



ACV – CẤT CÁNH BAY CAO

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** cổ phiếu ACV với giá hợp lý theo FCFF và EV/EBITDA lần lượt là 26,386 đ/cp và 37,223 đ/cp. Giá niêm yết của cổ phiếu ACV là 25,000 đ/cp, tương đương EV/EBITDA là 6.75x, thấp hơn nhiều so với trung vị của các hãng hàng không trong khu vực và so với tiềm năng tăng trưởng của ACV. Doanh thu thuần được dự báo tăng trưởng 11%/năm, lợi nhuận sau thuế tăng trung bình 36%/năm, đạt 2,221 tỷ đồng vào năm 2016 và đạt 8,013 tỷ đồng vào năm 2020.

ACV là đơn vị khai thác toàn bộ hệ thống cảng 22 Hàng không dân dụng tại Việt Nam. Tổng công suất thiết kế của ACV là 77.51 triệu lượt khách với sản lượng khai thác 2015 đạt 63.12 triệu hành khách. Chi tiết xin tham khảo báo cáo phân tích ACV 2015.

Quy mô doanh thu lớn, hiệu quả hoạt động tăng trưởng bền vững. Tổng doanh thu hợp nhất đạt 13,173 tỷ đồng trong năm 2015, tăng trưởng trung bình 18%/năm từ năm 2012-2015. Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động lõi tăng gấp đôi từ 14% năm 2015 lên tới 28% trong 6 tháng từ 1/4/2016-30/9/2016. Cả doanh thu và biên lợi nhuận của ACV được kỳ vọng tiếp tục cải thiện nhờ sản lượng tăng trưởng nhanh.

Tình hình Tài chính lành mạnh. Tiềm lực dòng tiền mạnh được tích lũy từ chi phí khấu hao hàng năm lớn, ACV có nguồn tiền mặt dồi dào đạt 17 nghìn tỷ vào cuối quý 3/2016, tương đương với chi phí đầu tư một cảng hàng không tầm trung. Lỗ chênh lệch tỷ giá lớn bào mòn tới 75% lợi nhuận lõi trong 2 quý, nhưng không làm ảnh hưởng đến dòng tiền của công ty (lỗ chênh lệch tỷ giá là 1,656 tỷ đồng trong 6 tháng từ 1/4/2016 đến 30/9/2016).

Rủi ro đầu tư. (1) Chi phí vốn đầu tư mới các Cảng hàng không lớn làm ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh nghiệp; (2) Rủi ro vận hành các Cảng hàng không mới đầu tư; (3) Rủi ro tỷ giá của khoản vay Yên Nhật; (4) Rủi ro quá tải sản lượng hành khách, hàng hóa ở 1 số cảng.

Thông tin chào sàn	
Giá niêm yết	25,000
Ngày niêm yết	21/11/2016
Số lượng CP (tr)	2,177
Freefloat	4.6%
Định giá DCF	26,386
EV//EBITDA	37,223

Chuyên viên phân tích

Lương Thu Hương

Email : huonglt@bsc.com.vn

Trần Thị Hồng Tươi

Email: tuoith@bsc.com.vn

Thông tin cơ bản	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần (tỷ đ)	8,011	9,548	10,555	13,173
% tăng trưởng y-o-y	14%	19%	11%	25%
Tổng tài sản (tỷ đ)	30,189	34,661	-	44,852
% tăng trưởng y-o-y	35%	15%	26%	2%
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	14,877	17,068	20,490	20,615
Vốn điều lệ (tỷ đ)	6,271	10,611	16,274	17,093
CPLH bình quân (tr/cp)	627	1,061	1,627	1,709
LN sau thuế (tỷ đ)	1,527	2,297	2,632	1,712
% tăng trưởng y-o-y	75%	50%	15%	-35%
Giá trị sổ sách (đ/cp)	23,722	16,086	12,590	12,060
Biên lợi nhuận gộp	20%	22%	29%	27%
ROS	12%	19%	24%	25%
ROE	11%	14%	14%	8%
ROA	6%	7%	7%	4%

Nguồn: ACV, BSC research

TỔNG QUAN VỀ ACV

Giới thiệu chung	
Công ty	Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam
Trụ sở	58 Trường Sơn, Phường 2, Quận Tân Bình, Tp. Hồ Chí Minh
Web site	http://www.vietnamairport.vn
Điện thoại	(84.8)38485383
Fax	
Vốn điều lệ:	21,771,732,360,000

Lĩnh vực hoạt động: Hoạt động hỗ trợ trực tiếp cho vận tải hàng không

Nguồn: ACV

TT	Các công ty con	Giá gốc (tỷ đ)	Sở hữu
1	CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay TSN (SAS)	670.65	51.00%
2	CTCP Dịch vụ Nhiên liệu Hàng không Nội Bài (NAFSC)	60.00	60.00%

Lịch sử hình thành	
Năm	Sự kiện
1975 – 3/1993	Thành lập Tổng cục Hàng không dân dụng Việt Nam
1993 – 6/1998	Thành lập Cục cảng hàng không sân bay miền Bắc, miền Trung, miền Nam, hoạt động theo mô hình đơn vị sự nghiệp kinh tế có thu, trực thuộc Cục Hàng không dân dụng Việt Nam
7/1998 - 2006	Chuyển đổi các Cục cảng hàng không sân bay miền Bắc, Trung, Nam thành doanh nghiệp Nhà nước hoạt động công ích và đổi tên thành ba Cục cảng Hàng không miền Bắc – Trung – Nam
2007 – 3/2012	3 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
2012 – 3/2016	Thành lập Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam
1/4/2016 - nay	Chính thức hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần

Cơ cấu cổ đông dự kiến

TT	Danh mục	Số lượng (nghìn cổ phiếu)	Tỷ trọng (%)
1	Cổ đông nhà nước	2.076.943	95,40
2	Cổ đông bên trong	22.897	1,05
	- Công đoàn	3.003	0,14
	- CBCNV	19.894	0,91
3	Cổ đông bên ngoài	13.104	0,60
	- Nhà đầu tư Nước ngoài	5.604	0,26
	- Nhà đầu tư Trong nước	7.500	0,34
	Tổng cộng	2.177.173	100%

Nguồn: ACV

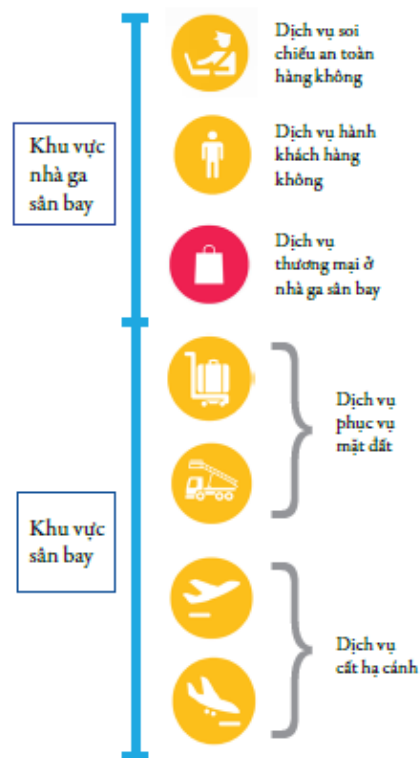
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Giá hợp lý của cổ phiếu ACV theo 2 phương pháp FCFF và EV/EBITDA lần lượt là 26,386 đ/cp và 37,223 đ/cp. Giá niêm yết của cổ phiếu ACV là 25,000 đ/cp, tương đương EV/EBITDA là 6.75x, thấp hơn nhiều so với trung vị của các hãng hàng không trong khu vực và so với tiềm năng tăng trưởng của ACV. Do vậy chúng tôi đưa ra khuyến nghị “Mua Mạnh” với cổ phiếu ACV.

- ACV là đơn vị duy nhất khai thác toàn bộ hệ thống 22 cảng hàng không dân dụng tại Việt Nam. Đây là ngành có rào cản gia nhập rất lớn.
- Quy mô doanh thu lớn và tăng trưởng nhanh, tổng doanh thu hợp nhất đạt 13,173 tỷ đồng trong năm 2015, tăng trưởng trung bình 18%/năm từ năm 2012-2015.
 - Dịch vụ Hàng không: đứng thứ 2 khu vực Đông Nam Á về tốc độ tăng trưởng, tăng 37.95% trong năm 2015. Gắn chặt với tăng trưởng của ngành hàng không: tăng trưởng sản lượng hành khách, hàng hóa và sản lượng hạ cất cánh.
 - Dịch vụ Phi Hàng không: còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Tỷ trọng doanh thu phi hàng không/ doanh thu hàng không đạt 0.24x, thấp hơn nhiều so với trung bình của khu vực là 0.86x.
- Hiệu quả kinh doanh lõi được kỳ vọng tiếp tục cải thiện, biên lợi nhuận thuần từ hoạt động lõi tăng gấp đôi từ 14% năm 2015 lên tới 28% trong 6 tháng từ 1/4/2016-30/9/2016, chủ yếu nhờ doanh thu tăng nhanh trong khi đó chi phí cố định lớn (chiếm trên 57% tổng chi phí)
- Tài chính lành mạnh:
 - Dòng tiền mạnh. Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh dao động từ 2,130 tỷ đồng đến 4,213 tỷ đồng từ năm 2012-2015 và đạt 1,958 tỷ đồng trong quý 3/2016. Tiền mặt dồi dào, đạt 17 nghìn tỷ vào cuối quý 3/2016, tương đương với chi phí đầu tư một cảng hàng không tầm trung.
 - Chi phí cố định lớn, chủ yếu là khấu hao (50% tổng chi phí) và sửa chữa tài sản (7%), trong đó, chi phí khấu hao đối với nhóm tài sản cũ và chi phí sửa chữa tài sản giảm nhanh giúp cải thiện biên lợi nhuận cho ACV. Các chi phí chủ yếu là chi phí cố định, dễ kiểm soát, dự báo. Biên lợi nhuận được cải thiện mạnh khi doanh thu tăng trưởng.
- Dự báo doanh thu thuần đạt 15,793 tỷ đồng vào năm 2016 và đạt 22,404 tỷ đồng vào năm 2020, tăng trưởng bình quân hàng năm đạt 11%/năm. Lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông công ty mẹ được dự báo đạt 2,221 tỷ đồng (+30% yoy) vào năm 2016 và đạt 7,961 tỷ đồng vào năm 2020, tăng trưởng bình quân hàng năm đạt 36%/năm.
- Rủi ro đầu tư. (1) Chi phí vốn đầu tư mới các Cảng hàng không lớn làm ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh nghiệp; (2) Rủi ro vận hành các Cảng hàng không mới đầu tư; (3) Rủi ro tỷ giá (Lỗ chênh lệch tỷ giá lớn bào mòn tới 75% lợi nhuận lõi của 2 quý giữa năm, nhưng không làm ảnh hưởng đến dòng tiền của công ty.); (4) Rủi ro quá tải sản lượng hành khách, hàng hóa ở 1 số cảng.

TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG CỦA ACV

Chuỗi giá trị các hoạt động của ACV



Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) đang quản lý và vận hành hệ thống 22 Cảng hàng không dân dụng toàn quốc. Tổng công suất thiết kế là 77.51 triệu lượt khách, bao gồm 10 cảng hàng không Quốc tế và 11 cảng hàng không Nội địa (Cảng Nhà Sản hiện không khai thác).

Cũng giống như các đơn vị vận hành cảng hàng không trên Thế giới, Doanh thu dịch vụ Hàng không của ACV bao gồm Doanh thu phục vụ hành khách (59%), Doanh thu hạ cất cánh (16.10%), Doanh thu soi chiếu an ninh (5.11%), Doanh thu phục vụ mặt đất cơ bản/trộn gói (4.65%) và Doanh thu dịch vụ hàng không khác, phí hàng không và bán hàng (15.14%).

Doanh thu các mảng hoạt động của công ty mẹ ACV

Công ty mẹ	2013	2014	2015	6T2016 ¹	CAGR 2013-2015	DT T2016 vs DT2015
DV HK	6,062	6,410	8,841	5,554	21%	63%
Hạ cất cánh	1,024	1,038	1,423	893	18%	63%
Phục vụ hành khách	3,344	3,733	5,217	3,376	25%	65%
Phục vụ mặt đất	765	472	411	187	-27%	46%
Soi chiếu an ninh	191	260	452	314	54%	69%
Khác	739	907	1,339	784	35%	59%
DV Phi HK	828	924	1,025	628	11%	61%
Bán hàng	635	665	1,096	580	31%	53%
Tổng cộng	7,526	7,999	10,962	6,762	21%	62%

Nguồn: BSC research

Nguồn: ACV, BSC research

Chuỗi dịch vụ Hàng không cung cấp bởi ACV

Dịch vụ	Mô tả dịch vụ	Cách thu phí
Dịch vụ phục vụ hành khách	Cung cấp cơ sở nhà ga, phòng chờ, quầy thủ tục, đường dẫn ... cho hành khách.	Thu phí gián tiếp trên mỗi lượt khách đi qua cảng trên giá vé máy bay của hãng hàng không.
Dịch vụ hạ cất cánh	Cung cấp đường băng, đường lăn, hệ thống chiếu sáng và các hệ thống hỗ trợ khác nhằm đảm bảo cho hoạt động hạ cất cánh.	Thu phí trực tiếp trên mỗi lượt hạ cất cánh của các hãng hàng không.
Dịch vụ phục vụ mặt đất	Bốc dỡ, xếp, vận chuyển hành lý / hàng hóa, điều phối chuyến bay, cân bằng trọng tải chuyến bay, hướng dẫn xếp chuyên 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 đối với mỗi hãng hàng không dựa trên trọng tải mỗi lượt cất hạ cánh.
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).	Thu phí gián tiếp trên mỗi lượt hành khách và mỗi tấn hàng hóa đi qua cảng trên giá vé máy bay của hãng hàng không.
Dịch vụ hàng không khác	Gồm dịch vụ sân đậu tàu bay, doanh thu cho thuê cầu dẫn khách, doanh thu dịch vụ cho thuê băng chuyền hành lý, doanh thu dịch vụ cho thuê mặt bằng làm văn phòng đại diện hãng hàng không.	Từng loại chi phí cụ thể cũng được quy định trong Quyết định 1992.

Nguồn : BSC research

¹ Tính từ 01/04/2016 đến 30/09/2016

LĨNH VỰC CẢNG HÀNG KHÔNG

Trên thế giới, hầu hết các sân bay đều thuộc sở hữu của chính quyền địa phương hoặc quốc gia, sau đó các tập đoàn tư nhân sẽ thuê lại để quản lý và khai thác. Một quốc gia có thể có một hoặc nhiều công ty quản lý các Cảng hàng không. Tại Việt Nam, ACV là đơn vị duy nhất được giao quản lý và vận hành toàn bộ 22 Cảng hàng không dân dụng.

Theo ACI (Airports Council International) World Report 2016, tổng quy mô doanh thu của ngành Cảng Hàng không toàn cầu đạt 142.5 tỷ USD, trong đó doanh thu Hàng không chiếm trung bình 55.5%, doanh thu Phi hàng không chiếm 40.4% và doanh thu Khác là 4.1%.

So với các công ty quản lý Cảng hàng không trên thế giới, quy mô doanh thu của ACV còn tương đối nhỏ (14 nghìn tỷ đồng) và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Năm 2015, doanh thu dịch vụ Hàng không của công ty mẹ ACV đạt 8,841 tỷ đồng, tăng 37.95%yoy, đây là tốc độ tăng trưởng cao thứ 2 trong khu vực Đông Nam Á chỉ sau Malaysia Airports (+41.63%). Doanh thu của ACV được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng cao nhờ (1) IATA dự báo Việt Nam sẽ là quốc gia có tốc độ tăng trưởng ngành hàng không nhanh nhất khu vực châu Á-Thái Bình Dương, sản lượng hành khách tăng trung bình 7.3% từ 2014-2034 (xuất phát từ thu nhập bình quân đầu người cải thiện và tầng lớp trung lưu tăng nhanh nhất Châu Á, du lịch được chú trọng phát triển); (2) Xã hội hóa và tăng cường khai thác các dịch vụ phi hàng không và bán hàng.

Hoạt động của các công ty quản lý Cảng hàng không trên thế giới

Công ty	Quốc gia	Mkt Cap (tỷ VND)	Số lượng sân bay	DTT T12M (tỷ đ)	DTT/sân bay (tỷ đ)	Biên lợi nhuận thuần	EV/EBITDA T12M	P/E	P/B
AENA SA	SPAIN	447,265		91,086		30%	12.30	16.31	3.93
AIRPORTS OF THAILAND PCL	THAILAND	326,019	6	30,881	5,147	0%	15.98	24.34	4.40
SYDNEY AIRPORT	AUSTRALIA	229,307	1	21,062	21,062	55%	22.37	43.83	12.17
ADP	FRANCE	215,293	14	72,053		18%	11.73	22.93	2.22
SHANGHAI INTERNATIONAL AIR-A	CHINA	167,899	2	22,951	11,475	40%	N/A	19.01	2.38
KOBENHAVNS LUFTHAVNE	DENMARK	134,674	2	14,525	7,263	34%	16.70	33.23	14.88
FRAPORT AG FRANKFURT AIRPORT	GERMANY	117,887	5	64,341	12,868	20%	9.20	19.44	1.38
AUCKLAND INTL AIRPORT LTD	NEW ZEALAND	114,699	1	8,171	8,171	83%	22.33	27.44	1.86
GRUPO AEROPORT DEL PACIFIC-B	MEXICO	107,743		13,015		0%	17.34	30.13	4.51
GRUPO AEROPORT DEL SURESTE-B	MEXICO	100,231	9	11,982	1,331	0%	16.42	26.23	4.16
BEIJING CAPITAL INTL AIRPO-H	CHINA	99,568		29,762		34%	8.72	17.70	1.62
SATS LTD	SINGAPORE	87,498	1	27,887	27,887	26%	17.54	23.02	3.62
BBA AVIATION PLC	BRITAIN	74,885	N/A	45,818		5%	12.32	N/A	1.86
GUANGZHOU BAIYUN INTERNATI-A	CHINA	56,738	1	20,296	20,296	30%	N/A	12.60	1.63
MALAYSIA AIRPORTS HLDGS BHD	MALAYSIA	52,707	39	22,355	573	0%	9.64	N/A	1.35
FLUGHAFEN WIEN AG	AUSTRIA	44,629	2	17,497		24%	7.59	11.14	1.64
GRUPO AEROPORTUARIO DEL CENT	MEXICO	44,319		6,493		0%	15.86	23.47	6.60
TAV HAVALIMANLARI HOLDING AS	TURKEY	30,590		24,709		0%	5.50	9.16	1.70
SAVE SPA	ITALY	23,268	1	4,475	4,475	31%	12.87	N/A	4.86
XIAMEN INTERNATIONAL AIR-A	CHINA	23,144	1	5,010	5,010	39%	N/A	17.76	2.19
Median							12.87	22.93	2.3
ACV²	Việt Nam		22	13,173	599	14%			

Nguồn: Bloomberg, BSC research

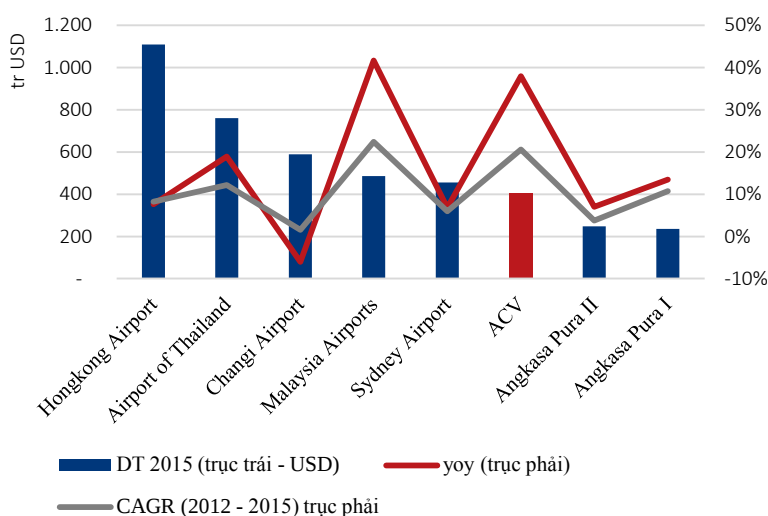
Tốc độ tăng trưởng sản lượng cao. So sánh với các đơn vị vận hành

² Số liệu năm 2015

cảng hàng không trong khu vực Đông Nam Á, ACV dẫn đầu về mức tăng trưởng hành khách (trung bình tăng 19%/năm từ 2012-2015), hàng hóa (+14%/năm) và sản lượng hạ cất cánh (+13%/năm). Trong đó tăng trưởng tại Tân Sơn Nhất và Nội Bài lần lượt là 20% và 21% trong năm 2015.

Phí nhiều dịch vụ hàng không tương đối thấp so với các Cảng hàng không trong khu vực. Phí dịch vụ phục vụ hành khách ở mức tương đối cạnh tranh trong khi đó, phí dịch vụ hạ cất cánh và phí soi chiếu an ninh còn tương đối thấp so với khu vực.

Doanh thu và tốc độ tăng trưởng doanh thu dịch vụ hàng không của các Công ty quản lý Cảng hàng không trong khu vực



Nguồn: BSC research

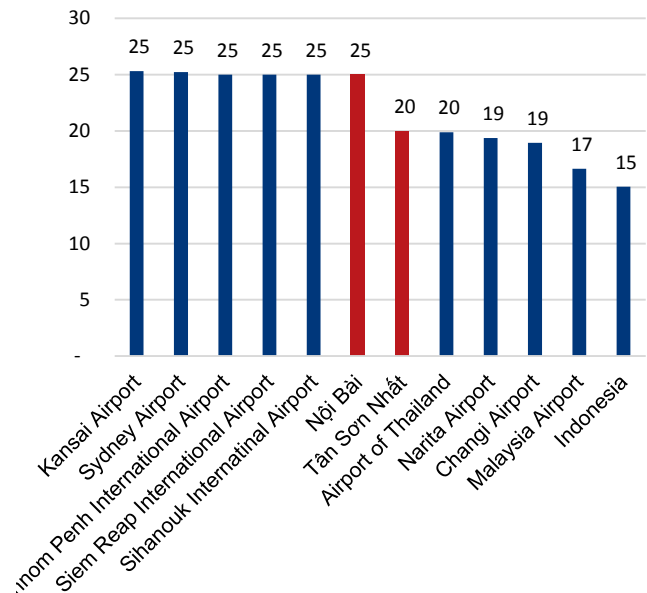
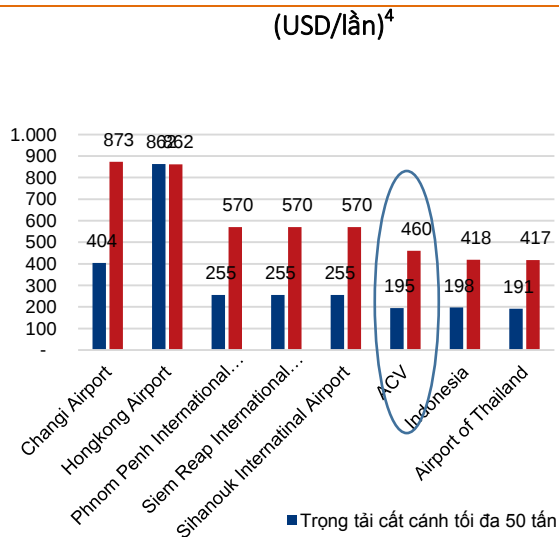
So sánh sản lượng khai thác của các công ty quản lý Cảng Hàng không

Công ty	Sản lượng hành khách		Sản lượng hàng hóa		Sản lượng hạ cất cánh	
	2015	CAGR 2012-2015	2015	CAGR 2012-2015	2015	CAGR 2012-2015
Airport of Thailand	106,789,914	14%	1,354,210	-2%	707,362	14%
Angkasa Pura II	84,291,588	1%	726,809	-1%	632,418	1%
Malaysia Airport	83,829,769	5%	974,330	2%	815,340	3%
Angkasa Pura I	73,935,940	4%	324,840	-1%	698,118	3%
Hongkong Airport	69,700,000	7%	4,300,000	2%	410,000	5%
ACV	63,123,510	19%	973,385	14%	448,520	13%
Changi Airport	56,737,315	3%	1,867,784	1%	351,059	2%
Incheon Airport	56,698,060	7%	2,595,677	2%	305,446	6%
Sydney Airport	39,700,000	1%			335,001	3%

Nguồn: BSC research

So sánh phí dịch vụ Hạ cất cánh Quốc tế

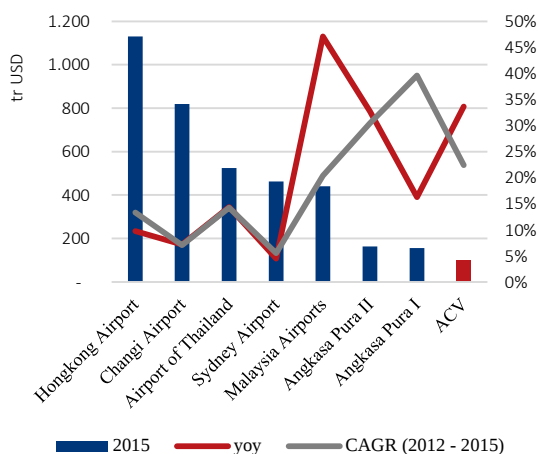
So sánh phí phục vụ hành khách quốc tế (USD/ HK)



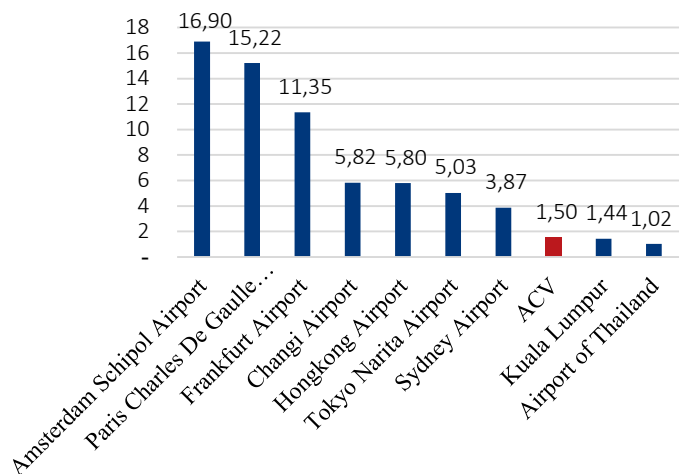
Nguồn: BSC Research,

Nguồn: BSC research

So sánh Doanh thu Phi Hàng không & BH (USD)

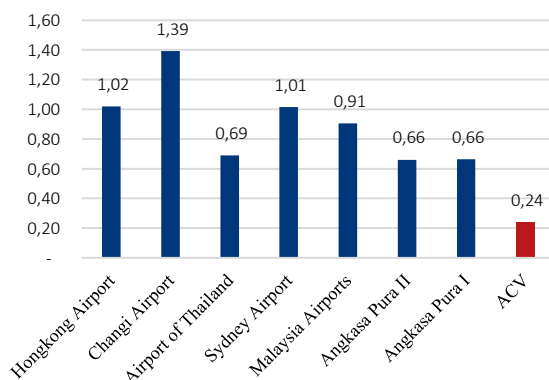


So sánh phí soi chiếu an ninh hành khách Quốc tế (USD/lượt)



Nguồn: BSC research

Tỷ trọng DT Phi Hàng không & BH / DT Hàng không

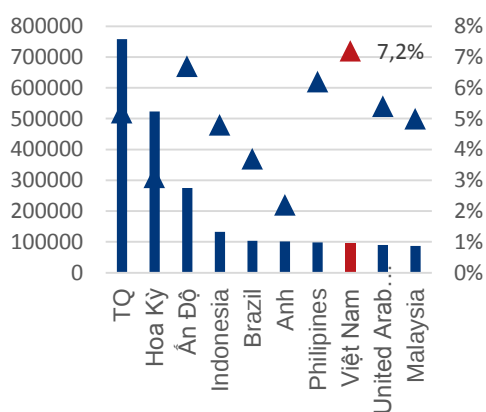


Hoạt động phi hàng không và bán hàng còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. So sánh với các cảng Hàng không trong khu vực, doanh thu Phi Hàng không và Bán hàng của ACV đang ở mức thấp nhất cả về Quy mô và tỷ trọng trên Doanh thu Hàng không, trung bình tỷ lệ này ở các Cảng Hàng không khu vực Đông Nam Á là 0.86, cao hơn nhiều so với mức hiện tại của ACV là 0.24. Qua đó tiềm năng đẩy mạnh khai thác mảng kinh doanh này, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của toàn công ty.

⁴ Do phần lớn các chuyến bay tại các cảng của ACV là máy bay A320 và A321, trọng tải cất cánh thuộc nhóm từ 50 đến 100 tấn, nên BSC thu thập số liệu về phí dịch vụ Hạ cất cánh phạm vi này áp dụng tại các CHK trong khu vực để so sánh. Riêng sân bay Hong Kong là A360.

SẢN LƯỢNG TĂNG TRƯỞNG NHANH

Dự báo tăng trưởng sản lượng hành khách



- Số lượng hành khách tăng lên hàng năm (nghìn)
- ▲ CAGR 2014-2034

Sản lượng khai thác kỳ vọng sẽ tăng trưởng cao và bền vững. Sản lượng hành khách tăng trung bình 19%/năm, sản lượng hàng hóa tăng 14%/năm và sản lượng hạ cất cánh tăng trung bình 13%/năm từ 2012-2015. Đà tăng này tiếp tục được duy trì trong 9T2016, tổng sản lượng hành khách đi đạt 60.5 triệu lượt (+ 29.6% yoy), bao gồm 17.5 triệu lượt khách quốc tế (+25.2% yoy) và 43 triệu lượt khách nội địa (+31.5% yoy), sản lượng hàng hóa, bưu kiện đạt 766 nghìn tấn (+ 6.9% yoy), sản lượng hạ cất cánh đạt 417.8 nghìn lượt (+ 25.9% yoy). IATA dự báo, Việt Nam sẽ là nước có tốc độ tăng trưởng lĩnh vực Hàng không cao nhất khu vực Đông Nam Á và nằm trong топ 10 quốc gia có tốc độ tăng trưởng cao nhất thế giới, tăng trung bình 7.2%/năm từ 2014-2034. Tốc độ tăng trưởng cao được hình thành từ tiềm năng du lịch, thương mại quốc tế, tăng trưởng kinh tế, thu nhập và sự phát triển của các hãng hàng không giá rẻ tại Việt Nam.

Phí dịch vụ hàng không còn khả năng tăng⁵. Hiện ACV đang đề xuất tăng phí dịch vụ hành khách nội địa tại 7 sân bay quan trọng (Tân Sơn Nhất, Nội Bài, Đà Nẵng, Cam Ranh, Phú Quốc, Vinh, Phú Bài) và tăng phí cất hạ cánh đối với các chuyến bay nội địa. Nếu được chấp thuận, doanh thu và lợi nhuận mảng dịch vụ hàng không của ACV được kỳ vọng tăng trưởng mạnh.

Mở rộng công suất đáp ứng tốc độ tăng trưởng. ACV là đơn vị duy nhất vận hành và khai thác toàn bộ hệ thống 22 Cảng Hàng không dân dụng tại Việt Nam. Tổng sản lượng khai thác năm 2015 đạt 63 triệu hành khách đi và đến. Nhiều Cảng hiện đang được khai thác vượt công suất thiết kế như CHKQT Tân Sơn Nhất (106%), CHKQT Đà Nẵng (112%), CHKQT Cam Ranh (109%) và CHK Cát Bi (104%). Bên cạnh CHKQT T2 Nội Bài đã đi vào khai thác từ tháng 12/2014, ACV cũng đang thực hiện đầu tư mở rộng nhiều nhà ga quốc tế, đáp ứng nhu cầu di chuyển bằng hàng không ngày càng tăng tại Việt Nam. Một số kế hoạch đầu tư lớn bao gồm: tăng 30% công suất phục vụ khách quốc tế của CHKQT Tân Sơn Nhất lên 13 triệu hành khách/năm (hoàn thiện trước quý 1/2017), xây dựng nhà ga quốc tế Đà Nẵng, công suất 4 triệu khách/năm (dự kiến hoàn thành trước tháng 3/2017), xây dựng nhà ga quốc tế Cam Ranh, tổng công suất giai đoạn 1 là 2.8 triệu khách/năm (dự kiến hoàn thành vào tháng 3/2018), giai đoạn 2 thêm công suất 4 triệu hành khách và giai đoạn 3 bổ sung 1.5 triệu hành khách/năm.

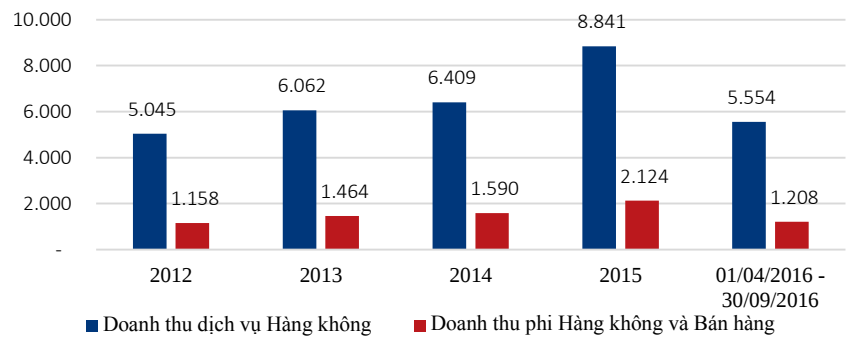
⁵ Phí dịch vụ hàng không tăng từ 1/10/2014 theo Quyết định 1992/QĐ-BTC và chính sách giảm giá cho các hãng hàng không trong nước bay nội địa hết hiệu lực từ 31/12/2014. Do đó KQKD 2015 của mảng dịch vụ Hàng không tăng mạnh hơn so với tốc độ tăng trưởng sản lượng hành khách, hàng hóa qua các cảng.

HOẠT ĐỘNG LỢI TĂNG TRƯỞNG MẠNH

Trong năm 2016, chúng tôi sẽ đánh giá hiệu quả của doanh nghiệp dựa trên số liệu từ 01/04/2016, thời điểm ACV chính thức chuyển đổi thành công ty cổ phần.

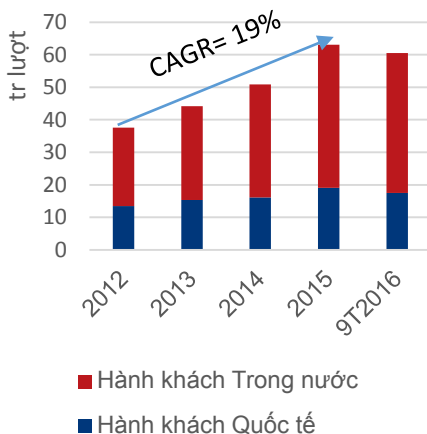
Doanh thu tăng trưởng mạnh. Tổng doanh thu hợp nhất năm 2015 đạt 13,173 tỷ đồng (+25% yoy), tăng trưởng bình quân năm đạt 18%/năm từ 2012-2015. Xét trên báo cáo tài chính công ty mẹ (đơn vị vận hành 21 cảng hàng không dân dụng tại Việt Nam), trong 4 năm 2012-2015, doanh thu từ dịch vụ Hàng không chiếm tỷ trọng lớn nhất, trung bình đạt 80.66% cơ cấu tổng doanh thu. Tính từ 01/04 – 30/09/2016), doanh thu dịch vụ Hàng không đạt 5,554 tỷ đồng, bằng 63% doanh thu thực hiện năm 2015.

Cơ cấu doanh thu Cty mẹ AVC



Nguồn: BCTC ACV, BSC Research

Tổng số hành khách của ACV



Nguồn: BSC Research

Số lượt Hạ cất cánh của ACV

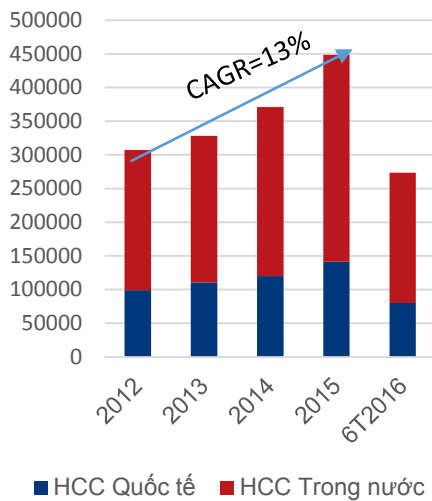
Dịch vụ phục vụ hành khách (chiếm 59% doanh thu dịch vụ Hàng không)

Trong năm 2015, doanh thu phục vụ hành khách đạt 5,216.56 tỷ đồng, tăng 39.73%yoy, nhờ (1) sản lượng hành khách đi tăng 24.1%, đạt 31.6 triệu hành khách, (2) phí phục vụ hành khách tăng từ 17-20% đối với các chuyến bay quốc nội, (3) phí phục vụ hành khách quốc tế tại nhà ga T2 Nội Bài cao hơn 1.56x so với nhà ga quốc tế cũ tại Nội Bài.

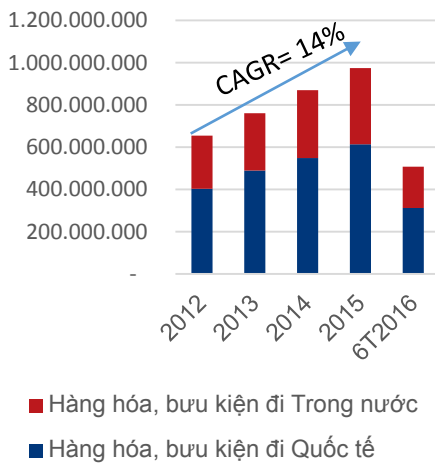
Tổng lượng hành khách qua các cảng của ACV trong 9 tháng đầu năm 2016 đạt 60.5 triệu lượt (+29.6% yoy). Tính từ 01/04 – 30/09/2016, doanh thu phục vụ hành khách đạt 3,376 tỷ đồng, bằng 64.72% số thực hiện cả năm 2015.

Dịch vụ hạ cất cánh (chiếm 16.10% doanh thu dịch vụ Hàng không)

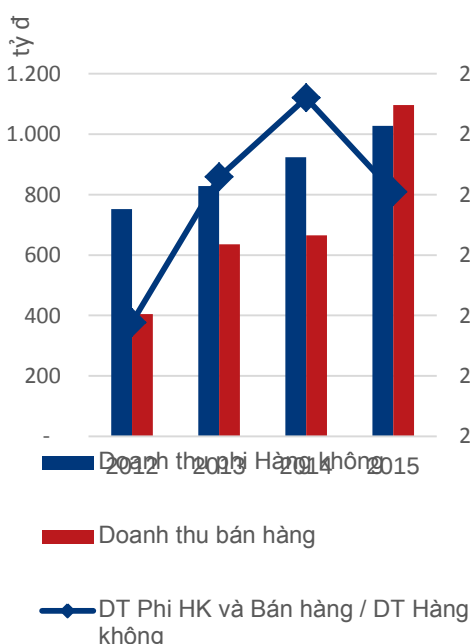
Trong năm 2015, doanh thu dịch vụ hạ cất cánh đạt 1,423 tỷ đồng (+37.15%yoy), số lượt hạ cất cánh đạt gần 449 nghìn lượt (+20.81%yoy). Trong 9T2016, số lượt hạ cất cánh đạt hơn 417.8 nghìn bằng 79% số liệu cả năm 2015. Doanh thu hạ cất cánh từ 01/04 – 30/09/2016 đạt 893 tỷ đồng, bằng 63% số thực hiện 2015. Sau cổ phần hóa, ACV tiếp tục thực hiện và ghi nhận doanh thu đối với dịch vụ hạ cất cánh và trả phí thuê cho Nhà nước.



Hàng hóa, bưu kiện qua cảng ACV (tấn)



DT phi hàng không và bán hàng



Nguồn: BSC Research

Dịch vụ soi chiếu an ninh hàng không (5.11% doanh thu DVHK)

Trong năm 2015 doanh thu đạt 451.68 tỷ đồng, tăng 73.72%yoy, nguyên nhân tăng đột biến là do áp dụng mức giá mới từ ngày 01/10/2014 theo quyết định 1992, theo đó 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. BSC cho rằng trong giai đoạn sau, tăng trưởng của dịch vụ soi chiếu an ninh sẽ cùng nhịp với tốc độ tăng trưởng hành khách và hàng hóa qua cảng. Tính từ 01/04 – 30/09/2016, doanh thu soi chiếu an ninh đạt gần 314 tỷ đồng, bằng 69.5% số thực hiện của năm 2015.

Doanh thu phục vụ mặt đất cơ bản/trộn gói (4.65% doanh thu DVHK)

Đối tượng áp dụng là các nhà vận chuyển hàng không. Tại các cảng hàng không nhóm A, ngoài ACV, dịch vụ phục vụ mặt đất còn được thực hiện bởi các đơn vị khác như CTCP phục vụ mặt đất Sài Gòn (SAGS), Công ty phục vụ mặt đất Hà Nội và phục vụ mặt đất Đà Nẵng. Giá dịch vụ phục vụ mặt đất cạnh tranh. Đối với các Cảng hàng không nhóm B, ACV cung cấp dịch vụ phục vụ mặt đất trọn gói, bao gồm dịch vụ hạ cất cánh, phục vụ kỹ thuật thương mại mặt đất, dịch vụ sử dụng phương tiện nhà ga, soi chiếu an ninh, sân đậu máy bay trong 3 tiếng đầu tiên không thu phí. Khung giá phục vụ mặt đất trọn gói được quy định bởi Bộ Tài chính, theo Quyết định 1992. Theo đó, giá phục vụ mặt đất trọn gói tăng khoảng 20% từ 1/10/2014.

Ngày 6/1/2014, SAGS được tách ra từ đơn vị hạch toán phụ thuộc thành CT TNHH MTV và được cổ phần hóa vào cuối năm 2014. SAGS thực hiện phục vụ mặt đất tại CHK QT Tân Sơn Nhất. Ngày 1/5/2016, SAGS mở rộng hoạt động tại CHK QT Đà Nẵng. Từ quý 2/2015, HSG được tách ra thành công ty liên kết của ACV (sở hữu 20%). Do vậy, doanh thu phục vụ mặt đất tại công ty mẹ ACV lại liên tục giảm từ năm 2014 trở lại đây.

Doanh thu hợp nhất mảng phục vụ mặt đất vẫn duy trì được tốc độ tăng khoảng 14%/năm từ 2013-2015. Chúng tôi cho rằng, từ quý 4/2016, doanh thu phục vụ mặt đất hợp nhất của ACV giảm do ACV đã hoàn tất thoái một phần vốn tại SAGS, chuyển từ sở hữu dưới dạng công ty con sang công ty liên kết, trong khi đó, sản lượng và doanh thu phục vụ mặt đất của SAGS tăng nhanh, doanh thu tăng 25% trong năm 2015, tăng tiếp 39% trong 6T2016 và được kỳ vọng tiếp tục tăng nhanh nhờ đóng góp của hoạt động phục vụ mặt đất tại CHKQT Cam Ranh từ 1/7/2016.

Dịch vụ Hàng không khác (chiếm 15.14% doanh thu dịch vụ Hàng không)

Doanh thu dịch vụ Hàng không khác đạt 1,338.71 tỷ đồng trong năm 2015, +47.63%yoy (do tăng mức phí). Nhìn chung tăng trưởng của dịch vụ Hàng không Khác sẽ cùng chiều với tăng trưởng của các dịch vụ Hàng không chính (hạ cất cánh, phục vụ hành khách, soi chiếu an ninh). Tính từ 01/04 – 30/09/2016, doanh thu dịch vụ Hàng không Khác đạt 784 tỷ đồng (bằng 58.56% số thực hiện cả năm 2015).

Hoạt động Phi Hàng không & Bán hàng còn nhiều tiềm năng tăng trưởng

Doanh thu Phi Hàng không và Bán hàng năm 2015 đạt 2,124 tỷ đồng, tăng 33.62% yoy, và đạt tốc độ tăng trưởng CAGR = 22.42% cho giai đoạn 2012 – 2015. Doanh thu từ 01/04 – 30/09/2016 đạt gần 1,208 tỷ đồng, bằng 56.86% số thực hiện năm 2015. Động lực tăng trưởng chính của hai dịch vụ này đến từ tăng trưởng lượng hành khách qua cảng cùng với diện tích kinh doanh tại các Cảng Hàng không được mở rộng mỗi năm.

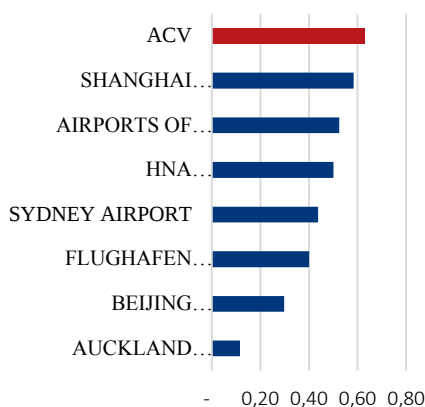
Trong giai đoạn 2012 – 2015, biên lợi nhuận gộp của dịch vụ Bán hàng trung bình đạt 30.16%, và tăng lên tới 32.81% trong 6T2016 từ 01/04/2016-30/09/2016.

BSC cho rằng triển vọng cho mảng Kinh doanh này sẽ đến từ:

- (1) Sự phát triển của các cảng Hàng không: việc đưa vào khai thác nhà ga T2 Nội Bài và tăng sản lượng hành khách quốc tế tại các cảng hàng không như Phú Quốc, Cam Ranh, Vinh ...
- (2) Trong dài hạn giá cho thuê mặt bằng có khả năng tăng: so sánh với giá thuê mặt bằng kinh doanh tại Hà Nội và tp. Hồ Chí Minh, giá cho thuê mặt bằng tại các cảng hàng không còn ở mức thấp.

TÀI CHÍNH LÀNH MẠNH

Vòng quay tổng tài sản của các công ty quản lý cảng hàng không trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, BSC research

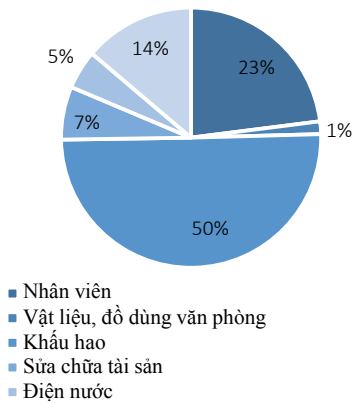
Biên lợi nhuận được cải thiện mạnh trong năm 2016 và được kỳ vọng tiếp tục tăng cùng đà tăng sản lượng hành khách, hàng hóa qua cảng do chi phí cố định lớn. Tiềm lực dòng tiền mạnh được tích lũy từ chi phí khấu hao hàng năm lớn. Tiền mặt dồi dào, đạt 17 nghìn tỷ vào cuối quý 3/2016, tương đương với chi phí đầu tư một cảng hàng không tầm trung. Chúng tôi tin tưởng rằng, dòng tiền hoạt động trong tương lai của ACV tiếp tục duy trì ở mức cao, đem lại sự ổn định tài chính và hỗ trợ đắc lực cho ACV trong quá trình đầu tư, tăng công suất sắp tới.

Quy mô doanh thu lớn và tăng trưởng nhanh. Tổng doanh thu hợp nhất đạt 13,173 tỷ đồng trong năm 2015, tăng trưởng trung bình 18% /năm từ năm 2012-2015 nhờ (1) sản lượng hành khách tăng trung bình 19%/năm, hàng hóa tăng trung bình 14%/năm, sản lượng hạ cất cánh tăng trung bình 13%/năm từ 2012-2015; (2) giá và khung giá nhiều dịch vụ hàng không được điều chỉnh tăng từ 1/10/2014 như đã đề cập trong báo cáo phân tích ACV. Từ 1/4/2016-30/9/2016, tổng doanh thu hợp nhất đạt 6.762 tỷ đồng (tương đương 60% tổng doanh thu 2015).

Vòng quay tài sản cố định đạt 0.63 vòng/năm, cao hơn trung bình các cảng hàng không trong khu vực cho thấy hiệu quả khai thác tương đối tốt của công ty.

Hiệu quả hoạt động lõi được cải thiện. Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động lõi của công ty hợp nhất tăng gấp đôi từ 14% năm 2015 lên tới 28% trong 6 tháng từ 1/4/2016-30/9/2016. Riêng đối với hoạt động của công ty mẹ,

Cơ cấu chi phí công ty mẹ từ 1/4/2016-30/9/2016



Nguồn: ACV

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của ACV từ năm 2012-2015 và 6T2016⁶

Nguồn: ACV, BSC research

biên lợi nhuận mảng bán hàng tăng từ 30% năm 2015 lên tới 33% trong 6 tháng từ 1/4/2016-30/9/2016, biên lợi nhuận gộp mảng dịch vụ hàng không và phi hàng không tăng mạnh từ 24% trong năm 2015 lên tới 37% trong 6 tháng từ 1/4/2016-30/9/2016, chủ yếu nhờ doanh thu tăng nhanh trong khi đó chi phí cố định lớn (trên 57% tổng chi phí).

- **Chi phí khấu hao cao**, chiếm 50% tổng chi phí của công ty mẹ đạt 2,156 tỷ đồng, trong 6 tháng từ 1/4/2016-30/9/2016, tương đương 61% tổng khấu hao năm 2015. Từ năm 2015, chi phí khấu hao tăng (+ 1,437 tỷ đồng, tương đương tăng 69%yoy) chủ yếu do đưa vào vận hành nhà ga T2 Nội Bài. Từ 30/6/2014, thời gian khấu hao đối với nhóm tài sản là máy móc, thiết bị và dụng cụ quản lý đã tăng gấp đôi, giúp chi phí khấu hao giảm khoảng 333 tỷ đồng/năm.
- **Chi phí sửa chữa lớn tài sản cố định cao và giảm mạnh từ năm 2016**, chiếm 7% tổng chi phí. Chi phí sửa chữa tài sản trong 6 tháng giảm còn 284 tỷ đồng, tương đương 23% chi phí sửa chữa cả năm 2015. Hàng năm, ACV trích trước chi phí sửa chữa lớn tài sản là 425,4 tỷ đồng, thấp hơn mức trích 995 tỷ đồng/năm từ năm 2015 về trước do công ty không còn nghĩa vụ trích trước chi phí sửa chữa lớn đối với các tài sản trong khu bay.
- **Chi phí khác**. Chi phí nhân viên và chi phí dịch vụ mua ngoài (chủ yếu là chi phí giá vốn hàng bán) chiếm lần lượt là 23% và 14% tổng chi phí. Chi phí nhân viên có dấu hiệu giảm mạnh, giúp cải thiện kết quả kinh doanh. Trong 6 tháng từ 1/4/2016-30/9/2016, tổng chi phí nhân viên là 988 tỷ đồng, bằng 44% tổng chi phí nhân viên cả năm 2015 trong khi đó doanh thu tương đương 60% doanh thu cả năm.

Lỗ chênh lệch tỷ giá lớn bào mòn 75% lợi nhuận lõi (6 tháng 2016), nhưng không làm ảnh hưởng đến dòng tiền của công ty. Lỗ chênh lệch tỷ giá lên tới 1,656 tỷ đồng trong 6 tháng từ 1/4/2016 đến 30/9/2016. Lưu ý, phần lớn lỗ chênh lệch tỷ giá của ACV là các khoản lỗ chưa thực hiện, mặc dù ăn mòn lợi nhuận của công ty nhưng không làm ảnh hưởng đến dòng tiền hoạt động của công ty.

Tài sản. Cơ cấu tài sản được duy trì tương đối ổn định, đạt trung bình 49% từ 2012-30/9/2016. Chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của ACV là các tài sản cố định và các khoản tiền, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn.

- **Tài sản dài hạn.** Do đặc thù hoạt động của các công ty quản lý cảng, tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tài sản dài hạn, chiếm gần như 100% tổng tài sản dài hạn của ACV, đạt 21,608 tỷ đồng. Như đã đề cập trong báo cáo phân tích ACV, sau cổ phần hóa, giá trị các tài sản trong khu bay đã được bàn giao lại cho nhà nước, ACV không còn nghĩa vụ trích khấu hao và chi phí sửa chữa lớn đối với khối tài sản này.
- **Tiền mặt dồi dào.** Tổng giá trị các khoản tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn đến cuối quý 3/2016 của công ty là

⁶ Từ 1/4/2016-30/9/2016

16,883 tỷ đồng (37% tổng tài sản), tương đương 77% vốn chủ sở hữu.

Rủi ro đối với các khoản phải thu và hàng tồn kho thấp. Giá trị phải thu của ACV đến cuối quý 3/2016 là 4,003 tỷ đồng, trong đó phải thu của khách hàng chủ yếu là các hãng hàng không và các khoản trả trước cho người bán và lãi phải thu, là các đối tác có rủi ro không hoàn trả thấp. Với đặc thù hoạt động của ngành, mảng cung cấp dịch vụ hầu như không có hàng tồn kho, chủ yếu là tồn kho mảng bán hàng hóa (517 tỷ đồng, chiếm 73% tổng hàng tồn kho cuối năm 2015).

Nguồn vốn dài hạn, chi phí thấp, trả nợ gốc hàng năm không lớn. Nguồn tài trợ lớn nhất của công ty là vốn chủ sở hữu (trị giá 22 nghìn tỷ đồng, tài trợ 48% tổng tài sản), và vốn vay dài hạn (trị giá 16 nghìn tỷ đồng, 35% tài sản). ACV chủ yếu vay vốn ODA với kỳ hạn trả nợ kéo dài đến 40 năm, thời gian ân hạn 10 năm và chi phí lãi suất hàng năm thấp từ 0.2-1.6%/năm. Nợ gốc dài hạn phải trả trong năm 2016 là 731 triệu JPY, tương đương khoảng 137 tỷ đồng. Điều này đã mang lại lợi thế lớn về chi phí và dòng tiền cho ACV. Tuy nhiên, do vay nợ chủ yếu bằng JPY (419 triệu JPY vào 30/9/2016) làm phát sinh rủi ro tỷ giá cho ACV (xem phụ lục 03)

Nguồn vốn chiếm dụng lớn, tổng chi phí phải trả ngắn hạn lên tới hơn 7 nghìn tỷ, giúp giảm áp lực vay vốn ngắn hạn (vay gần 1 nghìn tỷ đồng), qua đó tiết kiệm chi phí lãi vay cho công ty.

Khả năng thanh toán cao nhờ sở hữu lượng tiền, tương đương tiền dồi dào. Tính đến 30/9/2016, hệ số thanh toán nhanh và thanh toán ngắn hạn đạt lần lượt là 2.78x và 2.9x.

Dòng tiền mạnh. Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh dao động từ 2,130 tỷ đồng đến 4,213 tỷ đồng từ năm 2012-2015 và đạt 1,958 tỷ đồng trong quý 3/2016. Điều này xuất phát từ (1) hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng nhanh, (2) sức ép trả nợ và lãi vay thấp; (3) chi phí khấu hao lớn và chi phí sửa chữa lớn trích trước hàng năm cao.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2016-2020 KHẢ QUAN

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 15,793 tỷ đồng vào năm 2016 và đạt 22,404 tỷ đồng vào năm 2020, tăng trưởng bình quân hàng năm đạt 11%/năm. Lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông công ty mẹ được dự báo đạt 2,221 tỷ đồng (+30% yoy) vào năm 2016 và đạt 7,961 tỷ đồng vào năm 2020, tăng trưởng bình quân hàng năm đạt 36%/năm.

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của ACV theo từng lĩnh vực hoạt động là (1) dịch vụ hàng không, (2) dịch vụ phi hàng không và (3) bán hàng hóa. Tăng trưởng sản lượng hành khách và hàng hóa vận chuyển được dự báo dựa trên kế hoạch của các hãng hàng không, mục tiêu của Cục hàng không Việt Nam, sản lượng hạ cất cánh tối đa, và công suất tối đa của từng cảng hàng không. Khi đó:

- Sản lượng hạ cất cánh quốc tế dự báo đạt 170 nghìn chuyến, nội địa đạt 392 nghìn chuyến trong năm 2016. Chúng tôi dự báo sản

lượng hạ cất cánh tại từng cảng dựa trên kế hoạch đường bay đã công bố của các hãng hàng không và giả định số lượng đường bay mở mới và đóng lại trong thời gian tới cân bằng. Khi đó, sản lượng hạ cất cánh quốc tế đạt 183 nghìn chuyến và nội địa đạt 396 nghìn chuyến vào năm 2020.

- ACV dự kiến phục vụ 39 triệu hành khách đi trong năm 2016 (+23% yoy), gồm 11 triệu khách quốc tế và 28 triệu hành khách nội địa. Tăng trưởng sản lượng hành khách được dự báo đạt 12.3%/năm, trong đó, tăng trưởng sản lượng hành khách quốc tế tăng 8.9%/năm, nội địa tăng 13.52% từ năm 2016-2020.
- Sản lượng hàng hóa vận chuyển quốc tế đi được dự báo đạt 358 triệu tấn vào năm 2016, tăng trưởng 9.86%/năm từ 2016-2020. Sản lượng hàng hóa vận chuyển nội địa đi được dự báo đạt 218 triệu tấn, tăng trưởng 19%/năm từ 2016-2020.
- Giá và khung giá các dịch vụ hàng không được duy trì ổn định tại mức giá quy định theo quyết định số 1992/QĐ-BTC.
- Tỷ giá USD/VND được dự báo tăng 2%/năm trong giai đoạn 2016-2020.

Khi đó:

Doanh thu dịch vụ hàng không được dự báo đạt 11,315 tỷ đồng vào năm 2016 và đạt 15,856 tỷ đồng vào năm 2020, CAGR đạt 8.8% từ 2016-2020. Trong đó, DT phục vụ mặt đất giảm mạnh từ năm 2017 do SAGS không còn là công ty con của ACV từ tháng 11/2016. Đây là đơn vị thực hiện hoạt động phục vụ mặt đất tại các CHKQT Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng và Cam Ranh

Doanh thu dịch vụ phi hàng không được dự báo đạt 1,340 tỷ đồng vào năm 2016 và tăng lên tới 1,728 tỷ đồng vào năm 2020, tăng trưởng bình quân 7%/năm từ 2016-2020.

Doanh thu bán hàng hóa được dự báo đạt 3,070 tỷ đồng vào năm 2016 và tăng trung bình 11.83% từ 2016-2020, với giả định tăng trưởng sản lượng hành khách là 12.3%/năm và tốc độ trượt giá là 4%/năm và tỷ giá USD/VND tăng 2%/năm. Chúng tôi lưu ý, tốc độ tăng trưởng doanh thu bán hàng có thể cao hơn nhờ chi tiêu tăng và tăng trưởng hành khách quốc tế, đối tượng mua hàng chính tại các cảng hàng không.

Dự báo doanh thu các mảng hoạt động của ACV

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
DV HK	11,315	11,732	12,928	14,294	15,856
Hạ cất cánh	1,761	1,868	1,891	1,914	1,938
Phục vụ hành khách	6,319	7,221	8,220	9,366	10,684
Phục vụ mặt đất	1,089	323	323	323	323
Soi chiếu an ninh	569	641	721	810	911
Khác	1,577	1,678	1,773	1,881	2,001
DV Phi HK	1,340	1,405	1,500	1,607	1,728
Bán hàng	3,070	3,409	3,804	4,264	4,801
Hoạt động khác	385	389	393	397	401
Tổng cộng	16,110	16,935	18,626	20,563	22,786
Loại trừ	(317)	(323)	(341)	(360)	(381)
DTT	15,793	16,612	18,285	20,203	22,404

Ước tính chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố công ty mẹ

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Nhân viên	1,976	2,136	2,243	2,355	2,472
Khấu hao	4,129	4,296	3,960	3,776	3,339
Sửa chữa tài sản	567	638	638	638	638
Dịch vụ mua ngoài	1,186	1,397	1,648	1,943	2,294
Khác	551	603	660	725	797
Tổng cộng	8,409	9,070	9,148	9,437	9,540

Nguồn: BSC research

Biên lợi nhuận gộp được dự báo cải thiện mạnh, tăng từ 27% năm 2015 lên tới 40% vào năm 2016 và lên tới 52% vào năm 2020. Biên lợi nhuận gộp của các công ty con như SASCO và NAFSC được duy trì ổn định. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp của công ty mẹ được dự báo tăng từ 24% năm 2015 lên tới 40% trong năm 2016 và 56% vào năm 2020.

- **Chi phí khấu hao** được dự báo dựa trên tốc độ khấu hao các tài sản hiện tại và nhóm tài sản mới đi vào hoạt động giai đoạn 2016-2020. Chi phí khấu hao nhóm tài sản mới tăng từ 541 tỷ đồng năm 2016 lên tới 1,177 tỷ đồng vào năm 2020. Chi phí khấu hao nhóm tài sản cũ giảm nhanh, đặc biệt vào năm 2020 do nhiều tài sản hết khấu hao.
- **Chi phí sửa chữa tài sản** được dự báo đạt 567 tỷ đồng vào năm 2016. Từ 1/4/2016 ACV không còn phải trích chi phí sửa chữa tài sản trong khu bay, chi phí sửa chữa lớn hàng năm (không tính nhà ga T2) là 425.4 tỷ đồng. Chi phí sửa chữa lớn nhà ga T2 được trích từ năm 2017 (do nhà ga được bảo hành 2 năm) ước tính là 71 tỷ đồng dựa trên chi phí sửa chữa lớn nhà ga cấp 1 hàng năm. Chi phí sửa chữa lớn từ năm 2017 ước tính là 638 tỷ đồng.
- **Chi phí nhân viên** được dự báo đạt 1,918 tỷ đồng vào năm 2016 và đạt 2,472 tỷ đồng vào năm 2020 dựa trên giả định lương tăng 5%/năm và tốc độ tăng trưởng nhân viên trùng với tốc độ tăng trưởng sản lượng hạ cất cánh.
- **Chi phí dịch vụ mua ngoài** chủ yếu là giá vốn hàng bán. Biên lợi nhuận gộp mảng bán hàng của công ty mẹ được dự báo ổn định là 33%. Dựa trên giả định về bán hàng, giá vốn hàng bán dự báo đạt 963 tỷ đồng vào năm 2016 và đạt 1,939 tỷ đồng vào năm 2020. Khi đó, chi phí dịch vụ mua ngoài là 1,186 tỷ đồng vào năm 2016 và là 2,294 tỷ đồng vào năm 2020.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp được dự báo duy trì ổn định, chiếm lần lượt là 4% và 9% so với doanh thu trong các năm.

Doanh thu và chi phí tài chính.

- Lãi tiền gửi được dự báo đạt 744 tỷ đồng vào năm 2016 và đạt 839 tỷ đồng vào năm 2020, lãi suất tiền gửi ổn định.
- Chi phí lãi vay được dự báo đạt 112 tỷ đồng vào năm 2016 và còn 97 tỷ đồng vào năm 2020. Tính toán của chúng tôi dựa trên giảm dư nợ vay dài hạn theo tiến độ hợp đồng, lãi suất đi vay ổn định và giả định diễn biến tỷ giá JPY/VND sau đây.

Tỷ giá JPY/VND được lấy từ dữ liệu dự báo tổng hợp từ Bloomberg với tỷ giá USD/JPY và giả định đồng USD tăng giá 2%/năm so với VND. Với tỷ giá JPY là 217.3VND vào cuối năm 2016, lỗ chênh lệch tỷ giá trong năm 2016 được dự báo đạt 2,140 tỷ đồng. Như đã đề cập ở trên, do số dư nợ bằng JPY của ACV lớn, công ty chịu ảnh hưởng mạnh bởi diễn biến đồng JPY so với VND. Để ước tính ảnh hưởng này, chúng tôi đã tiến hành phân tích độ nhạy của kết quả kinh doanh các năm theo biến động tỷ giá, và thu được các kết quả sau (xem phụ lục 03).

ĐỊNH GIÁ

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Lãi suất phi rủi ro	6.60%
Beta	1.09
Lợi suất thị trường	11.75%
Chi phí vốn chủ sở hữu	12.19%
Chi phí vốn nợ	6.00%
Nợ (Nợ + VCSH)	0.32
Chi phí vốn bình quân	9.82%

Giá cổ phiếu ACV	
Giá trị hiện tại (tỷ)	65,169
(-) Nợ	(23,678)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	(927)
(+) Tiền & tương đương tiền	4,352
(+) Giá trị đầu tư tài chính	12,531
Giá trị cho cổ đông	57,447
Số lượng CPLH (tr)	2,177
Giá trị hợp lý/CP (đ/cp)	26,386

Nguồn: BSC research

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá (1) Phương pháp FCFF-phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do đối với doanh nghiệp và (2) Phương pháp so sánh mức bội EV/Ebitda. 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. Lưu ý dự báo và định giá chưa tính đến việc đầu tư và vận hành cảng HKQT Long Thành.

Phương pháp FCFF 2 giai đoạn:

Giai đoạn 1: Từ năm 2016-2020 ứng với giai đoạn tăng trưởng ngành hàng không Việt Nam như đã trình bày ở trên

Giai đoạn 2: Từ sau năm 2020, tăng trưởng dài hạn với tốc độ 3%/năm

Chi phí vốn bình quân. Chúng tôi sử dụng phương pháp CAPM để tính chi phí vốn chủ sở hữu. Lợi suất phi rủi ro là lợi suất đầu thầu Trái phiếu Chính phủ 10 năm (6,6%), lợi suất thị trường theo DamonDaran là 11.75%. Do cổ phiếu ACV chưa được niêm yết, chúng tôi sử dụng phương pháp pure play method để ước tính beta của cổ phiếu. Chọn beta của các doanh nghiệp quản lý và vận hành các cảng hàng không trong khu vực làm tham chiếu, có điều chỉnh theo tỷ lệ nợ của từng doanh nghiệp với ACV. Khi đó, hệ số beta của ACV là 1.09x. Chi phí vốn chủ sở hữu là 12.19% và chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp là 9.82%.

Theo phương pháp này, giá hợp lý của cổ phiếu là 26,386 đồng/cp.

Phương pháp so sánh EV/EBITDA

- Hệ số EV/EBITDA được chọn là trung vị của EV/EBITDA của các công ty quản lý và vận hành các cảng hàng không trong khu vực là 9.64x

Phương pháp	Giá
DCF	26,386
EV//EBITDA	37,223

- EBITDA 2016 của ACV là 9,205 tỷ đồng
- EV ước tính của ACV là 88,762 tỷ đồng
- Giá hợp lý của cổ phiếu là 37,223 đồng/cp.

Kết hợp các phương pháp trên, giá hợp lý của cổ phiếu ACV dao động từ 26,386 đồng/cp đến 37,223 đồng/cp

So sánh các công ty quản lý Cảng hàng không và ước tính beta của ACV

Công ty quản lý cảng hàng không	Quốc gia	Mkt Cap (tỷ VND)	DTT (TTM)	EV/EBITDA T12M	P/E	P/B	Beta 5 năm	D/E	Thuế suất	Unlevered beta	Beta quy đổi của ACV
AIRPORTS OF THAILAND PCL	THAILAND	338,335	30,881	15.98	25.29	4.57	1.07	0.29	20%	0.87	1.63
AUCKLAND INTL AIRPORT LTD	NEW ZEALAND	120,796	8,171	22.33	28.67	1.94	1.05	0.49	28%	0.78	1.45
MALAYSIA AIRPORTS HLDGS BHD	MALAYSIA	54,376	22,355	9.64	N/A	1.39	0.93	0.65	25%	0.62	1.16
HNA INFRASTRUCTURE COMPANY L	CHINA	11,590	3,813	8.03	7.64	0.94	0.80	0.89	25%	0.48	0.90
FLUGHAFEN WIEN AG	AUSTRIA	44,779	16,769	8.91	11.61	1.69	0.63	0.40	25%	0.48	0.89
BEIJING CAPITAL INTL AIRPO-H	CHINA	99,587	29,762	8.72	17.65	1.62	0.77	0.57	25%	0.54	1.01
SYDNEY AIRPORT	AUSTRALIA	230,927	21,062	22.37	43.61	12.11	0.85	7.68	30%	0.13	0.25
SHANGHAI INTERNATIONAL AIR-A	CHINA	167,098	22,951		18.85	2.36	0.93	0.11	25%	0.86	1.60
Median				9.64	18.85	1.82	0.89	0.53			
ACV									20%		1.09

Nguồn: Bloomberg, BSC research

PHỤ LỤC 01: BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
A. Tài sản ngắn hạn	18,920	14,578	17,736	21,110	27,668
I. Tiền và tương đương tiền	1,536	383	2,152	2,929	5,628
II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	12,503	8,984	9,984	11,984	14,984
III. Các khoản phải thu	3,878	4,113	4,400	4,756	5,132
IV. Hàng tồn kho, ròng	702	754	764	789	801
V. Tài sản lưu động khác	300	345	435	651	1,122
B. Tài sản dài hạn	27,100	33,035	33,860	35,845	35,238
I. Phải thu dài hạn	212	212	212	212	212
II. Tài sản cố định	20,617	21,381	19,749	18,791	16,759
1. GTCL TSCĐ hữu hình	20,563	21,341	19,718	18,762	16,732
2. GTCL Tài sản thuê tài chính	-	-	-	-	-
3. GTCL tài sản cố định vô hình	54	40	31	29	27
III. Xây dựng cơ bản dở dang	5,139	10,200	12,527	15,345	16,651
IV. Giá trị ròng tài sản đầu tư	32	32	32	32	32
V. Đầu tư dài hạn	885	996	1,126	1,251	1,370
VI. Tài sản dài hạn khác	214	214	214	214	214
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	46,019	47,613	51,596	56,956	62,906
A. Nợ phải trả	23,994	23,214	24,069	25,775	26,047
I. Nợ ngắn hạn	7,866	7,112	7,808	8,661	9,260
II. Nợ dài hạn	16,128	16,102	16,261	17,114	16,788
B. Vốn chủ sở hữu	22,025	24,399	27,527	31,181	36,859
I. Vốn và các quỹ	22,025	24,399	27,527	31,181	36,859
II. Vốn ngân sách nhà nước và quỹ	-	-	-	-	-
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	46,019	47,613	51,596	56,956	62,906

PHỤ LỤC 02: BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh số thuần	15,793	16,612	18,285	20,203	22,404
Giá vốn hàng bán	-9,530	-10,228	-10,365	-10,701	-10,867
Lãi gộp	6,263	6,384	7,920	9,501	11,537
Thu nhập tài chính	794	897	680	695	1,406
Chi phí tài chính	-2,252	-104	-101	-682	-97
- Trong đó: Chi phí lãi vay	(112)	(104)	(101)	(103)	(97)
Lãi/lỗ trong cty liên doanh, liên	24	111	131	125	119
Chi phí bán hàng	(626)	(659)	(725)	(771)	(855)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(1,384)	(1,456)	(1,602)	(1,770)	(1,963)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,819	5,173	6,303	7,097	10,146
Thu nhập khác, ròng	5	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,824	5,173	6,303	7,097	10,146
Chi phí thuế thu nhập doanh	(550)	(1,002)	(1,224)	(1,384)	(1,995)
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,274	4,171	5,078	5,713	8,151
LN của cổ đông công ty mẹ	2,221	4,073	4,960	5,580	7,961

Nguồn: BSC research

PHỤ LỤC 03: CÁC KỊCH BẢN CỦA TỶ GIÁ TÁC ĐỘNG ĐẾN KQKD CỦA ACV
Ước tính lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá theo dự phóng tỷ giá tổng hợp từ Bloomberg

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
USD/JPY	103	107	110	108	114
USD/VND	22,360	22,807	23,263	23,729	24,203
JPY/VND	217.30	213.15	211.48	219.71	212.31
Lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá dự kiến (tỷ đồng)	(2,140)	299	119	(580)	516

Nguồn: Bloomberg, BSC research

Các kịch bản tác động của tỷ giá JPY/VND lên LNTT Hợp nhất ACV (tỷ giá tham chiếu 2016 được chọn là 217.3 VND/JPY)

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
20%	(335)	1,724	2,769	4,184	6,744
15%	454	2,511	3,549	4,955	7,507
10%	1,244	3,298	4,328	5,726	8,270
5%	2,034	4,085	5,107	6,497	9,033
0%	2,824	4,872	5,886	7,268	9,796
-5%	3,614	5,660	6,665	8,039	10,559
-10%	4,403	6,447	7,444	8,810	11,322
-15%	5,193	7,234	8,223	9,581	12,085
-20%	5,983	8,021	9,002	10,352	12,847

Nguồn: BSC research

PHỤ LỤC 04: THỰC TRẠNG KHAI THÁC TẠI HỆ THỐNG CÁC CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

STT	Tên cảng HK	Phân loại cảng	Công suất (khách)	Sản lượng khai thác 2015 (khách)	% Công suất khai thác
1	Cảng HKQT Nội Bài	Cảng Quốc tế, Nhóm A	25,000,000	17,213,715	68.85%
2	Cảng HKQT Tân Sơn Nhất	Cảng Quốc tế, Nhóm A	25,000,000	26,546,475	106.19%
3	Cảng HKQT Đà Nẵng	Cảng Quốc tế, Nhóm A	6,000,000	6,722,587	112.04%
4	Cảng HKQT Phú Bài	Cảng Quốc tế, Nhóm A	1,500,000	1,320,242	88.02%
5	Cảng HKQT Cam Ranh	Cảng Quốc tế, Nhóm A	2,500,000	2,722,833	108.91%
6	Cảng HKQT Cần Thơ	Cảng Quốc tế, Nhóm A	3,000,000	481,447	16.05%
7	Cảng HKQT Phú Quốc	Cảng Quốc tế, Nhóm A	2,650,000	1,467,043	55.36%
8	Cảng HKQT Cát Bi	Cảng Nội địa, Nhóm A	1,200,000	1,256,719	104.73%
9	Cảng HKQT Vinh	Cảng Nội địa, Nhóm B	2,000,000	1,375,806	68.79%
10	Cảng HK Liên Khương	Cảng Nội địa, Nhóm A	2,000,000	862,164	43.11%
11	Cảng HK Điện Biên	Cảng Nội địa, Nhóm B	300,000	70,220	23.41%
12	Cảng HK Thọ Xuân	Cảng Nội địa, Nhóm B	600,000	570,713	95.12%
13	Cảng HK Đồng Hới	Cảng Nội địa, Nhóm B	500,000	261,372	52.27%
14	Cảng HK Chu Lai	Cảng Nội địa, Nhóm B	500,000	154,549	30.91%
15	Cảng HK Phù Cát	Cảng Nội địa, Nhóm B	750,000	634,935	84.66%
16	Cảng HK Tuy Hòa	Cảng Nội địa, Nhóm B	555,000	103,541	18.66%
17	Cảng HK Pleiku	Cảng Nội địa, Nhóm B	600,000	235,860	39.31%
18	Cảng HK Buôn Ma Thuột	Cảng Nội địa, Nhóm A	2,000,000	817,515	40.88%
19	Cảng HK Rạch Giá	Cảng Nội địa, Nhóm B	250,000	40,993	16.40%
20	Cảng HK Cà Mau	Cảng Nội địa, Nhóm B	200,000	33,102	16.55%
21	Cảng HK Côn Đảo	Cảng Nội địa, Nhóm B	400,000	231,679	57.92%
22	Cảng HK Nà Sản	Cảng Nội địa, Nhóm B			
Tổng cộng			77,505,000	63,123,510	

Nguồn: ACV, BSC research

PHỤ LỤC 05: PHÍ DỊCH VỤ PHỤC VỤ HÀNH KHÁCH THEO QĐ 1992

Cảng hàng không	Mức áp dụng trước đây	Khung giá dịch vụ theo QĐ 1992 (Từ 01/10/2014)	
		Tối thiểu	Tối đa
Chuyến bay Quốc tế (USD/khách)			
1. Tân Sơn Nhất	20	10	20
2. Phú Quốc	18	9	18
3. Đà Nẵng, Cần Thơ	16	8	16
4. Nội Bài			
- Nhà ga hiện hành	16	8	16
- Nhà ga T2		13	25
5. Liên Khương, Cam Ranh	14	7	14
6. Cảng hàng không khác	8	4	8
Chuyến bay Nội địa (VND/khách)			
Cảng HK Nhóm A	54,545	31,818	63,636
Cảng HK Nhóm B	45,455	27,272	54,545

Nguồn: QĐ 1992, BSC research

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

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

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

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

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

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

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