

## CTCP DV HÀNG KHÔNG TASECO (AST) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường

VND60.500

Giá mục tiêu

VND85.700

Tỷ suất cổ tức

0.00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Dịch vụ tiêu dùng

Ngày 04/04/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

Consensus\*: Mua:0 Giữ:1 Bán:0

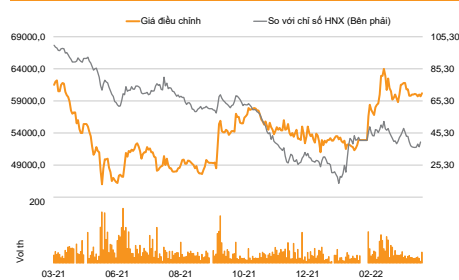
Giá mục tiêu/Consensus: 27,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ NA

➤ NA

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	64.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	46.000
GTGD BQ 3 tháng (tr VND)	1.612tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	2.687
Free float (%)	11
P/E trượt (x)	NA
P/B hiện tại (x)	7,26

Cơ cấu sở hữu

CTCP Dịch vụ Hàng không Thăng Long	51,0%
PENM IV Germany GmbH & Co.KG	17,6%
Stic Pan-Asia 4th Industry Growth Private Equity Fund	10,0%
Khác	21,4%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Tiến Dũng

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn  
www.vndirect.com.vn

### Khó khăn đã ở lại phía sau

- CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (AST) sở hữu chuỗi cửa hàng bán lẻ sân bay lớn nhất Việt Nam với 108 cửa hàng phủ khắp các sân bay lớn.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của AST sẽ trở lại quỹ đạo tăng trưởng từ năm 2022 trở đi khi ngành hàng không Việt Nam phục hồi.
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 85.700đ/cp.

### Doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực bán lẻ tại sân bay

AST đã thành lập chuỗi cửa hàng bán lẻ sân bay lớn nhất Việt Nam với tổng số 108 cửa hàng phủ khắp các sân bay trọng điểm của Việt Nam. Chuỗi bán lẻ của AST vượt trội so với đối thủ là CTCP Dịch vụ Sân bay Miền Nam (SAS) với ước tính 50 cửa hàng. Theo quan điểm của chúng tôi, việc cung cấp hệ sinh thái dịch vụ phi hàng không và du lịch toàn diện giúp tăng khả năng cạnh tranh của AST và khiến doanh nghiệp trở nên nổi bật.

### Du lịch hàng không Việt Nam trên con đường phục hồi gập ghềnh

Chúng tôi kỳ vọng khách nội địa năm 2022 sẽ tăng 137,0% svck (bằng 103% trước đại dịch) nhờ nhu cầu đi lại phục hồi. Lượng khách nội địa có thể tiếp tục tăng mạnh 15,8% svck trong năm 2023 trước khi giảm xuống còn 7,9%/8,3% svck trong 2024-25. Với đường bay quốc tế, theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, đường bay giữa Việt Nam và các nước Đông Nam Á sẽ phục hồi mạnh mẽ từ Q2/22 nhờ quảng bá du lịch song phương đã được triển khai, tiếp theo là Hàn Quốc, Châu Âu, Nhật Bản và Hoa Kỳ trong Q3/22, Đài Loan và Nga trong Q4/22 và Trung Quốc trong Q1/23. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng thị trường quốc tế sẽ đạt 12,2 triệu khách năm 2022 (bằng 29,3% trước đại dịch), và có thể tăng 222,5%/11,7% svck trong năm 2023-2024.

### Đạt lợi nhuận trong 2022 và tăng trưởng kép 127,2% trong năm 2023-25

Doanh thu của AST có thể tăng 363,2% trong 2022 và tăng ở mức CAGR 47,9% trong 2023-2025 nhờ sự phục hồi của hàng không Việt Nam. Với sự đóng góp từ thu nhập tài chính và thu nhập liên kết từ VINACS, chúng tôi kỳ vọng LNST của AST sẽ đạt 29 tỷ đồng trong năm 2022 từ mức lỗ ròng 118 tỷ đồng trong năm 2021 và có thể tăng trưởng ở mức CAGR 127,2% trong năm 2023-2025.

### Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 85.700đ/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi cho AST là 85.700đ/cp dựa trên phương pháp định giá DCF. Động lực tăng giá: (1) hàng không quốc tế được mở lại hoàn toàn, (2) tăng trưởng các cửa hàng mới và tăng trưởng doanh số mỗi cửa hàng cao hơn dự kiến, và (3) mở rộng kinh doanh sang các sân bay mới. Rủi ro giảm giá: (1) nguy cơ hủy niêm yết nếu lợi nhuận ròng trong năm 2022 tiếp tục âm, (2) du lịch quốc tế chậm hơn dự kiến từ các thị trường lớn của Việt Nam, và (3) cạnh tranh ngày càng tăng từ hệ thống bán lẻ hàng miễn thuế ở thành phố.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	359	154	714	1.701
Tăng trưởng DT thuần	(68,5%)	(57,1%)	363,2%	138,3%
Biên lợi nhuận gộp	41,7%	27,9%	41,9%	54,3%
Biên EBITDA	(2,2%)	(62,9%)	10,1%	26,4%
LN ròng (tỷ)	(49)	(118)	29	274
Tăng trưởng LN ròng	(125,7%)	140,8%		849,4%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	(1.089)	(2.623)	642	6.094
EPS điều chỉnh	(1.089)	(2.623)	642	6.094
BVPS	10.896	8.289	8.931	14.025
ROAE	(9,1%)	(27,3%)	7,5%	53,1%

Nguồn: VND RESEARCH

## KHÓ KHĂN ĐÃ Ở LẠI PHÍA SAU

### Luận điểm đầu tư

#### Chúng tôi ưa thích AST vì:

- Sở hữu chuỗi cửa hàng bán lẻ sân bay lớn nhất Việt Nam với tổng cộng 108 cửa hàng phủ khắp các sân bay trọng điểm của Việt Nam.
- Bán lẻ tại sân bay cũng là một mô hình kinh doanh có khả năng sinh lời vượt trội nhờ độ nhạy về giá thấp trong hành vi tiêu dùng của khách du lịch.
- Dựa trên đà phục của ngành hàng không Việt Nam khi chính phủ sẽ mở lại hoàn toàn biên giới từ ngày 15/03/2022, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của AST sẽ tăng lên 29 tỷ đồng trong năm 2022 từ mức lỗ ròng 118 tỷ đồng trong năm 2021 và có thể tăng 8,45 lần lên 274 tỷ đồng trong năm 2023.
- Về dài hạn, AST có nhiều cơ hội mở rộng kinh doanh sang các sân bay nhà ga mới bao gồm Nhà ga số 3 tại Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất, mở rộng Nhà ga số 2 tại Sân bay Quốc tế Nội Bài và siêu dự án Sân bay Quốc tế Long Thành.

#### Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho AST với khuyến nghị Khả quan

Giá mục tiêu của chúng tôi là 85.700đ/cp, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) với giả định tỷ lệ chiết khấu theo WACC là 10,57%. Chúng tôi cho rằng phương pháp định giá DCF có thể phản ánh hiệu quả các khía cạnh cơ bản của công ty. Với tiềm năng tăng giá là 42,4%, chúng tôi cho rằng cổ phiếu với tiềm năng tăng trưởng lớn như AST đủ hấp dẫn để tích lũy. Theo quan điểm của chúng tôi, AST phù hợp với xu hướng đầu tư dài hạn để tận dụng sự phục hồi và tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam.

Hình 1: Dòng tiền DCF (Đơn vị: tỷ đồng)

	2022	2023	2024	2025	2026
<b>EBIT</b>	<b>39</b>	<b>410</b>	<b>537</b>	<b>669</b>	<b>788</b>
Trừ: thuế	0	54	108	134	158
<b>EBIAT</b>	<b>39</b>	<b>356</b>	<b>429</b>	<b>535</b>	<b>630</b>
Cộng: chi phí khấu hao	33	38	43	49	55
Trừ: CAPEX	36	40	43	47	51
Trừ: thay đổi vốn lưu động	126	61	18	19	81
<b>Dòng tiền tự do (FCFF)</b>	<b>-90</b>	<b>294</b>	<b>411</b>	<b>517</b>	<b>552</b>
<b>Giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>-90</b>	<b>265</b>	<b>336</b>	<b>383</b>	<b>370</b>
<b>Tổng hợp giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>1.265</b>				

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Giả định đầu vào mô hình DCF

Giả định đầu vào DCF	
Chi phí VCSH	11,8%
Lãi vay	7,1%
Tỷ lệ mục tiêu VCSH/(VCSH + Vay nợ)	20,0%
Thuế TNDN	20,0%
WACC	10,6%
Tăng trưởng dài hạn	2,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Định giá mô hình DCF

Đơn vị	Tỷ đồng, trừ giá mục tiêu
<b>Tổng giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>1.265</b>
Giá trị tới hạn	6.575
<b>Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn</b>	<b>4.399</b>
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>5.664</b>
Trừ: giá trị nợ	45,8
Trừ: lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	1.898
Cộng: tiền và tương đương tiền	138
<b>Giá trị VCSH</b>	<b>3.858</b>
Số lượng CPLH	45.000.000
Giá trị cổ phiếu	85.729
<b>Giá trị cổ phiếu làm tròn</b>	<b>85.700</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CP	Giá		P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm		P/B (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		Nội tệ	US\$m	2021	2022	CAGR (%)	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
<b>Các công ty dịch vụ hàng không trong khu vực</b>													
CTCP DV Hàng không Tân Sơn Nhất	SAS VN	30.300	192,3	33,1	NA	-12,0	2,9	NA	260,7	NA	8,6	NA	
CTCP DV Sân bay Quốc tế Cam Ranh	CIA VN	17.000	15,0	NA	NA	NA	1,3	NA	NA	NA	-14,4	NA	
CTCP DV Hàng không Đà Nẵng	MAS VN	47.500	10,8	NA	NA	NA	8,7	NA	186,4	NA	-40,3	NA	
Atlas Air Worlwide Holdings	AAWW US	88	2.201,4	NA	5,2	NA	NA	0,7	4,1	4,1	19,5	15,8	
Xiamen Interna-A	600897 CH	17	793,7	17,7	17,7	-13,8	1,3	1,3	NA	6,7	6,3	7,4	
<i>Trung vị</i>				25,4	11,5		2,1	1,0	186,4	5,4	6,3	11,6	
<i>Trung bình</i>				25,4	11,5		3,6	1,0	150,4	5,4	-4,1	11,6	
<b>CTCP DV Hàng không Taseco</b>	<b>AST VN</b>	<b>60.500</b>	<b>123,2</b>	<b>NA</b>	<b>93,4</b>	<b>218,4</b>	<b>7,2</b>	<b>6,7</b>	<b>NA</b>	<b>55,0</b>	<b>-27,2</b>	<b>7,5</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dữ liệu Bloomberg ngày 04/04/2022

### Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá

#### Động lực tăng giá:

- Giao thông hàng không quốc tế phục hồi nhanh hơn dự kiến của chúng tôi.
- Các cửa hàng mới mở và tăng trưởng doanh số mỗi cửa hàng cao hơn dự kiến.
- Mở rộng kinh doanh sang các sân bay mới.

#### Rủi ro giảm giá:

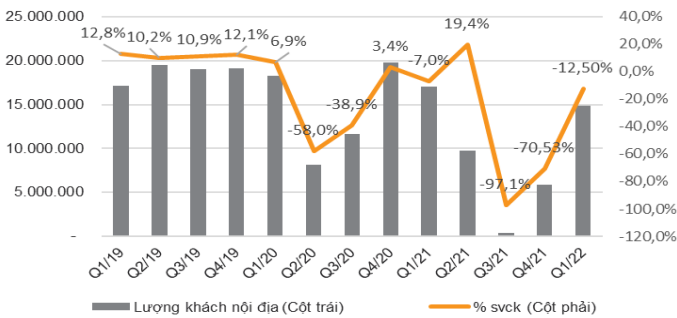
- AST đã bị đưa vào diện cảnh báo kể từ năm 2021 do công ty ghi nhận lỗ ròng trong hai năm liên tiếp 2020-2021. Theo quy định của Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, cổ phiếu sẽ bị chuyển niêm yết sang sàn UPCOM trong trường hợp lợi nhuận báo cáo âm trong năm 2022. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng AST sẽ ghi nhận 29 tỷ đồng lợi nhuận ròng sau khi nhu cầu đi lại bằng đường hàng không tăng cao và sự trở lại của khách du lịch quốc tế.
- Khách du lịch hàng không chậm hơn dự kiến từ các thị trường lớn của Việt Nam như Hàn Quốc, Nhật Bản và Trung Quốc.
- Sự cạnh tranh ngày càng tăng từ cửa hàng miễn thuế ở thành phố. Lotte PK Duty Free, một công ty lớn trong lĩnh vực kinh doanh cửa hàng miễn thuế, đặt mục tiêu mở ba cửa hàng miễn thuế ở trung tâm thành phố Hà Nội, Đà Nẵng và TP.HCM. Tuy nhiên, công ty đã hoãn việc mở rộng này do Covid-19. Chúng tôi cho rằng Lotte có thể tiếp tục kế hoạch này trong thời gian tới nhờ sự phục hồi của du lịch nước ngoài.

**Du lịch hàng không Việt Nam trên con đường phục hồi gấp gành**

**Hoạt động hàng không nội địa phục hồi mạnh mẽ kể từ Q2/22**

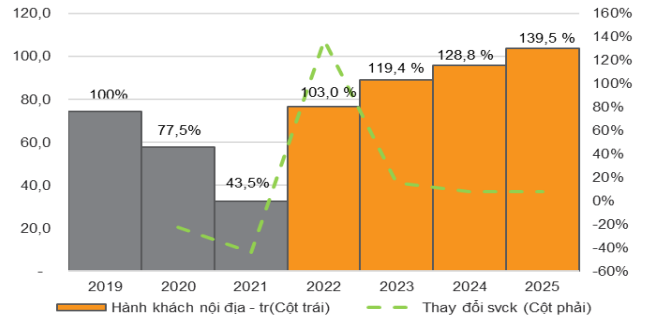
Với việc cải thiện tiêm chủng, hoạt động hàng không nội địa của Việt Nam đã dần khôi phục trong Q4/21 và hoạt động bình thường trở lại kể từ năm 2022. Nhu cầu về hoạt động hàng không nội địa đã tăng mạnh từ nửa cuối tháng 1 (22/1), giúp tần suất các chuyến bay nội địa trong tháng 1/2022 đạt mức 70% trước đại dịch, trước khi đạt mức 92% trước đại dịch vào cuối tháng 2/2022. Kết thúc Q1/22, thị trường nội địa đã phục hồi về mức 87% trước đại dịch (Q1/19).

**Hình 5: Lượng khách nội địa Việt Nam Q1/19 – Q1/22**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: Dự phóng lượng khách nội địa trong trung hạn**



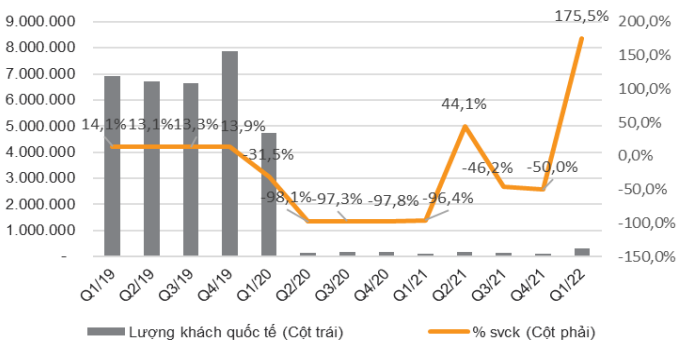
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hiện tại, hành khách nội địa không bắt buộc phải có giấy chứng nhận kết quả xét nghiệm âm tính với Covid-19 trừ khi hành khách đến từ các tỉnh có dịch cấp độ 4. Điều này sẽ giúp người dân đi lại bằng đường hàng không dễ dàng hơn, cùng với các chương trình kích cầu du lịch mà các tỉnh thành đang triển khai, chúng tôi cho rằng hàng không nội địa Việt Nam có thể quay trở lại và vượt mức trước đại dịch vào năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng thị trường nội địa sẽ tăng 137,0% svck trong năm 2022 khi đất nước đang bước vào giai đoạn "bình thường mới" với nhu cầu đi lại phục hồi. Thị trường nội địa có thể tiếp tục tăng mạnh 15,8% svck trong năm 2023 trước khi tăng trưởng chậm lại xuống còn 7,9%/8,3% svck trong năm 2024-2025. Theo ước tính của chúng tôi, thị trường nội địa Việt Nam có thể vượt mức trước đại dịch trong năm 2022 (103% so với năm 2019) và có thể đạt tới 139,5% mức trước đại dịch trong năm 2025.

**Sự phục hồi của hàng không quốc tế Việt Nam gấp gành hơn**

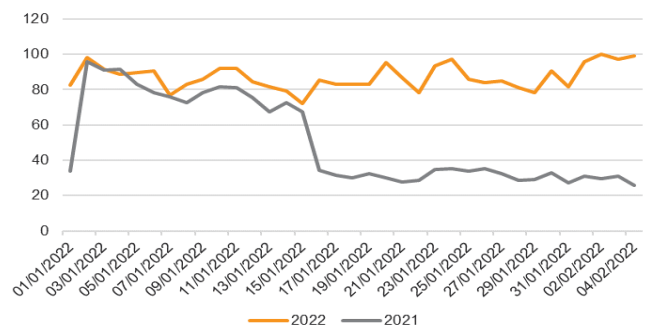
Du lịch quốc tế là chìa khóa cho sự phục hồi của hàng không quốc tế Việt Nam trong giai đoạn tới. Theo Google Destination Insights, từ đầu năm 2022, lượng tìm kiếm quốc tế về hàng không và du lịch Việt Nam vẫn ở mức rất cao. Tổng lượt tìm kiếm từ 01/01/2022 đến 04/02/2022 đã tăng 72,8% svck.

**Hình 7: Lượng khách quốc tế Việt Nam Q1/19 – Q1/22**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8: Lượng tìm kiếm hàng không và du lịch Việt Nam**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Google



Ngày 15/02/2022, Việt Nam đã dỡ bỏ các hạn chế về tần suất các chuyến bay quốc tế. Đến ngày 15/03/2022, Việt Nam đã khôi phục hoàn toàn đường hàng không quốc tế, trong đó (1) số lượng đường bay thường lệ gần như đã trở lại mức trước đại dịch (90%), (2) khôi phục chính sách thị thực trước đại dịch và (3) khách du lịch quốc tế chỉ cần xác nhận kết quả xét nghiệm Covid-19 và có bảo hiểm y tế. So với giai đoạn trước đại dịch, vẫn còn 8 quốc gia chưa mở lại đường bay thường lệ với Việt Nam, bao gồm Brunei, Ấn Độ, Indonesia, Myanmar, Macao, Phần Lan, Ý và Thụy Sĩ. Trong Q1/22, sản lượng khách quốc tế đã tăng 176,2% svck lên 321.000 khách và đạt mức 4,7% trước đại dịch (Q1/19).

Sự phục hồi của du lịch quốc tế Việt Nam phụ thuộc vào yêu cầu nhập cảnh của quốc gia đến. Hiện nay, một số quốc gia trong khu vực Đông Nam Á (SEA) như Thái Lan, Singapore, Malaysia... đã giảm thiểu các yêu cầu nhập cảnh và bắt đầu triển khai du lịch song phương với Việt Nam. Tại khu vực Đông Á, Hàn Quốc cũng sẽ giảm thiểu các yêu cầu nhập cảnh từ 1/4/2022 trong khi Nhật Bản đang yêu cầu cách ly 3 ngày và Trung Quốc yêu cầu cách ly 14 ngày. Do đó, chúng tôi xây dựng ba kịch bản phục hồi các đường bay quốc tế dựa trên sự phục hồi của hoạt động du lịch song phương với các quốc gia như sau:

**Hình 9: Ba kịch bản cho việc mở lại thị trường du lịch của Việt Nam với các quốc gia khác**

Thời điểm triển khai quan hệ du lịch song phương với Việt Nam	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
Kịch bản tích cực		ĐNA, Hàn Quốc, Nhật Bản, Châu Âu, Mỹ	Đài Loan, Nga	Trung Quốc				
Kịch bản cơ sở		ĐNA	Hàn Quốc, Châu Âu, Nhật, Mỹ	Đài Loan, Nga	Trung Quốc			
Kịch bản tiêu cực		ĐNA	Hàn Quốc, Châu Âu, Mỹ	Nhật, Nga	Đài Loan		Trung Quốc	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

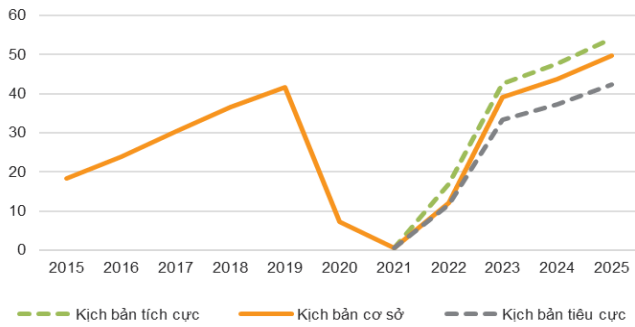
**Hình 10: Ước tính tỷ lệ phục hồi của lượng khách quốc tế so với trước dịch theo kịch bản cơ sở**

Quốc gia	Tỷ trọng trước dịch (2019)	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
		Trung Quốc	4%	5%	10%	20%	50%	80%	90%
Hàn Quốc	25,5%	5%	20%	50%	80%	90%	100%	105%	110%
ĐNA	12,5%	5%	50%	80%	90%	100%	105%	110%	115%
Châu Âu	8,1%	5%	20%	50%	80%	90%	100%	105%	110%
Nhật Bản	5,6%	6%	20%	50%	80%	90%	100%	105%	110%
Đài Loan	5,5%	4%	10%	20%	50%	80%	90%	100%	105%
Mỹ	4,4%	5%	20%	50%	80%	90%	100%	105%	110%
Nga	3,8%	5%	10%	20%	50%	80%	90%	100%	105%
<b>Tổng</b>	<b>100,0%</b>	<b>4,66%</b>	<b>17,65%</b>	<b>37,17%</b>	<b>57,77%</b>	<b>76,53%</b>	<b>92,80%</b>	<b>99,99%</b>	<b>106,71%</b>
			<b>29,31%</b>				<b>94,01%</b>		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

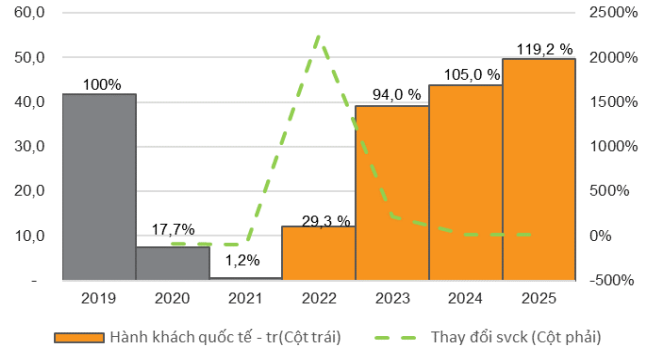
Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, hàng không giữa Việt Nam và Đông Nam Á sẽ phục hồi mạnh mẽ từ Q2/22 khi hoạt động xúc tiến du lịch đã được triển khai, sau đó là Hàn Quốc, Châu Âu, Nhật Bản và Hoa Kỳ trong Q3/22, quảng bá du lịch Đài Loan và Nga có thể được thực hiện trong Q4/22 trong khi quảng bá du lịch tới Trung Quốc có thể được thực hiện trong Q1/23. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách quốc tế Việt Nam sẽ đạt 12,2 triệu khách trong năm 2022 (so với 0,5 triệu khách trong năm 2021), và có thể tăng 222,5%/11,7% svck trong năm 2023-2024. Theo ước tính của chúng tôi, lưu lượng khách quốc tế của Việt Nam có thể phục hồi hoàn toàn về mức trước đại dịch trong năm 2024 (105,0% so với năm 2019) và có thể đạt tới 119,2% so với năm 2019 trong năm 2025.

Hình 11: Dự phóng lượng khách quốc tế theo ba kịch bản (tr khách)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Dự phóng lượng khách quốc tế trong trung hạn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**AST là một trong những công ty dẫn đầu trong lĩnh vực bán lẻ hàng không**  
**Sở hữu chuỗi cửa hàng bán lẻ sân bay lớn nhất Việt Nam**

Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng không Taseco (AST), tiền thân là Công ty Cổ phần Taseco Nội Bài, đã có hơn 17 năm kinh nghiệm kinh doanh bán lẻ tại các sân bay với việc khai trương cửa hàng đầu tiên tại Cảng hàng không Quốc tế Nội Bài (NIA) vào năm 2005. Sau khi chuyển đổi sang mô hình Tổng công ty, AST đã hợp nhất với các công ty con khác của Tập đoàn Taseco hoạt động tại Cảng hàng không quốc tế Đà Nẵng (DIA) và sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA) để trở thành công ty dẫn đầu trong lĩnh vực kinh doanh bán lẻ sân bay của Việt Nam.

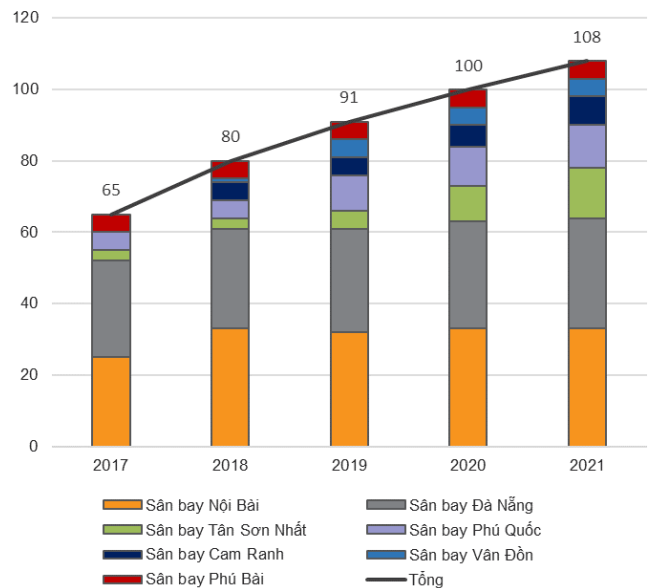
Hiện tại, AST đã thành lập chuỗi cửa hàng bán lẻ sân bay lớn nhất Việt Nam với tổng số 108 cửa hàng phủ khắp các sân bay trọng điểm của Việt Nam, tập trung phần lớn ở NIA và DIA. Chuỗi bán lẻ sân bay của AST vượt trội so với đối thủ theo sau là Công ty Cổ phần Dịch vụ Sân bay Miền Nam (SAS) với ước tính khoảng 50 cửa hàng tập trung tại TIA.

Hình 13: Các cửa hàng của AST hiện diện ở tất cả các sân bay lớn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 14: Phân bố chuỗi bán lẻ của AST 2017-21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 15: Chuỗi bách hóa lưu niệm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Chuỗi nhà hàng F&B



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Chuỗi cửa hàng miễn thuế



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

AST sở hữu các chuỗi bán lẻ, bao gồm: bách hóa lưu niệm, F&B, hàng miễn thuế, dịch vụ viễn thông & vận tải, đặt tour du lịch và khách sạn, thông qua 106 cửa hàng trên khắp các sân bay trên toàn quốc. Kể từ năm 2020, công ty đã khai thác dịch vụ phòng chờ thương gia với việc khai trương 2 phòng chờ ở NIA và DIA.

AST sở hữu 27% cổ phần tại CTCP Dịch vụ Suất ăn Việt Nam (VINACS). VINACS hiện đang vận hành hai nhà máy cung cấp suất ăn hàng không tại sân bay quốc tế Nội Bài và sân bay quốc tế Cam Ranh, cung cấp suất ăn trên máy bay cho các hãng hàng không với tổng công suất thiết kế 20.000 suất ăn/ngày.

Ngoài ra, công ty còn sở hữu khách sạn 4 sao A La Carte với 202 phòng tọa lạc tại bãi biển Mỹ Khê, Đà Nẵng, một trong những bãi biển nổi tiếng nhất Việt Nam.

Hình 18: Chuỗi cửa hàng của AST

Phân khúc	Sở hữu	Thương hiệu	Số cửa hàng 2021
Bách hóa lưu niệm	100%	Lucky souvenir shop	54
F&B	100%	Lucky restaurant & Lucky cafe fastfood	27
Hàng miễn thuế	51%	Jalux Duty Free Vietnam	9
Phòng chờ thương gia	100%		2
Khác		Dịch vụ viễn thông, dịch vụ đưa đón, dịch vụ du lịch, thương mại và quảng cáo.	16
<b>Tổng</b>			<b>108</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, AST

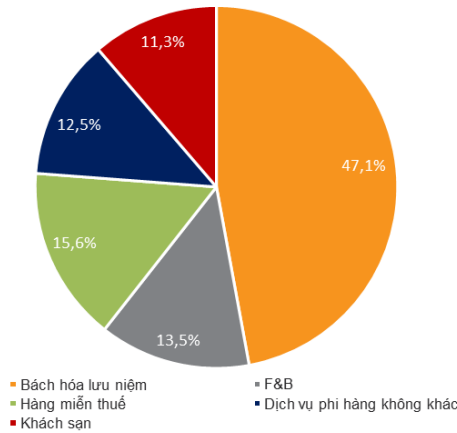
Hình 19: Hệ sinh thái du lịch và dịch vụ phi hàng không của AST



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

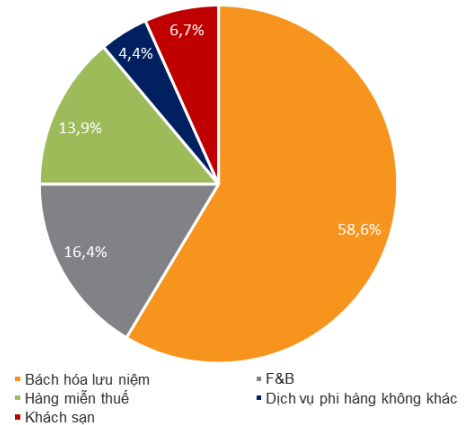
Trước khi dịch Covid – 19 bùng phát, hoạt động kinh doanh cửa hàng lưu niệm đóng góp khoảng 47% vào tổng doanh thu và 58,6% vào lợi nhuận gộp, tiếp theo là kinh doanh F&B và hàng miễn thuế. F&B là mảng kinh doanh có tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất (65,8%), tiếp theo là hàng lưu niệm (65,1%) và kinh doanh hàng miễn thuế (48,0%).

Hình 20: Tỷ trọng doanh thu trước dịch (2019) của AST theo phân khúc



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 21: Tỷ trọng lợi nhuận gộp trước dịch (2019) của AST theo phân khúc



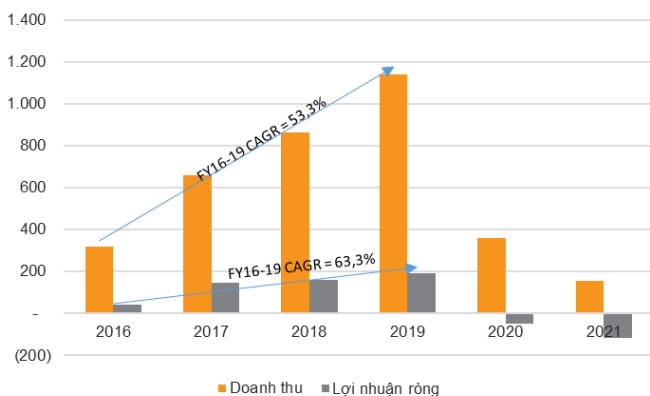
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong thời gian diễn ra đại dịch trong năm 2020-2021, cửa hàng lưu niệm, đồ ăn uống và cửa hàng miễn thuế vẫn là ba mảng kinh doanh chính của AST, nhưng tỷ trọng lợi nhuận gộp đã thay đổi đáng kể do lưu lượng hành khách quốc tế đóng băng. Trong năm 2021, chúng tôi ước tính mảng kinh doanh F&B đóng góp nhiều nhất vào tổng lợi nhuận gộp (59,8%), tiếp theo là kinh doanh hàng lưu niệm (25,7%) và kinh doanh hàng miễn thuế (15,4%). Tỷ suất lợi nhuận của tất cả các phân khúc phụ cũng giảm với cửa hàng lưu niệm (51,2%), F&B (50,6%) và cửa hàng miễn thuế (33,4%).

**Khả năng sinh lời vượt trội so với các công ty cùng ngành**

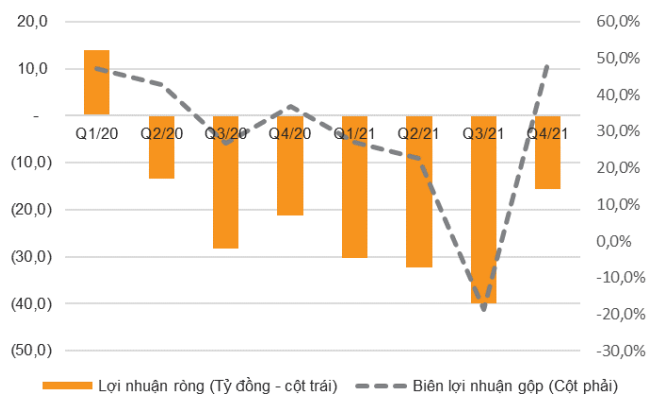
AST có hiệu quả hoạt động tốt với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 53,3% và tốc độ tăng trưởng kép hàng năm của doanh thu là 63,3% trong giai đoạn 2016-2019. Sau đó, kinh doanh bị ảnh hưởng nặng nề trong giai đoạn 2020-2021. Lưu thông hàng không quốc tế bị đóng băng trong hai năm trong khi lưu thông hàng không nội địa bị hạn chế trong mỗi đợt bùng phát, dẫn đến doanh thu năm 2020-2021 giảm 68,5%/57,1% svck. AST ghi nhận khoản lỗ ròng 49/118 tỷ đồng trong năm 2020-2021 so với lợi nhuận sau thuế là 191 tỷ đồng trong năm 2019. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy dấu hiệu tích cực cho thấy kết quả kinh doanh của AST đã bắt đầu hồi phục vào quý 4/2021 với sự cải thiện mạnh mẽ của biên gộp và lợi nhuận ròng theo quý nhờ hoạt động vận tải hàng không nội địa nối lại kể từ tháng 10/2021.

Hình 22: Doanh thu và lợi nhuận ròng của AST 2016-21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 23: Biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng của AST theo quý 2020-21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

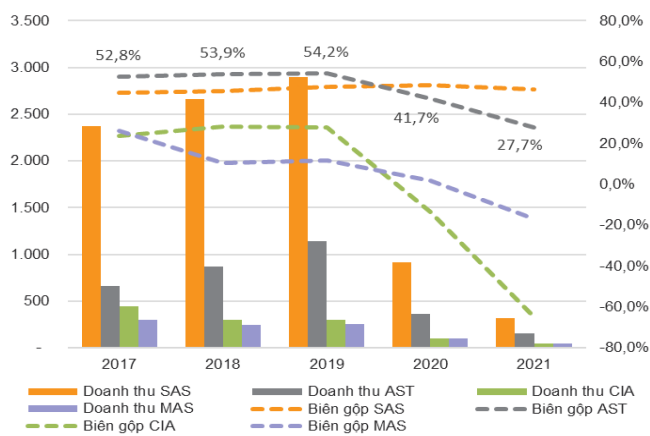


AST là nhà bán lẻ hàng không sân bay lớn thứ hai về doanh thu, xếp sau CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất (SAS: UPCOM); nhưng lớn hơn là CTCP Dịch vụ Sân bay Quốc tế Cam Ranh (CIA: HNX) và CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Đà Nẵng (MAS: HNX). Tuy nhiên, khác với AST, 23,5% doanh thu của SAS được tạo ra từ bất động sản khách sạn.

AST đã công bố tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) cao hơn so với các công ty cùng ngành trong nước trong thời kỳ trước đại dịch. Trong năm tài chính 2017-2019, AST đã ghi nhận tỷ suất lợi nhuận trung bình là 53,6%, cao hơn so với đối thủ cạnh tranh chính là SAS với tỷ suất lợi nhuận trung bình là 46,0% mặc dù doanh thu của SAS cao hơn nhiều so với AST. Theo quan điểm của chúng tôi, GPM cao của AST đến từ những lý do sau:

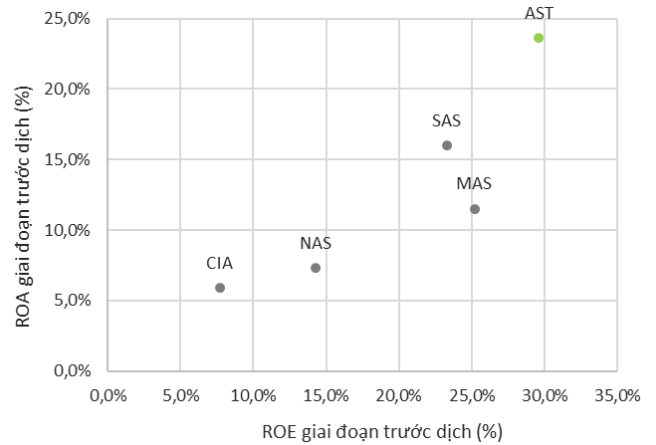
- Tỷ trọng doanh thu bán lẻ tại sân bay của AST cao hơn so với các công ty cùng ngành trong nước, vào khoảng 90% trong thời kỳ trước đại dịch;
- Bán lẻ tại sân bay là mô hình kinh doanh có khả năng sinh lời vượt trội nhờ độ nhạy với giá thấp trong hành vi tiêu dùng của khách du lịch, dẫn đến việc nhà bán lẻ tại sân bay có thể đặt giá hàng hóa cao hơn nhiều để có tỷ suất lợi nhuận gộp cao mà không làm giảm sức mua của khách hàng. Chi phí kinh doanh chủ yếu bao gồm giá vốn hàng bán, chi phí nhân viên bán hàng và chi phí thuê mặt bằng, tất cả đều tương đối ổn định và dễ kiểm soát. Một cửa hàng của AST có CAPEX là 2,1 tỷ đồng nhưng mang lại doanh thu 9 tỷ đồng với tỷ suất lợi nhuận gộp là 53,6% (trung bình năm tài chính 2017-2019). Như vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp và ROIC của mảng bán lẻ sân bay rất cao và bền vững.

**Hình 24: AST đạt biên lợi nhuận gộp cao nhất trong số các công ty cùng ngành giai đoạn trước dịch**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 25: Khả năng sinh lời của AST vượt trội so với các công ty cùng ngành giai đoạn trước dịch (2019)**



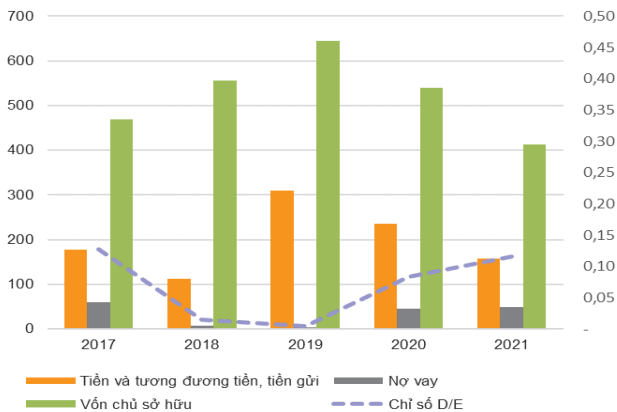
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hàng hóa bán ra được thanh toán bằng tiền mặt với tốc độ quay vòng tương đối nhanh, dẫn đến các khoản phải thu thấp, hàng tồn kho thấp và yêu cầu vốn lưu động thấp. Do đó, ROA và ROE của AST cũng vượt trội so với các công ty cùng ngành trong thời kỳ trước đại dịch.

**Số dư tiền mặt dồi dào và tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu thấp đã hỗ trợ AST vượt qua và mở rộng chuỗi bán lẻ trong bối cảnh đại dịch**

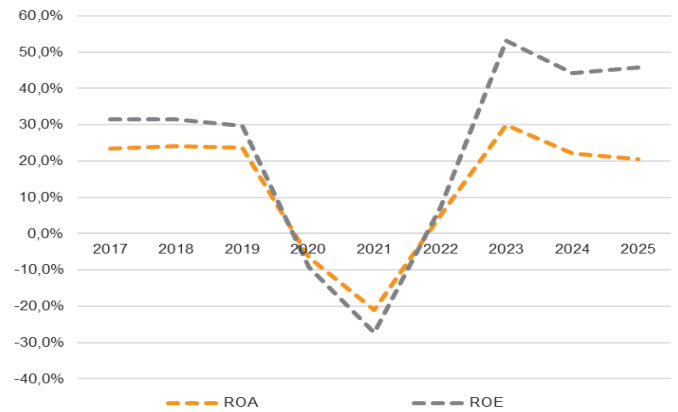
Trong giai đoạn 2017-2021, AST duy trì tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E) thấp, khoảng 0-0,13x nhờ (1) CAPEX trên mỗi cửa hàng thấp và (2) doanh thu hoạt động quay vòng nhanh dẫn đến yêu cầu vốn lưu động thấp. Kết hợp với số dư tiền mặt dồi dào từ 158 tỷ đồng đến 235 tỷ đồng (bao gồm tiền mặt và tương đương tiền và khoản đầu tư giữ đến ngày đáo hạn) trong thời kỳ đại dịch, AST có đủ năng lực tài chính để nắm bắt cơ hội này để mở rộng chuỗi bán lẻ của mình trong bối cảnh đại dịch.

**Hình 26: AST duy trì lượng tiền mặt lớn và chỉ số vay nợ thấp trong 2017-21 (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 27: Tỷ suất sinh lời của AST sẽ phục hồi mạnh từ 2022**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

ROA và ROE của AST duy trì ở mức cao trong năm 2017-2019, trước khi giảm về mức âm do ảnh hưởng nghiêm trọng của dịch bệnh. Trong tương lai gần, khi toàn bộ ngành hàng không phục hồi, chúng tôi kỳ vọng mức sinh lời AST trở về mức cao như trước đại dịch nhờ sức khỏe tài chính đã giúp công ty vượt qua dịch bệnh và không ngừng mở rộng chuỗi bán lẻ bất chấp khó khăn.

### Triển vọng 2022-23: khó khăn đã ở lại phía sau

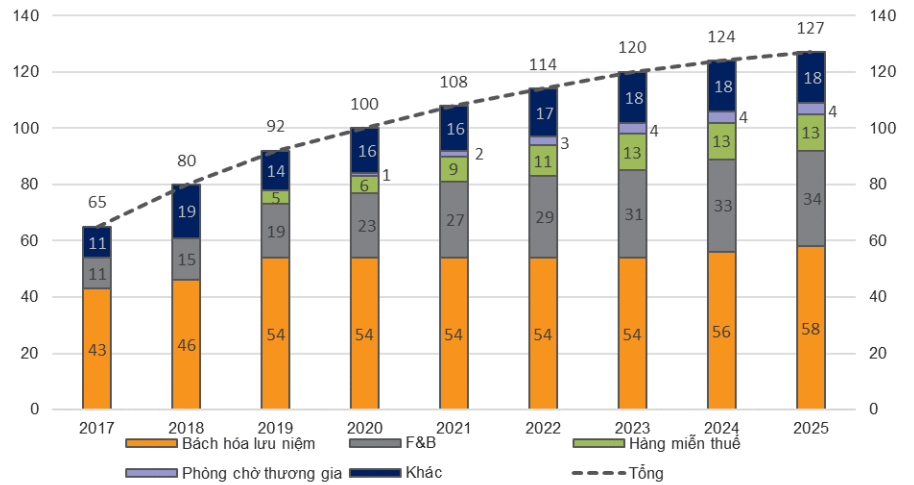
#### AST đã tận dụng cơ hội để mở rộng chuỗi bán lẻ trong đại dịch

Bán lẻ hàng không có rào cản gia nhập cao, đặc biệt ở các sân bay lớn do:

- Hạn chế về địa điểm kinh doanh;
- Phần lớn các hợp đồng thuê mặt bằng kinh doanh ở sân bay đều cho người thuê có quyền gia hạn hợp đồng khi hợp đồng kết thúc, khiến cho những đối thủ mới gặp khó khăn nếu muốn tham gia, hoặc các doanh nghiệp muốn mở rộng chuỗi kinh doanh.

Do đó, không còn nhiều dư địa cho AST mở rộng chuỗi bán lẻ của mình sau năm 2019. Tuy nhiên, dịch bệnh Covid-19 ập đến gây ra khó khăn cho toàn ngành hàng không, nhưng cũng mang đến cơ hội cho các doanh nghiệp có tiềm lực tài chính mạnh như AST trụ vững và mở rộng chuỗi bán lẻ trong đại dịch. Giai đoạn 2020-21, nhiều công ty bán lẻ hàng không gặp khó khăn và được sáp nhập vào AST. Trong giai đoạn khó khăn này, nhờ lượng tiền dồi dào, AST đã mở thêm 16 cửa hàng, khiến số cửa hàng tăng từ 92 cửa hàng trong năm 2019 lên 108 cửa hàng trong năm 2021 (tăng 17,4%). Khả năng mở rộng của AST cũng được hỗ trợ bởi Tập đoàn Taseco, công ty mẹ của AST, sở hữu 40% cổ phần tại Nhà ga Quốc Tế Đà Nẵng, do đó mang lại lợi thế cho AST trong việc đàm phán những hợp đồng có lợi để thuê mặt bằng ở đây. Tổng hợp lại, chúng tôi đánh giá cao việc AST đã biến thách thức thành cơ hội để mở rộng chuỗi bán lẻ trong bối cảnh toàn ngành hàng không gặp khó khăn bởi dịch bệnh.

**Hình 28: Số lượng cửa hàng của AST trong từng phân khúc, dự phóng đến 2025**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

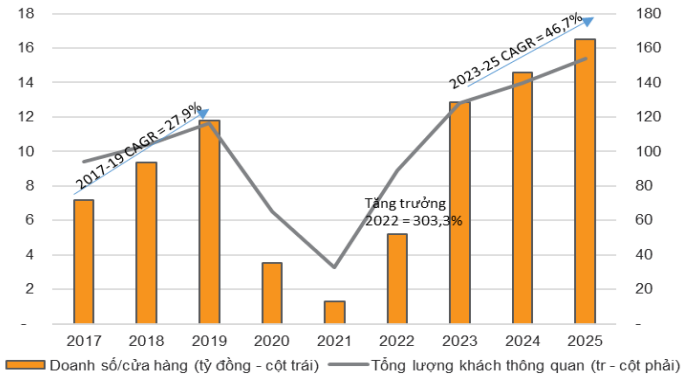
Theo quan điểm thận trọng, do mặt bằng tại sân bay ngày càng khan hiếm, chúng tôi cho rằng khả năng mở rộng của AST giai đoạn sau đại dịch sẽ chậm lại. Kết quả là, chúng tôi kỳ vọng số lượng cửa hàng của AST có thể tăng trưởng kép 4,1% và đạt 127 cửa hàng giai đoạn 2022-25. Trong tương lai gần, AST có nhiều cơ hội mở rộng kinh doanh vào các sân bay mới tuy nhiên chúng tôi chưa đưa vào mô hình dự báo do các dự án chưa hoàn thành. Các dự án sân bay mới có thể kể đến gồm:

- Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất, đã bắt đầu khởi công trong tháng 12/2021 và có thể hoạt động trong năm 2024, sẽ tăng tổng công suất thiết kế từ 30 triệu khách/năm lên 50 triệu khách/năm.
- Dự án mở rộng Nhà ga T2 Nội Bài, có thể khởi công trong Q4/22 và hoàn thành trong Q3/24, tăng công suất thiết kế của Nội Bài từ 25 triệu khách/năm lên 30 triệu khách/năm.
- Sân bay quốc tế Long Thành, đã khởi công giai đoạn 1 trong tháng 12/2020 và có thể hoàn thành trong năm 2025. Long Thành giai đoạn 1 có thể phục vụ 25 triệu khách/năm.

### Chuỗi bán lẻ của AST sẽ phục hồi mạnh sau đại dịch

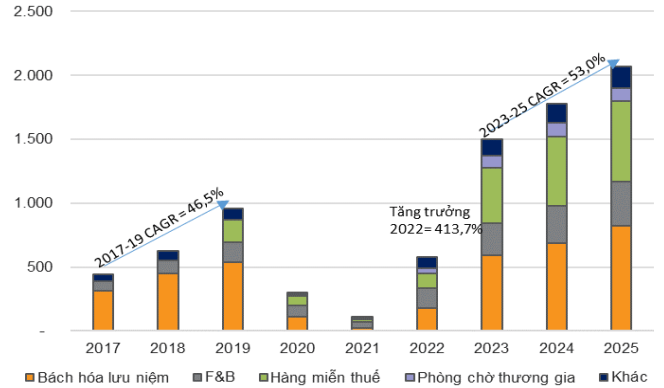
Doanh thu từng cửa hàng của AST có độ tương quan cao với tăng trưởng hành khách của Việt Nam như trong hình 29. Giai đoạn 2017-19, tổng sản lượng hành khách tăng trưởng kép 11,1% trong khi doanh thu từng cửa hàng của AST tăng trưởng kép 27,9% do AST tập trung mở rộng chuỗi cửa hàng đồ lưu niệm với doanh thu từng cửa hàng cao và có độ tương quan tăng trưởng cao với tăng trưởng khách quốc tế. Trong giai đoạn 2020-21, do hoạt động kinh doanh của AST có độ nhạy cao với khách quốc tế, doanh thu cửa hàng của AST đã chạm đáy ở mức 1,3 tỷ/ cửa hàng trong năm 2021. Tuy nhiên, với triển vọng phục hồi mạnh mẽ của hàng không Việt Nam trong trung hạn, đặc biệt là hàng không quốc tế khi chính phủ đã mở cửa hoàn toàn từ 15/03/2022, chúng tôi kỳ vọng AST sẽ hưởng lợi mạnh mẽ với doanh thu từng cửa hàng tăng 303,3% svck trong năm 2022 và tăng trưởng kép 46,7% giai đoạn 2022-25.

**Hình 29: Tăng trưởng doanh thu mỗi cửa hàng có độ tương quan cao với tăng trưởng lưu lượng hành khách**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

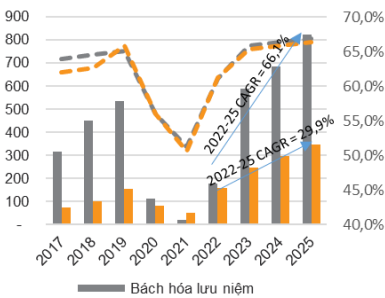
**Hình 30: Doanh thu bán lẻ của AST có thể tăng 413,7% svck trong năm 2022 và tăng trưởng kép 53,0% giai đoạn 2023-25 (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

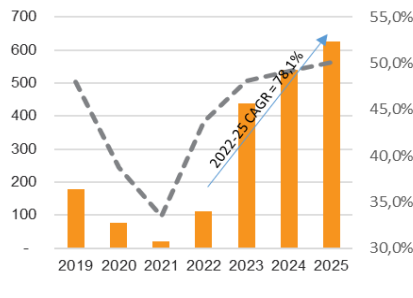
Với nỗ lực mở rộng chuỗi bán lẻ trong suốt thời gian khó khăn, chúng tôi kỳ vọng AST có thể nắm bắt được đà phục hồi của hàng không Việt Nam trong những năm tới. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán lẻ của AST sẽ tăng 413,7% svck trong năm 2022 và CAGR đạt 53,0% trong giai đoạn 2023-25, trong đó:

**Hình 31: Dự phóng doanh thu và biên gộp của mảng bách hóa lưu niệm và F&B**



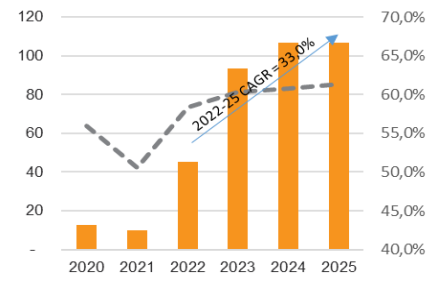
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 32: Dự phóng doanh thu và biên gộp của mảng bán hàng miễn thuế**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 33: Dự phóng doanh thu và biên gộp của mảng phòng chờ thương gia**



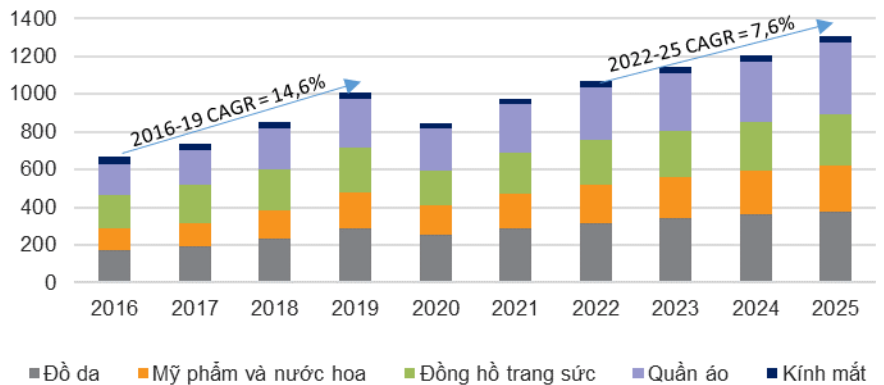
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

- Số lượng cửa hàng lưu niệm có thể không thay đổi do độ phủ lớn tại các sân bay trọng điểm. Doanh thu của các cửa hàng lưu niệm có thể tăng 724% svck trong năm 2022 từ mức thấp của năm 2021, và sau đó có thể tăng với CAGR là 66,1% cho đến năm 2025 nhờ mối tương quan cao với tốc độ tăng trưởng lưu lượng khách quốc tế. Biên lợi nhuận bán hàng lưu niệm có thể phục hồi lên 61,2% trong năm 2022 và dần dần tăng lên 66,9% trong năm 2025 nhờ quy mô nền kinh tế đang tăng lên.
- Số lượng cửa hàng F&B có thể tăng nhẹ từ 27 cửa hàng trong năm 2021 lên 34 cửa hàng trong năm 2025 (6% CAGR) do các sân bay tại Phú Quốc, Cam Ranh, Vân Đồn, Phú Bài vẫn còn dư địa để mở rộng phân khúc này. Có mối tương quan cao với cả lưu lượng khách quốc tế và nội địa, doanh thu của các cửa hàng F&B có thể tăng 209% svck trong năm 2022 và sau đó CAGR tăng 29,9% đến năm 2025. Biên lợi nhuận mảng F&B có thể phục hồi lên 61,2% trong 2022 và tăng dần lên 66,3% trong 2025.
- Theo quan điểm của chúng tôi, bán lẻ hàng miễn thuế là lĩnh vực kinh doanh tiềm năng nhất của AST trong những năm tới. Theo Nghiên cứu thị trường của Adroit, thị trường bán lẻ miễn thuế toàn cầu dự kiến sẽ



đạt giá trị 112,75 tỷ USD vào năm 2025, tương ứng với mức CAGR 6,5% trong giai đoạn 2022-25. Ngày càng có nhiều hãng hàng không giá rẻ dẫn đến sự gia tăng lượng khách du lịch, điều này tiếp tục thúc đẩy doanh số bán một số hàng hóa tại các cửa hàng bán lẻ miễn thuế tại các khu vực đa dạng bao gồm cả sân bay. Du lịch nước ngoài ngày càng tăng tại Việt Nam là khía cạnh quan trọng thúc đẩy sự tăng trưởng của thị trường bán lẻ hàng miễn thuế. Theo Statista, doanh thu hàng xa xỉ của Việt Nam trong giai đoạn 2016-19 tăng trưởng kép 14,6% và có thể tăng trưởng kép 7,6% trong năm 2022-25 từ mức cao trong năm 2021. Đây là điểm tích cực cho triển vọng bán lẻ hàng miễn thuế của Việt Nam trong những năm tới. Hiện AST có 9 cửa hàng miễn thuế, trong đó 3 cửa hàng ở NIA và 3 cửa hàng ở DIA đã hoạt động trước đại dịch, 1 cửa hàng ở TIA và 2 cửa hàng ở sân bay quốc tế Phú Quốc được mua lại và phát triển trong bối cảnh đại dịch. Vì không gian của TIA rất hạn chế, chúng tôi tin rằng AST có thể tìm kiếm không gian ở Phú Quốc hoặc Cam Ranh để mở rộng chuỗi này. Chúng tôi kỳ vọng AST có thể mở thêm 4 cửa hàng miễn thuế tại Phú Quốc và Cam Ranh cho đến năm 2025, nâng số cửa hàng miễn thuế từ 9 cửa hàng trong năm 2021 lên 13 trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng bán lẻ hàng miễn thuế của AST có thể tăng 455% svck trong năm 2022 và sau đó tăng trưởng CAGR 78,1% cho đến 2025. Biên lợi nhuận bán hàng miễn thuế có thể phục hồi lên 43,7% trong năm 2022 và tăng lên 50,1% trong 2025.

**Hình 34: Thị trường hàng hóa xa xỉ 2016-25 (đơn vị: tr USD)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WORLDBANK

- Phòng chờ thương gia cũng là một mảng kinh doanh tiềm năng tại các sân bay trọng điểm trong tương lai gần, đặc biệt là khi tầng lớp trung lưu của Việt Nam đang gia tăng nhanh chóng. Chúng tôi dự kiến AST sẽ mở thêm 2 phòng chờ tại các sân bay lớn cho đến năm 2025. Doanh thu của mảng kinh doanh phòng chờ Vip có thể tăng 359% svck trong năm 2022 và sau đó CAGR có thể tăng là 33,0% cho đến năm 2025 do sự phục hồi của lượng khách nội địa. Biên lợi nhuận phòng chờ thương gia có thể phục hồi lên 58,4% trong năm 2022 và tăng lên 61,3% trong năm 2025.

**Khách sạn: sự phục hồi có thể dự đoán**

A La Carte Đà Nẵng (khách sạn AST) sở hữu những lợi thế bao gồm:

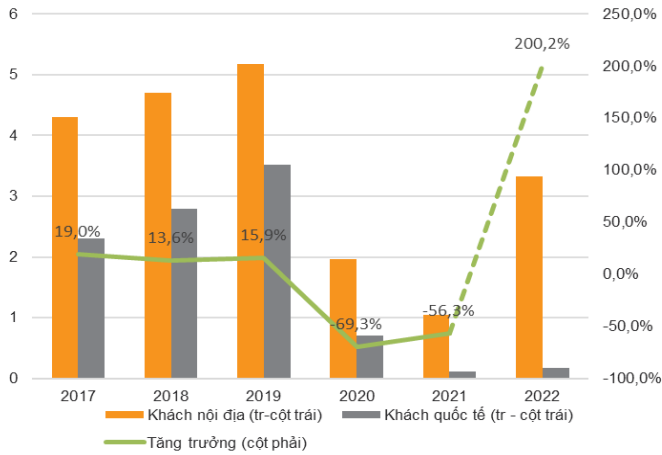
- Đà Nẵng với tốc độ tăng trưởng khách du lịch cao;
- Vị trí đắc địa ngay sát biển Mỹ Khê.

Do đó, tỷ lệ lấp đầy của A La Carte luôn ở mức cao trước đại dịch. Tuy nhiên, đại dịch Covid-19 đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến ngành du lịch của Đà Nẵng

bao gồm các dịch vụ lưu trú như A La Carte. Tỷ lệ lấp đầy đã chạm đáy khoảng 10% trong giai đoạn 2020-21.

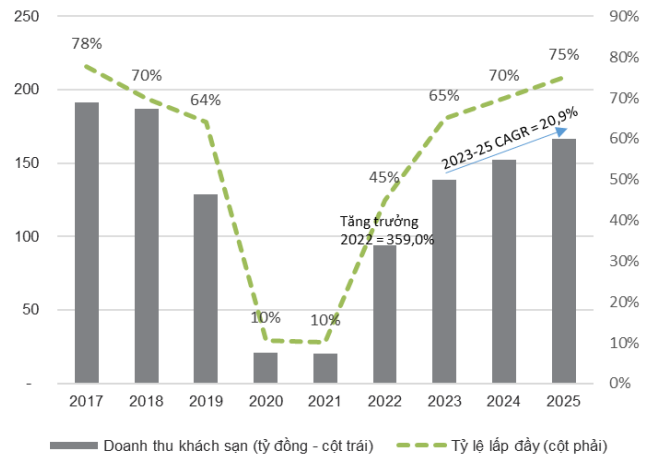
Bước sang năm 2022, thành phố đang bước vào giai đoạn “bình thường mới” với mục tiêu khôi phục ngành du lịch và dự kiến tổng lượng khách sẽ tăng mạnh 200,2% svck, do đó chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của A La Carte sẽ phục hồi với tỷ lệ lấp đầy tăng lên 45% trong năm 2022 và đạt 75% trong năm 2025, điều này sẽ giúp doanh thu khách sạn của AST tăng 359,0% trong năm 2025 và tăng trưởng CAGR đạt 20,9% trong giai đoạn 2023-25.

**Hình 35: Đà Năng kỳ vọng tổng lượng khách tăng 200,2% svck trong năm 2022**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, tourism.danang.gov.vn

**Hình 36: Tỷ lệ lấp đầy của khách sạn A La Carte Đà Nẵng dự kiến dần phục hồi kể từ năm 2022**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Dịch vụ ăn uống: thời gian sẽ chứng minh

Trước đại dịch, VINACS đã đóng góp cho AST 12 tỷ đồng LNST với hiệu suất nhà máy ước tính là 63%. Hiện nay, tổng số hãng hàng không mà VINACS phục vụ đã lên tới 31 hãng hàng không, trong đó có các hãng hàng không lớn như Qatar Airways, Malaysia Airlines, Vietjet, Bamboo Airways... Vì vậy, trong những năm tới, khi lượng hành khách phục hồi, VINACS có thể tăng hiệu suất nhà máy và tăng đóng góp lợi nhuận cho AST. Chúng tôi kỳ vọng lỗ ròng của VINACS phân bổ cho AST có thể giảm xuống còn 0,8 tỷ đồng trong năm 2022 từ mức lỗ ròng 22 tỷ đồng trong năm 2021 và LN ròng có thể đạt 32 tỷ đồng trong năm 2025, chiếm 9,3% LNST năm 2025 của AST.

**Hình 37: Dự phóng lợi nhuận đóng góp của VINACS cho AST**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Phần ăn cung cấp (tr/năm)	0,9	3,1	4,6	2,6	1,3	3,5	5,1	5,5	6,1
Hiệu suất hoạt động	12,3%	42,5%	63,0%	35,3%	17,8%	48,2%	69,5%	75,8%	83,3%
Lợi nhuận ròng đóng góp cho AST (tỷ đồng)	(11)	(12)	13	(12)	(22)	(1)	19	25	32
Tỷ lệ đóng góp vào lợi nhuận ròng AST	-7,6%	-7,6%	6,8%	24,9%	18,5%	-2,7%	6,9%	8,4%	9,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2022 và tăng trưởng kép 44,2% trong năm 2023-25**

**Hình 38: Dự phóng kết quả kinh doanh của AST 2022-25**

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Số lượng cửa hàng</b>	<b>108</b>	<b>114</b>	<b>120</b>	<b>124</b>	<b>127</b>
% svck	8,0%	5,6%	5,3%	3,3%	2,4%
-Bách hóa lưu niệm	54	54	54	56	58
-F&B	27	29	31	33	34
-Cửa hàng miễn thuế	9	11	13	13	13
-Phòng chờ thương gia	2	3	4	4	4
-Dịch vụ phi hàng không khác	16	17	18	18	18
<b>Tỷ đồng</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>154</b>	<b>714</b>	<b>1.701</b>	<b>1.995</b>	<b>2.308</b>
% svck	-57,1%	363,2%	138,3%	17,3%	15,7%
-Bách hóa lưu niệm	22	180	591	685	822
-F&B	51	158	249	296	347
-Cửa hàng miễn thuế	20	111	438	540	626
-Phòng chờ thương gia	10	45	94	107	107
-Dịch vụ phi hàng không khác	10	84	131	150	168
-Khách sạn	21	94	139	153	167
-Quảng cáo	22	41	59	64	71
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>43</b>	<b>299</b>	<b>924</b>	<b>1.110</b>	<b>1.305</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>27,9%</i>	<i>41,9%</i>	<i>54,3%</i>	<i>55,6%</i>	<i>56,5%</i>
Chi phí bán hàng	74	189	375	424	477
Chi phí QLDN	76	91	201	234	269
Doanh thu tài chính	10	22	46	64	83
Chi phí tài chính	3	5	8	11	14
Lợi nhuận khác	(6)	2	2	2	2
Lợi nhuận từ công ty liên kết	(22)	(1)	19	25	32
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>(128)</b>	<b>36</b>	<b>407</b>	<b>532</b>	<b>661</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>(118)</b>	<b>29</b>	<b>274</b>	<b>294</b>	<b>339</b>
<b>EPS (VND)</b>	<b>(2.623)</b>	<b>642</b>	<b>6.094</b>	<b>6.534</b>	<b>7.529</b>
% svck	NA	NA	849,4%	7,2%	17,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của AST sẽ tăng 363,2% trong năm 2022 và CAGR đạt 47,9% trong giai đoạn 2023-25, trong đó:

- Đối với mảng bán lẻ sân bay, chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán lẻ của AST sẽ tăng 413,6% svck trong năm 2022 và CAGR ở mức 53,0% trong năm 2023-25 do (1) Với góc nhìn thận trọng, số lượng cửa hàng của AST có thể tăng 4,1% CAGR trong năm 2022-25, và (2) doanh thu của cùng một cửa hàng có thể tăng 303,3% svck trong năm 2022 và CAGR đạt 46,7% trong năm 2022-25 nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của tổng lượng khách Việt Nam trong trung hạn, đặc biệt là khách quốc tế.
- Đối với phân khúc khách sạn, doanh thu khách sạn của AST có thể tăng 359,0% trong năm 2022 và CAGR tăng 20,9% trong năm 2023-25 với tỷ lệ lấp đầy tăng lên 45% trong năm 2022 và đạt 75% trong năm 2025.

Với sự đóng góp từ (1) doanh thu tài chính lớn từ dòng tiền dồi dào tích lũy trong kinh doanh, có thể tăng trưởng kép 71,6% trong 2022-25 và (2) lỗ ròng từ VINACS có thể giảm xuống 0,8 tỷ đồng trong năm 2022 và LN ròng từ VINACS có thể đạt 32 tỷ đồng trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của AST sẽ phục hồi lên 29 tỷ đồng trong năm 2022 từ mức lỗ ròng 118 tỷ đồng trong năm 2021 và có thể tăng trưởng kép 127,2% trong năm 2023-25.

**Rủi ro đầu tư**

**Hình 39: Giá dầu cao có thể giảm nhu cầu đi lại đường hàng không**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Hình 40: Dự thảo phương án áp giá sàn vé bay nội địa**

Độ dài chặng bay	Giá sàn (VND)
Dưới 500km	340.000
500 - 850 km	440.000
850 - 1.000 km	560.000
1.000 - 1.280 km	640.000
Trên 1.280 km	750.000

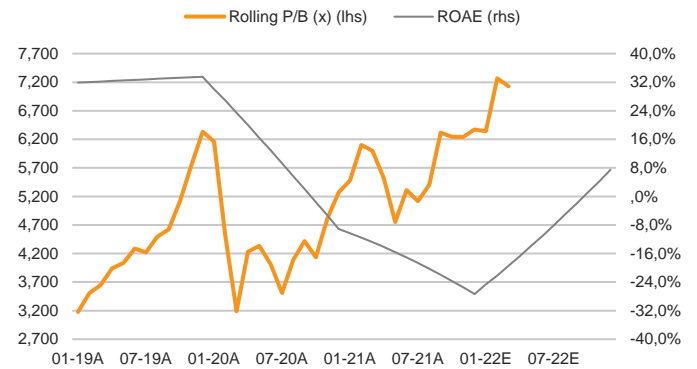
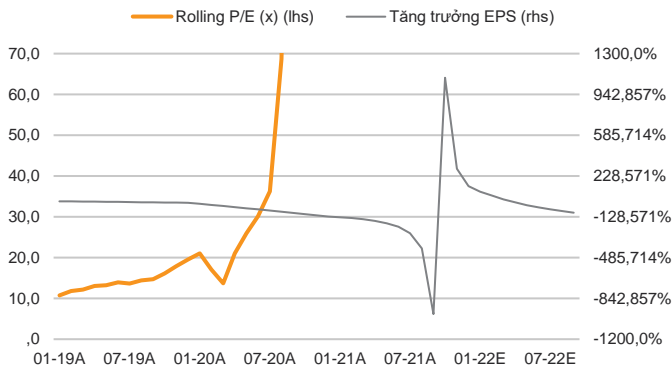
Nguồn: CAAV

Mặc dù hoạt động kinh doanh của AST có nhiều cơ hội để phục hồi trong thời kỳ hậu đại dịch, nhưng chúng tôi vẫn nhận thấy ba rủi ro chính có thể ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng phục hồi:

- Giá dầu Brent đã chạm mức cao nhất trong 14 năm ở 139,13 USD/thùng vào ngày 07/03 dưới tác động của khủng hoảng địa chính trị, tăng trưởng vĩ mô toàn cầu và các lỗi hỏng trong chuỗi cung ứng. Giá nhiên liệu cao hơn dự kiến dẫn đến chi phí khai thác của các hãng hàng không cao hơn, điều này có thể làm tăng giá vé và giảm nhu cầu đi lại bằng đường hàng không.
- Mới đây, Cục HKVN đã trình dự thảo phương án áp giá sàn nội địa đối với vé máy bay. Theo quan điểm của chúng tôi, nếu dự thảo phương án được thông qua, việc áp giá sàn đối với vé máy bay nội địa sẽ triệt tiêu vé rẻ, giảm sức cạnh tranh của mô hình hàng không giá rẻ. Điều này cũng có thể cản trở kế hoạch kích cầu du lịch bằng đường hàng không của chính phủ trong những giai đoạn tới.
- Thị trường bán lẻ hàng miễn thuế hấp dẫn cũng làm tăng mức độ cạnh tranh, trong đó mối đe dọa lớn nhất đến từ các cửa hàng miễn thuế ở trung tâm thành phố. Khái niệm bán hàng miễn thuế bên ngoài khu vực sân bay chỉ phổ biến ở một số quốc gia, nhưng nó đã đạt 55% doanh số bán lẻ hàng miễn thuế ở Hàn Quốc trong khi Nhật Bản và Trung Quốc đang đi theo xu hướng này. Gần đây nhất, Lotte PK Duty Free, nhà bán lẻ hàng miễn thuế hàng đầu thế giới, đặt mục tiêu mở ba cửa hàng miễn thuế ở trung tâm thành phố tại Hà Nội, Đà Nẵng và TP.HCM; tiếp theo là Công ty Cổ phần Trần Thái Cam Ranh với mục tiêu khai trương cửa hàng miễn thuế đầu tiên tại The Arena, Khánh Hòa. So với các cửa hàng miễn thuế ở sân bay, các cửa hàng ở trung tâm thành phố có tỷ lệ giá thuê trên doanh thu thấp hơn, sản phẩm đa dạng hơn và linh hoạt trong việc định giá và khuyến mại sản phẩm. Sự phát triển của các cửa hàng miễn thuế tại các khu vực trung tâm thành phố có thể thu hút khách hàng từ các cửa hàng miễn thuế tại sân bay. Tuy nhiên, với lợi thế của nền tảng bán lẻ miễn thuế, chúng tôi tin rằng AST có khả năng xây dựng các cửa hàng miễn thuế ở trung tâm thành phố để khai thác lĩnh vực kinh doanh này trong tương lai.



**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	154	714	1.701
Giá vốn hàng bán	(111)	(415)	(777)
Chi phí quản lý DN	(76)	(91)	(201)
Chi phí bán hàng	(74)	(189)	(375)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>(107)</b>	<b>18</b>	<b>348</b>
EBITDA thuần	(78)	52	386
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(29)</b>	<b>(33)</b>	<b>(38)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>(107)</b>	<b>18</b>	<b>348</b>
Thu nhập lãi	10	22	46
Chi phí tài chính	(3)	(5)	(8)
Thu nhập ròng khác	(6)	2	2
TN từ các Cty LK & LD	(22)	(1)	19
<b>LN trước thuế</b>	<b>(128)</b>	<b>36</b>	<b>407</b>
Thuế	(0)	0	(54)
Lợi ích cổ đông thiểu số	10	(7)	(79)
<b>LN ròng</b>	<b>(118)</b>	<b>29</b>	<b>274</b>
Thu nhập trên vốn	(118)	29	274
Cổ tức phổ thông	0	0	(45)
<b>LN giữ lại</b>	<b>(118)</b>	<b>29</b>	<b>229</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	9	138	328
Đầu tư ngắn hạn	149	185	398
Các khoản phải thu ngắn hạn	84	26	62
Hàng tồn kho	28	64	152
Các tài sản ngắn hạn khác	12	7	18
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>282</b>	<b>420</b>	<b>959</b>
Tài sản cố định	117	119	121
Tổng đầu tư	57	56	75
Tài sản dài hạn khác	47	40	43
<b>Tổng tài sản</b>	<b>503</b>	<b>635</b>	<b>1.198</b>
Vay & nợ ngắn hạn	45	43	103
Phải trả người bán	22	35	82
Nợ ngắn hạn khác	20	107	255
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>87</b>	<b>185</b>	<b>440</b>
Vay & nợ dài hạn	3	3	3
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Vốn điều lệ và	450	450	450
LN giữ lại	(77)	(48)	181
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>373</b>	<b>402</b>	<b>631</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	39	46	125
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>503</b>	<b>635</b>	<b>1.198</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>(128)</b>	<b>36</b>	<b>407</b>
Khấu hao	29	33	38
Thuế đã nộp	(0)	0	(54)
Các khoản điều chỉnh khác	46	(36)	(214)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>7</b>	<b>126</b>	<b>61</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>(47)</b>	<b>159</b>	<b>238</b>
Đầu tư TSCĐ	(20)	(36)	(40)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	22	1	(19)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	10	7	(3)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>12</b>	<b>(28)</b>	<b>(62)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	3	(2)	60
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	(45)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>3</b>	<b>(2)</b>	<b>15</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	40	9	138
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(32)</b>	<b>129</b>	<b>190</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	8	138	328

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	(76,6%)	4,0%	16,1%
Vòng quay TS	0,27	1,25	1,85
ROAA	(20,9%)	5,1%	29,9%
Đòn bẩy tài chính	1,31	1,47	1,78
ROAE	(27,3%)	7,5%	53,1%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	53,7	5,4	5,4
Số ngày nắm giữ HTK	92,8	56,3	71,7
Số ngày phải trả tiền bán	73,7	30,4	38,7
Vòng quay TSCĐ	1,27	6,05	14,13
ROIC	(25,6%)	5,9%	31,8%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,2	2,3	2,2
Khả năng thanh toán nhanh	2,9	1,9	1,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,8	1,7	1,7
Vòng quay tiền	72,9	31,3	38,3
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(57,1%)	363,2%	138,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	63,9%		1.801,1%
Tăng trưởng LN ròng	140,8%		849,4%
Tăng trưởng EPS	140,8%		849,4%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## 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.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

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

### Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@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>