

Công ty Cổ phần Tập đoàn ASG (ASG)

ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Mã CK ASG

Sàn HSX

Ngành Dịch vụ sân bay

SLCP lưu hành (CP) 63.044.964

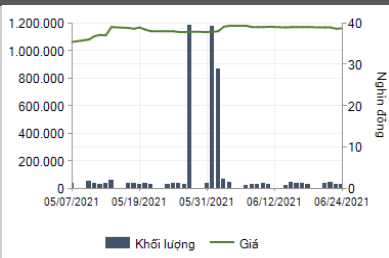
Giá (24/06/2021) 38.700

Vốn hóa (Tỷ VNĐ) 2.439,65

Hệ số P/E 34,23

Hệ số P/B 1,85

Biến động giá và KLGD 12 tháng



Cao nhất 52 tuần (VNĐ) 32.400

Thấp nhất 52 tuần (VNĐ) 39.500

KLGD trung bình 3 tháng 122 nghìn

Kết quả định giá

Phương pháp	Tỉ trọng	Giá/CP
Chiết khấu FCFE	25%	44.300
Chiết khấu FCFF	25%	46.000
So sánh P/B fw	50%	33.500
Giá TB từ các phương pháp		39.300

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ✓ **Hệ sinh thái dịch vụ đồng bộ, liên kết tốt với các cảng hàng không và khu công nghiệp, khu công nghệ trọng điểm:** ASG hoạt động trong các lĩnh vực chính gồm dịch vụ sân bay, dịch vụ kho bãi và logistics hàng không, đồng thời mở rộng sang mảng phát triển hạ tầng KCN. Phạm vi hoạt động của doanh nghiệp đã bao phủ cả 3 vùng miền, trong đó xây dựng các khu dịch vụ logistics tập trung tại các sân bay quốc tế như Cảng hàng không quốc tế Nội Bài, Cam Ranh, Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng, Chu Lai, Phù Cát, Tuy Hòa; và các khu công nghiệp lớn như KCN Yên Phong - Bắc Ninh, KCN VSIP - Bắc Ninh, KCN Yên Bình - Thái Nguyên, Khu CNC Thành phố Hồ Chí Minh và các tỉnh lân cận tạo nên một hệ sinh thái các dịch vụ đồng bộ của Công ty;
- ✓ **Sở hữu đội xe vận tải có giá trị lớn:** Tính đến Q1/2020, giá trị đội xe chuyên dụng của ASG gồm hơn 30 xe tải lạnh, 100 xe vận chuyển hàng hóa, xe đầu kéo, sơ mi romoc và vỏ container, xe nâng điện có tổng giá trị lên tới 92,6 tỷ đồng;
- ✓ **Mảng dịch vụ hàng hóa hàng không vẫn tăng trưởng trong quý 1/2021 giúp gồng gánh lợi nhuận.** Doanh thu mảng dịch vụ hàng hóa tăng trưởng mạnh trở lại sau 3 tháng đầu năm, đạt 94,5 tỷ đồng (+17,8% yoy), giúp gánh vác lại các mảng doanh thu khác đang bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh Covid-19;
- ✓ **Doanh nghiệp sở hữu lượng tiền mặt và tương đương tiền khá dồi dào,** tương đương 26% tổng tài sản (507 tỷ đồng). Với lượng tiền này doanh nghiệp chịu ít áp lực hơn từ đòn bẩy tài chính và nợ vay, giúp ASG chủ động hơn trong sản xuất kinh doanh;
- ✓ **Ngành logistics hàng không và kho bãi chịu ít ảnh hưởng bởi đại dịch, đồng thời đang có nhiều cơ hội phát triển nhờ FTAs:** Cung cầu không bị gián đoạn sau khi nhiều nền kinh tế mở cửa trở lại, nhiều doanh nghiệp trong ngành ghi nhận tăng trưởng doanh thu ổn định. Hơn nữa, hoạt động vận tải hàng hóa trở nên sôi động hơn nhờ được thúc đẩy giao thương thông qua các hiệp định thương mại;
- ✓ **Lịch sử trả cổ tức đều đặn hàng năm từ 2016:** Trước khi niêm yết lên sàn chứng khoán vào năm 2020, các năm trước đó ASG đã chi trả cổ tức cho các cổ đông đều đặn hàng năm bằng cả tiền mặt và cổ phiếu.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✗ **Hoạt động kinh doanh của ASG phụ thuộc khá nhiều vào ngành hàng không & dịch vụ sân bay, vốn là ngành đang chịu tác động mạnh bởi đại dịch Covid-19:** Trong bối cảnh dịch bệnh trở lại trong làn sóng thứ 4, xuất hiện biến chủng mới nguy hiểm, hoạt động kinh doanh chính của ASG là dịch vụ sân bay và dịch vụ hành khách, cùng với nhiều mảng phụ khác (trừ logistics & kho bãi) tiếp tục chịu ảnh hưởng nặng nề & chậm phục hồi, thu về thấp hơn cùng kỳ từ 10,2 – 85%;
- ✗ **Doanh mục chứng khoán kinh doanh ẩn chứa rủi ro do chủ yếu nắm cổ phiếu ngành hàng không.** Có giá trị lên tới 159,5 tỷ đồng (8,15% TTS), gần như 100% danh mục CK kinh doanh của ASG dùng để nắm các cổ phiếu ngành hàng không như MAS, NCT, SGN, ..., vốn có kết quả kinh doanh chịu ảnh hưởng ít nhiều từ đại dịch. Bên cạnh đó, thanh khoản của các cổ phiếu trên cũng rất thấp, nên trong trường hợp thị trường biến động, ASG sẽ phải chịu rủi ro giảm tài sản đáng kể;
- ✗ **Cạnh tranh nội bộ ngành logistics đáng lưu ý:** Trong khi mảng vận tải hàng hóa hàng không chưa được chú trọng bởi doanh nghiệp nội, đa phần thị phần về vận chuyển hàng hóa đã thuộc về lĩnh vực vận chuyển qua cảng biển và thuộc về các hãng vận chuyển nước ngoài. Chỉ riêng trong vận tải hàng không, thị phần của doanh nghiệp nội chỉ chiếm 12% – 20%;
- ✗ **Thanh khoản của cổ phiếu ở mức rất thấp,** trung bình 10 phiên chỉ khoảng 30,7 nghìn CP/piên.

Chỉ số tài chính cơ bản

	2019	2020	Q1/21
P/E (TTM)	-	30,1	34,2
P/B	-	1,9	1,9
EPS (TTM)	2.837	1.295	1.131
BVPS	21.661	20.973	20.964
Tỷ suất LN gộp	34%	26%	29%
Tỷ suất LNST	18%	8%	7%
ROE (TTM)	15%	4%	4%
ROA (TTM)	11%	3%	3%
Tỷ suất TT nhanh	2,99	3,17	2,98
TL Nợ vay / TTS	0,13	0,27	0,27

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Tập đoàn ASG (ASG) có tiền thân là Công ty Cổ phần Dịch vụ Bưu chính Interserco – IPX được thành lập vào năm 2010. Công ty hoạt động trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ phục vụ hàng hóa hàng không, dịch vụ phục vụ hành khách hàng không, dịch vụ vận tải hàng hóa và hành khách và dịch vụ khai thác kho bãi;. ASG trở thành công ty đại chúng từ năm 2018. ASG đang triển khai dịch vụ phục vụ hàng hóa hàng không bao gồm dịch vụ kho hàng không kéo dài và các dịch vụ liên quan tại nhà ga hàng hóa với tổng công suất phục vụ khoảng 360 nghìn tấn – 540 nghìn tấn/năm. Bên cạnh đó, ASG hiện sở hữu và khai thác hệ thống kho bãi với quy mô 21.000 m² tại Khu Dịch vụ Logistics Nội Bài – Hà Nội, Khu Công nghiệp Yên Phong – Bắc Ninh và Khu Công nghiệp Yên Bình – Thái Nguyên.

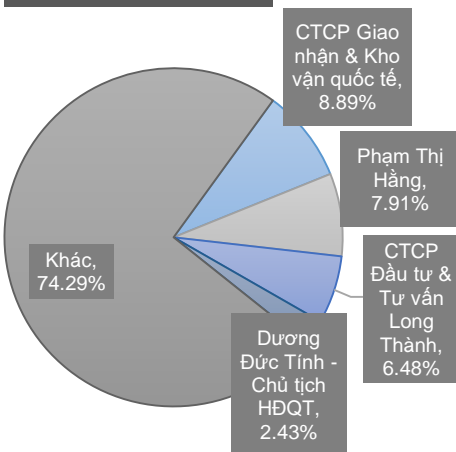
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

- ASG hoạt động chính trong ngành logistics và dịch vụ sân bay, cụ thể là dịch vụ phục vụ hàng hóa hàng không; dịch vụ phục vụ hành khách hàng không; dịch vụ vận tải hàng hóa và hành khách và dịch vụ khai thác kho bãi. Ngoài ra, Tập đoàn cũng tham gia đầu tư vào một số ngành phụ như BĐS khu công nghiệp. Cụ thể:

- Dịch vụ phục vụ hàng hóa hàng không:** ASG đang triển khai dịch vụ phục vụ hàng hóa hàng không bao gồm dịch vụ kho hàng không kéo dài và các dịch vụ liên quan tại nhà ga hàng hóa với tổng công suất phục vụ khoảng 360 nghìn tấn – 540 nghìn tấn/năm. ASG là đơn vị lớn nhất cung cấp dịch vụ khai thác hàng hóa hàng không theo quy trình kho hàng không kéo dài tại Sân bay Nội Bài và khu vực phía Bắc;
- Dịch vụ phục vụ hành khách hàng không:** Dịch vụ phục vụ hành khách hàng không của ASG, bao gồm dịch vụ tiện ích tại nhà ga và dịch vụ phục vụ mặt đất được thực hiện thông qua 2 công ty con là Công ty CIAS và Công ty AGS;
- Dịch vụ vận tải hàng hóa và hành khách:** ASG có đội xe gần 110 xe tải chuyên dụng theo tiêu chuẩn vận tải kho hàng không kéo dài với tải trọng chuyên chở từ 1,25 tấn đến 14 tấn thực hiện cung cấp dịch vụ 24/7. ASG là đơn vị duy nhất cung cấp dịch vụ vận chuyển hàng hóa theo quy trình kho hàng không kéo dài cho các khách hàng tại Miền Bắc và Thành phố Hồ Chí Minh, trong đó có Công ty TNHH Samsung Electronics Việt Nam Thái Nguyên (SEVT), Công ty TNHH Samsung Display Việt Nam (SDV), Công ty TNHH Điện tử Samsung HCMC CE Complex (SEHC), Công ty TNHH Fushan Technology (trước đây là Microsoft Mobile Việt Nam), Foxconn và các công ty sản xuất linh kiện điện tử,... Bên cạnh đó, ASG có hệ thống xe tải gồm 30 xe lạnh chuyên dụng được thiết kế với yêu cầu kỹ thuật cao;
- Dịch vụ khai thác kho bãi:** ASG đã đầu tư xây dựng và khai thác hệ thống kho bãi tại Khu Dịch vụ Logistics Nội Bài – Hà Nội, Khu Công nghiệp Yên Phong – Bắc Ninh và Khu Công nghiệp Yên Bình – Thái Nguyên với tổng diện tích kho là 21.000 m², trong đó kho lạnh là 600 m³, kho mát là 5.000 m³.

- Địa bàn hoạt động:** Hệ thống ASG trải dài khắp 3 miền Bắc, Trung, Nam bao gồm 14 công ty con và 2 chi nhánh, hoạt động tập trung tại các sân bay quốc tế và các khu công nghiệp lớn: Cảng HKQT Nội Bài, Cam Ranh, Đà Nẵng, Tân Sơn Nhất, KCN Yên Phong, KCN Yên Bình, KCN VSIP Bắc Ninh, và các KCN, khu công nghệ cao tại các khu vực vệ tinh của TP.HCM.

Cơ cấu sở hữu



Công ty con, công ty liên kết

Công ty con (14)

Lĩnh vực: Cung cấp dịch vụ phục vụ hàng hóa hàng không, dịch vụ kho vận và các dịch vụ logistics; dịch vụ nhà ga hành khách, kho hàng hóa, bán hàng hóa miễn thuế; kinh doanh BĐS, quyền SD đất;....

Tỉ lệ sở hữu: 50,97% - 100,00%

Công liên kết (2)

Lĩnh vực: Dịch vụ hỗ trợ vận tải; thương mại du lịch, nhà hàng & dịch vụ ăn uống; đóng gói và hỗ trợ.

Tỉ lệ sở hữu: 10,19% - 47,57%

Lịch sử trả cổ tức ASG

2016	Trả cổ tức tỷ lệ 35% bằng cổ phiếu
2017	Trả cổ tức tỷ lệ 10% bằng tiền, 25% bằng cổ phiếu
2018	Trả cổ tức tỷ lệ 20% bằng tiền, 15% bằng cổ phiếu
2019	Trả cổ tức tỷ lệ 15% bằng tiền
2020	Trả cổ tức tỷ lệ 20% bằng cổ phiếu

Nguồn: Bản cáo bạch & biên bản họp ĐHCĐ, ASG

KẾ HOẠCH PHÁT TRIỂN 2021

- **Kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2021** của ASG được thông qua bởi ĐHCĐ như sau:
 - Tổng doanh thu hợp nhất đạt 882,9 tỷ đồng, tăng 23,3% so với thực hiện năm 2020. Trong đó, doanh thu Công ty mẹ giảm 11,3% so với 2020, xuống 312,5 tỷ đồng;
 - Tổng lợi nhuận sau thuế đạt 61,1 tỷ đồng, tăng 4,8% so với thực hiện năm 2020;
- **Kế hoạch phân phối lợi nhuận năm 2020:** Chia cổ tức bằng cổ phiếu, với tổng giá trị tương đương 126,1 tỷ đồng;
- **Kế hoạch tăng vốn năm 2021:** ASG thống nhất tăng vốn điều lệ từ 630,45 tỷ đồng lên 764,1 tỷ đồng thông qua phương án chia cổ tức bằng cổ phiếu kể trên và chào bán 756.540 cổ phiếu ESOP (hạn chế chuyển nhượng trong 4 năm).

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Lĩnh vực dịch vụ hàng không – dịch vụ sân bay – vận chuyển hành khách hàng không: Vẫn gặp nhiều khó khăn, chậm phục hồi.

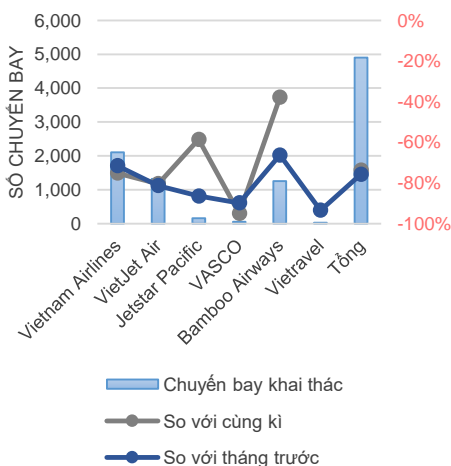
Sự trở lại của đợt bùng phát dịch covid-19 thứ tư tại Việt Nam trong tháng 5 đã ngăn cản đà phục hồi của nhiều ngành thương mại, trong đó có dịch vụ hàng không, bao gồm các hoạt động dịch vụ hành khách, suất ăn hàng không, bán hàng miễn thuế, nhà ga hành khách,...

- **Sản lượng bay thấp, kéo theo cơ hội dịch vụ không nhiều:** Theo thống kê của Cục Hàng không Việt Nam, sau 5 tháng đầu năm 2021, lượng khách thông qua các cảng hàng không đạt 25,5 triệu lượt, giảm 4,9% so với cùng kỳ 2020. Riêng trong tháng 5, lượng hành khách vận chuyển của các hãng chỉ đạt 1,35 triệu khách, giảm mạnh 27,8% so với tháng 5/2020. Dự kiến trong tháng 6, số lượng hành khách bay sẽ tiếp tục giảm mạnh do hoạt động kiểm soát dịch bệnh tại Việt Nam;
- **Dự báo lượng khách giảm:** Trong dự báo đưa ra mới đây, Hiệp hội vận tải hàng không thế giới (IATA) dự báo lượng khách sử dụng dịch vụ vận tải hàng không trong năm 2021 sẽ chỉ đạt mức gần 43% so với trước khi đại dịch xảy ra (năm 2019) và chỉ có thể phục hồi vào năm 2023;
- **Đa số các doanh nghiệp có mảng dịch vụ hàng không đều phục hồi chậm hơn** trong năm 2020 và 3 tháng đầu năm 2021, thậm chí bị lỗ (điển hình như CIA và AST). Với số chuyến bay tiếp tục giảm trong tháng 6, có nhiều khả năng mảng dịch vụ hàng không của các công ty sẽ tiếp tục phải gánh lỗ trong thời gian tới.
- Đối với ASG, mảng phục vụ mặt đất hàng không, bán lẻ hàng miễn thuế và phục vụ suất ăn đã giảm tỉ trọng đóng góp doanh thu kể từ năm 2020 và không còn mang lại lợi nhuận thiết yếu. Tuy nhiên, doanh nghiệp vẫn sẽ phải gánh lỗ để duy trì hai mảng kể trên với kì vọng ngành hàng không trong nước sẽ phục hồi vào 2022.

Lĩnh vực logistics hàng không – Vận tải hàng hóa và kho vận: Chịu mức ảnh hưởng của dịch bệnh thấp nhất trong hệ sinh thái hàng không, nhu cầu không bị gián đoạn.

- Mảng logistics nói chung đã khởi sắc trở lại khi tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng trên toàn thế giới xảy ra trong năm trước đã phần nào phục hồi trong quý cuối 2020, đầu năm 2021;

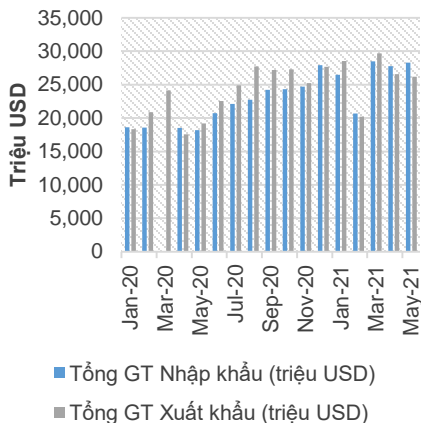
Số chuyến bay khai thác từ 19/05 - 18/06/2021



Nguồn: Cục hàng không

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP (TIẾP)

Hoạt động XNK tại Việt Nam

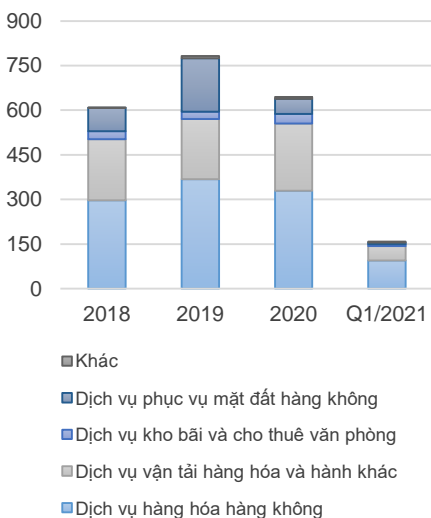


- **Cung cầu không bị gián đoạn:** May mắn hơn mảng hành khách, hoạt động vận chuyển hàng hóa hàng không không bị gián đoạn trong thời gian dịch bệnh, do đó vẫn duy trì được đà tăng thời gian vừa qua, đặc biệt khi nền kinh tế nhiều quốc gia đã mở cửa trở lại;
- **Sản lượng vận tải hàng hóa cả nước vẫn tiếp tục tăng, bao gồm cả hàng không:** Theo Tổng cục Thống kê, 5 tháng đầu năm 2021, vận tải hàng hóa đạt 739 triệu tấn hàng hóa vận chuyển, tăng 10,5% so với cùng kỳ năm trước (cùng kỳ năm 2020 giảm 8%) và luân chuyển 146,2 tỷ tấn/km, tăng 11,2% (cùng kỳ năm trước giảm 7,5%); Sản lượng vận chuyển hàng hóa hàng không 5 tháng đầu năm cũng đạt 570 nghìn tấn, tăng 15% so với cùng kỳ 2020. Dự kiến từ tháng 6 đến cuối năm, đà tăng trưởng về sản lượng vận chuyển vẫn khả quan bất chấp dịch bệnh;
- **Hưởng lợi từ nhiều hiệp định thương mại:** Việt Nam kí kết thành công nhiều FTAs như EVFTA, UKFTA, RCEP, CPTPP giúp cho hoạt động giao thương, trao đổi hàng hóa, xuất nhập khẩu đối với nước ta trở nên thuận lợi hơn bao giờ hết. Tổng giá trị xuất nhập khẩu sau 5 tháng đầu năm đã đạt 262,3 triệu USD, tăng 33,2% cùng kì. Sản lượng và giá trị hàng hóa xuất, nhập khẩu dần đi vào xu hướng tăng, giúp cho nhu cầu logistics ngày một lớn, trong đó các kênh vận chuyển như hàng không, container đường thủy có nhiều cơ hội mở rộng khai thác;
- **Cạnh tranh nội bộ ngành logistics nóng lên, mảng logistics hàng không vẫn còn non nớt:** Trong khi lĩnh vực vận tải hàng không vẫn đang chưa được chú trọng bằng vận tải hành khách trong các năm trước, vận tải đường thủy đang có được chỗ đứng vững chắc đối với hoạt động vận tải hàng hóa quốc tế.
 - Chỉ trong năm 2020, sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển Việt Nam đã đạt 689,1 triệu tấn, tăng 3,68% yoy và là kênh logistics lớn nhất (lớn hơn nhiều lần sản lượng khai thác 1,3 triệu tấn của ngành hàng không năm 2020). Sản lượng khai thác logistics tại các cảng nước sâu trở nên vượt trội hơn trong nửa cuối 2020 và đầu 2021. Dự kiến, các dự án mới như cảng Germalink trong năm nay sẽ tiếp tục bổ sung cho năng lực vận chuyển chung của ngành. Tổng sản lượng hàng hóa vận chuyển qua kênh đường thủy được kì vọng sẽ tăng trưởng tích cực trong năm 2021, cạnh tranh trực tiếp về sản lượng vận tải với các hãng quốc tế;
 - Cùng lúc đó, các hãng hàng không Việt Nam vẫn chỉ duy trì việc kết hợp vận tải hàng hóa trong bụng máy bay hoặc bố trí lại một số hàng ghế trong khoang chờ khách, như một cách “tận dụng” chỗ trống. Đến thời điểm hiện tại, khi hoạt động chuyên chở hành khách tiếp tục bị đóng băng, tiềm năng ở mảng vận tải hàng hóa trở nên hấp dẫn hơn bao giờ hết. Một số hãng hàng không trong nước như Vietnam Airlines nhanh chóng đưa vào sử dụng 12 tàu bay thân rộng Boeing 787 và Airbus A350 nhằm chuyên chở hàng hóa thuần túy trên khoang khách và khoang bụng; đồng thời tháo ghế 2 tàu bay thân hẹp Airbus 321 để chở hàng. Tuy nhiên cho đến thời điểm hiện nay, Việt Nam vẫn chưa có hãng hàng không chuyên chở hàng hoá được cấp phép đi vào hoạt động. Sắp tới, điểm sáng của ngành sẽ tập trung vào IPP Air Cargo của doanh nhân Jonathan Hạnh Nguyễn, dự kiến tập trung vào mảng vận chuyển hàng hóa hàng không, cạnh tranh với các hãng nước ngoài và các hình thức vận chuyển khác, vốn đang chiếm hơn 80% thị phần;
- Sự ổn định và tiềm năng tăng trưởng hấp dẫn của mảng logistics hàng hóa cho thấy khả năng phát triển doanh thu mảng trọng yếu này của ASG vẫn rất tích cực trong các năm tới.

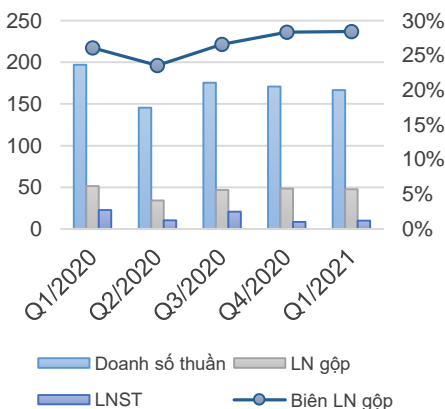
Kết quả kinh doanh

	2019	2020	Q1/21
DT thuần	885	688	167
LN gộp	296	179	47
Biên LN gộp	34%	26%	28%
LN từ HĐKD	179	75	17
LNTT	179	75	17
LNST	156	58	10
Biên LN ròng	18%	8%	6%
Tăng trưởng DT thuần	37%	-22%	-15%
Tăng trưởng LNST	-5%	-63%	-56%

Cơ cấu doanh thu thuần



Doanh theo quý gần nhất



Nguồn: BCTC hợp nhất, ASG

KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh năm 2020: Chịu ảnh hưởng chung nặng nề của dịch Covid-19 đối với cả hai ngành hàng không và ngành logistics, kết quả kinh doanh năm 2020 của ASG suy giảm đáng kể ở toàn bộ các chỉ số về sản xuất kinh doanh.

► Sản lượng dịch vụ và kinh doanh ở hầu hết các khoản mục chính đều bị thu hẹp nghiêm trọng trong năm 2020 so với 2019, do tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng và hạn chế đối với vận tải hàng không:

Sản lượng dịch vụ	TH 2019	TH 2020	% thay đổi
Hàng hóa hàng không	128.960 tấn	117.462 tấn	▼ 8,9%
Vận tải hàng hóa	247.672 tấn	202.219 tấn	▼ 18,4%
Hàng khách phục vụ	10,8 triệu khách	3,3 triệu khách	▼ 69,4%
Chuyến bay phục vụ	11.400 chuyến	4.671 chuyến	▼ 59,0%

Nguồn: BCTN 2020, ASG

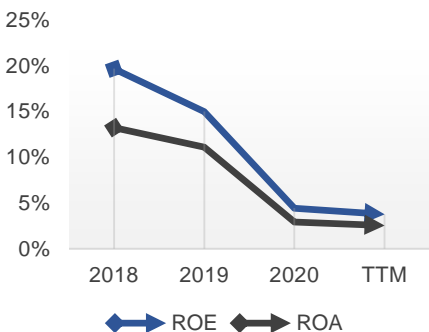
► Doanh thu thuần cả năm 2020 đạt 688,1 tỷ đồng (-22,2% yoy), tương ứng 87,45% kế hoạch đề ra. Trong đó, 2 trong số 3 lĩnh vực đóng góp tỉ trọng doanh thu lớn nhất cho ASG là dịch vụ hàng hóa hàng không và phục vụ mặt đất hàng không đều chịu tác động lớn, lần lượt sụt giảm 10,5% và 60,1% so với cùng kì. Các lĩnh vực khác cũng có doanh thu tụt dốc từ 19,5 – 71,9%, trừ duy nhất hoạt động vận tải hàng hóa và kho bãi vẫn cải thiện 12,1 – 29,1%. Mặt khác, chi phí giá vốn tăng lên, thậm chí vượt quá doanh thu làm thu hẹp biên lợi nhuận gộp cả năm từ mức cao là 34% xuống chỉ hơn 26%. Lợi nhuận sau thuế năm 2020 do đó cũng chỉ đạt 55,4% kế hoạch đề ra, tương ứng 58,3 tỷ đồng (-63% yoy).

Kết quả kinh doanh 3 tháng đầu năm 2021: Hoạt động kinh doanh của ASG 3 tháng đầu năm vẫn tiếp tục chưa cải thiện. Cụ thể:

► **Doanh thu thuần quý 1/2021 giảm 15,4% cùng kì**, ở mức 166,6 tỷ đồng. Hầu hết các lĩnh vực hoạt động đều mang lại doanh thu thấp hơn so với quý 1/2020, trừ lĩnh vực cốt lõi là dịch vụ hàng hóa hàng không đã tăng trưởng trở lại 17,8% (đạt 52,4 tỷ đồng). Đặc biệt, kết quả kinh doanh tiếp tục kém khả quan đối với hoạt động phục vụ mặt đất hàng không, dịch vụ ăn uống và bán hàng hóa miễn thuế, với mức giảm lên tới 85,4% và 50,5% yoy (còn lần lượt 4,7 tỷ và 6,4 tỷ đồng). Với kết quả này, ASG chỉ hoàn thành 18,9% kế hoạch về doanh thu trong quý 1;

► **Biên lợi nhuận gộp cải thiện dù giá trị giảm.** Biên lợi nhuận quý 1 đã tăng lên 28,5%, cao hơn mức biên cả năm 2020 (26,1%) và nhích lên so với quý liền trước (28,4%). Giá trị lợi nhuận gộp chỉ đạt 47,4 tỷ đồng (giảm 7,7% yoy). Tuy vẫn là hai mảng phục vụ mặt đất hàng không và nhà hàng, bán hàng miễn thuế đang bị đội chi phí, gây âm lợi nhuận, mảng chính yếu là dịch vụ hàng hóa hàng không, và mảng kho bãi và cho thuê văn phòng có biên LN gộp cải thiện đáng kể, giúp bù đắp ảnh hưởng tiêu cực của giá vốn (lần lượt tăng lên 44,5% và 61,4%). Mức biên LN gộp này vẫn là tương đối tích cực nếu so với trung bình quý 1 của các doanh nghiệp cùng ngành logistics và dịch vụ sân bay, vốn chỉ đang ở mức khoảng 24,7%;

Tăng trưởng ROE & ROA



KẾT QUẢ KINH DOANH (TIẾP)

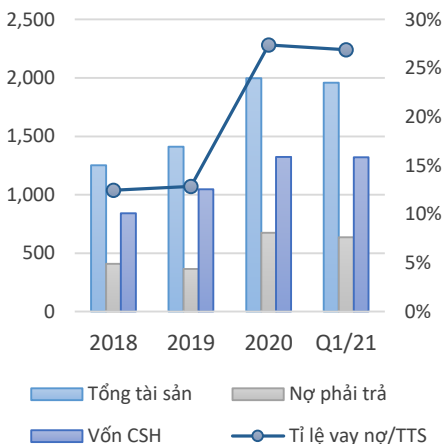
► **Lợi nhuận sau thuế tiếp tục ở mức rất thấp, chỉ đạt 10 tỷ đồng (-56% yoy).** Dù lợi nhuận gộp giảm nhẹ, song trong quý 4 năm 2020 doanh nghiệp đã tiến hành huy động 300 tỷ đồng trái phiếu (tương ứng khoảng 15% tổng tài sản), dẫn tới mức chi phí lãi vay tăng cao đột ngột, ảnh hưởng tới lợi nhuận ròng. Mặt khác, chi phí thuế thu nhập trong quý 1 cũng lớn hơn các quý trong năm 2020 (từ 30 – 200%) góp phần bào mòn lợi nhuận. Với mức lợi nhuận sau thuế kể trên, các chỉ số ROE và ROA (TTM) tiếp tục tụt xuống mức thấp nhất trong 3 năm (đạt 3,7% và 2,5%, thấp hơn cả mức 4,4% và 2,9% của năm 2020).

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

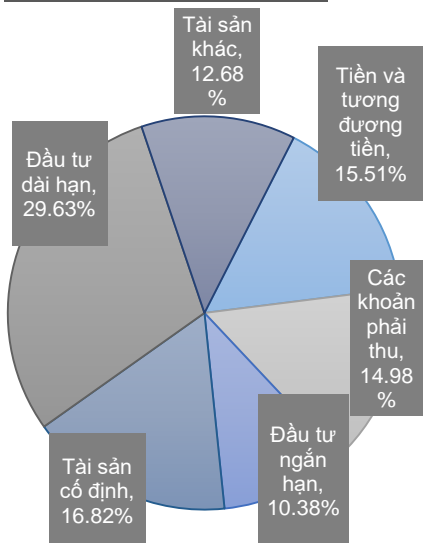
Tình hình tài chính của ASG có một số điểm cần lưu ý như sau:

- **Kết thúc quý 1/2021, quy mô tài sản giảm nhẹ 1,9% so với đầu năm.** Sau khi lên sàn lần đầu trong quý 3/2020 thông qua phát hành 630 tỷ đồng cổ phiếu, tổng tài sản của doanh nghiệp đã tăng thêm 41,6% lên mức 1.996,5 tỷ đồng tại 31/12/2020. Đến 31/03/2021, tổng tài sản của ASG đã giảm xuống 1.957,6 tỷ đồng, trong đó tài sản dài hạn chiếm tỉ trọng chính (58%, tương ứng 1.133,4 tỷ). Mặt khác, vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp tại kết thúc quý 1 gần như không đổi so với đầu năm, chiếm 67,5% tổng tài sản, tương đương 1.321,6 tỷ đồng;
- **Lượng tiền và tương đương tiền vẫn tương đối dồi dào so với quy mô doanh nghiệp, dù đã giảm mạnh so với đầu năm.** Tại thời điểm 31/03/2021, lượng tiền mặt và tiền gửi của ASG ở mức 303,6 tỷ đồng, thấp hơn 17,4% sau 3 tháng. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn cũng giảm mạnh 52,5%, chỉ còn 203,2 tỷ đồng. Tổng lượng tiền và tương đương tiền của ASG song vẫn chiếm đến 26% tổng tài sản, là mức tỉ lệ tiền mặt lớn, góp phần đảm bảo khả năng duy trì hoạt động kinh doanh ngay cả trong giai đoạn dịch bệnh, đồng thời hạn chế bớt áp lực từ trả lãi và gốc vốn vay.

Tăng trưởng tài sản - nguồn vốn



Cơ cấu tài sản Q1/2021

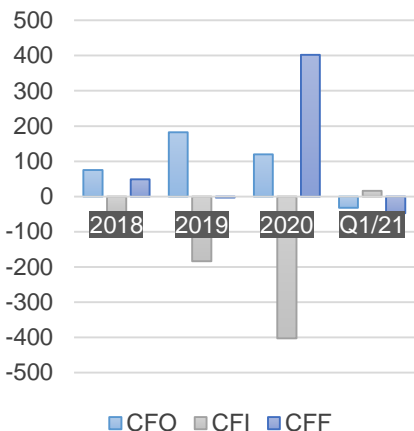


► **Danh mục chứng khoán kinh doanh có giá trị lớn và thuộc ngành chịu rủi ro biến động giá lớn.** Trong cơ cấu đầu tư ngắn hạn của ASG, chúng tôi cũng lưu ý đến một phần giá trị tương ứng 159,5 tỷ đồng là chứng khoán kinh doanh (8,15% TTS). Danh mục của ASG tại 31/03 bao gồm 5 cổ phiếu của các doanh nghiệp hoạt động trong cùng lĩnh vực:

Tên công ty	Mã CK	Giá gốc (tỷ đồng)	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)	Dự phòng (tỷ đồng)	Tỉ trọng (%)	Thay đổi giá Q1 (%)
CTCP Logistics Hàng không	-	37,50	-	-	23,51%	-
CTCP Phục vụ mặt đất Sài Gòn	SGN	80,39	78,64	4,96	50,39%	▼ 2,18%
CTCP Dịch vụ hàng hóa Nội Bài	NCT	31,18	36,47	-	19,55%	▲ 16,97%
CTCP Dịch vụ HK Sân bay Đà Nẵng	MAS	10,43	7,36	3,07	6,54%	▼ 29,43%
CTCP Dịch vụ hàng hóa Sài Gòn	SCS	0,02	0,03	-	0,01%	▲ 50,00%

Nguồn: Tổng hợp từ BCTC hợp nhất ASG

Dòng tiền doanh nghiệp



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC hợp nhất ASG

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP (TIẾP)

ASG đã nắm giữ và gia tăng tỉ trọng 5 cổ phiếu kể trên trong năm 2020. Trong 3 tháng đầu năm, giá trị các cổ phiếu này niêm yết trên sàn chứng khoán đều chịu biến động mạnh về giá, giúp danh mục của doanh nghiệp tăng nhẹ 0,03% trong quý 1. Tuy nhiên, cần nắm rõ rằng các cổ phiếu trong danh mục kể trên thuộc vào ngành logistics và dịch vụ hàng không, vốn chịu ảnh hưởng nặng nề từ làn sóng dịch bệnh thứ 4 tại Việt Nam. Do đó, các CP này tiếp tục có biến động giá lớn trong quý 2, dự kiến sẽ duy trì xu hướng trên trong đầu quý 3, đồng thời sở hữu thanh khoản rất thấp. Vì vậy, rủi ro biến động, giảm tài sản của ASG cũng lớn theo, đặc biệt khi doanh nghiệp chỉ trích lập 8 tỷ đồng;

- ▶ **Các khoản phải thu gia tăng sau 3 tháng đầu năm, chiếm tỉ trọng đáng kể trong cơ cấu tài sản.** Các khoản phải thu chủ yếu là ngắn hạn, có giá trị là 297,3 tỷ đồng (+11,7% so với đầu năm), chiếm 15% tổng tài sản của ASG. Một nửa giá trị đó là các khoản phải thu khách hàng đang có xu hướng tăng lên (154,8 tỷ đồng, +50,2% ytd), với khoảng 58 tỷ đồng từ 1 khách hàng là Công ty Samsung SDS GSCL Vietnam (tăng gấp 2 lần so với năm 2020). Mặt khác, các khoản phải thu từ cho vay ngắn hạn cũng có giá trị lớn, song đã giảm bớt sau 3 tháng đầu năm (còn 121,5 tỷ, -12,3% ytd). Hệ số quay vòng các khoản phải thu trong 3 năm gần nhất từ 7,1 giảm xuống 5,2 lần cho thấy năng lực thu hồi của ASG đang trở nên kém hơn. Với tỉ trọng lớn trong cơ cấu tài sản, cần lưu ý rủi ro giảm tài sản đối với ASG trong trường hợp doanh nghiệp không thu hồi được các khoản phải thu trên;
- ▶ **Đòn bẩy tài chính trung bình, với tỉ lệ nợ phải trả/tổng tài sản bằng 32,5%,** dù lớn hơn nhiều doanh nghiệp logistics và dịch vụ hàng không niêm yết khác (tỉ lệ nợ phải trả/tổng tài sản dưới 20%), song vẫn không phải là mức cao. Giá trị nợ phải trả của ASG tại thời điểm 31/03/2021 đã giảm 5,7% xuống ở mức 636 tỷ đồng, trong đó nợ vay chiếm tỉ trọng chính với tổng vay nợ tương đương 526,4 tỷ (27% tổng tài sản). Do trong năm 2020 doanh nghiệp đã phát hành 300 tỷ đồng trái phiếu, đa phần nợ vay là dài hạn và có kì hạn đến 2025 và lãi suất 9%. Mặt khác, nợ vay ngắn hạn đã giảm 21,6%, hiện chỉ còn 168,5 tỷ đồng. Vì vậy, năng lực tài chính hiện tại của ASG vẫn đủ vững để không bị ảnh hưởng tới hoạt động sản xuất kinh doanh nhờ vào lượng tiền dồi dào;
- ▶ **Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh liên tiếp đạt dương trong 3 năm gần nhất, đã quay đầu giảm âm trong quý 1.** Dòng tiền kinh doanh của ASG được duy trì dương từ 2018 đến 2020, song đã giảm xuống âm 32,5 tỷ đồng tại 31/03/2021, do áp lực từ việc các khoản phải thu tăng mạnh. Dòng tiền kinh doanh giảm âm có thể ảnh hưởng tiêu cực tới áp lực vay nợ của doanh nghiệp, đặc biệt trong bối cảnh dịch bệnh trở lại khiến khả năng thu hồi nợ vay trở nên thấp hơn. Tính chủ động trong sản xuất kinh doanh của ASG cũng chịu tác động không nhỏ.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU ASG

Chúng tôi sử dụng 03 phương pháp định giá chính để định giá CP ASG là phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF), phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần của chủ sở hữu (FCFE), và phương pháp so sánh P/B forward.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU ASG

Chúng tôi xác định dòng tiền và mức BVPS forward dựa trên giả định về dự báo lợi nhuận các năm 2021 trở đi. Trong đó, trong năm 2021, doanh nghiệp sẽ tiếp tục tăng vốn thông qua trả cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành cổ phiếu ESOP, tăng số cổ phiếu lưu hành trong năm lên 76,4 triệu cổ.

Về giả định doanh thu, chúng tôi xem xét tốc độ tiêm vaccines trong nước, khả năng áp dụng cơ chế hộ chiếu vaccines và duy trì góc nhìn tích cực về khả năng kiểm soát dịch bệnh và mở cửa trở lại của Việt Nam vào nửa cuối năm 2021. Tuy vậy, mảng hàng không được dự báo sẽ mất nhiều thời gian để vực dậy hơn so với các dự báo trước đợt bùng phát lần thứ 4. Do đó, chúng tôi cho rằng khó khăn chung đối với ngành hàng không sẽ tiếp tục hạn chế doanh thu của ASG đối với mảng dịch vụ sân bay. Bên lại, mảng logistics hàng không và kho vận tiếp tục tăng trưởng, gồng gánh phần nào lợi nhuận của ASG trong năm 2021. Kể từ 2022 trở đi, doanh thu cả mảng hàng không sẽ chậm rãi phục hồi, bứt phá trở lại vào 2024. Trong khi đó, mảng hàng hóa hàng không, vận tải hàng hóa, kho vận sẽ vẫn tăng trưởng tốt trong năm 2021 và tăng ổn định trong các năm kế tiếp, phần ảnh cơ hội của Việt Nam có được từ các hiệp định thương mại và sự mở cửa trở lại của nhiều nền kinh tế trên thế giới.

Chi phí lãi vay gia tăng, trái lại, sẽ làm giảm mức lợi nhuận trong các năm kế tiếp, sau khi doanh nghiệp phát hành 300 tỷ đồng trái phiếu.

Mức chi phí vốn bình quân (WACC) được xác định là **6,58%** và **mức chi phí vốn CSH** là **6,17%**. Giả định số cổ phiếu lưu hành năm 2021 tăng lên theo kế hoạch tăng vốn đã được ĐHCĐ chấp thuận. Kể từ năm 2025, doanh nghiệp sẽ phát triển bền vững ở mức **g = 1,0%**, dự phóng kết quả kinh doanh và dòng tiền tương lai của ASG được thể hiện ở bảng dưới:

Bảng: Dự báo kết quả kinh doanh & dòng tiền của ASG

Nguồn: ABS

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	688,1	761,3	868,6	994,1	1.145,3	1.291,1
Tăng trưởng DTT	-22,2%	10,6%	14,1%	14,4%	15,2%	12,7%
LN góp	179,3	213,2	251,9	298,2	366,5	413,2
LN từ HĐKD	74,8	80,9	116,6	148,2	195,8	222,3
LNST	58,3	60,2	94,5	123,0	166,7	189,5
Tăng trưởng LNST	-62,7%	3,3%	56,9%	30,1%	35,6%	13,7%
Biên LN góp	26,1%	28,0%	29,0%	30,0%	32,0%	32,0%
ROE (%)	4,4%	4,5%	6,6%	7,9%	10,0%	11,1%
ROA (%)	2,9%	3,0%	4,4%	5,3%	6,7%	7,4%
EPS (VNĐ)	1.295	780	1.225	1.593	2.160	2.456
Dòng tiền thuần từ HĐKD	119,2	50,3	90,6	108,6	173,0	183,7
Dòng tiền thuần của CSH	502,1	159,5	189,0	120,7	192,1	264,5
Dòng tiền thuần của DN	168,3	122,6	186,1	193,0	259,6	272,6

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU ASG (TIẾP)

Đối với phương pháp P/B forward, giả sử mức P/B của ASG được xác định bằng bình quân của P/B các doanh nghiệp có cùng điều kiện kinh doanh đang niêm yết trên cả 3 sàn giao dịch. Với dự báo doanh thu, dòng tiền và quy mô vốn CSH năm 2021 – 2025 (bảng trên), cùng với quy mô vốn CSH tại thời điểm 31/03/2021, chúng tôi xác định **mức BVPS dự báo là 17.336 đồng/cp.**

Kết quả so sánh P/B của ASG với các doanh nghiệp so sánh được tóm tắt tại bảng dưới đây:

Bảng: Kết quả so sánh P/B
ngày 24/06/2021

Nguồn: ABS

Mã CK	Tên	Sàn	P/B
NCT	DV Hàng hóa Nội Bài	HOSE	4,03
TMS	Transimex	HOSE	2,08
CIA	DV Sân Bay Cam Ranh	HNX	0,87
VIN	Kho vận ngoại thương VN	UPCOM	0,75
Trung bình			1,93

Với kết quả dự phóng dòng tiền và so sánh P/B kể trên, giá mục tiêu của cổ phiếu ASG:

- Theo phương pháp FCFE (đã làm tròn) là 44.300đ/CP
- Theo phương pháp FCFF (đã làm tròn) là 46.000đ/CP
- Theo phương pháp P/B forward (đã làm tròn) là 33.500đ/CP

Giá định giá có tỉ trọng theo 3 phương pháp là **39.300đ/CP**

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được ABS đưa ra dựa trên những nguồn tin mà ABS coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, ABS không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và ABS sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.

Bản báo cáo này là tài sản của ABS. Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn, trích dẫn không được sự đồng ý của ABS đều là trái pháp luật. Bất kỳ nội dung nào của bản báo cáo này đều không được phép sao chép, sửa đổi, in ấn, trích dẫn nếu không được sự đồng ý của ABS.