòng (USD/đêm) tại Hạ Long trong năm 2017

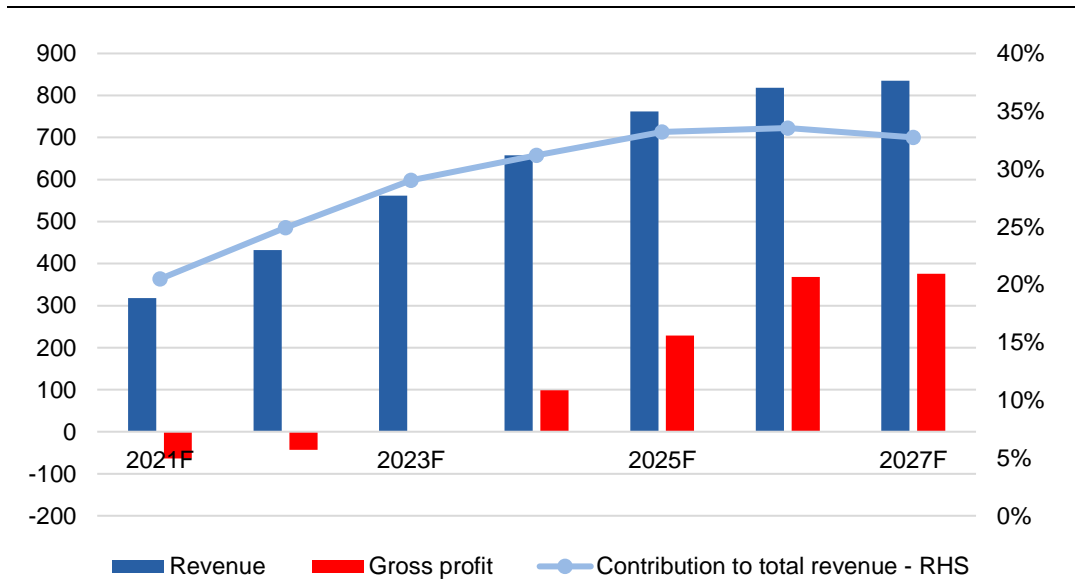


Nguồn: Cục Du lịch Quảng Ninh, VCSC

A La Carte Hạ Long dự kiến sẽ đi vào hoạt động thương mại trong năm 2021 và sẽ dần chiếm xấp xỉ 30% tổng doanh thu từ năm 2024. Chúng tôi giả định tỷ lệ lấp đầy sẽ đạt 40% trong năm đầu tiên và dần tăng lên 60% vào năm 2026, tương đương với tỷ lệ lấp đầy trung bình của khách sạn 5 sao tại thành phố Hạ Long năm 2017. Chúng tôi giả định rằng mức giá thuê phòng trung bình đạt 75 USD/đêm (thấp hơn giá thuê phòng tại A La Carte Đà Nẵng) trong năm hoạt động đầu tiên là 2021 USD, sau đó sẽ dần tăng lên 100 USD/đêm vào năm 2026, tương ứng với giá thuê trung bình của một khách sạn 5 sao tại Hạ Long trong năm 2017. Chúng tôi giả định mức cơ cấu doanh thu tương đương A La Carte Đà Nẵng với doanh thu phòng chiếm 65% tổng doanh thu, mảng F&B đóng góp 25% và doanh thu khác chiếm 10%.

Sẽ đạt điểm hòa vốn vào năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng khách sạn này sẽ ghi nhận lỗ trong vòng 4 năm đầu tiên hoạt động. Chúng tôi giả định biên LN gộp sẽ ở mức âm 20% trong năm 2021 và tăng lên dương 45% vào năm 2026. Chúng tôi giả định rằng A La Carte Hạ Long sẽ tạo ra mức biên lợi nhuận tương đương tại A La Carte Đà Nẵng nhằm ghi nhận tác động của cơ cấu condotel (căn hộ nghỉ dưỡng) trong khả năng sinh lời. Diễn biến này dẫn đến giả định mức biên LN thấp hơn so với trung bình biên LN gộp của các khách sạn 5 sao là 64% (theo Grant Thornton).

Hình 33: Doanh thu và LN gộp dự phóng của A La Carte Hạ Long (tỷ đồng)



Nguồn: VCSC

Các dự án khách sạn A La Carte khác

AST hiện đang có kế hoạch đồng đầu tư với công ty mẹ nhằm xây dựng và vận hành các khách sạn 5 sao khác bao gồm A La Carte Đà Nẵng 2, A La Carte Cam Ranh, A La Carte Hà Nội, A La Carte Phú Quốc. Các khách sạn này sẽ được tài trợ sử dụng phương thức condotel tương tự A La Carte Đà Nẵng, theo AST cho biết. Khi các dự án này vẫn đang trong giai đoạn đầu của việc lên kế hoạch và phát triển với triển vọng khá hạn chế, chúng tôi chưa ghi nhận các dự án này vào mô hình định giá của chúng tôi.

Dịch vụ suất ăn hàng không

Ghi chú: AST có 26,7% cổ phần tại VINACS và chưa được hợp nhất

VINACS (CTCP Dịch vụ Suất ăn Hàng không Việt Nam) đang đối mặt với cạnh tranh gay gắt tại tất cả các sân bay mà hãng đang hoạt động. Tại HAN, đối thủ cạnh tranh duy nhất của VINACS là CTCP Suất ăn Hàng không Nội Bài (UpCom: NCS; trong đó Tổng CTCP Hàng không Việt Nam (HVN) là cổ đông lớn). Chúng tôi kỳ vọng cạnh tranh tại HAN sẽ là khá khó khăn khi NCS có công suất lớn khoảng 15.000-20.000 suất ăn/ngày, và đã nâng cấp cơ sở hạ tầng lên một vài lần và được hưởng lợi từ việc là công ty con của HVN. Cơ sở của VINACS tại HAN có công suất 10.000 suất ăn/ngày. Tại CXR, đối thủ cạnh tranh duy nhất của VINACS là MAS (CTCP Dịch vụ Hàng không Đà Nẵng, HVN cũng là cổ đông lớn). Chúng tôi lưu ý rằng VINACS đã nhanh chóng gia tăng thị phần tại sân bay CXR từ 0% vào đầu năm 2017 lên 80% vào cuối tháng 6/2018, nhờ công nghệ và công suất vượt trội.

Kế hoạch thâm nhập của VINACS vào SGN dường như là khó khả thi trong bối cảnh khan hiếm đất xung quanh sân bay này. Ngoài ra, CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (HOSE: SCS) dự kiến sẽ tham gia vào thị trường này trong trung hạn khi đã nhận được phê duyệt từ Cục Hàng không Dân dụng Việt Nam (CAAV) nhằm xây dựng cơ sở dịch vụ thức ăn hàng không với công suất 3.000 suất ăn/ngày ở cơ sở hiện tại.

Lợi thế cạnh tranh chính của VINACS là có công nghệ tiên tiến hơn, khi mang lại quy trình chuẩn bị thực phẩm an toàn và nhanh chóng hơn.

Hình 34: Khung thời gian, công suất và tổng vốn đầu tư và cạnh tranh tại mỗi cơ sở suất ăn hàng không

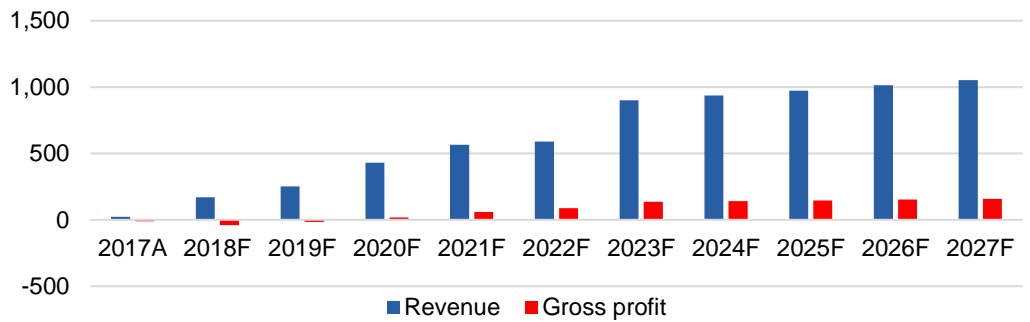
Địa điểm của cơ sở	Công suất (Giai đoạn 1/hoạt động) suất ăn/ngày	Công suất (Giai đoạn 2/hoạt động) suất ăn/ngày	Hiệu suất hiện tại (6 tháng 2018)	Vốn XDCB (tr USD)	Năm hoạt động đầu tiên	Cạnh tranh
Nội Bài	10.000	15.000	30%	341	T3/2017	CTCP Suất ăn Hàng không Nội Bài (UPCoM: NCS)
Cam Ranh	7.000	10.000	80%	319	T3/2017	CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Đà Nẵng (HNX: MAS) – công suất hiện tại 2.000-5.000 suất ăn/ngày

Nguồn: AST, VCSC.

Chúng tôi giả định VINACS sẽ trở nên có lãi từ năm 2020 khi cả các cơ sở hạ tầng của HAN và CXR sẽ chuyển sang sinh lời. Chúng tôi giả định mỗi cơ sở sẽ cần 3 năm để đạt điểm hòa vốn và thêm 2 năm nữa nhằm ghi nhận biên LN ròng 15% (so với NCS).

Việc tham gia vào các sân bay khác mang lại tiềm tăng trưởng. VINACS đang đánh giá kế hoạch nhằm đầu tư vào các dự án suất ăn hàng không tại các sân bay lớn như PQC (Phú Quốc) và DAD (Đà Nẵng). Khi các dự án này vẫn đang trong giai đoạn đầu lên kế hoạch và phát triển với tầm nhìn khá hạn chế, chúng tôi chưa ghi nhận vào mô hình định giá của chúng tôi.

Hình 35: Doanh thu và LNST dự báo của tất cả các cơ sở suất ăn hàng không của VINACS



Nguồn: AST, VCSC.

Phân tích tài chính

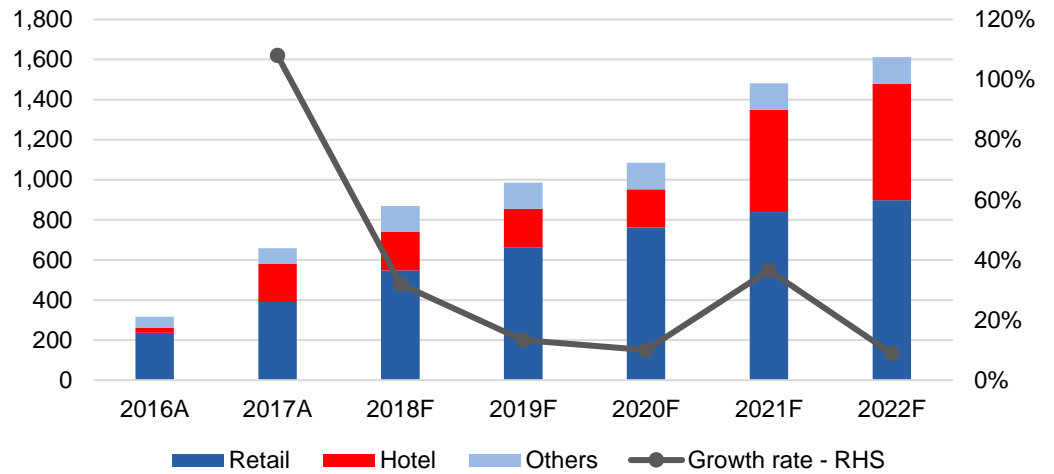
Ghi chú: thuật ngữ mảng Bán lẻ tại sân bay trong phần phân tích tài chính của chúng tôi chỉ nhằm nói đến mảng bán hàng không miễn thuế, khi mảng kinh doanh miễn thuế chưa được hợp nhất.

Doanh thu

Doanh thu Bán lẻ tại sân bay sẽ vẫn duy trì là yếu tố đóng góp cao nhất trong doanh thu nhưng doanh thu mảng Khách sạn sẽ tăng lên từ năm 2021. Mảng Bán lẻ tại sân bay và Khách sạn hiện đang chiếm lần lượt 60% và 30% tổng doanh thu của AST. Khi chúng tôi kỳ vọng sẽ đẩy mạnh số lượng các cửa hàng bán lẻ và tiếp tục được hưởng lợi từ mức SSSG cao trong giai đoạn 2017-2020 trong khi A La Carte Hạ Long đi vào hoạt động trong năm 2021, đóng góp doanh thu từ mảng Bán lẻ tại sân bay sẽ tăng đáng kể trong giai đoạn 2017-2020 và bắt đầu giảm từ năm 2021 khi khách sạn mới đi vào hoạt động.

Tăng trưởng doanh thu dịch chuyển phù hợp với các cửa hàng mở mới và khách sạn mới. Tăng trưởng doanh thu vững chắc trong năm 2016 và 2017 bị ảnh hưởng đáng kể bởi (1) hợp nhất các cửa hàng tại sân bay Đà Nẵng (quý 2/2016), A La Carte Đà Nẵng (quý 4/2016) và các cửa hàng tại sân bay Tân Sơn Nhất và Phú Quốc (quý 4/2016) từ Taseco Group sang AST và (2) tăng trưởng mạnh mẽ từ mảng Bán lẻ tại sân bay khi AST mở thêm hơn 20 cửa hàng trong năm 2017. Trong giai đoạn 2017-2022, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu sẽ đạt đà mạnh mẽ trong năm 2018-2019 chủ yếu nhờ các cửa hàng mở mới, trước khi chững lại vào năm 2020 khi chúng tôi dự báo sẽ không có thêm cửa hàng nào mới sau năm 2019. Trong trung hạn, tăng trưởng doanh thu sẽ tăng mạnh trong năm 2021 khi A La Carte Hạ Long đi vào hoạt động chính thức.

Hình 36: Diễn biến và doanh thu dự báo cầu AST (tỷ đồng)



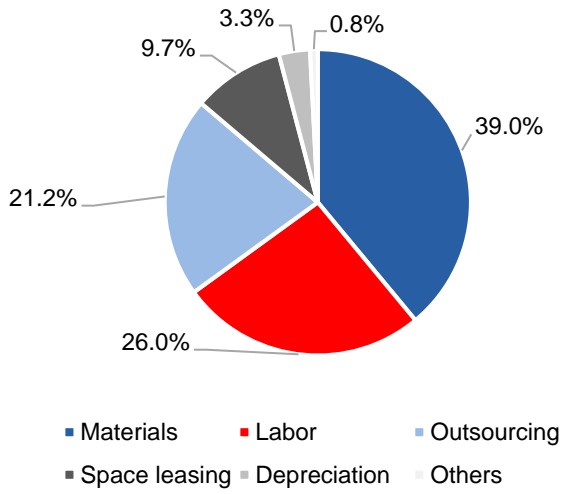
Nguồn: VCSC

Chi phí và lợi nhuận gộp

Nguyên vật liệu (chủ yếu là sản phẩm lưu niệm) và nhân công là 2 thành tố chi phí lớn nhất cho AST, chiếm lần lượt 39% và 26% tổng chi phí trong năm 2017. Ngoài ra, chi phí thuê mặt bằng Bán lẻ tại sân bay hiện đang chiếm dưới 10% tổng chi phí của AST và 10,7% doanh thu bán lẻ. Theo ACV và SAS, ACV có kế hoạch tăng chi phí cho thuê mặt bằng nhằm gia tăng doanh thu ngoài hàng không, hiện đang chiếm thấp hơn nhiều so với các sân bay trong khu vực (doanh thu ngoài hàng không của ACV trên tổng doanh thu chỉ vào khoảng 21%, trong khi trung vị các sân trong khu vực là 44%).

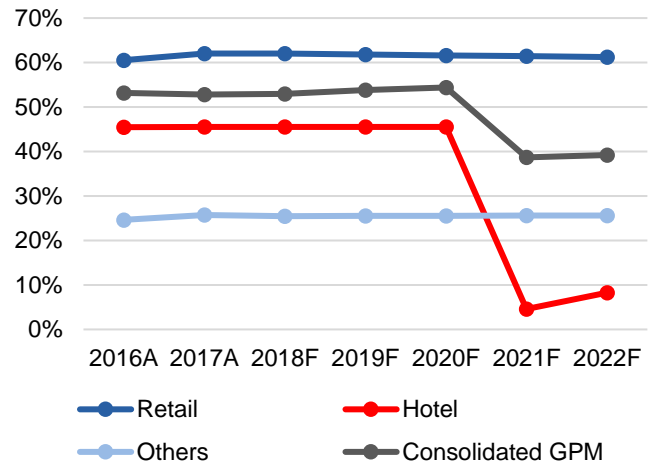
Biên LN cao sẽ bị ảnh hưởng bởi những năm hoạt động đầu tiên của A La Carte Hạ Long. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp cho mảng Bán lẻ tại sân bay sẽ đạt cao hơn 60% nhờ (1) hành khách đi máy bay trong lúc chờ đợi lên máy bay chỉ có thể mua sắm tại các cửa hàng bên trong sân bay, đặc biệt là sau khi đã qua cổng an ninh và (2) doanh số bán các sản phẩm lưu niệm trong nước, vốn thường có biên LN cao hơn các sản phẩm miễn thuế. Mảng Khách sạn tạo ra biên LN gộp 45% nhờ vị trí tốt của các khách sạn. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của mảng Bán lẻ tại sân bay và mảng Khách (chủ yếu là truyền thông) sẽ đi ngang đạt lần lượt 61% và 26%. Biên LN gộp của mảng Khách sạn nhiều khả năng sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực trong năm 2021 và 2022 khi chúng tôi kỳ vọng sẽ ghi nhận lỗ trong những năm hoạt động đầu tiên.

Hình 37: Chi phí của AST (tính đến cuối năm 2017)



Nguồn: VCSC

Hình 38: Diễn biến biên LN gộp và dự báo theo từng mảng



Nguồn: VCSC

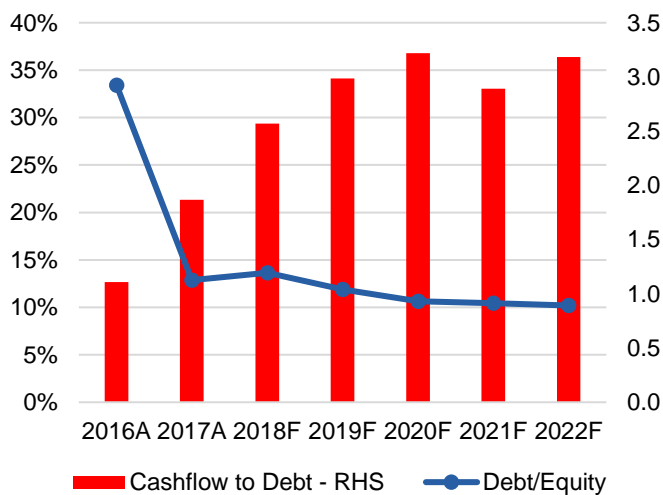
Tỷ lệ Đòn bẩy và Sinh lời

AST có bảng cân đối kế toán lành mạnh với tỷ lệ nợ/vốn CSH đạt 12,9% trong năm 2017 trong khi dòng tiền hoạt động gần gấp 2 lần tổng nợ.

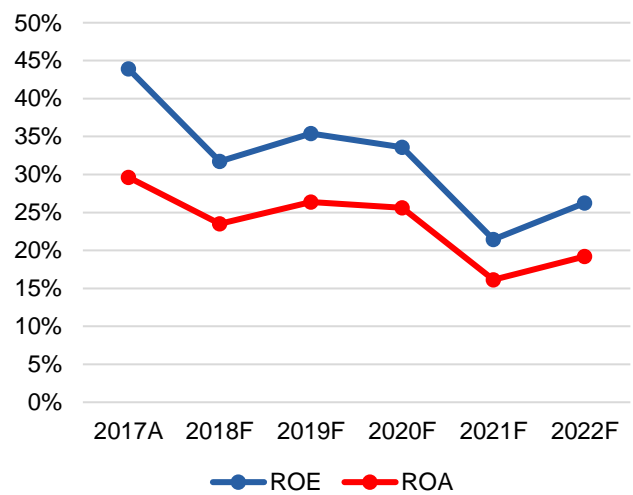
Dự kiến cần thêm vốn trong tương lai sẽ tác động không đáng kể đến đòn bẩy. Chúng tôi dự báo nợ ngắn hạn của AST sẽ tăng nhằm hỗ trợ cho việc các cửa hàng mới trong giai đoạn 2018-2019 trong bối cảnh các công ty bán lẻ thường sử dụng nợ ngắn hạn nhằm tài trợ vốn lưu động. Do đó, tỷ lệ nợ/vốn CSH sẽ tăng nhẹ trong năm 2018, trước khi giảm 9,7% trong năm 2022.

Tỷ lệ ROE phục hồi khoảng 30%. Chúng tôi kỳ vọng ROE sẽ giảm dần còn khoảng 33% vào năm 2020, sau khi đạt 45% trong năm 2017 khi AST đã tăng vốn trong vào giữa 6 tháng cuối năm 2017 và hiện đang tích lũy thu nhập nhằm tài trợ các dự án khách sạn trong tương lai, như A La Carte Đà Nẵng 2 và A La Carte Nha Trang. Chúng tôi sau đó dự báo ROE và ROA trong iai đoạn 2021-2022 sẽ tạm thời bị ảnh hưởng tiêu cực do việc khai trương A La Carte Hạ Long, khi nhiều khả năng dự án này sẽ ghi nhận lỗ trong 4 năm hoạt động đầu tiên.

Hình 39: Tỷ lệ Nợ/vốn CSH và cash flow/debt ratio



Hình 40: ROE và ROA của AST



Nguồn: VCSC

Nguồn: VCSC

Nhìn lại 6 tháng 2018: Tăng trưởng mạnh mẽ từ các mảng kinh doanh cốt lõi

Hình 41: KQKD 6 tháng 2018 của AST

	6T 2017	6T 2018	Tăng trưởng YoY	6T 2018 vs dự báo cả năm 2018 của VCSC	VCSC nhận định
Doanh thu	299	417	39,5%	45,4%	** Tăng trưởng mạnh mẽ từ các cửa hàng hiện hữu, đặc biệt là từ 21 cửa hàng mới mở trong năm 2017, khi chưa đóng góp đầy đủ lợi nhuận trong năm 2017. ** Doanh thu từ A La Carte Đà Nẵng đi ngang khi tỷ lệ lấp đầy và giá phòng duy trì lần lượt ở mức cao 78% và 91 USD/đêm.
Lợi nhuận gộp	160	226	41,4%	46,3%	
LN từ HĐKD	79	102	30,3%	52,1%	LN từ HĐKD tăng trưởng với tốc độ chậm hơn nhiều so với doanh thu, chủ yếu nhờ gia tăng chi phí bán hàng nhằm hỗ trợ các cửa hàng mở mới trong 6 tháng 2017 và năm 2018.
+ Thu nhập tài chính	17	5	-68,7%	74,1%	Không tính khoản lãi bất thường 16 tỷ đồng trong quý 1/2017 đến từ bán đất tại Đà Nẵng, thu nhập tài chính tăng mạnh 4,6 lần khi tiền mặt của AST tăng hơn 5 lần từ quý 2/2017 đến quý 2/2018.
- Chi phí tài chính	-3	-2	-28,1%	37,3%	
+ Lãi/(lỗ) được chia từ LDLK	0	-9	NA	69,9%	Cơ sở hiện tại của VINACS đi vào hoạt động trong quý 2/2017 và hiện vẫn chưa đạt điểm hòa vốn
LNTT	94	98	4,6%	52,3%	
LNST trước lợi ích CĐTS	78	77	-1,8%	51,2%	
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	78	75	-3,6%	50,4%	
LNST sau lợi ích CĐTS thường xuyên	62	75	21,1%	50,4%	LNST cốt lõi không tính lãi tài chính từ bán đất tại Đà Nẵng năm 2017.
LNST sau lợi ích CĐTS thường xuyên không tính VINACS	62	84	35,7%	51,9%	
Biên LN gộp	53,3%	54,0%			
Biên LN từ HĐKD	26,3%	24,5%			
Biên LN ròng	26,0%	18,0%			
LNST sau lợi ích CĐTS thường xuyên/doanh số	20,7%	18,0%			
Chi phí SG&A/doanh số	-27,1%	-29,5%			

Nguồn: VCSC.

Các giả định chính

Hình 42: Dự phóng cho AST

Tỷ đồng	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2017-2022 CAGR
Số lượng các cửa hàng bán lẻ không miễn thuế tại các sân bay	82	92	100	100	100	
Doanh thu	870	986	1,085	1,481	1,612	20%
YoY	32%	13%	10%	37%	9%	
Trong đó:						
Bán lẻ	548	663	762	839	898	
Khách sạn	191	191	191	509	580	
Khác	130	131	132	133	134	
LN gộp	460	531	590	573	632	13%
YoY	32%	15%	11%	-3%	10%	
Trong đó:						
Bán lẻ	340	410	469	515	550	
Khách sạn	87	87	87	23	48	
Khác	33	33	34	34	34	
LN từ HĐKD	204	242	274	174	209	6%
YoY	30%	18%	13%	-37%	20%	
LN từ HĐKD – không tính A La Carte Hạ Long	204	242	274	323	350	17%
YoY	30%	18%	13%	18%	8%	
LNST sau lợi ích CĐT	156	203	234	164	205	7%
YoY	6%	31%	15%	-30%	25%	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>52,9%</i>	<i>53,8%</i>	<i>54,4%</i>	<i>38,7%</i>	<i>39,2%</i>	
<i>Biên LN ròng</i>	<i>17,9%</i>	<i>20,6%</i>	<i>21,6%</i>	<i>11,1%</i>	<i>12,7%</i>	

Nguồn: VCSC.

Ghi chú: tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐT YoY năm 2018 bị ảnh hưởng bởi lãi tài chính bất thường từ bán đất tại Đà Nẵng trong quý 1/2017. Tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐT YoY 2021 bị ảnh hưởng bởi lỗ từ A La Carte Hạ Long trong năm hoạt động đầu tiên.

Định giá

Tổng hợp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá Tổng của từng phần (SoTP) và định giá tương đương nhằm định giá AST. Chúng tôi ghi nhận giá mục tiêu 84.600 đồng, tương ứng với tổng mức sinh lời 27,2%, chưa tính lợi suất cổ tức.

Phương pháp định giá của chúng tôi bao gồm:

(1) SoTP: (1) mô hình dự báo 10 năm cho AST không bao gồm VINACS và không bao gồm JDV, (2) phương thức Giá trên Doanh số (P/S) cho 26,7% cổ phần của AST tại VINACS và (3) phương thức Giá trên EPS (P/E) cho 49% cổ phần của AST tại JDV.

(2) Phương thức P/E để định giá tổng thể AST.

Chúng tôi áp dụng tỷ trọng cao hơn cho phương pháp SoTP (70%) so với P/E (30%) để định giá AST. Chúng tôi áp dụng phương pháp Chiết khấu Dòng tiền để định giá 2 mảng kinh doanh cốt lõi cho AST khi chúng tôi tin rằng dòng tiền tạo ra từ 2 mảng kinh doanh này là đại diện cho giá trị mà AST tạo ra cho cổ đông, trong khi lợi nhuận hiện tại không phản ánh một cách hợp lý triển vọng tương lai của công ty.

Hình 43: Tổng hợp định giá

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị vốn CSH (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Đóng góp (VND/CP)
AST không tính VINACS và không tính JDV	FCFF	70,0%	2.791	77.533	54.273
VINACS	Định giá tương đương	70,0%	180	5.005	3.503
JDV	Định giá tương đương	70,0%	214	5.945	4.162
AST	Định giá tương đương	30,0%	2.268	75.609	22.683
Giá mục tiêu					84.600
TL tăng					27,2%
Lợi suất cổ tức					4,5%
Tổng mức sinh lời					31,7%
P/E 2017 @ giá mục tiêu					15,1x
P/E 2018F @ giá mục tiêu					19,8x
P/E 2019F @ giá mục tiêu					15,1x

Nguồn: VCSC.

AST không tính VINACS và không tính JDV

Hình 44: Tổng hợp định giá AST không tính VINACS

Chi phí vốn	Giá trị	FCFF (5 Năm) (tỷ VND)	Giá trị
Beta	1	Giá trị hiện tại của DTTD	1.036
Phần bù rủi ro thị trường %	8,4	Giá trị cuối cùng (3,0% g)	1.594
LS phi rủi ro %	4,8	Tổng DTTDCK và GTCC	2.631
Chi phí Vốn CSH %	13,2	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	228
Chi phí nợ %	9	- Nợ	-62
Nợ %	2,6	- Lợi ích CĐTTS	-5
Vốn CSH %	97,4	Giá trị vốn CSH	2.791
Thuế suất thực tế %	20	Cổ phiếu (triệu)	36
WACC %	13,1	Giá cổ phiếu, đồng	77.533

Nguồn: VCSC.

Hình 45: Dự báo FCF của AST không tính VINACS và không tính JDV

Dòng tiền chiết khấu	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
LN từ HĐKD	204	242	274	174	209	252	339	456	590	619
- Thuế	-39	-51	-59	-41	-52	-63	-82	-107	-136	-143
+ Khấu hao	18	21	23	45	44	46	43	44	46	48
- Đầu tư XDCB	-192	-113	-113	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30
- Tăng vốn lưu động	-5	-2	-2	-24	-8	-9	-10	-10	-8	-6
Dòng tiền tự do	-13	97	124	123	163	195	261	352	463	488
Giá trị hiện tại của DTTD	-13	83	94	83	97	103	121	145	168	156
Tổng giá trị hiện tại của DTTD	-13	70	165	247	344	446	568	712	880	1.036

Nguồn: VCSC

Suất ăn Hàng không

Trong định giá VINACS, chúng tôi áp dụng tỷ lệ P/S mục tiêu 4 lần, được chúng tôi cho là khá hợp lý cho một thị trường có tăng trưởng cao, đang ở giai đoạn phát triển ban đầu tại Việt Nam với rào cản lớn để tham gia thị trường. Chúng tôi do đó ghi nhận định giá 26,7% cổ phần của AST tại VINACS là 180 tỷ USD, tương ứng với 5,7% tổng giá trị vốn CSH và giá mục tiêu.

Hình 46: Tổng hợp định giá VINACS

Định giá tương đương – tỷ đồng	Giá trị
Doanh số 2018F	169
Giá mục tiêu trên doanh số (P/S)	4,0x
Vốn CSH mục tiêu của VINACS	676
% stake of AST in VINACS	26,7%
Equity value contribute to AST	180
Price per share	5.005

Nguồn: VCSC

Bán lẻ tại sân bay (Miễn thuế)

Trong định giá JDV, chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu 13 lần, tương ứng với P/E trượt của SAS. Chúng tôi cho rằng là khá hợp lý cho một mảng kinh doanh bán lẻ miễn thuế tại sân bay còn non trẻ, vốn có khả năng sinh lời cao, trong một thị trường có rào cản lớn để tham gia. Chúng tôi do đó ghi nhận giá trị 49% cổ phần của AST tại JDV là 214 tỷ đồng, tương ứng với 6,7% tổng giá trị vốn CSH và giá mục tiêu.

Hình 47: Tổng hợp định giá JDV

Định giá tương đương – tỷ đồng	Giá trị
Thu nhập ròng 2018F	34
P/E mục tiêu	13,0x
Vốn CSH mục tiêu của mảng miễn thuế	437
% cổ phần của AST tại Jalux-Taseco	49,0%
Giá trị vốn CSH đóng góp cho AST	214
Giá trên mỗi cổ phiếu - VND	5.945

Nguồn: VCSC

So sánh với các công ty cùng ngành

Chúng tôi áp dụng mức chênh lệch cao hơn 20% cho nhóm các công ty cùng ngành của AST (P/E mục tiêu là 18,8 lần so với P/E trung vị của các công ty cùng ngành là 15,7 lần), nhờ tăng trưởng và khả năng sinh lời vượt trội của AST.

Hình 48: So sánh các công ty cùng ngành

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	GTVH	DT trượt 12T	Tăng trưởng	LNST 12T	Tăng trưởng	Nợ / Vốn CSH	ROE	P/E trượt 12T	P/E điều chỉnh	P/B quý gần nhất
Các công ty cung cấp dịch vụ hàng không											
Aeroporto Guglielmo Marconi	Italy	627	111	10%	18	41%	14%	9%	28,5	35,0	3,2
Macro Asia	Philippines	612	60	0%	19	40%	6%	23%	23,2	25,4	7,2
Southern Airports Services	Việt Nam	144	104	12%	13	18%	5%	17%	12,9	12,9	2,2
Cardig Aero	Indonesia	101	151	7%	8	-19%	64%	17%	13,6	13,4	2,3
Nội Bài Catering	Việt Nam	30	27	15%	4	23%	56%	37%	8,4	8,5	2,9
Nội Bài airport services	Việt Nam	11	23	1%	1	-24%	24%	15%	11,0	11,1	1,7
Trung vị		122	82	8%	10	21%	19%	17%	13,2	13,2	2,6
Dịch vụ Khách sạn											
Jinling hotel	Trung Quốc	366	150	17%	16	39%	19%	7%	24,6	35,0	1,7
EIH Associate	Ấn Độ	171	41	0%	6	-12%	0%	13%	32,8	23,8	4,1
Advani hotels	Ấn Độ	33	9	4%	1	-3%	2%	19%	27,4	19,9	5,0
Sinclairs hotels	Ấn Độ	27	7	-3%	2	26%	0%	13%	16,8	12,2	2,1
Mas Murni Indonesia	Indonesia	28	9	34%	2	3%	20%	3%	17,5	15,9	0,5
Fomento resorts & Hotels	Ấn Độ	24	9	-5%	1	-51%	202%	11%	21,5	15,6	1,8
Saigon Hotel	Việt Nam	25	2	11%	1	80%	0%	12%	33,8	34,1	3,8
Benares Hotels	Ấn Độ	23	7	-4%	1	-5%	8%	10%	25,7	18,6	2,6
Kandy hotels	Sri Lanka	19	4	-2%	1	-24%	9%	3%	16,6	29,7	0,4
Tal Lanka Hotels	Sri Lanka	11	18	-2%	1	61%	80%	4%	21,0	37,6	0,8
Trung vị		26	9	-1%	1	0%	8%	10%	23,0	21,9	1,9
Gộp, điều chỉnh		94	61	5%	8	14%	16%	15%	16,1	15,7	2,4
AST	Việt Nam	103	34	NA	6	NA	13%	43%	16,4	16,4	5,1

Nguồn: VCSC

Ghi chú: không có báo cáo tài chính hàng quý năm 2016 cho tính toán tăng trưởng trượt của AST.

Ghi chú: Hệ số chung được tính sử dụng cơ cấu doanh thu 2017 của AST, trong đó Bán lẻ tại sân bay chiếm 71% và mảng khách sạn chiếm 29% tổng doanh thu của AST.

Yếu tố hỗ trợ, rủi ro, độ nhạy, và phân tích các kịch bản

Yếu tố hỗ trợ

- Số lượng các cửa hàng mới và doanh số các cửa hàng mới cao hơn.
- Tăng trưởng hành khách/SSSG cao hơn dự kiến.
- Các dự án khách sạn mới. AST có kế hoạch đồng đầu tư với công ty mẹ nhằm xây dựng và vận hành các khách sạn khác dưới thương hiệu A La Carte tại Nha Trang và một khách sạn tại Phú Quốc.
- Khả năng sinh lời gia tăng của mảng Suất ăn Hàng không.
- Tăng trưởng bán lẻ miễn thuế gia tăng.

Rủi ro

- Tăng trưởng hành khách/SSSG thấp hơn dự kiến
- Phí thuê sân bay gia tăng.
- Mất quyền sử dụng tại sân bay.
- Trì hoãn hoàn thành các dự án khách sạn.
- Cạnh tranh gia tăng gay gắt trong mảng khách sạn.
- Khấu vj giảm của NĐT trong cơ cấu condotel, vốn có thể trì hoãn phát triển khách sạn mới hoặc dẫn đến yêu cầu mức sinh lời cao hơn cho các NĐT và do đó giảm mức khả năng sinh lời của AST.

Hình 49: Phân tích độ nhạy mảng Bán lẻ tại sân bay

Giả định	Giả định cơ sở	Thay đổi	Thay đổi giá mục tiêu
SSSG năm 2018	9,0%	+1%	3,2%
Số lượng các cửa hàng mới năm 2018	15	+5	1,7%
Giá cho thuê/doanh thu bán lẻ	10,7%	+1%	-1,8%
Số cửa hàng mới (triệu đồng/tháng)	0,4	+0,1	4,3%

Nguồn: VCSC

Hình 50: Phân tích các kịch bản không bao gồm A La Carte Hạ Long

Tỷ đồng	Giả định cơ sở	AST không tính A La Carte Hạ Long
Kỳ dự báo FCFF	10 năm	5 năm
Giá trị vốn CSH	3.166	2.803
AST không tính VINACS và không tính JDV	2.772	2.409
VINACS	180	180
JDV	214	214
Giá mục tiêu theo tổng của từng phần (VND/cổ phiếu)	87.951	77.856
Giá mục tiêu	84.600	77.182
Tổng mức sinh lời	31,7%	20,6%
Khuyến nghị	MUA	MUA

Nguồn: VCSC

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Doanh thu	659	870	986	Tiền và tương đương	178	107	145
Giá vốn hàng bán	-311	-410	-455	Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Lợi nhuận gộp	348	460	531	Các khoản phải thu	29	35	39
Chi phí bán hàng	-127	-172	-198	Hàng tồn kho	40	51	58
Chi phí quản lí DN	-64	-84	-91	TS ngắn hạn khác	20	17	20
LN thuần HĐKD	158	204	242	Tổng TS ngắn hạn	267	210	262
Doanh thu tài chính	37	4	4	TS dài hạn (gộp)	165	357	469
Chi phí tài chính	-6	-6	-7	- Khấu hao lũy kế	-31	-49	-70
Trong đó, chi phí lãi vay	-6	-6	-7	TS dài hạn (ròng)	134	308	399
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-11	-10	14	Đầu tư TC dài hạn	57	158	158
Lợi nhuận/(chi phí) khác	3	3	3	TS dài hạn khác	168	23	26
LNTT	181	196	255	Tổng TS dài hạn	359	488	583
Thuế TNDN	-32	-39	-51	Tổng Tài sản	626	698	845
LNST trước CĐTS	148	156	204	Phải trả ngắn hạn	43	57	64
Lợi ích CĐ thiếu số	-1	-1	-1	Nợ ngắn hạn	40	49	55
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	147	156	203	Nợ ngắn hạn khác	53	59	67
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh	125	156	203	Tổng nợ ngắn hạn	136	165	186
EBITDA	174	223	263	Nợ dài hạn	21	21	21
EPS cơ bản báo cáo, VND	5.613	4.270	5.599	Nợ dài hạn khác	0	0	0
EPS cơ bản điều chỉnh, VND	5.250	4.590	5.270	Tổng nợ	21	21	21
EPS pha loãng, VND	5.250	4.590	5.270				
(*) không tính lãi bất thường năm 2017							
TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng				Vốn cổ phần	360	360	360
Tăng trưởng doanh thu	108,0%	32,0%	13,3%	Thặng dư vốn CP	0	0	0
Tăng trưởng LN HĐKD	206,9%	29,6%	18,3%	Lợi nhuận giữ lại	105	148	274
Tăng trưởng LNTT	228,9%	8,3%	30,6%	Vốn khác	0	0	0
Tăng trưởng EPS, chuẩn hóa	-4,9%	-23,9%	31,1%	Lợi ích CĐTS	4	4	4
Khả năng sinh lời				Vốn chủ sở hữu	469	512	638
Biên LN gộp %	52,8%	52,9%	53,8%	Tổng cộng nguồn vốn	626	698	845
Biên LN từ HĐ %	23,9%	23,5%	24,5%				
Biên EBITDA	26,4%	25,6%	26,7%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Biên LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	22,4%	17,9%	20,6%	Tiền đầu năm	41	178	107
ROE %	43,9%	31,7%	35,4%	Thu nhập ròng	149	156	203
ROA %	29,6%	23,5%	26,4%	Khấu hao	16	18	21
				Thay đổi vốn lưu động	56	5	2
				Điều chỉnh khác	-109	0	0
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền từ hoạt động KD	113	179	227
Số ngày tồn kho	10,2	8,9	8,4	Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-55	-192	-113
Số ngày phải thu	8,6	27,2	26,6	Đầu tư. ròng	-38	44	-3
Số ngày phải trả	10,2	8,4	7,7	Tiền từ HĐ đầu tư	-93	-147	-116
TG luân chuyển tiền	8,6	27,7	27,3				
Thanh khoản				Cổ tức đã trả	-80	-108	-72
CS thanh toán hiện hành	2,0	1,3	1,4	Tăng (giảm) vốn	204	0	0
CS thanh toán nhanh	1,5	0,9	1,0	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-14	0	0
CS thanh toán tiền mặt	1,3	0,6	0,8	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	7	9	6
Nợ/Tài sản	9,6%	10,0%	9,0%	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	-5	-6
Nợ/Vốn sử dụng	11,4%	12,0%	10,6%	Tiền từ hoạt động TC	117	-103	-72
Nợ/Vốn CSH	-25,0%	-7,2%	-10,9%				
Khả năng thanh toán lãi vay	27,0	34,5	35,0	Tổng lưu chuyển tiền tệ	136	-71	39
				Tiền cuối năm	178	107	145

Phụ lục

Hình 1: AST có cửa hàng tại sáu sân bay hoạt động mạnh nhất Việt Nam	4
Hình 2: Doanh thu từ khách sạn sẽ tăng gấp đôi từ năm 2021 trở đi	5
Hình 3: Bán lẻ tại sân bay (không miễn thuế) sẽ tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn trong lợi nhuận gộp.....	5
Hình 4: Cơ cấu cổ đông của AST (Quý 2/2018).....	6
Hình 5: CTCP Dịch vụ Hàng không Thăng Long (6 tháng đầu năm 2018).....	7
Hình 6: Ban lãnh đạo và HĐQT.....	8
Hình 7: Việt Nam đạt tăng trưởng lượng khách quốc tế cao nhất ASEAN.....	9
Hình 8: Việt Nam là một trong những thị trường hàng không tăng trưởng mạnh nhất thế giới và dự kiến sẽ đóng góp số hành khách lớn trong những năm 2015-2035 (triệu).....	9
Hình 9: Tỷ lệ thâm nhập giao thông đường hàng không tại Việt Nam còn thấp (2017)	9
Hình 10: Người tiêu dùng Việt Nam ưu tiên đi du lịch*.....	9
Hình 11: Sáu sân bay hoạt động mạnh nhất Việt Nam chiếm 86% lượng hành khách 07/2017-06/2018	10
Hình 12: Tăng trưởng lượng hành khách tại các sân bay hoạt động mạnh nhất Việt Nam	10
Hình 13: Hành khách mua sắm nhiều hơn tại một số địa điểm tại sân bay.....	10
Hình 14: Các cửa hàng của AST tại sân bay Nội Bài đều có vị trí thuận lợi ở nhà ga hành khách trong nước.....	11
Hình 15: Các cửa hàng của AST tại sân bay Đà Nẵng đều có vị trí thuận lợi ở nhà ga hành khách quốc tế	11
Hình 16: Các công ty bán lẻ tại sân bay đã niêm yết	12
Hình 17: Số cửa hàng mới sẽ đạt đỉnh trong các năm 2018-2020 (số cửa hàng không miễn thuế của AST)	13
Hình 18: Tăng trưởng lượng hành khách sẽ dần ổn định	13
Hình 19: Các cửa hàng của JDV tại Sân bay Nội Bài.....	14
Hình 20: Các cửa hàng của JDV tại Sân bay Đà Nẵng.....	14
Hình 21: JDV sẽ chiếm khoảng 7%-10% LNST của AST.....	15
Hình 22: Lượng du khách đến Đà Nẵng 2014-2017	16
Hình 23: A La Carte Da Nang có vị trí đắc địa	16
Hình 24: Tỷ lệ lấp đầy tại A La Carte Da Nang so với các khách sạn 4 và 5 sao tại miền Trung và Tây Nguyên.....	16
Hình 25: Giá phòng tại A La Carte Da Nang so với các khách sạn 4 và 5 sao tại miền Trung và Tây Nguyên.....	16
Hình 26: Cơ cấu doanh thu của A La Carte Da Nang 2017	17
Hình 27: Doanh thu và lợi nhuận gộp của A La Carte Da Nang (tỷ VND) – Kết quả 2017 và dự báo 2018-2022	17
Hình 28: Kết nối đến Hạ Long đang dần cải thiện	18
Hình 29: Lượng khách du lịch đến thành phố Hạ Long trong giai đoạn 2014-2017 (triệu).....	19
Hình 30: Vị trí thuận lợi của A La Carte Hạ Long	19
Hình 31: Hạ Long có tỷ lệ thâm nhập thấp các khách sạn 3-5 sao so với Đà Nẵng (số lượng khách sạn 3-5 sao theo số du khách đến trong năm 2017).	19
Hình 32: Tỷ lệ lấp đầy và giá phòng (USD/đêm) tại Hạ Long trong năm 2017	19
Hình 33: Doanh thu và LN gộp dự phóng của A La Carte Hạ Long (tỷ đồng)	20
Hình 34: Khung thời gian, công suất và tổng vốn đầu tư và cạnh tranh tại mỗi cơ sở suất ăn hàng không	21
Hình 35: Doanh thu và LNST dự báo của tất cả các cơ sở suất ăn hàng không của VINACS	22
Hình 36: Diễn biến và doanh thu dự báo cầu AST (tỷ đồng).....	23
Hình 37: Chi phí của AST (tính đến cuối năm 2017).....	24
Hình 38: Diễn biến biên LN gộp và dự báo theo từng mảng	24
Hình 39: Tỷ lệ Nợ/vốn CSH và cash flow/debt ratio	25
Hình 40: ROE và ROA của AST.....	25
Hình 41: KQKD 6 tháng 2018 của AST	26
Hình 42: Dự phóng cho AST	27
Hình 43: Tổng hợp định giá	28
Hình 44: Tổng hợp định giá AST không tính VINACS	29
Hình 45: Dự báo FCF của AST không tính VINACS và không tính JDV	29
Hình 46: Tổng hợp định giá VINACS	30
Hình 47: Tổng hợp định giá JDV	30
Hình 48: So sánh các công ty cùng ngành.....	31
Hình 49: Phân tích độ nhạy mạng Bán lẻ tại sân bay.....	32
Hình 50: Phân tích các kịch bản không bao gồm A La Carte Hạ Long	32

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Hoàng Thiên Phú, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.Macdonald@vcsc.com.vn

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên, ext 129

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.