



AIRPORTS
CORPORATION
OF VIETNAM



TỔNG CÔNG TY CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

Báo cáo phân tích cơ hội đầu tư

Điểm nhấn đầu tư

Tại Việt Nam, toàn bộ 22 cảng hàng không không dân dụng trải dài khắp cả nước, được quản lý, điều hành và khai thác bởi một đơn vị duy nhất là Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV). Do vậy, hoạt động của ACV mang tính đặc trưng Ngành, được hưởng lợi trực tiếp từ tiềm năng tăng trưởng của ngành Hàng không. Động lực cho sự tăng trưởng này đến từ sự phục hồi kinh tế, tiến trình hội nhập kinh tế được đẩy nhanh nhờ các hiệp định thương mại tự do, sự phát triển mở rộng của các hãng hàng không và tăng lớp trung lưu phát triển nhanh.

Chúng tôi đánh giá ACV sẽ tiếp tục tăng trưởng bền vững sau cổ phần hóa nhờ các yếu tố mang tính nền tảng:

- 1 Năng lực đầu tư hệ thống Cảng hàng không
- 2 Năng lực khai thác các dịch vụ hàng không
- 3 Hoạt động phi hàng không còn nhiều tiềm năng phát triển
- 4 Dòng tiền hoạt động sản xuất kinh doanh mạnh



Miễn trách

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 về thị trường 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 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 BSC. Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều là trái luật.

Mục lục

Lĩnh vực cảng hàng không	6
Hoạt động kinh doanh của ACV	14
Tài chính doanh nghiệp lành mạnh	22
Phân tích SWOT	28
Rủi ro đầu tư	29
Dự báo kết quả kinh doanh	30
Định giá	35
Phụ lục	39

Giới thiệu về ACV

Thông tin về tổ chức chào bán

Tên tiếng Việt	Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam
Tên tiếng Anh	Airports Corporation of Vietnam
Tên viết tắt	ACV
Trụ sở chính	58 Trường Sơn, Phường 2, Quận Tân Bình, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại	(84.8)38485383
Website	http://www.vietnamairport.vn
Vốn điều lệ (VND) (sau cổ phần hóa)	22.430.985.040.000
Ngành nghề kinh doanh chính	Hoạt động hỗ trợ trực tiếp cho vận tải hàng không.

Lịch sử phát triển

11/02/1976	Thành lập Tổng cục Hàng không dân dụng Việt Nam
02/04/1993	Thành lập Cục cảng Hàng không sân bay miền Bắc, miền Trung, miền Nam.
31/12/1998	Chuyển đổi các Cục cảng hàng không sân bay miền Bắc, Trung, Nam thành Doanh nghiệp Nhà nước hoạt động công ích.
01/01/2007	Luật hàng không dân dụng chính thức có hiệu lực
07/2010	03 Tổng công ty Cảng hàng không miền Bắc, Trung, Nam được chuyển đổi theo mô hình các công ty TNHH Nhà nước một thành viên, hoạt động theo Luật doanh nghiệp.
08/02/2012	Thành lập Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV)

Thông tin về đợt chào bán

Quy mô và cơ cấu chào bán

Số lượng chào bán	77.804.122 cổ phần
Tỷ lệ	3,47%
Mệnh giá mỗi cổ phần	10.000 đồng
Giá khởi điểm	11.800 đồng

Cơ cấu vốn điều lệ dự kiến sau đợt chào bán

Cổ đông	Số cổ phần	Tỷ lệ nắm giữ
Nhà nước	1.682.323.878	75,00%
CBCNV	31.347.800	1,40%
Tổ chức công đoàn	3.003.003	0,13%
Nhà đầu tư chiến lược	448.619.701	20,00%
Bán đấu giá công khai	77.804.122	3,47%

Lĩnh vực cảng hàng không

Đặc điểm chung của lĩnh vực cảng hàng không thế giới	7
Lĩnh vực cảng hàng không Việt Nam	10

Biểu 1: Chuỗi cung ứng dịch vụ hàng không tại Cảng hàng không

Các nhà cung cấp dịch vụ

Bảo hiểm, ăn uống, nhiên liệu, dịch vụ mặt đất, bảo dưỡng máy bay

Cơ sở hạ tầng

Sân bay, quản lý bay, hệ thống kết nối

Các hãng hàng không

Vận tải hành khách, hành lý và hàng hóa

Phân phối hàng hóa hàng không

Các công ty tiếp vận, logistics, chuyển phát nhanh....



Đặc điểm chung của lĩnh vực cảng hàng không thế giới

Vị trí và vai trò

Lĩnh vực Cảng hàng không là lĩnh vực quan trọng trong hệ thống cơ sở hạ tầng của ngành Hàng không, nên các cảng hàng không thường đi trước và thúc đẩy hoạt động kinh tế, khuyến khích thương mại quốc tế, du lịch và tạo việc làm. Đồng thời, hoạt động của các cảng hàng không gắn liền với công tác an ninh, an toàn và quy hoạch phát triển vùng miền của mỗi quốc gia.

Xét theo vai trò đối với hệ thống hàng không, Cảng hàng không được chia thành Cảng hàng không trung chuyển (Hub Airport) và Cảng hàng không đi và đến truyền thống (Origin & Destination Airport).

Cảng hàng không thuộc nhóm thượng nguồn (upstream) trong chuỗi giá trị của ngành Hàng không, là nơi kết nối hệ thống hàng không của mỗi quốc gia với các phương thức vận chuyển khác. Cảng hàng không chịu trách nhiệm cung cấp cơ sở hạ tầng cho hoạt động của hầu hết các thành viên khác trong chuỗi giá trị.

Lĩnh vực
Cảng hàng
không là lĩnh
vực quan
trọng trong
hệ thống cơ
sở hạ tầng của
ngành Hàng
không

Sản xuất chế tạo

Thân máy bay, động cơ, phụ tùng, cho thuê máy bay.

Đặc điểm

Hạ tầng

Tài sản của cảng hàng không gồm tài sản trong khu bay (đài không lưu, đường hạ cất cánh, đường lăn sân đỗ, các công trình phục vụ an ninh an toàn hàng không, các công trình phụ trợ... và tài sản ngoài khu bay (nhà ga, văn phòng, bãi đỗ ô tô, nhà ga hàng hóa...). Ở một số quốc gia, để đảm bảo an ninh hàng không, tài sản trong khu bay thường do nhà nước quản lý.

Động lực tăng trưởng

Tăng trưởng của Lĩnh vực cảng gắn liền với tăng trưởng bền vững của ngành hàng không. Kể từ khi bắt đầu ra đời

Phân phối hành khách hàng không

Hệ thống đặt chỗ điện tử, các đại lý bán vé, đại lý du lịch

Biểu 2: Hệ thống các dịch vụ được cung cấp tại cảng hàng không



Tăng trưởng của Lĩnh vực cảng hàng không gắn liền với tăng trưởng bền vững của ngành hàng không.

vào năm 1909, lĩnh vực Cảng hàng không đã là một trong số những lĩnh vực có tốc độ tăng trưởng ổn định. Qua 2 thập kỷ nhiều biến động từ 1994 đến 2014, với 4 cuộc khủng hoảng, tốc độ tăng trưởng trung bình lượng khách qua cảng hàng không toàn cầu vẫn đạt 5,5%/năm và được kỳ vọng đạt 4,6%/năm trong 2015-2034ⁱ.

Chuỗi dịch vụ cảng hàng không

Các hoạt động kinh doanh của cảng hàng không có quan hệ tương hỗ mật thiết với nhau do cùng hoạt động dựa trên khối tài sản đặc thù, gồm 3 nhóm dịch vụ chính là (i) Dịch vụ hàng không, (ii) Dịch vụ phi hàng không và (iii) Bán hàng. Trong đó, các dịch

vụ phi hàng không gồm cho thuê mặt bằng, thu phí bến bãi, giữ xe; quảng cáo; cho thuê văn phòng. Hoạt động bán hàng hóa gồm hàng miễn thuế, bách hóa, lưu niệm, ăn uống, điện nước ... tùy thuộc vào lợi thế kinh doanh của từng cảng. Đối với các dịch vụ cốt lõi của cảng hàng không là Dịch vụ hàng không thì phụ thuộc vào lưu lượng cũng như cơ cấu hành khách, hàng hóa đi qua cảng và các mức phí dịch vụ (thường được quy định theo khung giá, mức giá của từng quốc gia).

ⁱ IATA

Bảng 1: Giới thiệu về các dịch vụ cảng hàng không

Dịch vụ hàng không	Mô tả dịch vụ	Phương thức thu phí
Dịch vụ phục vụ hành khách	Cung cấp cơ sở nhà ga, phòng chờ, cầu dẫn khách (ống lồng) và các tiện ích khác... cho hành khách.	Thu gián tiếp qua các hãng hàng không trên mỗi lượt hành khách đi thông qua cảng.
Dịch vụ hạ cất cánh	Cung cấp đường băng, đường lăn, hệ thống chiếu sáng và các hệ thống hỗ trợ khác	Thu trực tiếp trên mỗi lần hạ cất cánh của các hãng hàng không.
Dịch vụ phục vụ mặt đất	Thủ tục hành khách, bốc dỡ, xếp, vận chuyển hành lý/ hàng hóa, điều phối chuyến bay, cân bằng trọng tải chuyến bay, hướng dẫn xếp chuyển bay, dịch vụ chuyên chở hành khách, tổ bay từ máy bay đến nhà ga, cung cấp xe cấp điện, cấp khí...	Thu trực tiếp các hãng hàng không dựa trên cơ sở yêu cầu dịch vụ của các hãng hàng không theo từng loại tàu bay.
Dịch vụ soi chiếu an ninh	Cung cấp dịch vụ soi chiếu hành khách, hành lý, hàng hóa qua việc sử dụng các thiết bị chuyên dụng (máy chiếu tia X, máy phát kim loại và các trang thiết bị an ninh khác) nhằm đảm bảo an toàn cho hành khách cũng như hàng hóa đi tàu bay.	Thu gián tiếp thông qua các hãng hàng không trên mỗi lượt hành khách và mỗi tấn hàng hóa đi thông qua cảng.

Đặc điểm chung của lĩnh vực Cảng hàng không

Do vai trò đặc biệt trong cơ cấu hạ tầng và chuỗi giá trị của toàn Ngành, cũng như tài sản và dịch vụ của lĩnh vực cảng Hàng không, hoạt động kinh doanh của lĩnh vực cảng hàng không vì vậy có những tính chất chung như sau:

- Cảng hàng không yêu cầu vốn đầu tư lớn và là tiền đề cho sự phát triển kinh tế - xã hội khu vực, nên thường gắn liền với quy hoạch phát triển kinh tế - xã hội, lĩnh vực hoạt động có điều kiện và phải được sự chấp thuận của cơ quan quản lý Nhà nước.
- Khách hàng trực tiếp của cảng hàng không là các hãng hàng không, các phí dịch vụ tại cảng hàng không đều được thu trực tiếp hoặc gián tiếp qua các hãng hàng không.
- Đơn giá các loại dịch vụ của cảng hàng không thường nằm trong khung giá và mức giá quy định của cơ quan quản lý.
- Doanh thu của cảng hàng không thường biến động cùng chiều với sản lượng cũng như cơ cấu hành khách và hàng hóa luân chuyển qua cảng từng thời kỳ.
- Hoạt động của cảng hàng không dựa trên khai thác lợi thế kinh doanh tự nhiên của tài sản nên các chi phí chủ yếu là chi phí cố định, dễ kiểm soát và dự báo.

Lĩnh vực cảng hàng không Việt Nam

Hiện tại, hệ thống cảng hàng không Việt Nam gồm 22 cảng hàng không dân dụng trải rộng trên khắp cả nước, được quản lý, điều hành và khai thác bởi một đơn vị duy nhất là Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV).

Ngày 08/02/2012, Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam được thành lập trên cơ sở hợp nhất 03 Tổng công ty Cảng hàng không ba miền Bắc, Trung và Nam.

Cơ sở hạ tầng lĩnh vực Cảng hàng không Việt Nam

Hệ thống 22 Cảng hàng không phủ rộng khắp cả nước với tổng công suất thiết kế hiện tại là 69,40 triệu hành khách, được phân loại như sau:

- Theo tiêu chuẩn phân cấp của ICAO, 05 cảng cấp 4E; 03 cảng cấp 4D; 09 cảng cấp 4C và 05 cảng cấp 3C.
- Theo hoạt động cung cấp dịch vụ, có 07 Cảng hàng không Quốc tế, 15

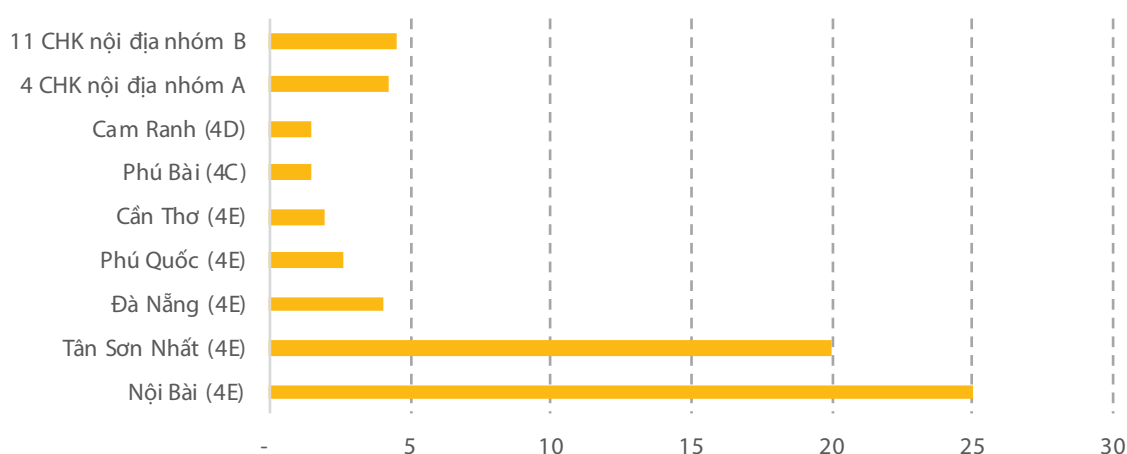
Cảng hàng không nội địaⁱ. Mức giá dịch vụ đối với các hành khách và chuyển bay quốc nội thấp hơn từ 2 đến 8 lần so với mức giá dịch vụ của chuyển quốc tế.

- Theo chế độ thu, được chia thành Cảng hàng không nhóm A và nhóm B. đơn giá dịch vụ của các cảng hàng không nhóm A cao hơn từ 17% -70% so với các cảng hàng không nhóm B.

Tại Việt Nam, tài sản trong khu bay của ACV gồm nhà cửa vật kiến trúc (đường hạ cất cánh, đường lăn...), máy móc thiết bị, phương tiện vận tải sẽ được

ⁱ 3 cảng hàng không nội địa nhóm A là Cát Bi, Vinh và Liên Khương được phép khai thác một số đường bay quốc tế.

Biểu 3: Tổng hợp công suất thiết kế của các cảng hàng không tại Việt Nam năm 2014 (triệu lượt khách)



Nguồn: ACV

bàn giao lại cho Nhà nước sau khi ACV cổ phần hóa.

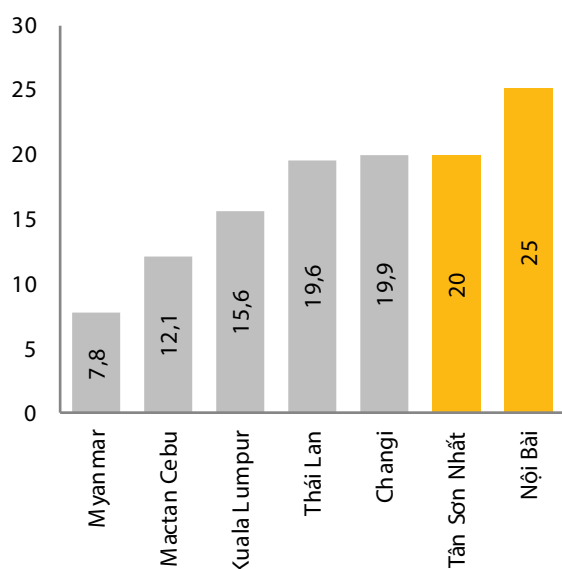
Hệ thống cảng hàng không Việt Nam đang tiếp tục được nâng cấp, số lượng các Cảng hàng không Quốc tế và Cảng hàng không nhóm A tăng lên, chủ yếu tại các thành phố du lịch, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu dịch vụ hàng không trên cả 2 phương diện là tăng sản lượng hành khách quốc tế và đơn giá dịch vụ.

Quy định về giá

Tại Việt Nam, giá các dịch vụ hàng không của ACV đều phải tuân thủ theo quy định về khung giá hoặc mức giá của Nhà nước:

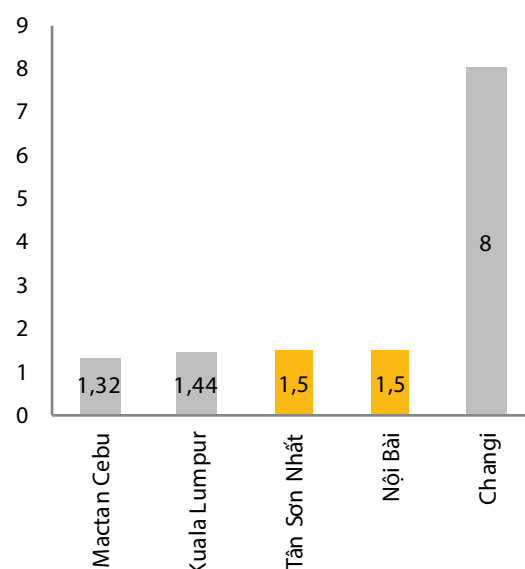
- Giá dịch vụ hành khách được tính theo số lượng hành khách đi thông qua các cảng.
- Giá dịch vụ hạ cất cánh được tính theo trọng tải tối đa mỗi lượt hạ cất cánh của tàu bay.
- Giá phục vụ mặt đất được tính theo yêu cầu dịch vụ của các hãng hàng không theo từng loại tàu bay.
- Giá soi chiếu an ninh hàng không được tính theo số lượng hành khách và tấn hàng hóa đi thông qua cảng.
- Giá các dịch vụ hàng không đã có sự thay đổi từ ngày 01/10/2014. Theo quyết định 1992/QĐ-BTC, hầu hết giá các dịch vụ hàng không của ACV đều được điều chỉnh tăng. Cụ thể:
- Giá phục vụ hành khách áp dụng tăng từ 17% đến 20% đối với các chuyến bay nội địa
- Giá dịch vụ hạ cất cánh cho các chuyến bay quốc tế tăng 5%.
- Giá dịch vụ soi chiếu an ninh tăng khoảng 5 lần đối với hành khách quốc tế và khoảng 4 lần đối với hành khách nội địa

Biểu 4: So sánh biểu phí phục vụ hành khách quốc tế (USD)ⁱ



Nguồn: BSC Tổng hợp

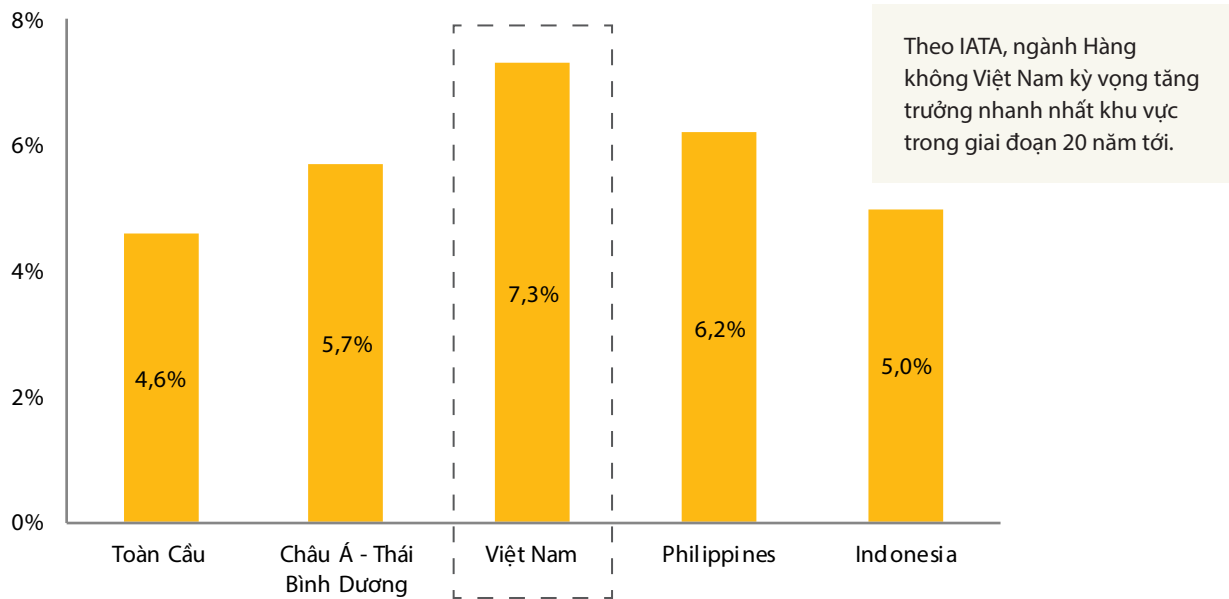
Biểu 5: So sánh biểu phí dịch vụ soi chiếu an ninh hành khách quốc tế (USD)ⁱ



Nguồn: BSC Tổng hợp

ⁱ Đơn giá tại cảng hàng không Tân Sơn Nhất và Nội Bài được lấy theo mức trần trong khung giá

Biểu 6: Dự báo tốc độ tăng trưởng của ngành hàng không tại một số khu vực, 2014 – 2034



Nguồn: IATA, Air Passenger Global Forecast

Giá dịch vụ soi chiếu an ninh hành khách, hành lý tăng khoảng 5 lần đối với hành khách quốc tế và tăng khoảng 4 lần đối với hành khách nội địa nhờ chuyển từ tính theo loại máy bay sang tính theo số lượng hành khách.

Giá các dịch vụ hàng không tại Việt Nam tương đối cạnh tranh so với khu vực. mức trần trong khung các dịch vụ hàng không của ACV được xác định tiệm cận với các cảng hàng không lớn trong khu vực.

Tăng trưởng bền vững

Do đặc trưng của lĩnh vực Cảng hàng không có mức giá dịch vụ chịu sự quản lý của Nhà nước, nên tăng trưởng của ngành Hàng không Việt Nam chủ yếu phụ thuộc vào tốc độ tăng trưởng của

số lượng, cơ cấu hành khách và sản lượng hàng hóa đi thông qua các cảng.

Ngành Hàng không Việt Nam tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2000-2014 với tổng số lượng hành khách đi và đến tăng trưởng bình quân đạt 16,60%/năm. Đà tăng này tiếp tục được duy trì trong 9T.2015, đạt 46,6 triệu lượt khách, tăng 22,3% yoy, trong đó, sản lượng khách quốc tế và nội địa lần lượt đạt 14 triệu hành khách và 32,6 triệu hành khách.

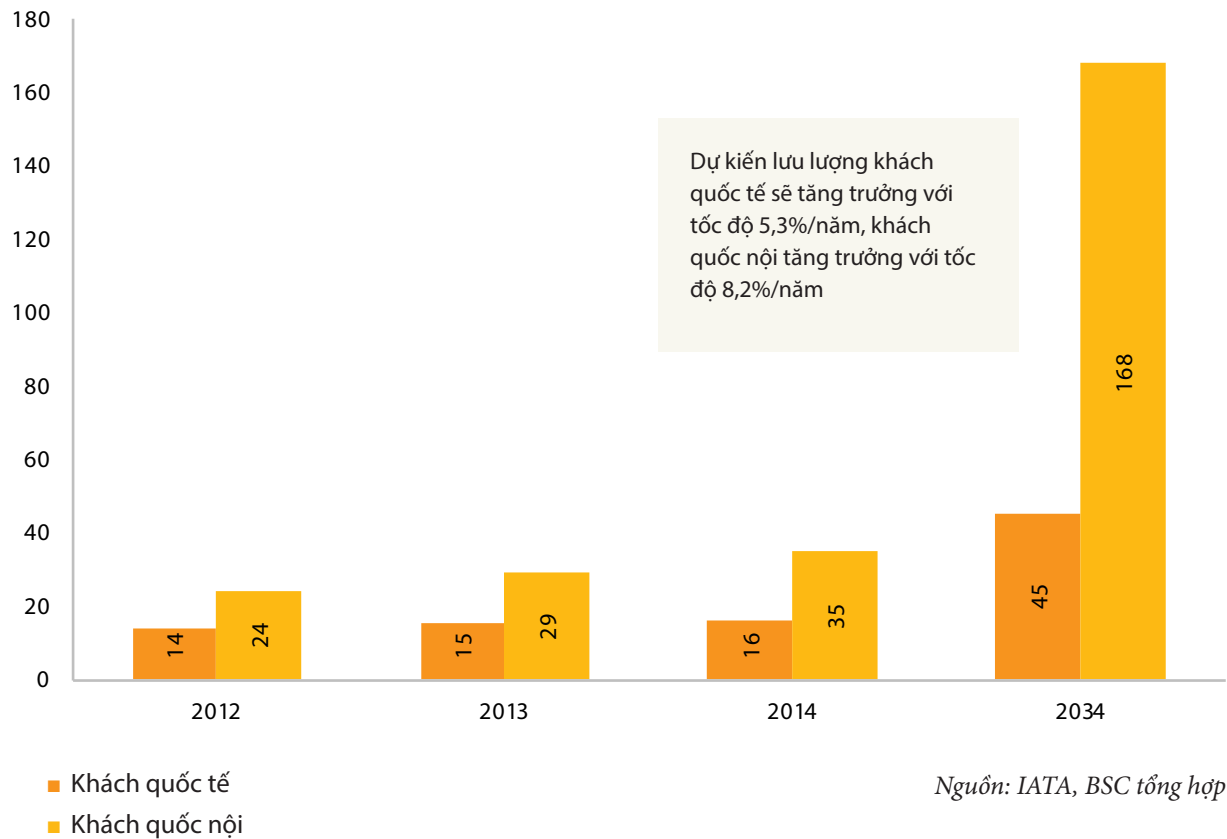
Theo dự báo của IATA, trong giai đoạn 2014 – 2034, tốc độ tăng trưởng trung bình sản lượng hành khách hàng không đi và đến đạt 7,3%/năm, cao hơn tốc độ tăng trưởng trung bình của thế giới

(4,6%/năm) và khu vực châu Á – Thái Bình Dương (5,7%/năm).

Động lực tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam trong thời gian tới sẽ đến từ:

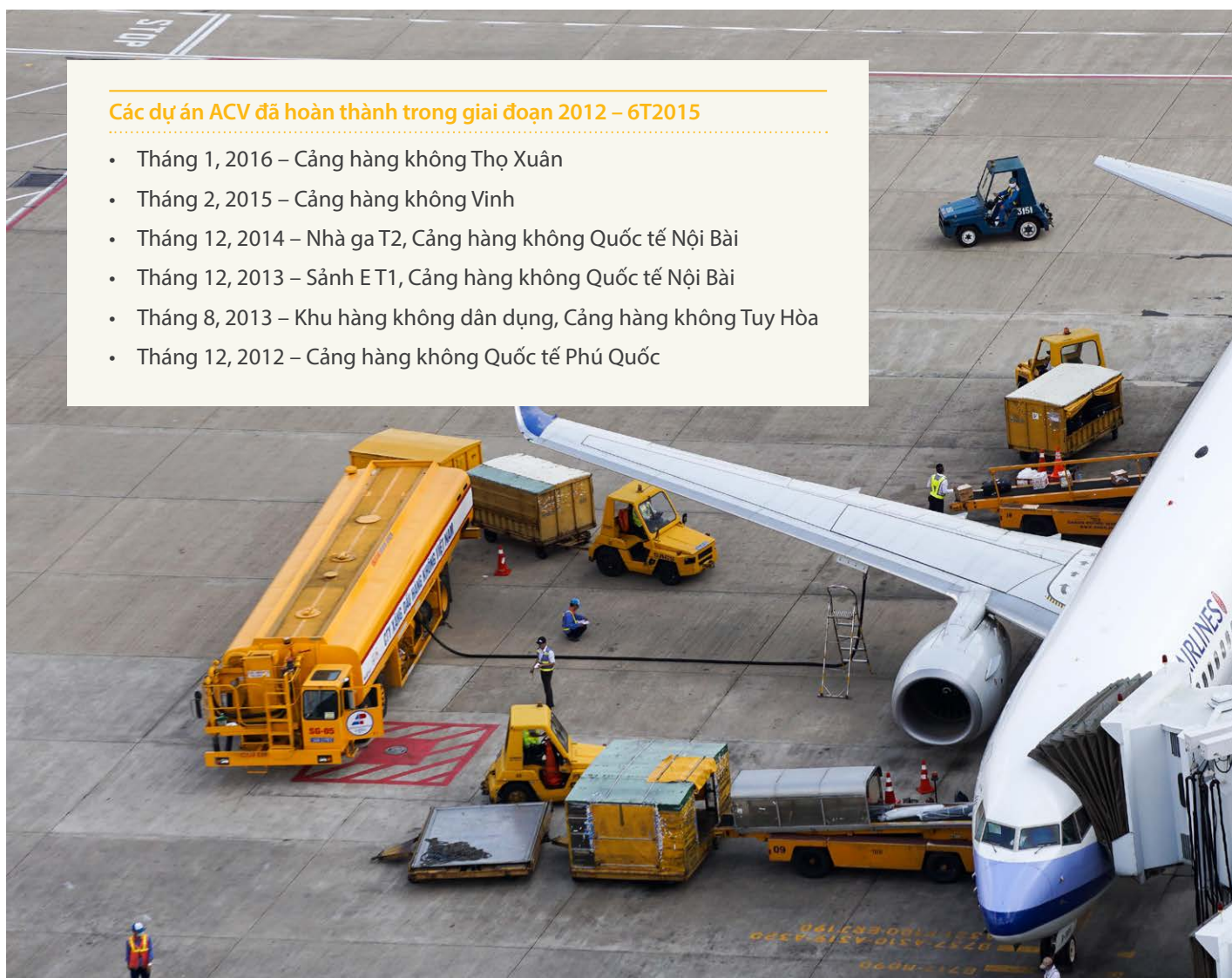
- Với hành khách và hàng hóa nội địa: (i) Kinh tế phục hồi, (ii) Tầng lớp trung lưu tăng nhanh, (iii) Hàng không giá rẻ còn nhiều tiềm năng tăng trưởng và các hãng hàng không tăng quy mô đội bay, mở rộng đường bay.
- Với hành khách và hàng hóa quốc tế: (i) Tăng trưởng ngành du lịch và (ii) hội nhập kinh tế quốc tế.

Biểu 7: Dự báo tốc độ tăng trưởng lưu lượng khách hàng không Việt Nam (triệu khách)



Các dự án ACV đã hoàn thành trong giai đoạn 2012 – 6T2015

- Tháng 1, 2016 – Cảng hàng không Thọ Xuân
- Tháng 2, 2015 – Cảng hàng không Vinh
- Tháng 12, 2014 – Nhà ga T2, Cảng hàng không Quốc tế Nội Bài
- Tháng 12, 2013 – Sân E T1, Cảng hàng không Quốc tế Nội Bài
- Tháng 8, 2013 – Khu hàng không dân dụng, Cảng hàng không Tuy Hòa
- Tháng 12, 2012 – Cảng hàng không Quốc tế Phú Quốc



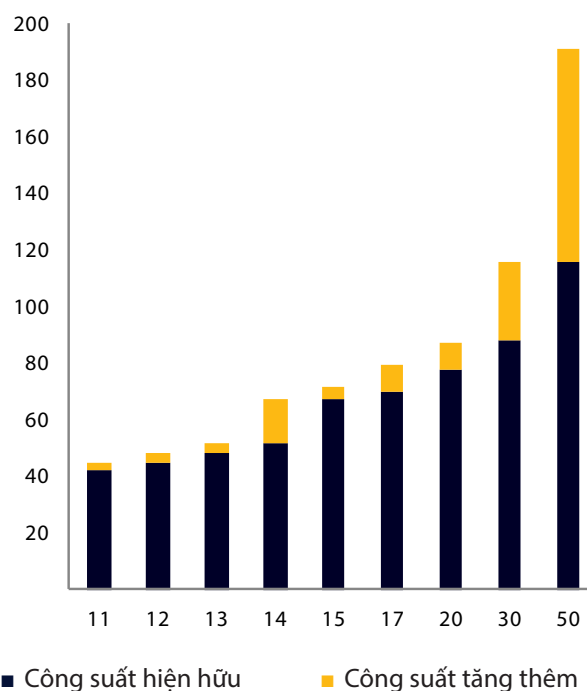
Hoạt động kinh doanh của ACV

Năng lực cung ứng liên tục được mở rộng	15
Hoạt động kinh doanh dịch vụ hàng không bền vững và hiệu quả	16
Hoạt động phi hàng không còn nhiều tiềm năng tăng trưởng	20



Năng lực cung ứng liên tục được mở rộng

Biểu 8: Tổng công suất thiết kế dự kiến giai đoạn 2011 – 2050 (triệu hành khách/năm)



Nguồn: ACV

ACV liên tục đầu tư mở rộng các cảng hàng không, qua đó nâng cao năng lực khai thác và chất lượng dịch vụ

Hệ thống Cảng hàng không được hoàn thiện nhờ năng lực đầu tư tốt.

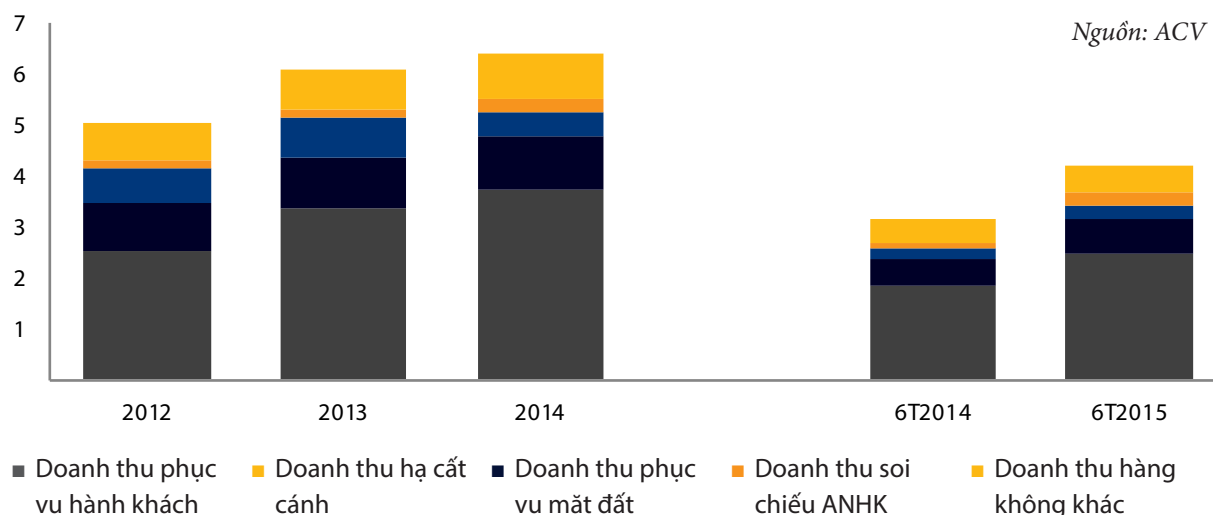
Trong vòng hơn 03 năm từ 2012-6T.2015, sau khi hợp nhất 03 Tổng công ty cảng, ACV đã đầu tư và mở rộng 06 dự án lớn tại các cảng hàng không, giúp tổng công suất thiết kế của ACV tăng 54% từ 45,15 triệu hành khách năm 2011 lên 69,40 triệu hành khách. ACV đã chứng minh được năng lực trong việc quản lý và thực hiện các dự án đầu tư cảng hàng không.

Mở rộng công suất giai đoạn 2015 – 2020

Hệ thống Cảng hàng không tiếp tục được đầu tư, mở rộng, nâng tổng công suất thiết kế lên 90,8 triệu hành khách vào năm 2020. Việc đầu tư mở rộng các cảng hàng không này là vấn đề cấp thiết, nhằm nâng cao năng lực khai thác cũng như chất lượng dịch vụ của hệ thống cảng Việt Nam. Trong giai đoạn 2015-2020, ACV dự kiến đầu tư 19 nghìn tỷ đồng cho các dự án ngoài khu bay nhằm mở rộng, nâng công suất phục vụ, đặc biệt là các cảng hàng không đem lại doanh thu chính cho ACV. Đồng thời, trong giai đoạn 2018-2025, ACV dự kiến tiến hành đầu tư xây dựng Cảng hàng không quốc tế Long Thành giai đoạn I có công suất thiết kế 25 triệu hành khách/năm và nâng lên công suất lên 100 triệu hành khách/năm từ 2050.

Hoạt động kinh doanh dịch vụ hàng không bền vững và hiệu quả

Biểu 9: Doanh thu các dịch vụ hàng không của ACV giai đoạn 2012 – 2015



Cùng với việc cơ bản hoàn thiện hệ thống cảng, ACV tiếp tục khai thác hiệu quả khối tài sản này trong hoạt động kinh doanh cốt lõi là các dịch vụ hàng không.

Mảng dịch vụ hàng không là mảng hoạt động chủ lực của ACV, đóng góp trung bình 81% doanh thu của Tổng công ty trong giai đoạn 2012-6T2015. Trong giai đoạn 2012-2014, doanh thu mảng dịch vụ hàng không có tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm CAGR đạt 13%. 6 tháng đầu năm 2015, doanh thu dịch vụ hàng không đạt 4,212 tỷ đồng, tăng 35% so với cùng kỳ 2014. Động lực tăng trưởng chính của mảng này đến từ các yếu tố sau:

- Số lượng hành khách tăng trưởng bình quân 16%/năm trong giai đoạn 2012-2014 và tăng 21% trong 6 tháng đầu năm 2015 (trong đó lượng khách quốc tế tăng 16% và lượng khách

nội địa tăng 24%), đạt 30 triệu hành khách

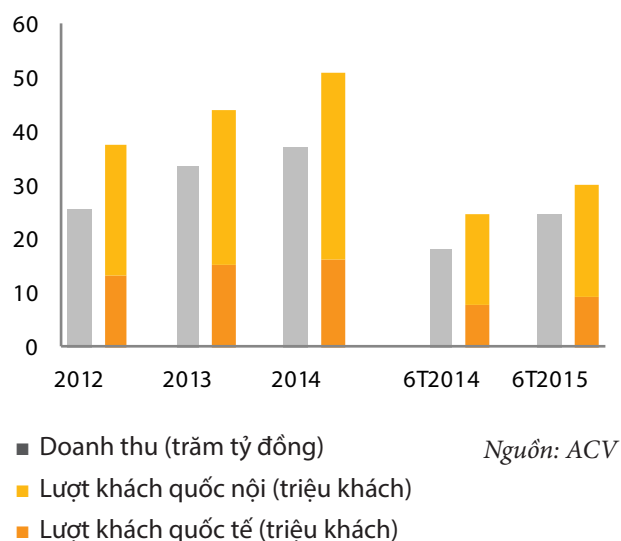
- Số lượng hàng hóa luân chuyển tăng trưởng bình quân 15%/năm trong giai đoạn 2012-2014 và tăng 17% trong 6 tháng đầu năm 2015, đạt 467 nghìn tấn.
- Số lượt cất hạ cánh tăng trưởng bình quân 10%/năm trong giai đoạn 2012-2014 và tăng 18% trong 6 tháng đầu năm 2015, đạt 216 nghìn lượt.
- Các đơn giá dịch vụ được điều chỉnh tăng từ 1/10/2014.
- Các chính sách giảm giá cho các hãng hàng không trong nước bay nội địa đã hết hiệu lực kể từ 31/12/2014.

Dịch vụ hàng không của ACV bao gồm 05 nhóm dịch vụ chính: (1) Dịch vụ hành khách; (2) Dịch vụ hạ cánh; (3) Dịch vụ phục vụ mặt đất; (4) Dịch vụ soi chiếu an ninh và (5) Một số dịch vụ khác.

Dịch vụ hành khách

Doanh thu dịch vụ hành khách là nguồn doanh thu dịch vụ hàng không lớn nhất của ACV, đóng góp trung bình 56% doanh thu dịch vụ hàng không của ACV trong giai đoạn 2012-6T2015. Đây là hoạt động trọng yếu, dẫn dắt sự tăng trưởng của ACV với mức tăng trung bình CAGR 21% trong giai đoạn 2012-2014. Trong 6 tháng đầu năm 2015, doanh thu phục vụ hành khách của ACV đạt 2.463 tỷ đồng, tăng 34%. Chúng tôi đánh giá dịch vụ hành khách sẽ duy trì đà tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 2015-2020 nhờ 2 yếu tố phụ thuộc chính là sản lượng hành khách đặc biệt là khách quốc tế tiếp tục tăng mạnh, trong khi khung giá dịch vụ ổn định.

Biểu 10: Doanh thu và sản lượng hành khách qua cảng, 2012 – 2014



Bảng 2: Biểu phí dịch vụ phục vụ hành khách

	Từ 01/12/2012		Từ 1/10/2014	
	Mức phí	Tối thiểu	Tối đa	
Chuyến bay quốc tế (USD/khách)				
Tần Sơn nhất	20	10	20	
Phú Quốc	18	9	18	
Đà Nẵng, Cần Thơ	16	8	16	
Nội Bài				
Nhà ga T1	16	8	16	
Nhà ga T2		13	25	
Liên Khương, Cam Ranh	14	7	14	
Cảng hàng không khác	8	4	8	
Chuyến bay nội địa (VND/khách)				
Cảng hàng không nhóm A	54.545	31.818	63.636	
Cảng hàng không nhóm B	45.455	27.272	54.545	

Dịch vụ hạ cất cánh

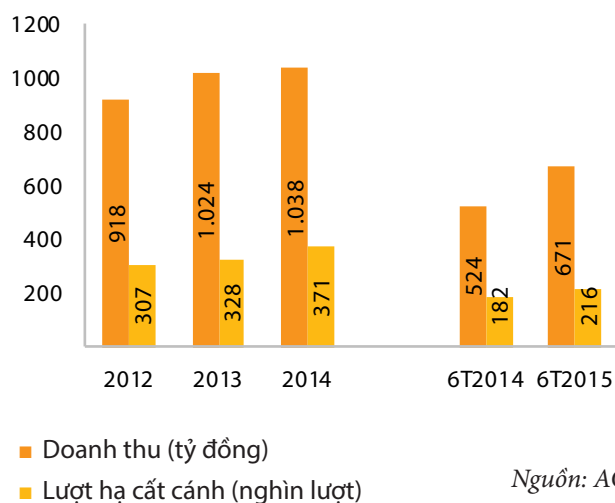
Doanh thu hạ cất cánh là doanh thu dịch vụ hàng không lớn thứ 2 của ACV, chiếm trung bình 17% doanh thu dịch vụ hàng không của ACV trong giai đoạn 2012-6T2015. Doanh thu dịch vụ hạ cất cánh tăng trưởng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2015, đạt 671 tỷ đồng, tăng 28%yoy, cao hơn mức tăng trưởng bình quân CAGR 6% trong giai đoạn 2012-2014. Chúng tôi đánh giá doanh thu dịch vụ hạ cất cánh sẽ tiếp tục tăng nhanh trong 6 tháng cuối năm 2015 do đa số chính sách giảm giá cho 3 hãng hàng không nội địa đã hết hiệu lực từ 31/12/2014 và duy trì ổn định trong giai đoạn sau 2015.

Dịch vụ phục vụ mặt đất

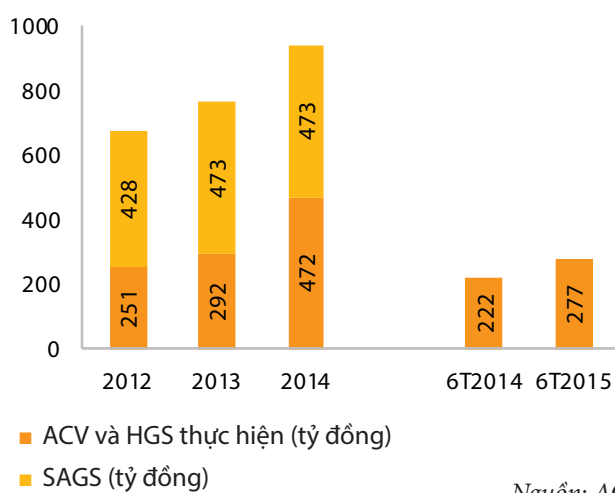
Dịch vụ phục vụ mặt đất hiện chiếm bình quân 10% doanh thu dịch vụ hàng không của ACV trong giai đoạn 2012-6T2015. Trước năm 2014, doanh thu phục vụ mặt đất của ACV tăng trưởng khá nhanh nhưng giảm 38% trên báo cáo tài chính công ty mẹ năm 2014. Nguyên nhân do một số đơn vị thành viên cổ phần hóa và chuyển đổi mô hình hoạt động nên doanh thu từ các đơn vị này sẽ không được phản ánh trong doanh thu phục vụ mặt đất của công ty mẹ ACV, nhưng không ảnh hưởng nhiều đến doanh thu hợp nhấtⁱ. Trên cơ sở lộ trình chuyển đổi dần mô hình hoạt động của các đơn vị thành viên, chúng tôi đánh giá hoạt động phục vụ mặt đất của ACV sẽ tương đối ổn định trong thời gian tới.

ⁱ Năm 2014 Công ty Phục vụ mặt đất Sài Gòn (SAGS) chuyển đổi mô hình hoạt động từ chi nhánh sang công ty TNHH 1 thành viên, Công ty Phục vụ mặt đất Hà Nội (HGS) và bộ phận phục vụ mặt đất tại Đà Nẵng được chuyển giao cho Công ty cổ phần Phục vụ mặt đất Sài Gòn.

Biểu 11: Doanh thu và số lượt hạ cất cánh thương mại



Biểu 12: Doanh thu phục vụ mặt đất



Dịch vụ soi chiếu an ninh hàng không

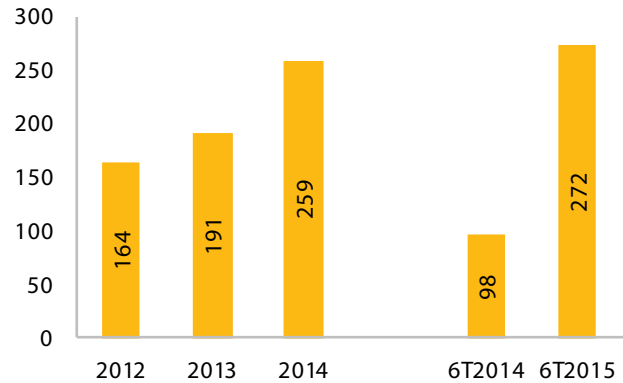
Doanh thu dịch vụ soi chiếu an ninh hàng không đóng góp khoảng 4% doanh thu dịch vụ hàng không của ACV trong giai đoạn 2012-6T2015. Doanh thu dịch vụ soi chiếu an ninh hàng không tăng mạnh nhờ thay đổi cơ chế thuⁱⁱ. Nhờ vậy, doanh thu dịch vụ soi chiếu an ninh hàng không đã tăng đến 179% trong năm 6 tháng đầu năm 2015, đạt 272 tỷ đồng. Tương tự như dịch vụ phục vụ hành khách, sau khi tăng đáng kể năm 2015 do thay đổi cách tính phí, chúng tôi đánh giá dịch vụ soi chiếu an ninh hàng không sẽ có mức tăng trưởng cùng nhịp với lượng khách và hàng hóa đi qua cảng trong giai đoạn sau đó.

Dịch vụ hàng không khác

Dịch vụ hàng không khác chiếm khoảng 13% tổng doanh thu dịch vụ hàng không của ACV trong giai đoạn 2012-6T2015. Dịch vụ hàng không khác bao gồm các dịch vụ đậu lại, dẫn tàu bay, cho thuê quầy thủ tục, cho thuê thang ống, canh gác tàu bay, kéo đẩy máy bay... Nhìn chung các dịch vụ hàng không khác có xu hướng biến động cùng chiều doanh thu với các dịch vụ hàng không chính.

ⁱⁱ Xem phần Lĩnh vực cảng hàng không Việt Nam.

Biểu 13: Doanh thu soi chiếu an ninh hàng không (tỷ đồng)



■ Doanh thu soi chiếu

Nguồn: ACV

Nhận định

ACV có năng lực trong việc đầu tư và vận hành hiệu quả khối lượng tài sản đang quản lý và khai thác. Không những duy trì được sự tăng trưởng bền vững cùng với sự tăng trưởng của ngành Hàng không, hoạt động kinh doanh cốt lõi của ACV còn có mức tăng trưởng vượt trội nhờ cải thiện hiệu quả khai thác. Chúng tôi đánh giá, với kinh nghiệm đầu tư, quản lý và khai thác đã được minh chứng, ACV sẽ tiếp tục đầu tư và vận hành tốt các dự án cảng hàng không mới, tận dụng được đà phát triển nhanh của ngành Hàng không Việt Nam trong giai đoạn tới.

Hoạt động phi hàng không còn nhiều tiềm năng tăng trưởng

Bên cạnh hoạt động kinh doanh chính là các dịch vụ hàng không, trên cơ sở khai thác lợi thế thương mại tại 21/22 Cảng hàng không, ACV còn cung cấp các dịch vụ phi hàng không và bán hàng (hoạt động phi hàng không). Doanh thu phi hàng không đóng góp trung bình 19% tổng doanh thu của ACV trong giai đoạn 2012-6T2015. Trong đó:

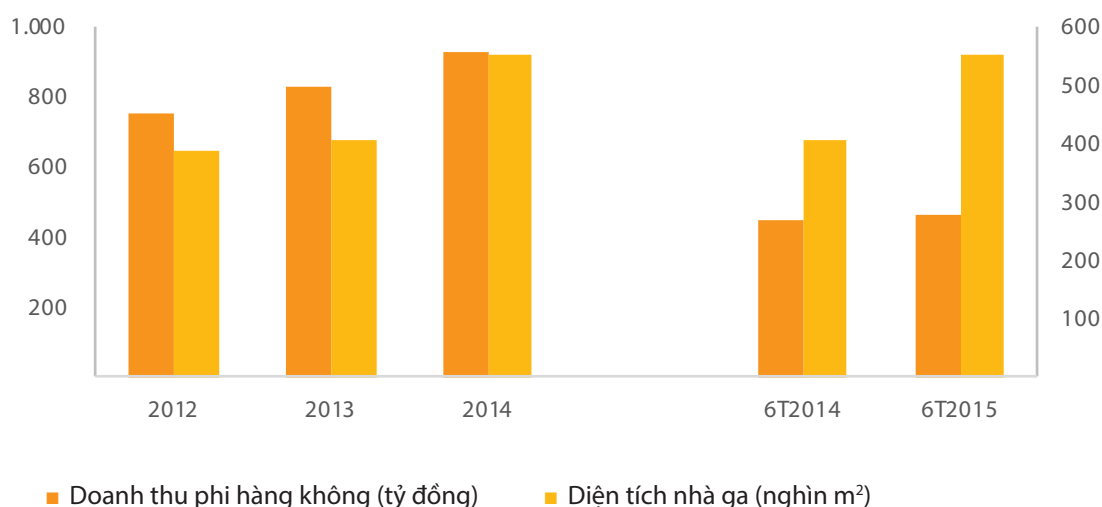
- **Dịch vụ phi hàng không:** chiếm trung bình 11% tổng doanh thu của ACV trong giai đoạn 2012- 6T2015. ACV cung cấp các dịch vụ phi hàng không gồm cho thuê mặt bằng, thu phí bến bãi giữ xe, dịch vụ quảng cáo, cho thuê văn phòng... Động lực tăng trưởng chính của dịch vụ phi hàng không đến từ mở rộng diện tích kinh doanh.
- **Bán hàng hóa:** đóng góp bình quân khoảng 8% tổng doanh thu của ACV giai đoạn 2012-6T2015. ACV thực

hiện thương mại nội cảng tại 11/22 cảng hàng không tại Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt trung bình 28% yoy từ 2012-2014, và tăng đến 64% trong 6T/2015 (đạt 551 tỷ đồng). Biên lợi nhuận gộp mảng bán hàng đạt 28,54%, tăng nhẹ so với biên lợi nhuận gộp năm 2014 (27,45%) do hình thức hợp tác kinh doanh có biên lợi nhuận cao hơn so với bán hàng truyền thống.

Tiềm năng tăng trưởng lớn

So với các cảng hàng không trong khu vực và trên thế giới, doanh thu phi hàng không của ACV còn nhiều tiềm năng tăng trưởng do vẫn ở mức thấp cả về tỷ trọng và số tuyệt đối trên lượng hành khách. Tỷ trọng doanh thu phi hàng không tính trung bình theo từng khu vực trên thế giới năm 2013 dao động từ 27,59% đến 49,43%. Chúng tôi cho rằng doanh thu phi hàng không sẽ tăng trưởng mạnh nhờ:

Biểu 14: Tương quan giữa doanh thu phi hàng không và diện tích nhà ga



Đẩy mạnh bán hàng và cung cấp dịch vụ phi hàng không

Doanh thu phi hàng không tại CHK Quốc tế Nội Bài sẽ tăng nhờ tăng diện tích khai thác nhà ga T2 Nội Bài và triển khai hình thức hợp tác kinh doanh. Đồng thời, việc tăng sản lượng hành khách quốc tế tại các cảng hàng không như Phú Quốc, Nội Bài, Cam Ranh... sẽ cải thiện doanh thu phi hàng không của ACV.

Giá cho thuê mặt bằng còn nhiều khả năng tăng

So với giá cho thuê mặt bằng kinh doanh tại 02 thành phố lớn là Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh, giá cho thuê mặt bằng tại các cảng hàng không khu vực này còn thấp.

Xã hội hóa các cảng hàng không

Với sự tham gia của nguồn vốn tư nhân, đây được coi là biện pháp hữu ích nhằm đa dạng hóa sản phẩm, dịch vụ, nâng cao chất lượng và hiệu quả khai thác các cảng hàng không. Một số dự

Chúng tôi cho rằng, hoạt động phi hàng không của ACV sẽ tăng cả về quy mô và hiệu quả. Mức chi tiêu phi hàng không/hành khách và tỷ trọng doanh thu phi hàng không sẽ tiệm cận dần với các nước trong khu vực và trên thế giới, đóng góp vào kết quả kinh doanh chung của ACV.

án xã hội hóa (XHH) cảng hàng không đã và có thể được triển khai bao gồm:

- Đầu tư Nhà ga hành khách Quốc tế tại CHK Quốc tế Đà Nẵng
- Đầu tư, khai thác Nhà ga hành khách quốc tế tại CHK Quốc tế Cam Ranh
- Đầu tư xây dựng, khai thác Nhà để xe ga quốc nội tại CHK Quốc tế Tân Sơn Nhất

Tài chính doanh nghiệp lành mạnh

Tại ngày 31/12/2014, Tổng công ty Cảng hàng không Việt nam có 04 công ty con và 03 công ty liên kết. Chúng tôi cho rằng, phạm vi phân tích tài chính, đánh giá giá trị doanh nghiệp được cổ phần hóa cần được mở rộng thực hiện trên cả Báo cáo tài chính Công ty mẹ và Báo cáo tài chính hợp nhất.

Tài chính công ty mẹ	23
Tài chính công ty hợp nhất năm 2014	27

Tài chính công ty mẹ

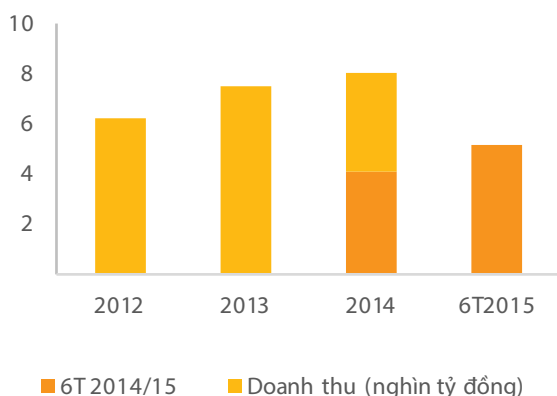
Chúng tôi đánh giá tình hình tài chính công ty mẹ ACV lành mạnh, hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng nhanh, dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh lớn, cơ cấu tài sản, nguồn vốn an toàn và khả năng thanh toán cao.

Hoạt động kinh doanh lõi tăng mạnh

Doanh thu và lợi nhuận

Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình (CAGR) từ năm 2012-2014 đạt là 14%. Doanh thu thuần 6T2015 đạt 5.173 tỷ đồng, tăng 32,72% so với cùng kỳ. LNTT (không tính lợi nhuận phát sinh từ chênh lệch tỷ giá) của ACV tăng trung bình 15% từ năm 2012-2014, đạt 1.693 tỷ đồng vào năm 2014.

Biểu 15: Doanh thu thuần của ACV, 2012 – 2015



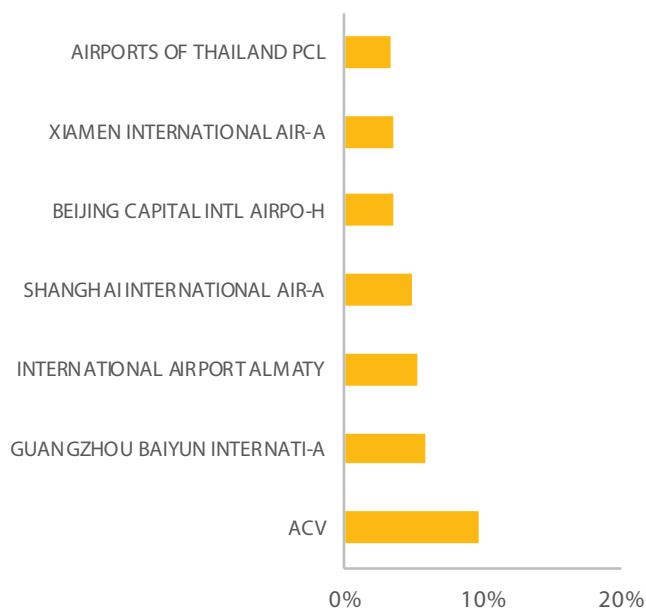
Cơ cấu chi phí

Do đặc thù hoạt động Cảng hàng không cần phải diễn ra một cách thường xuyên và liên tục, dựa trên hệ thống tài sản có giá trị lớn, ACV có nhu cầu nâng cấp, sửa chữa tài sản định kỳ. Theo đó, chi phí khấu hao và sửa chữa tài sản luôn là những chi phí trọng yếu của ACV. Trong 2 năm 2013 và 2014, tỷ trọng chi phí khấu hao bình quân, chi phí sửa chữa tài sản bình quân trong tổng chi phí giá

vốn hàng bán lần lượt là 33% và 23%. Cụ thể, năm 2014:

- **Chi phí khấu hao tài sản cố định:**ⁱ Công ty khấu hao nhanh 02 lần đối với một số tài sản là tài sản máy móc, thiết bị, phương tiện vận tải. Tỷ lệ khấu hao trên nguyên giá tài sản cố định của ACV khoảng 10%ⁱⁱ. Sau cổ phần hóa, ACV không còn phải trích khấu hao đối với tài sản trong khu bay, do các tài sản này sẽ được bàn giao lại cho Bộ Giao thông Vận tải. Toàn bộ tài sản của công ty sau cổ phần hóa sẽ được tính theo tỷ lệ khấu hao bình thường theo quy định của Nhà nước.

Biểu 16: So sánh tỷ lệ khấu hao trên nguyên giá TSCĐ



i Thời gian khấu hao trung bình ACV áp dụng đối với máy móc, thiết bị là 5-10 năm, đối với phương tiện vận tải là 4-8 năm và đối với thiết bị, dụng cụ quản lý là 4-6 năm

ii Cuối tháng 12/2014, ACV đưa vào vận hành Nhà ga T2 - Cảng HKQT Nội Bài nên chi phí khấu hao chỉ được trích theo số ngày tương ứng với thời gian Nhà ga T2 đưa vào sử dụng cuối năm 2014.

- **Chi phí sửa chữa tài sản được trích trước:** Đây chủ yếu là chi phí sửa chữa lớn được trích trước để tạo nguồn sửa chữa lớn các tài sản trong chu kỳ dài (từ 7-10 năm) nhằm tránh đột biến trong kết quả sản xuất kinh doanh tại thời điểm diễn ra sửa chữa tài sản. Tổng chi phí sửa chữa lớn được trích trước bình quân hàng năm khoảng hơn 900 tỷ/năm, phù hợp với quy định hiện hành.

Quy mô và cơ cấu tài sản

Cơ cấu tài sản được duy trì tương đối ổn định. Tỷ trọng tài sản dài hạn/tổng tài sản đạt trung bình 51% từ năm 2012 - 6T2015. Kết thúc 6 tháng đầu năm 2015, tổng tài sản dài hạn đạt 24 nghìn tỷ đồng, chiếm 56% tổng tài sản của ACV.

Tài sản ngắn hạn

Đóng góp chính vào giá trị tài sản ngắn hạn của ACV là các khoản tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn (dưới dạng tiền gửi có kỳ hạn từ 3 tháng đến 1 năm), chiếm 75% tổng giá trị tài sản ngắn hạn, đạt 14 nghìn tỷ đồng. Đây là các tài sản có thanh khoản cao, rủi ro thấp và mang lại nguồn thu nhập tài chính lớn và ổn định cho ACV.

Tài sản dài hạn

Kết thúc 6T2015, tài sản dài hạn tăng 49% so với năm 2013 do ghi nhận giá trị đầu tư nhà ga T2 cảng hàng không Quốc tế Nội Bài với tổng giá trị đầu tư ước tính khoảng 15 nghìn tỷ đồng. Sau cổ phần hóa, tài sản trong khu bay (giá trị còn lại tại thời điểm 30/6/2014 là 1.915 tỷ đồng) sẽ được bàn giao lại cho Bộ Giao thông Vận tải.

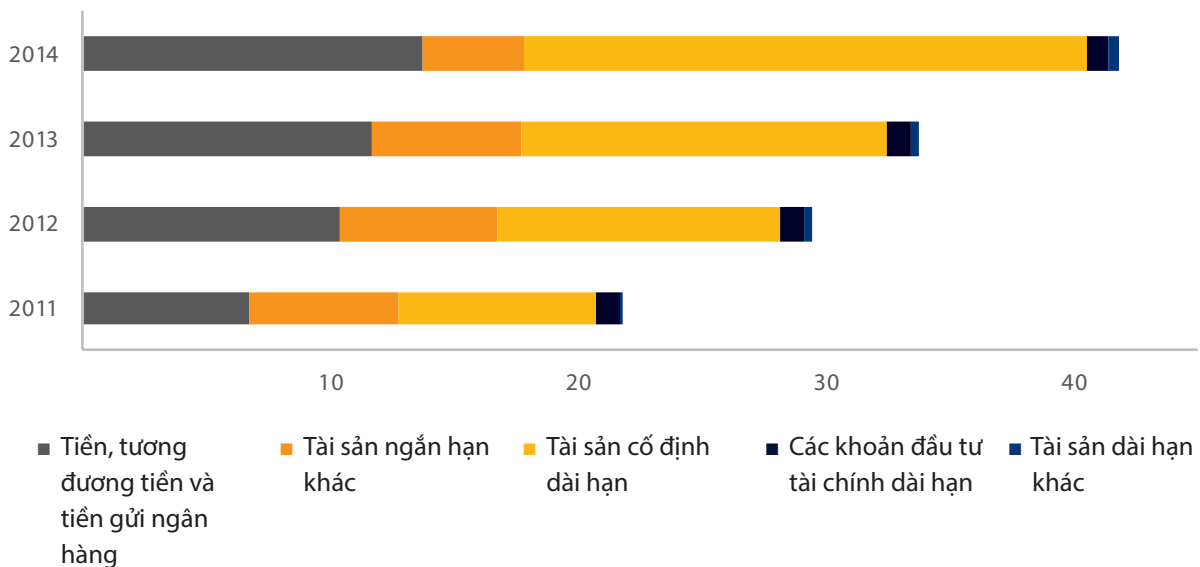
Quy mô và cơ cấu nguồn vốn

Mặc dù sở hữu khối tài sản lớn và đang tiếp tục đầu tư mở rộng, tỷ lệ đòn bẩy tài chính của ACV duy trì ở mức thấp và tương đối ổn định. Tính đến 30/6/2015, hệ số nợ/tổng tài sản của ACV là 0,52x. Nguồn vốn nợ quan trọng nhất đối với ACV là nguồn vốn ODA dài hạn với chi phí lãi vay thấp của 02 công trình trọng điểm là dự án xây dựng nhà ga hành khách Quốc tế Tân Sơn Nhất (19 tỷ JPY) và dự án xây dựng nhà ga Quốc tế T2 Nội Bài (51,62 tỷ JPY) tính đến thời điểm hiện tại. Điều này mang lại lợi thế:

Dòng tiền chi trả gốc hàng năm thấp

Các khoản nợ vay ODA có thời hạn cho vay kéo dài đến 40 năm, trong đó, thời gian ân hạn kéo dài 10 năm, dài hơn nhiều so với thời gian khấu hao

Biểu 17: Cơ cấu tài sản của ACV giai đoạn 2011 – 2014 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: ACV

trung bình của các nhà ga (25 năm). Chúng tôi ước tính dòng tiền chi trả nợ gốc trong các năm từ 2015 - 2020 của ACV khoảng 731 triệu JPY mỗi năm (tương đương khoảng 136 tỷ đồngⁱⁱⁱ).

Chi phí lãi vay thấp

Lãi suất vay thấp chỉ từ 0,2% cho khoản vay ODA xây dựng T2 Cảng hàng không Nội Bài và 1,6% cho khoản vay ODA xây dựng Tân Sơn Nhất. Chi phí lãi vay hàng năm ước tính dao động từ 465 triệu JPY đến 512 triệu JPY (tương đương từ 87 tỷ đồng đến 95 tỷ đồng).

Chịu ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá

Tổng giá trị nợ vay bằng JPY tại ngày 31/12/2014 là 68 tỷ JPY và tại thời điểm 30/06/2015 là 70,62 tỷ JPY. Năm 2014 và 6T2015, JPY mất giá lần lượt là 11,8% yoy và 1,78% so với VND tạo ra khoản lãi

chênh lệch tỷ giá là 1.483 tỷ đồng và 189 tỷ đồng cho công ty mẹ ACV.

Các chỉ tiêu năng lực

Nhờ lợi thế về dòng tiền mạnh, chu kỳ chuyển đổi tiền nhanh, ACV có hệ số thanh toán cao. Các chỉ tiêu sinh lời của ACV giảm do Tổng công ty bắt đầu trích khấu hao nhà ga T2 Nội Bài từ tháng 12/2014.

Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt ngắn hạn

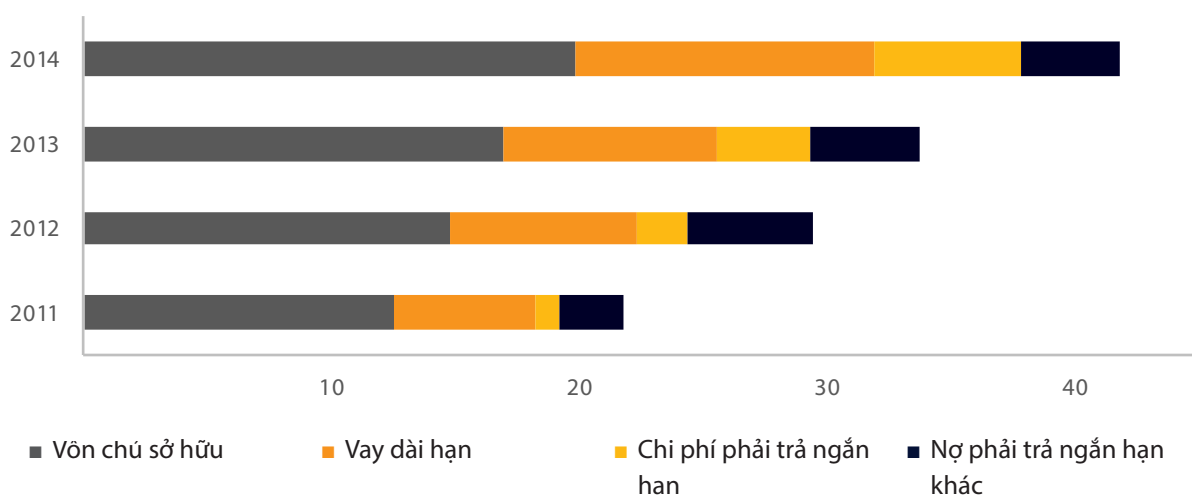
Trung bình 2012 đến 2014, số ngày thu tiền bình quân là 47 ngày, số ngày tồn kho bình quân là 16 ngày trong khi số ngày phải trả là 399 ngày.

Hệ số thanh toán

ACV duy trì hệ số thanh toán cao nhờ sở hữu lượng tiền, tương đương tiền và tiền gửi ngân hàng dồi dào. Tính đến thời điểm 30/6/2015, hệ số thanh toán nhanh và thanh toán ngắn hạn của ACV đạt lần lượt là 3,32x và 3,45x.

iii Tỷ giá quy đổi ngoại tệ tại Vietcombank tại ngày 31/10/2015, 1JPY = 185,94 đồng.

Biểu 18: Cơ cấu nguồn vốn của ACV giai đoạn 2011 – 2014 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: ACV

Các hệ số sinh lời

6T2015, biên lợi nhuận gộp giảm do ghi nhận giá trị đầu tư nhà ga T2 vào tháng 12/2014 khiến tổng tài sản và chi phí khấu hao tăng nhanh, trong khi doanh thu chưa kịp tăng tương xứng. Biên lợi nhuận gộp 6T2015 đạt 11,26%, nếu loại bỏ lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá, ROA và ROE lũy kế 12 tháng đến tháng 6/2015 lần lượt là 5,77% và 2,80%.

ACV sở hữu nguồn lực tài chính vững chắc với dòng tiền mạnh. Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh từ năm 2012 đến năm 2014 dao động từ 2.096 tỷ đồng đến 3.779 tỷ đồng và đạt 1.455 tỷ đồng trong 6T2015. Điều này xuất phát từ (1) hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng nhanh; (2) Lợi thế về thời gian trả nợ dài, lãi suất thấp; (3) Chi phí khấu hao và chi phí sửa chữa lớn tài sản được trích trước hàng năm cao.

Bảng 3: Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của một số công ty cảng hàng không lũy kế 12 tháng đến tháng 6/2015

Công ty	Biên lợi nhuận gộp	Biên lợi nhuận ròng	ROA TTM	ROE TTM
XIAMEN INTERNATIONAL AIR-A	47,45%	30,89%	10,98%	13,70%
SHANGHAI INTERNATIONAL AIRPORT	44,09%	39,74%	10,50%	12,97%
GUANGZHOU BAIYUN INTERNATIONAL	39,88%	21,82%	11,41%	14,68%
SHENZHEN AIRPORT CO-A	25,47%	16,58%	3,27%	4,60%
INTERNATIONAL AIRPORT ALMATY	24,51%	10,47%	8,73%	11,56%
AIRPORTS OF THAILAND PCL	N/A	37,54%	9,85%	15,31%
BEIJING CAPITAL INTL AIRPO-H	N/A	19,89%	4,67%	9,00%
MALAYSIA AIRPORTS HLDGS BHD	N/A	6,73%	4,27%	9,45%
Trung bình	36,28%	20,87%	7,69%	10,85%
ACV	11,26%	10,30%	7,09%	14,62%
ACV (loại trừ lãi chênh lệch tỷ giá)	11,26%	7,57%	2,80%	5,77%

Nguồn: ACV, Bloomberg, BSC tổng hợp

Tài chính công ty hợp nhất năm 2014

Báo cáo tài chính hợp nhất phản ánh tình hình sản xuất kinh doanh tổng hợp của công ty mẹ – Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam và các công ty con sau khi loại trừ các giao dịch nội bộ. Khoản đầu tư vào các công ty liên kết được phản ánh theo phương pháp vốn chủ sở hữu.

Trong mô hình hoạt động của công ty hợp nhất, tổng công ty mẹ ACV đóng vai trò là đơn vị kinh doanh cảng hàng không là chủ lực. Hoạt động của các công ty con gắn liền với khối tài sản của ACV, được hưởng lợi từ hệ thống tài sản, khách hàng của công ty mẹ. Xét trên góc độ về tài sản, nguồn vốn cũng như doanh thu, lợi nhuận, báo cáo tài chính hợp nhất không có nhiều khác biệt với báo cáo tài chính công ty mẹ.

Tài sản

Phần lớn tài sản, nguồn vốn của Tổng công ty hợp nhất đã được phản ánh trên báo cáo tài chính công ty mẹ. Cụ thể, công ty mẹ ACV đóng góp đến 97,08% tổng giá trị tài sản dài hạn và 81,05% tổng giá trị tài sản ngắn hạn của công ty hợp nhất.

Nguồn vốn

Tổng nợ vay của tổng công ty mẹ ACV chiếm đến 97,88% tổng nợ vay ngân hàng của công ty hợp

nhất, tổng nợ phải trả chiếm đến 95,44% giá trị nợ phải trả của công ty hợp nhất. Nguồn vốn của các đơn vị thành viên như CRAC và SATSCO được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu và vốn chiếm dụng từ nhà cung cấp. Chỉ có SASCO có dư nợ vay ngân hàng ngắn hạn (trị giá 156 tỷ tại 30/6/2015, chiếm 8,11% tổng nợ và vốn chủ sở hữu).

Doanh thu và lợi nhuận

Tốc độ tăng trưởng DTT trung bình đạt 14,79%/năm từ năm 2012-2014. Năm 2014, DTT đạt 10.555 tỷ đồng, LNTT và trước lãi chênh lệch tỷ giá đạt 1.860 tỷ đồng. Trong đó, công ty mẹ ACV đóng góp khoảng 75,54% tổng DTT và 91% LNTT đã loại trừ lãi chênh lệch tỷ giá.

Dòng tiền mạnh, ổn định là lợi thế lớn của ACV

Nhờ tiềm lực dòng tiền mạnh, được tích lũy hàng năm từ doanh thu tăng trưởng, khấu hao, nợ vay ODA chưa tới kỳ, chi phí trích trước sửa chữa tài sản theo chu kỳ chưa sử dụng, ACV có đủ nguồn lực để tiếp tục đầu tư, mở rộng khối tài sản. Dòng tiền hoạt động hàng năm lớn, tương đương với quy mô đầu tư một Cảng hàng không tầm trung. Tổng giá trị tiền, tương đương tiền và tiền gửi ngân hàng của ACV đạt 14 nghìn tỷ đồng, lớn hơn tổng dư nợ dài hạn của Tổng công ty. Chúng tôi tin tưởng rằng, dòng tiền hoạt động trong tương lai của ACV sẽ tiếp tục duy trì ở quy mô lớn và ổn định, hỗ trợ đắc lực cho ACV trong quá trình đầu tư nâng công suất sắp tới, đồng thời tạo ra nguồn lợi nhuận ổn định, bảo đảm quyền lợi cho cổ đông cổ phần hóa.

Phân tích SWOT

SWOT STRENGTH

- ACV là đơn vị duy nhất quản lý và vận hành khai thác hệ thống toàn bộ 22 cảng hàng không dân dụng của Việt Nam.
- Hệ thống công ty mẹ và các công ty con cùng công ty liên kết cung cấp đầy đủ chuỗi dịch vụ tại các cảng hàng không.
- ACV sở hữu khối tài sản đặc thù có giá trị lớn và liên tục được đầu tư, mở rộng, số lượng cảng hàng không quốc tế và cảng hàng không nhóm A tăng lên giúp cải thiện hiệu quả khai thác.
- ACV có tiềm lực tài chính vững chắc, dòng tiền mạnh.

SWOT WEAKNESS

- Đa số các mức giá dịch vụ do Nhà nước quản lý.
- Hiệu suất khai thác giữa các cảng hàng không chưa đồng nhất : quá tải ở các cảng hàng quốc tế lớn trong khi các cảng hàng không nội địa khai thác với công suất thấp.
- Hiệu quả hoạt động mảng phi hàng không chưa tương xứng với tiềm năng phát triển.
- Nợ vay bằng Yên lớn nên thu nhập tài chính, chi phí tài chính nhạy cảm với biến động tỷ giá

SWOT OPPORTUNITY

- Kinh tế phục hồi và tầng lớp trung lưu tăng nhanh tại Việt Nam
- Du lịch Việt Nam tăng trưởng mạnh, bình quân 21%/năm.
- Thương mại tự do được đẩy mạnh
- Hàng không giá rẻ còn nhiều tiềm năng tăng trưởng do tỷ lệ hành khách sử dụng đi đường Hàng không tại Việt Nam còn thấp.
- Các hãng hàng không đi và đến Việt Nam mở rộng đội bay và mạng bay.
- Cơ sở hạ tầng kết nối đến các cảng hàng không được cải thiện.

SWOT THREAT

- Tình hình kinh tế chính trị trên thế giới còn nhiều biến động.
- Tình hình thời tiết ngày càng diễn biến phức tạp do ảnh hưởng bởi biến đổi khí hậu.
- Hoạt động đầu tư phải theo quy hoạch phát triển vùng miền của Nhà Nước.
- Dịch bệnh

Rủi ro đầu tư

Tương tự như các cảng hàng không khác, đặc điểm hoạt động kinh doanh của ACV là dựa trên khai thác khối tài sản cố định, phục thuộc chính vào tăng trưởng kinh tế-xã hội và du lịch. Do đó, trong khi chi phí của các cảng hàng không tương đối ổn định thì doanh thu có thể bị ảnh hưởng bởi những rủi ro vĩ mô và rủi ro vận hành khó kiểm soát và dự báo.

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 trên trường quốc tế nói chung có thể gây bất ổn và ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng luân chuyển hành khách, hàng hóa quốc tế của ACV.

Rủi ro y tế

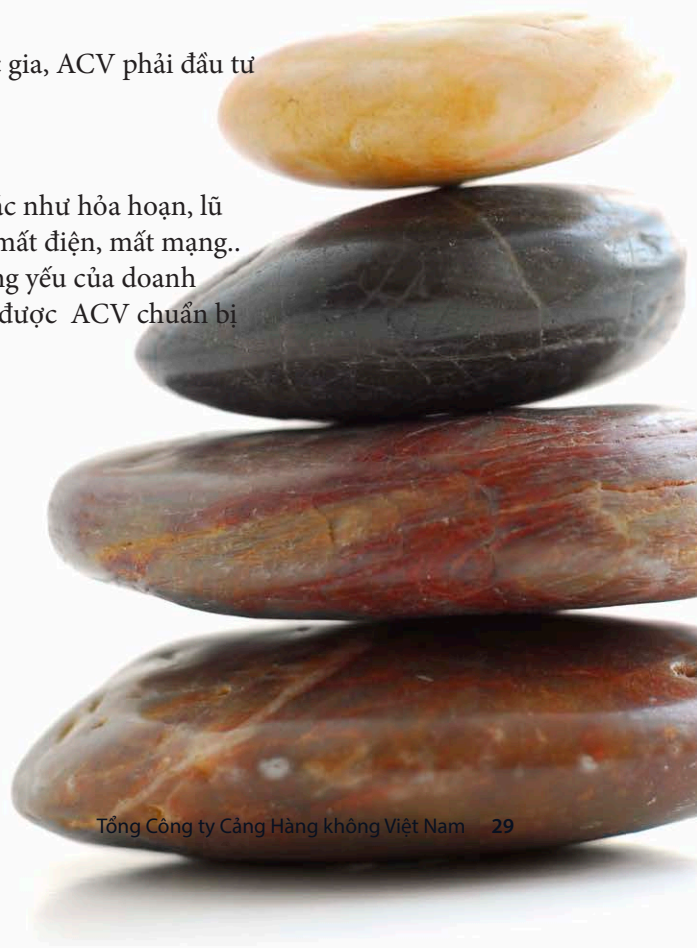
Sự bùng phát của các dịch bệnh tại các quốc gia sẽ gây ảnh hưởng bất lợi cho ngành hàng không nói chung và lĩnh vực kinh doanh cảng hàng không tại Việt Nam nói riêng, thể hiện qua giảm nhu cầu đi lại trên các tuyến bay quốc tế và các hãng hàng không có thể cắt giảm tần suất của các chuyến bay.

Rủi ro đầu tư

Gắn liền với kế hoạch phát triển kinh tế vùng miền của quốc gia, ACV phải đầu tư theo chính sách của Nhà nước.

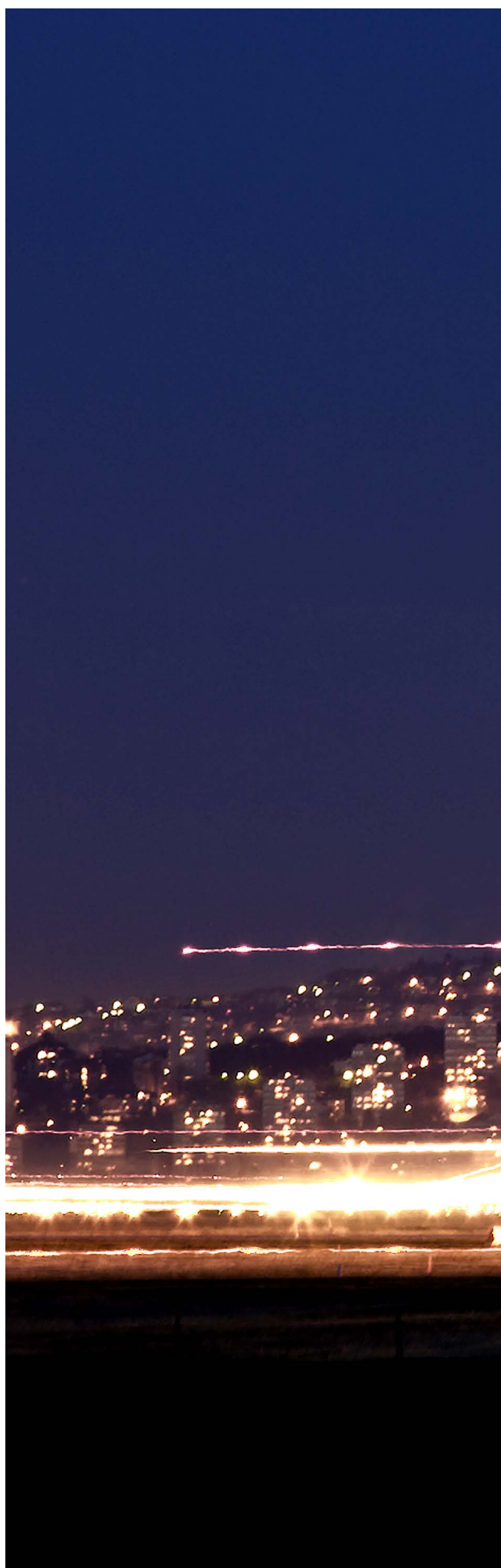
Rủi ro bất khả kháng

Bên cạnh các rủi ro trên, ACV còn đối mặt với các rủi ro khác như hỏa hoạn, lũ lụt, bão, thiên tai, bãi công, nổi loạn, các sự cố kỹ thuật như mất điện, mất mạng.. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá đây là những rủi ro không trọng yếu của doanh nghiệp do các phương án dự phòng, kế hoạch khẩn nguy đã được ACV chuẩn bị và diễn tập thường xuyên.



Dự báo kết quả kinh doanh

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2015 – 2020 của ACV căn cứ trên các số liệu dự báo về lưu lượng hành khách, hàng hóa, các mức giá và khung giá và các kế hoạch đầu tư, kế hoạch tài chính của doanh nghiệp. Chúng tôi cũng lưu ý, dự báo của chúng tôi dựa trên các giả định thận trọng về nhu cầu vận chuyển hàng không đến và đi từ các cảng hàng không của Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự tăng trưởng của nhu cầu vận chuyển hàng không có thể sẽ mạnh mẽ hơn dự kiến, dẫn đến thực tế kết quả của công ty mẹ có thể cao hơn dự báo thận trọng của chúng tôi.



10.130
tỷ VND

Dự báo doanh thu thuần năm 2015

7%
/năm

Dự báo tốc độ tăng trưởng doanh
thu 2015 – 2020

7,3%
/năm

Dự báo tốc độ tăng trưởng lưu
lượng khách qua cảng theo IATA

1.719
tỷ VND

Dự báo lợi nhuận sau thuế 2015

9%
/năm

Dự báo tốc độ tăng trưởng lợi nhuận
từ hoạt động kinh doanh lõi 2015 –
2020

Dự báo kết quả kinh doanh

2015 – 2020

Chúng tôi dự báo doanh thu trên từng mảng hoạt động chính của công ty mẹ, và được phân loại thành 03 nhóm: Doanh thu hàng không, Doanh thu Phi hàng không và Bán hàng. Về mặt lưu lượng, chúng tôi giả định sản lượng hành khách qua cảng được dự báo tăng trung bình 7,3%/năm theo IATA, trong đó mức tăng trung bình đối với sản lượng hành khách quốc tế và nội địa được dự báo đạt lần lượt 5,3% và 8,2%. Các mức giá dịch vụ sau khi được điều chỉnh tăng cuối 2014, thì được giả định thận trọng sẽ duy trì ổn định trong giai đoạn tiếp theo từ 2015 đến 2020.

Doanh thu hàng không

Doanh thu hàng không được dự báo đạt 8.204 tỷ đồng vào năm 2015 (+28%y.o.y) và đạt 11.122 tỷ đồng vào năm 2020, tương đương tốc độ tăng trưởng bình quân đạt 8%/năm. Trong đó:

Doanh thu phục vụ hành khách

(Số lượng hành khách đi x Mức giá phục vụ hành khách từng cảng Hàng Không)

Doanh thu phục vụ hành khách được dự báo đạt 5.081 tỷ đồng vào năm 2015 (+ 36%) và tăng trưởng trung bình 11%/năm trong giai đoạn 2015-2020 nhờ tăng trưởng nhanh sản lượng hành khách tại các cảng hàng không quốc tế, các cảng hàng không nhóm A.

Doanh thu hạ cất cánh

(Số lượt hạ cất cánh x Trọng tải chuyển bay x Mức giá hạ cất cánh)

Doanh thu hạ cất cánh được dự báo ổn định trong giai đoạn 2015-2020, đạt 1.245 tỷ đồng vào năm 2015 và đạt 1.309 tỷ đồng vào năm 2020. Mặc dù đơn giá hạ cất cánh đã được điều chỉnh tăng khoảng 5% đối với các chuyến bay quốc tế từ 1/10/2014 và được dự báo ổn định trong giai đoạn 2015-2020 nhưng do slot bay ở các sân bay lớn đã được tối đa hóa nên khó có thể tăng nhanh số lượt hạ cất cánh ở các sân bay này.

Doanh thu dịch vụ mặt đất

(Số lượt hạ cất cánh x Trọng tải chuyển bay x Mức giá dịch vụ mặt đất)

Doanh thu dịch vụ mặt đất được dự báo ổn định trong giai đoạn 2015-2020, đạt 471 tỷ đồng vào năm 2015, giảm xuống 453 tỷ đồng vào năm 2016 và tăng dần lên 472 tỷ đồng vào năm 2020 do các công ty SAGS (TSN), HGS (Nội Bài), Đội phục vụ mặt đất Đà Nẵng chuyển đổi thành CTCP và không còn ghi nhận vào doanh thu của công ty mẹ (ACV).

Doanh thu dịch vụ soi chiếu an ninh hàng không

(Số lượng hành khách đi x Mức giá soi chiếu an ninh hàng không)

Doanh thu soi chiếu an ninh hàng không được dự báo tăng trưởng mạnh vào năm 2015, đạt 572 tỷ đồng (+120%yoy) và tăng trưởng trung bình 11%/năm trong giai đoạn 2015-2020 nhờ tăng trưởng nhanh của sản lượng hành khách và hàng hóa qua cảng.

Doanh thu dịch vụ hàng không khác

Doanh thu dịch vụ hàng không khác được dự báo tăng trưởng cùng với tốc độ tăng trưởng của doanh thu dịch vụ hạ cất cánh.

Doanh thu phi hàng không và bán hàng

Doanh thu dịch vụ phi hàng không được dự đoán đạt 979 tỷ đồng vào năm 2015 (+6% yoy) và đạt 1.209 tỷ đồng vào năm 2019, tương đương CAGR từ 2015-2020 là 7%. Trong đó:

Doanh thu dịch vụ phi hàng không tại cảng hàng không Quốc tế Nội Bài dự kiến tăng 9% yoy (đạt 351 tỷ đồng) vào năm 2015 nhờ đưa vào sử dụng nhà ga T2 Nội Bài. Từ năm 2015-2020, doanh thu dịch vụ phi hàng không được dự báo tăng trưởng trung bình 5%/năm.

- Tốc độ tăng trưởng tại CHK Tân Sơn Nhất được dự báo tăng trung bình 4,8%/năm từ 2015 -2020 do mặt bằng kinh doanh nhà ga này đã được lấp đầy, công suất khai thác đã vượt công suất thiết kế.
- Tốc độ tăng trưởng ở các cảng còn lại đạt trung bình 6,5% từ 2015 đến 2020.
- Doanh thu bán hàng được dự báo đạt 998 tỷ đồng vào năm 2015 (+50% yoy) và đạt 1.662 tỷ đồng vào năm 2020, tương đương CAGR là 14%/năm. Cụ thể:
- Vận hành nhà ga T2 Nội Bài kết hợp với triển khai hình thức hợp tác kinh doanh tại một số nhà ga (T2 Nội Bài, Phú Quốc, Đà Nẵng) làm tăng nhanh diện thương mại nội cảng của tổng công ty.
- Sản lượng hành khách quốc tế tại các cảng hàng không như Phú Quốc, Nội Bài tăng nhanh (CAGR 2014-2020 lần lượt là 16,95% và 7,6%) cùng với việc tăng chi tiêu trên một hành khách giúp đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng doanh thu bán hàng.

Chúng tôi lưu ý, dự báo của chúng tôi chưa tính đến giả định sau cổ phần hóa, ACV sẽ cơ cấu lại các hoạt động phi hàng không theo hướng hiện đại hơn, đưa hiệu quả và quy mô tiệm cận với mức bình quân của khu vực.

Chi phí

Giá vốn hàng bán được dự báo đạt 8.131 tỷ đồng vào năm 2015, biên lợi nhuận gộp 20% chủ yếu do tăng mạnh khấu hao nhà ga T2 Nội Bài. Sau đó, biên lợi nhuận gộp tăng dần lên và đạt 30% vào năm 2020, tương ứng với giá vốn hàng bán là 9.790 tỷ đồng. Các chi phí khác, thuế, phí và lệ phí ổn định. Cụ thể:

- Chi phí nhân công được dự báo đạt 1.981 tỷ đồng vào năm 2015 (tăng hơn 22% yoy) do tăng số lượng nhân viên, chủ yếu bổ sung cho nhà ga T2 Nội Bài. Sau đó, chi phí nhân công ở các CHK dự kiến tăng cùng với tốc độ tăng trưởng của doanh thu và đầu tư cảng hàng không.
- Chi phí khấu hao dự kiến tăng 59% trong năm 2015, đạt 3.279 tỷ đồng do tăng khấu hao nhà ga T2 (ước tính chi phí khấu hao là 1.300 tỷ đồng). Sau đó, từ năm 2016, chi phí khấu hao dự kiến giảm do sau cổ phần hóa. Dự báo của chúng tôi dựa trên: (1) Tài sản trong khu bay không còn thực hiện khấu hao; (2) Sau cổ phần hóa trừ nhà ga, các TSCĐ khác đều giảm ½ tỷ lệ khấu hao về mức bình thường, (3) Giá trị còn lại của nhóm tài sản này được định giá tăng 4.972 tỷ đồng (tăng 70% so với giá trị còn lại tại ngày 30/6/2014).
- Chi phí sửa chữa lớn: Được dự báo vẫn duy trì như trước khi cổ phần hóa để đảm bảo hoạt động các cảng hàng không được bình thường và liên tục như hiện nay gồm cả khu bay.
- Chi phí thuê tài sản hoạt động (khu bay): Theo quyết định phê duyệt phương án CPH, Chính phủ phê duyệt chủ trương cho ACV thuê tài sản khu bay để đảm bảo các cảng hàng không hoạt động liên tục.

Doanh thu, chi phí tài chính

- Doanh thu tài chính được dự báo đạt 823 tỷ đồng vào năm 2015 và đạt 987 tỷ đồng vào năm 2020.
- Lãi tiền gửi được dự báo đạt 737 tỷ đồng vào năm 2015 và đạt 877 tỷ đồng vào năm 2020 do các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn mà chủ yếu là các khoản tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn từ 3 tháng đến dưới 1 năm, lãi suất ổn định.
- Doanh thu từ cổ tức được chia dự báo đạt 67 tỷ đồng vào năm 2015 và đạt 109 tỷ đồng vào năm 2020 do các công ty góp vốn đầu tư hoạt động tương đối ổn định.
- Chi phí tài chính được dự báo là 92 tỷ đồng vào năm 2015 và đạt 83 tỷ đồng vào năm 2020. Chi phí tài chính chủ yếu bao gồm chi phí lãi vay và sẽ giảm dần qua các năm nhờ nợ vay giảm.

Chúng tôi lưu ý, kết quả dự báo không tính đến lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá phát sinh từ khoản dự nợ bằng đồng JPY của ACV do yếu tố biến động thường xuyên, khó dự báo.

Kết quả dự báo chi tiết của BSC được trình bày cụ thể trong Phụ lục 05.

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá Phương pháp FCFF- phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do đối với doanh nghiệp và Phương pháp so sánh mức bội EV/ EBITDA và P/B (giá trên giá trị sổ sách). Sử dụng các phương pháp này có ưu điểm vừa tính đến giá trị tài sản của doanh nghiệp, tiềm năng lợi nhuận trong tương lai và mức chấp nhận của thị trường với các doanh nghiệp tương đồng.

Phương pháp FCFF	36
Phương pháp so sánh	37

Phương pháp FCFF

Phương pháp định giá này thường được áp dụng đối với các doanh nghiệp có kết quả kinh doanh diễn biến theo một chu kỳ ổn định và có thể dự báo một cách tương đối như ACV. Giá một cổ phần là 12.068 đồng/CP

Một số giả định

Chúng tôi sử dụng mô hình tăng trưởng 2 giai đoạn:

- Giai đoạn 1 từ năm 2016 – 2020: ứng với giai đoạn tăng trưởng nhanh của ACV nhờ (1) thị trường hàng không tăng trưởng và (2) thực hiện các mức giá mới từ 1/10/2014.
- Giai đoạn 2 (sau năm 2020): tăng trưởng dài hạn với tốc độ 2,00%/năm

Giả định	Ký hiệu	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro Rf (được lấy tại thời điểm 30/10/2015)	Rf	7,1%
Xếp hạng tín nhiệm dài hạn cho Việt Nam theo Moody		B1
Phần bù rủi ro cho các nước xếp hạng B1	Country risk premium	6,75%
Phần bù rủi ro tại thị trường US	Mature market premium	5,00%
Beta lấy theo trung vị beta 1 năm của các cổ phiếu cảng hàng không trong khu vực trong khu vực	Beta	0,83
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	Re	10,97%
Chi phí sử dụng vốn vay dự báo cho giai đoạn 2016-2020	Rd	0,74%
Tỷ lệ vốn vay/VCSH dự báo cho giai đoạn 2016-2020	Wd/We	67/33
Chi phí sử dụng vốn bình quân	WACC	7,49%
Thuế TNDN giai đoạn 2016 – 2020		20%
Tăng trưởng dài hạn sau 2020	g	2,00%

Kết quả định giá

Giá một cổ phần	12.068
-----------------	--------

Phương pháp so sánh

Phương pháp so sánh EV/EBITDA

Phương pháp so sánh EV/EBITDA là phương pháp được sử dụng nhằm loại bỏ sự khác biệt giữa chính sách khấu hao, chính sách tài trợ vốn và môi trường thuế quan. Tham chiếu mức bội (EV/EBITDA Multiple) là trung vị của các công ty quản lý cảng hàng không hoặc các cảng hàng không khu vực tương đồng để làm cơ sở xác định giá trị cho ACV. Giá một cổ phần là 14.606 đồng/CP.

	Giá trị (đồng)
Lợi nhuận sau thuế	1.718.642.110.074
(+) Thuế thu nhập doanh nghiệp	484.745.210.534
(-) Thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại	–
(+) Chi phí lãi vay	91.700.858.395
(+) Chi phí khấu hao	3.296.679.332.978
ACV EBITDA	5.591.767.511.980
(×) EV/EBITDA Trung vị ngành	9,91
EV	55.414.416.043.721
(+) Tiền và tương đương tiền	3.602.909.755.641
(-) Nợ ròng	26.255.511.763.317
Số cổ phần (cổ phần)	2.243.098.504
Giá trị mỗi cổ phần	14.606

Phương pháp P/B

Phương pháp so sánh P/B là phương pháp phổ biến có xét đến tính thị trường của cổ phiếu và mức độ chấp nhận giá so với giá trị sổ sách. Đồng thời phương pháp P/B thích hợp với doanh nghiệp có giá trị tài sản cố định lớn như ACV. Phương pháp tham chiếu mức bội P/B trung vị của các công ty quản lý cảng hàng không hoặc các cảng hàng không khu vực tương đồng để làm cơ sở xác định giá trị cho ACV. Giá một cổ phần là 14.766 đồng/CP.

Phương pháp P/B

Book value per share 2015	10.000
P/B trung vị ngành	1,48
Giá trị mỗi cổ phần	14.766

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp kết quả định giá của 3 phương pháp trên, mỗi cổ phần của ACV sẽ có giá hợp lý trong khoảng từ 12.068 đồng/cp đến 14.766 đồng/cp.

Phương pháp định giá	Kết quả
FCFF	12.068
EV/EBITDA	14.606
P/B	14.766

Phụ lục

Phụ lục 01: Dự báo kết quả kinh doanh của ACV trong giai đoạn 2015-2020	40
Phụ lục 02: Bảng độ nhạy giá cổ phần theo phương pháp FCFF	41
Phụ lục 03: Danh sách các doanh nghiệp cùng ngành tham chiếu theo phương pháp so sánh	42
Phụ lục 04: Nhóm chỉ tiêu tài chính cơ bản của ACV	43
Phụ lục 05: Một số cảng hàng không tiêu biểu của ACV	45
Phụ lục 06: Một số công ty con tiêu biểu của ACV	47
Phụ lục 07: Ngành Hàng không Việt Nam tăng trưởng bền vững	48

Phụ lục 01: Dự báo kết quả kinh doanh của ACV trong giai đoạn 2015-2020

Bảng cân đối kế toán	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Tài sản ngắn hạn	19.259	18.116	19.137	17.957	22.343	25.439
Tiền và các khoản tương đương tiền	3.603	2.721	3.139	1.362	3.337	2.435
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	10.523	10.000	10.200	10.404	12.404	15.954
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.256	4.476	4.819	5.166	5.519	5.906
Hàng tồn kho	372	386	409	417	433	448
Tài sản ngắn hạn khác	504	533	569	608	650	696
Tài sản dài hạn	29.468	31.844	30.764	29.462	27.233	24.817
Tài sản cố định	28.051	30.399	29.283	27.943	25.672	23.211
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	922	922	922	922	922	922
Tài sản dài hạn khác	495	523	559	597	639	684
Tổng tài sản	48.727	49.960	49.901	47.419	49.576	50.256
Nợ ngắn hạn	13.725	14.276	13.364	9.517	9.795	8.214
Nợ dài hạn	12.531	12.395	12.259	12.123	11.987	11.774
Nợ phải trả	26.256	26.671	25.622	21.640	21.782	19.988
Vốn chủ sở hữu	22.471	23.289	24.279	25.779	27.794	30.268
Tổng nguồn vốn	48.727	49.960	49.901	47.419	49.576	50.256
Báo cáo kết quả kinh doanh	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	10.130	10.710	11.439	12.222	13.073	13.993
Giá vốn hàng bán	8.131	8.418	8.935	9.096	9.450	9.790
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.999	2.292	2.504	3.126	3.623	4.203
Doanh thu hoạt động tài chính	823	792	813	832	975	987
Chi phí tài chính	92	91	89	87	85	83
Trong đó: Chi phí lãi vay	92	91	89	87	85	83
Chi phí bán hàng	56	61	64	69	74	79
Chi phí quản lý doanh nghiệp	620	657	700	747	797	851
Lợi nhuận (lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh	2.055	2.275	2.463	3.056	3.642	4.177
Thu nhập khác	200	87	108	123	152	165
Chi phí khác	52	53	57	58	60	62
Lợi nhuận (lỗ) khác	148	34	51	65	92	103
Tổng lợi nhuận (lỗ) kế toán trước thuế	2.203	2.308	2.514	3.120	3.735	4.280
Lợi nhuận (lỗ) sau thuế TNDN	1.719	1.847	2.011	2.496	2.988	3.424

Phụ lục 02: Bảng độ nhạy giá cổ phần theo phương pháp FCFF

Giá cổ phần	WACC							
	g	6,0%	6,5%	7,00	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%
	-0,5%	11.414	10.709	10.088	9.537	9.045	8.603	8.203
	0,0%	12.013	11.220	10.528	9.920	9.380	8.897	8.464
	0,5%	12.708	11.807	11.030	10.352	9.755	9.226	8.753
	1,0%	13.526	12.490	11.607	10.844	10.180	9.595	9.075
	1,5%	14.501	13.292	12.276	11.410	10.663	10.011	9.437
	2,0%	15.684	14.249	13.064	12.068	11.218	10.486	9.846
	2,5%	17.149	15.410	14.003	12.841	11.864	11.031	10.312
	3,0%	19.011	16.848	15.142	13.762	12.622	11.664	10.847
3,5%	21.457	18.675	16.553	14.881	13.527	12.409	11.469	
4,0%	24.812	21.075	18.347	16.266	14.625	13.297	12.200	
4,5%	29.697	24.367	20.702	18.026	15.984	14.375	13.072	

Phụ lục 03: Danh sách các doanh nghiệp cùng ngành tham chiếu theo phương pháp so sánh

Ticker	Revenue T12M	D&A T12M	Bk Val Per Sh	EPS T12M	P/B	P/E	EV/ EBITDA T12M	Beta 1Y
005430 KS	416.351.065	11.876.686	79,50	8,70	0,35	3,28	3,59	1,22
NAHCO NL	49.320.639	5.175.054	0,02	0,00	1,16	11,99	4,41	0,25
AWK NZ	115.515.989	18.748.066	1,54	0,25	1,48	10,81	6,20	0,85
357 HK	157.896.539	9.406.172	1,04	0,14	1,13	8,66	7,04	0,83
MMAN IT	191.481.839	7.283.520	2,26	0,17	0,86	11,59	7,39	0,65
AIRSERVI NL	21.556.047	1.414.146	0,02	0,00	0,53	6,82	7,83	0,01
AERO SG	83.952.426	9.267.380	7,26	1,13	1,63	11,89	8,59	0,80
FLU AV	767.174.446	157.874.482	51,29	4,92	1,86	20,83	8,81	0,50
BAFS TB	95.697.830	14.892.821	0,24	0,04	3,28	21,28	9,84	0,69
TAVHL TI	1.140.526.818	100.541.924	2,24	0,67	3,98	15,14	9,91	0,82
FRA GR	3.026.190.638	386.299.209	39,13	3,27	1,44	21,71	11,02	0,98
WAIR US	1.536.128.000	27.024.000	10,73	0,86	1,19	13,65	11,15	1,21
694 HK	1.311.313.958	129.633.815	0,66	0,06	1,73	19,79	11,72	0,59
MAHB MK	962.231.137	188.214.119	1,12	0,14	1,09	11,56	11,78	0,96
44 HK	1.589.426.673	82.927.497	4,72	0,42	1,69	18,86	11,93	0,59
ADB IM	100.834.906	9.308.716	5,14	0,31	1,38	25,28	12,12	0,95
ADP FP	3.446.248.463	562.104.011	44,16	4,75	2,86	28,93	12,82	0,90
AOT TB	1.286.711.934	180.035.171	2,13	0,32	4,27	28,99	17,33	0,96
AIA NZ	374.724.705	50.243.666	1,73	0,14	2,17	29,55	22,68	1,14
Median					1,48	15,14	9,91	0,83

Phụ lục 04: Nhóm chỉ tiêu tài chính cơ bản của ACV

	Báo cáo tài chính riêng			
	2011	2012	2013	2014
Chỉ tiêu về cơ cấu vốn				
Hệ số nợ / Tổng tài sản	0,43	0,50	0,50	0,53
Hệ số nợ / Vốn chủ sở hữu	0,75	0,99	0,99	1,11
Tỷ suất tự tài trợ	0,57	0,50	0,50	0,47
Vốn vay / VCSH	0,47	0,52	0,51	0,61
Tổng tài sản / VCSH	1,75	1,99	1,99	2,11
Chỉ tiêu về cơ cấu tài sản				
Tài sản ngắn hạn/ Tổng tài sản	0,58	0,57	0,52	0,43
Tài sản dài hạn/ Tổng tài sản	0,42	0,43	0,48	0,57
Chỉ tiêu về khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán nhanh	3,44	2,30	2,11	1,76
Hệ số thanh toán ngắn hạn	3,50	2,34	2,14	1,79
Chỉ tiêu về năng lực hoạt động				
Vòng quay tổng tài sản	0,24	0,21	0,22	0,19
Vòng quay TSCĐ	0,66	0,54	0,51	0,35
Vòng quay vốn lưu động	0,57	0,64	0,79	1,02
Vòng quay các khoản phải trả (ngày)	139	230	135	88
Vòng quay các khoản phải thu (ngày)	231	341	255	148
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	22	17	15	18
Chỉ tiêu về khả năng sinh lời				
GVHB/DTT	69%	83%	80%	72%
Lợi nhuận gộp biên	31%	17%	20%	28%
CPBH + QLDN/DTT	0%	0%	1%	1%
Lợi nhuận biên từ HĐSXKD	21%	31%	41%	40%
LNST/Doanh thu thuần	16%	24%	30%	31%
ROE	7%	11%	14%	13%
ROA	4%	6%	7%	6%

	Báo cáo tài chính hợp nhất			
	2011	2012	2013	2014
Chỉ tiêu về cơ cấu vốn				
Hệ số nợ / Tổng tài sản	0,45	0,51	0,51	0,53
Hệ số nợ / Vốn chủ sở hữu	0,80	1,03	1,03	1,11
Tỷ suất tự tài trợ	0,55	0,49	0,49	0,47
Vốn vay / VCSH	0,48	0,52	0,52	0,61
Tổng tài sản / VCSH	1,80	2,03	2,03	2,11
Chỉ tiêu về cơ cấu tài sản				
Tài sản ngắn hạn/ Tổng tài sản	0,60	0,59	0,54	0,43
Tài sản dài hạn/ Tổng tài sản	0,40	0,41	0,46	0,57
Chỉ tiêu về khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán nhanh	3,06	2,22	2,06	1,71
Hệ số thanh toán ngắn hạn	3,17	2,29	2,12	1,76
Chỉ tiêu về năng lực hoạt động				
Vòng quay tổng tài sản	0,31	0,27	0,28	0,24
Vòng quay TSCĐ	0,87	0,69	0,63	0,45
Vòng quay vốn lưu động	0,76	0,80	0,96	1,29
Vòng quay các khoản phải trả (ngày)	132	206	126	83
Vòng quay các khoản phải thu (ngày)	170	268	204	113
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	37	30	24	26
Chỉ tiêu về khả năng sinh lời				
GVHB/DTT	68,90%	79,82%	78,04%	71,49%
Lợi nhuận gộp biên	31,10%	20,18%	21,96%	28,51%
CPBH + QLDN/DTT	9,67%	12,83%	12,77%	12,26%
Lợi nhuận biên từ HĐSXKD	15,94%	24,38%	32,74%	31,01%
LNST/Doanh thu thuần	12,50%	19,11%	24,10%	23,79%
ROE	7,06%	11,22%	14,41%	13,31%
ROA	3,92%	5,82%	7,10%	6,41%

Phụ lục 05: Một số cảng hàng không tiêu biểu của ACV

	Sản lượng hành khách năm 2014 (triệu hành khách)		Công suất thiết kế (triệu hành khách/ năm)		% công suất khai thác	Doanh thu 2014 (tỷ đồng)
	Nội địa	Quốc tế	Tổng cộng			
CHK Quốc tế Tân Sơn Nhất	13,02	9,13	22,15	20,00	110,77%	3.576,07
CHK Quốc tế Nội Bài	8,67	5,52	14,19	25,00	56,76%	2.458,64
CHK Quốc tế Đà Nẵng	4,10	0,89	4,99	6,00	83,16%	679,42
CHK Quốc tế Cam Ranh	1,48	0,59	2,06	1,50	137,50%	285,70
CHK Quốc tế Phú Quốc	0,99	0,02	1,00	2,65	37,74%	99,55
CHK Vinh	1,21	0,01	1,22	2,00	61,00%	52,79
CHK Quốc tế Phú Bài	1,16		1,16	1,50	77,33%	86,09
CHK Cát Bi	0,93		0,93	1,20	77,25%	56,86
CHK Buôn Mê Thuật	0,70		0,70	1,00	69,51%	49,42
CHK Liên Khương	0,68		0,68	2,00	33,78%	53,53
CHK Phù Cát	0,42		0,42	0,75	56,07%	35,10
CHK Quốc tế Cần Thơ	0,31		0,31	2,00	15,25%	33,78
CHK Pleiku	0,30		0,30	0,60	50,08%	25,83
CHK Côn Đảo	0,19		0,19	0,40	47,14%	11,81
CHK Thọ Xuân	0,16		0,16	0,60	27,21%	7,38
CHK Đồng Hới	0,12		0,12	0,50	23,53%	7,00
CHK Điện Biên	0,08		0,08	0,25	32,63%	6,08
CHK Tuy Hòa	0,06		0,06	0,55	11,64%	4,53
CHK Chu Lai	0,04		0,04	0,50	8,04%	3,57
CHK Rạch Giá	0,03		0,03	0,20	16,77%	2,30
CHK Cà Mau	0,03		0,03	0,20	15,35%	2,43
CHK Nà Sản	–	–	–	–	–	–

Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất

Cảng hàng không lớn nhất Việt Nam với công suất thiết kế 20 triệu hành khách/năm. Với vị trí là cửa ngõ của vùng kinh tế trọng điểm phía Nam, Cảng hàng không Tân Sơn Nhất cung cấp dịch vụ cho 46 hãng hàng không, 51 điểm đến trên toàn thế giới (17 điểm đến nội địa và 34 điểm đến quốc tế). Tân Sơn Nhất chiếm khoảng 44% tổng lượng khách toàn quốc và 56% tổng lượng khách quốc tế, và đang được khai thác với 111% công suất thiết kế

Năm 2014, doanh thu của sân bay đạt 3.576 tỷ đồng, tăng 11% so với năm 2013, đóng góp doanh thu lớn nhất cho ACV (40% doanh thu). Theo kế hoạch, cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất sẽ được cải tạo, nâng cấp để đạt công suất 25 triệu hành khách/năm và 600.000 tấn hàng hóa/năm.

Cảng hàng không Quốc tế Nội Bài

Với vị trí cửa ngõ của Miền Bắc, cảng Hàng không quốc tế Nội Bài chiếm 28% tổng sản lượng hành khách qua cảng của ACV năm 2014 và có công suất thiết kế đạt 25 triệu hành khách/năm. Hiện tại đang có 35 hãng hàng không hoạt động tại Nội Bài, cung cấp các đường bay đến 46 điểm trong đó có 14 điểm bay nội địa và 32 điểm bay quốc tế.

Trong giai đoạn 2012-2014, sản lượng hành khách qua cảng đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 12%/năm, trong đó sản lượng hành khách quốc tế chiếm tỷ trọng lớn (34% năm 2014). Nhờ vậy, doanh thu của Nội Bài đã tăng trung bình 17%/năm trong giai đoạn 2012-2014. Dự báo tiếp tục tăng trưởng mạnh trong giai đoạn tới: Nội Bài sở hữu nhiều yếu tố để có thể tăng trưởng mạnh trong giai đoạn tới, gồm có: (1) Nhà ga mới được khai thác hết công suất; (2) Mức phí dịch vụ tăng mạnh áp dụng từ 01/10/2014; (3) Cơ sở hạ tầng đồng bộ (4) Giá dịch vụ tại nhà ga quốc tế đã được điều chỉnh tăng từ 16 USD/ hành khách lên 25 USD/hành khách.

Cảng hàng không Quốc tế Đà Nẵng

Với vị trí là cảng hàng không trung tâm khu vực miền Trung, cảng Đà Nẵng đóng góp 10% số lượt khách qua cảng của ACV trong năm 2014. Hiện có 11 hãng hàng không đang hoạt động tại cảng Đà Nẵng, mở các đường bay đến 25 điểm trong đó có 8 điểm nội địa và 17 điểm quốc tế đều thuộc khu vực Châu Á Thái Bình Dương, với sản lượng năm 2014 đạt 4,99 triệu hành khách tăng 14% so với năm 2013 trong đó khách quốc tế tăng đến 61% và khách nội địa tăng 7%.

Phụ lục 06: Một số công ty con tiêu biểu của ACV

Công ty Cổ phần Dịch vụ hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất

Là đơn vị kinh doanh dịch vụ thương mại phi hàng không tại Cảng hàng không Tân Sơn Nhất và một số cảng nội địa khác, bao gồm các hoạt động kinh doanh chính như: Kinh doanh hàng miễn thuế, cửa hàng bách hóa mỹ nghệ, nhà hàng, quầy bar,....

SASCO có tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn do:

- Triển vọng ngành kinh doanh. Tại hầu hết các cảng hàng không lớn trên thế giới, kinh doanh thương mại chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu và lợi nhuận phi hàng không. Năm 2014, DTT và LNTT lần lượt đạt 2.040 tỷ đồng (+1,58% yoy) và 146 tỷ đồng (+19,04% yoy).
- Mở rộng nhà ga hành khách Quốc tế tại Cảng hàng không Tân Sơn Nhất. Điều này giúp tăng công suất phục vụ nhà ga Quốc tế từ 8-10 triệu khách/năm hiện tại lên mức 13 triệu khách/năm. Khi đó, SASCO sẽ mở rộng diện tích kinh doanh hàng miễn thuế thêm khoảng 500 m², ước tính doanh hàng miễn thuế tăng 67 tỷ đồng.

Công ty Cổ phần dịch vụ mặt đất Sài Gòn

Tháng 1/2014, SAGS được chuyển đổi từ đơn vị hạch toán phụ thuộc sang công ty TNHH MTV Phục vụ mặt đất Sài Gòn và hoàn tất cổ phần hóa trở thành công ty cổ phần trong tháng 12/2014.

SAGS cung cấp dịch vụ thương mại mặt đất theo hợp đồng chuẩn của IATA tại Cảng hàng không Tân Sơn Nhất và một số cảng khác. Năm 2014, doanh thu đạt 473 tỷ đồng. SAGS đang cung cấp dịch vụ trọn gói cho hơn 20 hãng tại Cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất, chiếm 43,48% số hãng đang hoạt động tại đây. Nhiều hãng hàng không có hợp đồng thường xuyên với SAGS như: Asian Airlines, Emirates Airlines, Unites Airlines, Turkish Airlines, Vietjet Air... Tần suất phục vụ lên tới gần 70 chuyến bay/ngày.

SAGS có lợi thế cạnh tranh trong ngành.(1)Rào cản gia nhập ngành lớn (2)Thị phần chi phối tại Cảng hàng không Tân Sơn Nhất (3) Mở rộng hoạt động tại cảng hàng không quốc tế Nội Bài.

Phụ lục 07: Ngành Hàng không Việt Nam tăng trưởng bền vững

Hàng không Việt Nam kỳ vọng tăng nhanh nhất khu vực trong giai đoạn 20 năm tới. Theo dự báo của IATA trong giai đoạn 2014-2034, Việt Nam sẽ là nước có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương vốn là khu vực năng động về hàng không. Số lượng hành khách hàng không tăng trung bình 7,3%/năm, tăng thêm 96,5 triệu khách trong giai đoạn 2014-2034. Trong dài hạn, ngành Hàng không Việt Nam được kỳ vọng sẽ tăng trưởng trên cả phân khúc quốc tế và nội địa, trên cơ sở hạ tầng hàng không được đầu tư mở rộng và hoàn thiện.

Động lực tăng trưởng hành khách và hàng hóa nội địa

IATA dự báo lượng khách nội địa hàng năm sẽ tăng từ 34,68 triệu hành khách lên 94,22 triệu hành khách trong giai đoạn 2014-2034, tăng trung bình 8,2%/năm ; nhờ động lực từ sự kết hợp của các yếu tố (1) Kinh tế phục hồi; (2) Tầng lớp trung lưu tăng nhanh và (3) Hàng không giá rẻ còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Cụ thể:

- **Kinh tế phục hồi và thu nhập bình quân đầu người tăng nhanh:** GDP 9 tháng đầu năm 2015 của Việt Nam tăng 6,5% so với cuối 2014- đây là mức tăng cao nhất từ 2010, và là mức tăng cao thứ 3 tại Châu Á. Các tổ chức kinh tế thế giới như ADB, IMF cũng đã đưa ra những đánh giá lạc quan và nâng mức dự báo tăng trưởng của Việt Nam. Năm 2014, thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam đạt 2.028 USD và được dự báo tăng trưởng với tốc độ trung bình hơn 7,64% trong giai đoạn 2015-2020 theo IMF.
- **Việt Nam có dân số đông và tầng lớp trung lưu tăng nhanh:** Dân số Việt Nam cao thứ 3 trong khu vực với 92,5 triệu người (tại thời điểm tháng 7/2014), sau Philippines và Indonesia, và tiếp tục tăng với tốc độ trung bình 1.05% trong 5 năm tới. Theo dự báo của Tổ chức Lao động Thế giới ILO, tầng lớp trung lưu tại Việt Nam sẽ đạt khoảng 14,7 triệu người, chiếm 27% lực lượng lao động vào năm 2015 và sẽ tăng lên 17,7 triệu người vào năm 2018, chiếm 30% lực lượng lao động.
- **Hàng không giá rẻ (LCC) còn nhiều tiềm năng tăng trưởng:** Sự phát triển của các hãng hàng không giá rẻ đã mở rộng đối tượng khách hàng, dẫn thay thế phương thức di chuyển bằng đường sắt hoặc đường bộ do chi phí vận chuyển cạnh tranh và ưu thế về thời gian. Tại Việt Nam hiện nay, tỷ lệ các chuyến bay giá rẻ còn khá thấp (24%), chưa bằng một nửa mức trung bình của khu vực (58,5%). Do đó, các hãng hàng không giá rẻ cũng như lượng khách di chuyển đường hàng không còn nhiều tiềm năng tăng trưởng tại Việt Nam.

Động lực tăng trưởng hành khách và hàng hóa quốc tế

Nhu cầu vận chuyển quốc tế đi và đến Việt Nam sẽ tiếp tục tăng theo dự báo của IATA với tốc độ đạt 5,3%/năm trong giai đoạn 2014-2034 lên nhờ (1) Tăng trưởng du lịch và (2) Hội nhập kinh tế quốc tế được đẩy mạnh. Cụ thể:

- **Du lịch Việt Nam tiếp tục tăng trưởng mạnh:** Bộ Văn Hóa, Thể Thao và Du Lịch cũng đưa ra dự báo năm 2020 Việt Nam sẽ đón 10-10,5 triệu lượt khách quốc tế và tăng lên 18 triệu vào năm 2030.
- **Hội nhập kinh tế quốc tế:** Trong thời gian tới, cùng với TPP, Việt Nam sẽ tiếp tục tham gia ký kết hàng loạt các hiệp định thương mại như RCEP, FTA, Liên minh thuế quan... khiến Việt Nam trở thành một trong những quốc gia sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ hội nhập kinh tế. Qua đó, nhu cầu vận chuyển hàng hóa cũng như hành khách quốc tế qua đường hàng không được kỳ vọng tăng cùng nhịp với mức độ hội nhập. Tính chung 9 tháng đầu năm 2015, kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu cả nước tăng lần lượt 9,6% và 15,9% so với cùng kỳ 2014, đồng thời tổng vốn FDI đăng ký cũng tăng 53% so với cùng kỳ.

Hạ tầng hàng không Việt Nam cũng được kỳ vọng tăng trưởng

Hạ tầng hàng không Việt Nam cũng được kỳ vọng tăng trưởng song hành với nhu cầu vận chuyển quốc nội và quốc tế trên cơ sở (1) Các hãng hàng không nội địa tiếp tục đầu tư đội bay và (2) Các cảng hàng không được đầu tư và mở rộng công suất. Cụ thể:

- **Kế hoạch phát triển mạnh mẽ của các hãng hàng không nội địa:** Ba hãng hàng không nội địa đều đang đẩy mạnh kế hoạch mở rộng mạng bay và nâng cấp đội bay trong thời gian tới từ 113 tàu bay lên 201 tàu bay đến năm 2018. Ngoài ra, bên cạnh 43 hãng hàng không quốc tế đang khai thác tại Việt Nam, một số hãng sẽ tiếp tục mở đường bay mới đến Việt Nam như Nok Air, NokScoot, Kenya Airways,...
- **Hạ tầng hàng không sẽ tiếp tục được đầu tư mở rộng đáp ứng nhu cầu vận chuyển:** Trung bình Việt Nam có 0,24 sân bay thương mại/ triệu dân, thấp hơn nhiều so với trung bình ở khu vực các nước mới nổi châu Á là 0,39 sân bay thương mại/ triệu dân. Công suất phục vụ của các cảng hàng không Việt Nam sẽ tăng từ khoảng 64,75 triệu lượt hành khách/năm lên 84,25 triệu lượt hành khách vào năm 2020.

Giới thiệu về BSC

Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC) được thành lập và vinh dự trở thành Công ty chứng khoán đầu tiên trong ngành ngân hàng tham gia kinh doanh trong lĩnh vực chứng khoán, đồng thời là một trong hai Công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam.

Trải qua gần 15 năm phát triển, BSC đã đạt được nhiều thành tựu to lớn, trở thành Công ty đứng trong top 03 thị trường Việt Nam về tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp; là Công ty dẫn đầu thị trường về thị phần môi giới trái phiếu năm 2013, và năm Top 10 nhà môi giới cổ phiếu năm 2013 tại hai sàn giao dịch. Nằm trong cơ cấu khách hàng của BSC là nhiều doanh nghiệp có thương hiệu lớn, uy tín, đóng vai trò đầu tàu trong nền kinh tế Việt Nam như Vietnam Airlines, Vinacomín, Vinatex...

Nhiệm vụ của BSC là kết nối nhà đầu tư với những sản phẩm đầu tư phù hợp nhất. Chúng tôi luôn đồng hành cùng các bạn đi tới thành công.

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

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
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Trần Thăng Long

Giám đốc Khối Phân tích
longtt@bsc.com.vn
(+84) 43935 2722 ext. 118