

Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam - CTCP

Mã giao dịch: ACV

Reuters: ACV. HNO

Bloomberg: ACV VN

Đà tăng trưởng bắt đầu chững lại

Tăng trưởng lượt khách hàng không nội địa chậm lại.

6 tháng đầu năm 2019, ACV phục vụ 37 triệu lượt khách nội địa tương ứng với mức tăng trưởng lượt khách so với cùng kỳ là 7,5%. Mức tăng trưởng này đã có sự cải thiện nhẹ so với năm 2018 nhưng vẫn thấp hơn khá nhiều so với giai đoạn tăng trưởng cao 2013-2016.

Lượt khách quốc tế vẫn đang tăng trưởng nhanh nhưng bắt đầu chững lại.

Tốc độ tăng trưởng lượt khách quốc tế đã có sự sụt giảm tương đối mạnh trong năm 2018. Trong 6 tháng đầu năm 2019, xu hướng sụt giảm này tiếp tục tiếp diễn và ghi nhận mức tăng trưởng lượt khách quốc tế giảm về 13,4% (năm 2018 mức tăng trưởng lượt khách quốc tế là 21%).

Phương án khu bay có thể được phê duyệt trong năm 2019

Tài sản tại khu hoạt động bay vẫn thuộc về nhà nước sau khi cổ phần hóa ACV dẫn tới ACV không thực hiện được các công tác duy tu bảo dưỡng cần thiết. Hiện nay, các đường băng ở sân bay Nội Bài và Tân Sơn Nhất đã xuống cấp và có thể đe dọa an toàn bay. Vì vậy ACV và Bộ Giao thông vận tải đã nỗ lực đàm phán thống nhất các phương án cũng như đã trình lên chính phủ để có thể sớm sửa chữa và bảo trì khu bay. Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ phê duyệt đề án khu bay trong năm 2019 từ đó loại bỏ điểm nhấn mạnh trong ý kiến kiểm toán và giúp cho ACV có thể chuyển sang niềm yết trên sàn HOSE.

Quan điểm đầu tư

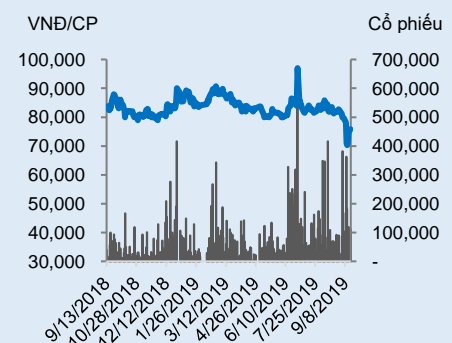
ACV là doanh nghiệp thống lĩnh trong hoạt động kinh doanh cảng hàng không và đang quản lý 22 cảng hàng không tại Việt Nam. BVSC kỳ vọng ACV sẽ được chấp thuận phương án quản lý khu bay từ đó có thể chuyển sàn niêm yết sang HOSE. Việc chuyển sàn sẽ giúp ACV cải thiện thanh khoản, gia tăng tính minh bạch và có thể lọt vào danh mục của các quỹ đầu tư ETF cũng như các quỹ đầu tư khác. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của lượt khách du lịch đang giảm khá nhanh cũng như tình trạng vận hành trên công suất thiết kế cao ở cảng hàng không Tân Sơn Nhất làm cho tăng trưởng của ACV chững lại. Vì vậy, chúng tôi đánh giá mức EV/EBITDA hợp lý của ACV tương đương với EV/EBITDA trung bình ngành là 13,3 lần tương ứng với mức giá mục tiêu là 83.000 VND/CP (cao hơn 9,5% so với mức giá đóng cửa ngày 16/9/2019 là 75.800 VND/CP). Do đó BVSC tiếp tục duy trì đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu ACV.

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VND)	83.000
Giá thị trường (16/9/2019)	75.800
Lợi nhuận kỳ vọng	9,5%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	70.300-97.000
Vốn hóa	165.021 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	2.177.057.336
KLGD bình quân 10 ngày	165.390
% sở hữu nước ngoài	22,8%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	900
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,2%
Beta	0,7

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
ACV	-14,2%	-9,2%	-11,0%	-9,8%
UpcomIndex	7,1%	-1,8%	2,5%	-0,9%

Chuyên viên phân tích

Lê Thanh Hòa

(84 8) 3914.6888 ext 257

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Lợi nhuận 6 tháng đầu năm tiếp tục tăng trưởng.

ACV đã công bố báo cáo tài chính bán niên 2019. Theo đó, trong 6T2019, ACV ghi nhận 8.909 tỷ đồng doanh thu (+12,0% yoy) và 3.703 tỷ đồng LNST (+19,9% yoy). Như vậy công ty đã hoàn thành 46,5% kế hoạch doanh thu và 56,5% kế hoạch lợi nhuận. Biên lợi nhuận gộp của công ty tăng nhẹ từ 50,43% trong 6T2018 lên 51,48% trong 6T2019 nhờ giá vốn có mức tăng nhẹ hơn so với tăng trưởng doanh thu và ACV ghi nhận thêm phí nhượng quyền 12% doanh thu của Nhà ga quốc tế Cam Ranh. Kết quả cụ thể như sau:

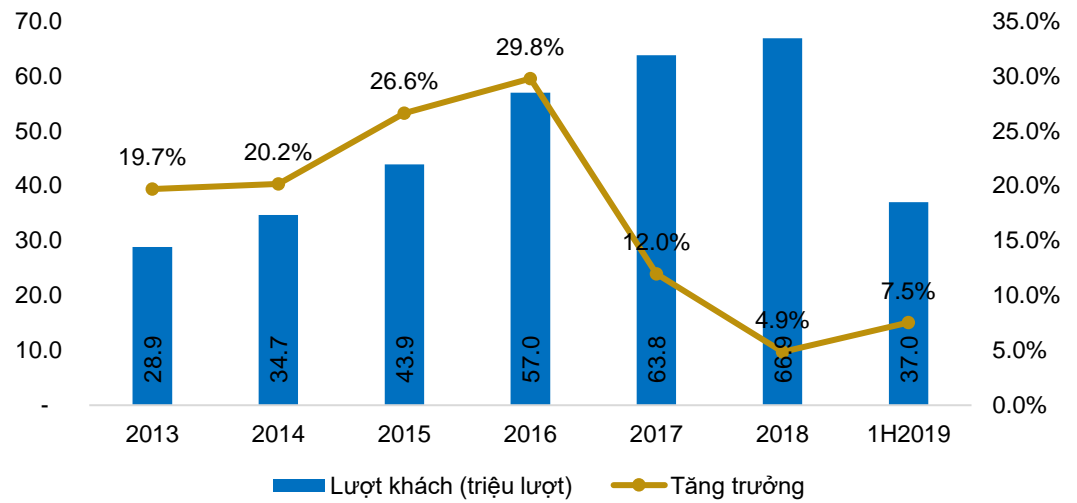
(tỷ VND)	Q2/2019	tăng trưởng	6T2019	tăng trưởng
Doanh thu	4.470	11,1%	8.909	12,0%
Lợi nhuận gộp	2.289	14,3%	4.587	14,3%
Chi phí bán hàng	93	30,5%	188	28,7%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	217	12,1%	446	16,7%
EBIT	1.979	13,8%	3.953	13,5%
Doanh thu hoạt động tài chính	447	-44,9%	876	32,1%
Chi phí tài chính	484	1565,0%	509	-1,9%
Lợi nhuận sau thuế	1.706	-19,3%	3.703	19,9%

Nguồn: ACV

Tăng trưởng lượt khách hàng không nội địa chậm lại.

6 tháng đầu năm 2019, ACV phục vụ 37 triệu lượt khách nội địa tương ứng với mức tăng trưởng lượt khách so với cùng kỳ là 7,5%. Mức tăng trưởng này đã có sự cải thiện nhẹ so với năm 2018 nhưng vẫn thấp hơn khá nhiều so với giai đoạn tăng trưởng cao 2013-2016. BVSC đánh giá sự chững lại này bắt nguồn từ một số nguyên nhân chính: (1) Giá vé tăng do giá xăng tăng và giá dịch vụ cảng hàng không tăng làm giảm khả năng bay của những người thu nhập thấp; (2) Hãng hàng không giá rẻ VJC xoay trục từ phát triển các đường bay nội địa sang các đường bay quốc tế do đó cắt giảm mạnh các chương trình khuyến mại các chặng bay trong nước; (3) sân bay chủ chốt là Tân Sơn Nhất đang hoạt động cao hơn nhiều so với công suất thiết kế dẫn tới khó xin tăng slot chuyến bay tại sân bay này. Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng hành khách nội địa sẽ tiếp tục quanh mức 7% trong những năm tới do sự xoay trục sang các tuyến bay quốc tế của hãng hàng không giá rẻ cũng như sự hạn chế của hạ tầng hàng không.

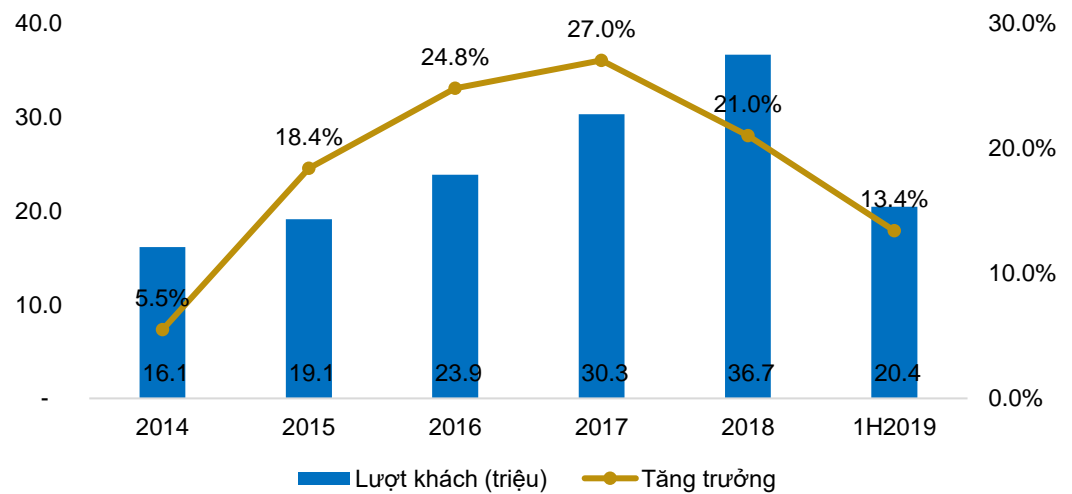
Lượt khách nội địa



Nguồn: ACV, BVSC

Lượt khách quốc tế vẫn đang tăng trưởng nhanh nhưng bắt đầu chững lại

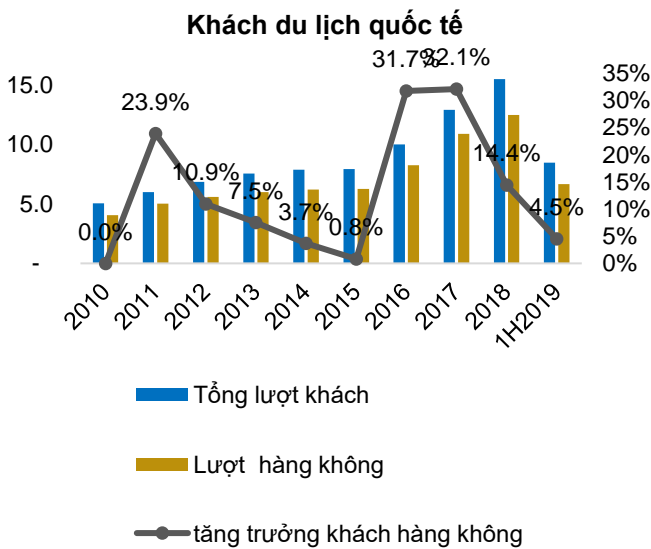
Lượt khách quốc tế



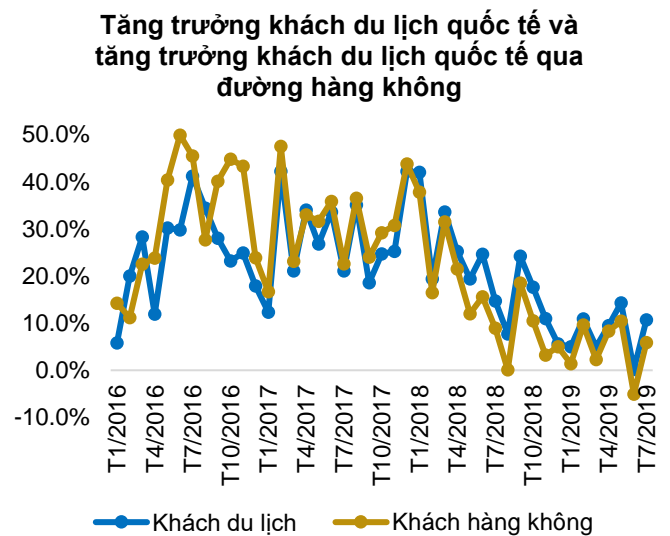
Nguồn: ACV, BVSC

Tốc độ tăng trưởng lượt khách quốc tế đã có sự sụt giảm tương đối mạnh trong năm 2018. Trong 6 tháng đầu năm 2019, xu hướng sụt giảm này tiếp tục tiếp diễn và ghi nhận tốc độ tăng trưởng giảm về 13,4%. BVSC đánh giá một số nguyên nhân chủ yếu làm cho tốc độ tăng trưởng giảm như: (1) nhà nước tăng cường quản lý các tour du lịch 0 đồng và tình hình kinh tế suy giảm ở Trung quốc làm cho tốc độ tăng trưởng khách du lịch giảm mạnh. Tăng trưởng khách du lịch Trung Quốc giảm về mức 23,9% trong năm 2018 (từ mức 48,3% trong năm 2017) và chuyển sang tăng trưởng âm 1% trong 8T2019; (2) tốc độ tăng trưởng lượt khách bình quân từ Hàn Quốc trong 3 năm gần đây là 46,6%, đây là một mức tăng rất cao vì vậy khó có thể duy trì mức tăng cao như vậy trong thời gian dài. Trong 8T2019, lượt khách từ

Hàn Quốc đạt 2,8 triệu lượt và xếp thứ hai ngay sau Trung Quốc. (3) sân bay chủ chốt là Tân Sơn Nhất đang hoạt động cao hơn nhiều so với công suất thiết kế. Xu hướng chứng lại của du lịch thông qua đường hàng không tác động lên khả năng tăng trưởng của ACV trong năm 2019. Tuy nhiên, về dài hạn BVSC cho rằng ngành du lịch Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ và tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam nhờ cảnh quan đẹp, tiềm năng du lịch hấp dẫn, hạ tầng và dịch vụ du lịch đang được cải thiện dần qua từng năm.



Nguồn: Tổng cục du lịch, BVSC



Nguồn: Tổng cục du lịch, BVSC

Phương án khu bay có thể được phê duyệt trong năm 2019

Tài sản tại khu hoạt động bay vẫn thuộc về nhà nước sau khi cổ phần hóa ACV dẫn tới ACV không thực hiện được các công tác duy tu bảo dưỡng cần thiết. Hiện nay, các đường băng ở sân bay Nội Bài và Tân Sơn Nhất đã xuống cấp và có thể đe dọa an toàn bay. Vì vậy ACV và Bộ Giao thông vận tải đã nỗ lực đàm phán thống nhất các phương án cũng như đã trình lên chính phủ để có thể sớm sửa chữa và bảo trì khu bay. Ba phương án được Bộ Giao thông Vận tải trình lên gồm: (1) Chính phủ sẽ cho thuê khu bay và ACV sẽ phải trả phí thuê hàng năm cho Nhà nước. Chi phí đầu tư và sửa bảo trì khu bay sẽ do Chính phủ đảm nhận; (2) ACV sẽ tham gia đấu thầu và trả trước một lần cho các tài sản khu bay. ACV chịu trách nhiệm vận hành, đầu tư và bảo trì các tài sản khu bay; (3) Nhà nước nâng tỷ lệ sở hữu ACV lên 100% và nhà nước giao khu bay cho ACV quản lý và vận hành. BVSC đánh giá phương án 2 là phương án khả thi nhất, là phương án giúp cho đường băng có thể được bảo trì nhanh nhất nhờ kinh nghiệm và nguồn vốn sẵn có của ACV và đây cũng phương án nhiều khả năng sẽ được phê duyệt nhất. Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ phê duyệt đề án khu bay trong năm 2019 từ đó loại bỏ điểm nhấn mạnh trong ý kiến kiểm toán và giúp cho ACV có thể chuyển sang niêm yết trên sàn HOSE.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2019

Năm 2019, BVSC dự báo ACV sẽ ghi nhận 17.912 tỷ đồng doanh thu (+11,3% yoy) và 7.152 tỷ đồng LNST (+15,3% yoy) với một số giả định chính như sau: (1) sản lượng hành khách đạt 110,8 triệu (+7,1% yoy); (2) mức phí dịch vụ hành khách nội địa bình quân tăng 9,6% yoy; (3) đồng Yên tăng giá so với VND xấp xỉ năm 2018 là 4%. (4) chưa cải tạo đường băng ở sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài trong 2019; (5) tỷ lệ phí nhượng quyền là 12% trên doanh thu ở hai nhà ga quốc tế ở Đà Nẵng và Cam Ranh. Theo ước tính của BVSC, phí nhượng quyền tại hai nhà ga này sẽ mang lại doanh thu cho ACV vào khoảng 407 tỷ đồng trong năm 2019; (5) dự báo kết quả kinh doanh này chưa bao gồm hoạt động của khu bay. Theo đó, mức EPS và EBITDA của ACV dự báo lần lượt là 3.099 VND/CP và 12.419 tỷ đồng. Với mức giá đóng cửa ngày 16/9/2019 là 75.800 VND/CP, mức P/E 2019 và EV/EBITDA 2019 của ACV lần lượt là 24,5 lần và 12 lần.

Quan điểm đầu tư

ACV là doanh nghiệp thống lĩnh trong hoạt động kinh doanh cảng hàng không và đang quản lý 22 cảng hàng không tại Việt Nam. BVSC kỳ vọng ACV sẽ được chấp thuận phương án quản lý khu bay từ đó có thể chuyển sàn niêm yết sang HOSE. Việc chuyển sàn sẽ giúp ACV cải thiện thanh khoản, gia tăng tính minh bạch và có thể lọt vào danh mục của các quỹ đầu tư ETF cũng như các quỹ đầu tư khác. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của lượt khách du lịch đang giảm khá nhanh cũng như tình trạng vận hành trên công suất thiết kế khá cao ở cảng hàng không Tân Sơn Nhất làm cho tăng trưởng của ACV chững lại. Vì vậy, chúng tôi đánh giá mức EV/EBITDA hợp lý của ACV tương đương với EV/EBITDA trung bình ngành là 13,3 lần tương ứng với mức giá mục tiêu là 83.000 VND/CP (cao hơn 9,5% so với mức giá đóng cửa ngày 16/9/2019 là 75.800 VND/CP). Do đó BVSC tiếp tục duy trì đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu ACV.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	13.830	16.088	17.913	19.459
Giá vốn	8.182	8.360	8.935	9.373
Lợi nhuận gộp	5.648	7.728	8.978	10.086
Doanh thu tài chính	1.122	1.556	1.633	1.988
Chi phí tài chính	(606)	(892)	(675)	(689)
Lợi nhuận sau thuế	4.101	6.203	7.152	8.241

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019F	2020F
Tiền & khoản tương đương tiền	18.877	24.369	30.941	38.007
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.013	2.486	2.748	2.932
Hàng tồn kho	404	493	532	565
Tài sản cố định hữu hình	18.988	18.247	18.787	20.261
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2.512	2.627	2.995	3.398
Tổng tài sản	49.163	53.744	61.875	71.460
Nợ ngắn hạn	148	155	249	329
Nợ dài hạn	14.328	15.043	15.094	15.535
Vốn chủ sở hữu	27.337	30.483	37.463	45.507
Tổng nguồn vốn	49.116	53.691	61.809	71.379

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2017	2018	2019F	2020F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-5,59%	16,32%	11,34%	8,63%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-19,68%	51,28%	15,29%	15,23%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	40,84%	48,04%	50,12%	51,83%
Lợi nhuận thuần biên (%)	29,65%	38,56%	39,93%	42,35%
ROA (%)	8,34%	11,54%	11,56%	11,53%
ROE (%)	15,00%	20,35%	19,09%	18,11%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	29,44%	28,28%	24,80%	22,20%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	52,95%	49,86%	40,95%	34,86%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.593	2.661	3.099	3.571
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	25.763	14.001	17.207	20.902

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Thanh Hòa**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ 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 những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Trần Thị Thu Nga

Bán lẻ, Thép

tranthithunga@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888