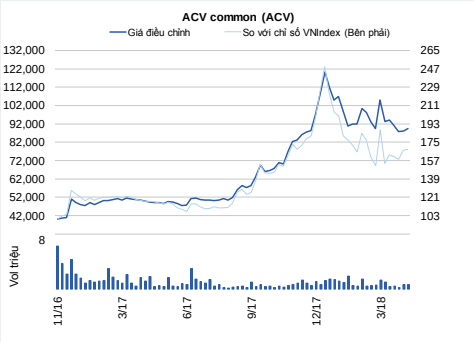
Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam - CTCP - KHẢ QUAN
(ACV : UPCoM - Dịch vụ vận tải)

BÁO CÁO CẬP NHẬT — Thứ Tư, ngày 16 tháng 5 năm 2018

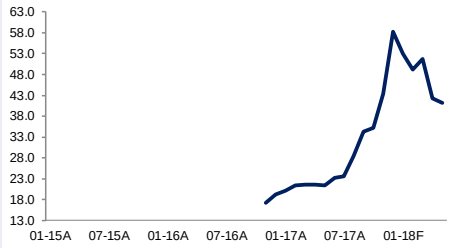
Biểu đồ giá



Thông tin cổ phiếu vào ngày 14/5/2018

Giá cổ phiếu (đồng)	90,000
Số lượng CP niêm yết hiện tại (triệu cp)	2,177
Số lượng CP đang lưu hành (triệu cp)	2,177
Giá cao nhất trong 52 tuần (đồng)	120,203
Giá thấp nhất trong 52 tuần (đồng)	47,591
Thay đổi giá trong 3 tháng	-2.9%
Thay đổi giá trong 6 tháng	-10.3%
Thay đổi giá trong 12 tháng	34.3%
Khối lượng CP giao dịch tự do	100
GTGD (triệu đồng) (GTTB trong 5 ngày giao dịch gần nhất)	5,122
GT Vốn hóa thị trường (triệu đồng)	194,004,016
GT vốn hóa thị trường (triệu USD)	8,533
Số lượng được phép sở hữu	1,067
Số lượng còn được phép mua	990
% sở hữu nước ngoài	3.5%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	35%

Biểu đồ P/E



Tổng quan tài chính	12-16A	12-17A	12-18F	12-19F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	13,676	15,372	18,136	20,207
Tăng trưởng doanh thu thuần	3.8%	12.4%	18.0%	11.4%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	4,931	5,799	7,924	9,403
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	40.2%	17.6%	36.6%	18.7%
EBITDA (tỷ đồng)	8,135	8,842	10,880	12,340
Tăng trưởng EBITDA	48.0%	8.7%	23.0%	13.4%
LNST (tỷ đồng)	5,290	4,310	5,773	6,914
Tăng trưởng LNST	201.8%	(18.5%)	33.9%	19.8%
LNST của cổ đông cty mẹ (tỷ đồng)	5,105	4,289	5,756	6,895
Tăng trưởng LNST của cổ đông cty mẹ	198.2%	(16.0%)	34.2%	19.8%
EPS (đồng)	2,496	1,871	2,511	3,009
Tăng trưởng EPS	143.2%	(25.0%)	34.2%	19.8%
P/E (lần)	36.1	48.1	35.8	29.9
EV/EBITDA (lần)	21.5	22.2	18.0	15.9
P/B (lần)	7.82	7.14	6.33	5.51

Nguồn: Dữ liệu công ty; (F): HSC dự báo

- *Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam - CTCP (ACV - Khả quan) đã công bố KQKD Q1/2018 với doanh thu thuần đạt 3.932 tỷ đồng (tăng trưởng 10%) và LNST đạt 975 tỷ đồng (tăng trưởng 85%).*
- *Doanh thu Q1 tăng trưởng nhờ số lượt hành khách phục vụ tăng 12% so với cùng kỳ cộng với phí dịch vụ sân bay tăng.*
- *ACV đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng cho năm 2018 với doanh thu thuần đạt 16.029 tỷ đồng (tăng trưởng 7%) và LNTT đạt 5.665 tỷ đồng (tăng trưởng 9%).*
- *ACV có kế hoạch tăng gấp đôi công suất lên 185 triệu khách từ nay đến năm 2025 (không bao gồm sân bay Long Thành).*
- *ACV hiện đang đề xuất Bộ Giao thông về phương án tổ chức đấu giá bán 20% cổ phần, tương đương 435.430.000 cổ phiếu.*
- *Cho năm 2018, HSC dự báo doanh thu thuần là 18.136 tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và LNST là 5.773 tỷ đồng (tăng trưởng 34%).*
- *Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu ACV là 104.500 đồng, tương đương EV/EBITDA dự phóng năm 2018 là 20 lần; cao hơn 20% so với bình quân khu vực nhờ triển vọng tăng trưởng vượt trội và vị thế độc quyền trong nước.*
- *Tiếp tục duy trì đánh giá Khả quan.*

Chuyên viên phân tích cấp cao
Vũ Thu Hà
ha.vthu@hsc.com.vn

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

ACV - KQKD Q1 2018

	Q1/2017	Q1/2018	% y/y	Kế hoạch 2018	% hoàn thành
Doanh thu thuần	3,573,192	3,931,584	10%	16,029,000	24.5%
Giá vốn hàng bán	2,281,410	1,922,603	-16%		
Lợi nhuận gộp	1,291,782	2,008,981	56%		
Thu nhập tài chính	255,659	326,254	28%		
Chi phí tài chính	683,124	964,103	41%		
Thu nhập tài chính thuần	(427,466)	(637,849)	49%		
Chi phí bán hàng	103,852	74,436	-28%		
Chi phí quản lý	207,027	188,404	-9%		
Chi phí quản lý & bán hàng	310,879	262,840	-15%		
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	633,244	1,192,830	88%		
Lợi nhuận khác	(125)	(937)	648%		
LNTT	633,119	1,191,893	88%	5,665,000	21.0%
LNST	525,809	974,905	85%		
LNST thuộc về cổ đông cty mẹ	509,768	972,139	91%		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	36.2%	51.1%			
Tỷ suất lợi nhuận từ HĐKD	17.7%	30.3%			
Tỷ suất LNST	14.7%	24.8%			
Tỷ trọng chi phí quản lý & bán hàng/ doanh thu	8.7%	6.7%			

Nguồn: Dữ liệu cty; HSC

ACV công bố KQKD Q1 khả quan. Triển vọng tích cực. Tiếp tục duy trì đánh giá Khả quan

Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam - CTCP (ACV - Khả quan) đã công bố KQKD Q1/2018 với doanh thu thuần đạt 3.932 tỷ đồng (tăng trưởng 10%) và LNST đạt 975 tỷ đồng (tăng trưởng 85%). Động lực chính từ 12% tăng trưởng hành khách và phí các dịch vụ sân bay cao hơn.

Kết luận nhanh – Tiếp tục duy trì đánh giá Khả quan. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu ACV là 104.500 đồng, tương đương EV/EBITDA dự phóng năm 2018 là 20 lần; cao hơn 20% so với bình quân khu vực nhờ triển vọng tăng trưởng vượt trội và vị thế độc quyền trong nước. Doanh thu thuần Q1 tăng 10% so với cùng kỳ còn LNST tăng 85% so với cùng kỳ. Cho năm 2018, HSC dự báo LNST tăng trưởng 34%. Chúng tôi thấy có một số động lực tích cực cho cổ phiếu ACV trong trung hạn gồm triển vọng tăng trưởng căn bản nhờ công ty mở rộng dần hoạt động kinh doanh. Trong khi đó kế hoạch đến năm 2025 nâng gấp đôi công suất là động lực dài hạn. Kế hoạch chuyển sàn sang HSX trong 6-9 tháng tới và bán cổ phần cho NĐT chiến lược & NĐT tài chính cũng là những động lực đối với giá cổ phiếu. Tuy nhiên, rủi ro dài hạn chính ở đây là rủi ro pha loãng do công ty hiện có kế hoạch phát triển yêu cầu huy động vốn trung hạn lớn, với thời gian hoàn vốn dài.

Doanh thu Q1 tăng trưởng nhờ số lượt hành khách phục vụ tăng 12% so với cùng kỳ cộng với phí dịch vụ sân bay tăng – Trong Q1, các cảng hàng không của ACV đã cung cấp dịch vụ cho 25,4 lượt hành khách (tăng 12% so với cùng kỳ). Trong đó số lượt khách nội địa tăng 5% so với cùng kỳ đạt 16,1 triệu lượt còn khách quốc tế tăng 27% so với cùng kỳ đạt 9,3 triệu lượt. Chủ yếu là do khách du lịch từ Trung Quốc và Hàn Quốc tăng mạnh. Trong Q1/2018, lượng khách dụ lịch Trung Quốc và Hàn Quốc lần lượt tăng 43% và 69% so với cùng kỳ. Lần lượt đóng góp 32% và 21% vào tổng lượng khách du lịch đến Việt Nam.

Chúng tôi lưu ý rằng sản lượng hành khách của ACV ở trên không bao gồm số khách quốc tế đi qua nhà ga quốc tế Đà Nẵng do ACV chỉ sở hữu 10% cổ phần ở nhà ga này.

Về Nhà ga hành khách quốc tế Đà Nẵng – Vào ngày 9/7/2015, CTCP Đầu tư Khai thác Nhà ga quốc tế Đà Nẵng đã được thành lập với vốn điều lệ là 300 tỷ đồng. Trong đó ACV góp 10%, tương đương 30 tỷ đồng còn 90% còn lại do CTCP Dịch vụ Hàng không Thăng Long (Taseco), TCT Xây dựng Hà Nội – CTCP (Hancorp) và CTCP Đầu tư AOV (AOV) đóng góp.

Công ty này đã xây dựng Nhà ga hành khách quốc tế Đà Nẵng mới với công suất 4 triệu lượt hành khách/ năm. Vốn đầu tư là 3.504 tỷ đồng, bắt đầu xây dựng từ tháng 11/2015 và hoàn thành vào tháng 5/2017. Theo đó tổng công suất của sân bay Đà Nẵng tăng 67%

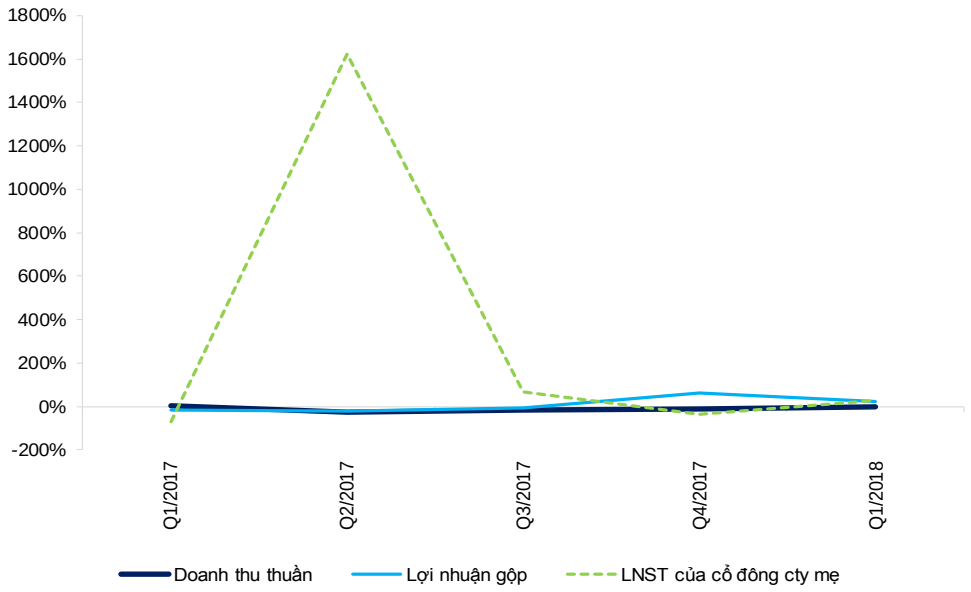
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

lên 10 triệu lượt khách/năm. Trong quý 1/2018, nhà ga tiếp nhận 1,4 triệu hành khách (tăng 78% so với cùng kỳ).

Động lực chính giúp doanh thu tăng trưởng là:

- Doanh thu dịch vụ hành khách tăng 13% so với cùng kỳ lên 2.272 tỷ đồng, nhờ:
  - Số lượt hành khách nội địa tăng 5% so với cùng kỳ còn số lượt hành khách quốc tế tăng 27% so với cùng kỳ.
  - Phí dịch vụ đối với hành khách nội địa tăng 15% so với cùng kỳ còn phí dịch vụ đối với hành khách quốc tế giữ nguyên.
- Doanh thu từ phí an ninh sân bay đạt 295 tỷ đồng, tăng 57% so với cùng kỳ. Lý do là:
  - Số lượt hành khách nội địa tăng 5% so với cùng kỳ còn số lượt hành khách quốc tế tăng 27% so với cùng kỳ.
  - Phí soi chiếu an ninh sân bay (ngoài phí dịch vụ hành khách) cũng đã tăng 50% so với cùng kỳ đối với khách nội địa và 23% so với cùng kỳ đối với khách quốc tế.
  - Lượng hàng tiếp nhận xử lý tăng 11% so với cùng kỳ, đạt 348.903 tấn; trong đó lượng hàng hóa quốc tế tăng 8% so với cùng kỳ còn hàng hóa nội địa tăng 16% so với cùng kỳ.
  - Phí soi chiếu an ninh sân bay đối với hàng hóa vẫn giữ ổn định.
- Phí dịch vụ phi hàng không (cho thuê mặt bằng, quảng cáo, bãi đỗ…) tăng 19% so với cùng kỳ và đạt 445 tỷ đồng.

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận theo quý

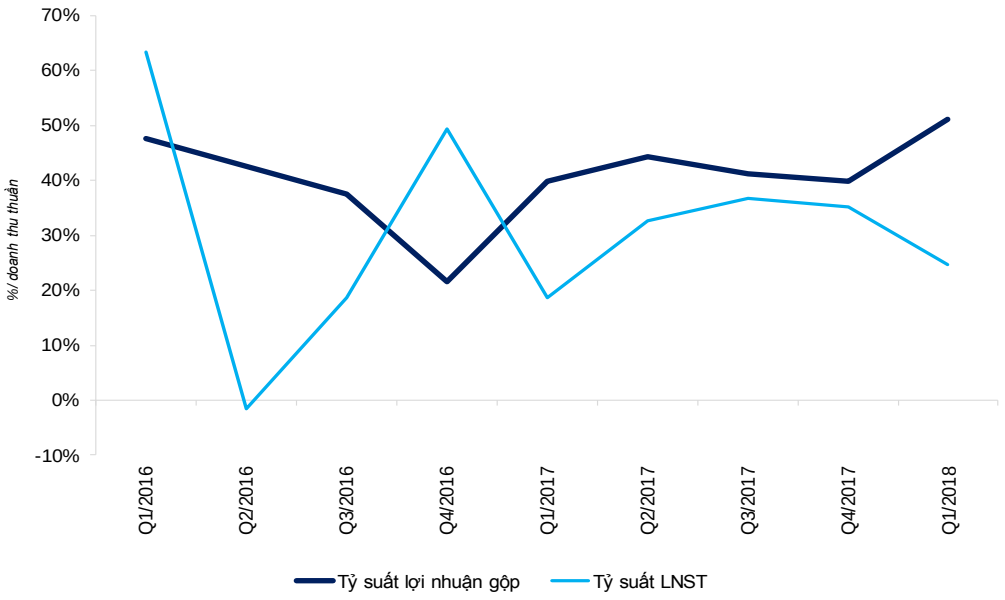


Nguồn: Dữ liệu công ty

-

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất LNST



Nguồn: Dữ liệu công ty

- Doanh thu bán lẻ giảm 1% so với cùng kỳ xuống còn 355 tỷ đồng. Do ACV đã giảm tỷ lệ sở hữu tại CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất (SAS - UPCoM) từ 51% xuống còn 49,8%. Do vậy kể từ ngày 25/1/2017, doanh thu của SAS không còn được hợp nhất vào doanh thu bán lẻ của ACV.

- Trong Q1/2018, doanh thu dịch vụ cất hạ cánh tăng 20% so với cùng kỳ đạt 596 tỷ đồng do:

  – Số lượt cất hạ cánh tăng 9% lên 163.191 lượt. Trong đó số lượt cất hạ cánh các chuyến quốc tế tăng 19% so với cùng kỳ còn số lượt cất hạ cánh các chuyến nội địa tăng 5% so với cùng kỳ.

  – Phí cất hạ cánh bình quân tăng 10% so với cùng kỳ do tỷ trọng số lượt cất hạ cánh các chuyến quốc tế (có phí cao hơn) tăng. Ngoài ra, phí cất hạ cánh vào giờ cao điểm đã tăng 15% so với cùng kỳ.

Tuy nhiên, do các cuộc đàm phán về tài sản khu bay chưa kết thúc nên ACV đã không hạch toán doanh thu từ tài sản khu bay vào KQKD (gồm doanh thu từ phí cất hạ cánh và chi phí liên quan).

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng nhờ các nguồn doanh thu chính được cải thiện – Trong Q1/2018, lợi nhuận gộp đạt 2.009 tỷ đồng (tăng 56% so với cùng kỳ). Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 40% lên 51%. Ở đây có một số nhân tố tác động là:

- Phí dịch vụ sân bay được điều chỉnh tăng từ tháng 10/2017.

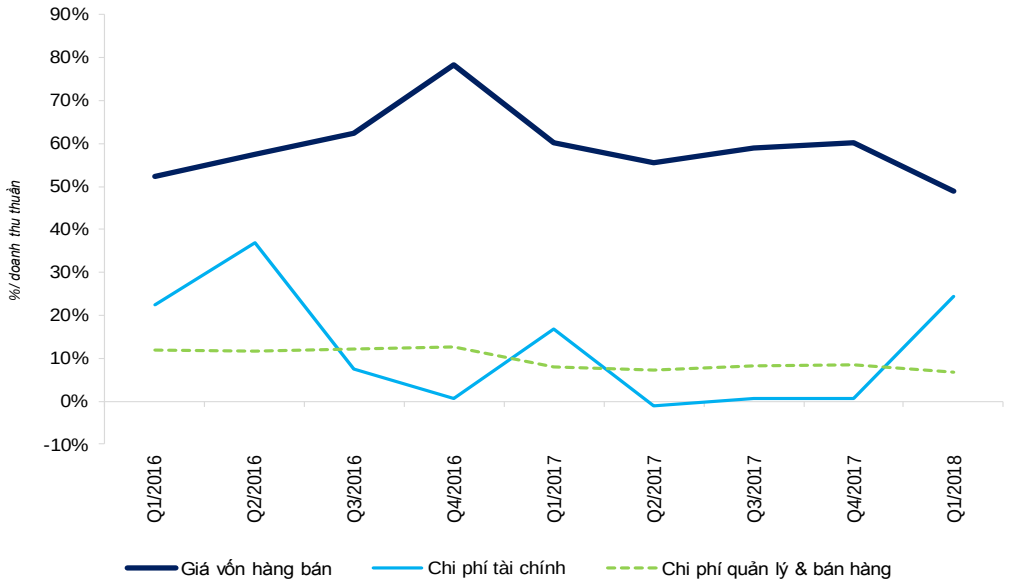
- Chi phí khấu hao giảm 16% so với cùng kỳ xuống còn 968 tỷ đồng do một số tài sản có định có nguyên giá là 2.938 tỷ đồng đã khấu hao hết.

- Chi phí sửa chữa và bảo dưỡng giảm 81% so với cùng kỳ xuống còn 35 tỷ đồng.

- Chi phí dịch vụ thuê ngoài là 48 tỷ đồng, giảm 67% so với cùng kỳ.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Giá vốn hàng bán, chi phí quản lý & bán hàng và chi phí tài chính/ doanh thu theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty

Lỗ tài chính thuần tăng do lỗ tỷ giá tăng – Lỗ tài chính thuần là 638 tỷ đồng (tăng 49% so với cùng kỳ). Do lỗ tỷ giá tăng 45% so với cùng kỳ lên 645 tỷ đồng.

- Đến cuối Q1/2018, nợ thuần bằng đồng JPY là 72,21 tỷ JPY (tăng 0,3% so với cùng kỳ).
- Trong Q1/2018, đồng JPY đã tăng 6,4% so với đồng VND trong khi trong Q1/2017, tỷ giá JPY/VND tăng 4,0%.

Chi phí bán hàng & quản lý giảm – Trong Q1/2018, chi phí bán hàng & quản lý giảm 15% so với cùng kỳ xuống còn 263 tỷ đồng trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý giảm/doanh thu giảm từ 8,7% xuống 6,7%. Lý do chính là chi phí nhân công trong chi phí bán hàng & quản lý giảm 12% so với cùng kỳ xuống còn 142 tỷ đồng.

Tóm lại, LNTT đạt 1.192 tỷ đồng (tăng 88% so với cùng kỳ). Nếu không tĩnh lỗ tỷ giá thì LNTT từ hoạt động kinh doanh chính đạt 2.129 tỷ đồng (tăng 67% so với cùng kỳ).

Kế hoạch năm 2018

ACV đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng cho năm 2018 - ACV đã tổ chức ĐHCĐTN vài ngày trước. Cổ đông đã tham dự đông đủ và thông qua kế hoạch kinh doanh với doanh thu thuần đạt 16.029 tỷ đồng (tăng trưởng 7%) và LNTT đạt 5.665 tỷ đồng (tăng trưởng 9%). Giả định chính đằng sau kế hoạch kinh doanh là như sau:

- Số lượt hành khách đạt 101,8 triệu lượt (tăng 8%) gồm 34,4 triệu lượt khách quốc tế (tăng 14%) và 67,4 triệu lượt khách nội địa (tăng 6%).
- Lượng hàng hóa tiếp nhận xử lý là 1,51 triệu tấn (tăng 11%) gồm 1,02 triệu tấn hàng quốc tế (tăng 13%) và 0,49 triệu tấn hàng nội địa (tăng 6%).
- Tổng lượt cất hạ cánh là 637.000 lượt (tăng 5%) gồm 227.000 lượt bay quốc tế (tăng 8%) và 410.000 lượt bay nội địa (tăng 3%).

Chúng tôi cho rằng kế hoạch kinh doanh trên là rất thận trọng. Một phần là do kế hoạch này được xây dựng trên cơ sở giả định rằng 1 đường băng ở sân bay Tân Sơn Nhất và 1 đường băng ở sân bay Nội Bài sẽ được đóng cửa trong 4 tháng để bảo dưỡng từ

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

tháng 8/2018. Tuy nhiên công ty cho rằng việc bảo dưỡng sẽ không diễn ra trong năm 2018 do các thỏa thuận liên quan tới tài sản khu bay giữa ACV và nhà nước chưa được hoàn thiện.

HSC dự báo cho năm 2018

Cho năm 2018, HSC dự báo doanh thu tăng trưởng 18% và LNST tăng trưởng 34% - Chúng tôi dự báo doanh thu thuần là 18.136 tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và LNST là 5.773 tỷ đồng (tăng trưởng 34%). Các giả định của chúng tôi gồm;

- Số lượt hành khách phục vụ tăng 12% lên 104,5 triệu lượt gồm 35,31 triệu lượt khách quốc tế (tăng 16%) và 69,19 triệu lượt khách nội địa (tăng 10%).
- Số lần cất hạ cánh tăng lên 666.072 chuyến (tăng 10%) gồm 238.041 chuyến quốc tế (tăng 15%) và 428.031 chuyến nội địa (tăng 8%).
- Lượng hàng hóa chuyên chở là 1.586.166 tấn (tăng 15%) gồm 1.047.644 tấn hàng chuyên chở tuyến quốc tế (tăng 15%) và 538.522 tấn hàng chuyên chở tuyến nội địa (tăng 15%).
- Phí dịch vụ sẽ tăng theo lộ trình. Trong đó, phí dịch vụ hành khách trong nước bình quân sẽ tăng 28% và phí dịch vụ soi chiếu an ninh quốc tế bình quân tăng 23% và phí dịch vụ soi chiếu an ninh trong nước bình quân tăng 74%.
- Lợi nhuận gộp tăng 37% lên 7.924 tỷ đồng trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 38,1% năm 2017 lên 43,7% năm 2018 nhờ phí các dịch vụ sân bay tăng.
- Lợi nhuận tài chính thuần là 438 tỷ đồng (giảm 16%) vì chúng tôi cho rằng tỷ giá JPY/VND sẽ tăng 3%.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu ổn định ở 7,3%.
- Dự báo của chúng tôi gồm cả đóng góp từ tài sản khu vay vì chúng tôi cho rằng đàm phán liên quan đến tài sản khu vay sẽ kết thúc trong năm 2018.

Chúng tôi dự báo EBITDA sẽ đạt 10.880 tỷ đồng (tăng trưởng 23%), theo đó EV/EBITDA là 18,8 lần.

Chúng tôi dự báo LNTT đạt 7.412 tỷ đồng (tăng trưởng 35%). Nếu loại bỏ lỗ tỷ giá và lợi nhuận khác, thì chúng tôi dự báo LNTT từ hoạt động kinh doanh chính đạt 7.769 tỷ đồng (tăng trưởng 31%).

Tiếp đó, chúng tôi dự báo LNST đạt 5.773 tỷ đồng (tăng trưởng 34%); EPS đạt 2.511 đồng; P/E dự phóng là 35,8 lần. Nếu loại bỏ lỗ tỷ giá thì EPS là 2.798 đồng; P/E dự phóng là 32,2 lần.

Công ty trả cổ tức năm 2017 bằng tiền mặt với tỷ lệ 9% - Đại hội thông qua đề xuất trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 9% mệnh giá (900 đồng/cổ phiếu) cho năm 2017. Cho năm 2018, cổ đông cũng thông qua kế hoạch trả cổ tức 9% mệnh giá. Tuy nhiên, tỷ lệ cổ tức tiền mặt và cổ phiếu vẫn chưa được quyết định.

Công ty dự kiến tăng gấp đôi công suất trong giai đoạn 2018-2025 – ACV có kế hoạch tăng gấp đôi công suất lên 185 triệu khách từ nay đến năm 2025 (không bao gồm sân bay Long Thành). Cụ thể;

- Công ty có kế hoạch xây dựng thêm 16 nhà ga mới và nâng cấp 6 nhà ga cũ. Kế hoạch mở rộng sẽ tập trung vào xây dựng các nhà ga quốc tế.
- ACV ước tính tổng vốn cần thiết là 78 nghìn tỷ đồng, trong đó 21 nghìn tỷ đồng là chi cho khu bay và 57 nghìn tỷ đồng là đầu tư cho các nhà ga hành khách.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Số lượng thông qua các cảng hàng không (2012-2018F)

Số lượng	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
Hành khách, triệu	32	36	38	44	51	63	81	93	105
Quốc tế	11	12	14	15	16	19	24	30	35
Nội địa	21	24	24	29	35	44	57	63	69
Hàng hóa, 1.000 tấn	590	648	654	761	870	973	1,090	1,379	1,586
Quốc tế	n/a	366	403	489	548	614	688	911	1,048
Nội địa	n/a	282	252	272	321	359	402	468	539
Cất hạ cánh thương mại, lượt	243	289	307	328	371	449	557	604	666
Quốc tế	n/a	11	99	110	120	141	171	208	238
Nội địa	n/a	278	208	218	251	307	399	396	428
y/y%									
Hành khách	*20%*	*14%*	*5%*	*17%*	*15%*	*24%*	*29%*	*15%*	*12%*
Quốc tế		*12%*	*13%*	*13%*	*5%*	*18%*	*26%*	*26%*	*17%*
Nội địa		*15%*	*1%*	*20%*	*20%*	*27%*	*30%*	*10%*	*10%*
Hàng hóa	*31%*	*10%*	*1%*	*16%*	*14%*	*12%*	*12%*	*27%*	*15%*
Quốc tế			*10%*	*21%*	*12%*	*12%*	*12%*	*30%*	*15%*
Nội địa			*-11%*	*8%*	*18%*	*12%*	*12%*	*15%*	*15%*
Cất hạ cánh thương mại	*19%*	*19%*	*6%*	*7%*	*13%*	*21%*	*24%*	*8%*	*10%*
Quốc tế			*785%*	*11%*	*9%*	*18%*	*21%*	*21%*	*15%*
Nội địa			*-25%*	*5%*	*15%*	*22%*	*30%*	*10%*	*8%*

Nguồn: Dữ liệu công ty

- ACV cho biết tài trợ cho kế hoạch mở rộng này sẽ hoàn toàn là từ nguồn vốn tự có của công ty.

Chúng tôi thấy rằng, đến cuối Q1/2018, tổng giá trị tiền mặt và đầu tư ngắn hạn của ACV là 20,1 nghìn tỷ đồng. Bên cạnh đó, lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của công ty trong năm 2017 đạt 5,7 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi dự báo lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của ACV sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình gộp năm là 10% trong giai đoạn 2018-2025. Nếu vậy, khi đó trong cả giai đoạn, tổng cộng ACV sẽ tích lũy được 85 nghìn tỷ đồng tiền, hoàn toàn đủ để đáp ứng nhu cầu vốn cho kế hoạch mở rộng công suất.

Dự kiến niêm yết trên HSX

Dự kiến sẽ niêm yết cổ phiếu trên HSX sau khi hoàn tất các đàm phán về cho thuê tài sản trong khu bay – Trong BCTC kiểm toán năm 2017, theo ý kiến của đơn vị kiểm toán quá trình đàm phán về cho thuê hoạt động đối với các tài sản trong khu bay là một vấn đề tồn đọng. Và ACV sẽ không thể niêm yết cổ phiếu trên HSX nếu vấn đề này không được giải quyết. Hơn nữa, Bộ Giao thông cũng yêu cầu ACV khấu trừ doanh thu và lợi nhuận từ các tài sản trong khu bay ra khỏi BCTC cho đến khi hoàn tất các đàm phán liên quan và thay vào đó sẽ ghi nhận là các khoản ngoại bảng.

Hiện tại, ACV đề xuất 3 phương án để xử lý đối với các tài sản trong khu bay:

- Phương án A, theo đề án cổ phần hóa của ACV, sau cổ phần hóa, các tài sản trong khu bay sẽ được bàn giao cho Nhà nước và sau đó cho ACV thuê lại để phục vụ hoạt động. Như đàm phán, ACV sẽ nhận toàn bộ doanh thu từ các tài sản này và trả phí thuê cho Nhà nước và chịu mọi chi phí sửa chữa. ACV đề xuất trả 270 tỷ đồng phí thuê hàng năm và trích lập 727 tỷ đồng dự phòng dài hạn hàng năm cho sửa chữa.

- Phương án B, tài sản trong khu bay thuộc sở hữu của Nhà nước nhưng được bàn giao cho ACV và ACV chịu trách nhiệm đối với toàn bộ lợi nhuận và chi phí phát sinh liên quan. Quyết toán thu chi đối với các tài sản trong khu bay giữa ACV và Nhà nước sẽ được thực hiện định kỳ.

- Phương án C, Nhà nước sẽ dùng các tài sản làm vốn góp cho ACV thay cho phần vốn góp khi ACV huy động vốn mới từ cổ đông hiện hữu. Chúng tôi ước tính, giá trị của các tài sản trong khu bay là khoảng 8 nghìn tỷ đồng. Theo đó, ACV có thể huy động một khoản vốn khoảng 8,386 nghìn tỷ đồng từ cổ đông hiện hữu bằng cách phát hành 838,6 triệu cổ phiếu (39% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) và tỷ lệ sở hữu của Nhà nước vẫn là 95,4%.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Phương án trả lại tài sản cho ACV theo chúng tôi là hợp lý nhất – Hoạt động của ACV phụ thuộc rất nhiều vào các tài sản trong khu bay. Nếu ACV sở hữu những tài sản này, công ty có thể quản lý và vận hành hiệu quả hơn. Hơn nữa, những tài sản này cần bảo dưỡng thường xuyên. Khi ACV mở rộng hoạt động, sẽ yêu cầu đầu tư nhiều tài sản hơn và khi đó Nhà nước có thể gặp khó khăn để đảm bảo đáp ứng nhu cầu này. Do đó, bàn giao khối tài sản này cho ACV sẽ giúp công ty chủ động trong kế hoạch mở rộng và mở rộng hiệu quả hơn.

ACV và Bộ Giao thông sẽ lựa chọn một phương án và trình Thủ tướng phê duyệt cuối cùng. Sau khi hoàn tất các đàm phán, ACV sẽ đủ điều kiện để niêm yết cổ phiếu trên HSX. Chúng tôi ước tính thời gian đàm phán sẽ kéo dài thêm 3-6 tháng nữa, theo đó ACV có thể niêm yết cổ phiếu trên HSX trong Q4 năm nay hoặc Q1 năm sau. Việc niêm yết trên HSX cũng mở ra cơ hội để cổ phiếu ACV:

- Được thêm vào giỏ VN30 trong tương lai.
- Thêm vào giỏ các chỉ số ETF vào thời điểm phù hợp.
- Được phép giao dịch ký quỹ sau 6 tháng niêm yết trên HSX.

Lưu ý – Các tài sản trong khu bay là nhiều tài sản khác nhau được sử dụng trong một phần diện tích cảng hàng không dùng cho máy bay cất, hạ cánh và lăn, (trừ phần sân đỗ máy bay) như đường băng, đường lăn, thiết bị chiếu sáng, thiết bị định vị. Các tài sản này đã được chuyển giao cho Nhà nước và Nhà nước cho ACV thuê lại. Hiện các điều khoản thuê đang chờ nhà nước chấp thuận. Tài sản khu bay đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh của ACV thông qua doanh thu từ phí dịch vụ cất hạ cánh trong khi chi phí đi kèm gồm chi phí nhân công, chi phí thuê, chi phí sửa chữa bảo dưỡng, chi phí khấu hao, chi phí điện nước và chi phí thuê ngoài.

Trong năm 2017, tài sản khu bay đóng góp 1.992 tỷ đồng doanh thu thuần và làm phát sinh 854 tỷ đồng chi phí hoạt động (không gồm chi phí thuê và dự phòng sửa chữa). Theo điều khoản đàm phán của phương án A, ACV sẽ hạch toán khoảng 1000 tỷ đồng phí thuê và dự phòng sửa chữa cho tài sản khu bay.

ACV hiện đang đề xuất Bộ Giao thông về phương án tổ chức đấu giá bán 20% cổ phần, tương đương 435.430.000 cổ phiếu – Phương án thay thế hiện tại là hợp tác với một đối tác chiến lược khác (sân bay Zurich, Đức) hoặc bán cổ phần cho các NĐT tài chính. Sau thất bại trong đàm phán với Aéroports de Paris trong năm ngoái. Do vậy, sau khi được Bộ Giao thông chấp thuận, phương án này sẽ được trình lên Thủ tướng. Nhà nước yêu cầu thời hạn để bán 20% cổ phần tại ACV là trong năm 2018 và sau đó bán tiếp 10,4% trong năm 2020.

Tổ chức đấu giá luôn là phương án thay thế cho bán cổ phần – Quan điểm rõ ràng của công ty là sẽ bán cổ phần cho các NĐT tài chính nếu đàm phán với cổ đông chiến lược tiềm năng không đi đến kết quả. Giá khởi điểm cho đấu giá vẫn chưa được quyết định khi vẫn còn cách thời điểm đấu giá ít nhất 6 tháng nữa. Tuy nhiên, tại thị giá cổ phiếu hiện tại là 90.000 đồng/cổ phiếu, quy mô thương vụ này sẽ là 39.189 tỷ đồng, tương đương 1,73 tỷ USD. Vốn hóa thị trường hiện tại của công ty là 195.946 tỷ đồng, tương đương 8,83 tỷ USD.

Phương án bán cổ phần cho NĐT tài chính sẽ mang lại một số tác động tích cực, cụ thể:

- Thanh khoản cổ phiếu sẽ được cải thiện nhờ tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng tăng.

- Tính minh bạch và công tác quản trị của ACV sẽ được cải thiện khi công ty phải trình bày số liệu một cách dễ hiểu hơn cho NĐT và giải thích về các động lực tăng trưởng chính. Chúng tôi cũng dự báo công ty sẽ tích cực hơn trong công tác quan hệ NĐT.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

- Sự tham gia nhiều hơn của NĐT tài chính trong cơ cấu cổ đông sẽ giúp cải thiện hiệu quả hoạt động của ACV do tránh được được những vị phạm trong lựa chọn đối tượng cho thuê không gian tại các sân bay.

Về dài hạn chúng tôi cho rằng ACV hướng đến hoạt động tương tự như một TTTM với lượng khách hàng nhất định – ACV hiện được coi là đơn vị vận hành sân bay thuần túy với phần lớn doanh thu là từ phí dịch vụ hàng khách và phí dịch vụ cất hạ cánh. Doanh thu từ bán lẻ, thực phẩm đồ uống và dịch vụ phụ trợ ít. Trong 18 tháng tới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng nhờ phí dịch vụ sân bay tăng cộng với lượng hàng hóa và hành khách tăng. Tuy nhiên về lâu dài, tăng trưởng sẽ chủ yếu từ (1) lượng hàng hóa và hành khách tăng nhanh và (2) tối ưu mức chi tiêu của hành khách nhờ cải thiện sản phẩm bán lẻ, thực phẩm đồ uống.

Chẳng hạn, trong năm 2017, 27% doanh thu của Airport of Thailand Plc là từ bán lẻ nói chung (gồm hoạt động mua sắm, thực phẩm đồ uống, đổi ngoại tệ, đỗ xe và các dịch vụ khác). Như vậy ACV cũng có thể dễ dàng tăng gấp đôi tỷ trọng doanh thu từ bán lẻ trong tổng doanh thu trong vài năm tới; theo đó sẽ giúp lợi nhuận tăng trưởng. ACV có thể tiếp tục là một đơn vị cho thuê diện tích bán lẻ hoặc tham gia vào hoạt động bán lẻ và/hoặc nắm cổ phần của các đơn vị bán lẻ & bán thực phẩm đồ uống tại sân bay.

Quan điểm đầu tư

Lặp lại đánh giá Khả quan. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của ACV là 104.500 đồng; tương đương EV/EBITDA dự phóng năm 2018 là 20 lần. Định giá của ACV xứng đáng cao hơn 20% so với bình quân khu vực nhờ triển vọng tăng trưởng vượt trội. Sau một thời gian dài đàm phán bán cổ phần chiến lược, công ty hiện đang nhanh chóng chuyển sang phương án tiến hành bán đấu giá; từ đó giúp nâng cao sự minh bạch và hiệu quả hoạt động của ACV. Bên cạnh đó, ACV dự kiến sẽ sớm chuyển sàn sang HSX.

Trong khi đó triển vọng tăng trưởng có vẻ chắc chắn nhờ lượng hành khách và hàng hóa cộng với phí dịch vụ sân bay tăng. Do vậy chúng tôi cho rằng nhiều khả năng giá cổ phiếu sẽ tiếp tục tăng trong năm tới do sẽ có nhiều nhà đầu tư tổ chức tiếp cận cổ phiếu ACV hơn. Việc mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất là động lực dài hạn cho giá cổ phiếu. Tuy nhiên, rủi ro dài hạn chính là tác động pha loãng khi công ty phải đối mặt với nhu cầu vốn lớn với thời gian trả nợ dài cho các dự án phát triển mở rộng.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Thứ Tư, ngày 16 tháng 5 năm 2018

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-17A	12-18F	12-19F
Doanh thu thuần	15,372	18,136	20,207
Giá vốn hàng bán	(9,573)	(10,212)	(10,805)
Lợi nhuận gộp	5,799	7,924	9,403
Thu nhập tài chính thuần	518	438	506
Chi phí quản lý & bán hàng	(1,119)	(1,320)	(1,471)
Lợi nhuận từ HĐKD	5,447	7,351	8,778
EBITDA	8,842	10,880	12,340
LNTT	5,509	7,412	8,839
LNST	4,310	5,773	6,914
LNST của cổ đông cty mẹ	4,289	5,756	6,895

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-17A	12-18F	12-19F
Tài sản			
Tổng tài sản ngắn hạn	**26,667**	**32,059**	**40,584**
Tiền & tương đương tiền	914	5,652	13,683
Đầu tư ngắn hạn	17,963	17,963	17,963
Khoản phải thu ngắn hạn	7,300	7,911	8,368
Hàng tồn kho	402	429	454
Các tài sản ngắn hạn khác	88	104	116
Tài sản dài hạn	**22,494**	**21,669**	**18,798**
Phải thu dài hạn	16	0	0
Tài sản cố định	18,980	16,096	12,475
Đầu tư vào BĐS	0	30	27
Đầu tư dài hạn	2,691	2,691	2,691
Tài sản dài hạn khác	170	170	170
Lợi thế thương mại	0	0	0
Tổng tài sản	**49,161**	**53,729**	**59,382**
Nguồn vốn			
Tổng nợ	**21,726**	**22,767**	**23,811**
Tổng nợ ngắn hạn	7,315	8,178	8,950
Tổng nợ dài hạn	14,411	14,590	14,861
Vốn chủ sở hữu	**27,436**	**30,961**	**35,571**
Vốn cổ phần	21,772	21,772	21,772
Lợi nhuận giữ lại	4,900	8,408	12,999
Nguồn vốn và quỹ khác	764	781	800
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn CSH	**49,161**	**53,729**	**59,382**

Nguồn: Dữ liệu công ty; (F): HSC dự báo

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-17A	12-18F	12-19F
LC tiền từ HĐKD	5,570	9,926	11,275
LC tiền từ HĐĐT	(6,402)	(3,504)	(1,537)
LC tiền từ HĐTC	(1,421)	(1,684)	(1,708)
LC tiền thuần trong năm	(2,252)	4,738	8,031
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,166	914	5,652
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0)	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	914	5,652	13,683

Các chỉ số cơ bản	12-17A	12-18F	12-19F
Định giá			
EPS (đồng)	1,871	2,511	3,009
EBITDA (tỷ đồng)	8,842	10,880	12,340
BVPS (đồng)	12,601	14,221	16,338
DPS (đồng)	900	900	900
P/E (lần)	48.1	35.8	29.9
EV/EBITDA (lần)	22.2	18.0	15.9
P/B (lần)	7.14	6.33	5.51
Lợi suất cổ tức (%)	1.0%	1.0%	1.0%
Chỉ số lợi nhuận			
Biên lợi nhuận gộp	37.7%	43.7%	46.5%
Biên EBITDA	57.5%	60.0%	61.1%
Biên LNTT	35.8%	40.9%	43.7%
Biên LNST	27.9%	31.7%	34.1%
Tỷ trọng chi phí quản lý&bán hàng/ doanh thu	7.3%	7.3%	7.3%
ROAE	16.3%	19.7%	20.7%
ROAA	8.9%	11.2%	12.2%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3.65	3.92	4.53
Khả năng thanh toán nhanh	3.59	3.87	4.48
Cơ cấu vốn			
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu	52.8%	47.7%	42.3%
Tổng nợ/ Tổng tài sản	44.2%	42.4%	40.1%
Hệ số chi trả lãi vay	48.9	59.1	70.6
Thanh khoản			
Số ngày phải thu	129	153	147
Số ngày tồn kho	21.4	14.9	14.9
Số ngày phải trả	46.5	41.9	42.0
Chu kì kinh doanh (ngày)	104	126	120

Nguồn: Dữ liệu công ty; (F): HSC dự báo

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Khi sử dụng các nội dung đã được HSC chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.

GIẢI THÍCH CÁC MỨC ĐÁNH GIÁ CỔ PHIẾU

MUA: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung trên 10%/năm
KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung 10%/năm
GIỮ: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích bằng với thị trường chung
KÉM KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung 10%/năm
BÁN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung trên 10%/năm

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH
Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T : (+84 28) 3823 3299
F : (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn **W**: www.hsc.com.vn