

KHẢ QUAN

CTCP DỊCH VỤ HÀNG KHÔNG TASECO (HSX: AST)

Mở rộng chuỗi dịch vụ hàng không

Báo cáo lần đầu 05/06/2018

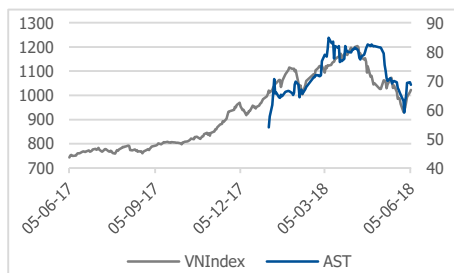
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	VND 82.400
Tiềm năng tăng giá	19,9 %
Thị giá hiện tại	68.700 VND
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.376
Biến động 52 tuần (VND)	54.900 – 84.900
KLGDĐQ (cổ phiếu)	82.395
Sở hữu NĐTNN	22,9%

Nguồn: Bloomberg

Dự phóng thu nhập và định giá

Năm tài chính	2017	2018F	2019F	2020F
Doanh thu (tỷ VND)	659	888	1.089	1.341
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	348	462	585	677
EBIT (tỷ VND)	158	206	284	336
Lợi nhuận (tỷ VND)	147	168	234	277
EPS (VND)	4.093	4.318	5.582	6.599
Tăng trưởng EPS (%)		5,5%	29,3%	18,2%
P/E (x)	16,8	15,9	12,3	10,4
EV/EBITDA (x)	13,3	9,9	7,4	6,3
Tỷ suất cổ tức (%)	2,9	2,9	2,9	2,9
P/B (x)	5,3	2,7	2,5	2,2
ROE (%)	44,2	23,3	22,6	23,8
Nợ ròng/vốn CSH (%)	(27,7)	(57,3)	(54,4)	(51,3)

Diễn biến giá cổ phiếu



Diễn biến giá	1M	3M	12M
AST (%)	(17,0)	(14,0)	24,1
VNIndex (%)	(0,4)	(6,7)	31,9

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu cổ đông (trên 5%)

CTCP Dịch vụ Hàng không Thăng Long	60,0%
PENM IV Germany GmbH & Co.KG	10,0%
Sở hữu nước ngoài	22,9%

Nguyễn Nam Khoa
Aviation Analyst

Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN với cổ phiếu AST với mức chênh lệch giá dự kiến 19,9% so với thị giá hiện tại 82.400 đồng/cp. CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (Taseco Airs), tiền thân là chi nhánh của CTCP Dịch vụ Hàng không Thăng Long (Taseco), có kinh nghiệm hơn 12 năm hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ thương mại sân bay tại Việt Nam. Chúng tôi nhận định hoạt động kinh doanh của Taseco Airs tiếp tục ghi nhận khả quan trên những luận điểm sau: (i) kinh doanh cửa hàng bán lẻ mũ nón tiếp tục ghi nhận tốc độ tăng trưởng trên cùng của hàng tốt với các cửa hàng mở mới nửa cuối năm 2017, AST có ưu thế biên lợi nhuận gộp cao; (ii) công ty có kế hoạch mở mới các quầy hàng, đặc biệt tại các nhà ga quốc tế mới như Cam Ranh, Vân Đồn, Phú Quốc; (iii) mảng quảng cáo dự kiến tăng mạnh với số lượng biển quảng cáo mới gấp 116% cùng kỳ; (iv) dự án khách sạn A la Carte Hạ Long dự kiến hoàn thành năm 2020 với công suất gần 800 phòng là động lực tăng trưởng dài hạn của công ty.

Tiêu điểm đầu tư

Với phạm vi hoạt động rộng ở nhiều sân bay đặc biệt là các sân bay có lượt khách quốc tế đón hàng năm lớn như Nội Bài, Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng, Cam Ranh, Taseco sẽ hưởng lợi từ tăng trưởng du khách quốc tế đến Việt Nam. Hai năm 2016-2017 vừa qua, lượt khách du lịch quốc tế đến Việt Nam theo đường không đạt mức tăng kỉ lục 31,9%/năm, đóng góp lớn từ thị trường Đông Bắc Á như Trung Quốc (50,0%/năm), Hàn Quốc (47,3%/năm), Hồng Kông (52,0%/năm). Khách du lịch quốc tế sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng cho ngành hàng không nói chung với tốc độ tăng trưởng dự phóng 2018-2020 ở mức 20%/năm.

Định giá

Giá trị hợp lý của cổ phiếu AST, đã tính đến rủi ro pha loãng, được xác định ở mức 82.400 đồng/cp dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp FCFF (WACC 9,3%). Dòng tiền doanh nghiệp tăng trưởng tốt từ hoạt động kinh doanh cốt lõi trong lĩnh vực dịch vụ hàng không và dịch vụ khách sạn, đặc thù ngành dịch vụ hàng không không yêu cầu mức đầu tư tài sản hàng năm lớn như các hãng hàng không, thêm vào đó công ty duy trì tỷ lệ vay nợ ở mức thấp và dự kiến huy động 420 tỷ đồng qua đợt chào bán riêng lẻ 6 triệu cổ phiếu cho cổ đông chiến lược. Mức giá cổ phiếu AST 82.400 đồng/cp, tương đương mức P/E forward 2018 đạt 19,1 lần và EV/EBITDA 13,9 lần, ở mức cao trong nhóm dịch vụ hàng không. Chúng tôi cho rằng mức định giá cao cho cổ phiếu AST là hợp lý với vị thế riêng và tốc độ tăng trưởng cao của công ty trong các năm tới.

Rủi ro chính

Chúng tôi cho rằng AST chịu rủi ro đặc thù về ngành dịch vụ hàng không, cùng với đó là rủi ro nội tại riêng: (i) Vấn đề thuê mặt bằng kinh doanh tại nhà ga hành khách đặc biệt quan trọng trong ngành dịch vụ hàng không, hiện các cảng hàng không đang trong quá trình mở rộng nâng cấp nhà ga, do vậy Taseco chịu rủi ro không thuê được địa điểm mới. (ii) Rủi ro căng thẳng chính trị Việt Nam – Trung Quốc, khách du lịch Trung Quốc chiếm tỷ trọng lớn đối với thị trường du lịch Việt Nam, năm 2014-2015 căng thẳng biển Đông đã ảnh hưởng mạnh đến ngành du lịch của Việt Nam. (iii) Rủi ro pha loãng từ đợt chào bán riêng lẻ 6 triệu cổ phiếu cho nhà đầu tư chiến lược.

MỤC LỤC

Luận điểm đầu tư	3
Điểm nhấn và tiêu điểm đầu tư	3
Rủi ro chính	8
Định giá và cơ sở giá mục tiêu	9
MBS khác với quan điểm chung	9
Phân tích độ nhạy EPS	10
Phân tích tài chính và dự phóng	11
Phân tích kết quả kinh doanh và dự phóng	11
Bảng cân đối kế toán và phân tích dòng tiền	12
Phụ lục	14
Phụ lục 1: Phân tích cạnh tranh ngành dịch vụ phi hàng không	14
Phụ lục 2: Bảng dự phóng báo cáo tài chính	15

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

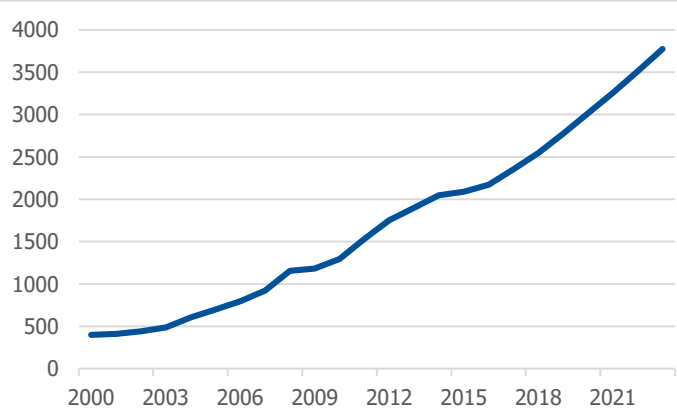
Điểm nhấn và tiêu điểm đầu tư

Tổng lượng vận tải hành khách bằng đường hàng không tiếp tục tăng trưởng. Giai đoạn 2010-2017, tốc độ tăng trưởng hành khách thị trường Việt Nam đạt mức tăng trưởng kép CAGR 16,7%/năm, cao nhất khu vực Châu Á - Thái Bình Dương. Đà tăng trưởng tiếp tục được khẳng định khi Hội đồng Sân bay Quốc tế ACI đưa ra dự báo Việt Nam là thị trường tăng trưởng hành khách nhanh nhất thế giới trong nhóm thị trường trên 50 triệu hành khách giai đoạn 2016-2040.

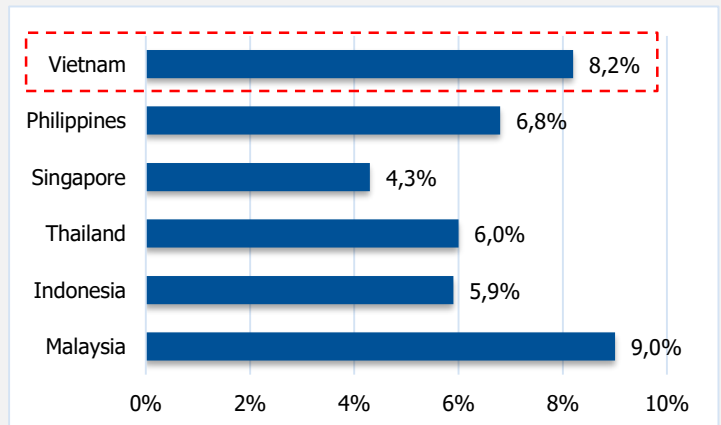
Ngành hàng không có mối tương quan cùng chiều với tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người. Trong bối cảnh các hãng hàng không lựa chọn chiến lược về giá để cạnh tranh, tăng trưởng GDP bình quân đầu người sẽ kích thích nhu cầu di chuyển bằng đường hàng không cao hơn so với các loại hình di chuyển khác, cùng với đó sức mua của người dân cũng tăng lên. Theo số liệu của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF, 04/2018), GDP per capita của Việt Nam đạt mức tăng trưởng CAGR 11,1%/năm giai đoạn 2000-2016; dự báo giai đoạn 2017-2023 tăng trưởng CAGR sẽ đạt mức 8,2%/năm, thuộc nhóm các nước có tốc độ tăng trưởng thu nhập nhanh nhất Đông Nam Á. Vì thế, ngành hàng không Việt Nam được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ mức sống của người dân được cải thiện.

Biểu 1: GDP bình quân đầu người Việt Nam 2000-2023F (USD)

Biểu 2: CAGR của GDP bình quân đầu người 2017E-2023F



Nguồn: IMF, World Economic Outlook 04/2018



Nguồn: IMF, World Economic Outlook 04/2018

Thị trường vận tải hành khách hàng không Việt Nam nằm trong nhóm tăng trưởng nhanh nhất thế giới. Tốc độ tăng trưởng tổng vận tải hành khách giai đoạn 2013-2017 đạt mức tăng trưởng kép CAGR 20,5%/năm. Năm 2017, thị trường hành khách nội địa có sự chững lại do các nhà ga nội địa tại sân bay chính đạt hoặc vượt mức công suất thiết kế. Bù lại, khách quốc tế đến Việt Nam năm 2017 tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao, chủ yếu là khách quốc tế đến theo đường hàng không từ khu vực Đông Bắc Á như Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản. Tăng trưởng hành khách qua các cảng hàng không có dấu hiệu chững lại chủ yếu bởi hoạt động vượt mức công suất thiết kế nhà ga, đặc biệt ở hai sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài có dấu hiệu quá tải đường băng vào dịp cao điểm. Cảng hàng không quốc tế Cam Ranh và Đà Nẵng tiếp tục giữ vai trò tăng trưởng ngành với nhà ga quốc tế mới đưa vào hoạt động giai đoạn 2017-2018, đồng thời là 2 điểm du lịch thu hút khách quốc tế hàng đầu Việt Nam.

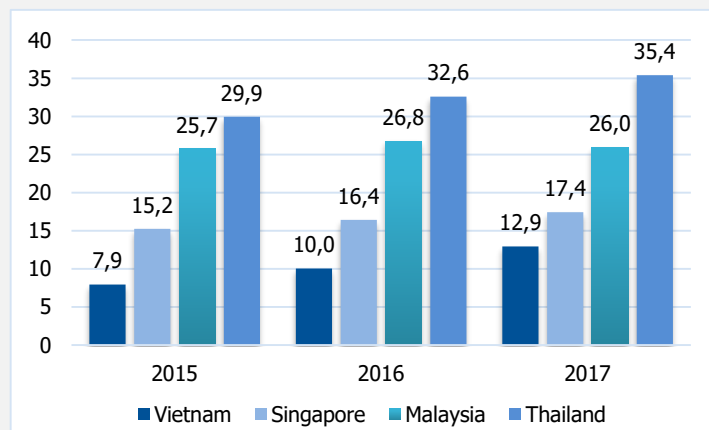
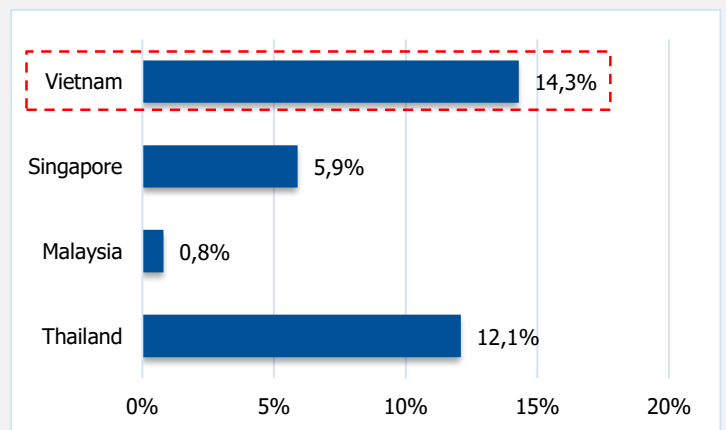
Bảng 1: Thị trường hàng không Việt Nam

	2013	2014	2015	2016	2017	2018F
Tổng lượt khách qua cảng (triệu)	43,9	50,5	63,1	81,0	94,1	107,2
% tăng trưởng		15,0%	25,0%	28,3%	16,2%	8,2%
Lượt khách quốc tế đến VN (triệu)	7,6	7,9	7,9	10,0	12,9	16,1
% tăng trưởng		4,0%	0,9%	26,0%	29,1%	24,8%
Lượt khách qua cảng (triệu)						
Tân Sơn Nhất	20,0	22,2	26,6	32,5	35,9	39,7

% tăng trưởng		10,8%	19,9%	22,3%	10,5%	10,6%
Nội Bài	12,8	14,2	17,2	20,6	22,4	24,3
% tăng trưởng		10,6%	21,3%	19,7%	8,6%	8,7%
Đà Nẵng	4,4	5,0	6,7	8,8	10,9	13,0
% tăng trưởng		14,0%	34,8%	30,6%	24,2%	19,2%
Cam Ranh	1,5	2,1	2,7	4,9	6,5	8,0
% tăng trưởng		36,6%	32,1%	78,4%	33,8%	23,5%

Nguồn: ACV, Tổng cục du lịch Việt Nam

Du lịch Việt Nam ngày càng được biết đến nhiều hơn trên thế giới, thể hiện qua sự gia tăng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam. Về đẹp cảnh quan Việt Nam được du khách thế giới bình chọn trong 20 quốc gia đẹp nhất thế giới theo công bố của tạp chí du lịch Roughguides. So với các quốc gia du lịch lớn trong khu vực như Thái Lan, Malaysia, Singapore, du lịch Việt Nam còn tồn tại nhiều hạn chế về sức cạnh tranh, môi trường tự nhiên và xã hội, rào cản về vấn đề cấp thị thực. Tuy nhiên, đó cũng là những cơ hội cho du lịch Việt Nam cải thiện, phát triển tương xứng với tiềm năng vốn có. Chiến lược phát triển của Chính phủ giai đoạn tới sẽ tập trung đưa du lịch Việt Nam vươn xa, tiếp tục đà tăng trưởng du khách quốc tế ấn tượng thời gian qua.

Biểu 3: Du khách quốc tế đến các nước trong khu vực (triệu)*Nguồn: MBS tổng hợp***Biểu 4: CAGR tăng trưởng du khách quốc tế 2010-2017***Nguồn: MBS Research*

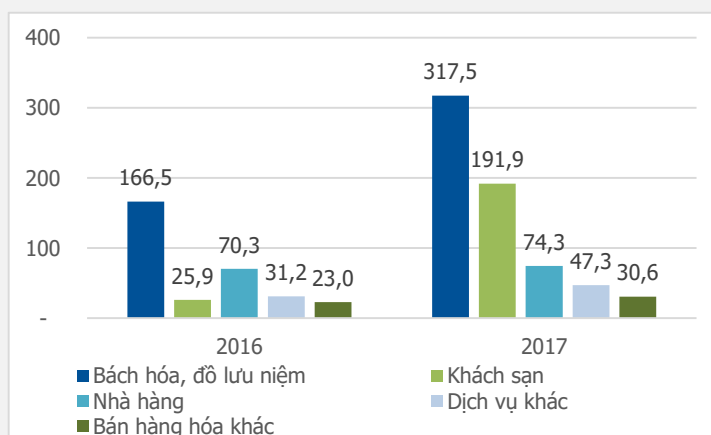
Nền kinh tế Việt Nam giới chuyên gia dự báo tiếp tục phát triển ổn định, cùng với đó là thu nhập người dân được cải thiện sẽ là động lực tăng trưởng cho thị trường hành khách nội địa, tuy nhiên, quá tải công suất nhà ga nội địa tại các sân bay trực chính sẽ kìm hãm đà tăng trưởng như năm 2017. Vấn đề sẽ được cải thiện khi ACV triển khai hàng loạt dự án nâng cấp, mở rộng nhà ga, xây thêm đường băng mới giai đoạn 2018-2020. Chúng tôi dự phóng giai đoạn 2017-2022, thị trường vận tải hành khách nội địa sẽ tăng trưởng đạt mức CAGR 10%/năm. Động lực tăng trưởng toàn ngành đến từ nhóm khách du lịch quốc tế đến Việt Nam. 4M2018, khách quốc tế đến Việt Nam ước đạt 5,5 triệu lượt, hoàn thành 36,7% kế hoạch, tăng 29,5% cùng kỳ. Khách du lịch Trung Quốc tăng trưởng chậm lại với mức tăng 39,7% cùng kỳ. Chúng tôi dự phóng giai đoạn 2017-2022, thị trường vận tải hành khách quốc tế sẽ tăng trưởng chậm dần đạt mức CAGR 18,5%/năm. Dự phóng năm 2018, thị trường hành khách đạt 72,1 triệu lượt (tăng 16% cùng kỳ), trong đó hành khách nội địa và quốc tế đạt lần lượt 35,1 và 37,0 triệu lượt.

Taseco Airs sở hữu chuỗi dịch vụ phi hàng không đầy đủ nhất tại Việt Nam. Hoạt động kinh doanh của AST được chia thành 3 nhóm chính bao gồm: dịch vụ kinh doanh thương mại tại nhà ga như bán hàng – đồ lưu niệm, nhà hàng, café & fastfood, quảng cáo; dịch vụ hỗ trợ du khách như hỗ trợ thủ tục, đón tiễn; và dịch vụ khách sạn với mô hình chuỗi khách sạn A la Carte.

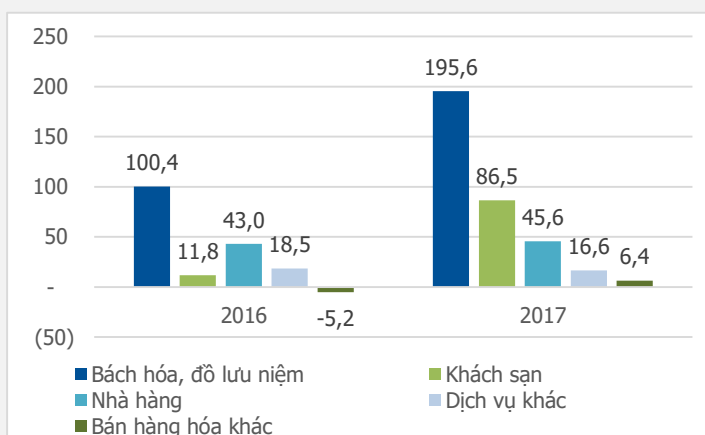
Ngày 28/09/2015, CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco Nội Bài (tiền thân của CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco ngày nay) được thành lập để vận hành hoạt động kinh doanh dịch vụ khu vực Nội Bài và các sân bay lân cận. Các mảng dịch vụ kinh doanh hàng không của công ty mẹ Taseco Thăng Long được chuyển

sang vận hành bởi Taseco Airs thông qua các công ty con chuyên biệt trong giai đoạn 2016-2017. Do đó, biến động doanh thu, lợi nhuận tại các mảng hoạt động kinh doanh của Taseco Airs một phần đến từ thời điểm chuyển giao và ghi nhận vào kết quả kinh doanh của công ty.

Trong cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của Taseco Airs, kinh doanh quầy hàng bách hóa – đồ lưu niệm và dịch vụ khách sạn là 2 mảng hoạt động đóng góp chính tới kết quả kinh doanh của công ty. Năm 2017, mảng bách hóa – đồ lưu niệm đạt doanh thu 317,5 tỷ đồng, chiếm 48,2% tổng doanh thu, biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ đạt 61,6%; mảng dịch vụ khách sạn đạt doanh thu 191,9 tỷ đồng, chiếm 29,1% tổng doanh thu, biên lợi nhuận ổn định ở mức 45,1%. Chiến lược phát triển của công ty tiếp tục tập trung vào mảng kinh doanh bách hóa – đồ lưu niệm với việc mở thêm các cửa hàng mới, thúc đẩy doanh số cùng cửa hàng. Trong dài hạn, công ty sẽ chuyển hướng tập trung vào mảng dịch vụ khách sạn, phát triển chuỗi khách sạn A la Carte với dự án A la Carte Hạ Long tiếp nối A la Carte Đà Nẵng.

Biểu 5: Cơ cấu doanh thu Taseco Airs


Nguồn: AST

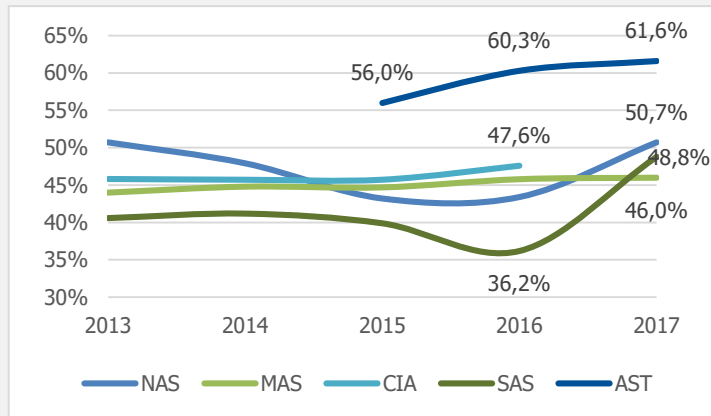
Biểu 6: Cơ cấu lợi nhuận gộp Taseco Airs


Nguồn: AST

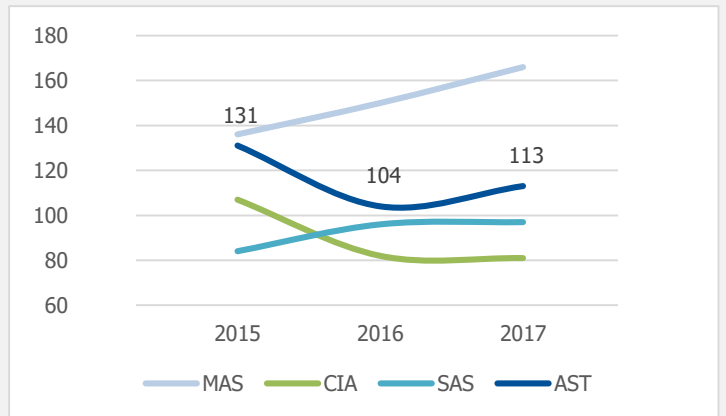
Hoạt động kinh doanh mũi nhọn – kinh doanh thương mại tại nhà ga. Hoạt động bán lẻ của Taseco Airs bao gồm hệ thống cửa hàng bách hóa lưu niệm, nhà hàng, cafe, fast food mang thương hiệu Lucky đều nằm ở các vị trí đẹp, thuận tiện tại các nhà ga nội địa và quốc tế trải dài khắp từ Bắc đến Nam như Nội Bài, Đà Nẵng, Phú Bài, Tân Sơn Nhất, Phú Quốc. Các cửa hàng bách hóa đều phong phú về chủng loại, có đầy đủ đặc sản của các vùng miền và chứa đựng nhiều giá trị, ý nghĩa truyền thống văn hóa. Bên cạnh đó, nhà hàng, cafe & fast food được thiết kế theo những phong cách hiện đại kết hợp với nét truyền thống thu hút du khách nội địa và quốc tế.

Mảng bách hóa lưu niệm của Taseco Airs có sức cạnh tranh tốt so với các đơn vị bán lẻ tại nhà ga khác. Nhờ chiến lược vận hành hợp lý, hiệu quả, các quầy hàng bách hóa của AST đạt mức biên lợi nhuận gộp vượt trội (60 - 61%) so với các đơn vị bán lẻ khác như Nasco, Masco, Cias, Sasco. Thành công của Taseco Airs đến từ việc nghiên cứu thị trường bài bản, quản lý nguồn hàng hiệu quả, hàng hóa được mua tận gốc với giá tốt, bảo đảm chất lượng, có nguồn gốc xuất xứ rõ ràng và được cung ứng đầy đủ và kịp thời. Năng động trong việc phân phối nhóm hàng trọng điểm, đem lại doanh thu tốt; đồng thời bổ sung hàng hóa làm tăng sự phong phú về chủng loại và mẫu mã hàng hóa; giá bán hàng hóa được điều tiết linh hoạt, hợp lý.

Thời gian quay vòng hàng tồn kho mảng kinh doanh hàng hóa của Taseco Airs không quá vượt trội so với các đơn vị khác trong ngành, ở mức 100 – 110 ngày. Tuy nhiên, đặc thù mặt hàng bách hóa – đồ lưu niệm có sự cạnh tranh cao hơn giữa các đơn vị so với hàng miễn thuế khiến chỉ số so sánh của AST thấp hơn so với CIA và SAS. Với việc linh hoạt, năng động trong phân phối, bày bán hàng hóa, chúng tôi đánh giá AST sẽ tiếp tục cải thiện thời gian quay vòng hàng tồn kho, qua đó góp phần thúc đẩy cải thiện biên lợi nhuận gộp mảng bách hóa – đồ lưu niệm.

Biểu 7: Biên lợi nhuận gộp các nhà bán lẻ tại sân bay

Nguồn: MBS tổng hợp

Biểu 8: Thời gian quay vòng hàng tồn kho bán hàng hóa (ngày)

* Hoạt động kinh doanh của CIA, SAS có thêm bán hàng miễn thuế có tốc độ quay vòng hàng tồn kho tốt hơn bách hóa – đồ lưu niệm

Nguồn: MBS tổng hợp

Năm 2017, doanh thu mảng bán hàng bách hóa của Taseco Airs đạt 317,5 tỷ đồng (tăng 90,7% cùng kỳ), doanh thu trung bình trên một cửa hàng đạt 5,9 tỷ đồng/cửa hàng/năm (tăng 28,3% cùng kỳ). Trong năm công ty mở thêm 25 cửa hàng mới tại các thị trường mới đối với AST, tổng số cửa hàng của công ty đến hết năm 2017 là 66 cửa hàng tại 5 cảng hàng không quốc tế Nội Bài, Đà Nẵng, Phú Bài, Tân Sơn Nhất, Phú Quốc. Chính sách của công ty trả lương theo doanh số bán hàng đã khuyến khích đội ngũ nhân viên quầy hàng năng động, tích cực, tạo doanh thu trên một cửa hàng tăng trưởng tốt. Chúng tôi nhận định tăng trưởng doanh thu cùng cửa hàng sẽ đạt mức tăng trưởng 10%/năm. Ngoài ra, công ty sẽ tiếp tục mở thêm các cửa hàng mới tại những thị trường nhiều tiềm năng, đặc biệt tại các nhà ga quốc tế mới đi vào hoạt động, chưa có sự hiện diện của các nhà bán lẻ khác để tận dụng vị thế thương hiệu Lucky đã được du khách biết đến. Năm 2018, công ty sẽ mở thêm 19 cửa hàng mới trong đó có 2 thị trường mới là Cam Ranh và Vân Đồn. Theo thông tin chia sẻ, 6 vị trí thuê quầy hàng tại nhà ga T2 Cam Ranh công ty đã đạt được thỏa thuận, dự kiến hoạt động quý 2/2018; 5 vị trí tại Vân Đồn đang được công ty xúc tiến đàm phán.

MBS nhận định mảng bán hàng bách hóa của Taseco Airs sẽ đóng vai trò mũi nhọn, dẫn dắt tăng trưởng của công ty trong giai đoạn 2018-2020 với 3 luận điểm chính về (i) kế hoạch mở mới quầy hàng, (ii) doanh thu cùng cửa hàng giữ mức tăng trưởng ổn định, và (iii) công ty mẹ Taseco Thăng Long là một trong số các chủ đầu tư nhà ga quốc tế Đà Nẵng, điều này sẽ đem hỗ trợ tốt cho AST trong việc thuê mặt bằng nhà ga. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng giai đoạn sau sẽ chậm lại bởi việc mở rộng quầy hàng phụ thuộc nhiều vào công suất thiết kế nhà ga trong bối cảnh các cảng hàng không hiện đang quá tải tại các sân bay trực chính. Ngoài ra, việc đàm phán thuê mặt bằng về vị trí thuê, giá thuê với chủ đầu tư tại các nhà ga khác có thể gặp khó khăn đặc biệt khi các chủ đầu tư đó có đơn vị thành viên hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ thương mại tại sân bay.

Mảng kinh doanh nhà hàng, cafe & fastfood. Hoạt động kinh doanh của Taseco Airs tập trung chủ yếu tại cảng hàng không quốc tế Nội Bài với 3 điểm kinh doanh nhà hàng – cafe, 8 quầy Lucky Fastfood, ngoài ra, đơn vị cũng kinh doanh 2 quầy Lucky Cafe tại sân bay quốc tế Đà Nẵng và Phú Bài. Cạnh tranh dịch vụ ăn uống tại nhà ga cảng hàng không được đánh giá khá gay gắt với sự tham gia của lượng lớn các thương hiệu trong và ngoài nước như chuỗi Coffee-Fastfood, Burger King, Star Café. Trong chiến lược phát triển của công ty, mảng kinh doanh nhà hàng không đặt nhiều kỳ vọng tăng trưởng mà thay vào đó duy trì lượng khách phục vụ hàng năm, và tạo độ phủ thương hiệu cho chuỗi dịch vụ hàng không Lucky. MBS nhận định với thương hiệu Lucky, và công tác quản lý hàng hóa tốt, mảng nhà hàng có thể duy trì tăng trưởng ổn định 3%/năm và biên lợi nhuận gộp ở mức 61 - 62%.

Dịch vụ quảng cáo thương mại sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2018. Tại các cảng hàng không quốc tế Nội Bài, Đà Nẵng, Taseco Airs có nhiều vị trí quảng cáo tốt mang lại hiệu ứng truyền thông cao cho các đối tác. Đến nay, có nhiều thương hiệu lớn là khách hàng sử dụng dịch vụ quảng cáo của Taseco

Airs với hợp đồng được ký kết trong thời hạn 1-3 năm như Samsung, Vingroup, BIDV, Viettel, OPPO, ... Cảng hàng không quốc tế Nội Bài và Đà Nẵng là các sân bay có lượt khách phục vụ cao nhất cả nước, sau Tân Sơn Nhất, do đó, truyền thông tại đây luôn được các doanh nghiệp chú trọng và lựa chọn.

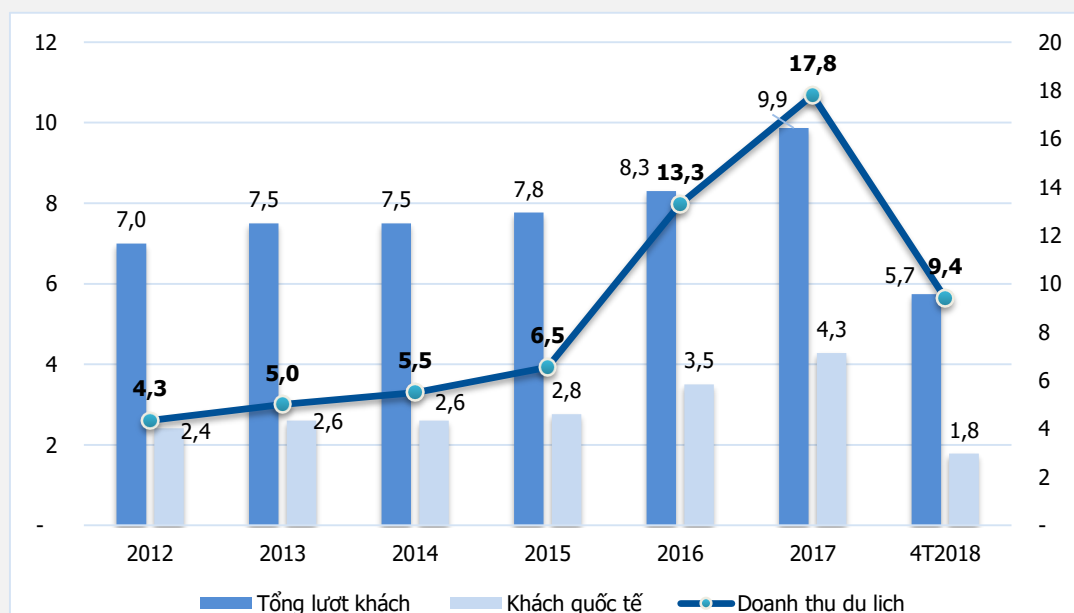
Đến cuối năm 2017, công ty vận hành 124 bảng quảng cáo chủ yếu tại Nội Bài với doanh thu ước tính đạt 47,3 tỷ đồng. Năm 2018 công ty có kế hoạch tăng thêm 144 bảng quảng cáo mới (chủ yếu nhờ 128 bảng quảng cáo mới ở sân bay Nội Bài). Với kế hoạch trên, chúng tôi dự phóng doanh thu từ quảng cáo sẽ đạt trên 75 tỷ đồng (tăng 58% cùng kỳ) từ năm 2018.

Chiến lược phát triển trong dài hạn của công ty tập trung vào chuỗi khách sạn mang thương hiệu A la Carte. Mô hình khách sạn A la Carte Đà Nẵng sau hơn 3 năm đi vào hoạt động đã định hình thương hiệu uy tín tại thị trường Đà Nẵng phân khúc khách sạn 4-5 sao, tỷ lệ lấp đầy tốt 78%. Nổi tiếp thành công, năm 2018, Taseco bắt đầu triển khai khởi công dự án Condotel A la Carte Hạ Long 5 sao, dự kiến đi vào hoạt động năm 2020 với gần 800 phòng. Đây sẽ là một nguồn tạo ra doanh thu lớn trong hoạt động kinh doanh của công ty.

Năm 2017, mảng dịch vụ khách sạn (A la Carte Đà Nẵng) đạt doanh thu 191,9 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp 45,1%. Khách sạn A la Carte Đà Nẵng 4 sao, cung ứng 202 phòng với tỷ lệ lấp đầy 78%, cao hơn tỷ lệ trung bình 60-65% phân khúc khách sạn 4-5 sao Đà Nẵng; giá phòng khách sạn A la Carte Đà Nẵng dao động \$90-100 phòng/đêm, cao hơn giá trung bình \$66,8 phòng/đêm phân khúc khách sạn 4-5 sao quý 4/2017. Giá phòng và tỷ lệ lấp đầy thể hiện sự hài lòng của du khách với chất lượng dịch vụ khách sạn A la Carte Đà Nẵng.

Dự án A la Carte Hạ Long được xây dựng trên 2 lô đất H30 và H33 ven biển thuộc Bán đảo II khu đô thị Halong Marina, với hai đơn vị tư vấn thiết kế Aedas (top 5 công ty thiết kế hàng đầu thế giới) và CTCP Kiến trúc Lập phương. Dự án A la Carte Hạ Long nằm trong KĐT nghỉ dưỡng 5 sao với đầy đủ tiện ích đi kèm, bên cạnh vị trí thuận lợi về du lịch nằm giữa Bãi Cháy và Tuần Châu. Dự án được hợp tác đầu tư bởi Taseco Airs và công ty mẹ Taseco Group, sau khi hoàn thành xây dựng, Taseco Airs đóng vai trò đơn vị quản lý khai thác dưới hình thức thuê lại từ công ty mẹ; ngoài ra, AST có quyền mua lại toàn bộ khối dịch vụ tầng 1-4 và tầng 38-39 với giá mua bằng giá thành xây dựng để tự kinh doanh.

Biểu 9: Tăng trưởng ngành du lịch Quảng Ninh (triệu lượt khách/ngày tỷ đồng)



Nguồn: Sở du lịch tỉnh Quảng Ninh

Thị trường du lịch Quảng Ninh còn nhiều dư địa để tiếp tục phát triển. Năm 2017, Quảng Ninh đón 9,87 triệu lượt khách du lịch trong đó có 4,28 triệu lượt khách quốc tế. Đáng chú ý, doanh thu từ du lịch đạt 17.800 tỷ đồng (tăng 33,8% cùng kỳ). Con số thể hiện chất lượng du lịch Quảng Ninh ngày càng được

cải thiện với đầy đủ tiện ích dịch vụ, thu hút khách du lịch lưu trú lâu hơn. Hạ tầng du lịch về số lượng, quy mô các loại hình vui chơi nghỉ dưỡng ngày càng mở rộng và được đầu tư chuyên nghiệp. Từ các vùng du lịch truyền thống như Hạ Long, Uông Bí, Móng Cái, giờ khách du lịch có thêm nhiều lựa chọn mới như Bình Liêu, Cô Tô, Quảng Yên. Cảng hàng không quốc tế Vân Đồn đi vào hoạt động năm 2018 và đặc khu kinh tế Vân Đồn sẽ tạo động lực thúc đẩy thị trường du lịch Quảng Ninh đặc biệt là thu hút hơn nữa du khách quốc tế đến với Quảng Ninh. Các hoạt động xúc tiến du lịch được chính quyền địa phương chú trọng như khai mạc năm du lịch quốc gia 2018 - Hạ Long - Quảng Ninh, Carnival Hạ Long 2018, lễ hội ẩm thực và văn hóa châu Á, ...

Bảng 2: Số liệu cơ sở lưu trú du lịch tỉnh Quảng Ninh năm 2017

Khối khách sạn	Số lượng	Số phòng	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Giá phòng trung bình (tr. đ)	Ngày lưu trú bình quân (ngày/khách)	Thị trường khách chủ yếu
5 sao	6	1.626	61,1	2,30	2,23	Hàn Quốc, Trung Quốc, Việt Nam, Úc, Anh, Hoa Kỳ
4 sao	16	2.257	68,7	1,50	1,94	Hàn Quốc, Trung Quốc, Việt Nam, Đài Loan
3 sao	18	1.269	69,9	0,85	1,68	Trung Quốc, Việt Nam
2 sao	66	2.074	55,3	0,65	1,61	Trung Quốc, Việt Nam
1 sao	124	2.653	53,7	0,45	1,63	Trung Quốc, Việt Nam
Trung bình			53,8	0,89	1,86	

Nguồn: Sở du lịch tỉnh Quảng Ninh du lịch

Thị trường khách sạn 5 sao Quảng Ninh còn nhiều dư địa tăng trưởng. Tỷ lệ lấp đầy khối khách sạn 5 sao đạt 61,6% năm 2017, mặc dù thấp hơn khối khách sạn 3-4 sao, tuy nhiên lượng cung phòng tốt, giá phòng và ngày lưu trú khách du lịch cao hơn các loại hình khác tạo doanh thu cho khối khách sạn 5 sao tốt hơn. Trong tổng số 6 khách sạn 5 sao, 4 khách sạn tại Bãi Cháy, Hạ Long với tổng công suất 1.277 phòng. Định hướng khách sạn A la Carte Hạ Long 5 sao có công suất gần 800 phòng hoàn thành năm 2020 với nguồn cung phòng dự kiến tăng 63% vượt mức tăng dự kiến 50-60%/3 năm của du lịch Quảng Ninh, sẽ là thách thức với Taseco Airs trong việc quản lý vận hành khách sạn trong những năm đầu. Chúng tôi đánh giá từ thành công của khách sạn A la Carte Đà Nẵng, dự án A la Carte Hạ Long sẽ bắt đầu tạo lợi nhuận từ năm 2021 với tỷ lệ lấp đầy 40%, giá phòng trung bình đạt \$90, ước tính doanh thu đạt 400 tỷ đồng.

Rủi ro chính

Rủi ro thuê mặt bằng kinh doanh tại nhà ga cảng hàng không. Hiện tại, việc thuê mặt bằng để kinh doanh bán hàng tại nhà ga không qua hình thức đấu thầu công khai mà phụ thuộc vào thỏa thuận riêng của đơn vị kinh doanh với chủ đầu tư nhà ga. Do nhu cầu vốn để nâng cấp, mở rộng nhà ga cũng như xây dựng mới, ACV có xu hướng huy động các nguồn lực xã hội đầu tư kết cấu hạ tầng hàng không theo chủ trương của Chính phủ. Quyền lựa chọn các đơn vị kinh doanh mặt bằng nhà ga giờ về tay các chủ đầu tư mới nhà ga đó thay vì chủ yếu từ ACV như trước.

Trường hợp gần đây tại cảng hàng không quốc tế Cam Ranh là một bài học cụ thể. Chủ đầu tư Nhà ga Quốc tế T2 Cam Ranh – CRTC (IPP sở hữu 55%, ACV sở hữu 10% vốn cổ phần) đã từ chối cho thuê mặt bằng kinh doanh ngành hàng miễn thuế đối với Cias – đơn vị độc quyền kinh doanh hàng miễn thuế tại Cam Ranh trước đó. Hiển nhiên, hoạt động kinh doanh của Cias ảnh hưởng nặng bởi quyết định trên khi doanh thu từ hàng miễn thuế của Cias chiếm khoảng 50% doanh thu năm 2017.

Taseco Air cũng không nằm ngoài rủi ro trên, tuy nhiên, Taseco Air cũng có những lợi thế nhất định để hạn chế rủi ro thuê mặt bằng như (i) là đơn vị có nhiều năm kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ hàng không, (ii) khả năng đàm phán giá thuê tốt hơn khi biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ thương mại của Taseco Air cao hơn so với các công ty cùng ngành, (iii) phạm vi hoạt động rộng không tập trung vào một nhà ga sẽ giảm thiểu ảnh hưởng từ việc hủy hợp đồng thuê trong trường hợp xấu xảy ra.

Rủi ro căng thẳng chính trị Việt Nam – Trung Quốc. Năm 2017, Việt Nam đón 12,9 triệu lượt du khách quốc tế (tăng 29,1% cùng kỳ) trong đó du khách Trung Quốc đạt 4,0 triệu khách (tăng 48,6% cùng kỳ) chiếm tỷ trọng lớn nhất với 31,0%. Thị trường du khách quốc tế đóng vai trò động lực tăng trưởng cho ngành hàng không giai đoạn tới, kịch bản căng thẳng chính trị nổ ra sẽ gây ảnh hưởng mạnh đến ngành du lịch Việt Nam và nhóm ngành hưởng lợi từ du lịch như những gì đã diễn ra với căng thẳng biển Đông năm 2014-2015. Sự giảm lượng khách du lịch Trung Quốc là điều khó tránh khỏi, cùng với đó, không chỉ khách du lịch Trung Quốc, du khách quốc tế cũng rất quan tâm đến vấn đề an ninh quốc gia khi lựa chọn điểm đến.

Rủi ro pha loãng cổ phiếu. Tại đại hội cổ đông thường niên năm 2018, công ty đã thông qua kế hoạch phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược 6 triệu cổ phiếu với giá chào bán không thấp hơn 70.000 đồng/cổ phiếu. Số tiền thu về được công ty sử dụng đầu tư cho chuỗi khách sạn A la Carte bổ sung vốn đầu tư các điểm kinh doanh tại nhà ga sân bay. Áp lực pha loãng từ cổ phiếu phát hành mới là tương đối rõ khi số cổ phần phát hành mới bằng 16,7% số lượng cổ phiếu đang lưu hành, EPS pha loãng dự phóng năm 2018 đạt 4.397 tăng 7,4% so với năm 2017.

Định giá và cơ sở giá mục tiêu

Giá trị hợp lý của cổ phiếu AST được định giá ở mức 82.400 đồng/cổ phiếu dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF): (i) hoạt động kinh doanh cốt lõi bán lẻ thương mại và dịch vụ khách sạn tiếp đà tăng trưởng tạo dòng tiền ổn định, (ii) năm 2020, dự án khách sạn A la Carte Hạ Long hoàn thành với gần 800 phòng (gấp 4 lần so với A la Carte Đà Nẵng) sẽ tạo tăng trưởng mạnh cho công ty, (iii) chi phí vốn WACC ở mức 9,3% và giả định tăng trưởng dài hạn 1% sau 5 năm.

Bảng 3: Chi phí vốn bình quân

Chỉ tiêu	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	5,36%
Beta	0,39
Phần bù rủi ro	10,27%
Chi phí vốn (Re)	9,3%
Chi phí nợ (Rd)	7,3%
Tỷ lệ vốn (E/V)	97,9%
Tỷ lệ nợ (D/V)	2,1%
Chi phí vốn bình quân (WACC)	9,3%
Số năm dự phóng	5
Tăng trưởng dài hạn	1%

Nguồn: MBS Research

Bảng 4: So sánh các công ty trong ngành dịch vụ hàng không

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu \$)	ROE	EV/EBITDA	P/E
Nasco (NAS)	Việt Nam	12,2	12,0	9,4	12,5
Noibai Catering (NCS)	Việt Nam	32,3	39,7	7,0	8,9
Masco (MAS)	Việt Nam	9,6	38,5	5,1	8,7
Cias (CIA)	Việt Nam	14,1	30,4	2,6	5,7
Sasco (SAS)	Việt Nam	170,0	17,1	12,8	14,8
HNA Infrastructure	Trung Quốc	601,0	12,5	5,8	7,9
Cardig Aero Services	Indonesia	101,6	20,3	4,2	10,9
SATS Ltd	Singapore	4.666,1	15,5	18,3	23,7
Toscana Aeroporti	Italia	348,4	10,3	11,7	25,8
Aerodrom Nikola Tesla	Serbia	583,6	14,5	6,7	16,9
Trung bình			21,1	8,4	13,6
Trung vị			16,3	6,9	11,7
Taseco Air	Việt Nam	108,7	42,4	12,0	17,4

Nguồn: Bloomberg

Mức giá cổ phiếu AST 82.400 đồng/cổ phiếu, tương đương mức P/E 2018 đạt 19,1 lần và EV/EBITDA 2018 đạt 13,9 lần, cao hơn trung bình nhóm so sánh. Chúng tôi cho rằng mức định giá trên là hợp lý với những lý do sau: (i) tốc độ tăng trưởng lợi nhuận dự phóng 2017-2022 đạt mức CAGR 24,8%/năm, (ii) Taseco có lợi thế cạnh tranh tốt với hoạt động kinh doanh bán lẻ có tốc độ tăng trưởng cao, (iii) thị trường hàng không Việt Nam cùng khu vực Châu Á – Thái Bình Dương tiếp tục được dự báo đạt tốc độ tăng trưởng hành khách nhanh nhất thế giới.

MBS khác với quan điểm chung

Về doanh nghiệp, so với nhận định chung trên thị trường về AST, chúng tôi có quan điểm lạc quan hơn trong năm 2018 (kế hoạch doanh nghiệp năm 2018 đạt 160,6 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, ước tính

đánh giá trung bình của thị trường ở mức 155 – 165 tỷ đồng, của MBS ở mức 168,4 tỷ đồng), do những nhận định lạc quan hơn của chúng tôi về những điểm sau:

- ❖ Hoạt động kinh doanh chuỗi cửa hàng bách hóa tiếp tục đóng vai trò mũi nhọn của công ty qua việc gia tăng số lượng cửa hàng, các cửa hàng hoạt động ổn định sau khi mở mới cuối năm 2017, doanh thu trên cùng cửa hàng tăng 10%/năm.
- ❖ Doanh thu các hoạt động khác của công ty như nhà hàng, khách sạn duy trì ổn định, đặc biệt doanh thu từ bán quảng cáo tăng mạnh khi công ty tăng số biển quảng cáo tại nhà ga sân bay Nội Bài.
- ❖ Hưởng lợi từ tính kinh tế theo quy mô (Economies of Scale), biên lợi nhuận sẽ được cải thiện trong quá trình mở rộng kinh doanh của công ty.

Về phương pháp định giá cổ phiếu AST, chúng tôi sử dụng một phương pháp - chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) sau đó so sánh lại hệ số P/E, EV/EBITDA dựa trên giá ước tính từ phương pháp chiết khấu dòng tiền thay vì kết hợp cả 2 phương pháp trên, để có thể đánh giá cả tiềm năng dài hạn cũng như việc tham chiếu lại mức giá so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.

Phân tích độ nhạy EPS

Chúng tôi tiến hành chạy độ nhạy EPS theo 2 bộ biến số gồm: tăng trưởng doanh thu – biên lợi nhuận gộp, và tăng trưởng doanh số trên cùng cửa hàng – số quầy hàng bách hóa mở mới:

- ❖ Bộ biến số 1: dựa trên cơ sở năm 2018 tăng trưởng doanh thu đạt 34,7%, biên lợi nhuận gộp 52,1% tương ứng EPS pha loãng 4.318 đồng/cổ phiếu. Khoảng dao động EPS trong vùng [3.816 – 5.016] tương đương mức biến động [-11,6% - 16,2%]. Biến động trên cho thấy tiềm năng tăng trưởng cao hơn rủi ro giảm giá của EPS.
- ❖ Bộ biến số 2: dựa trên cơ sở giả định năm 2018 tăng trưởng doanh thu cùng cửa hàng đạt 10%/năm, công ty mở thêm 19 quầy hàng mới. Biến động EPS không quá lớn trong vùng [4.157 – 4.425]. Các quầy hàng mới cần thời gian hoạt động để đạt mức hòa vốn khi mở mới, do vậy EPS chuyển biến ngược chiều với số của hàng mở mới trong năm. Điểm rơi lợi nhuận cho các quầy hàng mở mới ở các năm sau năm đầu tiên hoạt động.

Biểu 8: Phân tích độ nhạy của EPS

		Tăng trưởng doanh thu					
		4.318 đ	32,7%	33,7%	34,7%	35,7%	36,7%
Biên lợi nhuận gộp	50,1%	↓	3.816 ↓	3.884 ↓	3.952 ↓	4.019 ↘	4.087
	51,1%	↓	3.997 ↘	4.066 ↘	4.135 ↘	4.204 ↘	4.273
	52,1%	↘	4.177 ↘	4.247 →	4.318 →	4.388 →	4.458
	53,1%	→	4.357 →	4.429 →	4.501 ↗	4.573 ↗	4.644
	54,1%	↗	4.538 ↗	4.611 ↗	4.684 ↗	4.757 ↑	4.830
	55,1%	↗	4.718 ↑	4.793 ↑	4.867 ↑	4.942 ↑	5.016
		Tăng trưởng doanh thu cùng cửa hàng					
		4.318 đ	4,0%	7,0%	10,0%	12,0%	14,0%
Số quầy mở mới	13	↓	4.167 ↘	4.245 ↗	4.322 ↑	4.374 ↑	4.425
	15	↓	4.165 ↘	4.243 ↗	4.321 ↑	4.372 ↑	4.424
	17	↓	4.163 ↘	4.241 ↗	4.319 ↗	4.371 ↑	4.423
	19	↓	4.161 ↘	4.240 →	4.318 ↗	4.370 ↑	4.422
	21	↓	4.159 ↘	4.238 →	4.316 ↗	4.369 ↑	4.421
	23	↓	4.157 ↘	4.236 →	4.315 ↗	4.368 ↑	4.420

Nguồn: MBS Research

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG

Phân tích kết quả kinh doanh và dự phóng

Bảng 5: Kết quả kinh doanh AST (tỷ đồng)

Tỷ đồng	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	38,7	316,9	659,0	887,5	1.089,5	1.340,9	1.794,5	2.093,1
% tăng trưởng		719,7%	108,0%	34,7%	22,8%	23,1%	33,8%	16,6%
Bách hóa, đồ lưu niệm		166,5	317,5	492,9	646,3	770,1	890,6	1.027,5
Khách sạn		25,9	191,9	206,7	217,0	327,8	639,2	776,2
Nhà hàng		70,3	74,3	76,5	78,8	81,2	83,6	86,1
Dịch vụ khác		31,2	47,3	74,7	106,9	119,3	136,5	156,5
Bán hàng hóa khác		23,0	30,6	36,8	40,4	42,5	44,6	46,8
Giá vốn	19,8	148,4	310,9	425,2	504,6	664,3	990,5	1.125,1
Lợi nhuận gộp	18,9	168,4	348,1	462,3	584,9	676,7	804,0	968,0
% tăng trưởng		792,3%	106,7%	32,8%	26,5%	15,7%	18,8%	20,4%
Chi phí bán hàng & quản lý	17,5	117,0	190,4	255,9	301,0	340,3	378,1	421,2
EBIT	1,4	51,4	157,7	206,4	283,8	336,3	425,9	546,8
Lợi nhuận trước thuế	1,4	54,9	180,5	211,8	294,7	348,5	438,6	560,8
Lợi nhuận sau thuế	1,1	43,8	147,4	168,4	234,5	277,2	348,8	446,1
% tăng trưởng		3.889,3%	236,1%	14,3%	39,2%	18,2%	25,8%	27,9%
EPS	405 đ	2.732 đ	4.093 đ	4.318 đ	5.582 đ	6.599 đ	8.304 đ	10.621 đ
% tăng trưởng		574,4%	49,8%	5,5%	29,3%	18,2%	25,8%	27,9%
BVPS	10.035 đ	12.582 đ	12.924 đ	25.170 đ	25.955 đ	29.554 đ	33.858 đ	40.479 đ
ROA	2,2%	21,9%	30,6%	19,5%	19,9%	21,0%	23,0%	25,0%
ROE	4,0%	38,3%	44,2%	23,3%	22,6%	23,8%	26,2%	28,6%

Nguồn: AST, MBS Research

Kết quả kinh doanh năm 2017, Taseco Airs ghi nhận doanh thu thuần đạt 659,0 tỷ đồng (tăng 108,0% cùng kỳ), trong đó: doanh thu bách hóa - đồ lưu niệm đạt 317,5 tỷ đồng (tăng 90,7% cùng kỳ), doanh thu khách sạn đạt 191,9 tỷ đồng (tăng 641,8% cùng kỳ), doanh thu nhà hàng đạt 74,3 tỷ đồng (tăng 5,7% cùng kỳ). Trong năm, AST mở thêm 25 quầy hàng bán lẻ, khách sạn A la Carte Đà Nẵng đạt tỷ lệ lấp đầy 78%.

Điểm nhấn nổi bật trong kết quả kinh doanh của AST năm 2017 là công ty đạt lợi nhuận sau thuế 147,4 tỷ đồng (tăng 236,1% cùng kỳ). Bên cạnh tăng trưởng doanh thu, trong năm 2017, công ty đã kiểm soát tốt chi phí hoạt động bán hàng và quản lý doanh nghiệp, biên chi phí trong năm 2017 ở mức 28,9% giảm so với mức 36,9% năm 2016. Ngoài ra, công ty ghi nhận đột biến doanh thu tài chính từ hợp tác đầu tư vào dự án 1,1 ha tại Đà Nẵng.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2018

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1, Taseco Airs ghi nhận doanh thu thuần đạt 210,2 tỷ đồng (tăng 48,7% cùng kỳ, đạt 23,2% kế hoạch năm), lợi nhuận sau thuế đạt 40,8 tỷ đồng (giảm 11,0% cùng kỳ, đạt 25,4% kế hoạch). Giải trình kết quả kinh doanh quý 1 của AST: (i) tăng trưởng từ hoạt động bán hàng bách hóa với các cửa hàng được mở mới nửa cuối năm 2017 đi vào hoạt động ổn định, (ii) các mảng kinh doanh khác của công ty tăng trưởng ổn định, (iii) quý 1/2017 công ty ghi nhận doanh thu tài chính đột biến từ hợp tác đầu tư bất động sản do đó lợi nhuận sau thuế quý 1/2018 giảm so với cùng kỳ.

Năm 2018, MBS dự phóng doanh thu hợp nhất của Taseco Airs đạt 887,5 tỷ đồng (tăng 34,7% cùng kỳ), lợi nhuận sau thuế đạt 168,4 tỷ đồng (tăng 14,3% cùng kỳ), EPS pha loãng đạt 4.318 đồng/cổ phiếu, dựa trên các giả định sau:

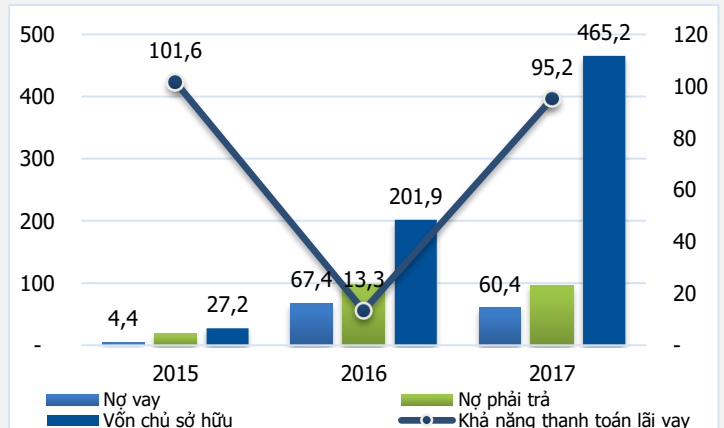
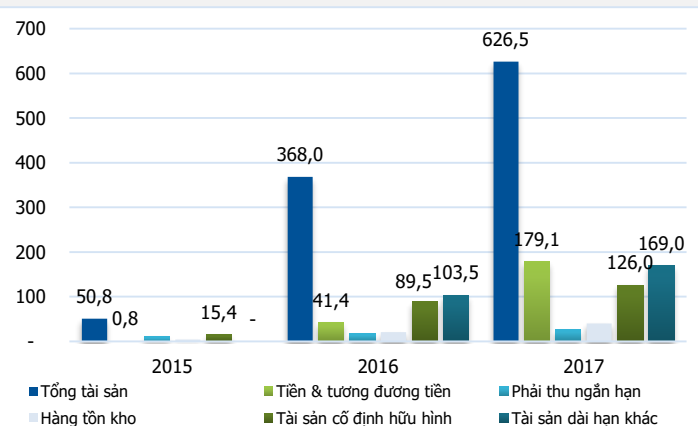
- ❖ Doanh thu cùng cửa hàng hoạt động bách hóa, đồ lưu niệm tăng trưởng 10%/năm, và biên lợi nhuận gộp các cửa hàng mới trong năm đầu tiên ở mức 40%.
- ❖ A la Carte Đà Nẵng duy trì tỷ lệ lấp đầy 80%, giá phòng có mức tăng 5%/năm.
- ❖ Dự án A la Carte Hạ Long công suất gần 800 phòng tạo doanh thu từ năm 2021 với tỷ lệ lấp đầy ban đầu đạt 40%, ước tính đem lại 400 tỷ đồng doanh thu cho Taseco Airs.
- ❖ Mạng bán quảng cáo tăng trưởng theo số biển quảng cáo đang hoạt động, trong năm 2018, công ty có kế hoạch đưa vào hoạt động thêm 144 biển quảng cáo mới (124 tấm đang hoạt động năm 2017), chủ yếu ở Nội Bài với 128 tấm mới.
- ❖ Không còn doanh thu tài chính đột biến từ hợp tác đầu tư bất động sản.

Bảng cân đối kế toán và phân tích dòng tiền

Năm 2017, tổng tài sản hợp nhất ở mức 626,5 tỷ đồng (tăng 70,2% cùng kỳ), trong đó chiếm tỷ trọng chính gồm tiền và các khoản tương đương tiền (28,6%), tài sản dài hạn khác (27,0% - góp vốn đầu tư dự án A la Carte Hạ Long), và tài sản cố định hữu hình (20,1% - các quầy hàng kinh doanh tại mặt bằng nhà ga). Hoạt động kinh doanh đặc thù có nguồn thu tiền mặt lớn, ít các khoản phải thu, tạo điều kiện để công ty sử dụng nguồn vốn lưu động đầu tư mở rộng quầy hàng thương mại cũng như góp vốn cho dự án A la Carte Hạ Long mà không phải vay nợ quá nhiều.

Độ an toàn tài chính của công ty ở mức cao. Tổng nợ vay năm ở mức 60,4 tỷ đồng (giảm 10,4% cùng kỳ), hệ số nợ/vốn chủ an toàn cao ở mức 13,0%, bên cạnh đó khả năng thanh toán lãi vay của AST cho thấy tính an toàn vốn cao (EBIT/chi phí lãi vay 95,2 lần)

Biểu 9: Bảng cân đối kế toán AST (tỷ đồng)



Nguồn: AST

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của Taseco Airs luôn duy trì ở mức dương tích cực, vì vậy VJC không có rủi ro về vốn lưu động và duy trì được hoạt động kinh doanh ổn định. Bên cạnh đó, công ty đã thông qua kế hoạch phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược, dự kiến thu về ít nhất 420 tỷ đồng. Dòng tiền cho hoạt động đầu tư chủ yếu dành cho việc xây dựng cơ bản các quầy hàng mới mở trong năm. MBS nhận định với nguồn vốn hiện có và kế hoạch tăng vốn, công ty có đủ nguồn lực để thực hiện kế hoạch mở rộng đã định. Trong trường hợp cần vay nợ, công ty hoàn toàn đủ khả năng chi trả với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dồi dào.

Bảng 6: Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
LCTT từ HĐ kinh doanh	74,7	112,8	138,3	208,5	232,7
LCTT từ HĐ đầu tư	(51,2)	(93,0)	(42,2)	(51,8)	(63,8)
LCTT từ HĐ tài chính	17,0	116,7	308,3	(94,7)	(90,9)
LCTT trong kỳ	40,6	136,4	404,4	62,3	78,8
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	2,1	42,7	179,1	583,4	645,7
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	42,7	179,1	583,4	645,7	724,5

Nguồn: AST, MBS Research

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Phân tích cạnh tranh ngành dịch vụ phi hàng không tại nhà ga sân bay Việt Nam

Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) là đơn vị duy nhất tại Việt Nam quản lý, đầu tư, khai thác hệ thống 21 cảng hàng không trong cả nước bao gồm 9 cảng hàng không quốc tế và 12 cảng hàng không địa phương. Việc thuê mặt bằng kinh doanh chủ yếu được quyết định bởi ACV. Tuy nhiên, theo chủ trương xã hội hóa của Chính phủ, các dự án đầu tư nâng cấp, xây mới nhà ga cảng hàng không khuyến khích các đơn vị tư nhân tham gia góp phần lớn nguồn vốn liên kết cùng ACV như hợp đồng BOT xây dựng Cảng hàng không Quốc tế Vân Đồn với Sun Group, Nhà ga Quốc tế T2 Cam Ranh – CRTC (IPP sở hữu 55%, ACV sở hữu 10% vốn cổ phần). Lợi ích từ kinh doanh mặt bằng nhà ga sẽ chuyển sang các chủ đầu tư mới xây dựng nhà ga đó. Trong trường hợp chủ đầu tư nhà ga đồng thời có hoạt động kinh doanh thương mại thì việc các đơn vị ngoài được phép thuê mặt bằng là không khả thi hoặc được thuê những vị trí không thuận lợi kinh doanh.

MBS đánh giá mức độ cạnh tranh trong ngành dịch vụ phi hàng không Việt ở mức trung bình và phụ thuộc vào đặc điểm riêng tại từng cảng hàng không. Tại Việt Nam, các công ty dịch vụ hàng không có vốn hóa vừa và nhỏ, hoạt động chủ yếu tại 1 sân bay căn cứ như các cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất, Nội Bài, Đà Nẵng, Cam Ranh để tận dụng lượng khách qua cảng lớn. Sân bay Nội Bài có sự đa dạng các đơn vị kinh doanh thương mại nhà ga do vậy có tính cạnh tranh cao hơn. Sân bay Tân Sơn Nhất thể hiện sự thống trị từ Sasco với việc độc quyền kinh doanh các mặt hàng miễn thuế và khoảng 70% điểm bán lẻ thương mại nhà ga.

Chúng tôi đánh giá cao vị thế cạnh tranh của Taseco Airs dựa trên những luận điểm sau: (i) AST bắt đầu hoạt động tại sân bay Nội Bài, là sân bay có sự đa dạng các đơn vị kinh doanh thương mại cao nhất cả nước; (ii) từ thành công tại sân bay Nội Bài, Taseco Airs còn mở rộng phạm vi hoạt động ra các thị trường khác như Đà Nẵng, Phú Bài, Tân Sơn Nhất, Phú Quốc, Cam Ranh và Vân Đồn trong tương lai; (iii) khả năng quản lý vận hành quầy hàng hiệu quả cho phép Taseco Airs thu lợi từ việc đa dạng hóa thị trường, mở rộng nhóm khách hàng, tăng độ nhận diện thương hiệu.

Biểu 10: Mô Hình cạnh tranh 5 nhân tố của Michael Porter



Phụ lục 2: Bảng dự phóng báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F	Chỉ số chính	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần	659	888	1,089	Định giá			
Giá vốn hàng bán	311	425	505	EPS	4,093	4,318	5,589
Lợi nhuận gộp	348	462	585	Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	12,924	25,170	26,961
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	190	256	301	P/E	16.8x	15.9x	12.3x
Lợi nhuận thuần từ HDKD	158	206	284	P/B	5.3x	2.7x	2.5x
Doanh thu tài chính	36	6	10	P/S	46.3x	34.9x	28.5x
Chi phí tài chính	6	4	1	Khả năng sinh lời			
Lợi nhuận trước thuế	181	212	295	Biên lợi nhuận gộp	52.8%	52.1%	53.7%
Chi phí thuế TNDN	32	42	59	Biên EBITDA	1332.1%	991.4%	739.3%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	147	168	235	Biên lợi nhuận ròng	22.4%	19.0%	21.5%
				ROA	30.6%	19.5%	19.6%
				ROE	44.2%	23.3%	22.2%
Bảng cân đối kế toán	2017A	2018F	2019F	Tăng trưởng			
Tài sản ngắn hạn	245	668	741	Doanh thu	108.0%	34.7%	22.8%
I. Tiền & tương đương tiền	179	583	646	Lợi nhuận trước thuế	228.9%	17.3%	39.3%
II. Phải thu ngắn hạn	26	29	30	Lợi nhuận sau thuế	236.1%	14.3%	39.4%
III. Hàng tồn kho	40	55	65	EPS	49.8%	5.5%	29.4%
Tài sản dài hạn	381	461	539	Tổng tài sản	70.2%	80.2%	13.4%
I. Tài sản trả trước	17	24	28	Vốn chủ sở hữu	130.4%	111.0%	15.4%
IV. Tài sản cố định hữu hình	126	141	163	Thanh khoản			
V. Đầu tư tài chính dài hạn	56	56	56	Thanh toán hiện hành	1.9x	5.1x	5.4x
VI. Tài sản dài hạn khác	169	228	279	Thanh toán nhanh	1.6x	4.6x	4.9x
Tổng tài sản	626	1,129	1,280	Nợ/tài sản	9.6%	1.8%	0.8%
Nợ phải trả	157	142	141	Nợ/vốn chủ sở hữu	13.0%	2.1%	0.9%
Nợ ngắn hạn	131	132	137	Khả năng thanh toán lãi vay	27.0x	59.0x	206.2x
I. Phải trả ngắn hạn	79	105	111	Hiệu quả hoạt động			
II. Doanh thu chưa thực hiện	12	16	20	Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	14 ngày	12 ngày	10 ngày
III. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	40	11	7	Thời gian tồn kho bình quân	47 ngày	47 ngày	47 ngày
Nợ dài hạn	26	10	3	Thời gian trả tiền bình quân	93 ngày	90 ngày	80 ngày
I. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	21	10	3				
II. Các khoản dài hạn khác	5	206	267				
Vốn chủ sở hữu	465	982	1,132	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2017A	2018F	2019F
I. Vốn cổ phần	360	780	780	LCTT từ HĐ kinh doanh	114	138	209
II. Lợi nhuận giữ lại	105	202	352	LCTT từ HĐ đầu tư	(93)	(42)	(52)
Lợi ích của cổ đông không kiểm soát	4	5	6	LCTT từ HĐ tài chính	117	308	(95)
Tổng nguồn vốn	626	1,129	1,280	LCTT trong kỳ	138	404	62
				Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	41	179	583
				Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	179	583	646

Liên hệ: Equity Research

MBS Equity ResearchPhạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phậnNguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam**Bất động sản, Bảo hiểm**Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)**Ngân hàng**Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)Đỗ Ngọc Sơn (Son.DoNgoc@mbs.com.vn)**Vật liệu xây dựng, cao su tự nhiên**Nguyễn Bảo Trung (Trung.NguyenBao@mbs.com.vn)**Hàng không**Nguyễn Nam Khoa (Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn)**Dược phẩm**Nguyễn Đăng Thiện (Thien.NguyenDang@mbs.com.vn)**Hàng tiêu dùng**Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)**Chứng khoán**Phạm Việt Duy (Duy.PhamViet@mbs.com.vn)**Dầu khí, Năng lượng**Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)**Logistics, Dệt may**Lê Khánh Tùng (Tung.LeKhanh@mbs.com.vn)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘ SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.