

TỔNG CÔNG TY CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM – CTCP (UPCOM: ACV)
Ngô Trúc Quỳnh

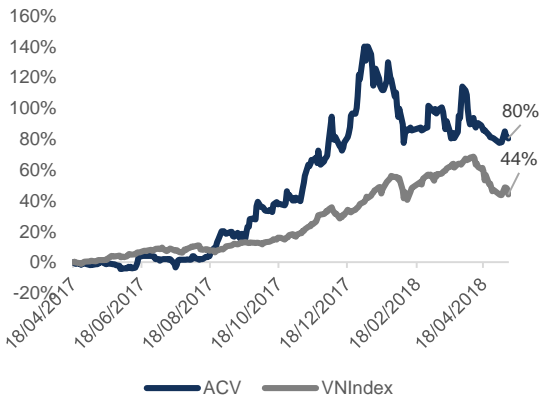
Chuyên viên phân tích

Email: quynhnt@fpts.com.vn

Tel: (84.28) - 6290 8686 - Ext : 7590

Biến động giá cổ phiếu ACV và VNIndex

(18/04/2017 – 10/05/2018)


Thông tin giao dịch (10/05/2018)

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	89.500
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	128.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	47.500
Số lượng CP niêm yết (cp)	2.177.173.236
Số lượng CP lưu hành (cp)	2.177.173.236
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	139.110
% sở hữu nước ngoài	3,54%
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	21.772
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	194.853

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam - CTCP
Địa chỉ	58 đường Trường Sơn, P.2, Q.Tân Bình, T.P Hồ Chí Minh
Doanh thu chính	Dịch vụ hàng không
Chi phí chính	Khấu hao và nhân viên
Lợi thế cạnh tranh	Doanh nghiệp duy nhất khai thác 22 cảng hàng không trên cả nước
Rủi ro chính	Rủi ro tỷ giá VND/JPY

Danh sách cổ đông

	Tỷ lệ
Bộ Giao thông Vận tải	95,40%
Công đoàn ACV	0,14%
Khác	4,46%

HƯỞNG LỢI TỪ SỰ TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ CỦA NGÀNH VẬN TẢI HÀNG KHÔNG

Lợi nhuận sau thuế Q1.2018 tăng 90,8% YoY do chu kỳ sửa chữa tài sản của ACV thay đổi. Doanh thu Q1.2018 tăng 10,0% YoY (đạt 3.392 tỷ đồng) nhờ lượng hành khách tiếp tục tăng trưởng. Lợi nhuận sau thuế tăng mạnh 90,8% YoY (đạt 972 tỷ đồng) nhờ biên lợi nhuận gộp gia tăng (chủ yếu do chi phí khấu hao và sửa chữa giảm mạnh so với cùng kỳ) và công tác quản lý chi phí hiệu quả.

ACV nhiều khả năng vượt kế hoạch kinh doanh 2018 do thời điểm bảo trì đường băng có thể phải dời đến năm 2019. Công ty đặt kế hoạch kinh doanh năm 2018 với doanh thu đạt 16.029 tỷ đồng (+15,9% YoY) và LNTT đạt 5.665 tỷ đồng (+6,0% YoY). Theo ACV, kế hoạch 2018 được xây dựng trên cơ sở ACV sẽ thực hiện bảo trì 2 đường băng (1 ở sân bay Tân Sơn Nhất và 1 ở Nội Bài). Tuy nhiên, năm 2018 khả năng cao ACV sẽ không thực hiện được việc cải tạo 2 đường băng này mà sẽ chuyển sang năm 2019 do vướng mắc những cơ chế về quản lý khu bay của Nhà nước.

Lộ trình niêm yết trên sàn HOSE có thể sẽ kéo dài sang năm 2019. Theo ACV, vướng mắc quan trọng nhất lúc này để niêm yết lên HOSE là cơ chế quản lý khu bay từ Nhà nước. Công ty kỳ vọng đến hết năm 2018 sẽ giải quyết được vấn đề trên. Ngay sau đó, HĐQT sẽ thực hiện các công việc cần thiết để niêm yết lên HOSE. Kế hoạch thoái vốn ACV của BGTVT vì thế có thể cũng sẽ chuyển sang năm 2019 hoặc trễ hơn là năm 2020.

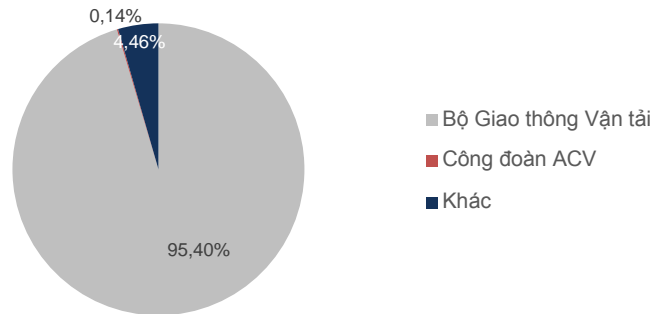
Trong ngắn hạn 2018-2019, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với ACV. Năm 2018, vì chưa bảo trì đường băng nên tình hình hoạt động kinh doanh của ACV vẫn tiếp tục tăng trưởng, tuy nhiên năm 2019, ACV sẽ phải bảo trì đường băng trong 4 tháng (vào mùa thấp điểm), điều này có thể sẽ ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận của công ty trong ngắn hạn.

Trong trung hạn, chúng tôi đánh giá triển vọng của ACV còn nhiều dư địa tăng trưởng nhờ hưởng lợi từ sự tăng trưởng mạnh của ngành hàng không Việt Nam; ACV với vị thế là đơn vị quản lý và vận hành 22 cảng hàng không trên cả nước sẽ hưởng lợi lớn từ sự tăng trưởng này. Tại mức giá đóng cửa ngày 10/05/2018, EV/EBITDA 2017 của ACV là 21,9x; thấp hơn so với mức 29,1x của doanh nghiệp tương đồng nhất là AOT. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng lượng hành khách của AOT trong 2012-2017 lại thấp hơn so với ACV (19,8%/năm so với 29,3%/năm). Do đó, chúng tôi đưa ra nhận định **TÍCH CỰC** đối với ACV trong trung hạn.

Rủi ro đầu tư: (1) Rủi ro kinh tế, (2) Rủi ro chính trị, (3) Rủi ro dịch bệnh, (4) Rủi ro từ các hoạt động đầu tư và (5) Rủi ro tỷ giá VND/JPY.

SƠ LƯỢC VỀ DOANH NGHIỆP


Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam – CTCP (ACV) được thành lập vào năm 2012 dựa trên cơ sở hợp nhất 3 Tổng công ty: TCT Cảng hàng không miền Bắc, TCT Cảng hàng không miền Trung và TCT Cảng hàng không miền Nam. Từ ngày 1/4/2016, ACV chính thức hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần với vốn điều lệ 21.772 tỷ đồng. ACV bắt đầu được giao dịch trên UpCom từ ngày 21/11/2016. Tính đến thời điểm hiện tại, Bộ Giao thông Vận tải nắm cổ phần chi phối lớn tại ACV với tỷ lệ sở hữu là 95,4%.

BIỂU ĐỒ 1: Cơ cấu cổ đông ACV


Nguồn: ACV, FPTS Research

Mô hình kinh doanh của ACV gồm 3 lĩnh vực chính: Dịch vụ hàng không, Dịch vụ phi hàng không và bán lẻ.

- Dịch vụ hàng không (chiếm 80% tổng doanh thu), bao gồm các dịch vụ: phục vụ hành khách, phục vụ mặt đất, đảm bảo an ninh hành khách...
- Dịch vụ phi hàng không (chiếm 11% tổng doanh thu), bao gồm các dịch vụ: cho thuê mặt bằng thương mại tại sân bay, cho thuê bến bãi giữ xe, cho thuê không gian quảng cáo...
- Bán lẻ (chiếm 9% tổng doanh thu): bao gồm các hoạt động như bán hàng hàng lưu niệm, cung cấp nguồn nước và điện đa dụng...

ACV hoạt động theo mô hình Công ty mẹ - Công ty con và hiện đang quản lý 22 cảng hàng không trên cả nước, trong đó có 21 cảng hàng không đang khai thác. Từ sau khi cổ phần hóa, ACV đã thực hiện thoái vốn hàng loạt công ty con và hiện tại chỉ còn một công ty con là Công ty cổ phần dịch vụ nhiên liệu hàng không Nội Bài (NAFSC) với tỷ lệ nắm giữ 60%; ngoài ra, ACV còn góp vốn vào 11 công ty dưới hình thức công ty liên doanh, liên kết hoặc đầu tư khác.

BẢNG 1: Các công ty con và công ty liên kết của ACV

STT	Tên doanh nghiệp	Lĩnh vực kinh doanh	Tình trạng niêm yết	Tỷ lệ sở hữu	LNST 2017 (tỷ đồng)
1	NAFSC	Vận hành hệ thống tra nạp nhiên liệu hàng không	Chưa niêm yết	60%	18,3
2	SASCO	Bán hàng miễn thuế	UpCom	49,07%	290,3
3	SATCO	Sản xuất nước uống đóng chai	Chưa niêm yết	29,53%	0,8
4	SATSCO	Vận tải hành khách đường bộ	Chưa niêm yết	30%	1,7
5	HGS	Phục vụ mặt đất	Chưa niêm yết	20%	68,5
6	ACSV	Nhà ga hàng hóa	Chưa niêm yết	20%	137,4
7	SAAM	Bảo dưỡng máy bay	Chưa cổ phần hóa	51%	24,5
8	SAGS	Phục vụ mặt đất	UpCom	48,01%	208,3
9	SCSC	Nhà ga hàng hóa	UpCom	13,12%	345,6
10	CTCP Đầu tư TCP	Khai thác tại nhà xe ga quốc nội TSN	Chưa niêm yết	18%	(16,7)
11	AHT	Kinh doanh tại Nhà ga QT Đà Nẵng	Chưa niêm yết	10%	10,3
12	CRTC	Kinh doanh tại Nhà ga QT Cam Ranh	Chưa niêm yết	10%	Hoạt động cuối Q2.2018

Nguồn: ACV, FPTS Research

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG & KẾT QUẢ KINH DOANH Q1.2018

ACV đã công bố KQKD Q1.2018 với lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh. Theo đó, doanh thu thuần tăng 10% YoY, đạt 3.932 tỷ đồng. Bên cạnh đó, nhờ gia tăng giá dịch vụ hàng không và chi phí khấu hao & bảo dưỡng giảm mạnh giúp LNST thuộc về cổ đông mẹ tăng đến 90,8% YoY, đạt 972 tỷ đồng.

BẢNG 1: Kết quả kinh doanh năm Q1.2018 của ACV

<i>(Tỷ đồng)</i>	Q1.2018	Q1.2017	%YoY	Các tỷ lệ biên		
Doanh thu thuần	3.932	3.573	10,0%	Tỷ suất lợi nhuận gộp	51,1%	36,2%
Dịch vụ hàng không	3.137	2.710	15,7%	Chi phí bán hàng/Doanh thu	1,9%	2,9%
Phục vụ mặt đất	84	74	14,4%	Chi phí QLDN/Doanh thu	4,8%	5,8%
Phục vụ hành khách	2.272	2.013	12,9%	Tỷ suất EBITDA/Doanh thu	69,0%	59,7%
Đảm bảo an ninh hành khách	295	188	56,6%	Tỷ suất EBIT/Doanh thu	44,4%	27,5%
Khác	485	435	11,5%	Chi phí lãi vay/Doanh thu	0,6%	0,9%
Dịch vụ phi hàng không	445	373	19,2%	Tỷ suất LNST/Doanh thu	30,3%	17,7%
Giá vốn hàng bán	1.923	2.281	-15,7%	Tỷ suất LNST/Doanh thu	24,8%	14,7%
Lợi nhuận gộp	2.009	1.292	55,5%	(Tỷ đồng)		
Chi phí bán hàng	74	104	-28,3%	Doanh thu		LNST
Chi phí quản lý	188	207	-9,0%	TH Q1.2018	3.932	1.192
EBIT	1.746	981	78,0%	KH 2018	16.029	5.665
EBITDA	2.714	2.133	27,2%	%TH/KH	24,5%	21,0%
Doanh thu tài chính	326	256	27,6%			
Chi phí tài chính	964	683	41,1%			
Chi phí lãi vay	24	31	-22,4%			
Lãi (lỗ) trong công ty LDLK	85	80	5,9%			
Lợi nhuận khác	(1)	(0)	n.m			
Lợi nhuận trước thuế (LNST)	1.192	633	88,3%			
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	975	525	85,5%			
LNST thuộc về cổ đông mẹ	972	509	90,8%			
EPS trailing (VNĐ/cp)	1.908	n.a	n.m			

Nguồn: ACV, FPTS Research

EPS đã điều chỉnh Quỹ khen thưởng, phúc lợi và thưởng Ban điều hành

Doanh thu hợp nhất Q1.2018 tăng 10,0% YoY, đạt 3.392 tỷ đồng nhờ lượng hành khách tiếp tục tăng trưởng. Trong đó, doanh thu từ dịch vụ hàng không (chiếm 80% tổng doanh thu) tăng 15,7% YoY, đạt 3.137 tỷ đồng và doanh thu dịch vụ phi hàng không (chiếm 11% tổng doanh thu) tăng 19,2% YoY, đạt 445 tỷ đồng. ACV cho biết lượng khách thông qua các cảng hàng không vào Q1.2018 tăng khoảng 13% YoY. Trong khi đó, số liệu được chúng tôi thu thập được từ Tổng Cục du lịch cho thấy lượng khách quốc tế đến Việt Nam bằng đường hàng không trong Q1.2018 tăng đến 27,9% YoY. Như vậy, có thể lượng khách thông qua các cảng hàng không chỉ tăng 13% YoY là do lượng khách nội địa tăng trưởng chậm lại. Hiện tại, lượng khách nội địa đang chiếm khoảng 70% lượng khách thông qua các cảng hàng không Việt Nam.

Hai hãng hàng không lớn nhất Việt Nam là Vietjet Air (VJC – HOSE) và Vietnam Airlines (HVN – UpCom) (2 doanh nghiệp chiếm 86% thị phần nội địa) đều đang tập trung mở rộng các đường bay quốc tế. Năm 2018, Vietjet sẽ mở rộng thêm 16 đường bay quốc tế (trong khi số đường bay nội địa dự kiến mở thêm là 4 đường). Chúng tôi đánh giá việc mở rộng các đường bay quốc tế của các hãng hàng không sẽ tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của ACV do mức phí phục vụ hành khách quốc tế bình quân cao hơn khoảng 5,9 lần mức phí dịch vụ hành khách nội địa. Tương tự, phí đảm bảo an ninh hành khách, hành lý đối với hành khách quốc tế bình quân cao hơn 3,3 lần so với hành khách nội địa.

Biên lợi nhuận gộp trong Q1.2018 tăng mạnh lên 51,1% so với mức 36,2% của cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng, điều này đến từ hai nguyên nhân:

- ACV đã tăng giá dịch vụ theo QĐ 2345/QĐ-BGTVT giúp biên lợi nhuận gộp của ACV gia tăng, cụ thể như sau:

BẢNG 2: Lộ trình tăng giá dịch vụ hàng không theo QĐ 2345/QĐ-BGTVT

Loại phí	Phân loại	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2	Giai đoạn 3	Giai đoạn 4	Giai đoạn 5
		Trước 1/10/2017	1/10/2017 - 31/12/2017	1/1/2018 - 31/3/2018	1/4/2018 - 30/6/2018	1/07/2018
		QĐ 1992/QĐ-BTC (link)	QĐ 2345/QĐ-BGTVT (link)			
Hạ, cất cánh	Quốc tế	Không đổi, thu theo trọng tài cất cánh tối đa				
	Nội địa		Tăng 3-5% so với GD 1, tùy vào trọng tài cất cánh tối đa	Bảng giai đoạn 2	Bảng giai đoạn 2	Tăng 9,5-10% so với GD 2
Đảm bảo an ninh hàng không	Quốc tế	1,5 USD/khách	2,0 USD/khách	2,0 USD/khách	2,0 USD/khách	2,0 USD/khách
	Nội địa	9.090 VND/khách	11.818 VND/khách	13.636 VND/khách	18.181 VND/khách	18.181 VND/khách
Phục vụ mặt đất	Quốc tế (USD/khách)	• Tân Sơn Nhất: 10-20 • Nội Bài: 8-25 • Đà Nẵng: 8-16	• Tân Sơn Nhất: 20 • Nội Bài: 25 • Đà Nẵng: 20	Bảng giai đoạn 2	Bảng giai đoạn 2	Bảng giai đoạn 2
		Nội địa	• Nh A: 31.818-63.636 • Nh B: 27.272-54.545	• Nhóm A: 68.181 • Nhóm B: 63.636	• Nhóm A: 72.727 • Nhóm B: 68.181	• Nhóm A: 77.272 • Nhóm B: 68.181
	(VND/khách)		• Nhóm C: 54.545	• Nhóm C: 54.545	• Nhóm C: 54.545	• Nhóm C: 54.545

Nguồn: ACV, FPTS Research

Chú thích: Theo QĐ 2345/QĐ-BGTVT phân loại nhóm cảng hàng không như sau:

- Nhóm A là nhóm các cảng hàng không khai thác 24/24 giờ bao gồm: Cảng hàng không Nội Bài, Đà Nẵng, Tân Sơn Nhất, Cam Ranh, Cát Bi, Vinh, Cần Thơ, Phú Quốc, Liên Khương, Phú Bài, Buôn Ma Thuột;
- Nhóm B là nhóm các cảng hàng không không thuộc nhóm A và nhóm C;
- Nhóm C là nhóm các cảng hàng không phục vụ kinh tế, xã hội bao gồm: Cảng hàng không Côn Đảo, Điện Biên, Cà Mau, Rạch Giá.

- Nguyên nhân thứ hai là do chi phí khấu hao và chi phí sửa chữa giảm mạnh; trong đó, chi phí khấu hao -15,4% YoY và chi phí sửa chữa -81,7% YoY.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý Nhà đầu tư rằng biên lợi nhuận gộp của ACV thường xuyên biến động, theo số liệu của chúng tôi từ Q2.2016 - Q1.2018, biên lợi nhuận gộp của ACV dao động trong ngưỡng từ 22-51% do tính chu kỳ của hoạt động bảo dưỡng, sửa chữa các tài sản của ACV. Do đó, chúng tôi cho rằng khả năng mức biên lợi nhuận gộp cao trong Q1.2018 khó có thể duy trì trong các quý tiếp theo do ACV đang có các kế hoạch nâng cấp, cải tạo một số cảng hàng không trong năm 2018.

BẢNG 3: Biên lợi nhuận gộp của ACV Q2.2016 – Q1.2018

	Q2.2016	Q3.2016	Q4.2016	Q1.2017	Q2.2017	Q3.2017	Q4.2017	Q1.2018
Biên lợi nhuận gộp của ACV	42.6%	37.5%	21.6%	36.2%	44.4%	41.2%	39.8%	51.1%
Chi phí sửa chữa tài sản/Doanh thu	0.8%	7.5%	14.2%	4.8%	0.8%	1.5%	4.8%	0.9%

Nguồn: ACV, FPTS Research

Tỷ lệ chi phí bán hàng/Doanh thu và chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu trong Q1.2018 tiếp tục giảm nhẹ còn 1,9% và 4,8% (cùng kỳ là 2,9% và 5,9%). Chúng tôi nhận thấy ACV đang trong quá trình tiết giảm các chi phí bán hàng và quản lý rất hiệu quả từ Q2.2016 – Q1.2018.

BẢNG 4: Tỷ lệ CHPBH/Doanh thu và CPQLDN/Doanh thu của ACV từ Q2.2016 – Q1.2018

	Q2.2016	Q3.2016	Q4.2016	Q1.2017	Q2.2017	Q3.2017	Q4.2017	Q1.2018
Tỷ lệ Chi phí bán hàng/Doanh thu	4.4%	3.5%	4.4%	2.9%	2.0%	1.8%	2.0%	1.9%
Tỷ lệ Chi phí QLDN/Doanh thu	7.3%	8.8%	8.2%	5.8%	5.3%	6.5%	6.5%	4.8%

Nguồn: ACV, FPTS Research

Chi phí tài chính trong Q1.2018 đạt 964 tỷ đồng, tăng 41,1% chủ yếu là do diễn biến bất lợi của tỷ giá VND/JPY trong những tháng đầu năm (vay nợ bằng JPY chiếm 77% tổng nợ vay của ACV cuối Q1.2018). Trong Q1/2018, tỷ giá VND/JPY đã tăng 5,1% YoY. Tuy nhiên, tỷ lệ chi phí lãi vay trong cơ cấu chi phí tài chính khá thấp, chiếm khoảng 2,5% do doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn vay ODA từ chính phủ Nhật có lãi suất thấp.

BIỂU ĐỒ 2: Tỷ giá VND/JPY từ 01/01/2017 – 10/05/2018



Nguồn: ACV, FPTS Research

Nhờ biên lợi nhuận gộp tăng mạnh và công tác quản lý chi phí hiệu quả, Lợi nhuận trước thuế của ACV tăng đến 88,3% YoY, đạt 1.192 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế hợp nhất cũng tăng 90,8% YoY, đạt 972 tỷ đồng. Các tỷ suất LNTT/Doanh thu và LNST/Doanh thu cũng gia tăng, lần lượt đạt 30,3% và 24,8%, tăng so với mức 17,7% và 14,7% của cùng kỳ năm trước. Với kết quả đạt được trong Q1.2018, ACV đã lần lượt hoàn thành 24,5% kế hoạch doanh thu và 21,0% kế hoạch lợi nhuận trước thuế 2018.

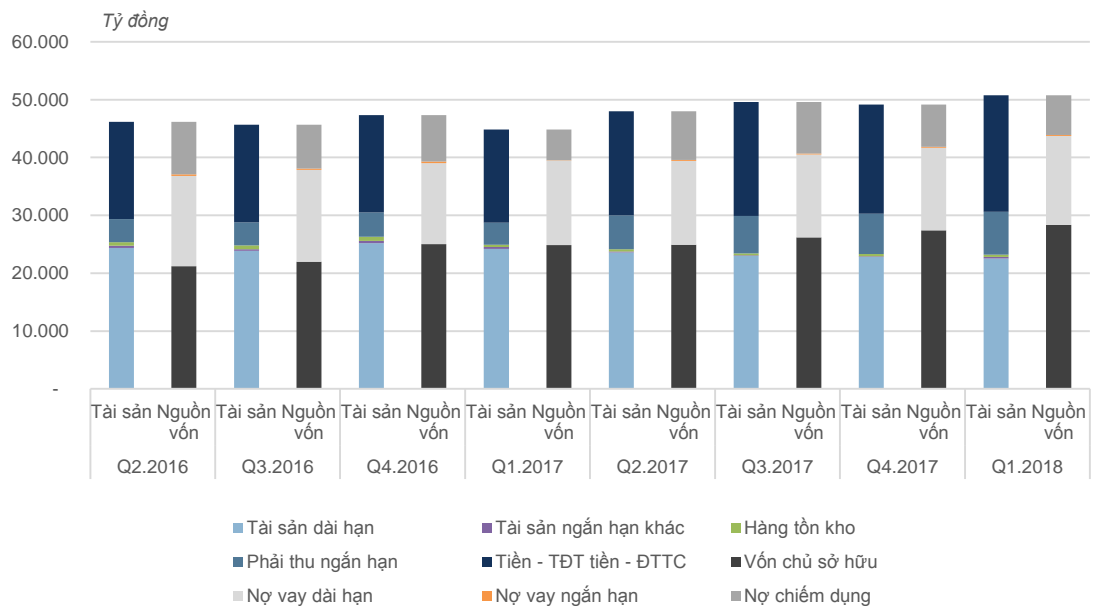
Về tình hình tài sản và nguồn vốn của ACV

Tài sản. Cơ cấu tài sản của ACV được duy trì tương đối ổn định với tài sản ngắn hạn chiếm 55,6% và tài sản dài hạn chiếm 44,4%.

Trong tài sản ngắn hạn, tại thời điểm 31/03/2018, tiền, khoản tương đương tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn dưới 12 tháng đạt 20.126 tỷ đồng, tăng 6,6% so với đầu năm. Các khoản phải thu ngắn hạn của ACV đến cuối Q1.2018 là 7.410 tỷ đồng, trong đó phải thu của khách hàng là các hãng hàng không chiếm 30,8% và các phải thu khác chiếm 52,1%, chủ yếu là thu các khoản liên quan đến khu bay từ Nhà nước như chi phí, thuế TNDN ACV trả hộ cho các hoạt động liên quan đến khu bay... Chúng tôi đánh giá những khoản phải thu này có rủi ro không hoàn trả thấp. Với đặc thù hoạt động của ngành, ACV có tỷ trọng hàng tồn kho rất thấp (chiếm 1,4% tài sản ngắn hạn), chủ yếu là tồn kho mặng bán hàng hóa.

Nguồn vốn. Nguồn tài trợ lớn nhất của công ty là vốn chủ sở hữu (28.351 tỷ đồng, tài trợ 55,9% tổng tài sản), và vốn vay dài hạn (15.405 tỷ đồng, tài trợ 30,4% tổng tài sản). ACV chủ yếu vay vốn ODA với kỳ hạn trả nợ kéo dài đến 40 năm, thời gian ân hạn 10 năm và chi phí lãi suất hàng năm rất thấp từ 0.2-1.6%/năm. Điều này đã mang lại lợi thế lớn về chi phí lãi vay phải trả và dòng tiền cho ACV. Tuy nhiên, do vay nợ chủ yếu bằng JPY (chiếm 77% tổng nợ vay) làm phát sinh rủi ro tỷ giá cho ACV.

Tại thời điểm 31/03/2018, tổng dư nợ vay đạt 15.563 tỷ đồng, tăng 7,5% so với đầu năm. Tỷ lệ nợ vay/VCSH theo đó cũng tăng lên mức 54,9% từ mức 52,9% đầu năm.

BIỂU ĐỒ 3: Cơ cấu tài sản, nguồn vốn của ACV từ Q2.2016 – Q1.2018


Nguồn: ACV, FPTS Research

CÁC THÔNG TIN QUAN TRỌNG TRONG ĐẠI HỘI CỔ ĐÔNG NĂM 2018

1. Phương án phân phối lợi nhuận năm 2017

Đại hội cổ đông đã thông qua phương án phân phối lợi nhuận năm 2017 như sau:

BẢNG 5: Tình hình phân phối lợi nhuận 2016-2017 của ACV

	Năm 2016	Năm 2017
	% LNST	% LNST
Lợi nhuận sau thuế		
Chi trả cổ tức	56,9%	47,8%
Cổ tức tiền mặt	56,9% (600 đồng/cp)	47,8% (900 đồng/cp)
Cổ tức cổ phiếu	0,0%	0,0%
Trích lập các quỹ	43,1%	52,1%
Quỹ đầu tư phát triển	30,6%	42,2%
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	12,5%	9,9%
Quỹ thưởng ban điều hành	0,1%	0,1%
Lợi nhuận giữ lại	0,0%	0,1%

Nguồn: ACV, FPTS Research

Theo đó, **năm 2017 công ty sẽ chi trả cổ tức tiền mặt 9% mệnh giá, tương đương 900 đồng/cổ phiếu** cho cổ đông. Phần được dùng để chi trả cổ tức năm 2017 chiếm 47,8% lợi nhuận sau thuế 2017 của ACV. Đồng thời, cổ đông cũng thông qua việc trích 10% Lợi nhuận sau thuế cho quỹ khen thưởng phúc lợi và quỹ thưởng ban điều hành.

Chúng tôi nhận thấy chính sách phân phối lợi nhuận 2 năm liên tiếp 2016-2017 của ACV không có nhiều sự khác biệt, chủ yếu lợi nhuận sau thuế được dùng để trả cổ tức tiền mặt cho cổ đông (48-57%) và trích quỹ đầu tư phát triển (30-42%). Phần còn lại dùng để trích quỹ khen thưởng, phúc lợi và quỹ khen thưởng ban điều hành (10-13%).

2. Kế hoạch kinh doanh năm 2018

Công ty đặt ra kế hoạch kinh doanh năm 2018 với doanh thu đạt 16.029 tỷ đồng (+15,9% YoY) và lợi nhuận trước thuế đạt 5.665 tỷ đồng (+6,0% YoY). Lưu ý rằng kế hoạch 2018 chưa tính đến ảnh hưởng của chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại tỷ giá cuối năm khoản nợ vay ODA bằng đồng JPY. Các kế hoạch chỉ tiêu sản lượng vận chuyển như sau:

BẢNG 6: So sánh kế hoạch sản lượng hành khách, hàng hóa và số chuyến bay phục vụ với các năm trước

	2016	2017	% YoY 2017	KH 2018	% YoY KH 2018
Tổng hành khách	81	94	16,2%	102	8,2%
Quốc tế	24	30	26,3%	34	13,5%
Nội địa	57	64	11,9%	67	5,6%
Tổng hàng hóa - bưu kiện	1121	1.366	21,9%	1.512	10,7%
Quốc tế	708	905	27,8%	1.023	13,0%
Nội địa	413	461	11,6%	489	6,1%
Tổng lượt hạ cất cánh	557	605	8,6%	637	5,3%
Quốc tế	168	206	22,6%	227	10,2%
Nội địa	389	399	2,6%	410	2,8%

Nguồn: ACV, FPTS Research

Kế hoạch tăng trưởng lượng hành khách và sản lượng hàng hóa cũng như lượt hạ cất cánh mà ACV phục vụ trong năm 2018 khá thấp so với mức tăng trưởng thực hiện trong năm 2017. Theo ACV giải thích, kế hoạch 2018 được xây dựng trên cơ sở ACV sẽ thực hiện bảo trì 2 đường băng (1 đường băng ở sân bay Tân Sơn Nhất và 1 đường băng ở Nội Bài). Đây là 2 đường băng chiếm hơn 70% sản lượng phục vụ của ACV và dự kiến cải tạo mất 4 tháng (sẽ được thực hiện vào mùa thấp điểm sau hè và sau tết). Tuy nhiên, **năm 2018 khả năng cao ACV sẽ không thực hiện việc cải tạo 2 đường băng này mà sẽ chuyển sang năm 2019**. Nguyên nhân là do vướng mắc những cơ chế về quản lý khu bay của Nhà nước. Lưu ý rằng khi ACV cổ phần hóa, Nhà nước đã giữ lại toàn bộ phần khu bay (đường lăn, đường hạ cất cánh) làm tài sản của Nhà nước, chỉ cho ACV cổ phần hóa các tài sản còn lại. Vì thế, sản lượng phục vụ trong năm 2018 dự kiến sẽ cao hơn so với kế hoạch đặt ra, tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận (chưa xét đến tác động của tỷ giá VND/JPY) vì thế có thể sẽ cao hơn kế hoạch.

Ngoài việc không phải bảo dưỡng 2 đường bay, những yếu tố giúp **ACV có khả năng cao sẽ hoàn thành kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2018** là:

- Năm 2018, thị trường vận tải hàng không Việt Nam được dự báo tiếp tục duy trì đà tăng trưởng cao. VJC dự kiến sẽ vận chuyển 24,1 hành khách trong năm 2018, tăng 40,9% YoY và tăng thêm 4 đường bay nội địa, 16 đường bay quốc tế. Tương tự, HVN dự kiến sẽ vận chuyển 24,3 triệu hành khách, tăng 10,9% YoY. Theo HVN, tổng lượt khách quốc tế toàn thị trường dự kiến tăng 16,2% YoY, khách nội địa tăng 13,8% YoY và thuê chuyến tăng 35,4% YoY.
- ACV sẽ có thể tăng giá dịch vụ theo lộ trình của QĐ 2345/QĐ-BGTVT (*xem bảng 2*).
- Công tác quản lý chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tiếp tục được ACV siết chặt.
- Tỷ giá đồng VND/JPY được dự báo sẽ tăng khoảng 4,3% YoY (*nguồn: Bloomberg*), chúng tôi cho rằng ACV có thể ghi nhận khoảng lỗ tỷ giá (chưa thực hiện) khoảng 603 tỷ đồng trong năm 2018. Theo chúng tôi ước tính, nếu doanh thu tăng trưởng theo kế hoạch ban lãnh đạo đề ra và biên lợi nhuận gộp, các tỷ lệ biên chi phí được giữ ổn định như năm 2017 thì ACV vẫn sẽ hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm 2018.

Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý những rủi ro có thể ảnh hưởng đến việc hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm 2018 của ACV như sau:

- Những rủi ro liên quan đến nền kinh tế, chính trị, dịch bệnh (*xem thêm trang 10*)
- Rủi ro tỷ giá VND/JPY diễn biến bất lợi ngoài dự tính.

Công ty cũng thông qua kế hoạch **chi trả cổ tức tiền mặt 9% mệnh giá (900 đồng/cổ phiếu) cho năm 2018.**

3. Kế hoạch kinh doanh 2018-2021

Theo Báo cáo thường niên năm 2017 của ACV xây dựng một số chỉ tiêu phát triển trong giai đoạn 2018-2021 tóm tắt như sau:

- Sản lượng hành khách dự báo đạt 136 triệu khách vào năm 2021 với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm từ 11-13%/năm. Trong đó, khách quốc tế tăng 14-16%/năm và khách nội địa tăng 8-10%/năm.
- Sản lượng hàng hóa – bưu kiện dự báo đạt 1.876 nghìn tấn với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm từ 16-18%/năm. Trong đó, hàng hóa quốc tế tăng 14-16%/năm và hàng hóa nội địa tăng 18-20%/năm.
- Số lượt hạ cất cánh dự báo đạt 846 nghìn lượt với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm từ 10-12%/năm. Trong đó, lượt hạ cất cánh quốc tế tăng 13-15%/năm và lượt hạ cất cánh nội địa tăng 7-9%/năm.
- Doanh thu công ty mẹ ACV được dự báo đạt 21.000 tỷ đồng vào năm 2021, với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm đạt 8-10%. Lợi nhuận trước thuế của công ty mẹ ACV được dự báo đạt 7.300 tỷ đồng vào năm 2021 với tốc độ tăng trưởng bình quân đạt 9-11%/năm.

4. Các thông tin quan trọng khác

Lộ trình niêm yết trên sàn HOSE có thể sẽ kéo dài sang năm 2019. Theo ACV, vướng mắc quan trọng nhất lúc này để niêm yết lên HOSE là cơ chế quản lý khu bay từ Nhà nước. Nhắc lại, thời điểm ACV cổ phần hóa, Nhà nước đã giữ lại phần khu bay (bao gồm đường lăn và đường hạ cất cánh) thuộc tài sản của Nhà nước, chỉ cổ phần hóa các tài sản khác. Do đó phải có cơ chế quản lý khu bay từ phía Nhà nước để ACV đáp ứng đủ điều kiện niêm yết. Vấn đề này có thể được giải quyết theo 2 cách: (1) Nhà nước chuyển quyền sở hữu khu bay cho ACV và (2) Nhà nước cho ACV thuê đường băng sử dụng. Với cả hai kịch bản, ACV đều sẽ có thể ghi nhận doanh thu từ việc thu phí hạ cất cánh (sau cổ phần hóa ACV đã ngừng ghi nhận doanh thu hạ cất cánh do vướng mắc vấn đề này). Công ty kỳ vọng đến hết năm 2018 sẽ giải quyết được vấn đề trên. Ngay sau đó, HĐQT sẽ thực hiện các công việc cần thiết để niêm yết trên HOSE.

Kế hoạch thoái vốn khỏi ACV của Bộ Giao thông Vận tải (BGTVT) vì thế có thể cũng sẽ chuyển sang năm 2019 hoặc trễ hơn là năm 2020. Chính phủ đã giao Bộ GTVT yêu cầu ACV xây dựng phương án thoái vốn. Theo đó, ACV đã trình lên BGTVT nhiều phương án thoái vốn khác nhau như có thể thoái dần 20% trong năm 2018 và 10% năm 2020 hoặc có thể thoái một lần 30% vào năm 2020. Về phương thức, **ACV nghiêng về hướng đấu giá công khai, thay vì đàm phán với cổ đông chiến lược.** Tuy nhiên, các quyết định và lộ trình cụ thể sẽ do BGTVT trình lên Chính Phủ quyết định và ACV sẽ thực hiện đúng quy định. Hiện tại, BGTVT đang nắm giữ 95,4% vốn điều lệ và sau khi thoái vốn dự kiến sẽ còn nắm khoảng 65%.

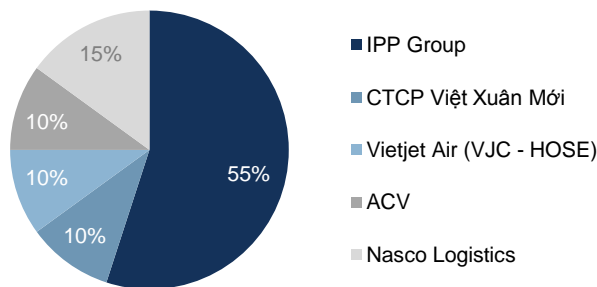
Kế hoạch đầu tư lớn để xây dựng các dự án cảng hàng không mới và mở rộng các cảng hàng không hiện tại. Tổng vốn đầu tư cho năm 2018 của ACV là 7.567 tỷ đồng đã được ĐHCĐ thông qua. Cho giai đoạn 2018-2025, tổng mức đầu tư cho các dự án (không bao gồm sân bay Long Thành) dự kiến là khoảng 57.000 tỷ đồng. Trường hợp Nhà nước giao cho ACV quản lý khu bay, ACV sẽ tiến hành thực hiện đầu tư nâng cấp cải tạo khu bay với tổng vốn dự kiến khoảng 21.000 tỷ đồng. ACV cho biết công ty có thể tự cân đối được nguồn vốn từ quỹ đầu tư phát triển để tài trợ cho các dự án trên. Riêng đối với dự án mới cảng hàng không Long Thành, công ty mong muốn được đầu tư các hạng mục chính như toàn bộ khu bay (đường lăn, đường hạ cất cánh) và nhà ga hành khách, nhà ga hàng hóa; các hạng mục khác sẽ được xã hội hóa, huy động vốn xây dựng từ tư nhân. Nếu được BGTVT giao đầu tư các hạng mục trên, ACV sẽ tự cân đối được

40% tổng mức đầu tư dự án này từ quỹ đầu tư phát triển; 60% còn lại có thể sẽ được huy động từ nợ vay hoặc phát hành tăng vốn. Chúng tôi ước tính tổng mức đầu tư cho sân bay Long Thành khoảng 356.000 tỷ đồng.

Trong ĐHCĐ, ACV cũng nhắc lại rằng sân bay Long Thành sẽ bắt đầu xây dựng vào năm 2020 và dự kiến đi vào hoạt động giai đoạn 1 năm 2025 với công suất 25 triệu hành khách/năm và 1,2 triệu tấn hàng hóa/năm; đúng theo lịch trình được đề ra trước đây.

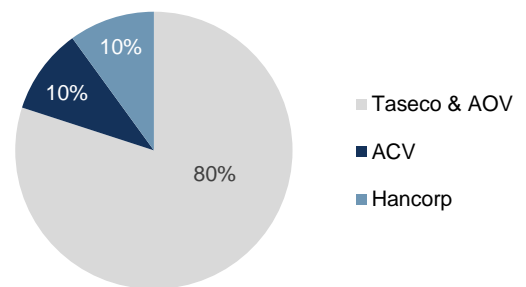
ACV vẫn giữ tính độc quyền trong hoạt động kinh doanh mặc dù xu hướng xã hội hóa xây dựng các cảng hàng không đang diễn ra. Ở thời điểm hiện tại, ACV không còn giữ vị thế độc quyền trong quản lý các cảng hàng không Việt Nam, cụ thể 3 cảng hàng không Vân Đồn (đang được xây dựng bởi SunGroup), Nhà ga quốc tế Đà Nẵng (đã hoạt động từ 05/2017, được đầu tư và vận hành bởi CTCP Đầu tư Khai thác Nhà ga Quốc tế Đà Nẵng – AHT) và Nhà ga quốc tế Cam Ranh (đi vào hoạt động khoảng tháng 07/2018, được đầu tư và vận hành bởi CTCP Nhà ga Quốc tế Cam Ranh – CRTC) đều được huy động từ nguồn vốn tư nhân. ACV hiện chỉ nắm 10% cổ phần tại AHT và CRTC.

BIỂU ĐỒ 4: Cơ cấu cổ đông của CRTC



Nguồn: Đăng ký kinh doanh ngày 6/7/2016 của CRTC, FPTS Research

BIỂU ĐỒ 5: Cơ cấu cổ đông của AHT



Nguồn: BCTC 2017 Hancorp, BCTC 2017 của ACV, FPTS Research

Tuy nhiên, ACV vẫn đang độc quyền trong hoạt động kinh doanh dưới tư cách nhà khai thác cảng hàng không sân bay duy nhất tại Việt Nam. Hiện tại, ACV đang tham gia hoạt động ở Nhà ga Quốc tế Đà Nẵng ở hai mảng là điều phối chung hoạt động trên địa bàn cảng (thông qua hợp đồng giao kết) và đảm bảo an ninh hàng không (theo quy định của pháp luật, lực lượng an ninh hàng không hiện nay chỉ có 1 hệ thống do ACV thực hiện trên cả nước). Các hoạt động kinh doanh khác AHT hoàn toàn độc lập.

ACV cho biết muốn tăng sở hữu tại AHT và CRTC, tuy nhiên hiện tại rất khó thuyết phục các đối tác bán lại cổ phần cho ACV.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀ ĐỊNH GIÁ

Trong **ngắn hạn 2018-2019**, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với ACV. Năm 2018, vì chưa bảo trì đường băng nên tình hình hoạt động kinh doanh của ACV vẫn tiếp tục tăng trưởng. Tuy nhiên, **năm 2019, ACV sẽ phải bảo dưỡng 2 đường băng như đã nêu trên, điều này có thể làm giảm lượng hành khách, hàng hóa và số lượt hạ cất cánh mà ACV phục vụ.** ACV sẽ đóng cửa đường băng để bảo dưỡng trong 4 tháng mùa thấp điểm năm 2019 (chúng tôi giả định diễn ra từ tháng 8-11). Tác động của việc này đến doanh thu và lợi nhuận của ACV năm 2019 sẽ phụ thuộc vào việc các đường băng này được tạm ngưng hoạt động trong một khoảng thời gian liên tiếp hay theo từng giai đoạn để bảo trì trong 4 tháng, và cách thức các hãng hàng không ứng phó, tái cơ cấu đội bay, tuyến bay và khung thời gian bay. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro về mặt kỹ thuật này có thể sẽ ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận của ACV trong năm 2019.

Trong **trung hạn**, chúng tôi đánh giá về tiềm năng tăng trưởng và mức định giá của ACV so với các doanh nghiệp tương đồng trên thế giới như sau:

Chúng tôi tiến hành lọc ra nhóm các doanh nghiệp cảng hàng không trên thế giới để so sánh với ACV và nhận thấy có 4 doanh nghiệp là: Airport of Thailand (Thái Lan), ADP Group (Pháp), Malaysia Airport (Malaysia) và Grupo Aeroport (Mexico) là những doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh gần như tương tự ACV khi đang quản lý và khai thác nhiều sân bay. Trong đó, nếu xét về quy mô và tốc độ tăng trưởng của lượng hành khách thì **Airport of Thailand (AOT) là doanh nghiệp gần như tương đồng nhất với ACV**. Chúng tôi vẫn giữ các doanh nghiệp khác trong bảng so sánh ngoài 4 doanh nghiệp trên để Nhà đầu tư có thể dễ dàng hơn trong việc so sánh quy mô cũng như tốc độ tăng trưởng của ACV so với các doanh nghiệp khác trên thế giới. Trong giai đoạn 2012-2017, ACV là doanh nghiệp có lượng hành khách phục vụ tăng trưởng cao nhất với CAGR là 29,3%/năm, đứng thứ hai là AOT với CAGR đạt 19,8%/năm.

BẢNG 7: So sánh ACV và các công ty trong ngành trên thế giới

Tên doanh nghiệp	Số lượng sân bay	Lượng hành khách 2017	CAGR hành khách 2012-2017	Vốn hóa (triệu USD)	DT 2017 (triệu USD)	LNST 2017 (triệu USD)	Tăng trưởng DT (%)	Tăng trưởng LNST (%)	Biên LN góp (%)	Biên EBITDA (%)	ROE (%)	D/E (%)	P/E 2017 (x)	P/B 2017 (x)	EV/EBITDA 2017 (x)
AIRPORTS OF THAILAND	6	129,2	19,8%	31,333	1,678	648	7,7	9,7	n.a	57,0	16,6	18,1	45,9	7,3	29,1
ADP	14	101,5	2,7%	21,633	4,086	623	22,7	34,0	n.a	42,9	12,4	108,8	31,9	4,0	14,7
MALAYSIA AIRPORTS HLDGS BHD	39	96,5	7,5%	3,718	1,083	55	11,5	223,7	n.a	39,5	1,9	61,6	97,4	1,8	10,2
BEIJING CAPITAL INTL AIRPO-H	1	95,8	3,2%	6,113	1,418	386	9,7	46,2	n.a	51,9	12,8	23,3	15,1	1,8	8,6
GUANGZHOU BAIYUN INTERNATI-A	1	65,8	6,4%	5,087	1,029	248	9,4	14,0	39,8	41,4	12,3	29,0	20,8	2,2	n.a
FRANKFURT AIRPORT	1	64,5	2,3%	9,163	3,316	364	13,5	39,2	n.a	34,3	8,5	112,5	22,9	2,0	11,5
SHENZHEN AIRPORT	1	45,6	8,7%	2,526	503	102	8,6	16,9	27,1	36,5	6,0	-	24,1	1,5	11,6
SYDNEY AIRPORT	1	43,3	3,3%	12,146	1,137	268	8,7	8,7	n.a	80,6	40,3	1,403,4	46,1	25,2	20,5
GRUPO AEROPORT DEL SURESTE-B	9	31,1	10,0%	4,960	754	329	29,1	55,3	50,8	96,0	23,8	52,4	16,8	3,7	14,2
KOBENHAVNS LUFTHAVNE	1	29,2	4,6%	7,129	674	198	0,4	2,7	n.a	59,4	42,2	188,2	34,8	14,2	19,2
FLUGHAFEN WIEN AG	1	28,7	6,9%	3,327	851	131	1,6	-1,6	n.a	42,9	10,6	33,3	23,9	2,5	9,9
XIAMEN INTERNATIONAL AIR-A	1	24,5	7,1%	970	250	64	10,2	3,1	37,6	n.a	12,2	n.a	15,1	1,8	n.a
AUCKLAND INTL AIRPORT LTD	1	21,4	8,8%	5,525	461	183	9,6	15,8	n.a	75,1	6,4	51,0	22,1	1,9	21,0
MALTA INTNL AIRPORT-A SHARES	1	6,0	10,5%	777	93	27	12,7	15,1	n.a	59,2	26,7	34,5	27,6	7,0	13,5
TRUNG BÌNH	6	55,9	7,3%	8,172	1,238	259	11,1	34,5	38,8	55,1	16,6	176,3	31,8	5,5	15,3
TRUNG VỊ	1	44,5	7,0%	5,306	940	223	9,7	15,5	38,7	51,9	12,4	51,7	24,0	2,4	13,9
ACV VN Equity	22*	94,1	29,3%	8,701	609	180	12,1*	21,9*	40,8	63,0	15,8	52,9	47,5	7,1	21,9

Nguồn: Bloomberg, FPTS Research

* Doanh thu và lợi nhuận đã điều chỉnh những khác biệt trong việc ghi nhận doanh thu hạ cất cánh, thoái vốn SAS từ công ty con thành LDLK và các khoản lãi tài chính bất thường. Các giá trị tính toán đều lấy cho năm 2017 hoặc thời điểm 31/12/2017, Thị giá cổ phiếu lấy theo thời điểm hiện tại.

Ngoài ra, chúng tôi sử dụng chỉ số EV/EBITDA để so sánh định giá giữa ACV và các doanh nghiệp cảng hàng không khác trên thế giới, Nguyên nhân chúng tôi sử dụng hai chỉ số này là do:

- Thời gian khấu hao các tài sản cố định của ACV và các doanh nghiệp cảng hàng không khác có sự khác biệt rất lớn, cụ thể:
 - ACV khấu hao nhà xưởng, vật kiến trúc 5-25 năm, các doanh nghiệp khác khấu hao 15-50 năm.
 - Máy móc, thiết bị được ACV khấu hao 3-7 năm, các doanh nghiệp khác khấu hao 5-25 năm.
 - Các tài sản khác như máy móc, thiết bị, phương tiện vận tải của ACV có thời gian khấu hao tương đồng với các doanh nghiệp khác, đều trong khoảng 5-10 năm.
- Hai chỉ số P/E và P/B đều bị ảnh hưởng bởi chính sách khấu hao, vì thế chỉ số EV/EBITDA là thích hợp nhất.

Tại mức giá đóng cửa ngày 10/05/2018, EV/EBITDA 2017 của ACV là 21,9x; thấp hơn so với mức 29,1x của doanh nghiệp tương đồng nhất là AOT. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng lượng hành khách của AOT trong 2012-2017 lại thấp hơn so với ACV (19,8%/năm so với 29,3%/năm). Bên cạnh đó, triển vọng trong trung hạn của ACV được chúng tôi đánh giá còn nhiều dư địa tăng trưởng do: (Xem thêm phần [Phụ lục](#))

- Ngành hàng không Việt Nam đang tăng trưởng nhanh, Theo IATA, Việt Nam là quốc gia đứng thứ 5 về tăng trưởng lượng hành khách di chuyển hàng không trong giai đoạn 2015-2035.
- ACV với vị thế là đơn vị quản lý và vận hành 22 cảng hàng không trên cả nước sẽ được hưởng lợi lớn từ sự tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam.
- Doanh thu phi hàng không còn nhiều tiềm năng tăng trưởng.

Ở một câu chuyện khác, Bộ Giao thông Vận tải có thể sẽ tiến hành thoái vốn ACV trong năm 2019-2020. Về phía Nhà nước, nhiều khả năng cũng sẽ muốn thoái ở một mức giá cao cho con gà đẻ trứng vàng ACV (tương tự như thương vụ bán vốn của SABECO) trong bối cảnh Việt Nam đang là một trong những thị trường hàng không tăng trưởng nhanh nhất trên thế giới.

Dựa trên những phân tích trên, chúng tôi đưa ra nhận định **TÍCH CỰC** trong **trung hạn** đối với ACV.

Nhà đầu tư cần cân nhắc những rủi ro khi đầu tư vào ACV như sau:

Rủi ro kinh tế: Lĩnh vực kinh doanh cảng hàng không nhạy cảm với những biến động kinh tế toàn cầu nói chung và kinh tế Việt nam nói riêng. Khủng hoảng kinh tế sẽ làm giảm thu nhập bình quân của hành khách, do đó nhu cầu đi lại, du lịch cũng như chi tiêu cho các dịch vụ tại cảng hàng không cũng được cắt giảm.

Rủi ro chính trị: Các sự kiện bất khả kháng của thế giới có thể gây bất ổn và ảnh hưởng tiêu cực đến lượng hành khách và hàng hóa quốc tế luân chuyển của ACV.

Rủi ro dịch bệnh: Sự bùng phát của các dịch bệnh tại các quốc gia sẽ gây ảnh hưởng bất lợi cho ngành hàng không nói chung và lĩnh vực kinh doanh cảng hàng không tại Việt Nam nói riêng, thể hiện qua giảm nhu cầu đi lại trên các tuyến bay quốc tế và các hãng hàng không có thể cắt giảm tần suất của các chuyến bay.

Rủi ro từ các hoạt động đầu tư: Hoạt động đầu tư xây mới và mở rộng sân bay gắn liền với kế hoạch phát triển kinh tế vùng miền của quốc gia và theo chính sách của Nhà nước, vì vậy ACV có thể sẽ phải đầu tư những sân bay mới ở những địa phương chưa hiệu quả kinh tế dẫn tới làm giảm hiệu quả hoạt động chung của ACV.

Rủi ro tỷ giá: Hiện ACV đang có khoản vay bằng đồng JPY chiếm 77% trong tổng nợ vay của ACV. Do đó nếu tỷ giá VND/JPY tăng sẽ khiến ACV phải gánh chịu các khoản lỗ tỷ giá làm ảnh hưởng đến Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

[Quay lại](#)

PHỤ LỤC: ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ CỦA ACV

Ngành hàng không Việt Nam đang tăng trưởng nhanh

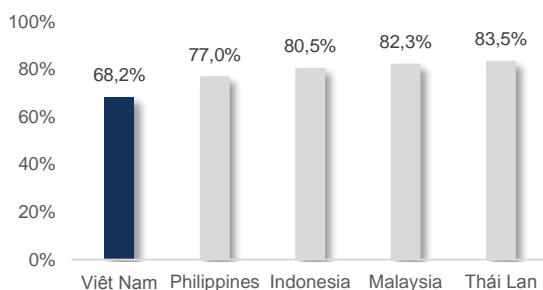
Theo CAPA, ngành hàng không Việt Nam được đánh giá còn nhiều tiềm năng với dân số lên đến 93 triệu dân năm 2016, cơ cấu dân số tương đối trẻ và đang trong quá trình đô thị hóa.

Chính phủ và Bộ Giao thông Vận tải đang tập trung phát triển, thúc đẩy năng lực cạnh tranh của ngành bằng cách xây dựng mới và mở rộng, nâng cấp các sân bay hiện có.

Việt Nam là một trong những thị trường có ngành hàng không phát triển nhanh nhất khu vực, cụ thể số liệu từ IATA cho thấy Việt Nam đứng thứ 5 về tăng trưởng lượng hành khách di chuyển hàng không. Thị trường nội địa Việt Nam đã tăng từ 12 triệu hành khách năm 2012 lên 28 triệu hành khách năm 2016, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 23,6%/năm.

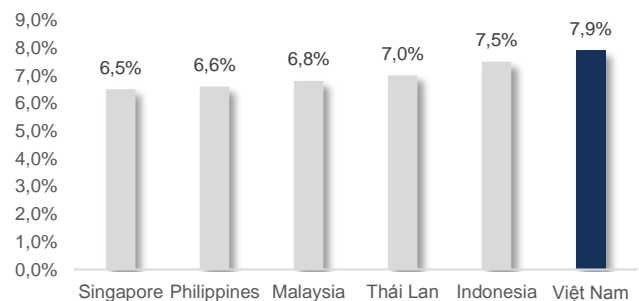
Du lịch Việt Nam đang phát triển nhanh, lượng khách quốc tế du lịch đến Việt Nam đã chạm mốc 12,9 triệu khách năm 2017, tăng mạnh hơn 30% so với năm 2016. Bên cạnh đó, thu nhập bình quân đầu người tại Việt Nam được IMF dự báo tăng trưởng khả quan trong những năm tới. Dòng vốn đầu tư FDI vào Việt Nam vẫn đang tăng nhanh, thúc đẩy nhu cầu vận tải hành khách lẫn hàng hóa. Tỷ lệ người được bay của Việt Nam còn thấp, đạt 68,2% năm 2016, thấp hơn so với mức 77-83% của các quốc gia khác trong khu vực. Bên cạnh đó, Việt Nam cũng là quốc gia được dự báo có tốc độ tăng trưởng ngành du lịch cao nhất trong khu vực, đạt 7,9%/năm trong giai đoạn 2015-2020.

BIỂU ĐỒ 2: Tỷ lệ người được bay 2016



Nguồn: FT Confidential research, FPTs Research

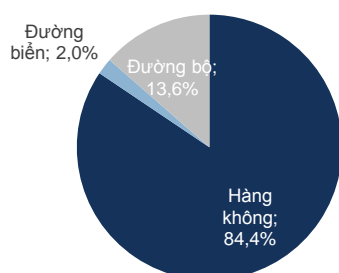
BIỂU ĐỒ 3: Dự báo tăng trưởng du lịch quốc tế 2015-2020



Nguồn: FT Confidential research, FPTs Research

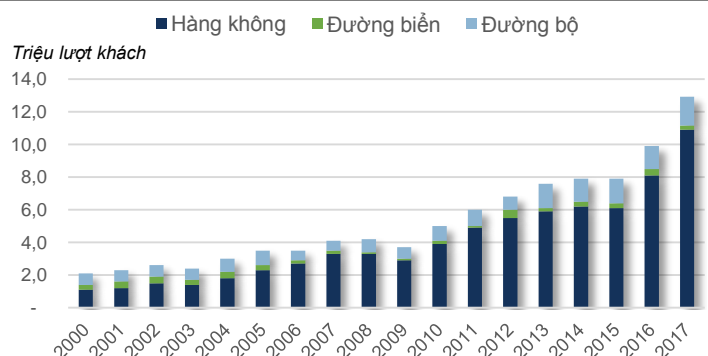
Theo số liệu của Tổng cục thống kê cho thấy rằng, phần lớn khách du lịch đến Việt Nam (khách inbound) chủ yếu di chuyển bằng đường hàng không, với tỷ trọng hơn 84% trong năm 2017, Đây là điều hợp lý vì: (1) Địa hình bị chia cắt và cơ sở hạ tầng đường bộ chưa phát triển tại các quốc gia Châu Á và (2) Du lịch bằng đường biển tốn nhiều thời gian hơn, đồng thời điều kiện tự nhiên như gió, bão, say sóng... cũng là nguyên nhân khiến khách du lịch di chuyển bằng đường biển vẫn chiếm tỷ trọng rất nhỏ, chỉ khoảng 3%.

BIỂU ĐỒ 4: Cơ cấu phương tiện di chuyển của khách quốc tế năm 2017



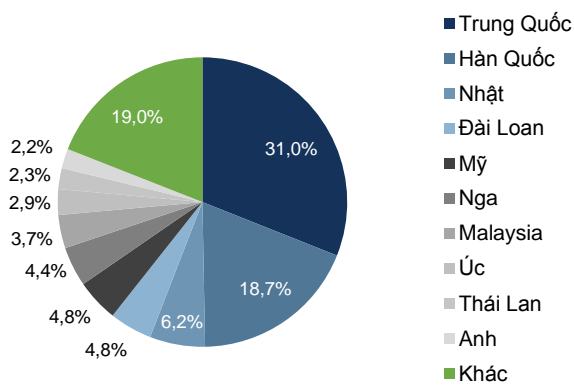
Nguồn: Tổng cục Du lịch Việt Nam, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 5: Khách quốc tế đến Việt Nam theo phương tiện di chuyển 2000-2017

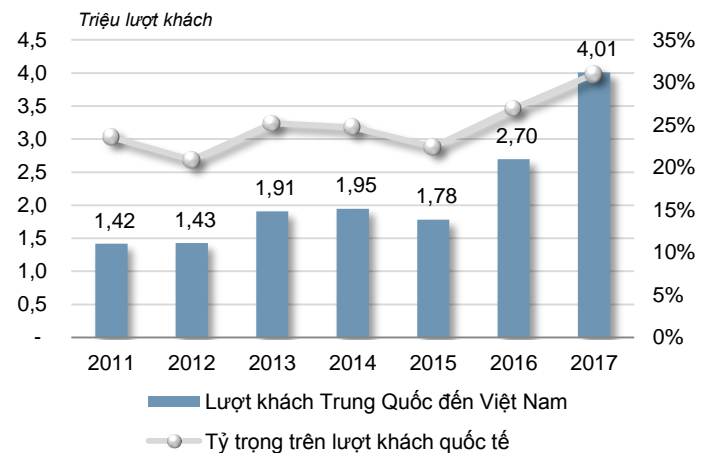


Nguồn: Tổng cục Du lịch Việt Nam, FPTs Research

Theo số liệu thống kê từ Tổng cục Du lịch, Trung Quốc là quốc gia có lượng khách du lịch đến Việt Nam chiếm tỷ trọng lớn nhất trong giai đoạn 2011-2017 với CAGR là 18,9%/năm. Năm 2017, lượng khách Trung Quốc đến Việt Nam đạt 4,0 triệu lượt, tăng 48,6% YoY và chiếm 31,0% tổng lượt khách quốc tế đến Việt Nam. Theo China Tourism Academy, nhờ các chính sách nới lỏng về thị thực, một số quốc gia đã vươn lên trở thành điểm đến ưa thích của khách du lịch Trung Quốc như Việt Nam, Philippines, Ấn Độ, Các tiểu vương quốc Ả Rập thống nhất, Nhật Bản hay Sri Lanka... Xu hướng du lịch của khách Trung Quốc cũng đang dần chuyển dịch từ tham quan và mua sắm sang tận hưởng kỳ nghỉ. Do vấn đề ô nhiễm không khí ở Trung Quốc, các điểm đến có không khí trong lành và môi trường tự nhiên không ô nhiễm đang ngày càng được ưa thích hơn, đặc biệt là các đảo và vùng biển. Lượng khách lựa chọn du lịch đảo chiếm tới 30% tổng số du khách Trung Quốc du lịch nước ngoài.

BIỂU ĐỒ 6: Top 10 quốc gia có lượng khách du lịch đến Việt Nam năm 2017


Nguồn: Tổng cục Du lịch Việt Nam, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 7: Khách du lịch Trung Quốc đến Việt Nam 2011-2017


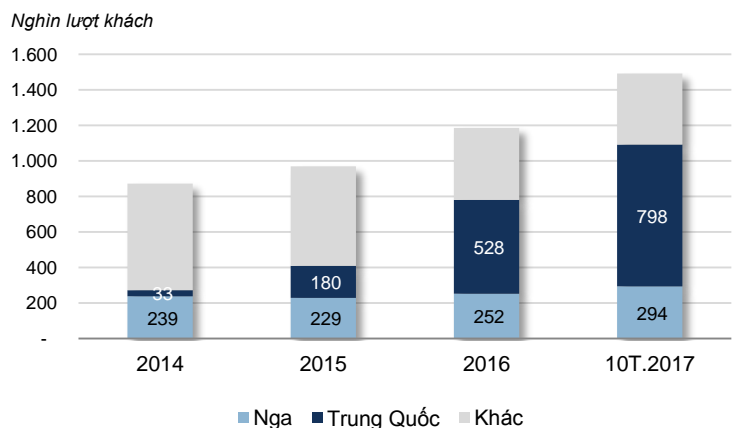
Nguồn: Tổng cục Du lịch Việt Nam, FPTs Research

Theo thống kê của chúng tôi, dù đã tăng đột biến trong một vài năm vừa qua, lượng khách Trung Quốc du lịch nước ngoài vẫn ít hơn 10% tổng dân số của quốc gia này, và cũng mới chỉ có 10% dân số Trung Quốc sở hữu hộ chiếu, cho thấy tiềm năng rất lớn của thị trường du lịch từ khách Trung Quốc. Do đó, chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ tiếp tục được hưởng lợi lớn từ lượng khách tiềm năng này. Và với xu hướng lựa chọn biển và đảo du lịch của khách Trung Quốc như chúng tôi vừa nêu trên, Nha Trang và Đà Nẵng là hai địa điểm sẽ được hưởng lợi, nhất là khi các nhà ga hành khách quốc tế mới tại Cam Ranh và Đà Nẵng đang và sắp đi vào hoạt động.

BẢNG 1: Top 10 đảo là điểm đến của khách du lịch Trung Quốc năm 2016

STT	Đảo	Quốc gia
1	Phuket	Thái Lan
2	Bali	Indonesia
3	Jeju	Hàn Quốc
4	Okinawa	Nhật Bản
5	Boracay	Philippines
6	Maldives	Maldives
7	Sabah	Malaysia
8	Nha Trang	Việt Nam
9	Saipan	Mỹ
10	Sri Lanka	Sri Lanka

Nguồn: China Tourism Academy, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 8: Cơ cấu khách du lịch đến Nha Trang 2014-10T.2017


Nguồn: Sở Du lịch Khánh Hòa, FPTs Research

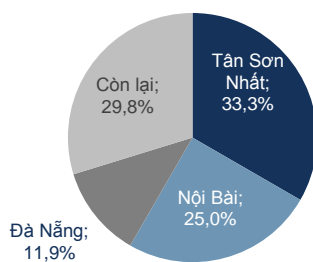
ACV với vị thế là đơn vị quản lý và vận hành 22 cảng hàng không trên cả nước sẽ được hưởng lợi lớn từ sự tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam

Tính đến thời điểm hiện tại, Việt Nam có 21 cảng hàng không đang khai thác (không tính cảng Na Sản đã dừng khai thác từ năm 2004), cụ thể gồm:

- 8 cảng hàng không quốc tế: Nội Bài, Cát Bi, Đà Nẵng, Cam Ranh, Phú Bài, Tân Sơn Nhất, Cần Thơ, Phú Quốc.
- 13 cảng hàng không nội địa: Điện Biên, Đồng Hới, Vinh, Phù Cát, Tuy Hòa, Pleiku, Chu Lai, Liên Khương, Buôn Ma Thuột, Cà Mau, Rạch Giá, Côn Đảo, Thọ Xuân.

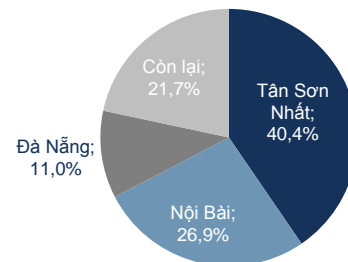
Hiện tại, Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) là đơn vị vận hành và khai thác cảng hàng không duy nhất tại Việt Nam, thông qua việc sở hữu và vận hành 21 cảng hàng không trên. Dù vị trí 21 cảng hàng không trải dài từ Bắc vào Nam, tuy nhiên hoạt động vận hành cảng hàng không tại Việt Nam lại khá tập trung khi ba cảng hàng không Tân Sơn Nhất, Nội Bài và Đà Nẵng chiếm đến 70% công suất thiết kế và 78% lượng hành khách năm 2016.

BIỂU ĐỒ 9: Thị phần công suất cảng hàng không 2016



Nguồn: ACV, FPTS Research

BIỂU ĐỒ 10: Thị phần lượng hành khách đến cảng 2016



Nguồn: ACV, FPTS Research

Mặc dù ở thời điểm hiện tại, ACV không còn vị thế độc quyền trong quản lý và vận hành các cảng hàng không, cụ thể 3 cảng hàng không Vân Đồn (đang được xây dựng bởi SunGroup), Nhà ga quốc tế Đà Nẵng (đã hoạt động từ 05/2017, được đầu tư và vận hành bởi CTCP Đầu tư Khai thác Nhà ga Quốc tế Đà Nẵng – AHT) và Nhà ga quốc tế Cam Ranh (đi vào hoạt động khoảng tháng 07/2018, được đầu tư và vận hành bởi CTCP Nhà ga Quốc tế Cam Ranh – CRTG) đều được huy động từ nguồn vốn tư nhân, ACV hiện chỉ nắm 10% cổ phần tại AHT và CRTG. Tuy nhiên, **ACV vẫn đang độc quyền dưới tư cách nhà khai thác cảng hàng không sân bay duy nhất tại Việt Nam**. Hiện tại, ACV đang tham gia hoạt động ở Nhà ga Quốc tế Đà Nẵng ở hai mảng là: điều phối chung hoạt động trên địa bàn cảng (thông qua hợp đồng giao kết) và đảm bảo an ninh hàng không (theo quy định của pháp luật, lực lượng an ninh hàng không hiện nay chỉ có 1 hệ thống do ACV thực hiện trên cả nước).

BẢNG 2: Các cảng hàng không Việt Nam

STT	Loại hình	Cảng hàng không	Địa lý	Công suất phục vụ hàng khách (khách/năm)	Số lượng hàng khách năm 2016	Hiệu suất
1	Cảng hàng không quốc tế	Tân Sơn Nhất	TP,HCM	28,000,000	32,386,120	116%
2		Nội Bài	Hà Nội	21,000,000	21,538,750	103%
3		Đà Nẵng	Đà Nẵng	10,000,000	8,805,820	88%
4		Phú Quốc	Kiên Giang	2,650,000	2,127,150	80%
5		Cần Thơ	Cần Thơ	3,000,000	577,736	19%
6		Phú Bài	Huế	1,500,000	1,452,000	97%
7		Cam Ranh	Khánh Hòa	2,500,000	3,948,104	158%
8		Cát Bi	Hải Phòng	4,000,000	2,110,080	53%
9	Cảng hàng không nội địa	Vinh	Nghệ An	2,000,000	1,650,967	83%
10		Liên Khương	Lâm Đồng	2,000,000	1,250,118	63%

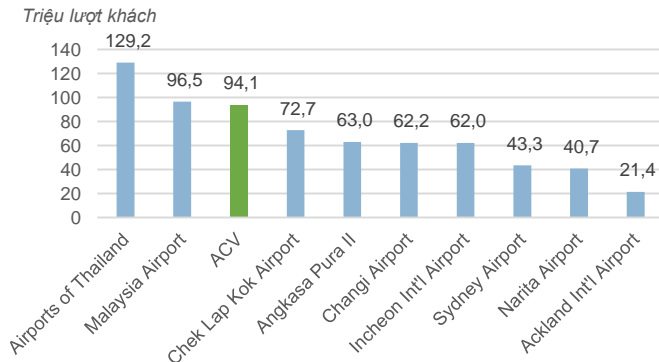
11	Buôn Ma Thuột	Dak Lak	1,000,000	981,018	98%
12	Rạch Giá	Kiên Giang	200,000	49,192	25%
13	Cà Mau	Cà Mau	200,000	39,722	20%
14	Côn Đảo	Bà Rịa - Vũng Tàu	400,000	278,015	70%
15	Tuy Hòa	Phú Yên	550,000	289,915	53%
16	Điện Biên	Điện Biên	300,000	84,266	28%
17	Đồng Hới	Quảng Bình	500,000	339,784	68%
18	Chu Lai	Quảng Nam	500,000	309,098	62%
19	Pleiku	Gia Lai	1,000,000	306,618	31%
20	Phù Cát	Bình Định	1,500,000	857,115	57%
21	Thọ Xuân	Thanh Hóa	1,200,000	684,856	57%
22	Nà Sản	Sơn La	Đã dừng hoạt động từ năm 2004		
Tổng cộng			84,000,000	80,066,444	95%

Nguồn: ACV, FPT S Research

Doanh thu phi hàng không còn nhiều tiềm năng tăng trưởng

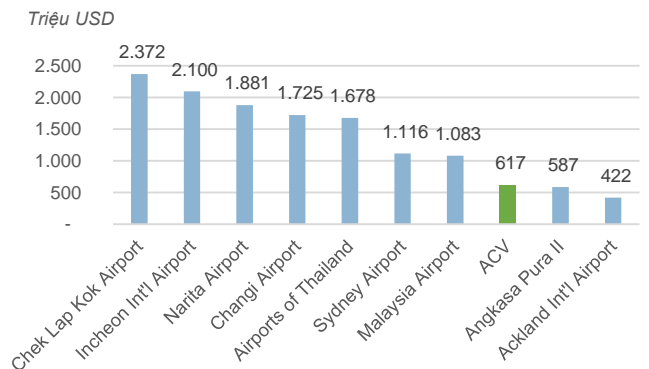
Tổng lượng hành khách đi qua toàn hệ thống cảng của ACV thuộc nhóm đầu về quy mô hành khách trong khu vực. Năm 2017, tổng lượng hành khách thông qua hệ thống cảng hàng không của ACV đạt 94,1 triệu khách, chỉ đứng sau AOT (đơn vị quản lý các sân bay ở Thái Lan) với 129,2 triệu khách và Malaysia BHD (quản lý các sân bay tại Malaysia) với 96,5 triệu khách và cao hơn nhiều so với các cảng hàng không lớn của các quốc gia khác trong khu vực như Chek Lap Kok Airport (HongKong) với 72,7 triệu khách và Changi Airport (Singapore) với 62,2 triệu khách...

BIỂU ĐỒ 11: Quy mô hành khách của ACV so với các cảng hàng không trong khu vực 2017



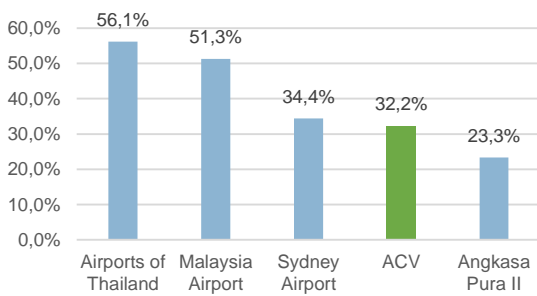
Nguồn: Báo cáo thường niên năm 2017 của các đơn vị, FPT S Research

BIỂU ĐỒ 12: Quy mô doanh thu của ACV so với các cảng hàng không trong khu vực 2017

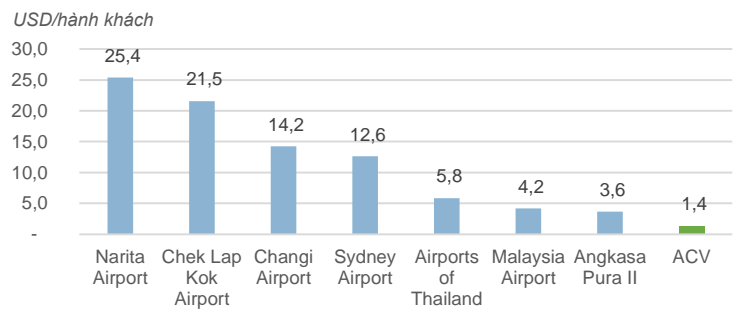


Nguồn: Báo cáo thường niên năm 2017 của các đơn vị, FPT S Research

Tuy nhiên, quy mô doanh thu của ACV chưa phát triển tương xứng với quy mô hành khách. Thực tế, doanh thu năm 2017 của ACV chỉ bằng 36,8% và 57,0% con số doanh thu của AOT và Malaysia BHD, trong khi quy mô hành khách đạt 72,8% và 97,5% quy mô hành khách của hai đơn vị trên. Điều này một phần xuất phát từ tỷ trọng hành khách quốc tế qua hệ thống cảng của ACV chỉ khoảng 32,2%; thấp hơn nhiều so với AOT là 56,1% và Malaysia BHD 51,3%; mặc dù phí phục vụ hành khách quốc tế của ACV thuộc nhóm cao so với các cảng hàng không trong khu vực.

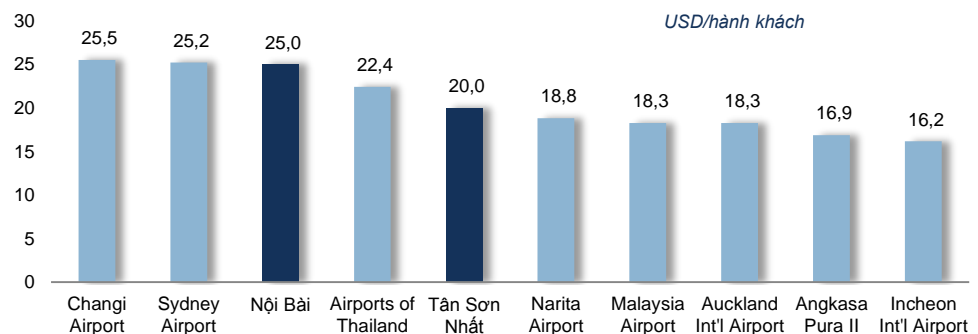
BIỂU ĐỒ 13: Tỷ lệ hành khách quốc tế của ACV thuộc nhóm thấp so với khu vực


Nguồn: Báo cáo thường niên năm 2017 của các đơn vị FPTS Research

BIỂU ĐỒ 14: Doanh thu phi hàng không trên một hành khách của ACV thuộc mức thấp so với khu vực


Nguồn: Báo cáo thường niên năm 2017 của các đơn vị FPTS Research

Nguyên nhân khác đến từ sự phát triển còn nhiều hạn chế của các dịch vụ đi kèm có giá trị gia tăng cao cho hành khách tại các nhà ga sân bay. Theo tính toán của chúng tôi, doanh thu phi hàng không trên một hành khách qua hệ thống cảng của ACV chỉ đạt 1,4 USD/hành khách, thấp hơn nhiều so với mức trung bình của khu vực Châu Á Thái Bình Dương là 10 USD/hành khách hay hai quốc gia gần nhất là Thái Lan (5,8 USD/hành khách) và Malaysia (4,2 USD/hành khách). Hiện tại, các đơn vị quản lý sân bay trong khu vực thường triển khai đầu tư dự án nhà ga sân bay tích hợp bao gồm một chuỗi các dịch vụ như khu mua sắm (shopping mall), lưu trú (accommodation) và dịch vụ ăn uống rất đa dạng. Trong khi tại hai cảng lớn của ACV là Tân Sơn Nhất và Nội Bài, các dịch vụ phi hàng không còn khá rời rạc và đơn giản.

BIỂU ĐỒ 15: Mức phí phục vụ hành khách quốc tế của ACV thuộc nhóm cao so với khu vực 2017


Nguồn: Quy định mức phí các đơn vị cảng hàng không, ACV, FPTS Research

Hai yếu tố trên vừa là hạn chế vừa cho thấy tiềm năng phát triển ngành cảng hàng không Việt Nam nói chung và quy mô doanh thu của ACV nói riêng còn rất lớn. Dòng vốn đầu tư FDI tăng mạnh vào Việt Nam cùng với sự tăng trưởng của lượng khách quốc tế du lịch đến Việt Nam kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng chính cho khối khách quốc tế đến Việt Nam trong các năm tới, từ đó giúp mở rộng doanh thu nhóm dịch vụ phi hàng không của ACV. Tuy nhiên, để nắm bắt được cơ hội tăng trưởng này, ACV phải triển khai nhanh các kế hoạch gia tăng công suất, đặc biệt đối với hai cảng hàng không Tân Sơn Nhất và Nội Bài hiện đang quá tải về lượng khách,

(Nhà đầu tư có thể liên hệ Bộ phận Tư vấn đầu tư để xem thêm Báo cáo ngành Hàng không tháng 4/2018 của FPTS)

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp, Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này,

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS, Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình,

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra,

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu ACV và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này,

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch,fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Trụ sở chính

Số 52 đường Lạc Long Quân,
Quận Tây Hồ, thành phố Hà Nội
ĐT: (84,4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84,4) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp,Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, TP, Hồ Chí Minh, Việt Nam,
ĐT: (84,8) 6 290 8686
Fax: (84,8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp,Đà Nẵng

100, Quang Trung, P, Thạch Thang,
Quận Hải Châu, TP, Đà Nẵng
ĐT: (84,511) 3553 666
Fax: (84,511) 3553 888