



TCT Hàng không Việt Nam (HAVN) [KHẢ QUAN +11,4%]

Báo cáo lần đầu

Ngành: Hàng không

Ngày báo cáo: 30/07/2018

Giá hiện tại: 36.700VND

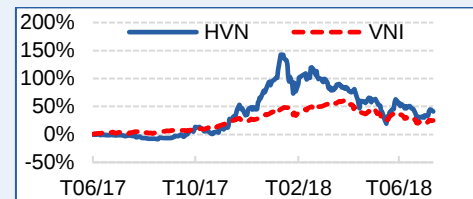
Giá mục tiêu: 40.100VND

TL tăng: +9,2%

Lợi suất cổ tức: 2,2%

Tổng mức sinh lời: +11,4%

	2017	2018F	2019F	2020F
Tăng trưởng DT	18,4%	17,9%	9,0%	9,6%
Tăng trưởng EPS	10,3%	-0,4%	5,5%	6,9%
Tăng trưởng EPS*	1,9%	-12,9%	4,8%	5,3%
Biên LN gộp	12,9%	12,5%	12,3%	12,1%
Biên LN ròng	2,9%	2,6%	2,7%	2,6%
EV/EBITDA	4,1x	3,6x	3,2x	2,8x
P/E	27,6x	27,7x	26,2x	24,5x



GT vốn hóa: 2,3 tỷ USD

Room KN: 0,5 tỷ USD

GTGD/ngày (30n): 0,5tr USD

Cổ phần Nhà nước*: 86,2%

SL cổ phiếu lưu hành 1418,8 tr

Pha loãng 1418,8 tr

	HVN	Peers**	VNI
P/E (trượt)	4,0x	4,6x	16,9x
EV/EBITDA	27,7x	14,0x	2,5x
Nợ ròng/CSH	2,8x	1,1x	N/A
ROE	15,1%	12,7%	15,1%
ROA	2,9%	2,9%	2,4%

** bao gồm các CT cùng ngành NN sử dụng hệ số thị trường điều chỉnh

* tăng trưởng EPS tính riêng của Vietnam Airlines

Tổng quan về Công ty

Vietnam Airlines (UPCoM:HAVN) được thành lập năm 1993 với tư cách doanh nghiệp nhà nước trước khi được cổ phần hóa năm 2014. HVN chỉ có một đối thủ trên thị trường vận tải hàng không trong nước là Vietjet Air. HVN cũng nắm cổ phần tại 5 công ty liên kết và 15 công ty con tại nhiều phân khúc khác nhau của ngành hàng không, trong đó có hãng hàng không chi phí thấp Jetstar Pacific (cổ phần 70%).

Phạm Hoàng Thiên Phú
Chuyên viên

Lucy Huynh, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

Hãng hàng không truyền thống ổn định cùng với các công ty dịch vụ hàng không vị thế tốt

- Chúng tôi thực hiện báo cáo lần đầu dành cho TCT Hàng không Việt Nam (UPCoM: HVN) với khuyến nghị KHẢ QUAN cùng tổng mức sinh lời 11,4%.
- HVN (Tổng Công ty/TCT) hoạt động trong một trong những thị trường hàng không phát triển nhanh nhất thế giới. TCT bao gồm Hãng hàng không quốc gia Việt Nam Vietnam Airlines (VNA) cùng 20 công ty con và công ty liên kết hoạt động trong các mảng khác nhau của ngành hàng không.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của HVN tăng trưởng kép 9,3% và 8,3% trong giai đoạn 2017-2022, chủ yếu dựa trên cơ sở tăng trưởng lợi nhuận bền vững của công ty mẹ (tổng LNST 2017 tăng 23,6%) và tăng trưởng nhanh của các công ty con.
- Yếu tố hỗ trợ: (1) giá dầu giảm sâu trong thời gian dài, (2) Bán vốn các công ty con, công ty liên kết và (3) Thoái vốn từ Bộ Giao thông Vận tải.
- Rủi ro: (1) Giá dầu tăng mạnh trong thời gian dài, (2) VND trượt giá mạnh so với USD và (3) sự xuất hiện của đối thủ cạnh tranh mới.
- HVN đang được giao dịch tại mức giá hấp dẫn EV/EBITDAR 4,0 lần so với trung vị ngành là 4.6 lần.

Chúng tôi đặt kỳ vọng vào HVN dù tốc độ tăng trưởng không cao như VJC. Tuy các hãng hàng không chi phí thấp (LCC) như VJC có thể là mô hình được các nhà đầu tư ưu tiên khi đầu tư vào ngành hàng không nhờ tốc độ tăng trưởng cao nhưng chúng tôi cho rằng HVN vẫn hấp dẫn vì (1) HVN chỉ có một đối thủ tại thị trường trong nước với thị phần 30%-80% các tuyến trong nước có khả năng sinh lời cao nhất và các tuyến quốc tế kết nối các thành phố lớn của Việt Nam với các trung tâm tài chính trong khu vực và (2) Các công ty con không hoạt động trong lĩnh vực hàng không của HVN có vị thế thị trường tốt, đang phát triển nhanh chóng và có khả năng sinh lời cao.

VNA đưa ra chất lượng dịch vụ tương tự nhưng giá thấp hơn so với các hãng hàng không truyền thống khác tại Châu Á. Nhờ được Skytrax xếp hạng 4 sao (chưa đến 20% hãng hàng không được xếp hạng này), tỷ lệ hạ cánh đúng giờ thuộc loại cao nhất ngành (83,2% trong năm 2017), máy bay mới và cơ cấu chi phí tương đối thấp nên VNA có thể cạnh tranh sòng phẳng với các hãng hàng không truyền thống khác tại Châu Á. CASK, hay chi phí trên mỗi ASK (cả khi tính và không tính nhiên liệu) của VNA đều thuộc loại thấp

nhất Châu Á (CASK không tính nhiên liệu năm 2017 là 4,54 cent Mỹ so với trung vị các hãng hàng không khác là 5,24 cent Mỹ), nên VNA có thể đưa ra giá vé thấp hơn.

Phần lớn các công ty con không hoạt động trong lĩnh vực vận tải hàng không của HVN đều chỉ có một đối thủ hoặc không hề có đối thủ trên thị trường, đặc biệt HVN nắm giữ một công ty dịch vụ mặt đất hoạt động tại ba sân bay lớn nhất của Việt Nam, một công ty dịch vụ suất ăn hàng không tại Sân bay Tân Sơn Nhất, một công ty tiếp nhiên liệu máy bay và một công ty cung cấp dịch vụ MRO.

Giá vé và biên lợi nhuận có thể bị ảnh hưởng do sự xuất hiện của các hãng hàng không mới trong nước, cụ thể là Bamboo Airways (vừa được cấp giấy phép thành lập, hiện chưa có giấy phép kinh doanh vận tải hàng không). Tuy Bamboo Airways với quy mô ban đầu còn nhỏ sẽ khó cạnh tranh được với HVN và VJC nhưng nếu hãng này thực hiện các chương trình khuyến mãi thì lợi nhuận các hãng hàng không trong nước sẽ vẫn bị ảnh hưởng.

Mục lục

Hãng hàng không truyền thống ổn định cùng với các công ty dịch vụ hàng không vị thế tốt	1
Tổng quan về Công ty	4
Tổng Công ty bao gồm hãng hàng không Vietnam Airlines và 20 công ty con và công ty liên kết	4
VNA: Hãng hàng không truyền thống duy nhất của Việt Nam, tập trung vào người dân trong nước và Việt kiều	5
Các công ty con và liên kết của HVN	7
Cơ cấu cổ đông và kế hoạch giảm sở hữu của Bộ Giao thông – Vận tải	8
Lãnh đạo	9
Chiến lược	10
Tổng thể: Cải thiện mạng lưới tuyến bay hiện nay và cắt giảm chi phí	10
Các tuyến bay giữa Việt Nam và Mỹ: Nghĩa vụ của hãng hàng không quốc gia	10
Chiến lược huy động vốn cho máy bay: Tăng thuê hoạt động	10
Tổng quan về ngành hàng không	11
Ngành hàng không thế giới	11
Lợi nhuận các hãng hàng không đạt đỉnh nhờ giá dầu thấp, kinh tế thế giới tăng trưởng mạnh và tái cơ cấu	11
Hoạt động hàng không mang tính chu kỳ cao	12
Nhà đầu tư nên chú ý đến HVN ngay cả khi không quan tâm đến ngành hàng không	13
Tình hình cạnh tranh của VNA: Thị trường trong nước	15
Việt Nam là một trong những thị trường hàng không tăng trưởng nhanh nhất thế giới	15
... trong khi chỉ có hai công ty hoạt động trên thị trường	16
VNA giữ vị thế áp đảo đối với các tuyến trong nước có khả năng sinh lời cao nhất	17
Bamboo Airways là một đối thủ tiềm năng	18
Tình hình cạnh tranh của VNA: Thị trường quốc tế	19
Tăng trưởng mạnh hơn so với các hãng hàng không truyền thống khác tại Châu Á	19
VNA thống lĩnh các tuyến quốc tế chính kết nối Việt Nam và các trung tâm tài chính trong khu vực	20
VNA cung cấp chất lượng dịch vụ tương đương phần lớn các hãng hàng không khác	21
... nhưng giá dịch vụ lại hấp dẫn hơn	22
Tình hình tài chính	23
Doanh thu	23
Chi phí	24
Nguồn: HVN, VCSC	24
Nguồn: HVN, VCSC	24
Cơ cấu chi phí	25
Triển vọng	26
VNA: Lợi nhuận tăng nhẹ nhờ hợp nhất mạng lưới tuyến bay hiện nay và cắt giảm chi phí	26
Tổng kết Dự báo KQLN	27
Định giá	28
VNA: Định giá theo phương pháp EV/EBITDAR	30
VNA: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền	31
Công ty con và liên kết	32
Triển vọng các công ty con và liên kết của HVN thuận lợi	33
Hình 51: Triển vọng các công ty con và liên kết của HVN	33
Định giá	34
Rủi ro chính và phân tích độ nhạy	35
Chi phí nhiên liệu: Chưa được dự phòng và chiếm khoảng 30% tổng chi phí	36
Tỷ giá ngoại hối: Không dự phòng và 95% nợ bằng USD	36
Đối thủ mới xuất hiện: Ảnh hưởng đến lợi suất hành khách	36
Phân tích độ nhạy	37
Phụ lục	38
Báo cáo Tài chính: Riêng	39
Báo cáo Tài chính: Hợp nhất	40

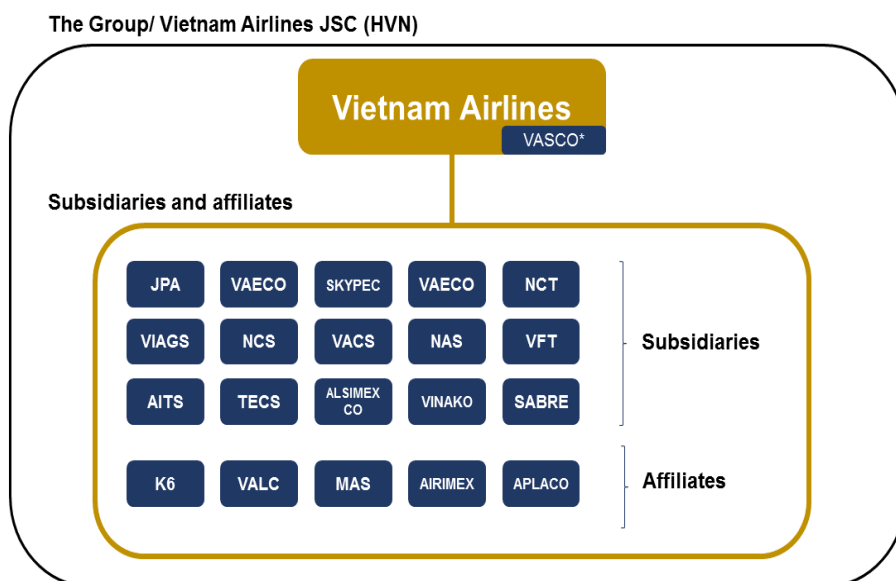
Tổng quan về Công ty

Tổng Công ty bao gồm hãng hàng không Vietnam Airlines và 20 công ty con và công ty liên kết

Tổng Công ty Hàng không Việt Nam (UPCoM:HVN), bao gồm hãng hàng không quốc gia Việt Nam Vietnam Airlines (VNA), 15 công ty con và 5 công ty liên kết hoạt động tại nhiều mảng của chuỗi giá trị hàng không. Tuy Vietnam Airlines được thành lập năm 1993 với tư cách hãng hàng không quốc gia nhưng TCT được chính thức thành lập năm 1995 trên cơ sở hợp nhất 20 doanh nghiệp hàng không và lấy hãng hàng không VNA làm hoạt động cốt lõi. Chúng tôi xin lưu ý rằng báo cáo tài chính của công ty mẹ của HVN bao gồm số liệu tài chính của Vietnam Airlines và VASCO, một chi nhánh của VNA, và cũng là một hãng hàng không điều hành các máy bay turboprop nhỏ, chủ yếu với các tuyến có đường băng ngắn, không thể tiếp nhận các máy bay phản lực thông thường.

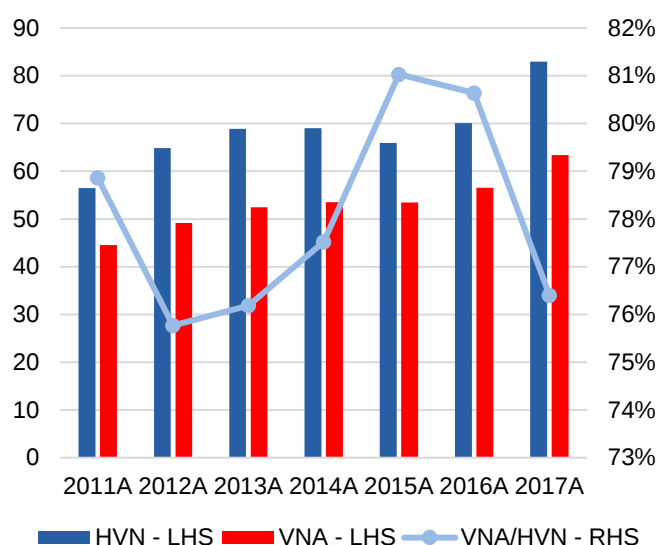
VNA chiếm 90% tổng tài sản của HVN nhưng chỉ chiếm 3/4 tổng doanh thu và lợi nhuận từ HĐKD của tổng công ty (Hình 2-5). Nguyên nhân là hoạt động hàng không đòi hỏi nhiều vốn hơn trong khi khả năng sinh lời thấp hơn so với các hoạt động khác. Hơn thế nữa, mãi đến gần đây VNA mới chiếm hơn 75% lợi nhuận của HVN – tỷ lệ cao nhất từ trước đến nay nhờ (1) giá dầu từ năm 2015 giảm mạnh và (2) VNA được tái cơ cấu và cổ phần hóa cuối năm 2014.

Hình 1: Cơ cấu Vietnam Airlines

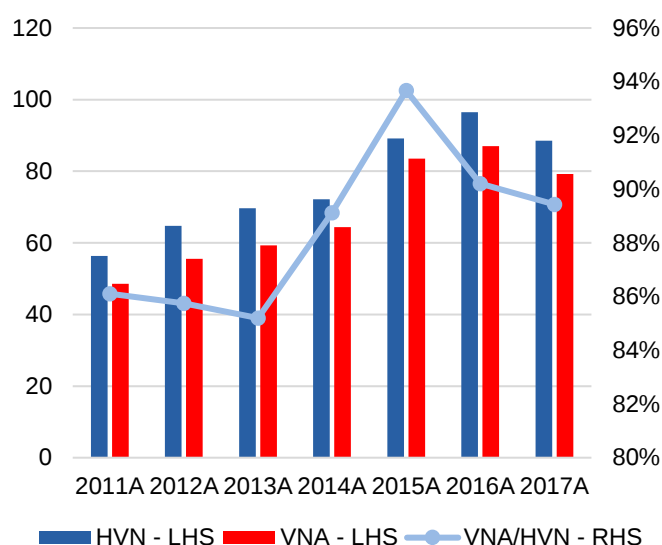


Nguồn: HVN

Hình 2: Doanh thu của VNA và HVN (nghìn tỷ VND)



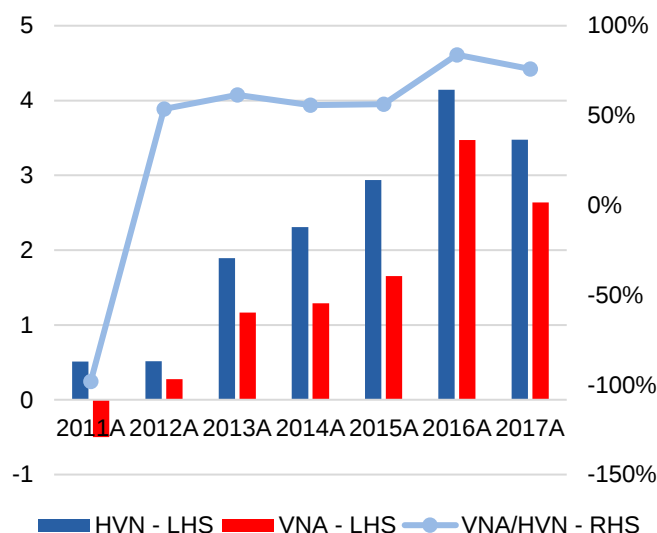
Hình 3: Tổng tài sản của VNA và HVN (nghìn tỷ VND)



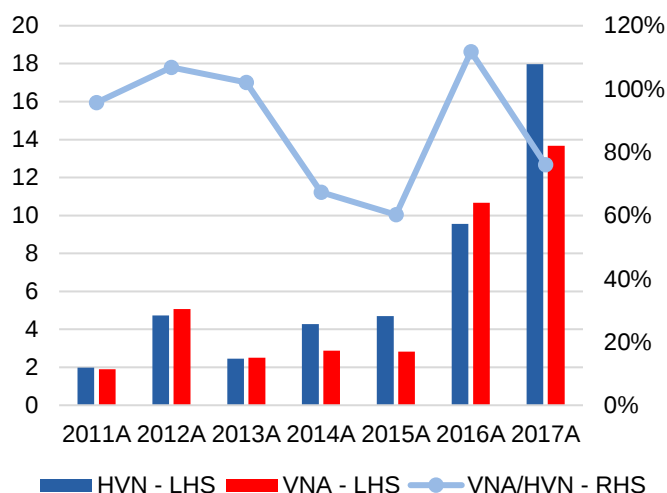
Nguồn: HVN, VCSC

Nguồn: HVN, VCSC

Hình 4: LN từ HĐKD của VNA và HVN (nghìn tỷ VND)



Hình 5: Dòng tiền HĐ của VNA và HVN (nghìn tỷ VND)



Nguồn: HVN, VCSC

Nguồn: HVN, VCSC

VNA: Hãng hàng không truyền thống duy nhất của Việt Nam, tập trung vào người dân trong nước và Việt kiều

VNA là hãng hàng không truyền thống duy nhất của Việt Nam. Hãng hàng không được chính thức thành lập năm 1993 nhưng quá trình hình thành và phát triển bắt đầu năm 1956, khi thành lập Cục Hàng không Dân dụng Việt Nam. Vietnam Airlines có trụ sở chính tại Sân bay Nội Bài (Hà Nội), sân bay lớn thứ hai của Việt Nam tính theo sản lượng hành khách. Tính đến cuối năm 2017, Vietnam Airlines điều hành 94 máy bay, trong đó có 54 máy bay thuộc sở hữu của hãng hoặc thuê tài chính và 40 chiếc còn lại thuê hoạt động. Trong số các máy bay Vietnam Airlines điều hành, có 10 chiếc 70 chỗ ngồi (ATR-72), 58 chiếc từ 150 đến 180 chỗ ngồi và 26 chiếc từ 280 đến 300 chỗ ngồi và so với các hãng hàng không khác, máy bay của VNA thuộc loại mới nhất.

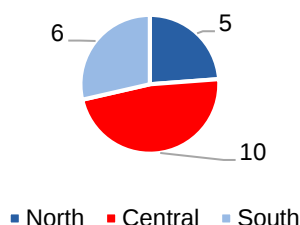
VNA chủ yếu phục vụ hành khách trong nước và quốc tế với Việt Nam là điểm đi/đến cuối cùng. Các tuyến bay trong nước của VNA bao gồm toàn bộ 21 sân bay đang hoạt động trên cả nước, bao gồm hai sân bay không thể tiếp nhận máy bay A320 và A321 của Jetstar và VJC. Phần lớn các tuyến bay quốc tế kết nối Việt Nam với các nước ASEAN và Đông Bắc Á là các tuyến bay thẳng không quá cảnh vì Việt Nam không phải là trung tâm trung chuyển. Ngoài ra, VNA cũng điều hành các tuyến bay trực tiếp đến Châu Âu và Úc, tập trung vào các thành phố có cộng đồng Việt kiều lớn như Paris và Melbourne.

Hình 6: Số điểm đến và tuyến bay của VNA

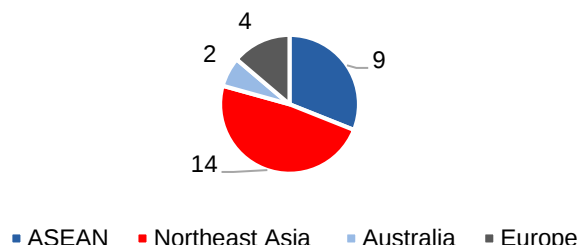
	Điểm đến	Tuyến bay
Trong nước	21	38
Quốc tế	29	52
Tổng cộng	50	90

Nguồn: HVN

Hình 7: Cơ cấu số điểm đến trong nước theo vùng miền của VNA tính đến cuối năm 2017



Hình 8: Cơ cấu số điểm đến quốc tế của VNA theo khu vực và châu lục tính đến cuối năm 2017



Nguồn: HVN, VCSC

Nguồn: HVN, VCSC

Các công ty con và liên kết của HVN

Hình 9: Hoạt động cốt lõi của các công ty con và liên kết của HVN

Công ty	Tên viết tắt	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Cổ phần của HVN	Hoạt động cốt lõi
Công ty con				
CTCP Hàng không Jetstar Pacific Airlines	JPA	3.522	68,9%	Hàng không chi phí thấp: JPA là một hãng hàng không chi phí thấp trụ sở tại Việt Nam, chuyên cung cấp các dịch vụ vận chuyển trong nước và quốc tế.
Công ty TNHH MTV Kỹ thuật máy bay	VAECO	1.060	100,0%	Dịch vụ MRO (bảo trì, sửa chữa và đại tu): VAECO cung cấp dịch vụ bảo trì tại các sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài và bảo trì đường nhỏ tại tất cả các sân bay của Việt Nam.
Công ty TNHH MTV Nhiên liệu Hàng không Việt Nam	SKYPEC	550	100,0%	Phân phối nhiên liệu máy bay: SKYPEC cung cấp nhiên liệu cho 17 sân bay trên cả nước, trong đó có tất cả các sân bay lớn nhất.
Công ty TNHH Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất	TCS	94	100,0%	Nhà ga hàng hóa hàng không: TCS vận hành nhà ga hàng hóa hàng không tại sân bay Tân Sơn Nhất
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài	NCT	262	55,1%	Nhà ga hàng hóa hàng không: NCT vận hành nhà ga hàng hóa hàng không tại sân bay Nội Bài
Công ty TNHH MTV Dịch vụ mặt đất sân bay Việt Nam	VIAGS	250	100,0%	Dịch vụ mặt đất: VIAGS cung cấp dịch vụ mặt đất tại 4 sân bay lớn nhất Việt Nam
Công ty cổ phần Suất ăn Hàng không Nội Bài	NCS	120	60,1%	Suất ăn hàng không: NCS điều hành một nhà máy suất ăn hàng không tại sân bay Nội Bài.
Công ty TNHH MTV Suất Ăn Hàng Không Việt Nam	VACS	85	100,0%	Suất ăn hàng không: VACS điều hành nhà máy suất ăn hàng không duy nhất tại sân bay Tân Sơn Nhất.
CTCP Dịch vụ Hàng Không sân bay Nội Bài	NAS	83	51,0%	Bán lẻ tại sân bay và phòng chờ hành khách: NAS quản lý các cửa hàng bán lẻ và phòng chờ hành khách VIP tại sân bay Nội Bài.
CTCP Đào tạo bay Việt	VFT	66	51,5%	Đào tạo hàng không: VFT là học viện đào tạo bay duy nhất tại Việt Nam, phối hợp với nhiều tập đoàn trên thế giới cung cấp các khóa đào tạo phi công và hàng không.
CTCP Tin học – Viễn thông Hàng không	AITS	58	52,7%	CNTT hàng không
Công ty TNHH Dịch vụ Giao nhận Hàng hóa Tân Sơn Nhất	TECS	51	51,0%	Giao nhận hàng hóa: TECS cung cấp dịch vụ giao nhận hàng hóa tại miền Nam thông qua sân bay Tân Sơn Nhất và nhà ga giao nhận của công ty nằm gần sân bay.
CTCP Cung ứng và XNK Lao động Hàng không	ALSIMEXCO	10	51,0%	Cung cấp lao động cho ngành hàng không
Công ty TNHH Giao Nhận Hàng Hóa Vinako	VINAKO	9	65,1%	Giao nhận hàng hóa hàng không
CTCP Sabre Việt Nam	SABRE	2	51,7%	CNTT hàng không
Công ty liên kết				
Cambodia Angkor Air	K6	2.275	49,0%	Hàng không truyền thống: K6 là hãng hàng không quốc gia của Campuchia
CTCP Cho thuê máy bay Việt Nam	VALC	1.437	32,5%	Cho thuê máy bay: VALC là liên doanh của HVN và BIDV, chuyên mua máy bay và cho HVN thuê theo hợp đồng thuê hoạt động.
CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Đà Nẵng	MAS	30	36,1%	Suất ăn hàng không: MAS điều hành các nhà máy suất ăn hàng không tại các sân bay Đà Nẵng và Cam Ranh.
CTCP XNK Hàng không	AIRIMEX	26	41,3%	Phân phối máy móc, thiết bị hàng không
CTCP Nhựa Cao Cấp Hàng Không	APLACO	17	30,4%	Sản xuất các sản phẩm nhựa

Nguồn: HVN, VCSC

Cơ cấu cổ đông và kế hoạch giảm sở hữu của Bộ Giao thông – Vận tải

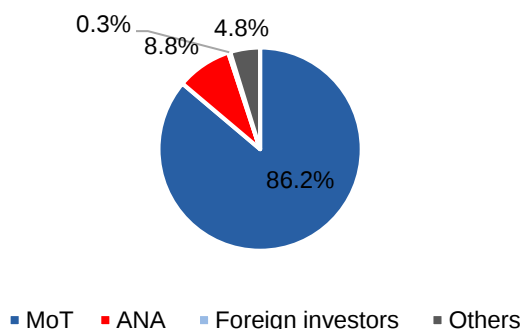
Tính đến cuối Quý 1/2018, Bộ Giao thông – Vận tải nắm cổ phần 86,16% tại HVN trong khi nhà đầu tư chiến lược All Nippon Airways (ANA) (Nhật Bản) nắm 8,77%. Phần còn lại do cán bộ, công nhân viên và các nhà đầu tư khác (4,8%) và khối ngoại (0,31%) nắm giữ.

Theo Quyết định số 1232/QĐ-TTg, Bộ Giao thông – Vận tải năm 2019 sẽ giảm cổ phần tại HVN xuống 51%. Tổng công ty đã đề xuất việc thoái vốn được thực hiện thông qua hình thức phát hành cổ phiếu mới, theo đó Bộ sẽ không tham gia mua cổ phiếu. Điều này sẽ không chỉ góp phần giảm cổ phần của Bộ Giao thông – Vận tải mà còn giúp HVN huy động vốn để đầu tư.

HVN được cổ phần hóa năm 2014 với hai cổ đông chính là Techcombank và Vietcombank. Sau đó, Techcombank thoái vốn đầu năm 2017 và Vietcombank thoái vốn một phần vào đầu năm 2018. Giữa năm 2016, HVN phát hành cổ phiếu mới, tương đương 8,77% tổng số cổ phiếu cho ANA. Chúng tôi xin lưu ý rằng ANA không thể tăng cổ phần tại HVN do quy định của Nhật Bản vì ANA và HVN có thị phần tổng cộng trên 10% đối với các tuyến bay kết nối Việt Nam và Nhật Bản.

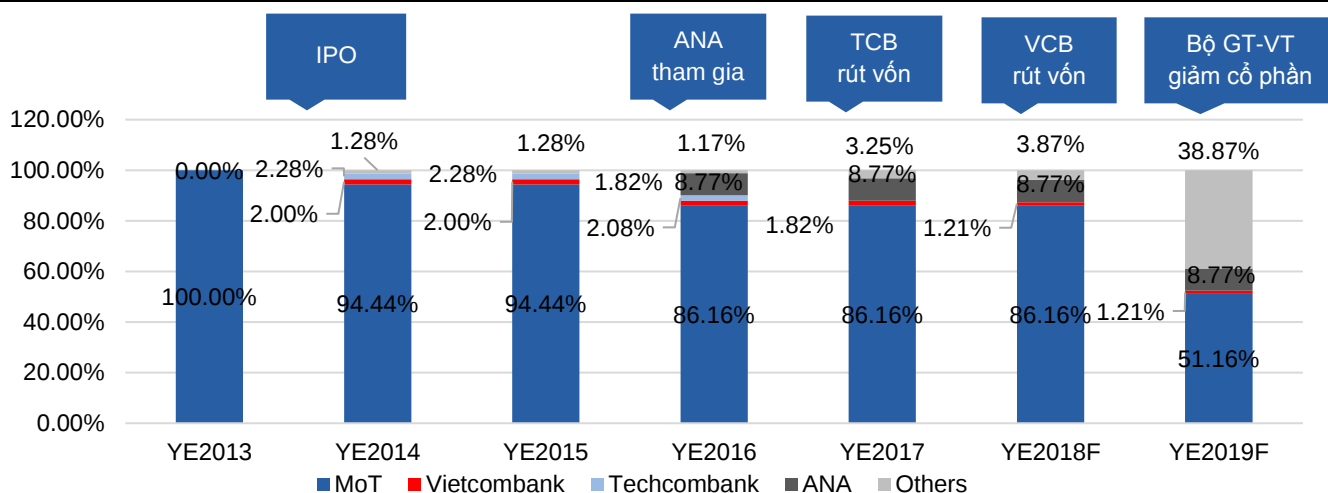
HVN có thể sẽ chuyển niêm yết sang sàn HOSE trong Quý 4/2018. HVN dự kiến sẽ chuyển niêm yết sang sàn HOSE trong Quý 3/2018. Tuy nhiên, vì đợt phát hành quyền mua cổ phiếu của HVN hoàn tất ngày 31/07/2018 thay vì 02/07/2018 như dự kiến ban đầu nên chúng tôi dự báo HVN sẽ niêm yết trên sàn HOSE trong Quý 4/2018 do cần có thời gian để chuẩn bị hồ sơ niêm yết trình HOSE.

Hình 10: Cơ cấu cổ đông của HVN tính đến cuối Quý 1/2018



Nguồn: HVN, VCSC

Hình 11: Các thay đổi trước đây và dự kiến về cơ cấu cổ đông của HVN



Nguồn: HVN, VCSC

Lãnh đạo

Phần lớn các thành viên HĐQT và ban giám đốc đều có hơn 20 năm công tác trong ngành hàng không và đã gắn bó với HVN trong thời gian dài. Ngoài ra, HVN còn có hai thành viên HĐQT không điều hành, trong đó có một thành viên đại diện cho ANA, nhà đầu tư chiến lược của HVN.

Hình 12: Lãnh đạo HVN

Vị trí hiện tại		Ghi chú
HĐQT		
Phạm Ngọc Minh	Chủ tịch HĐQT	Hơn 30 năm kinh nghiệm trong ngành hàng không Phó TGD VNA 1993-1996 Phó TGD HVN 1996-2007 TGD HVN 2007-2015 Hiện là phó TGD Cambodia Angkor Air
Dương Trí Thành	TGD/Thành viên HĐQT	Hơn 30 năm kinh nghiệm trong ngành hàng không Từng công tác trong lĩnh vực điều khiển giao thông hàng không Phó TGD HVN 2004-2015 Hiện là Chủ tịch HĐQT Jetstar và SKYPEC
Tạ Mạnh Hùng	Thành viên HĐQT	
Nguyễn Xuân Minh	Thành viên không điều hành	Hiện là Phó Chủ tịch Công ty Quản lý Quỹ đầu tư Việt Nam Chủ tịch HĐQT Công ty Chứng khoán Techcombank
Koji Shibata	Thành viên không điều hành	Hiện là Phó chủ tịch của ANA
Trần Thanh Hiền	Kế toán trưởng	Hơn 25 năm kinh nghiệm trong ngành tài chính Công tác tại phòng kế toán của HVN từ 2003 Hiện là Chủ tịch HĐQT VALC

Nguồn: HVN, VCSC

Chiến lược

Tổng thể: Cải thiện mạng lưới tuyến bay hiện nay và cắt giảm chi phí

HVN hiện tập trung vào cải thiện mạng lưới tuyến bay hiện nay và cơ cấu chi phí. Trong 5 năm qua, VNA không mở thêm nhiều tuyến bay mới. Cụ thể, số tuyến bay quốc tế không thay đổi và có ba tuyến trong nước hoạt động kém hiệu quả bị đóng. VNA sẽ tiếp tục tập trung vào các tuyến bay chính, trong đó có ba tuyến trong nước trụ cột là TP. HCM – Hà Nội, TP. HCM - Đà Nẵng và Hà Nội – Đà Nẵng, cùng các tuyến quốc tế kết nối TP. HCM và Hà Nội đến các trung tâm tài chính trong khu vực như TP. HCM – Singapore, Hà Nội – Bangkok. Về chi phí, HVN hiện đang tăng tỷ lệ doanh số từ bán vé qua mạng để giảm chi phí bán hàng như phí hoa hồng cũng như hưởng lợi từ tính kinh tế theo quy mô.

Các tuyến bay giữa Việt Nam và Mỹ: Nghĩa vụ của hãng hàng không quốc gia

Không phải tuyến bay nào cũng hoạt động vì lợi nhuận. Phát biểu tại ĐHCĐ 2018, TGD HVN cho biết VNA hiện đang chuẩn bị mở thêm một số tuyến bay giữa Việt Nam và các thành phố bờ Tây nước Mỹ trong năm 2018 để phục vụ các cộng đồng người Việt lớn tại đây (theo ước tính, tại Mỹ có khoảng 1,5-2 triệu Việt kiều, phần lớn sống tại bờ Tây). Tuy nhiên, TGD cũng cho biết các tuyến này sẽ lỗ trong 10 năm đầu do (1) thời gian các chuyến bay quá dài khiến các máy bay của VNA cần nhiều nhiên liệu, không thể sinh lãi; và (2) cạnh tranh gay gắt đối với các tuyến kết nối Việt Nam và Mỹ từ các hãng hàng không lớn như Cathay Pacific, Delta và ANA. Do chưa có thông tin về giá vé và quá trình triển khai nên chúng tôi không phản ánh các tuyến giữa Việt Nam và Mỹ vào mô hình định giá.

Chiến lược huy động vốn cho máy bay: Tăng thuê hoạt động

HVN và VNA tăng cường thuê hoạt động và bán và thuê lại từ khi IPO năm 2015. Chiến lược này có mục đích giảm nợ dài hạn và nhờ đó giảm chi phí lãi vay và lỗ do chênh lệch tỷ giá (95% nợ dài hạn của HVN và VNA là nợ bằng USD). Năm 2016 và 2017, một nửa số máy bay mới của HVN được tài trợ thông qua các giao dịch bán và thuê lại, theo đó mỗi máy bay lãi từ 1,7-2,3 triệu USD. Ngoài ra, HVN hiện không có kế hoạch mua máy bay mới mà dự kiến hoàn tất hai thương vụ bán và thuê lại nữa trong năm 2018 và tài trợ 30 máy bay bằng hình thức thuê hoạt động trong các năm 2018-2020.

Tổng quan về ngành hàng không

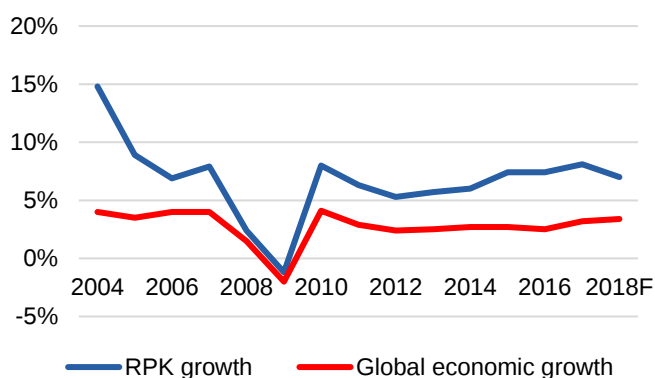
Ngành hàng không thế giới

Lợi nhuận các hãng hàng không đạt đỉnh nhờ giá dầu thấp, kinh tế thế giới tăng trưởng mạnh và tái cơ cấu

Năm 2017 là năm thứ tư liên tiếp các hãng hàng không tạo ra giá trị cho cổ đông trên thế giới, Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA) cho rằng xu hướng này sẽ duy trì trong năm 2018 dù dự phóng ROIC giảm.

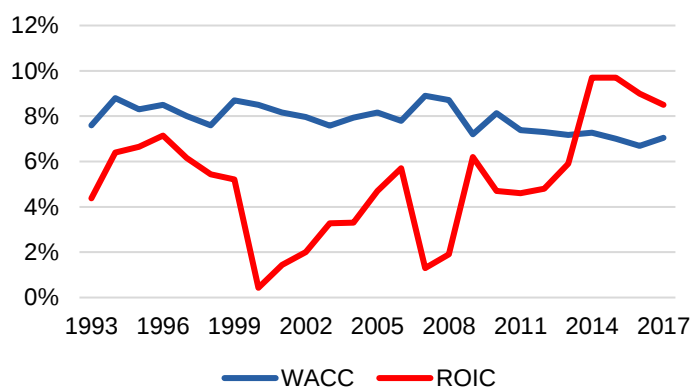
IATA ước tính RPK của ngành hàng không thế giới dự báo sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 3,6% giai đoạn 2016-2036, thấp hơn so với mức 5,3% giai đoạn 2007-2017. Khu vực Châu Á – Thái Bình Dương dự báo sẽ là trụ cột tăng trưởng của ngành hàng không trong giai đoạn 2016-2036 với tốc độ 4,6% và chiếm một nửa nhu cầu nhờ tầng lớp trung lưu tại khu vực này phát triển, cũng như cơ sở hạ tầng và kết nối cải thiện.

Hình 13: RPK đạt tăng trưởng mạnh hơn so với tăng trưởng kinh tế



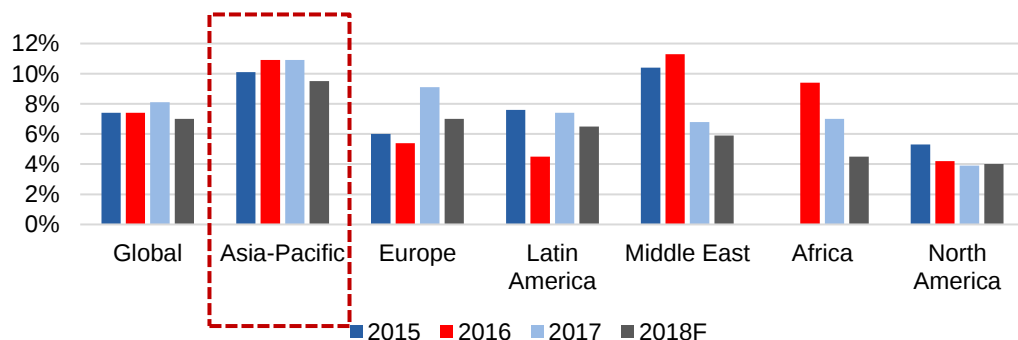
Nguồn: IATA

Hình 14: ROIC và WACC đang giảm nhưng vẫn tích cực



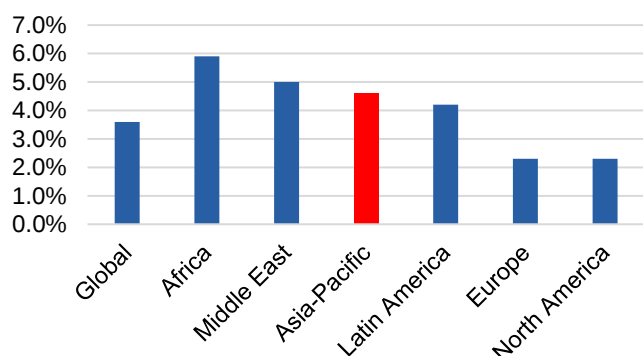
Nguồn: IATA

Hình 15: RPK khu vực Châu Á – Thái Bình Dương tăng mạnh hơn so với các khu vực khác



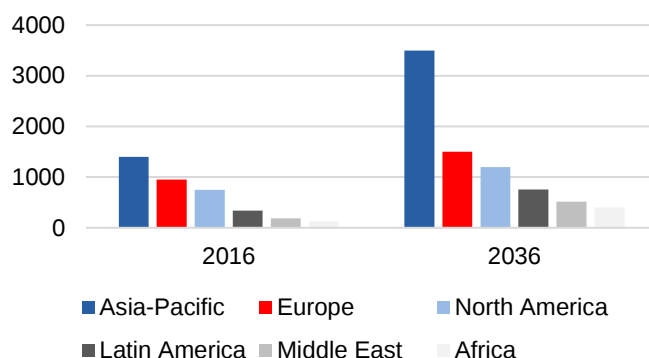
Nguồn: IATA

Hình 16: Châu Á – Thái Bình Dương không phải là khu vực đạt tăng trưởng mạnh nhất...



Nguồn: IATA

Hình 17: ... nhưng là khu vực thúc đẩy nhu cầu mạnh nhất nhờ quy mô



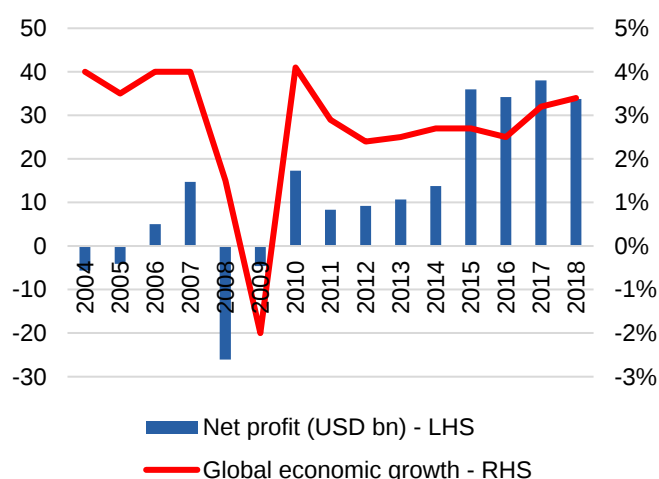
Nguồn: IATA

Hoạt động hàng không mang tính chu kỳ cao

Chúng tôi cho rằng các hãng hàng không chịu ảnh hưởng mạnh từ các yếu tố bên ngoài, trong đó có nhiều yếu tố chính như tăng trưởng GDP thế giới, tình hình chính trị và giá dầu. Tuy luôn đạt tăng trưởng mạnh hơn tăng trưởng kinh tế nhưng các hãng hàng không trong nhiều thập kỷ qua liên tục có ROIC thấp hơn WACC. Tuy khi lợi nhuận ngành trong thời gian qua đã cải thiện nhiều nhưng nhiều nhà đầu tư không tin rằng tình hình này sẽ kéo dài.

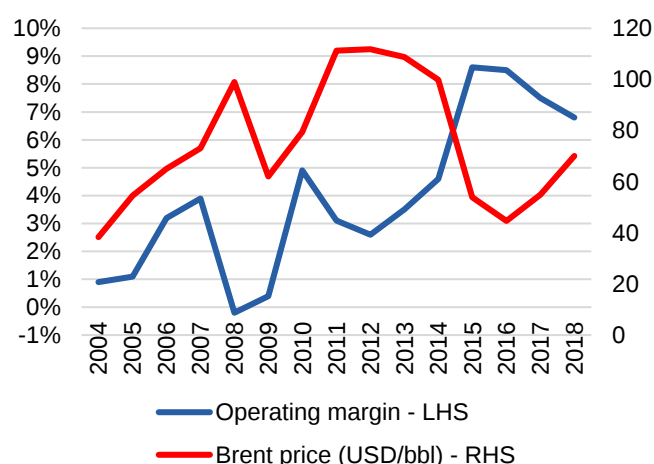
Biến động giá dầu kéo theo rủi ro lớn. Giá dầu biến động có thể gây tác động đáng kể đối với lợi nhuận các hãng hàng không vì (1) nhiên liệu thường chiếm 20%-40% tổng chi phí và (2) 40%-65% tổng số ghế được đặt trước 15-30 ngày trong khi các hãng hàng không thường mua nhiên liệu với giá giao ngay. Lợi nhuận các hãng hàng không tương quan âm với giá dầu.

Hình 18: Lợi nhuận các hãng hàng không diễn biến cùng chiều với tăng trưởng GDP thế giới



Nguồn: IATA

Hình 19: Khả năng sinh lời của các hãng hàng không diễn biến trái chiều với giá dầu



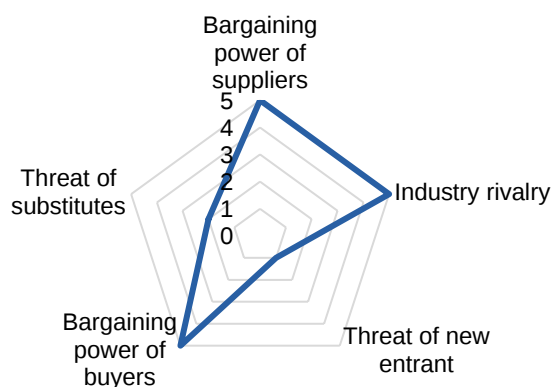
Nguồn: IATA

Nhà đầu tư nên chú ý đến HVN ngay cả khi không quan tâm đến ngành hàng không

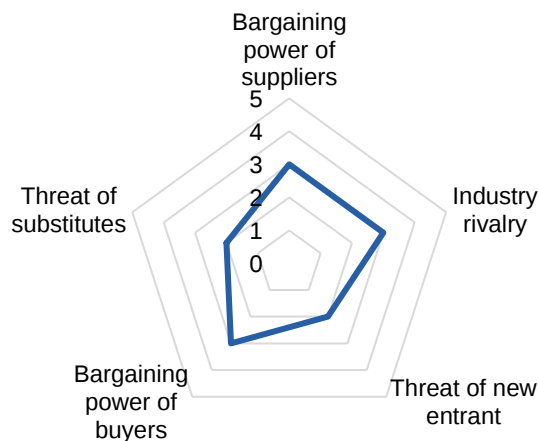
HVN/VNA có lợi thế trên thị trường so với các hãng hàng không khác. Áp dụng mô hình phân tích cạnh tranh của Porter đối với VNA và ngành hàng không, chúng tôi xin trình bày vì sao VNA lại có lợi thế so với các hãng hàng không khác nói chung và các hãng hàng không truyền thống khác nói riêng.

Hình 20: Mô hình phân tích cạnh tranh của Porter dành cho ngành hàng không và HVN

Ngành hàng không



HVN



0: Không có rủi ro
3: Mức độ rủi ro vừa phải
Nguồn: VCSC

1: Mức độ rủi ro không đáng kể
4: Mức độ rủi ro đáng kể

2: Mức độ rủi ro thấp
5: Mức độ rủi ro cao

Cơ cấu ngành hàng không trong nước làm giảm khả năng thương lượng của nhà cung cấp. Cả HVN/VNA và đơn vị điều hành sân bay quốc gia ACV đều trực thuộc Bộ Giao thông Vận tải. Do đó, chúng tôi cho rằng HVN/VNA có lợi thế lớn khi được phân bổ suất bay (flight slot). HVN cũng có một số công ty con chuyên cung cấp dịch vụ hàng không hỗ trợ hoạt động của hãng, trong đó có suất ăn hàng không, dịch vụ mặt đất, MRO, cửa hàng bán lẻ và phòng chờ. Vì các lý do nói trên, chúng tôi cho rằng năng lực quyết định giá của HVN cao hơn so với các công ty cùng ngành. Tuy nhiên, chúng tôi xin lưu ý rằng tất cả các hãng hàng không đều gặp bất lợi khi thương lượng với các nhà sản xuất máy bay và động cơ vì Airbus và Boeing có tổng thị phần hơn 90%.

Cạnh tranh trong ngành hàng không không quá gay gắt vì thị trường trong nước chỉ có hai đối thủ, trong khi dân số lên đến 90 triệu và tầng lớp trung lưu đang phát triển. HVN hiện chỉ có một đối thủ trên thị trường là VJC. Tuy ban đầu bị mất thị phần về tay đối thủ này nhưng từ năm 2016 đến nay, HVN đã duy trì được thị phần ổn định tại mức 58%-60%. Đồng thời, với dân số lớn và tầng lớp trung lưu hiện đang phát triển, ngành hàng không trong nước hiện đang hưởng lợi nhờ thị trường Việt Nam tăng trưởng nhanh chóng. Môi trường cạnh tranh này ít gay gắt hơn nhiều so với các thị trường khác trong khu vực với nhiều hãng hàng không trong khi dân số lại nhỏ hơn như Thái Lan (hơn 20 hãng hàng không, dân số 70 triệu), Malaysia (hơn 10 hãng hàng không, dân số 30 triệu), Philippines (hơn 10 hãng hàng không, dân số 100 triệu) và Campuchia (7 hãng hàng không, dân số 15 triệu).

Rủi ro từ đối thủ mới gia nhập thị trường thấp hơn so với tại các thị trường khác vì cơ sở hạ tầng còn rất hạn chế. Do công suất các sân bay lớn của Việt Nam còn hạn chế nên Chính phủ thận trọng trong việc cấp phép. Ngay cả nếu được cấp phép, chúng tôi cho

rằng các hãng hàng không mới khó có thể nhanh chóng mở rộng quy mô để cạnh tranh với các hãng hàng không hiện nay. Ngoài ra, nhờ có quan hệ khăng khít với ACV và việc hạn chế không phận Việt Nam nên các hãng hàng không trong nước có lợi thế trong cạnh tranh giành tăng trưởng giao thông đường hàng không trong bối cảnh tầng lớp trung lưu của Việt Nam phát triển.

Khả năng thương lượng của khách hàng thấp hơn so với các thị trường khác vì chỉ có hai đối thủ lớn. Vì Việt Nam chỉ có hai hãng hàng không trong nước và HVN/VNA đã thống lĩnh các tuyến trong nước và quốc tế như TP. HCM – Hà Nội và TP. HCM – Singapore nên hành khách có ít lựa chọn hơn khi du lịch inbound, outbound hay trong nước so với các thị trường khác.

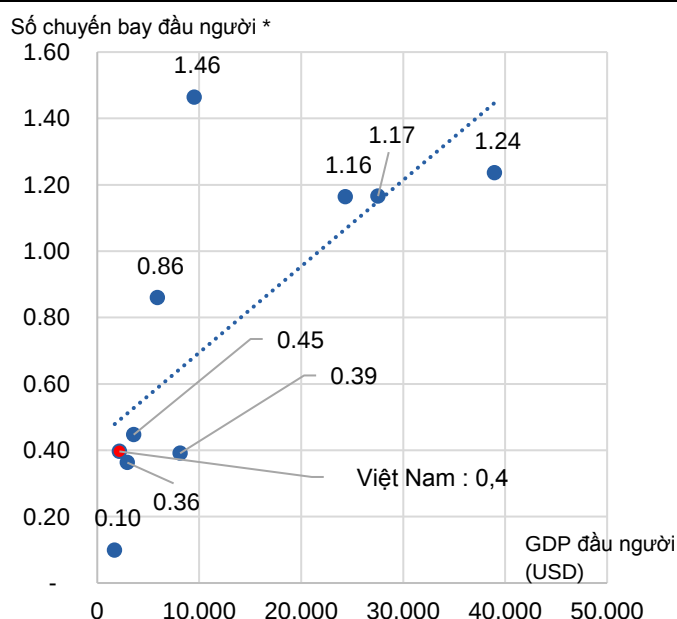
Rủi ro từ đường sắt thấp hơn so với các thị trường khác vì cơ sở hạ tầng còn kém phát triển. Đối với một số tuyến bay trong nước hoặc sang Campuchia, hành khách có thể lựa chọn đường sắt thay vì đường hàng không nhưng giá vé không thấp hơn nhiều trong khi thời gian chênh lệch đáng kể.

Tình hình cạnh tranh của VNA: Thị trường trong nước

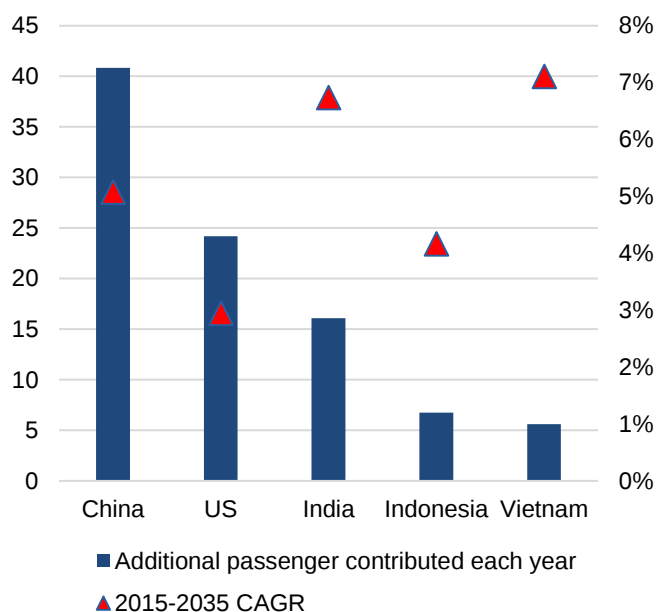
Việt Nam là một trong những thị trường hàng không tăng trưởng nhanh nhất thế giới...

Lượng hành khách trong 10 năm qua tăng 19,5%, mạnh hơn so với tăng trưởng thế giới (6,1%), khu vực Đông Á và Thái Bình Dương (9,3%), và Thái Lan (12,9%). IATA cho biết năm 2017, Việt Nam là thị trường hàng không tăng trưởng nhanh thứ bảy thế giới và dự báo sẽ là một trong những thị trường tăng trưởng mạnh nhất về lượng hành khách trong 20 năm tới. Các yếu tố dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng lượng hành khách là (1) tỷ lệ thâm nhập của đường hàng không còn thấp; (2) tầng lớp trung lưu trẻ và đang mở rộng; (3) ngành du lịch bùng nổ; và (4) sự xuất hiện của các hãng hàng không chi phí thấp.

Hình 21: Tỷ lệ thâm nhập của vận tải hàng không tại Việt Nam còn thấp



Hình 22: Việt Nam là một trong những thị trường hàng không tăng trưởng mạnh nhất thế giới và dự kiến lượng hành khách sẽ cao trong giai đoạn 2015-2035



Nguồn: Airbus (2016), VCSC

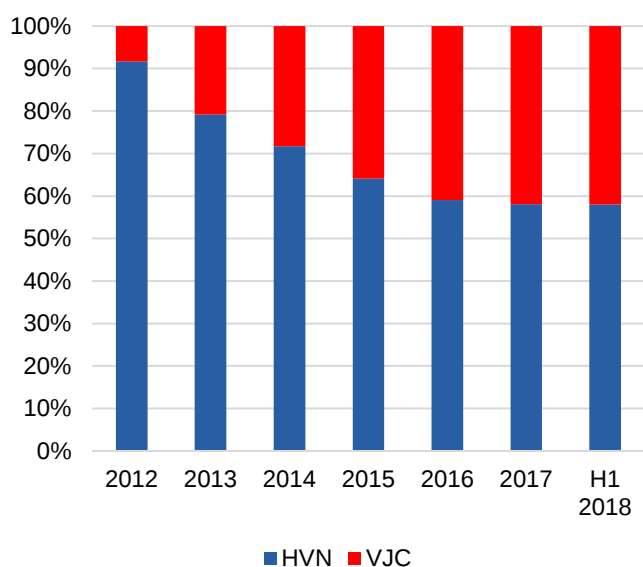
Nguồn: IATA, VCSC

... trong khi chỉ có hai công ty hoạt động trên thị trường

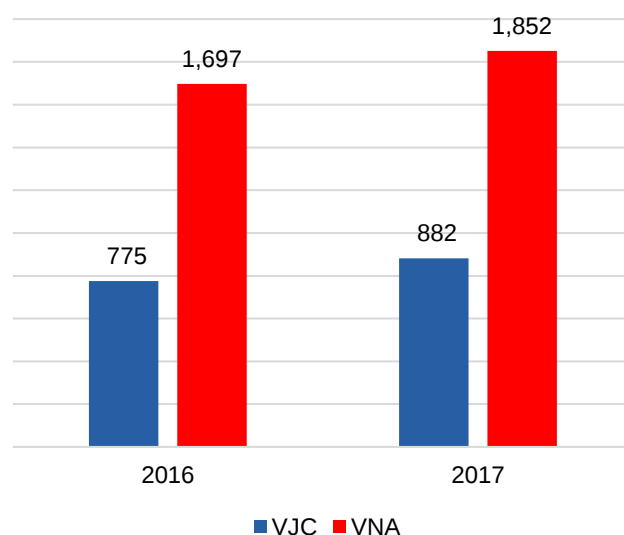
Công suất sân bay hạn chế nên chỉ có hai đối thủ trên thị trường là HVN và VJC. Vì nhiều sân bay lớn tại Việt Nam đang đối mặt với tình trạng quá tải nên nhà nước rất thận trọng trong việc cấp phép cho các hãng hàng không mới. Gần đây, Vietstar Airlines, liên doanh giữa AirAsia Group và hãng hàng không Hải Âu, đã bị hoãn việc cấp giấy phép bay vì nhà nước đang phải đối phó với vấn đề công suất tại các sân bay lớn của Việt Nam, đặc biệt là Tân Sơn Nhất.

VNA vấp phải sự cạnh tranh gay gắt của VJC nhưng thị phần đã ổn định. Từ khi đi vào hoạt động đến nay, VJC liên tục khiến VNA bất ngờ với kế hoạch mở rộng nhanh chóng và khả năng kiểm soát chi phí. Từ chỗ không hề có thị phần năm 2011, năm 2016 VJC đã có thị phần 40%-43%. Tuy nhiên, từ năm 2016 đến nay, vì thị phần của VJC và VNA cùng đều ở mức 40%-43% nên (1) VJC đã bắt đầu tập trung vào các tuyến quốc tế với khả năng sinh lời cao hơn trong khi đối phó với vấn đề công suất sân bay hạn chế và (2) VNA tăng cường được khả năng cạnh tranh sau khi tái cơ cấu, được SKYTRAX xếp hạng 4 sao, từng bước hiện đại hóa máy bay và tỷ lệ số chuyến bay hạ cánh cao hơn. Ngoài ra, thị phần của hãng từ năm 2016 đến nay đều ổn định và giá vé cũng cao hơn VJC nhiều, cho thấy thị trường trong nước đã có sự phân hóa thành phần khúc.

Hình 23: Thị phần của HVN đã ổn định



Hình 24: Lợi suất RPK hành khách các tuyến trong nước của VNA cao hơn so với của VJC



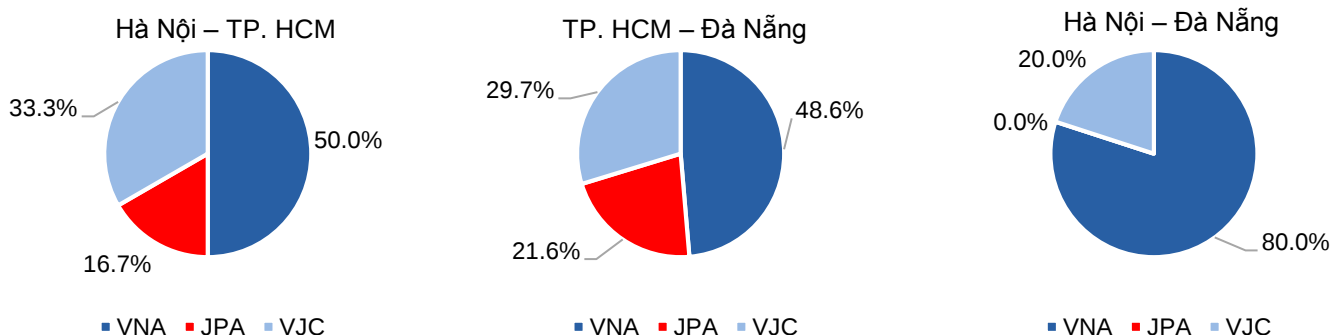
Nguồn: VJC, HVN, ACV, VCSC

Nguồn: VCSC

VNA giữ vị thế áp đảo đối với các tuyến trong nước có khả năng sinh lời cao nhất

VNA chiếm khoảng 50% tổng số chuyến bay đối với các tuyến hoạt động nhiều nhất tại Việt Nam, như TP. HCM-Hà Nội, TP. HCM-Đà Nẵng, và Hà Nội-Đà Nẵng. Vì Jetstar chiếm khoảng 15%-20% thị phần các tuyến nói trên nên HVN có thị phần khoảng 70%. HVN cũng thống lĩnh các tuyến mà máy bay VJC không thể thực hiện được như các tuyến giữa Côn Đảo (một đảo nằm ở miền Nam và nổi tiếng về du lịch tâm linh) và các địa phương khác (chỉ chấp nhận máy bay turboprop). Chúng tôi cho rằng RPK trong nước của VNA sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm 4,1% giai đoạn 2017-2022 vì VNA tập trung giữ vững vị thế áp đảo các tuyến bay giữa các thành phố lớn bằng cách sử dụng máy bay thân lớn hiện đại như B787 và A350, và từng bước tăng tần suất bay các tuyến khác.

Hình 25: VNA áp đảo về thị phần đối với các tuyến có tần suất cao nhất



Nguồn: VCSC

Bamboo Airways là một đối thủ tiềm năng

Sự xuất hiện của Bamboo Airways (BA) có thể gây áp lực vì thị trường hiện chỉ có hai đối thủ. Sau thương vụ mua lại 20 máy bay Boeing và 24 máy bay Airbus năm 2018, Bamboo Airways đã được Bộ Giao thông – Vận tải cấp giấy phép thành lập. Công ty mẹ, CTCP Tập đoàn FLC (HOSE:FLC) cho biết dự kiến Bamboo Airways sẽ là hãng hàng không truyền thống với các tuyến bay trong nước lẫn quốc tế nhưng chủ yếu là các tuyến trực tiếp từ các thành phố tại Đông Bắc Á để đưa khách du lịch đến các khu nghỉ dưỡng của FLC tại Việt Nam. Tại ĐHCĐ 2018, TGD FLC Trịnh Văn Quyết cho biết Bamboo Airways sẽ đi vào hoạt động đầu tháng 10/2018.

Trên thực tế, Bamboo Airways vẫn chưa được cấp giấy phép bay vì chưa được cấp chứng chỉ nhà khai thác tàu bay hay còn gọi là giấy phép kinh doanh vận chuyển hàng không (Air Operator's Certificate, AOC). Để được cấp chứng chỉ này, Bamboo Airways phải trình kế hoạch kinh doanh khả thi, máy bay, phi công và các nhân viên liên quan, và flight slot trong khi các sân bay lớn đều khó có thể cấp flight slot do công suất hạn chế.

Chúng tôi cho rằng Bamboo Airways sẽ cạnh tranh trực tiếp với HVN và VJC dù Bamboo Airways đã cho biết chiến lược của hãng là tập trung vào đưa khách du lịch đến các khu nghỉ dưỡng của mình.

Chúng tôi cho rằng chi phí hoạt động ban đầu của Bamboo Airways sẽ cao hơn so với VJC và HVN. Ban đầu, Bamboo Airways sẽ không thể cạnh tranh về giá do quy mô nhỏ với 10-20 máy bay trong giai đoạn 2018-2020 và 40 máy bay năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng Bamboo Airways sẽ cạnh tranh bằng cách đưa ra chất lượng dịch vụ cao và phối hợp với các khu nghỉ dưỡng của FLC. Trung bình, chi phí thuê hoạt động cho 10 chiếc A321 của Bamboo nhiều khả năng sẽ cao hơn so với của VJC vì VJC đã thiết lập được quan hệ với các chủ cho thuê, thành tích hoạt động tốt và hưởng lợi nhờ các thương vụ bán và thuê lại.

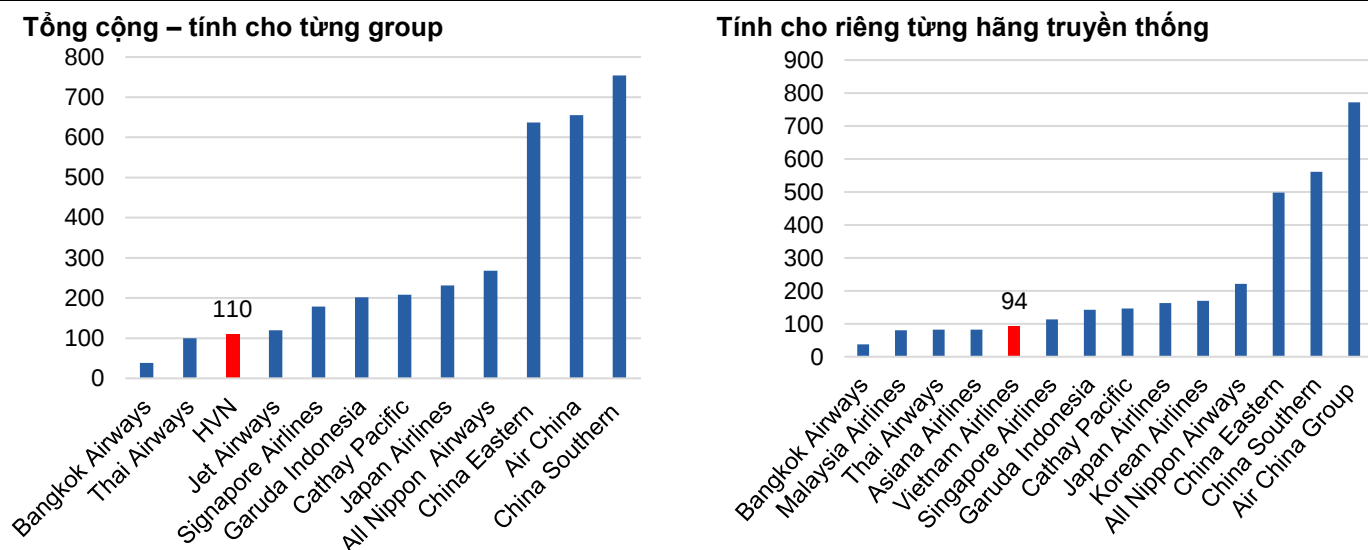
Cuối cùng, chúng tôi cho rằng sự xuất hiện của Bamboo Airways sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến HVN và VJC vì Bamboo Airways sẽ gây áp lực lên khả năng sinh lời và làm giảm biên lợi nhuận của ngành hàng không. Dù là hãng hàng không truyền thống nhưng Bamboo Airways có thể đưa ra nhiều chương trình khuyến mãi và chiết khấu giá vé đối với các tuyến bay charter (cho thuê chuyên) giống HVN và VJC.

Tình hình cạnh tranh của VNA: Thị trường quốc tế

Tăng trưởng mạnh hơn so với các hãng hàng không truyền thống khác tại Châu Á

VNA là một trong những hãng hàng không truyền thống tăng trưởng mạnh nhất Châu Á. Tăng trưởng RPK 3 năm qua của VNA thuộc loại cao nhất trong số các hãng hàng không truyền thống tại khu vực ASEAN và Đông Bắc Á. Ngoài ra, các máy bay của VNA đặt hăng ở vị trí giữa các hãng hàng không khác.

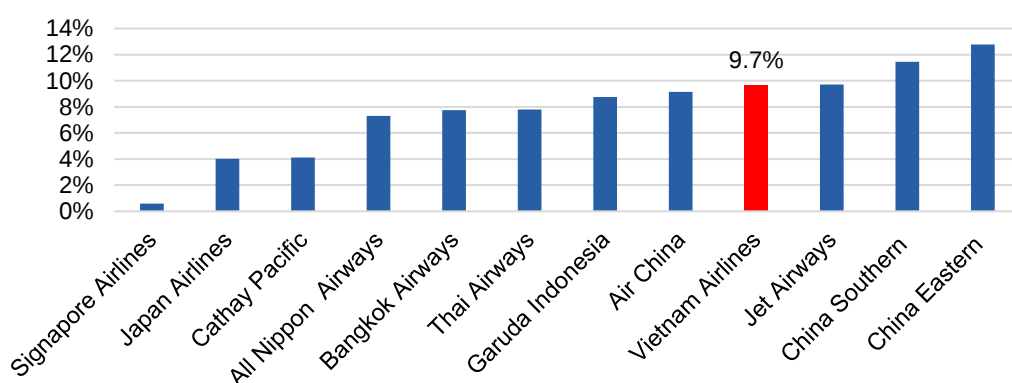
Hình 26: Số lượng máy bay của các hãng hàng không Châu Á



Nguồn: HVN, Planespottter, các hãng hàng không, VCSC

Lưu ý: Fleet sizes là tổng số máy bay trong mỗi hãng

Hình 27: VNA là một trong những hãng hàng không có tỷ lệ tăng trưởng RPK mạnh nhất 2014-2017

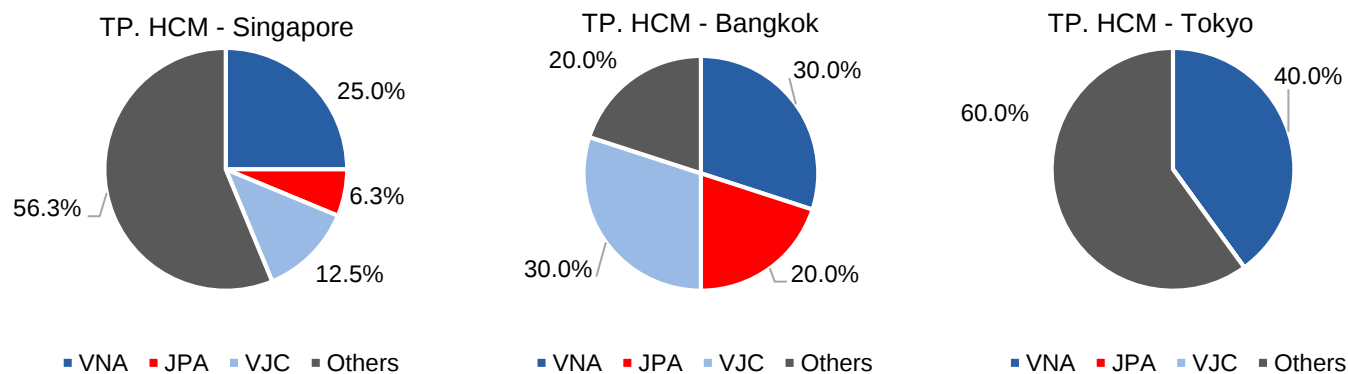


Nguồn: VCSC

VNA thống lĩnh các tuyến quốc tế chính kết nối Việt Nam và các trung tâm tài chính trong khu vực

Thị phần lớn đối với các tuyến đến các trung tâm tài chính và thành phố lớn trong khu vực. Đối với các tuyến Hà Nội và TP. HCM với các trung tâm tài chính hoặc thành phố lớn trong khu vực như Singapore, Bangkok, Tokyo, và Thượng Hải, VNA nắm giữ thị phần 20%-40% trong khi không có đối thủ nào nắm giữ thị phần trên 40% đối với các tuyến này.

Hình 28: VNA dẫn đầu về thị phần đối với các tuyến quốc tế chính

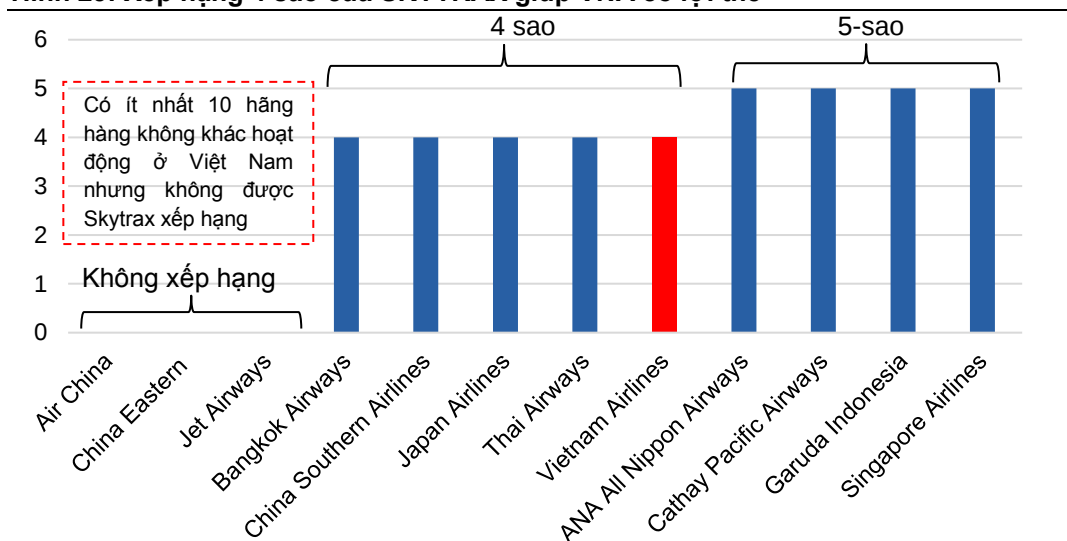


Nguồn: VCSC

VNA cung cấp chất lượng dịch vụ tương đương phần lớn các hãng hàng không khác...

Xếp hạng 4 sao của SKYTRAX khiến VNA khác biệt so với các hãng hàng không truyền thống khác, khác với cả truyền thống lẫn chi phí thấp. SKYTRAX là một cơ quan xếp hạng các hãng hàng không và sân bay có uy tín và xếp hạng 4 sao của SKYTRAX khiến VNA trở nên khác biệt so với 80 hãng hàng không truyền thống và tất cả các hãng hàng không chi phí thấp tại khu vực ASEAN và Đông Bắc Á. Khi phân tích các hãng hàng không khác, chúng tôi tập trung vào các đối thủ của VNA được xếp hạng 4 hoặc 5 sao.

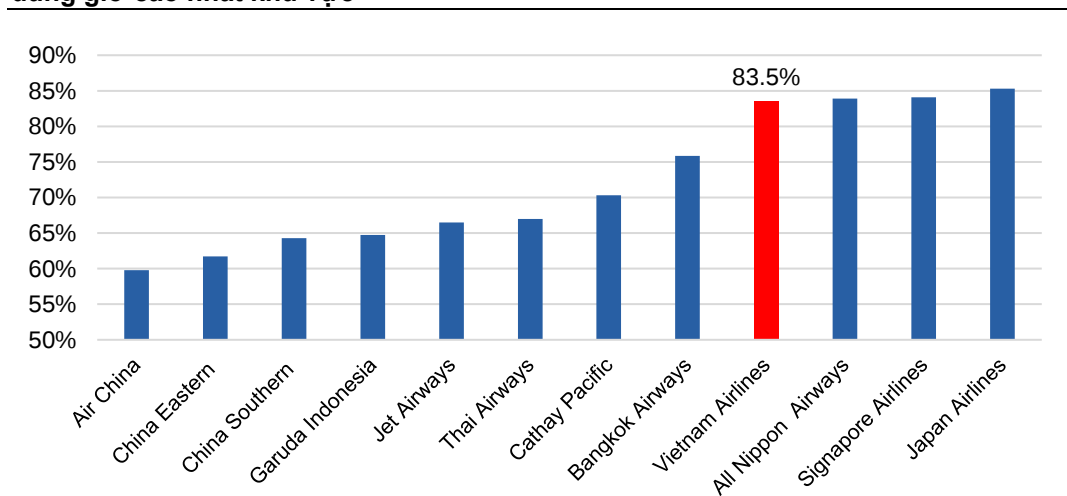
Hình 29: Xếp hạng 4 sao của SKYTRAX giúp VNA có lợi thế



Nguồn: Skytrax 2017, VCSC

Lưu ý: Skytrax xếp hạng các hãng hàng không trên cơ sở chất lượng (1) dịch vụ sân bay tại sân bay chính của hãng, (2) phòng chờ hạng thương nhân, (3) sản phẩm bán trên các chuyến bay dài, (4) sản phẩm bán trên các chuyến bay ngắn, (5) dịch vụ tiếp viên các tuyến bay dài, và (6) dịch vụ tiếp viên các tuyến bay ngắn.

Hình 30: VNA là một trong những hãng hàng không có tỷ lệ chuyến bay hạ cánh đúng giờ cao nhất khu vực



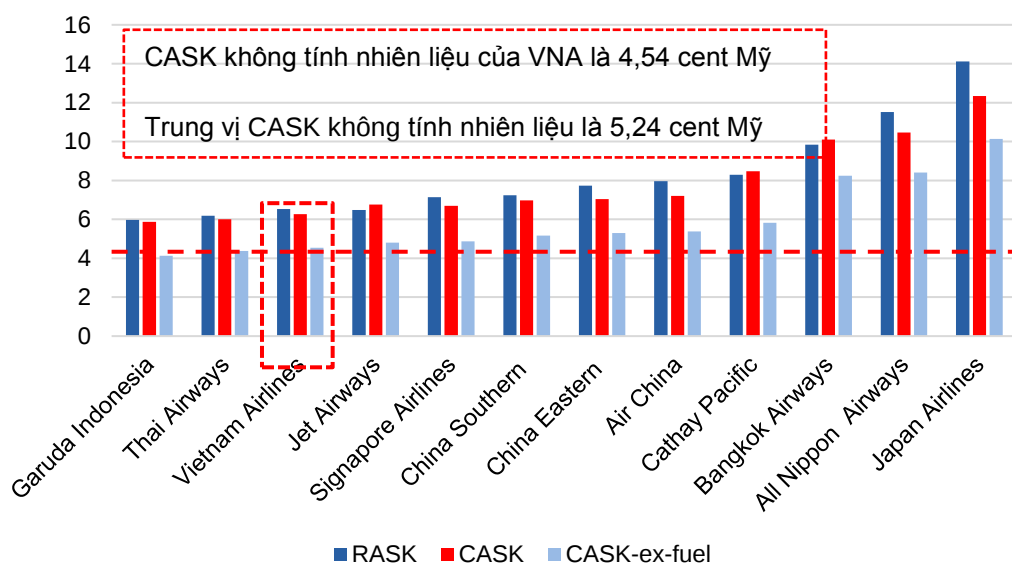
Nguồn: OAG, HVN, VCSC

Lưu ý: Tỷ lệ số chuyến bay hạ cánh đúng giờ được tính bằng cách lấy số chuyến bay đúng giờ chia cho tổng số chuyến bay. Một chuyến bay được cho là đúng giờ nếu hạ cánh không muộn quá 15 phút so với thời gian hạ cánh dự kiến.

... nhưng giá dịch vụ lại hấp dẫn hơn

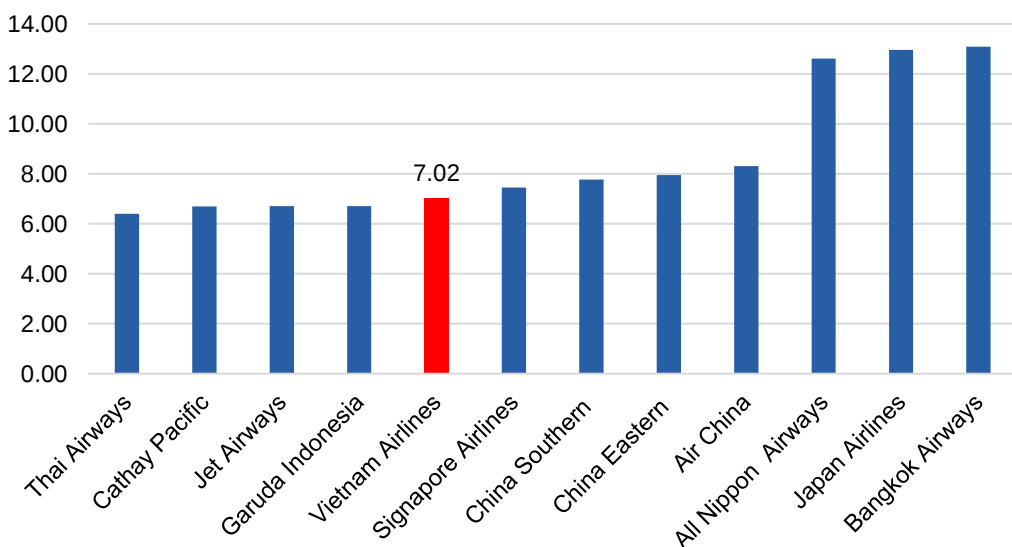
VNA đưa ra chất lượng dịch vụ tương đương nhưng giá cả lại thấp hơn so với các hãng hàng không truyền thống khác tại Châu Á. VNA được Skytrax xếp hạng 4 sao trong khi chưa đến 10% hãng hàng không được xếp hạng này, tỷ lệ chuyển bay hạ cánh đúng giờ dẫn đầu ngành hàng không (năm 2017 đạt 83,2%), máy bay mới và chi phí tương đối thấp hơn nên có thể cạnh tranh tốt với các hãng hàng không truyền thống khác tại Châu Á. CASK và CASK không tính nhiên liệu thuộc loại thấp nhất Châu Á (CASK không tính nhiên liệu năm 2017 là 4,54 cent Mỹ so với trung vị các hãng hàng không khác là 5,24 cent), qua đó cho phép hãng đưa ra giá vé thấp hơn.

Hình 31: RASK, CASK và CASK không tính nhiên liệu năm 2017 của một số hãng hàng không (cent Mỹ)



Nguồn: VCSC

Hình 32: Lợi suất hành khách 2017 của một số hãng hàng không (cent Mỹ / RPK)



Nguồn: VCSC

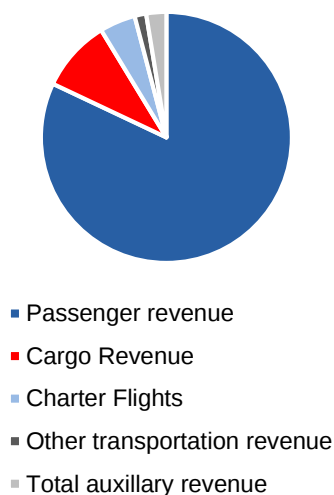
Tình hình tài chính

Doanh thu

Các chuyến bay thường xuyên (scheduled/regular) chiếm hơn 80% tổng doanh thu. Năm 2017, tiền vé các chuyến bay scheduled và non-scheduled (charter) chiếm lần lượt 82% và 4,6% tổng doanh thu. Tỷ lệ các chuyến bay charter tăng từ chưa đến 2,5% năm 2012-2015 lên trên 4% năm 2016-2017 vì tần suất các tuyến Đông Bắc Á tăng. Tăng trưởng doanh thu từ vận chuyển hàng hóa xấp xỉ tăng trưởng tiền vé và chiếm khoảng 8%-9% tổng doanh thu vì Vietnam Airlines không có máy bay vận chuyển hàng hóa riêng mà chỉ vận chuyển hàng hóa bằng máy bay chở hành khách.

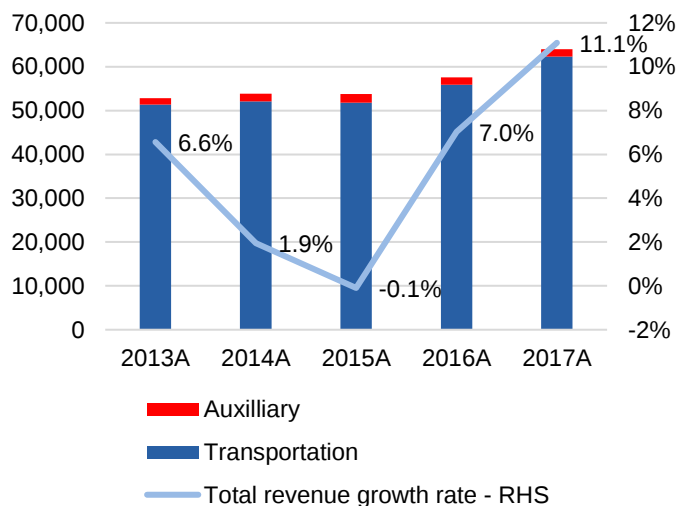
HVN liên tục đạt tăng trưởng doanh thu kể từ khi IPO năm 2015 đến nay, nhờ lưu lượng giao thông đường hàng không tăng mạnh trong khi VNA duy trì được công suất khai thác ở mức cao.

Hình 33: Cơ cấu doanh thu 2017 của VNA



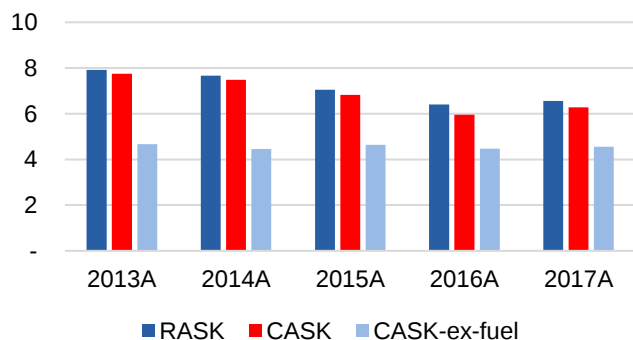
Nguồn: HVN

Hình 34: Doanh thu của VNA trong những năm qua



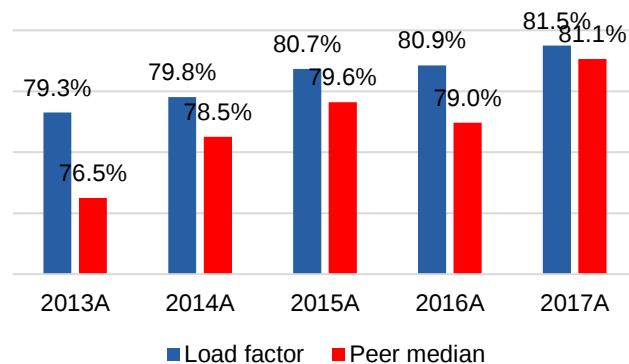
Nguồn: HVN

Hình 35: RASK và CASK của VNA có xu hướng giảm theo giá nhiên liệu



Nguồn: VCSC

Hình 36: Công suất khai thác của VNA cao hơn so với các hãng hàng không khác



Nguồn: VCSC

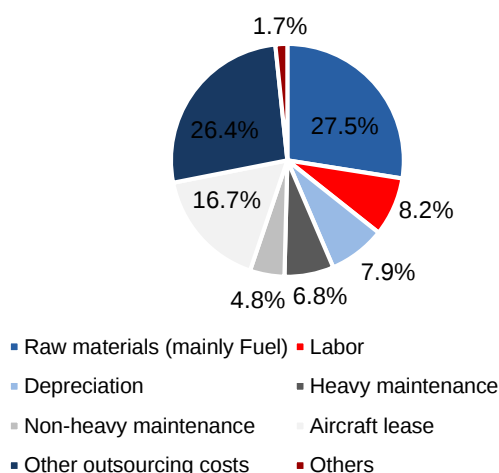
Chi phí

Chi phí nhiên liệu và máy bay (bao gồm chi phí khấu hao và thuê máy bay) là các chi phí chính của VNA, lần lượt chiếm 27,5% và 24,6% tổng chi phí năm 2017. Nhiên liệu thường chiếm 25%-45% tổng chi phí các hãng hàng không, trong đó 25%-30% khi giá dầu dưới 60USD/thùng (giá Brent) và 35%-45% khi giá dầu trên 90USD/thùng.

Chi phí bán hàng có xu hướng giảm dần nhờ (1) VNA chuyển từ bán vé máy bay thông qua đại lý sang bán vé máy bay qua mạng nên giảm được rất nhiều chi phí hoa hồng và (2) tính kinh tế theo quy mô tăng. Chúng tôi cho rằng đến năm 2022, VNA sẽ giảm được tỷ lệ chi phí bán hàng / doanh thu xuống 6,4% từ mức 6,9% năm 2017.

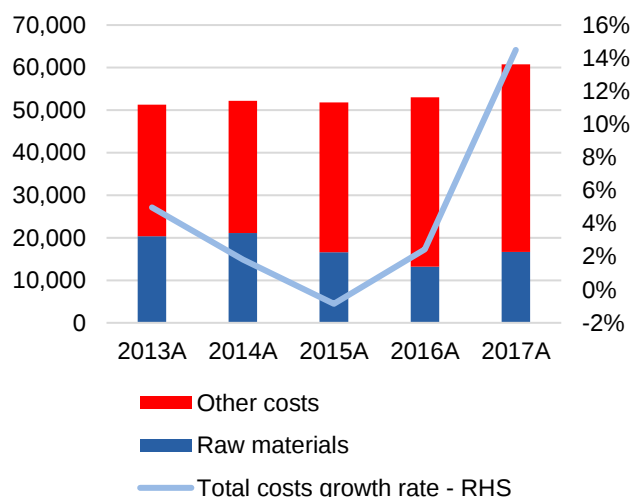
Khó có thể giảm chi phí lương. Tuy nỗ lực kiểm soát số cán bộ, công nhân viên và chi phí lương nhưng VNA bị phi không than phiền về mức lương. Tỷ lệ chi phí nhân công/ASK của VNA thấp nhất so với các hãng hàng không khác nhờ chi phí lương tại Việt Nam nói chung thấp và lương phi công của VNA nói riêng thấp vì hãng có thể tự cung cấp 70% phi công của mình.

Hình 37: Cơ cấu chi phí của VNA năm 2017



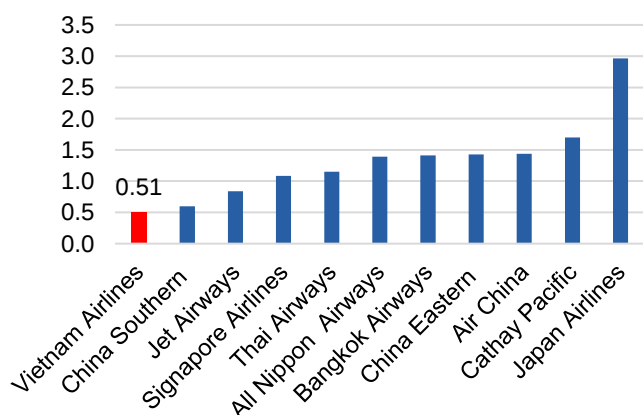
Nguồn: HVN, VCSC

Hình 38: Tình hình chi phí của VNA trong các năm qua



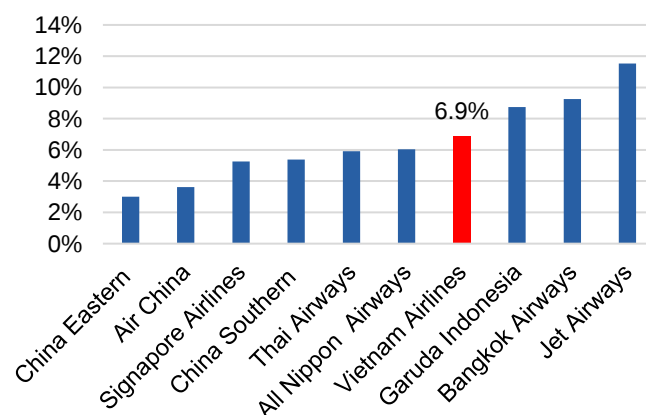
Nguồn: HVN, VCSC

Hình 39: VNA có tỷ lệ chi phí nhân công/ASK thấp nhất khu vực năm 2017 (cent Mỹ)



Nguồn: VCSC

Hình 40: Tỷ lệ chi phí bán hàng / tổng doanh thu của các hãng hàng không cho thấy VNA có thể cải thiện



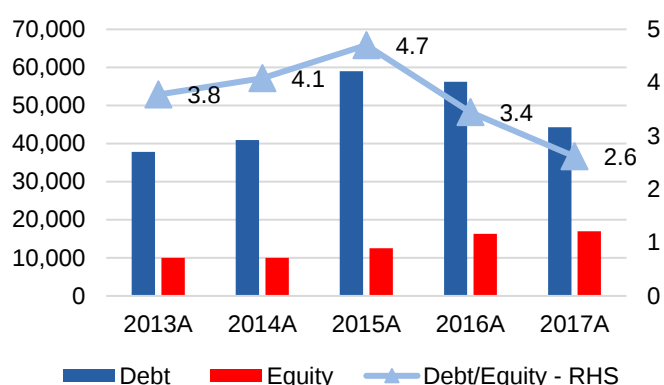
Nguồn: VCSC

Lưu ý: Chúng tôi không tính Cathay Pacific và Japan Airlines vì hai hãng này không cung cấp số liệu phù hợp

Cơ cấu chi phí

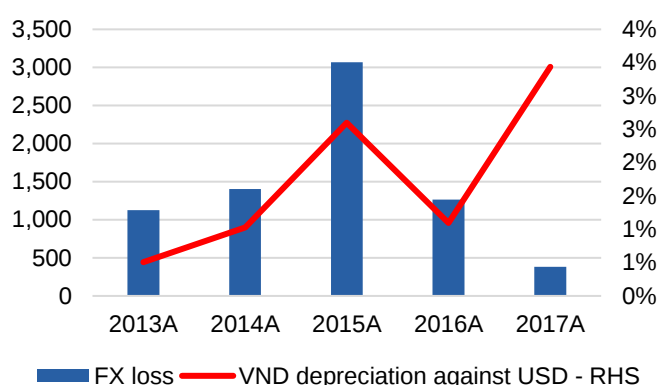
Tỷ lệ đòn bẩy giảm, không còn phụ thuộc vào biến động tỷ giá ngoại hối như trước.
Tỷ lệ nợ / vốn chủ sở hữu của VNA năm 2017 giảm xuống 2,6 lần từ mức 4,7 lần năm 2015, khi HVN thực hiện IPO, nhờ hăng tích cực trả nợ, tăng cường các thương vụ mua và thuê lại và thanh lý máy bay cũ. Năm 2017, VNA đã thanh lý bốn chiếc Boeing B777 đã qua sử dụng 10 năm và thực hiện bảy thương vụ bán và thuê lại đối với các máy bay Boeing B787 và Airbus A350. Vì nợ nói chung cũng như nợ bằng USD giảm, lỗ từ chênh lệch tỷ giá của VNA từ năm 2015 đến nay giảm mạnh dù tỷ lệ trượt giá hàng năm của tiền đồng Việt Nam bằng nhau. Chúng tôi xin lưu ý rằng 95% nợ của VNA hiện bằng USD.

Hình 41: Tình hình nợ và vốn chủ sở hữu của VNA các năm qua (tỷ VND)



Nguồn: HVN, VCSC

Hình 42: Lỗ từ chênh lệch tỷ giá của VNA và tỷ lệ trượt giá của đồng VND so với đồng USD các năm qua



Nguồn: HVN, VCSC

Triển vọng

VNA: Lợi nhuận tăng nhẹ nhờ hợp nhất mạng lưới tuyến bay hiện nay và cắt giảm chi phí

Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của VNA sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm lần lượt 8,2% và 5,7% trong giai đoạn 2017-2022 nhờ (1) tăng trưởng doanh thu thấp nhưng ổn định nhờ tăng tần suất các chuyến bay hiện nay, công suất khai thác và lợi suất cải thiện và (2) cắt giảm chi phí để đối phó với giá dầu tăng. Dưới đây là các giả định chính của chúng tôi:

1) RPK: Chúng tôi dự báo doanh thu hành khách theo ki-lô-mét (RPK) trong nước và quốc tế sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm lần lượt 4,1% và 4,4% trong giai đoạn 2017-2022 nhờ tăng tần suất các tuyến bay hiện nay.

2) Lợi suất: Chúng tôi cho rằng lợi suất của HVN sẽ tăng nhẹ hàng năm nhờ (1) cạnh tranh đối với các tuyến trong nước ít gay gắt hơn khi đối thủ chính VJC tập trung vào mở các tuyến bay quốc tế và (2) chi phí nhiên liệu tăng được chuyển một phần sang hành khách; chúng tôi cho rằng HVN có lợi thế trong việc thực hiện điều này vì thị phần lớn và dự báo VJC cũng sẽ làm như vậy.

3) Chi phí nhiên liệu: Để tính chi phí nhiên liệu, chúng tôi sử dụng dự báo giá dầu Brent do chúng tôi đưa ra, giả định giá dầu Brent năm 2018 là 70USD/thùng, năm 2019 là 67USD/thùng và từ năm 2020 trở đi là 70USD/thùng. Nhiên liệu dự kiến sẽ chiếm 27%-31% tổng chi phí nhiên liệu trong giai đoạn dự báo của chúng tôi.

4. Tỷ giá ngoại hối: Chúng tôi sử dụng dự báo do chúng tôi đưa ra, giả định tiền đồng Việt Nam trượt giá 2%/năm so với đồng USD.

5. Chi phí bán hàng: Chúng tôi dự báo VNA sẽ giảm tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu từ 6,9% xuống 6,4% giai đoạn 2017-2022.

6. Thuế suất: Mức thuế dành cho VNA sẽ tăng lên 15% năm 2018 và 20% vào các năm sau từ mức 5% năm 2017 do lỗ lũy kế giảm.

7. Đầu tư XDCB: Trên cơ sở mở rộng đội bay của HVN/VNA, chúng tôi giả định trong thời gian dự báo, hãng sẽ không mua thêm máy bay nào và HVN/VNA sẽ đi thuê hoạt động để mở rộng đội bay giai đoạn 2018-2022.

Tổng kết Dự báo KQLN

Hình 43: Dự báo dành cho HVN

VND bn	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2017-2022 Tăng trưởng kép hàng năm
Doanh thu	97.824	106.594	116.774	122.985	129.221	9%
Tăng trưởng	18%	9%	10%	5%	5%	
trong đó:						
VNA	72.375	77.327	84.580	89.182	94.066	
Công ty con và liên kết	25.449	29.267	32.193	33.803	35.155	
Lợi nhuận gộp	12.190	13.123	14.149	14.792	15.444	8%
Tăng trưởng	14%	8%	8%	5%	4%	
trong đó:						
VNA	9.264	9.758	10.446	10.905	11.401	
Công ty con và liên kết	2.927	3.366	3.702	3.887	4.043	
LN từ HĐKD	4.317	4.663	4.951	5.147	5.372	9%
Tăng trưởng	24%	8%	6%	4%	4%	
trong đó:						
VNA	3.069	3.178	3.291	3.405	3.538	
Công ty con và liên kết	1.248	1.485	1.660	1.741	1.835	
LNST	2.858	3.235	3.459	3.701	3.954	8%
Tăng trưởng	7%	13%	7%	7%	7%	
trong đó:						
VNA	1.705	1.916	2.017	2.202	2.391	
Công ty con và liên kết	1.153	1.319	1.442	1.498	1.564	
Biên lợi nhuận gộp	12,46%	12,31%	12,12%	12,03%	11,95%	
Biên lợi nhuận ròng	2,92%	3,03%	2,96%	3,01%	3,06%	

Nguồn: VCSC

Định giá

Chúng tôi áp dụng mô hình định giá từng phần để định giá HVN và được kết quả giá mục tiêu là 40.100VND/cổ phiếu, tổng mức sinh lời 9,6%, không tính lợi suất cổ tức. Chúng tôi lựa chọn phương pháp này vì HVN có nhiều công ty con và công ty liên kết không hoạt động trong lĩnh vực vận tải hàng không nhưng mang lại doanh thu và lợi nhuận đáng kể. Các công ty con và liên kết nói trên thường chiếm dưới 10% tổng doanh thu và lợi nhuận. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng HVN có thể xem xét thoái vốn khỏi các lĩnh vực nói trên trong trung hạn. Mô hình định giá từng phần của chúng tôi bao gồm:

(1) Kết hợp các phương pháp EV/EBITDAR và chiết khấu dòng tiền 5 năm để định giá VNA với trọng số lần lượt 80% và 20% vì (1) EV/EBITDAR là phương pháp phù hợp nhất để định giá và so sánh các hãng hàng không tại các thị trường khác nhau vì không phụ thuộc vào chính sách thuế, cơ cấu vốn, chiến lược tài trợ đội bay, và chính sách kế toán, qua đó không ảnh hưởng P/E và P/B; và (2) dòng tiền HVN tạo ra trong các năm tới có thể không phản ánh được giá trị mà tổng công ty đang tạo ra cho cổ đông vì chiến lược tài trợ máy bay vẫn còn chưa rõ ràng.

(2) PER mục tiêu là 9 lần đối với các công ty con và liên kết trong lĩnh vực dịch vụ hàng không của HVN với tỷ lệ chiết khấu 50% so với trung vị các công ty khác trong ngành do phần lớn các công ty này đều chưa được niêm yết, thông tin công bố còn hạn chế và các đối thủ mới có thể sẽ tham gia thị trường, đe dọa vị trí vững chắc hiện nay của các công ty này.

(3) PBR mục tiêu 2 lần dành cho Jetstar Pacific, tỷ lệ chiết khấu 50% so với các hãng khác do khả năng cạnh tranh không mạnh bằng các hãng hàng không chi phí thấp khác trong khu vực, trong khi cạnh tranh tiếp tục gay gắt.

(4) PBR mục tiêu 0.6 lần dành cho Cambodia Angkor Air (K6), tỷ lệ chiết khấu 50% so với các hãng khác do cạnh tranh gay gắt tại thị trường Campuchia với 7 hãng hàng không trong khi dân số chỉ 16 triệu.

Chúng tôi không áp dụng tỷ lệ chiết khấu nào cho mô hình định giá từng phần vì HVN không phải là một tập đoàn với nhiều công ty con và liên kết thuộc nhiều ngành không liên quan với nhau. Các công ty con và liên kết của HVN hỗ trợ tổng công ty tăng cường tính kinh tế theo quy mô.



Hình 44: Mô hình định giá từng phần

	Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị vốn CSH (tỷ VND)	Giá mục tiêu (VND)	Đóng góp (VND/CP)
Vietnam Airlines	EV/EBITDAR	80%	39.815	28.063	22.450
	CKDT	20%	53.362	37.611	7.522
Công ty con và liên kết	PER và PB	100%	14.314	10.089	10.089
Giá mục tiêu					40.100
PER 2017 theo giá mục tiêu					30,1x
PER 2018 theo giá mục tiêu					30,2x
EV/EBITDAR 2017 theo giá mục tiêu					4,4x
EV/EBITDAR 2018 theo giá mục tiêu					3,8x

Nguồn: VCSC

Hình 45: Tác động của thay đổi tỷ lệ EV/EBITDAR tron định giá VNA và tỷ lệ chiết khấu trong định giá các công ty con và công ty liên kết lên giá mục tiêu

		EV/EBITDAR				
		2,5	3,0	3,5	4,0	4,5
Chiết khấu đối với PER/PBR	10,0%	19.700	25.900	32.000	38.100	44.200
	25,0%	22.800	28.900	35.000	41.100	47.300
	50,0%			40.100		
				(kịch bản cơ sở)		
	75,0%	27.800	33.900		46.200	52.300
	75,0%	32.900	39.000	45.100	51.200	57.400
	100,0%	37.900	44.000	50.200	56.300	62.400

Nguồn: VCSC

VNA: Định giá theo phương pháp EV/EBITDAR

Chúng tôi áp dụng hệ số EV/EBITDAR mục tiêu là 3,5 lần để định giá VNA, với tỷ lệ chiết khấu 23% so với trung vị các hãng hàng không khác do hãng có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn, không có quỹ dự phòng nhiên liệu và ngoại hối, và khả năng sinh lời thấp hơn một chút.

Hình 46: Tóm tắt mô hình định giá EV/EBITDAR

(tỷ VND)	Giá trị
EBITDAR	21.714
Trung vị các hãng khác	4,52
Mục tiêu	3,50
Tăng/chiết khấu	-22,6%
Giá trị doanh nghiệp mục tiêu	76.000
+Tiền mặt	7.272
-Nợ	-43.456
-Lợi ích CĐTS	0
Vốn CSH	39.815
Số lượng cổ phiếu (triệu)	1.419
Giá mục tiêu (VND/CP)	28.063

Nguồn: VCSC

Hình 47: So sánh VNA và các hãng hàng không khác

Hãng	Quốc gia	GTVH	D/thu trượt 12T	Tăng trưởng	LNST trượt 12T	Tăng trưởng	Nợ / Vốn CSH	ROE	P/E trượt 12T	P/E điều chỉnh	P/B quỹ gần nhất	EV/EBITDAR
Air China	Trung Quốc	16.617	18.700	7,6%	1.270	43,7%	99,9%	9,9%	13,4	18,3	1,4	5,0
China Eastern	Trung Quốc	12.381	15.110	3,7%	940	40,9%	233,3%	12,7%	10,2	15,3	1,2	7,5
ANA Holdings	Nhật Bản	12.275	17.797	11,7%	1.299	45,6%	79,8%	15,1%	9,6	11,8	1,3	NA
Japan Airlines	Nhật Bản	12.175	12.485	7,3%	1.222	-17,5%	11,5%	13,3%	10,2	14,0	1,3	NA
China Southern	Trung Quốc	10.328	18.934	11,6%	883	17,9%	185,8%	12,8%	8,3	12,5	1,1	4,3
Singapore Airlines	Singapore	9.073	11.658	6,3%	659	147,8%	21,4%	6,5%	13,8	22,7	0,9	3,7
Qantas Airways	Úc	8.207	12.676	3,8%	724	10,3%	136,7%	25,4%	12,6	11,7	3,1	4,6
Cathay Pacific	Hồng Kông	6.215	12.484	4,9%	-162	119,0%	127,9%	-2,2%	NA	NA	0,8	8,2
Korean Airlines	Hàn Quốc	2.379	11.108	5,1%	201	31,1%	395,8%	7,1%	12,1	18,9	0,8	NA
EVA Airways	Đài Loan	2.016	5.617	13,9%	264	374,0%	152,9%	14,1%	7,8	13,0	1,1	3,3
Philippines Airlines	Philippines	1.823	2.619	12,7%	-144	NA	773,4%	-71,2%	NA	NA	12,9	8,6
Thai Airways	Thái Lan	879	5.861	8,8%	-77	9,9%	497,8%	-7,1%	NA	NA	0,9	5,5
Bangkok Airways	Thái Lan	783	767	3,2%	29	24,4%	58,4%	3,1%	26,8	27,7	0,8	5,7
Asiana Airlines	Hàn Quốc	752	5.742	10,9%	128	34,9%	364,0%	13,1%	5,9	9,3	0,7	3,8
Jet Airways	Ấn Độ	581	3.802	8,0%	-99	-63,8%	NA	NA	NA	NA	NA	3,1
Garuda Indonesia	Indonesia	417	4.251	8,5%	-183	-96,0%	183,0%	21,3%	NA	NA	0,5	1,8
Trung vị		4.297	11.383	7,8%	233	24,4%	152,9%	9,9%	10,2	14,0	1,1	4,6
Trung bình		6.056	9.976	8,0%	435	32,3%	221,4%	2,1%	11,9	15,9	1,9	5,0
Vietnam Airlines		NA	2.879	12,8%	86	52,7%	246,3%	11,3%	NA	NA	NA	NA
HVN - TCT		2.289	3.806	18,4%	83	71,2%	248,5%	15,1%	27,7	27,7	2,8	2.289

Nguồn: VCSC

VNA: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Các giả định chính của mô hình chiết khấu dòng tiền của chúng tôi dành cho VNA đã được đề cập trong phần Triển vọng trên đây.

Hình 48: Mô hình chiết khấu dòng tiền

Chi phí vốn	Giá trị	FCFF (5 Năm) (tỷ VND)	Value
Beta	1,3	Giá trị hiện tại của DTTD	27.685
Phần bù rủi ro thị trường %	8,9	Giá trị cuối cùng (1,0% g)	61.862
LS phí rủi ro %	3,7	Tổng DTTDCK và GTCC	89.547
Chi phí Vốn CSH %	15,27	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	7.272
Chi phí nợ %	5	- Nợ	-43.456
Nợ %	52,4	- Lợi ích CDTs	0
Vốn CSH %	47,6	Giá trị vốn CSH	53.362
Thuế suất thực tế %	20	Cổ phiếu (triệu)	1.419
WACC %	9,4	Giá cổ phiếu, đồng	37.611

Nguồn: VCSC

Hình 49: Dòng tiền

Chiết khấu dòng tiền	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
LN từ HĐKD	3.069	3.178	3.291	3.405	3.538
- Thuế	-614	-636	-658	-681	-708
+ Khấu hao	4.527	4.540	4.560	4.572	4.540
- Đầu tư XDCB	-317	-197	-282	-185	-196
- Tăng vốn lưu động	-2.139	495	742	462	493
Dòng tiền tự do	4.526	7.381	7.653	7.573	7.668
Giá trị hiện tại của DTTD	4.350	6.485	6.146	5.559	5.145
Tổng giá trị hiện tại của DTTD	4.350	10.835	16.981	22.540	27.685

Nguồn: VCSC

Công ty con và liên kết

Hình 50: Tổng quan các lĩnh vực của các công ty con và liên kết của HVN

	Tình hình cạnh tranh	Chi tiết
Công ty con		
JPA	Chỉ có một đối thủ/Nhiều đối thủ	Đối thủ duy nhất tại thị trường trong nước của JPG là hãng hàng không chi phí thấp VJC, trong khi hãng này cạnh tranh với các hãng hàng không quốc tế tại ASEAN và Đông Bắc Á.
VAECO	Chỉ có một đối thủ/Độc quyền	Đối thủ duy nhất của VAECO tại Sân bay Tân Sơn Nhất là Công Ty TNHH DVBD máy bay cảng hàng không Miền Nam (SAAM). VAECO không có đối thủ nào đáng kể tại các sân bay khác. Chúng tôi xin lưu ý rằng VJC có đội bảo trì riêng.
SKYPEC	Chỉ có một đối thủ	Đối thủ duy nhất của SKYPEC là CTCP Nhiên liệu bay Petrolimex. Năm 2017, SKYPEC có thị phần hơn 60% tại Việt Nam.
TCS	Chỉ có một đối thủ	Đối thủ duy nhất của TCS là CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (HOSE:SCS).
NCT	Có một số đối thủ	NCT có hai đối thủ và cả hai đều chưa được niêm yết.
VIAGS	Chỉ có một đối thủ	Đối thủ duy nhất của VIAGS tại các sân bay Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng, và Cam Ranh là Công ty cổ phần Phục vụ Mặt đất Sài Gòn (HOSE:SGN) và đối thủ duy nhất tại Sân bay Nội Bài là CTCP Phục vụ Mặt đất Hà Nội (HGS, chưa niêm yết).
NCS	Chỉ có một đối thủ	Đối thủ duy nhất của NCS là CTCP dịch vụ Suất ăn Hàng không Việt Nam (VINACS) tại sân bay Nội Bài.
VACS	Độc quyền	VACS hiện là doanh nghiệp duy nhất trong mảng suất ăn hàng không tại Sân bay Tân Sơn Nhất.
NAS	Nhiều đối thủ	Các đối thủ của NAS là CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (HOSE:AST) và một số doanh nghiệp tư nhân mảng bán lẻ tại sân bay tại Sân bay Nội Bài.
VFT	Độc quyền	VFT hiện là trung tâm đào tạo bay duy nhất tại Việt Nam.
AITS	Có một số đối thủ	
TECS	Nhiều đối thủ	TECS có nhiều đối thủ quốc tế, trong đó có Kerry Express và Fedex.
ALSIMEXCO	Có một số đối thủ	
VINAKO	Có một số đối thủ	
SABRE	Có một số đối thủ	
Liên kết		
K6	Nhiều đối thủ	K6 có 6 đối thủ tại Campuchia và nhiều đối thủ nước ngoài đối với các tuyến quốc tế.
VALC	Độc quyền	
MAS	Chỉ có một đối thủ	Đối thủ duy nhất của MAS là Công ty cổ phần dịch vụ Suất ăn Hàng không Việt Nam (VINACS) tại Sân bay Cam Ranh và VINACS sẽ có mặt tại Sân bay Đà Nẵng năm 2019.
AIRIMEX	Độc quyền	
APLACO	Có một số đối thủ	

Nguồn: HVN, VCSC

Triển vọng các công ty con và liên kết của HVN thuận lợi

Hình 51: Triển vọng các công ty con và liên kết của HVN

Công ty	Triển vọng	Nhận định của VCSC
JPA	Trung lập	Dự kiến JPA sẽ tiếp tục hưởng lợi nhờ tốc độ tăng trưởng nhanh chóng của ngành hàng không Việt Nam. Dự báo sẽ không có hãng hàng không chi phí thấp nào đi vào hoạt động trong trung hạn vì AirAsia tạm thời không được cấp giấy phép, trong khi Bamboo Airways sẽ là một hãng hàng không truyền thống. Khả năng cạnh tranh của JPA được tăng cường với việc nhận bàn giao 10 máy bay A320neo trong giai đoạn 2016-2018 nhờ cải thiện hiệu suất sử dụng nhiên liệu. Công suất khai thác của JPA thuộc loại cao nhất, bù đắp cho việc quy mô của hãng còn nhỏ so với VJC.
VAECO	Tích cực	Thị trường MRO tại Việt Nam còn kém phát triển, và không có công ty sửa chữa máy bay thương mại nào có thể so sánh với VAECO.
SKYPEC	Tích cực	Dự báo SKYPEC sẽ đạt tăng trưởng lợi nhuận cao nhờ (1) ngành hàng không của Việt Nam tăng trưởng mạnh; (2) SKYPEC có thị phần 60% trong nước và (3) quan hệ với khách hàng trung hành nhờ là công ty con / liên kết của VNA.
TCS	Tích cực	Tình hình cạnh tranh tại các nhà ga hàng hóa hàng không tại Sân bay Tân Sơn Nhất có lợi cho TCS vì sẽ không có đối thủ nào xuất hiện trong trung hạn do thiếu mặt bằng. TCS hưởng lợi nhờ quan hệ lâu bền với nhiều hãng hàng không với lợi thế của người đi đầu và quan hệ với VNA và các đối tác của VNA.
NCT	Trung lập	Sau khi bị đối thủ lớn nhất giành mất một số khách hàng lớn năm 2016, NCT chuyển sang tăng trưởng trở lại năm 2017 nhờ gia hạn một số hợp đồng và hưởng lợi nhờ lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không tăng trưởng mạnh. Cạnh tranh tiếp tục gay gắt khi NCT và ALS cùng mở rộng.
VIAGS	Tích cực	VIAGS vẫn chỉ có một đối thủ trên thị trường dịch vụ mặt đất và tiếp tục hưởng lợi nhờ tăng trưởng lưu lượng giao thông tại ba sân bay lớn nhất Việt Nam. Ngoài ra, việc VIAGS gần đây mở rộng sang Sân bay Cam Ranh, một trong những sân bay có tỷ lệ tăng trưởng hành khách cao nhất, sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng.
NCS	Tích cực	NCS dự kiến sẽ hưởng lợi nhờ (1) khách hàng và quan hệ hiện nay của VNA và (2) Sân bay Nội Bài có lượng hành khách tăng trưởng mạnh. Đối thủ duy nhất của NCS sẽ khó có thể cạnh tranh và hòa vốn vì NCS giữ được giá ở mức thấp.
VACS	Tích cực	Dự báo VACS sẽ tiếp tục hưởng lợi nhờ (1) độc quyền tại sân bay hoạt động mạnh nhất Việt Nam và (2) nếu việc lập quy hoạch tổng thể Tân Sơn Nhất T3 bị trì hoãn thì việc xây dựng cơ sở hạ tầng cho đối thủ cũng bị trì hoãn theo.
NAS	Trung lập	Dự kiến NCS sẽ tiếp tục hưởng lợi nhờ lượng hành khách tại Sân bay Nội Bài tăng mạnh nhưng hiện đang vấp phải sự cạnh tranh của AST.
VFT	Tích cực	VFT vẫn là trung tâm đào tạo bay duy nhất tại Việt Nam và hưởng lợi nhờ tình trạng thiếu phi công trong khu vực.
AITC	Trung lập	
TECS	Tích cực	
ALSIMEXCO	Trung lập	
VINAKO	Trung lập	
SABRE	Trung lập	
K6	Trung lập	Dự kiến K6 sẽ hưởng lợi nhờ thị trường hàng không Campuchia tăng trưởng mạnh và tỷ lệ thâm nhập tại nước này còn thấp vì K6 là hãng hàng không lớn nhất và cũng là hãng hàng không quốc gia của Campuchia, với sự hỗ trợ và hợp tác của HVN trong khu vực Việt Nam-Lào-Campuchia-Myanmar. Thị trường Campuchia, với 9 hãng hàng không hoạt động tính đến cuối năm 2017, có tính mở cao hơn rất nhiều so với thị trường Việt Nam, gây ra lo ngại về tình hình cạnh tranh của K6.
VALC	Tích cực	Dòng tiền của VALC dự kiến sẽ ổn định nhờ VNA là khách hàng chính.
MAS	Tiêu cực	So với các đối thủ, MAS có công nghệ cũ hơn và quy mô nhỏ hơn nên khả năng cạnh tranh thấp hơn.
AIRIMEX	Trung lập	
APLACO	Trung lập	

Nguồn: VCSC

Định giá

Hình 52: Định giá các công ty con và liên kết

(tỷ VND)	LNST 2017	PE mục tiêu	Giá trị số sách 2017	PB mục tiêu	Tổng giá trị	Cổ phần của HAVN	Đóng góp giá trị
VALC	483	9,0x	439		4.348	32,5%	1.412
TCS	412	9,0x	57		3.708	100,0%	3.708
NCT	272	9,0x	1.299		2.448	55,1%	1.350
SKYPEC	257	9,0x	550		2.311	100,0%	2.311
VACS	137	9,0x	85		0	100,0%	1.237
VIAGS	134	9,0x	250		1.202	100,0%	1.202
VAECO	102	9,0x	1.060		919	100,0%	919
NCS	84	9,0x	113		757	60,1%	455
TECS	62	9,0x	29		559	51,0%	285
MAS	40	9,0x	87		356	36,1%	128
AIRIMEX	8	9,0x	23		74	41,3%	31
AITC	8	9,0x	31		68	52,7%	36
VINAKO	7	9,0x	7		67	65,1%	44
SABRE	7	9,0x	3		62	51,7%	32
VFT	6	9,0x	34		55	51,5%	28
ALSIMEXCO	4	9,0x	5		39	51,0%	20
NAS	2	9,0x	62		17	51,0%	9
K6	NA		868	0,6x	478	49,0%	234
JPA	NA		633	2,0x	1.266	68,9%	871
APLACO	NA		6	1,1x	7	30,4%	2
Tổng giá trị vốn CSH							14.314
Số lượng cổ phiếu (triệu)							1.419
Giá trị / cổ phiếu							10.089

Nguồn: VSCS

Hình 53: So sánh các công ty con và liên kết của HAVN với các công ty khác trong ngành

Công ty	Quốc gia	GTVH	D/thu trượt 12T	Tăng trưởng	LNST 12T	Tăng trưởng	Nợ / Vốn CSH	ROE	P/E trượt 12T	P/E điều chỉnh	P/B quý gần nhất
Atlas Air Worldwide	US	1.800	2.271	19,8%	234	480,3%	124,4%	14,2%	27,6	25	1,0
GMR Infrastructure	Ấn Độ	1.610	1.323	-10,4%	-173	-94,0%	377,7%	-23,5%	NA	NA	2,9
CargoJet	Canada	645	308	15,8%	20	4.166%	259,1%	22,9%	36,3	37	5,5
Bangkok Aviation Fuel	Thái Lan	623	110	1,1%	30	-6,5%	42,0%	15,3%	21,6	20,4	3,2
Macroasia	Philippines	584	60	0,3%	19	40,2%	6,2%	22,6%	32,4	31,4	6,9
HNA	Trung Quốc	454	215	21,5%	72	23,3%	63,9%	12,5%	6,3	10	0,7
Icelandair Group	Iceland	451	1.155	11,8%	38	-46,4%	48,9%	7,2%	12,6	15,3	0,8
Saigon Cargo Service	Việt Nam	406	27	12,8%	16	31,4%	1,0%	41,7%	24,8	24,8	10,5
Frontier Services	Hồng Kông	398	93	25,6%	-29	-6,6%	65,4%	-83,0%	NA	NA	8,0
GVK	Ấn Độ	267	599	13,4%	-87	56,9%	1.767%	NA	NA	NA	NA
YTO Express	Hồng Kông	204	471	28,0%	13	1.863%	32,6%	20,3%	16,4	17,8	3,0
Korea Airport service	Hàn Quốc	115	446	5,7%	19	36,7%	0,1%	7,1%	5,9	9,7	0,4
Cardig Aero Services	Indonesia	104	154	12,2%	9	-4,9%	63,8%	18,3%	12,3	11,9	2,2
Trung vị		451	308	12,8%	19	31,4%	63,8%	14,7%	19,0	19,1	3,0
Trung bình		589	556	12,1%	14	503,1%	219,4%	6,3%	19,6	20,3	3,8

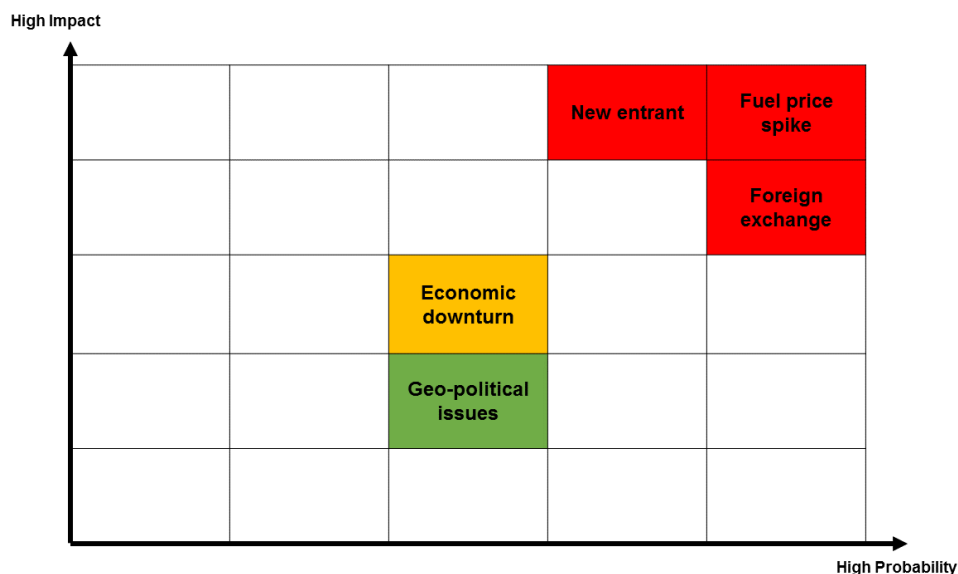
Nguồn: Bloomberg, VCSC

Rủi ro chính và phân tích độ nhạy

VNA gặp phải các rủi ro đặc trưng của ngành hàng không và mức độ rủi ro lại cao hơn do hãng không có quỹ dự phòng nhiên liệu và ngoại hối. Chúng tôi cho rằng VNA sẽ không thực hiện dự phòng trong ngắn hạn.

Các rủi ro chính đối với VNA: (1) giá dầu liên tục tăng; (2) tiền đồng trượt giá mạnh khiến hãng chịu lỗ từ chênh lệch tỷ giá do vay nợ bằng USD; (3) các hãng hàng không mới xuất hiện; (4) kinh tế thế giới gặp khó khăn; và (5) căng thẳng chính trị.

Hình 54: Ma trận rủi ro của HVN



Nguồn: VCSC



Chi phí nhiên liệu: Chưa được dự phòng và chiếm khoảng 30% tổng chi phí

HVN hiện chịu rủi ro lớn do giá dầu vì không dự phòng chi phí nhiên liệu. Tuy nhiên, khả năng sinh lời của VNA phụ thuộc chủ yếu vào khả năng chuyển chi phí nhiên liệu sang hành khách. Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy để phản ánh tác động của biến động giá dầu và khả năng chuyển chi phí của VNA đối với LNST của hãng.

Hình 55: Tác động của biến động giá dầu và khả năng chuyển chi phí nhiên liệu của VNA sang hành khách đối với LNST 2018 của hãng (tỷ VND)

		Giá dầu Brent				
		60	70	80	90	100
Chuyển chi phí sang hành khách	20,0%	2.068	1.554	1.039	525	11
	40,0%		1.704			
			(kịch bản cơ sở)			
		2.086		1.323	942	561
	60,0%	2.104	1.855	1.607	1.359	1.111

Nguồn: VCSC

Hình 56: Tác động của biến động giá dầu và khả năng chuyển chi phí nhiên liệu của VNA sang hành khách đối với mô hình định giá chiết khấu dòng tiền của hãng (VND)

		Giá dầu Brent				
		60	70	80	90	100
Chuyển chi phí sang hành khách	20,0%	40.678	36.240	31.802	27.363	23.257
	40,0%		37.604			
			(kịch bản cơ sở)			
		40.841		34.367	31.130	28.228
	60,0%	41.003	38.968	36.933	34.897	33.199

Nguồn: VCSC

Tỷ giá ngoại hối: Không dự phòng và 95% nợ bằng USD

HVN chịu rủi ro cao từ tỷ giá VND/USD do tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao. Tỷ lệ nợ ròng / vốn CSH của HVN năm 2017 là 2,4 lần so với trung vị 1,4 lần, bất chấp nhiều nỗ lực giảm tỷ lệ này. Với 95% nợ bằng USD (khoảng 1,5 tỷ USD), tiền đồng trượt giá 1% so với đồng USD sẽ khiến lợi nhuận của VNA giảm 15 triệu USD. Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy để phản ánh tác động của việc tiền đồng trượt giá so với đồng USD đối với LNST của VNA.

Hình 57: Tác động của tiền đồng trượt giá so với đồng USD đối với lỗ/lãi từ chênh lệch tỷ giá của VNA năm 2018 (tỷ VND)

tỷ VND	Tiền đồng Việt Nam trượt giá so với đồng USD năm 2018					
	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%
Lỗ do chênh lệch tỷ giá 2018 của VNA	-788	-394	0	+394	+788	+1.182
				(kịch bản cơ sở)		

Nguồn: VCSC

Đối thủ mới xuất hiện: Ảnh hưởng đến lợi suất hành khách

Lợi suất hành khách và biên lợi nhuận có thể bị ảnh hưởng nếu xuất hiện đối thủ mới trên thị trường hàng không trong nước. Các hoạt động khuyến mãi mà hãng hàng không mới thực hiện sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận ngành hàng không trong nước nói chung. Kịch bản cơ sở không bao gồm các giả định liên quan đến đối thủ mới do tình hình Bamboo Airways và chiến lược của đối thủ mới nào khác (nếu có) còn hạn chế.



Phân tích độ nhạy

Hình 58: Tác động của công suất khai thác đối với LNST 2018

		Công suất khai thác 2018				
		81,0%	82,0%	83,0%	84,0%	85,0%
Công suất khai thác quốc tế 2018	79,3%	1.257	1.352	1.448	1.545	1.644
	80,3%	1.386	1.481	1.578	1.676	1.776
	81,3%			1.705 (kịch bản cơ sở)		
		1.511	1.607		1.804	1.905
	82,3%	1.632	1.730	1.829	1.929	2.031
	83,3%	1.750	1.849	1.949	2.050	2.153

Nguồn: VCSC

Phụ lục

Hình 58: Định nghĩa một số thuật ngữ

Thuật ngữ	Định nghĩa
ASK	Viết tắt của Available Seat Kilometers. Số ghế ngồi dành cho hành khách x quãng đường bay (km). Phản ánh công suất ghế ngồi của hãng hàng không.
CASK	Chi phí / ASK là chi phí sản xuất/đơn vị.
EBITDAR	Viết tắt của Earnings Before Interest and Tax Depreciation Amortization Rental. Là giá trị doanh thu trước chi phí lãi vay và thuế trước khấu hao và chi phí thuê máy bay.
FSC	Hãng hàng không truyền thống
LCC	Hãng hàng không chi phí thấp
OTP	Tỷ lệ chuyển bay hạ cánh đúng giờ
Lợi suất hành khách	Doanh thu vận tải hành khách / RPK
RPK	Viết tắt của Revenue Passenger Kilometers. Là số hành khách x quãng đường bay (km).

Nguồn: VCSC



Báo cáo Tài chính: Riêng

KQLN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Doanh thu	63.375	72.375	77.327	Tiền và tương đương	4.100	3.299	3.196
Giá vốn hàng bán	-54.930	-63.111	-67.569	Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Lợi nhuận gộp	8.444	9.264	9.758	Các khoản phải thu	7.482	10.784	11.522
Chi phí bán hàng	-4.371	-4.774	-5.062	Hàng tồn kho	536	616	659
Chi phí quản lý DN	-1.435	-1.421	-1.518	TS ngắn hạn khác	143	181	193
LN thuần HĐKD	2.639	3.069	3.178	Tổng TS ngắn hạn	12.261	14.880	15.570
Doanh thu tài chính	1.150	1.164	1.172	TS dài hạn (gộp)	78.510	78.826	79.023
Chi phí tài chính	-2.267	-2.450	-2.294	- Khấu hao lũy kế	-25.522	-30.049	-34.590
Trong đó, chi phí lãi vay	-1.473	-1.250	-1.183	TS dài hạn (ròng)	52.987	48.777	44.434
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	5.833	5.833	5.833
Lợi nhuận/(chi phí) khác	390	223	226	TS dài hạn khác	8.116	9.449	11.006
LNTT	1.911	2.006	2.281	Tổng TS dài hạn	66.936	64.059	61.273
Thuế TNDN	-95	-301	-365	Tổng Tài sản	79.197	78.939	76.843
LNST trước CĐTS	1.816	1.705	1.916				
Lợi ích CĐ thiểu số	2	3	4	Phải trả ngắn hạn	9.631	9.794	10.479
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	1.816	1.705	1.916	Nợ ngắn hạn	7.319	4.043	3.711
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh	1.251	1.177	1.322	Nợ ngắn hạn khác	7.709	8.826	9.430
EBITDA	7.431	7.596	7.718	Tổng nợ ngắn hạn	24.658	22.663	23.620
EPS cơ bản báo cáo, VND	1.019	889	932	Nợ dài hạn	36.968	36.386	33.399
EPS cơ bản điều chỉnh, VND	1.019	889	932	Nợ dài hạn khác	640	1.005	752
EPS pha loãng, VND	1.019	889	932	Tổng nợ	37.608	37.391	34.151
TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng				Vốn cổ phần	12.275	14.188	14.188
Tăng trưởng doanh thu	12,1%	14,2%	6,8%	Thặng dư vốn CP	1.221	1.221	1.221
Tăng trưởng LN HĐKD	-24,0%	16,3%	3,5%	Lợi nhuận giữ lại	2.366	2.407	2.594
Tăng trưởng LNTT	11,7%	5,0%	13,7%	Vốn khác	1.069	1.069	1.069
Tăng trưởng EPS, chuẩn hóa	1,6%	-12,7%	4,8%	Lợi ích CĐTS	0	0	0
				Vốn chủ sở hữu	16.931	18.885	19.072
Khả năng sinh lời				Tổng cộng nguồn vốn	79.197	78.939	76.843
Biên LN gộp %	13,3%	12,8%	12,6%				
Biên LN từ HĐ %	4,2%	4,2%	4,1%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Biên EBITDA	11,7%	10,5%	10,0%	Tiền đầu năm	905	4.100	3.299
Biên LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	2,9%	2,4%	2,5%	Lợi nhuận sau thuế	1.911	1.705	1.916
ROE %	10,9%	9,5%	10,1%	Khấu hao	4.792	4.527	4.540
ROA %	2,2%	2,2%	2,5%	Thay đổi vốn lưu động	7.469	-2.139	495
				Điều chỉnh khác	-497	0	0
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền từ hoạt động KD	13.676	4.093	6.952
Số ngày tồn kho	2,9	3,3	3,4				
Số ngày phải thu	54,4	46,1	52,6	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-113	-317	-197
Số ngày phải trả	61,5	56,1	54,7	Đầu tư, ròng	2.242	-1.333	-1.557
TG luân chuyển tiền	-4,2	-6,7	1,4	Tiền từ HĐ đầu tư	2.129	-1.650	-1.754
Thanh khoản				Cổ tức đã trả	-737	-1.135	-1.135
CS thanh toán hiện hành	0,5	0,7	0,7	Tăng (giảm) vốn	0	1.912	0
CS thanh toán nhanh	0,5	0,6	0,6	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-12.552	-582	-2.987
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,1	0,1	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	633	-3.276	-332
Nợ/Tài sản	55,9%	51,2%	48,3%	Tiền từ các hoạt động TC khác	47	-163	-847
Nợ/Vốn sử dụng	72,3%	68,2%	66,1%	Tiền từ hoạt động TC	-12.609	-3.244	-5.301
Nợ/Vốn CSH	237,4%	196,6%	177,8%				
Khả năng thanh toán lãi vay	1,8	2,5	2,7	Tổng lưu chuyển tiền tệ	3.196	-801	-103
				Tiền cuối năm	4.100	3.299	3.196

Báo cáo Tài chính: Hợp nhất

KQLN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Doanh thu	82.951	97.824	106.594	Tiền và tương đương	7.541	7.776	8.555
Giá vốn hàng bán	-72.278	-85.634	-93.470	Đầu tư TC ngắn hạn	409	409	409
Lợi nhuận gộp	10.673	12.190	13.123	Các khoản phải thu	9.608	13.550	14.703
Chi phí bán hàng	-4.875	-5.431	-5.818	Hàng tồn kho	3.234	4.135	4.706
Chi phí quản lý DN	-2.323	-2.443	-2.642	TS ngắn hạn khác	331	426	475
LN thuần HĐKD	3.475	4.317	4.663	Tổng TS ngắn hạn	21.123	26.296	28.848
Doanh thu tài chính	907	921	928	TS dài hạn (gộp)	83.945	84.650	85.262
Chi phí tài chính	-2.294	-2.476	-2.321	- Khấu hao lũy kế	-28.857	-33.763	-38.708
Trong đó, chi phí lãi vay	-1.558	-1.335	-1.268	TS dài hạn (ròng)	55.087	50.887	46.554
Lợi nhuận từ công ty LDLC	-20	-20	-20	Đầu tư TC dài hạn	2.117	2.117	2.117
Lợi nhuận/(chi phí) khác	1.087	921	923	TS dài hạn khác	10.223	11.842	13.584
LNTT	3.155	3.662	4.174	Tổng TS dài hạn	67.428	64.846	62.255
Thuế TNDN	-496	-804	-939	Tổng Tài sản	88.550	91.142	91.104
LNST trước CĐTS	2.659	2.858	3.235				
Lợi ích CĐ thiểu số	-289	-314	-356	Phải trả ngắn hạn	13.805	15.208	16.706
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	2.371	2.544	2.879	Nợ ngắn hạn	9.690	7.109	7.237
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh	1.633	1.755	1.987	Nợ ngắn hạn khác	9.244	10.814	11.717
EBITDA	8.667	9.222	9.609	Tổng nợ ngắn hạn	32.738	33.132	35.660
EPS cơ bản báo cáo, VND	1.330	1.327	1.400	Nợ dài hạn	37.433	36.851	33.863
EPS cơ bản điều chỉnh, VND	1.330	1.327	1.400	Nợ dài hạn khác	946	1.403	1.210
EPS pha loãng, VND	1.330	1.327	1.400	Tổng nợ	38.379	38.253	35.073
TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F				
Tăng trưởng				Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	18,4%	17,9%	9,0%	Vốn cổ phần	12.275	14.188	14.188
Tăng trưởng LN HĐKD	-16,1%	24,2%	8,0%	Thặng dư vốn CP	1.221	1.221	1.221
Tăng trưởng LNTT	21,3%	16,1%	14,0%	Lợi nhuận giữ lại	2.908	3.319	3.933
Tăng trưởng EPS, chuẩn hóa	10,3%	-0,4%	5,5%	Vốn khác	390	390	390
				Lợi ích CĐTS	639	639	639
Khả năng sinh lời				Vốn chủ sở hữu	17.433	19.757	20.371
Biên LN gộp %	12,9%	12,5%	12,3%	Tổng cộng nguồn vốn	88.550	91.142	91.104
Biên LN từ HĐ %	4,2%	4,4%	4,4%				
Biên EBITDA	10,4%	9,4%	9,0%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Biên LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	2,9%	2,6%	2,7%	Tiền đầu năm	2.765	7.541	7.776
ROE %	14,1%	13,7%	14,3%	Lợi nhuận sau thuế	2.805	2.544	2.879
ROA %	2,6%	2,8%	3,2%	Khấu hao	5.193	4.905	4.946
				Thay đổi vốn lưu động	10.330	-1.964	626
Chỉ số hiệu quả vận hành				Điều chỉnh khác	-349	0	0
Số ngày tồn kho	15,0	15,7	17,3	Tiền từ hoạt động KD	17.978	5.485	8.451
Số ngày phải thu	55,5	43,2	48,4	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-761	-705	-613
Số ngày phải trả	64,7	61,2	61,9	Đầu tư, ròng	2.217	-1.619	-1.742
TG luân chuyển tiền	5,8	-2,3	3,7	Tiền từ HĐ đầu tư	1.456	-2.324	-2.355
Thanh khoản				Cổ tức đã trả	-1.011	-1.604	-1.671
CS thanh toán hiện hành	0,6	0,8	0,8	Tăng (giảm) vốn	63	1.912	0
CS thanh toán nhanh	0,5	0,7	0,7	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-12.396	-582	-2.987
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,3	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-1.346	-2.580	128
Nợ/Tài sản	53,2%	48,2%	45,1%	Tiền từ các hoạt động TC khác	33	-72	-787
Nợ/Vốn sử dụng	73,0%	69,0%	66,9%	Tiền từ hoạt động TC	-14.658	-2.926	-5.317
Nợ/Vốn CSH	224,7%	181,1%	157,8%				
Khả năng thanh toán lãi vay	2,2	3,2	3,7	Tổng lưu chuyển tiền tệ	4.776	235	779
				Tiền cuối năm	7.541	7.776	8.555



Phụ lục

Hình 1: Cơ cấu Vietnam Airlines	4
Hình 2: Doanh thu của VNA và HVN (nghìn tỷ VND)	5
Hình 3: Tổng tài sản của VNA và HVN (nghìn tỷ VND)	5
Hình 4: LN từ HĐKD của VNA và HVN (nghìn tỷ VND)	5
Hình 5: Dòng tiền HĐ của VNA và HVN (nghìn tỷ VND)	5
Hình 6: Số điểm đến và tuyến bay của VNA	6
Hình 7: Cơ cấu số điểm đến trong nước theo vùng miền của VNA tính đến cuối năm 2017	6
Hình 8: Cơ cấu số điểm đến quốc tế của VNA theo khu vực và châu lục tính đến cuối năm 2017	6
Hình 9: Hoạt động cốt lõi của các công ty con và liên kết của HVN	7
Hình 10: Cơ cấu cổ đông của HVN tính đến cuối Quý 1/2018	8
Hình 11: Các thay đổi trước đây và dự kiến về cơ cấu cổ đông của HVN	9
Hình 12: Lãnh đạo HVN	9
Hình 13: RPK đạt tăng trưởng mạnh hơn so với tăng trưởng kinh tế	11
Hình 14: ROIC và WACC đang giảm nhưng vẫn tích cực	11
Hình 15: RPK khu vực Châu Á – Thái Bình Dương tăng mạnh hơn so với các khu vực khác	11
Hình 16: Châu Á – Thái Bình Dương không phải là khu vực đạt tăng trưởng mạnh nhất	12
Hình 17: ... nhưng là khu vực thúc đẩy nhu cầu mạnh nhất nhờ quy mô	12
Hình 18: Lợi nhuận các hãng hàng không diễn biến cùng chiều với tăng trưởng GDP thế giới	12
Hình 19: Khả năng sinh lời của các hãng hàng không diễn biến trái chiều với giá dầu	12
Hình 20: Mô hình phân tích cạnh tranh của Porter dành cho ngành hàng không và HVN	13
Hình 21: Tỷ lệ thâm nhập của vận tải hàng không tại Việt Nam còn thấp	15
Hình 22: Việt Nam là một trong những thị trường hàng không tăng trưởng mạnh nhất thế giới và dự kiến lượng hành khách sẽ cao trong giai đoạn 2015-2035	15
Hình 23: Thị phần của HVN đã ổn định	16
Hình 24: Lợi suất RPK hành khách các tuyến trong nước của VNA cao hơn so với của VJC	16
Hình 25: VNA áp đảo về thị phần đối với các tuyến có tần suất cao nhất	17
Hình 26: Số lượng máy bay của các hãng hàng không Châu Á	19
Hình 27: VNA là một trong những hãng hàng không có tỷ lệ tăng trưởng RPK mạnh nhất 2014-2017	19
Hình 28: VNA dẫn đầu về thị phần đối với các tuyến quốc tế chính	20
Hình 29: Xếp hạng 4 sao của SKYTRAX giúp VNA có lợi thế	21
Hình 30: VNA là một trong những hãng hàng không có tỷ lệ chuyển bay hạ cánh đúng giờ cao nhất khu vực	21
Hình 31: RASK, CASK và CASK không tính nhiên liệu năm 2017 của một số hãng hàng không (cent Mỹ)	22
Hình 32: Lợi suất hành khách 2017 của một số hãng hàng không (cent Mỹ / RPK)	22
Hình 33: Cơ cấu doanh thu 2017 của VNA	23
Hình 34: Doanh thu của VNA trong những năm qua	23
Hình 35: RASK và CASK của VNA có xu hướng giảm theo giá nhiên liệu	23
Hình 36: Công suất khai thác của VNA cao hơn so với các hãng hàng không khác	23
Hình 37: Cơ cấu chi phí của VNA năm 2017	24
Hình 38: Tình hình chi phí của VNA trong các năm qua	24
Hình 39: VNA có tỷ lệ chi phí nhân công/ASK thấp nhất khu vực năm 2017 (cent Mỹ)	24
Hình 40: Tỷ lệ chi phí bán hàng / tổng doanh thu của các hãng hàng không cho thấy VNA có thể cải thiện	24
Hình 41: Tình hình nợ và vốn chủ sở hữu của VNA các năm qua (tỷ VND)	25
Hình 42: Lỗ từ chênh lệch tỷ giá của VNA và tỷ lệ trượt giá của đồng VND so với đồng USD các năm qua	25
Hình 43: Dự báo dành cho HVN	27
Hình 44: Mô hình định giá từng phần	29
Hình 45: Tác động của thay đổi tỷ lệ EV/EBITDAR tron định giá VNA và tỷ lệ chiết khấu trong định giá các công ty con và công ty liên kết lên giá mục tiêu	29
Hình 46: Tóm tắt mô hình định giá EV/EBITDAR	30
Hình 47: So sánh VNA và các hãng hàng không khác	30
Hình 48: Mô hình chiết khấu dòng tiền	31
Hình 49: Dòng tiền	31
Hình 50: Tổng quan các lĩnh vực của các công ty con và liên kết của HVN	32
Hình 51: Triển vọng các công ty con và liên kết của HVN	33
Hình 52: Định giá các công ty con và liên kết	34
Hình 53: So sánh các công ty con và liên kết của HVN với các công ty khác trong ngành	34
Hình 54: Ma trận rủi ro của HVN	35
Hình 55: Tác động của biến động giá dầu và khả năng chuyển chi phí nhiên liệu của VNA sang hành khách đối với LNST 2018 của hãng (tỷ VND)	36
Hình 56: Tác động của biến động giá dầu và khả năng chuyển chi phí nhiên liệu của VNA sang hành khách đối với mô hình định giá chiết khấu dòng tiền của hãng (VND)	36

Hình 57: Tác động của tiền đồng trượt giá so với đồng USD đối với lỗ/lãi từ chênh lệch tỷ giá của VNA năm 2018 (tỷ VND)	36
Hình 58: Định nghĩa một số thuật ngữ	38

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Hoàng Thiên Phú, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên ext 149

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588 ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Ngân hàng, Tài Chính và Bảo Hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc ext 123

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.