

Ngành hàng không

Báo cáo cập nhật Q3/2019

17 tháng 10, 2019

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VND)	35.800
Giá thị trường (17/10/2019)	35.300
Lợi nhuận kỳ vọng	1,42%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần	44.000-30.300
Vốn hóa	50.066 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	1.418.290.847 CP
KLGD bình quân 10 ngày	574.535 CP
% sở hữu nước ngoài	9,89%
Beta	0,35

Chuyên viên phân tích

Đỗ Long Khánh

(84 4) 3928 8080 ext 209

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Đội bay tăng trưởng nhanh hơn nhu cầu

Chúng tôi giữ khuyến nghị **NEUTRAL** đối với việc thêm mới cổ phiếu của Tổng công ty hàng không Việt Nam (HOSE: HVN) vào danh mục đầu tư. Mặc dù đã có những sự thay đổi tích cực trong việc kiểm soát chi phí hoạt động và vận hành, cũng như cải thiện về cơ cấu tài chính; chúng tôi vẫn lo ngại về khả năng tăng trưởng trong dài hạn, bởi những lý do:

- Áp lực giảm tốc toàn ngành đang dần xuất hiện. Thị trường trong nước bước vào giai đoạn bão hòa, trong khi lượng khách quốc tế đến Việt Nam có dấu hiệu suy giảm.
- Cạnh tranh ngày càng gia tăng tại cả thị trường nội địa lẫn quốc tế. Với chiến lược hướng đến chất lượng 5 sao, cung cấp các dịch vụ truyền thống (FSC) nhưng với giá vé rẻ hơn, Bamboo sẽ là đối thủ cạnh tranh trực tiếp với Vietnam Airlines trong thời gian tới.
- Tiếp tục quá trình thay thế đội bay bằng phương thức thuê hoạt động, đồng thời bán đi các máy bay cũ, giúp doanh nghiệp giảm đi áp lực về nợ và chi phí lãi vay. Tuy nhiên, điều này sẽ ảnh hưởng đến kết quả hoạt động ngắn hạn khi chi phí đi thuê sẽ tăng cao. Ngoài ra, máy bay mới với số lượng ghé tăng thêm nhưng không tương đồng với tốc độ tăng trưởng hành khách sẽ làm giảm biên lợi nhuận của doanh nghiệp.
- Ngoài ra, việc thực hiện nghiệp vụ SLB từ năm 2016 với những dòng máy bay thân rộng như A350-900 XWB hay Boeing B787 Dreamliner sẽ làm tăng chi phí đi thuê trong dài hạn, ảnh hưởng đến biên gộp.
- Kế hoạch mở đường bay thẳng đến Mỹ nếu được thực hiện chưa chắc đã đem lại hiệu quả, thậm chí có thể lỗ trong 10 năm đầu do (1) thời gian chuyển bay dài khiến các máy bay cần nhiều nhiên liệu, không thể sinh lãi và (2) cạnh tranh với các tuyến kết nối Việt nam và Mỹ từ các hãng hàng không lớn như Cathay pacific và ANA.

Dự báo KQKD 2019. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần 2H2019 đạt 53.325 tỷ VNĐ (+8,5% yoy), tương ứng doanh thu thuần năm 2019 đạt 103.558 tỷ VNĐ, tăng 6,34% yoy (đạt 99% kế hoạch năm). Lợi nhuận sau thuế dự báo tăng 4,03% yoy, đạt 2.703 tỷ VNĐ. Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ dự báo đạt 2.440 tỷ VNĐ, tăng 4,87% yoy.

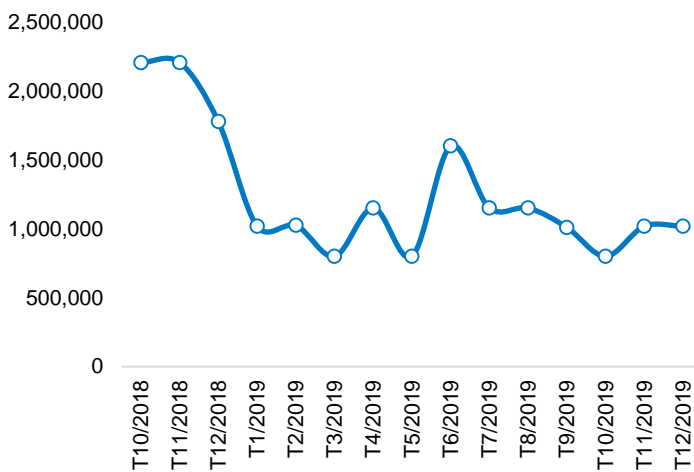
Duy trì khuyến nghị NEUTRAL. Chúng tôi ghi nhận các biện pháp tích cực trong việc giảm chi phí và nợ vay của HVN trong thời gian qua. Tuy nhiên, tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam đang chậm lại và cạnh tranh gia tăng, với sự tham gia của Bamboo Airways và AirAsia cũng đã công bố về khả năng gia nhập thị trường hàng không nội địa Việt Nam. Ngoài ra, mức giá hợp lý của HVN dựa trên ước tính từ các yếu tố cơ bản ở mức **35.800 VNĐ/cổ phần**. Do đó chúng tôi duy trì khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu HVN.

Doanh thu 2019 dự báo tăng 8,5% yoy, hoàn thành 99% kế hoạch

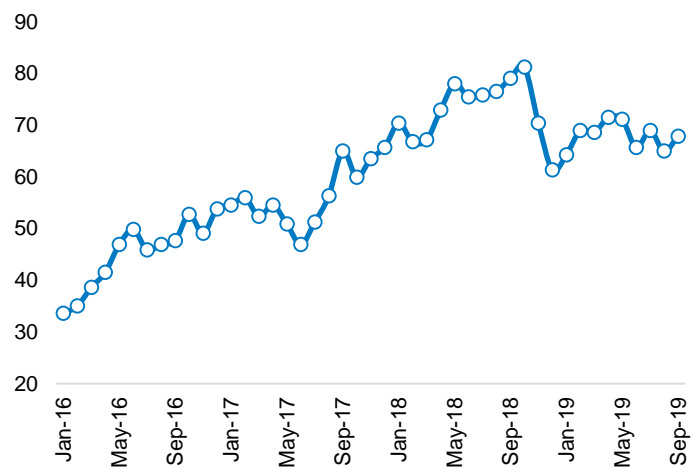
Trong đó doanh thu phụ trợ tăng trưởng 8% - 10% mỗi năm nhờ quá trình “số hóa”. Với định hướng trở thành một “hãng hàng không số”, trong tháng 10, HVN đã triển khai dịch vụ truyền phát không dây trên các máy bay Airbus A321neo và dịch vụ Internet trên chuyến bay trên các chặng đi các quốc gia châu Á như Singapore, Hàn Quốc, Trung Quốc và tuyến nội địa từ TP Hồ Chí Minh và Hà Nội. Với tập khách hàng từ trung và cao cấp trở lên, đặc điểm công việc thường xuyên, do đó nhu cầu sử dụng mạng internet trên các chuyến bay để theo dõi công việc là rất lớn. HVN sẽ là doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam cung cấp dịch vụ mạng trên các chuyến bay và là lợi thế cạnh tranh trong 1-2 quý tới.

Giá dầu giảm bù đắp cho tác động từ việc giá vé giảm. Trong 9 tháng đầu năm, giá nhiên liệu máy bay A1 jet đã giảm 7,57% yoy, xuống còn 67,98\$/bbl. Nhờ đó giúp HVN vẫn có thể duy trì được biên lợi nhuận dù giá vé giảm do áp lực của việc tăng đội bay nhanh hơn.

Giá vé tuyến HN-HCM đã bao gồm thuế, phí (VNĐ/vé)



Diễn biến giá Jet A1 qua các năm (\$/thùng)

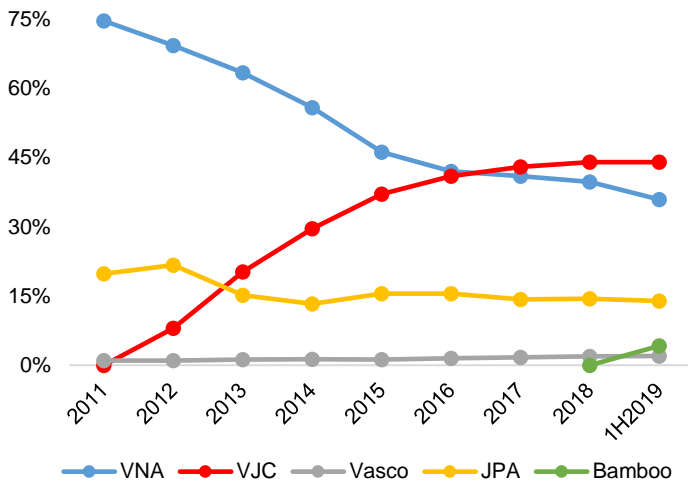


Nguồn: BVSC research

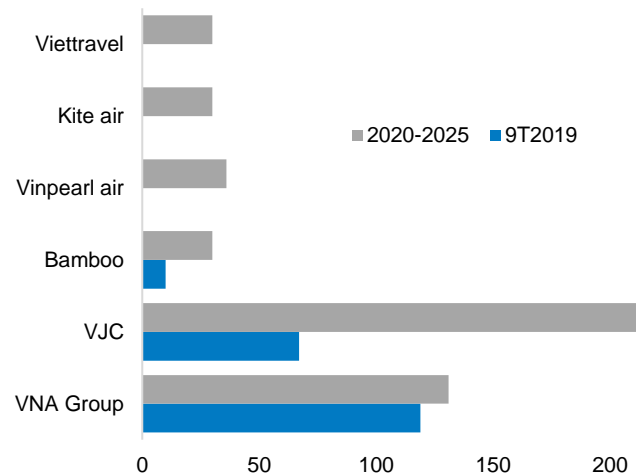
Lợi suất hành khách giảm do áp lực cạnh tranh. Trong bối cảnh Bamboo Airway tích cực mở rộng hoạt động kể từ khi chính thức đi vào hoạt động từ đầu năm 2019, HVN tiếp tục đưa ra hàng loạt chương trình chiết khấu giá vé nhằm thu hút khách hàng. Do đó chúng tôi cho rằng lợi suất hành khách trong năm 2019 của HVN và VNA group lần lượt là 1.830 VNĐ/pax (-4,7% yoy) và 1.813 VNĐ/pax (-3.91% yoy). Ngoài ra hai hãng hàng không mới là Vinpearl Air và Vietravel Air dự kiến sẽ có chuyến bay đầu tiên vào tháng 7 và 8/2020. Cả hai hãng hàng không này đều đang hướng đến thị trường bay quốc tế với trên 30 máy bay.

Cạnh tranh gia tăng, HVN mất thị phần nhiều hơn. Theo Cục hàng không Việt nam (CAAV), trong 6 tháng đầu năm 2019, thị phần trong nước của hãng này đạt 4,2%. Sự gia nhập của Bamboo Airway đã có ảnh hưởng lớn hơn đối với HVN so với VJC về mặt thị phần, khi HVN mất 3,2% thị phần vào tay Bamboo Airway trong khi VJC chỉ mất 1%. Xu hướng giảm sẽ tiếp tục trong thời gian tới, khi Bamboo dự kiến nâng đội bay của mình lên 30 chiếc cho đến năm 2023. Theo nhận định của chúng tôi, thị phần của Vietnam Airlines sẽ giảm xuống dưới 30% trong 3 năm tới.

Thị phần các hãng hàng không



Số máy bay khai thác



Năm	2018	2019	%YoY	Cơ sở dự báo
Doanh thu	97.590	103.558	+6.34%	
Vận tải hàng không	78.572	83.282	+5.99%	Hành khách thị trường hàng không nội địa tăng trưởng chậm lại ở mức +8% do hạn chế về cơ sở hạ tầng. Trong khi đó, tăng trưởng thị trường quốc tế là +9%, thấp so với năm 2018 do lượng khách quốc tế đến Việt nam 3Q2019 đang có dấu hiệu chậm lại. Thị phần riêng Vietnam Airlines tại thị trường nội địa và quốc tế lần lượt là 35% và 25% (giảm từ 39,7% và 25,5% trong năm 2018) do áp lực cạnh tranh với các doanh nghiệp trong nước. Nếu tính chung VNA group, thị phần nội địa giảm 2% xuống còn 54%. Đội bay tăng trưởng nhanh hơn so với nhu cầu khiến giá vé giảm khoảng 3%-5%, đồng thời tỉ lệ lấp đầy giảm 1% xuống còn 81%.
Hoạt động phụ trợ vận tải	4.441	4.867	+9.6%	Triển khai dịch vụ truyền phát không dây trên các máy bay Airbus A321neo và dịch vụ internet trên chuyến bay bắt đầu từ tháng 10.
Bán hàng	13.606	14.735	+8,29%	Nhu cầu đi lại bằng đường hàng không gia tăng nhanh chóng, với tốc độ tăng trưởng dự báo tại thị trường Việt Nam là 7,9%, khiến cho nhu cầu về các dịch

				vụ mặt đất, cung cấp suất ăn hàng không, bảo trì bảo dưỡng, vận chuyển hàng hóa cũng tăng lên tương ứng. Với nhiều công ty con với vị thế độc quyền hoặc chỉ có rất ít đối thủ, doanh thu bán hàng tiếp tục tăng trưởng ổn định, tuy nhiên tốc độ có chậm lại do hạn chế về cơ sở hạ tầng dẫn đến hạn chế về số lượng chuyến bay tăng thêm.
Khác	971	674	-30,6%	
Biên lợi nhuận gộp	84.547	90.924	+7,54%	Giá nhiên liệu giảm giúp bù đắp cho việc giảm giá vé. Với giả định không có sự thay đổi lớn nào trong hoạt động kinh tế từ giờ đến cuối năm, giá nhiên liệu Jet A1 trung bình trong năm 2019 là 67,82\$/bbl (-6,99% yoy). Chi phí thuê máy bay trong năm 2019 là 14.959 tỷ VNĐ (+13,77% yoy) do tăng thuê hoạt động máy bay A321neo và SLB máy bay thân có chi phí cao hơn. Việc triển khai dịch vụ truyền phát không dây và internet trên các chuyến bay sẽ làm chi phí khác gia tăng 4%-5%/năm.
SG&A	7.377	8.181	+10,90	Lương phi công cho các dòng máy bay B787/A350 tăng thêm 22% (sớm hơn % so với kế hoạch), bắt đầu từ tháng 10/2019, khiến chi phí nhân viên tăng lên 10.622 tỷ VNĐ (+10% yoy). Các chi phí khác giảm do hoạt động hiệu quả hơn.
SLB	577	945	+63,78	Bổ sung thêm 2 máy bay A350 và 2 máy bay 787 Max 10 Dreamliner vào đội % bay.
LNTT	3.312	3.379	+2,03%	
LNST	2.335	2.440	+4,87%	
EPS	1.765	1.844	+4,48%	

Định giá & khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E và EV/EBITDAR để định giá HVN bởi các hãng hàng không truyền thống nói chung và HVN nói riêng hiện tại đều thực hiện tăng trưởng đội bay bằng cách thuê hoạt động. Kết quả cho ra giá trị hợp lý đối với cổ phiếu HVN vào khoảng 35.800 VNĐ/CP và đưa ra khuyến nghị **NEUTRAL**.

Dựa trên dự phóng về tăng trưởng doanh thu của Vietnam Airlines trong giai đoạn 2019-2020, cùng với việc so sánh Vietnam Airlines với các doanh nghiệp có quy mô tương đồng trong khu vực, chúng tôi ước tính hệ số EV/EBITDAR hợp lý ở mức 3.63x, tương ứng với giá trị của HVN ở mức 38.407 VNĐ/cổ phiếu, trong khi đó hệ số P/E trung bình ở mức 18x; tương ứng với giá trị hợp lý của HVN là 33.192 VNĐ/cổ phiếu.

Báo cáo cập nhật Q3/2019 - HVN

Kết quả định giá cổ phiếu HVN theo phương pháp P/E	
Định giá HVN	
P/E multiples	18x
EPS forward 2019	1.844
Giá cổ phiếu	33.192

Kết quả định giá cổ phiếu HVN	
Định giá HVN	Tỷ trọng
P/E multiples	50%
EV/EBITDAR	50%
Giá trị cổ phiếu	35.800

Kết quả định giá theo phương pháp EV/EBITDAR	
Định giá HVN	
EV/EBITDAR multiples	3.63x
EBITDAR forward 2019	22.773.847
EV	82.669.065
Tiền và tương đương tiền	2.531.018
Đầu tư công ty liên kết	1.559.000
Tổng nợ vay	(31.739.510)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(550.943)
Giá trị vốn chủ	41.724.474
Số cổ phiếu lưu hành	1.418.200
Giá trị cổ phiếu	38.407

Airlines	ROE (%)	P/E	EV/EBITDAR (x)
Air New Zealand LTD	12,6	12	1,18
Eva Airways Corp	7,7	13	1,67
China Airlines LTD	1,8	47	3,60
Air Arabia PJSC	11	N/A	1,85
Juneyao Airlines	3,6	9	2,34
Singapore Airlines LTD	5,3	16	2,36
Cathay Pacific Airways	6,3	10	6,34
China Southern Airlines Co-H	3,8	21	6,66
China Eastern Airlines Co-H	3,8	22	7,00
Air China LTD-A	7,5	16	3,39
Trung bình		18	3,76
Trung vị		16	3,50
Vietnam Airlines	6,6	16,46	4,85

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, **Đỗ Long Khánh** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Dầu khí, Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ thông tin

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

Trần Thị Thu Nga

Bán lẻ

tranthithunga@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtiendung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chuyên viên chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Chuyên viên chiến lược thị trường

nguyenduchoang@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp, HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888