

### BSC RESEARCH

#### Chuyên viên thực hiện

Trần Thị Hồng Tươi

tuoith@bsc.com.vn

**Chúng tôi khuyến nghị nắm giữ cổ phiếu ACV.** Cổ phiếu ACV tăng 35% kể từ ngày lên sàn, giao dịch tại mức giá 47.400 đồng/cp vào ngày 21/12/2016, tương đương EV/EBITDA là 13.25x, tương đương với trung vị của các CHK trong khu vực (13.33x), và tương đối thấp hơn so với mức trung vị của các Công ty quản lý CHK trên thế giới (14.71x) và so với tiềm năng tăng trưởng của ACV.

**Ước tính kết quả kinh doanh 2016 khả quan và kế hoạch 2017.** 10T2016, doanh thu của ACV tăng 26%, trong khi đó, tổng chi phí giảm 5% do công ty tạm không trích chi phí sửa chữa lớn đối với khối tài sản trong khu bay như chúng tôi đã đề cập trong [báo cáo phân tích ACV](#). ACV ước tính, năm 2016, doanh thu thuần (DTT) đạt khoảng 13.393 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế (LNTT) đạt 4.079 tỷ đồng (không bao gồm lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá), tương đương EBITDA khoảng 8.320 tỷ đồng. Công ty đặt mục tiêu, doanh thu 2017 đạt 14.153 tỷ đồng (giảm so với năm 2016 do ACV tách các công ty con SAGS và SASCO thành công ty liên kết) và LNTT đạt 5.050 tỷ đồng (không bao gồm lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá), tăng 26% yoy.

**Chúng tôi đánh giá, kết quả hoạt động kinh doanh cốt lõi của ACV sẽ tiếp tục tăng trưởng cao trong thời gian tới nhờ:** (1) Ngành hàng không Việt Nam tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao; (2) Chi phí chủ yếu của công ty là các chi phí cố định (chiếm 57% tổng chi phí); (3) giá dịch vụ được điều chỉnh (nếu được thông qua).

- **Ngành hàng không tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao trong năm 2016, 2017.** Trong 11T2016, sản lượng hành khách tăng 29% lên 74 triệu hành khách, sản lượng hạ cất cánh tăng 25% đạt 509 nghìn lượt, sản lượng vận chuyển hàng hóa tăng 12% lên 995 nghìn tấn. Trong đó, sản lượng hành khách, hạ cất cánh quốc tế chiếm khoảng 29% tổng sản lượng phục vụ. ACV dự kiến năm 2016, tổng sản lượng hành khách đạt 81.1 triệu (+28% yoy) và tăng tiếp 9% trong năm 2017 đạt 89 triệu hành khách, sản lượng hạ cất cánh đạt 562 nghìn lượt (+26% yoy) và tăng 8% trong năm 2017 (đạt 606 nghìn lượt), và vận chuyển 1.035 nghìn tấn (+6% yoy) và tăng 4% trong năm 2017 (đạt 1.072 nghìn tấn).

- **Đề xuất điều chỉnh giá dịch vụ.** (1) Đối với hệ thống CHK hiện tại, tăng phí phục vụ hành khách nội địa, soi chiếu an ninh, sân đậu tàu bay. (2) Tăng 6USD/ hành khách quốc tế đối với các CHKQT mới được đầu tư (Vinh, Cát Bi, Liên Khương). (3) Tăng 33% phí soi chiếu an ninh quốc tế và 100% phí soi chiếu an ninh nội địa. (4) Giảm số lượng

các dịch vụ được giảm giá. Nếu các đề xuất này của ACV được thông qua, Tổng công ty ước tính doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động tăng thêm khoảng 900 tỷ đồng/năm.

### Đề xuất tăng phí dịch vụ hàng không của ACV

Phân loại lại CHK	Bao gồm nhóm	Phí dịch vụ hạ cất cánh	Phí phục vụ hành khách nội địa	Soi chiếu an ninh quốc tế	Soi chiếu an ninh nội địa
Nhóm A	Tân Sơn Nhất, Nội Bài, Đà Nẵng, Cần Thơ, Cát Bi, Vinh, Cam Ranh	+31%	+30.000 đ/ HK (+43%)	+33%	+100%
Nhóm B	Phú Bài, Phú Quốc, Liên Khương, Thọ Xuân, Đồng Hới, Chu Lai, Phù Cát, Tuy Hòa, Pleiku, Buôn Ma Thuột	+14%	+10.000 đ/HK	+33%	+100%
Nhóm C	Côn Đảo, Rạch Giá, Điện Biên, Cà Mau	Không đổi	Không đổi		+100%

Nguồn: ACV

### Tiếp tục đầu tư, nâng cao năng lực phục vụ, đáp ứng nhu cầu tăng trưởng nhanh của Ngành Hàng không.

ACV lên kế hoạch đầu tư lớn từ 2016-2018, với tổng mức đầu tư lên tới 17 nghìn tỷ đồng, trong đó, vốn ngân sách Nhà nước là 6,5 nghìn tỷ đồng. Tổng công suất thiết kế tăng lên từ 79 triệu hành khách năm 2016 lên tới 87.6 triệu hành khách vào năm 2017, 104.2 triệu hành khách vào năm 2018 và lên tới 115.7 triệu hành khách vào năm 2019. Một số dự án đầu tư lớn: (1) CHKQT Nội Bài: Sửa chữa nhà ga Quốc nội T1 Nội Bài, tăng tổng công suất phục vụ lên 15 triệu hành khách, mở rộng khu bay; (2) CHKQT Tân Sơn Nhất: Mở thêm 8 vị trí sân đỗ (dự kiến thực hiện từ Q1/2017-Q3/2018), mở rộng nhà ga Quốc tế, nâng tổng công suất phục vụ từ 10 triệu lên 13 triệu hành khách (đã hoàn tất và đưa vào khai thác các công trình mở rộng trong giai đoạn 1, giai đoạn 2 dự kiến khởi công sau Tết Nguyên Đán.); (3) CHKQT Đà Nẵng: Mở rộng nhà ga quốc nội, nâng công suất lên 9 triệu hành khách; (4) Ngoài ra, ACV cũng mở rộng, nâng công suất phục vụ tại các CHKQT Cam Ranh lên 3-4 triệu hành khách; CHKQT Phú Quốc lên 5 triệu hành khách, CHKQT Phú Bài lên 4 triệu hành khách, Côn Đảo lên 0.5 triệu, Pleiku lên 2 triệu và Phù Cát lên 2 triệu hành khách. (5) Dự án CHKQT Long Thành đang lấy được lấy ý kiến cộng đồng và các hội nghề nghiệp về 09 Phương án kiến trúc nhà ga hành khách trước khi báo cáo Thủ tướng Chính phủ phê duyệt kết quả đánh giá xếp hạng phương án kiến trúc nhà ga hành khách để triển khai các bước tiếp theo của công tác lập báo cáo nghiên cứu khả thi (F/S); đồng thời, dự án cũng đã được Quốc hội đã bố trí nguồn vốn ngân sách đến 2020 là 5.000 tỷ VND để thực hiện công tác GPMB.

**Thông tin khác.** Thực hiện chủ trương xã hội hóa vốn đầu tư các công trình kết cấu hạ tầng theo chủ trương của Chính phủ và Bộ GTVT, ACV đã cùng một số nhà đầu tư hoàn tất xây dựng bãi giữ xe quốc nội tại Cảng HKQT

Tân Sơn Nhất vào tháng 11/2016, đang tiếp tục triển khai dự án xã hội hóa xây dựng nhà ga hành khách quốc tế mới tại CHKQT Đà Nẵng và CHKQT Cam Ranh, dự kiến hoàn thành lần lượt vào quý 2/2017 vào đầu năm 2018. Công ty cũng hoàn tất giảm tỷ lệ sở hữu xuống còn 48%, chuyển từ công ty con sang công ty liên kết đối với SAGS và đang thực hiện giảm tỷ lệ sở hữu xuống 48% tại SASCO.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NẮM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

## PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư

Lê Thị Hải Đường

Tel: 0439352722 (155)

Email: [duonglh@bsc.com.vn](mailto:duonglh@bsc.com.vn)

Trưởng Phòng Phân tích

Trần Thăng Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)

**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV