

# Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam - CTCP

Mã giao dịch: ACV

Bloomberg: ACV VN

## Tăng trưởng năm 2019 bắt đầu chững lại

### ACV tiếp tục tăng trưởng mạnh trong 2018

ACV đã công bố BCTC Quý 4/2018, theo đó năm 2018 ACV ghi nhận 16.087 tỷ đồng doanh thu (+16,3% yoy) và 6.203 tỷ đồng LNST (+51,3% yoy). Năm 2018, các sân bay ACV phục vụ 103,5 triệu lượt khách (+11,1% yoy) trong đó lượt khách quốc tế tăng trưởng 21% yoy và lượt khách nội địa tăng trưởng 6% yoy.

### Tăng trưởng hành khách nội địa chững lại

Năm 2018, ACV phục vụ 66,8 triệu lượt khách nội địa (+6% yoy), mức tăng trưởng này đã chậm lại tương đối so với mức tăng trưởng 5 năm trước đó với mức tăng bình quân là 21%. Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng hành khách nội địa sẽ tiếp tục quanh mức 6% 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.

### Tăng trưởng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam chậm lại

Khách du lịch quốc tế là yếu tố đóng vai trò trọng yếu cho sự tăng trưởng của ACV. Lượt khách du lịch quốc tế chiếm tới 68,3% tổng lượt khách quốc tế qua đường hàng không. Năm 2018, lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam đạt cột mốc cao mới với tổng lượng khách là 15,5 triệu. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng bắt đầu có dấu hiệu chậm lại với mức tăng chỉ còn 14,4%, giảm hơn một nửa so với mức tăng của năm 2017.

### Quan điểm đầu tư

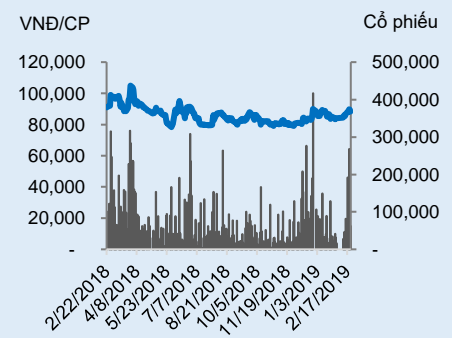
ACV là doanh nghiệp thống lĩnh trong hoạt động kinh doanh cảng hàng không và đang quản lý 22 cảng hàng không tại Việt Nam. Bên cạnh tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn thì ACV còn có những yếu tố tích cực khác hỗ trợ giá cổ phiếu như Bộ Giao thông vận tải sẽ thoái vốn 30% trong năm 2019 và 2020 cũng như công ty sẽ chuyển sang niêm yết trên sàn HSX vào giữa năm 2019 khi hoàn thành đàm phán khu bay. 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 quốc tế đang giảm 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 13,9 lần tương ứng với mức giá mục tiêu là 83.100 VND/CP (thấp hơn 5,9% so với mức giá đóng cửa ngày 22/02/2019 là 88.300 VND/CP). Do đó, BVSC tiếp tục duy trì đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu ACV.

Khuyến nghị	<b>NEUTRAL</b>
Giá kỳ vọng (VND)	<b>83.100</b>
Giá thị trường (22/02/2019)	88.300
Lợi nhuận kỳ vọng	-5,88%

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	78.350-104.960
Vốn hóa	192.234 Tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	2.177.057.336
KLGD bình quân 10 ngày	86.990
% sở hữu nước ngoài	0,25%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	900
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1%
Beta	0,8

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
ACV	0,0%	2,0%	10,4%	6,9%
Upcom-Index	5,2%	4,1%	6,5%	8,2%

Chuyên viên phân tích

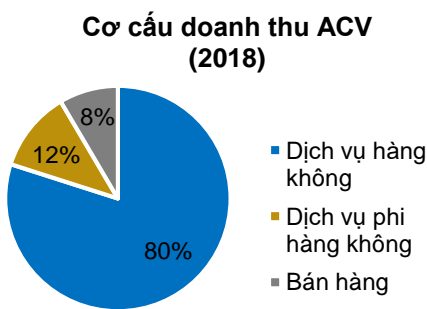
**Lê Thanh Hòa**

(84 28) 3914.6888 ext 257

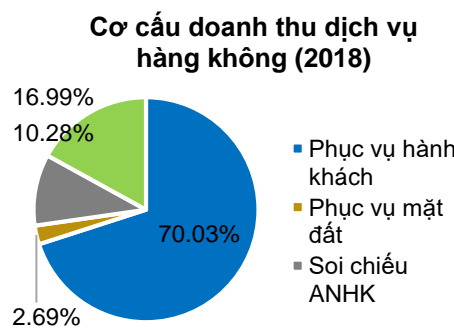
lethanhoa@baoviet.com.vn

**ACV tiếp tục tăng trưởng mạnh trong 2018 mặc dù lượt khách tăng chậm lại**

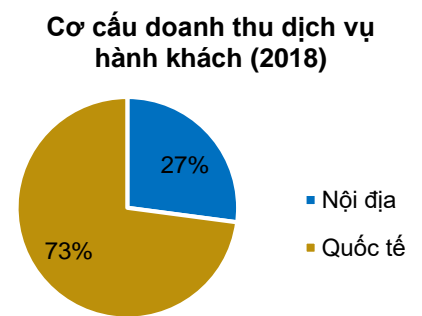
ACV đã công bố BCTC Quý 4/2018, theo đó năm 2018 ACV ghi nhận 16.087 tỷ đồng doanh thu (+16,3% yoy) và 6.203 tỷ đồng LNST (+51,3% yoy). Năm 2018, các sân bay ACV phục vụ 103,5 triệu lượt khách (+11,1% yoy) trong đó lượt khách quốc tế tăng trưởng 21% yoy và lượt khách nội địa tăng trưởng 6% yoy. Tăng trưởng lợi nhuận đạt được mức tăng vượt trội so với tăng trưởng doanh thu nhờ một số nguyên nhân chính như: (1) mức giá dịch vụ phục vụ hàng không nội địa và giá dịch vụ soi chiếu an ninh tăng mạnh; (2) chi phí khấu hao giảm gần 200 tỷ đồng so với năm 2017; (3) doanh thu hoạt động tài chính tăng 435 tỷ đồng.



Nguồn: ACV, BVSC



Nguồn: ACV, BVSC



Nguồn: BVSC

**Giá dịch vụ nội địa tăng mạnh**

Trong năm 2018, ACV đã có 3 đợt tăng giá dịch vụ trong đó có một số dịch vụ tăng giá khá mạnh như: giá dịch vụ hàng khách nội địa tại sân bay nhóm A tăng 33%, giá dịch vụ kiểm tra an ninh hành khách nội địa tăng 54%... Mức phí một số dịch vụ năm 2019 vẫn sẽ tăng so với mức phí bình quân năm 2018 như dịch vụ hàng khách nội địa tại sân bay nhóm A tăng 9,6% và giá dịch vụ kiểm tra an ninh hành khách nội địa tăng 7% do mức giá được điều chỉnh các mốc thời gian khác nhau trong năm 2018.

**Phí dịch vụ khách hàng nội địa**

Dịch vụ hành khách nội địa	01/10-31/12/2017	01/01-31/03/2018	01/04-30/06/2018	Từ 01/07/2018
Cảng nhóm A (VND/khách)	68.181	72.727	77.272	90.909
Cảng nhóm B(VND/khách)	63.636	68.181	68.181	72.727
Cảng nhóm C (VND/khách)	54.545	54.545	54.545	54.545

Nguồn: CAA, ACV, BVSC

**Giá dịch vụ kiểm tra an ninh hành khách nội địa**

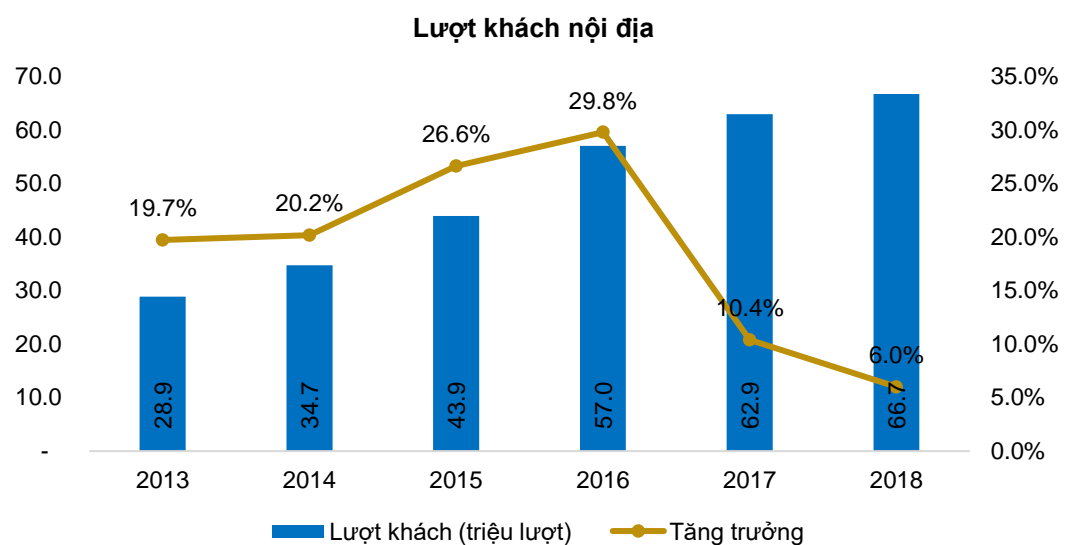
Dịch vụ	01/10-31/12/2017	01/1-30/3/2018	Từ 1/4/2018
Hành khách và hành lý nội địa (VND/Khách)	11.818	13.636	18.181

*Nguồn: CAA, ACV, BVSC*

Tính từ cuối năm 2017 đến hết 2018 thì ACV đã có 4 đợt điều chỉnh mức phí dịch vụ cảng hàng không. Mức phí dịch vụ cảng hàng không ở Việt Nam hiện đã tương đương với các quốc gia trong khu vực. Vì vậy, chúng tôi đánh giá khả năng Bộ Giao thông Vận tải tiếp tục tăng phí hàng không trong năm 2019 là khá thấp. Tuy nhiên mức phí này có thể tiếp tục tăng trong tương lai do nhu cầu đầu tư mở rộng các sân bay để đáp ứng nhu cầu tăng lên của ngành hàng không cũng như đầu tư sân bay Long Thành.

**Tăng trưởng hành khách nội địa chững lại**

Năm 2018, ACV phục vụ 66,8 triệu lượt khách nội địa (+6% yoy), mức tăng trưởng này đã chậm lại tương đối so với mức tăng trưởng 5 năm trước đó với mức tăng bình quân là 21%. 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 tập trung phát triển các đường bay quốc tế; (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 6% 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.

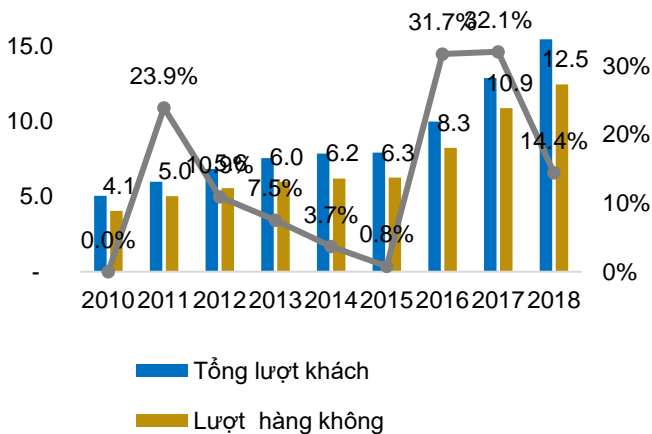


*Nguồn: ACV, BVSC*

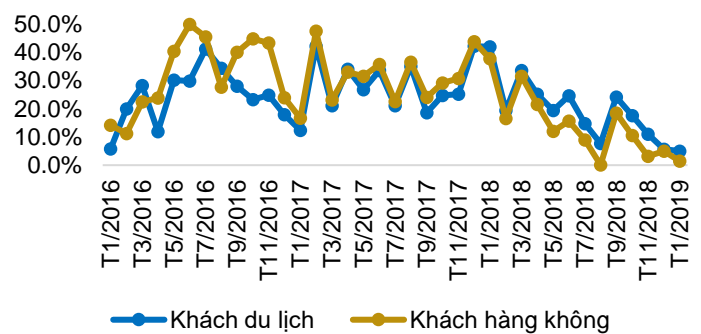
### Tăng trưởng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam chậm lại

Khách du lịch quốc tế là yếu tố đóng vai trò trọng yếu cho sự tăng trưởng của ACV. Lượt khách du lịch quốc tế chiếm tới 68,3% tổng lượt khách quốc tế qua đường hàng không. Năm 2018, lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam đạt cột mốc cao mới với tổng lượng khách là 15,5 triệu. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng bắt đầu có dấu hiệu chậm lại với mức tăng chỉ còn 14,4%, giảm hơn một nửa so với mức tăng của năm 2017.

**Khách du lịch quốc tế**



**Tăng trưởng khách du lịch quốc tế và tăng trưởng khách du lịch quốc tế qua đường hàng không**

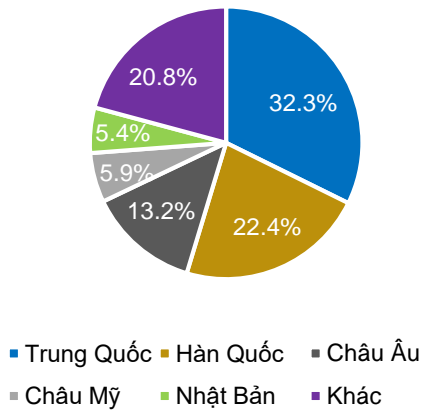


Nguồn: Tổng cục du lịch, BVSC

Nguồn: Tổng cục du lịch, BVSC

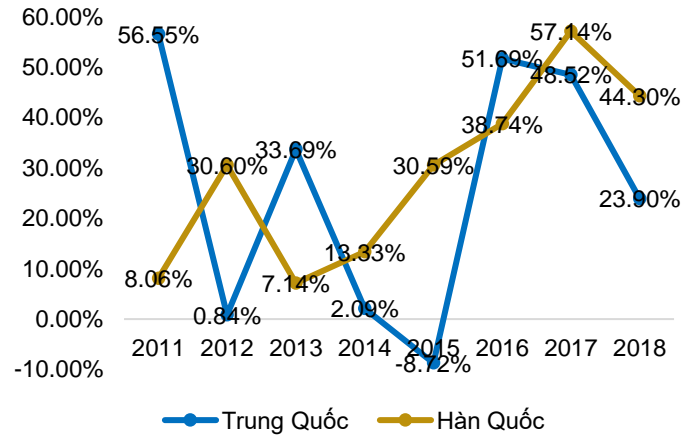
Khách du lịch Trung Quốc và Hàn Quốc là hai nhóm khách đóng vai trò trọng yếu với tỷ lệ trên tổng lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam lần lượt là 32,3% và 22,4%. Trong năm 2018, tăng trưởng khách du lịch từ hai quốc gia này đều chậm lại dẫn tới tốc độ tăng trưởng khách du lịch quốc tế chững lại. Một số nguyên nhân chính làm cho tốc độ tăng trưởng giảm như: (1) nhà nước tăng cường quản lý các tour du lịch 0 đồng; (2) tốc độ tăng trưởng lượt khách từ Trung Quốc và Hàn Quốc ở mức rất cao nên dẫn tới khó có thể liên tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao như vậy liên tục; (3) sân bay chủ chốt là Tân Sơn Nhất đang hoạt động cao hơn nhiều so với công suất thiết kế; (4) giá tài sản tài chính sụt giảm toàn cầu làm cho nhu cầu du lịch giảm. Xu hướng chững 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.

**Cơ cấu khách du lịch quốc tế đến Việt Nam**



Nguồn: Tổng cục du lịch, BVSC

**Tăng trưởng khách Trung Quốc và Hàn Quốc**



Nguồn: Tổng cục du lịch, BVSC

### Đàm phán khu bay có thể hoàn thành trong nửa đầu năm

Việc kiểm toán vẫn đang có ý kiến nhấn mạnh đối với vấn đề khu bay dẫn tới ACV chưa thể chuyển sang niêm yết trên sàn HOSE. ACV vẫn đang trong quá trình đàm phán với Bộ Giao thông Vận tải (BGTVT) với kỳ vọng sẽ hoàn thành trong nửa đầu năm 2019. Phương án ưu tiên hiện tại là BGTVT sẽ giao ACV quản lý khu bay và chịu toàn bộ trách nhiệm về toàn bộ lợi nhuận thu được cũng như toàn bộ chi phí phát sinh liên quan. Theo phương án này thì ACV sẽ được ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ khu bay đồng thời sẽ tài trợ vốn để đầu tư, bảo trì khu bay và ghi nhận vào chi phí trả trước. Sau khi hoàn thành đàm phán khu bay, ACV sẽ có thể niêm yết trên sàn HOSE và có thể được đưa vào rổ VN30 cũng như có thể thu hút mạnh hơn dòng tiền đầu tư từ các quỹ đầu tư và quỹ ETF.

Đến thời điểm hiện tại, ACV và BGTVT vẫn đang trong quá trình đàm phán. Như vậy, nhiều khả năng ACV sẽ không kịp thực hiện các thủ tục để có thể tiến hành cải tạo đường băng ở Tân Sơn Nhất và Nội Bài, vì vậy ACV có thể sẽ chưa chịu ảnh hưởng từ hoạt động cải tạo đường băng trong năm 2019.

### Dự báo kết quả kinh doanh năm 2019

Năm 2019, BVSC dự báo ACV sẽ ghi nhận 17.412 tỷ đồng doanh thu (+8,2% yoy) và 6.844 tỷ đồng LNST (+10,3% 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 cả tạo đường băng ở sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài trong 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 2.966 VND/CP và 11.112 tỷ đồng. Với mức giá đóng cửa ngày 22/02/2019 là 88.300 VND/CP, mức P/E 2019 và EV/EBITDA 2019 của ACV lần lượt là 29,8 lần và 14,8 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. Bên cạnh tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn thì ACV còn có những yếu tố tích cực khác hỗ trợ giá cổ phiếu như Bộ Giao thông vận tải sẽ thoái vốn 30% trong năm 2019 và 2020 cũng như công ty sẽ chuyển sang niêm yết trên sàn HSX vào giữa năm 2019 khi hoàn thành đàm phán khu bay. 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 13,9 lần tương ứng với mức giá mục tiêu là 83.100 VND/CP (thấp hơn 5,9% so với mức giá đóng cửa ngày 22/02/2019 là 88.300 VND/CP). Do đó BVSC tiếp tục duy trì đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu ACV.

Công ty	Quốc gia	Vốn Hóa (Tỷ VND)	Doanh thu (Tỷ VND)	P/E	P/B	ROE	ROA	EV/EBITDA
Airports of Thailand PCL	Thái Lan	713.249	42.813	37,8	6,4	17,6%	13,7%	24,7
Sydney Airport	Australia	258.663	25.850	43,6	45,0	59,1%	2,9%	19,6
Shanghai International Airport Co	Trung Quốc	351.591	27.069	24,8	3,8	16,1%	14,6%	18,9
Aeroports de Paris	Pháp	437.976	121.662	27,4	3,7	14,0%	4,8%	13,8
Japan Airport Terminal Co Ltd	Nhật Bản	77.731	46.338	10,6	2,2	23,0%	9,5%	12,2
Shenzhen Airport Co Ltd	Trung Quốc	59.973	10.904	23,8	1,5	6,5%	5,5%	11,9
Auckland International Airport Ltd	New Zealand	141.775	11.082	13,6	1,6	13,4%	8,8%	11,4
Malaysia Airports Holdings Bhd	Malaysia	74.807	24.603	20,6	1,6	8,0%	3,3%	7,3
Beijing Capital International Airport	Trung Quốc	93.091	32.230	9,6	1,2	13,3%	8,9%	5,5
<b>Trung bình</b>		<b>245.429</b>	<b>38.061</b>	<b>23,5</b>	<b>7,4</b>	<b>19,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>13,9</b>
Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam	Việt Nam	192.234	16.087	33,2	6,3	21,5%	12,1%	14,8

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>
Doanh thu thuần	14.650	13.830	16.088	17.413
Giá vốn	8.824	8.182	8.360	9.056
Lợi nhuận gộp	5.826	5.648	7.728	8.357
Doanh thu tài chính	1.385	1.122	1.556	1.728
Chi phí tài chính	(1.036)	(606)	(892)	(675)
Lợi nhuận sau thuế	5.105	4.101	6.203	6.845

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	16.806	18.877	24.369	30.679
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.626	2.013	2.486	2.672
Hàng tồn kho	721	404	493	539
Tài sản cố định hữu hình	21.948	18.988	18.247	18.776
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	931	2.512	2.627	3.003
<b>Tổng tài sản</b>	<b>46.942</b>	<b>49.163</b>	<b>53.744</b>	<b>61.403</b>
Nợ ngắn hạn	263	148	155	249
Nợ dài hạn	13.964	14.328	15.043	15.094
Vốn chủ sở hữu	23.560	27.337	30.483	37.163
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>46.170</b>	<b>49.116</b>	<b>53.691</b>	<b>61.336</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	11,21%	-5,59%	16,32%	8,24%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	198,17%	-19,68%	51,28%	10,34%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	39,77%	40,84%	48,04%	47,99%
Lợi nhuận thuần biên (%)	34,85%	29,65%	38,56%	39,31%
ROA (%)	10,88%	8,34%	11,54%	11,15%
ROE (%)	21,67%	15,00%	20,35%	18,42%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	30,31%	29,44%	28,28%	24,99%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	60,38%	52,95%	49,86%	41,28%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	8.141	3.593	2.661	2.966
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	37.568	25.763	14.001	17.070

## 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

**Chế Thị Mai Trang**

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

**Nguyễn Tiến Dũng**

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

**Nguyễn Bình Nguyễn**

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Điện

lethanhhoa@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Ô tô &amp; Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

**Ngô Trí Vinh**

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**

Xây dựng

trandangmanh@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