



BÁO CÁO NGÀNH HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

VƯỢT “BÃO DỊCH” CHỜ NGÀY CẮT CÁNH

TỔNG QUAN NGÀNH HÀNG KHÔNG

ẢNH HƯỞNG CỦA DỊCH COVID-19 ĐẾN HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

TRIỂN VỌNG NGÀNH

TỔNG QUAN NGÀNH VẬN TẢI HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

Ngành hàng không bao gồm chuỗi dịch vụ từ vận tải hàng không, cảng hàng không đến các dịch vụ phụ trợ hàng không. Trong đó, **vận tải hàng không đóng vai trò quan trọng nhất trong chuỗi giá trị ngành**; vận tải hàng không phát triển thì cảng hàng không và các dịch vụ phụ trợ sẽ hưởng lợi theo. Nếu xem vận tải hàng không là xương sống của ngành, thì cảng hàng không là lĩnh vực chịu trách nhiệm cung cấp cơ sở hạ tầng cho hầu hết các hoạt động của các phân khúc kinh doanh khác trong chuỗi giá trị ngành, là nơi kết nối hệ thống hàng không của mỗi quốc gia với các phương thức vận chuyển khác.



VẬN TẢI HÀNG HÓA HÀNG KHÔNG

Vận tải hàng hóa hàng không chiếm khoảng 25% giá trị xuất, nhập khẩu của Việt Nam. Hiện có 55 hãng hàng không nước ngoài và 4 hãng hàng không nội địa hoạt động ở Việt Nam. Trong đó, bốn hãng hàng không Việt Nam chiếm tỷ trọng tuyệt đối trong các tuyến nội địa nhờ chính sách bảo hộ của chính phủ. Còn các tuyến quốc tế, ưu thế thuộc về các hãng nước ngoài với 82% thị phần. Các tuyến vận chuyển hàng hóa hàng không quốc tế chủ yếu ở Việt Nam là Châu Á – Thái Bình Dương, EU và Bắc Mỹ.

Tăng trưởng sản lượng vận chuyển bằng đường hàng không của Việt Nam theo IATA đạt khoảng 11% trong giai đoạn 2010-2019 và dự báo khoảng 12% trong giai đoạn 2020-2030. Đến nay đây vẫn là ngành có rào cản gia nhập rất cao, tại Nội Bài có 3 công ty cạnh tranh nhau trong lĩnh vực vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không là NCT, ALS, ASCV, trong đó NCT là doanh nghiệp lớn nhất và có mối quan hệ gắn bó với Vietnam Airline. Với việc dự báo tăng trưởng 10 năm tới khoảng trên 12%/năm thì việc công suất tăng gấp 1.5 lần của NCT là 1 lợi thế. Rủi ro lớn nhất của việc lấp đầy công suất của NCT trong trung và dài hạn là dự án nhà ga hàng hóa ALS2 đang được nghiên cứu khả thi.

VẬN TẢI HÀNH KHÁCH HÀNG KHÔNG:

Thị trường vận tải hành khách hàng không Việt Nam hiện nay đang được thống lĩnh bởi 4 hãng hàng không là: Vietnam Airlines, Vietjet Air, Jetstar Pacific; VASCO và thêm sự gia nhập của Viet Bamboo Airways vào năm 2018. Trong đó, cả ngành được chia làm 2 mô hình vận chuyển khác biệt: **hàng không truyền thống** và **hàng không giá rẻ**, giữa mô hình quản lý Nhà nước và tư nhân, được đại diện bởi **Vietnam Airlines** và **Vietjet Air** nắm giữ thị phần cao nhất ngành. Sự cạnh tranh của ngành tăng thêm khi có sự gia nhập của 1 doanh nghiệp mang hơi hướng cộng hưởng từ những lợi thế và bù đắp “khoảng trống” của hai mô hình trên là Bamboo Airways và đem đến kết quả tăng trưởng thị phần ấn tượng chỉ trong 3 năm vận hành, sức mạnh cạnh tranh Bamboo được phát huy hơn ngay trong tình hình dịch bệnh vừa qua.

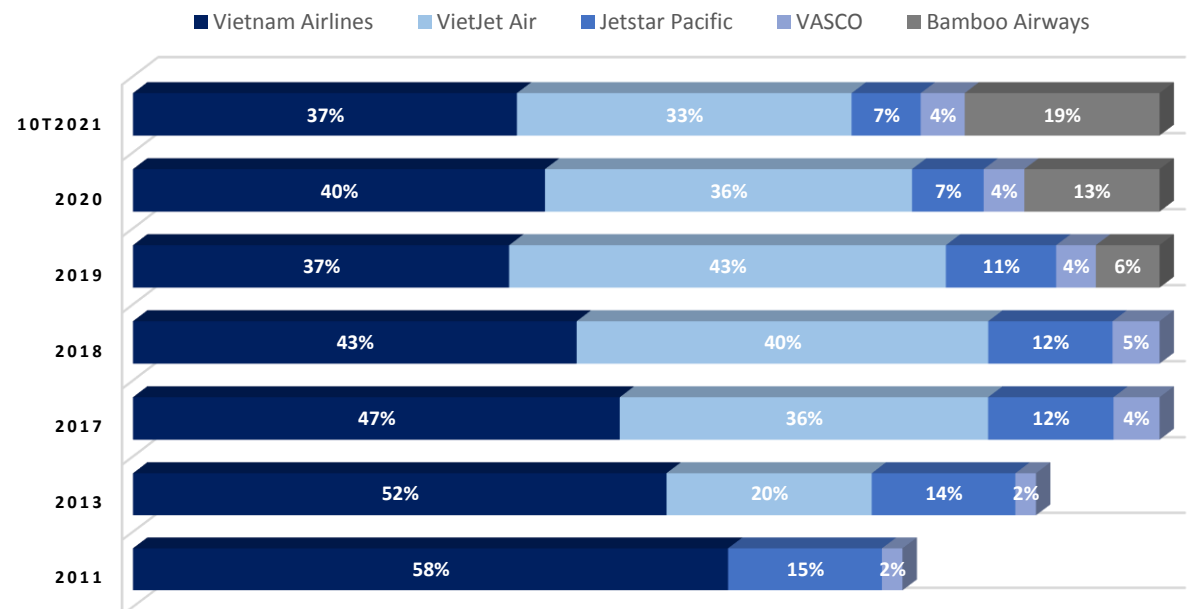
Gia tăng tốc độ khai thác đường bay quốc tế: Hiện tại, Vietnam Airlines và VietJet Air đang khai thác 52 đường bay quốc tế đến 30 thành phố thuộc 17 quốc gia và vùng lãnh thổ. Bên cạnh đó, có hơn 50 hãng hàng không nước ngoài khai thác thường lệ 71 đường bay từ 22 quốc gia, vùng lãnh thổ đến Việt Nam.

Cạnh tranh thị phần gay gắt: Nếu xét về tổng thị phần vận tải hành khách hàng không, hiện tại Vietnam Airlines hiện vẫn đang chiếm thị phần lớn ngành vận tải hành khách hàng không trên toàn thị trường. Vietjet từ khi đi vào hoạt động đã gia tăng thị phần đáng kể, từ mức 20% năm 2013 đã tăng lên 36% năm 2017, mức độ gia tăng thị phần cao đỉnh điểm vào năm 2019 khi Việt Nam mở cửa giao thương khu vực, thúc đẩy du lịch mạnh mẽ, Vietjet dần chiếm thị phần từ Vietnam Airlines và các hãng hàng không quốc tế.

Đến năm 2018 có sự tham gia thêm của hãng hàng không Bamboo Airways, với chiến lược kinh doanh mới, đặc biệt hiệu quả trong những giai đoạn thị trường gặp những rủi ro về dịch bệnh, Bamboo Airways đã nhanh chóng chiếm lĩnh thị phần của 2 hãng không trên, cho thấy một bức tranh cạnh tranh khá gay gắt của ngành vận tải hàng không Việt Nam.

THỊ PHẦN CÁC HÃNG HÀNG KHÔNG TÍNH THEO SỐ CHUYỂN BAY KHAI THÁC

Nguồn: CAAV, CSI tổng hợp



PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH CẠNH TRANH:

Xét về chiến lược vận hành **mô hình truyền thống - FSC (Full Services Carrier)**, hoạt động kinh doanh của Vietnam Airlines cùng phối hợp triển khai thương hiệu Jetstar Pacific với định hướng chủ yếu vào phát triển các dịch vụ đa dạng & đầy đủ (full-services), nhằm đến phân khúc khách hàng trung – cao cấp trong nước và nhóm khách quốc tế đi/đến Việt Nam. Với chiến lược về lộ trình hàng không 4 sao - tiệm cận 5 sao, Vietnam Airlines đang chứng tỏ vị thế đáng kể tại thị trường Việt Nam cũng như khu vực, sánh ngang với các hãng bay có chất lượng dịch vụ hàng đầu thế giới theo Skytrax đánh giá như Air France, Emirates, British Airways, Korean Air, Aeroflot.. tạo ra được lợi thế cạnh tranh to lớn mà các đối thủ LCC khó có được.

Ngành vận tải hàng không bắt đầu có sự cạnh tranh với sự khai thác của **mô hình hàng không giá rẻ - LCC (Low Cost Carrier)** với việc tận dụng được các lợi thế trong việc tiết kiệm chi phí khi bỏ bớt những dịch vụ không cần thiết, lấp đầy tỷ lệ chỗ trống bằng việc giảm giá bán trong mỗi chuyến bay. Tuy không có được dịch vụ trọn vẹn như mô hình LSC cung cấp, nhưng chính chiến lược giá vé rẻ lại thu hút được thị phần khách hàng vô cùng lớn khi giảm được sự tiếp cận khoảng cách giữa nhóm lao động có thu nhập trung bình – thấp đối với loại phương tiện từng được coi là “xa xỉ” như máy bay.

Các hãng hàng không của mô hình LCC sẽ tối ưu hóa việc sử dụng tài sản nhờ economy of scale do ngành hàng không có chi phí cố định rất lớn, hơn nữa phần lớn chuyến bay của LCC kéo dài 4 tiếng là tối đa cho phép hãng giữ nguyên phi hành đoàn bay và trở về trong cùng 1 ngày với 1 ca làm việc 8-10 tiếng, từ đó giảm chi phí ăn ở & chi phí lương (variable costs) cho phi hành đoàn. Cộng thêm việc do là đường bay ngắn nên có thể tiết kiệm các chi phí giải trí như tivi, tạp chí, chỗ ngồi chật hơn để tăng số lượng ghế tuy nhiên vẫn chấp nhận được với giá vé rẻ.

➤ **Bài toán hiệu quả của mô hình LCC đã được thể hiện qua các con số với mức tăng trưởng thị phần vô cùng ấn tượng trong gần 10 năm phát triển với đại diện là Vietjet.**

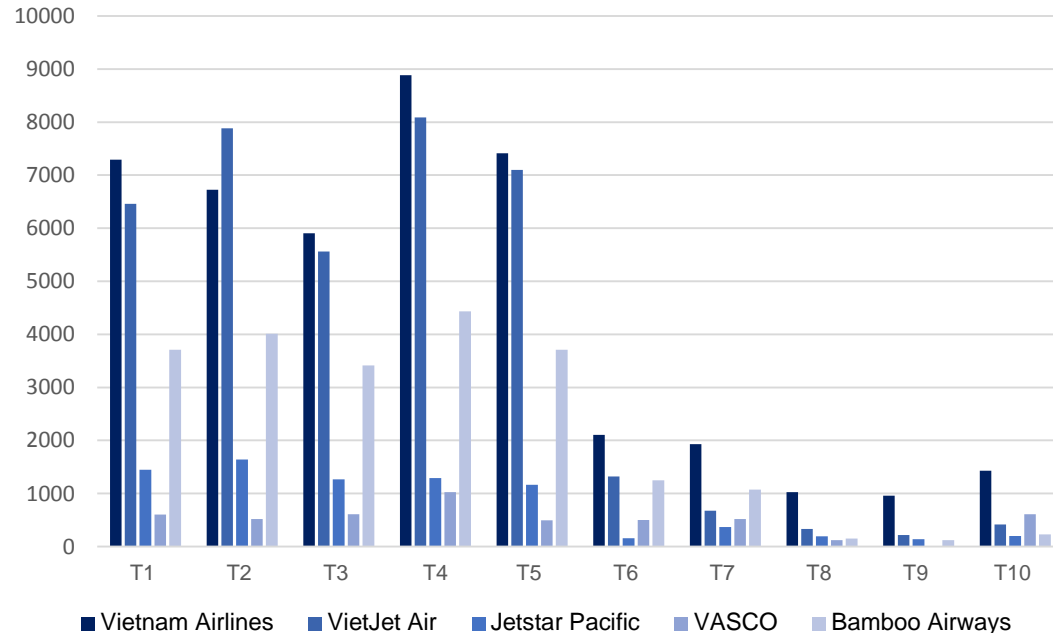
So sánh	Mô hình LCC	Mô hình FSC	Ghi chú
Tuổi máy bay trung bình	6-7 năm	15-17 năm	Tuổi máy bay trung bình của LCC thấp hơn nhờ sử dụng nghiệp vụ Sales and leaseback
Hiệu suất sử dụng máy bay (Block hours per aircraft)	10,97-11,38 giờ bay	9,88-10,22 giờ bay	LCC áp dụng tần suất bay cao hơn nhằm cắt giảm chi phí
Chi phí cảng hàng không	0,92-0,95 USD/ASK	1,05-1,12 USD/ASK	LCC sử dụng các sân bay thứ cấp, tối thiểu các dịch vụ tại sân bay
Chi phí bảo dưỡng máy bay	0,27-0,28 USD/ASK	0,30-0,33 USD/ASK	LCC chỉ dùng một loại máy bay (thường là Airbus A320 hoặc Boeing 737) để giảm chi phí đào tạo nhân viên, vận hành và bảo dưỡng.
Số lượng nhân viên bình quân	65 người/máy bay	87 người/máy bay	Nhân viên đảm nhận nhiều vai trò khác nhau nhằm giảm chi phí nhân sự.
Chi phí nhân công bình quân	0,57 USD/ASK	0,61 USD/ASK	

Các hãng hàng không mới đua nhau giành “miếng bánh thị phần”

Do giá vé rẻ nên các hãng hàng không LCC thường không đảm bảo được chất lượng dịch vụ được toàn diện, đặc biệt là vấn đề hoãn, chậm chuyến bay được thường được báo chí nhắc đến rất nhiều khi LCC được khai thác. Khi nhìn ra được “ngách khuất” của thị trường vận tải hàng không, tận dụng được lợi thế cả 2 mô hình trên, không “xông xáo” cạnh tranh về giá với hãng giá rẻ hay cạnh tranh trực diện trong phân khúc khách hạng sang, Bamboo Airways đã ra nhập thị trường hàng không với chiến lược “**thị trường ngách**”, trọng tâm đánh vào hai yếu tố: bay đúng giờ, an toàn và bay chất lượng 5 sao, giàu giá trị gia tăng. Và mức gia tăng thị phần nhanh chóng ngay khi cả ngành đang “lâm nguy trong cơn bão dịch” là kết quả đánh giá tốt nhất hiệu quả chiến lược của doanh nghiệp.

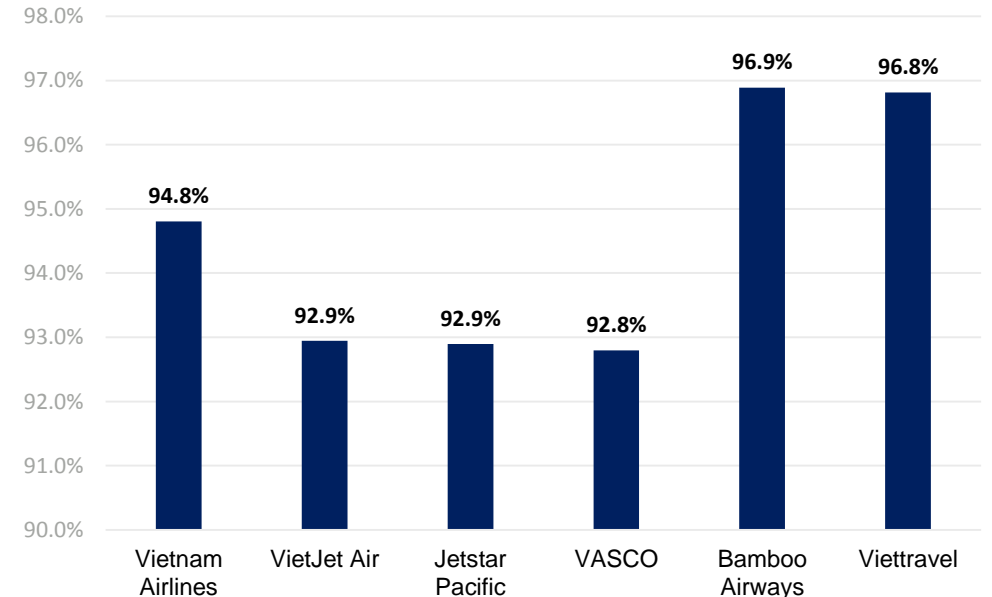
Số chuyến bay khai thác của các hãng hàng không 10T- 2021

Nguồn: CSI tổng hợp



Tỷ lệ chuyến bay cất cánh đúng giờ các hãng hàng không 10T-2021

Nguồn: CAAV, CSI tổng hợp



ĐỘI BAY

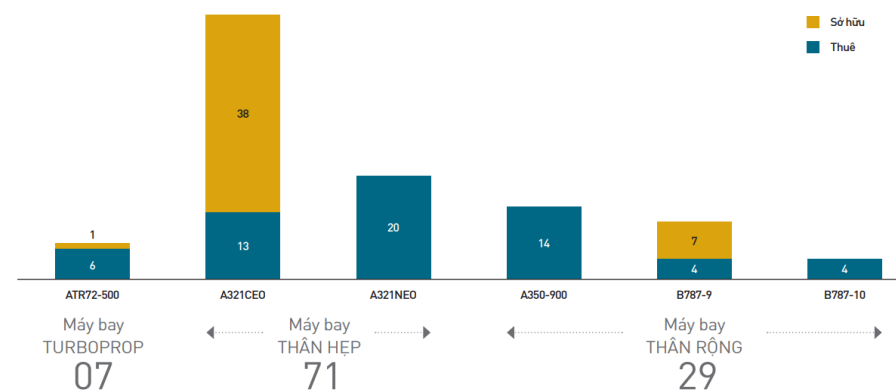
Hiện tại các doanh nghiệp VTHK Việt Nam phải mua máy bay từ các nhà sản xuất trên thế giới, trong đó Boeing, Airbus và ATR là 3 nhà sản xuất được 4 công ty hàng không Việt Nam sử dụng..

Đội tàu bay của Vietjet gồm 61 máy bay với độ tuổi trung bình là 3,03 tuổi; trong đó gồm 22 máy bay Airbus A320-200 và 39 máy bay Airbus A321-200

Đội tàu bay của Vietnam Airlines tính đến cuối năm 2020 là 107 tàu bay, trong đó có 61 máy bay thuê ngoài và 46 máy bay sở hữu.

Loại tàu bay	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F
A320	4	9	18	27	30	25	23	28	22	22
A321ceo				3	11	27	34	36	35	35
A321neo						7	14	14		19
A330										3
Tổng cộng	4	9	18	30	41	52	64	78	71	79

Loại máy bay



Các doanh nghiệp hoạt động theo mô hình hàng không giá rẻ như Vietjet có một đặc điểm chung là chỉ sử dụng một loại máy bay Airbus, trong khi Vietnam Airlines khá đa dạng với các máy bay từ Boeing và Airbus. Nguyên nhân của sự khác biệt này là do các hãng hàng không giá rẻ thường chỉ tập trung sử dụng một loại máy bay để tiết kiệm chi phí sửa chữa và bảo dưỡng; việc đào tạo, huấn luyện nhân viên cũng dễ dàng hơn và có chi phí thấp hơn so với việc sử dụng nhiều loại máy bay khác. Thời gian khấu hao của đội bay hàng không Việt Nam cũng khoảng 16-20 năm, thấp hơn so với mức 20-25 năm của thế giới. Qua cơ cấu đội bay của 2 hãng hàng không đại diện, có thể thấy rằng, tại Việt Nam, Airbus chiếm phần lớn thị phần do máy bay của hãng này có thiết kế phù hợp với các hãng hàng không giá rẻ. Dòng máy bay được sử dụng nhiều nhất của Airbus tại Việt Nam là A320/A321 (đây cũng đang là dòng máy bay được sử dụng nhiều nhất trên thế giới). Với thiết kế một lối đi ở giữa (single aisle) và sức chứa 180- 220 chỗ ngồi, dòng A320/A321 có khả năng lấp đầy ghế cao hơn những dòng máy bay lớn khác, vì thế rất phù hợp cho những chuyến bay nội địa hay quốc tế ngắn. Quan trọng hơn, dòng máy bay này giúp tiết kiệm 3,5%-4% nhiên liệu so với các loại máy bay thông thường nhờ thiết kế cánh cong cùng nhiều thay đổi ở lõi phần cứng.

Tuy nhiên cần lưu ý rằng, do chưa xuất hiện một nhà cung cấp thay thế nào trong trung hạn, vị thế của Airbus tại Việt Nam có thể đe dọa đến các hãng hàng không giá rẻ khi Airbus tăng giá bán máy bay và các phụ tùng thay thế.

CƠ CẤU DOANH THU

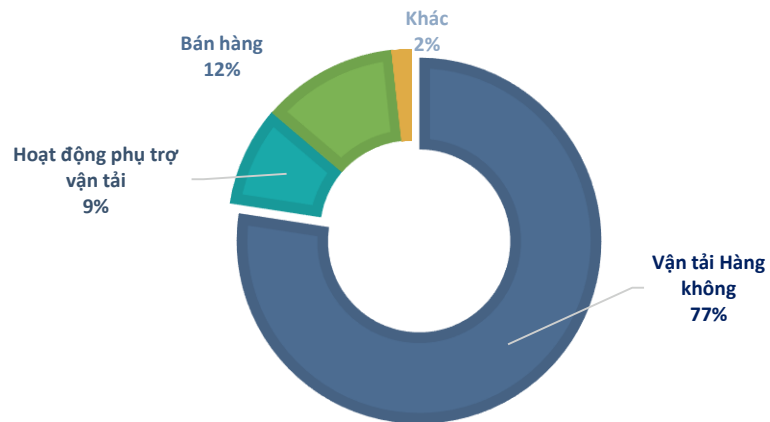
LCC tạo ra nhiều nguồn doanh thu khác so với FSC

Cơ cấu doanh thu của các doanh nghiệp vận tải hàng không Việt Nam khá tương đồng với ngành thế giới. Trong đó, doanh thu từ vận chuyển hành khách chiếm tỷ trọng cao nhất với 77% với HVN và 52% của Vietjet Air. Đứng thứ hai là doanh thu từ hoạt động phụ trợ, VJC có tỷ trọng doanh thu phụ trợ lớn hơn HVN do VJC hoạt động theo mô hình hàng không giá rẻ LCC. Mô hình này loại bỏ việc cung cấp các dịch vụ phụ trợ không cần thiết, đổi lại, các hành khách phải trả thêm chi phí nếu muốn sử dụng các dịch vụ khác như đồ ăn, thức uống,... Việc này để bù đắp lại giá vé máy bay rẻ hơn so với các doanh nghiệp hàng không truyền thống FSC. Một điểm khác biệt nữa là VJC có thêm nguồn thu từ việc cho thuê khô máy bay (khoảng 0,5% doanh thu). Nhờ giá thuê rẻ, các khách hàng chủ yếu ở mảng này là các công ty lữ hành có thể thuê nguyên một chuyến bay của VJC để chở hành khách đến điểm du lịch, điều mà mô hình FSC của Vietnam Airlines khó có thể cung cấp do giá cao.

➤ **Chúng tôi cho rằng, trong tương lai doanh thu từ các dịch vụ phụ trợ còn dự kiến tăng trưởng cao:** Nếu so với ngành thế giới, tỷ trọng doanh thu mảng này của hai doanh nghiệp hàng không Việt Nam vẫn còn thấp so với thế giới. Nguyên nhân là do đối với các thị trường hàng không phát triển như Mỹ, Anh, Malaysia, hành khách có xu hướng ưu tiên sự tiện lợi hơn là tiết kiệm chi phí. Việt Nam trong tương lai cũng sẽ đi theo xu hướng của thế giới khi thu nhập bình quân đầu người tăng, người tiêu dùng sẽ ưu tiên sự thoải mái, tiện lợi trong quá trình di chuyển, đặc biệt đối với các chuyến bay đường dài, hành khách sẽ có xu hướng sử dụng các dịch vụ phụ trợ nhiều hơn.

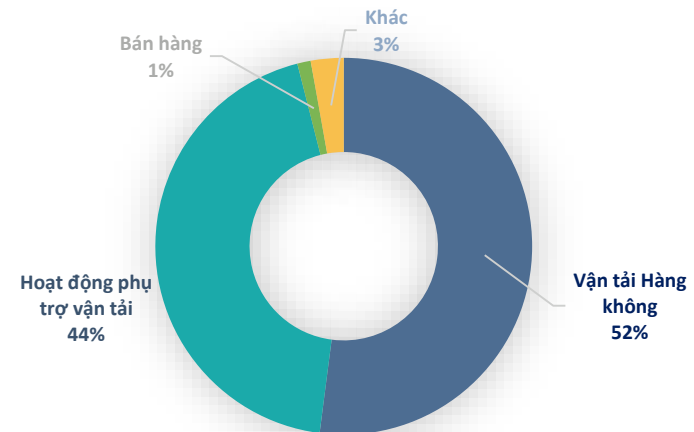
CƠ CẤU DOANH THU HVN 2020

Nguồn: BCTN, CSI tổng hợp



CƠ CẤU DOANH THU VJC 2020

Nguồn: BCTN, CSI tổng hợp



CƠ CẤU CHI PHÍ

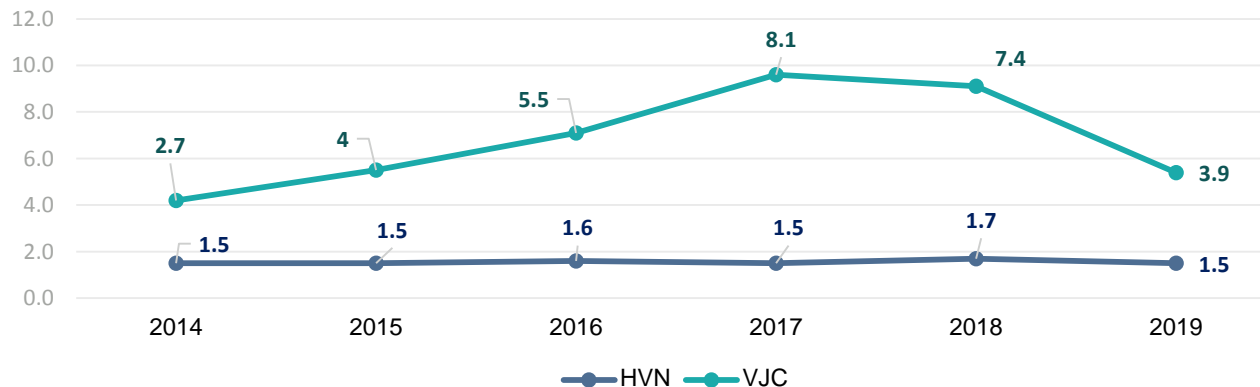
Cơ cấu chi phí đầu vào của hai doanh nghiệp HVN và VJC có sự khác biệt khá lớn. Tuy nhiên, nhìn chung, chi phí dịch vụ sửa chữa bảo dưỡng, chi phí nhiên liệu và chi phí nhân công là những chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất. Chi phí thuê + khấu hao máy bay, một số chi phí dịch vụ sân bay, chi phí sửa chữa là những chi phí cố định, tổng tỷ trọng 3 chi phí này của VJC 2020 là 55% trong khi tỷ trọng nhóm này ở HVN là gần 70%. **Có thể thấy rõ ràng VJC đã sử dụng tài sản hiệu quả hơn HVN.**

Chúng tôi cũng lưu tâm khi đánh giá hiệu quả quản lý của bộ máy BLĐ hai doanh nghiệp trong giai đoạn chưa bị ảnh hưởng của dịch bệnh bằng chỉ số LNG/(tổng chi phí hoạt động). Nhìn biểu đồ, có thể nhận thấy chỉ tiêu này đối với VJC cao hơn rất nhiều so với HVN kể cả khi đã loại bỏ lợi nhuận từ hoạt động sale & leaseback ở năm 2019 chứng tỏ VJC đã quản lý chi phí tốt hơn so với HVN.

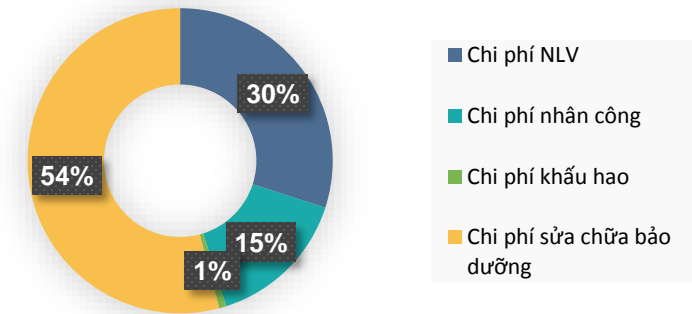
Qua đó chúng tôi cũng không đánh giá cao hiệu quả quản trị của HVN khi chưa tối đa hoá nguồn lực của mình, do vậy, dù độc quyền trong mô hình FSC, nhưng nếu không thay đổi chiến lược kinh doanh, HVN sẽ sớm phải chia miếng bánh thị phần cho các đối thủ cạnh tranh mới & tình hình cạnh tranh sẽ trở nên gay gắt hơn khi kinh tế được phục hồi sau dịch.

HIỆU QUẢ QUẢN LÝ CỦA BAN LÃNH ĐẠO GIAI ĐOẠN 2014 -2019

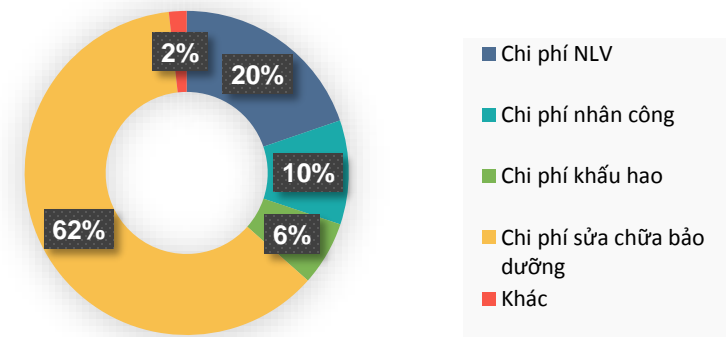
nguồn: BCTN, CSI tổng hợp



Cơ cấu chi phí kinh doanh theo yếu tố VJC (2020)
nguồn: BCTN, CSI tổng hợp (không bao gồm cp mua máy bay)



Cơ cấu chi phí kinh doanh theo yếu tố HVN (2020)
nguồn: BCTN, CSI tổng hợp



HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Hạch toán “sale & leaseback” làm gia tăng hiệu quả hoạt động của VJC

Chúng ta có thể thấy, mặc dù biên lợi nhuận gộp của VJC và HVN gần tương đương nhau, nhưng biên ròng và các chỉ số hiệu quả hoạt động của VJC lại cao hơn rất nhiều so với HVN, điều này xảy ra nhờ thu nhập từ hoạt động bán máy bay và thuê lại (sale & leaseback) cùng cách hạch toán “khôn ngoan” đã làm lợi nhuận của VJC được book lên một lượng lớn so với các hãng hàng không truyền thống như HVN. Về cơ bản, một giao dịch sale and leaseback được tiến hành theo thứ tự như sau:

B1: Hãng hàng không (ví dụ là Vietjet) ký hợp đồng mua máy bay với các nhà sản xuất (Airbus hoặc Boeing) đồng thời phải trả trước một khoản tiền dao động từ 1-5% giá trị hợp đồng.

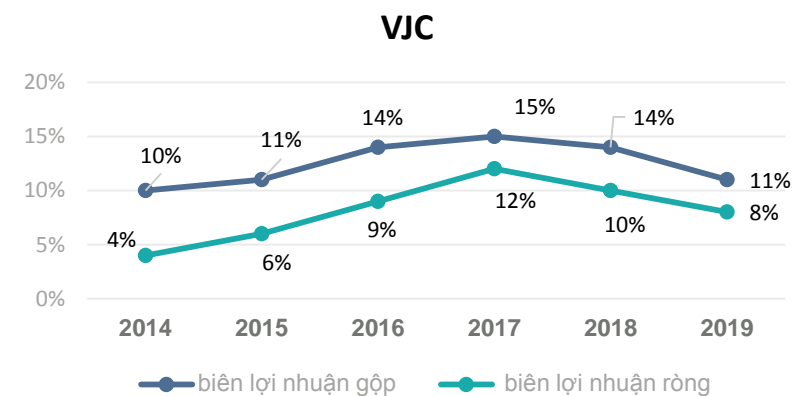
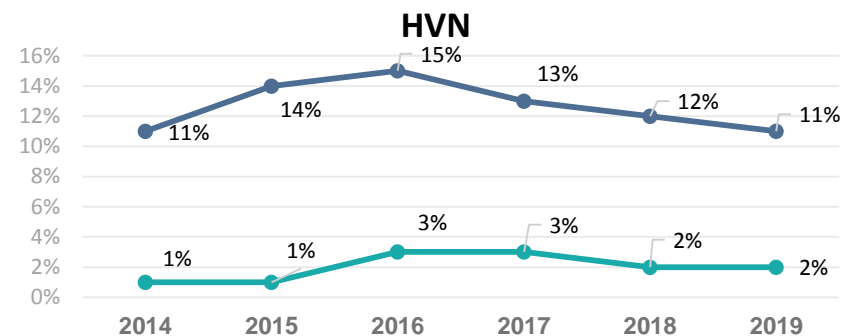
B2: Vietjet thỏa thuận việc bán và thuê lại những máy bay này với các công ty cho thuê (leasing companies, chẳng hạn là GECAS) trước thời điểm nhận bàn giao máy bay. Sau đó, tại thời điểm giao máy bay, Vietjet sẽ (1) tiếp nhận máy bay, (2) dùng tiền từ GECAS để thanh toán cho Airbus và (3) chuyển giao các giấy tờ sở hữu máy bay cho GECAS. Hợp đồng thuê thường kéo dài từ 6-12 năm, với phí thuê cố định hàng tháng (khoảng 500 ngàn đến 750 ngàn USD/tháng)

B3: Sau khi hết thời hạn của hợp đồng thuê, máy bay sẽ được trả lại cho công ty cho thuê. Trường hợp hãng hàng không kết thúc hợp đồng trước thời hạn thường sẽ phải chịu một khoản phạt.

Như vậy hãng Vietjet đã không phải bỏ toàn bộ tiền ra để mua máy bay, chỉ cần đặt cọc, rồi dùng tiền của công ty cho thuê máy bay để trả cho hãng sản xuất máy bay.

- Về mặt lợi ích của hoạt động Sale&leaseback chúng ta có thể nhìn thấy rõ những con số lợi nhuận vô cùng đẹp đẽ trên BCTC, hơn nữa nếu hãng hàng không đặt mua máy bay từ nhà sản xuất với số lượng lớn sẽ được hưởng chiết khấu có thể lên đến 40-50%, nhờ đó, họ thường sẽ có một khoản lợi nhuận từ việc bán lại cho các công ty cho thuê. Như vậy, hãng hàng không vừa có thể phát triển đội bay, vừa có dòng tiền để tài trợ cho các hoạt động khác, thay vì phải bỏ ra một số tiền lớn để mua máy bay theo cách thông thường. Tuy nhiên chúng ta cần xét đến rủi ro khi mà lợi nhuận đem lại không cover được chi phí thuê khi mà việc tài trợ đội bay bằng hình thức sale and leaseback thường sẽ dẫn đến chi phí thuê cao hơn so với các hình thức khác. Do khoản phí này là cố định, nếu tỉ giá biến động bất lợi thì chi phí còn lớn hơn nữa.

Biểu đồ: Chỉ tiêu sinh lời của các hãng hàng không trước ảnh hưởng dịch Covid-19



HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Giai đoạn trước dịch (2014-2019):

Khi bước chân vào thị trường vận tải hàng không, VJC đã chứng tỏ chiến lược đầu tư vô cùng hiệu quả. Với sự chiếm lĩnh thị phần thần tốc, đạt đỉnh 40% thị phần toàn ngành vào năm 2019 (tăng gấp đôi thị phần kể từ giai đoạn 2013 – 2014), VJC đã liên tục tăng cường đội bay, mở rộng các đường bay nội địa và quốc tế, doanh thu liên tục tăng trưởng cao và đạt đỉnh là hơn 50k tỷ với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2014 – 2019 đạt 34%, CARG lợi nhuận gộp cũng đạt con số ấn tượng là 36%. Theo chúng tôi những yếu tố cơ bản về vĩ mô như tăng trưởng nền kinh tế, mở cửa giao thương đẩy mạnh đầu tư công phát triển mạnh mẽ du lịch, thị trường nội địa đang tăng trưởng và nhiều tuyến bay quốc tế chưa được khai phá cùng sự tỷ lệ thâm nhập LCC ở thị trường nội địa Việt Nam còn thấp so với ĐNA là những yếu tố làm bức tranh KQKD của VJC trở nên tươi sáng hơn bao giờ hết.

Giai đoạn dịch bệnh (2020 - 2021):

Cú sốc từ đại dịch Covid – 19 từ đầu năm 2020 đã làm toàn ngành hàng không hứng chịu hậu quả nặng nề nhất, trong cả năm 2020, số lượng chuyến bay khai thác của VJC giảm còn 78.000 chuyến (-44% yoy), là nguyên nhân chính khiến doanh thu giảm 64% yoy, đạt 18,2 nghìn tỷ VNĐ.

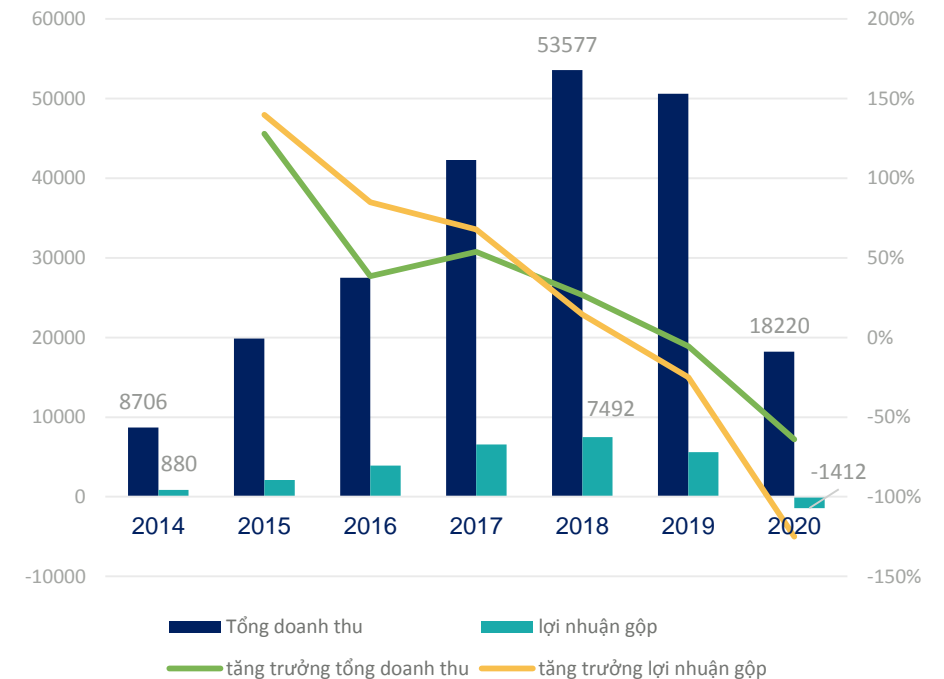
Hoạt động chuyển quyền sở hữu và thương mại máy bay (Sale & leaseback) giảm còn 1,2 nghìn tỷ VNĐ (- 76,7% yoy), do hoạt động khai thác đình trệ khiến VJC chỉ nhận thêm về một máy bay trong năm 2020. Tuy lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh của công ty là -2,4 nghìn tỷ VNĐ so với 3,8 nghìn tỷ VNĐ trong năm 2019, nhưng đã được hỗ trợ từ thu nhập khác với 2,5 nghìn tỷ VNĐ (+250,4% yoy), giúp LNST đạt 70 tỷ VNĐ (-98% yoy), đây là mức giảm sâu nhất kể từ khi VJC hoạt động khai thác đường bay.

Luận điểm đầu tư VJC 2022:

Mô hình giá rẻ giúp VJC chủ động hơn trong cuộc cạnh tranh về giá. Chúng tôi đánh giá sự phục hồi của VJC sẽ cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành do **(1)** không quá khó khăn cho VJC để điều chỉnh chi phí và nhân sự khi giá vé giảm và **(2)** đánh giá cao kinh nghiệm và trình độ quản lý của BLĐ

Hoạt động Sale & leaseback kỳ vọng tốt hơn trong năm 2022 hỗ trợ doanh thu. Tuy nhu cầu hiện tại chưa nhiều, nhưng chúng tôi cho rằng VJC sẽ nhận nhiều máy bay hơn vào giai đoạn cuối năm để chuẩn bị cho sự hồi phục trong năm 2022.

Kết quả hoạt động kinh doanh VJC 2014 - 2020



HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Giai đoạn trước dịch (2014-2019):

Được mệnh danh là ông trùm trong mô hình hàng không truyền thống, HVN đã duy trì được mức doanh thu tăng trưởng cao từ thời điểm 10 năm trở về trước. Thị phần của HVN đã suy giảm đáng kể sau khi có sự gia nhập của VJC, tuy nhiên nhờ lượng khách gia nhập đường hàng không tăng mạnh từ những năm 2015, cùng với sự duy trì công suất khai thác ở mức cao, HVN duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu kép (carg) là 6.1% trong giai đoạn 2014-2019, cagr lợi nhuận gộp được duy trì ở mức 6.6% Do HVN không có phần doanh thu Sales and Leaseback như của VJC và 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%) nên với tốc độ tăng trưởng doanh thu của HVN giữ ở mức khiêm tốn như trên là điều khá dễ hiểu.

Giai đoạn dịch bệnh (2020 - 2021):

Ảnh hưởng sâu sắc từ đại dịch đến các hãng hàng không đã diễn biến nặng nề hơn đối với các doanh nghiệp đang chịu sự cạnh tranh gay gắt từ ngành cùng tiềm lực tài chính không quá đặc sắc như HVN. Tính chung cả năm 2020, HVN chỉ thực hiện khoảng 96.500 chuyến bay (-34,0% yoy). Số lượng hành khách vận chuyển đạt 14,23 triệu HK (-37,9% yoy). Điều này khiến doanh thu hợp nhất của Tổng công ty chỉ đạt 40,6 nghìn tỷ VNĐ (-58,8% yoy) và lỗ ròng 11 nghìn tỷ VNĐ so với 2,3 nghìn tỷ VNĐ lợi nhuận ròng trong năm 2019. Chiếm hơn 80% tổng doanh thu của HVN năm 2019, vận tải quốc tế giảm 60% yoy trong năm 2020 là nguyên nhân chính khiến doanh thu giảm mạnh trong năm 2020. Trong khi đó, doanh thu vận chuyển nội địa nhìn chung tích cực hơn với mức giảm chỉ 16% yoy.

Trong năm vừa rồi, Vietnam Airlines đã thay đổi cách thức tính chi phí khấu hao dựa trên số giờ hoạt động thực tế của tàu bay thay vì chính sách khấu hao theo đường thẳng. Do đó đã giúp công ty tiết kiệm được khoảng 2.858 tỷ VNĐ chi phí khấu hao khi so với năm 2019.

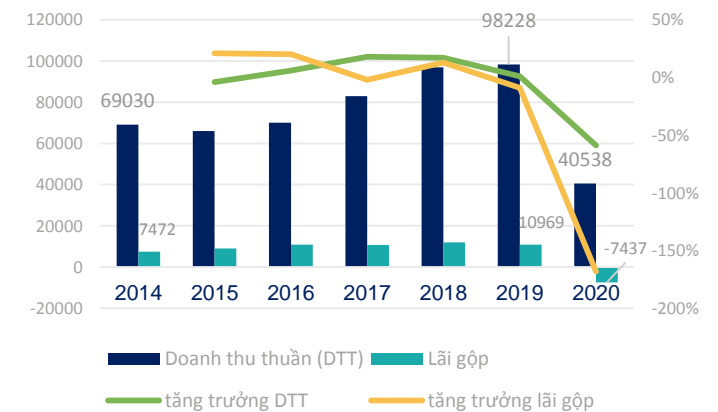
Nhằm duy trì hoạt động kinh doanh, HVN đã tăng nợ ròng thêm 6,5 nghìn tỷ đồng, khiến tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ tăng từ 1,3 lần vào cuối năm 2019 lên 5,2 lần trong năm 2020. Chúng tôi lo ngại khả năng cover các khoản nợ của HVN ngay cả khi thị trường hồi phục bởi sự cạnh tranh khá mạnh mẽ đặc biệt đến từ đối thủ nặng ký là Bamboo Airways và tình hình quản trị chi phí được đánh giá là chưa hiệu quả.

Luận điểm đầu tư 2022:

Thị trường nội địa cạnh tranh gay gắt ảnh hưởng đến hiệu suất hoạt động. Tình trạng dư cung tại thị trường nội địa khiến các hãng hàng không phải giảm giá vé để thu hút khách hàng, đưa ra nhiều chính sách ưu đãi để kích thích nhu cầu đi lại của người dân, đặc biệt là mùa cao điểm du lịch năm tới. Điều này sẽ ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của HVN do hoạt động với mô hình truyền thống có chi phí giá vốn cao.

Thay đổi phương pháp khấu hao giúp tiết kiệm chi phí. Thay vì sử dụng khấu hao đường thẳng cho toàn bộ tài sản như những năm trước, từ năm 2020, HVN tính khấu hao dựa trên hiệu suất hoạt động thực tế của từng máy bay, giúp giảm áp lực về chi phí vốn cho doanh nghiệp.

Kết quả hoạt động kinh doanh HVN 2014 - 2020



ĐÁNH GIÁ ẢNH HƯỞNG DỊCH BỆNH ĐẾN NGÀNH HÀNG KHÔNG VIỆT NAM TRONG 2020 VÀ 10T-2021

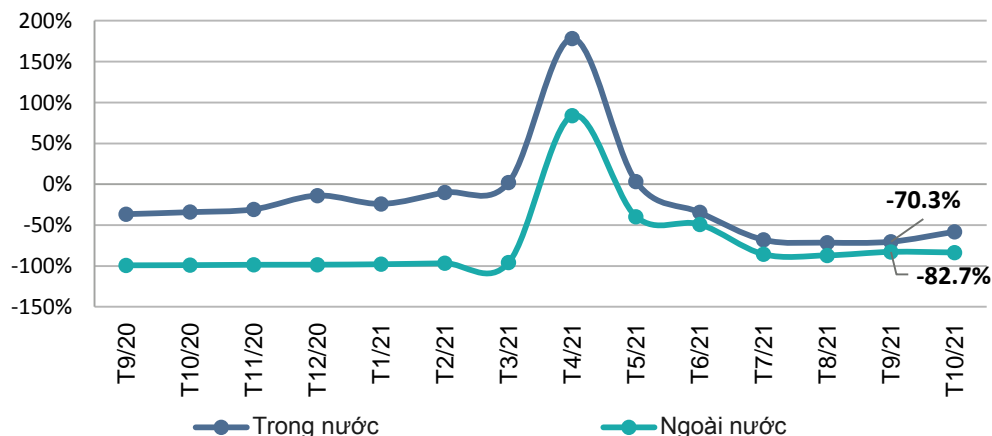
LƯỢNG HÀNH KHÁCH VẬN CHUYỂN SỤT GIẢM MẠNH

Năm 2020, Du lịch Việt Nam phải gánh chịu những tổn thất vô cùng nặng nề do ảnh hưởng của dịch Covid-19. Sau nhiều năm liên tục đạt mức tăng ấn tượng, năm 2020 Việt Nam lần đầu tiên ghi nhận sự sụt giảm mạnh về lượng khách du lịch quốc tế và nội địa do ảnh hưởng của dịch Covid-19. Tổng số lượt khách do các cơ sở lưu trú phục vụ năm 2020 đạt 97,3 triệu lượt khách, giảm 44% so với năm trước; số lượt khách do các công ty lữ hành phục vụ là 3,7 triệu lượt khách, giảm 80,1%. Khách quốc tế đến Việt Nam giảm 78,7% so với năm trước, chỉ đạt 3,8 triệu lượt người. Số lượng khách du lịch nội địa và quốc tế giảm mạnh đã kéo theo doanh thu cho các cơ sở lưu trú và lữ hành cũng sụt giảm nghiêm trọng, ước tính đạt 61,8 nghìn tỷ đồng, giảm 43,2%.

LỆNH HẠN CHẾ BAY, GIẢM CÁCH XÃ HỘI ĐÃ KHIẾN TOÀN BỘ CÁC ĐƯỜNG BAY QUỐC TẾ VÀ NHIỀU ĐƯỜNG BAY NỘI ĐỊA PHẢI ĐÓNG CỬA, nhu cầu vận tải hành khách suy giảm khiến thị trường hàng không gặp nhiều khó khăn. Sau khi ghi nhận mức giảm mạnh nhất lần lượt là 86,5% và 87,7% trong tháng 4 và tháng 5 do dịch bệnh bùng phát, tuy đã dần hồi phục trong các tháng sau đó nhờ các chính sách kích cầu trong mùa du lịch, nhưng phần lớn là khách nội địa do các chuyến bay quốc tế (chiếm khoảng 60% tổng lượng hành khách luân chuyển của các hãng máy bay trong năm 2019) vẫn chưa được mở lại. Tính chung cả năm 2020, lượng hành khách vận chuyển chỉ đạt 34,8 triệu khách (-61,3 %yoy), trong đó khách quốc tế đạt hơn 3 triệu HK (-78,87% yoy), khách nội địa đạt 31,7 triệu HK (-24,93% yoy).

TĂNG TRƯỞNG HÀNH KHÁCH THEO THÁNG (YOY)

Nguồn: GSO, CSI tổng hợp



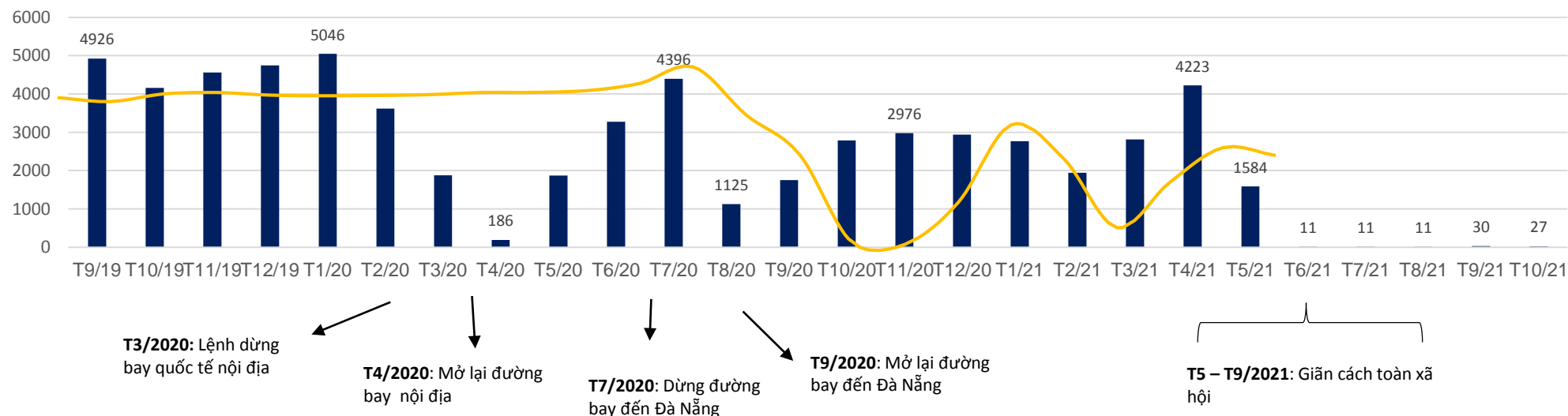
LƯỢNG KHÁCH SÔI ĐỘNG KHI TÌNH HÌNH DỊCH BỆNH ĐƯỢC KIỂM SOÁT TỐT HƠN VÀ RƠI XUỐNG ĐÁY TRONG ĐỢT DỊCH BÙNG PHÁT LẦN 4

Vào những tháng cuối năm 2020 và đầu năm 2021, lượng khách được cải thiện do sự tích cực từ những biện pháp kiểm soát dịch bệnh tại Việt Nam, **lượng khách nội địa là động lực chính trong “cơn bão dịch” giúp tổng lượng khách vận chuyển bằng đường hàng không có sự hồi phục mạnh mẽ trở lại.** Nguyên nhân đến từ: **(1)** Chính phủ Việt nam đã kiểm soát tốt dịch bệnh, không để có ca lây nhiễm trong cộng đồng; **(2)** Chi phí di chuyển bằng đường hàng không giảm khi các hãng hàng không cạnh tranh khai thác tuyến nội địa do không vận hành được các tuyến quốc tế; **(3)** Không còn nhu cầu từ khách du lịch quốc tế khiến giá cả các dịch vụ du lịch giảm mạnh, thúc đẩy nhu cầu du lịch của người dân.

Tuy nhiên đợt dịch bùng phát trở lại mạnh mẽ hơn vào giữa T4 – T5 năm 2021 ở hai trung tâm khu vực kinh tế sôi động nhất nước ta là HCMC & Hà Nội và chính sách cách ly toàn xã hội trong gần 2 tháng đã sụt giảm hoàn toàn sản lượng vận tải hành khách. Sau đó, với các phương án tiêm chủng vacxin kịp thời tính đến thời điểm T10 – 2021 lượng khách đã phục hồi nhẹ so với con số **“đạt đáy sâu”** của 3 tháng trước đó.

TỔNG SỐ HÀNH KHÁCH THÔNG QUA VẬN TẢI HÀNG KHÔNG THEO THÁNG

nguồn: CSI tổng hợp, đv: lượt HK



CÁC HÃNG HÀNG KHÔNG CẮT GIẢM MẠNH SẢN LƯỢNG

Nhu cầu đi lại thấp ảnh hưởng nghiêm trọng đến năng lực khai thác của các hãng hàng không. Trong năm 2020, chỉ duy nhất Bamboo Airways là hãng hàng không duy nhất có tốc độ tăng trưởng chuyển bay dương (+40,8% yoy), chủ yếu do hãng này chỉ mới gia nhập thị trường vào tháng 1/2019 và nâng dần công suất nên có nền so sánh thấp trong năm 2019. Trong khi đó, nếu không tính Pacific thuộc Vietnam Airlines có một vài thay đổi trong năm vừa rồi, thì VJC có số chuyến bay khai thác giảm mạnh nhất là 43,1%, theo chúng tôi đến từ các nguyên nhân **(1)** số đường bay quốc tế chiếm hơn 60% tổng số đường bay khai thác và **(2)** khách hàng của VJC phần nhiều là khách du lịch có thu nhập trung bình, thấp; dịch bệnh ảnh hưởng đến thu nhập cũng như nhu cầu đi lại do lệnh giãn cách và tâm lý lo sợ của mọi người. Trong khi đó khách hàng của Vietnam Airlines có thể có mức thu nhập cao và ổn định hơn, việc đi lại trong thời gian này chủ yếu là cho mục đích công việc và du lịch nên nhu cầu tăng nhanh trở lại khi các lệnh hạn chế được gỡ bỏ.

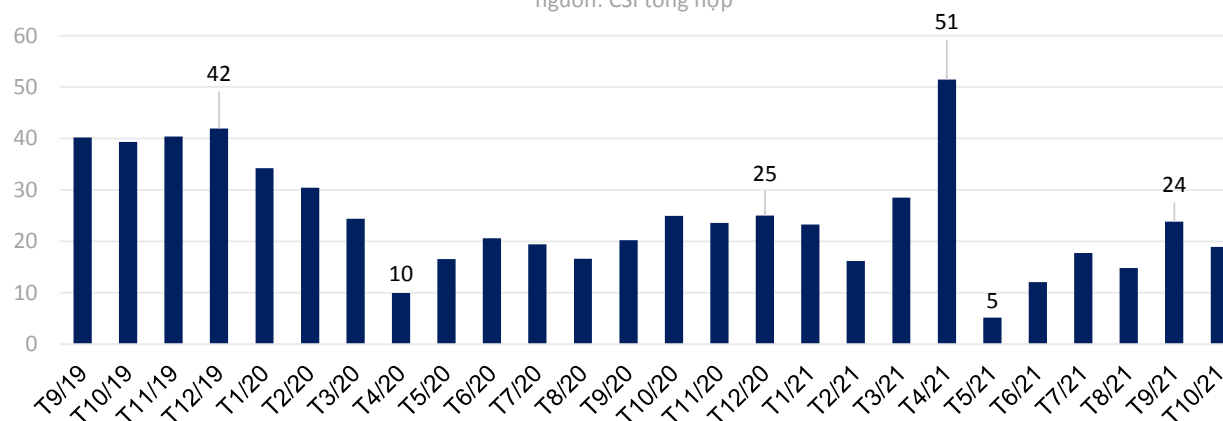
- Chúng tôi đánh giá cao chiến lược thị trường ngách của Bamboo Airway khi đánh đúng vào yếu tố “bay đúng giờ”, đảm bảo chất lượng dịch vụ với giá vé phù hợp làm giảm bớt tâm lý rủi ro dịch bệnh, thu hút và tạo ra cơ hội trải nghiệm cho khách hàng, sự hiệu quả của chiến lược được thể hiện ở con số tăng trưởng thị phần vào thời điểm T10 – 2021 của Bamboo Airways tăng lên con số gần 20% trong gần 3 năm hoạt động, trong khi đó thị phần của VJC và HNV tính theo lượng hành khách suy giảm đáng kể so với những năm trước đây. Tuy nhiên trong điều kiện kinh tế ổn định sau đại dịch, từ những kinh nghiệm dồi dào của bộ máy quản lý, chúng tôi cho rằng VJC và HVN sẽ quay lại đường đua, “cắt cánh” hồi phục miếng bánh thị phần.

Đối với vận tải hàng không:

Hoạt động vận tải vẫn duy trì những dấu hiệu khả quan trong năm vừa qua, vận tải hàng hóa tháng 10 có những tín hiệu tích cực hơn với mức tăng ước tính đạt 135,4 triệu tấn hàng hóa vận chuyển, tăng 13,5% so với tháng trước và luân chuyển 26,9 tỷ tấn.km, tăng 10,7%. Tính chung 10 tháng năm 2021, vận tải hàng hóa đạt 1.335,3 triệu tấn hàng hóa vận chuyển, giảm 6,7% so với cùng kỳ năm trước (cùng kỳ năm 2020 giảm 7,5%) và luân chuyển 269,8 tỷ tấn.km, giảm 1,4% (cùng kỳ năm trước giảm 8,8%).

TỔNG SỐ HÀNG HOÁ THÔNG QUA VẬN TẢI HÀNG KHÔNG (ĐV: NGHÌN TẤN)

nguồn: CSI tổng hợp



TRIỂN VỌNG CỦA NGÀNH HÀNG KHÔNG TRONG NGẮN HẠN sẽ phụ thuộc vào sự hiệu quả các biện pháp phòng dịch, đặc biệt khi xét đến tính hiệu quả vaccine tuy nhiên chúng tôi cũng dè chừng trong việc đánh giá khả năng tăng trưởng lại của ngành hàng không không trong năm nay do

- (1) Chính phủ sẽ thận trọng hơn khi nối lại các đường bay quốc tế do lo lắng về rủi ro khả năng bùng phát ở nội địa và các quốc gia khác
- (2) Lượng khách du lịch quốc tế cũng chưa thể tăng nhanh được ngay trong năm nay, do du khách cần thời gian để xác nhận hiệu quả của vaccine và hiệu ứng tâm lý cẩn trọng hơn sau dịch.

Với những lý do đó, CSI cho rằng các chuyến bay quốc tế có thể được nối lại thí điểm bắt đầu từ cuối Q4/2021, và sẽ duy trì với tốc độ chậm trong ít nhất đến Q2 – 2022, nếu kịch bản kiểm soát dịch bệnh diễn biến tích cực hơn:

- Theo lộ trình thì Việt Nam sẽ nhận 150 triệu liều vaccine thành 7 đợt, trong đó đợt 1,2 sẽ ưu tiên lực lượng đầu ngành cùng nhân viên ngoại giao, hải quan và quân đội. Các đối tượng khác sẽ được tiêm từ đợt thứ 3 trở đi (dự kiến từ cuối quý II/2021 cho đến năm 2022). Cùng với nhu cầu du lịch và đi lại bị dồn nén trong thời gian dài, thị trường vận tải nội địa sẽ nhanh chóng hồi phục, đặc biệt là mua cao điểm du lịch cuối Q2 đầu Q3.

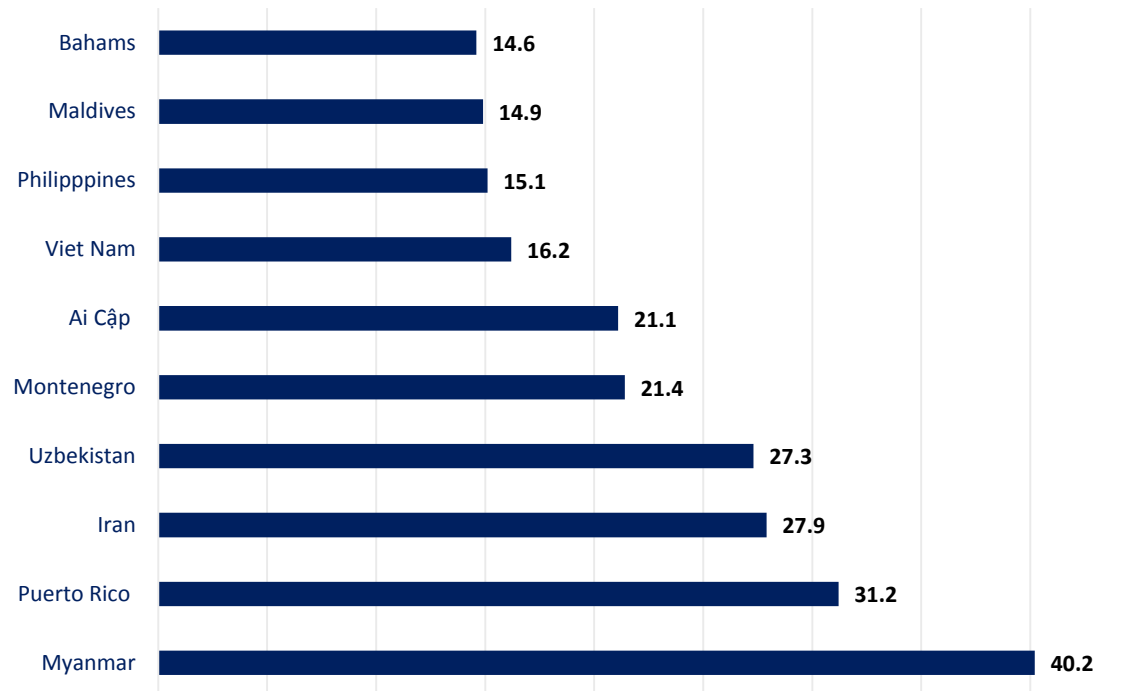


VỀ TRIỂN VỌNG DÀI HẠN, ngành vận tải hàng không Việt Nam vẫn đang trong quá trình phát triển và dự báo sẽ tăng trưởng mạnh trong thời gian tới, dựa trên các động lực sau: **(1)** Sự phục hồi của ngành Hàng không thế giới, **(2)** Việt Nam nằm trong khu vực hàng không năng động, tỷ lệ người được bay còn thấp so với khu vực **(3)** Hoạt động đầu tư và du lịch phát triển và **(4)** Sự hỗ trợ mạnh mẽ Chính Phủ về phát triển cơ sở hạ tầng đặc biệt dự án sân bay Long Thành làm giảm áp lực thiếu cung trong thời gian tới.

TOP 10 QUỐC GIA TĂNG TRƯỞNG DU LỊCH NHANH NHẤT THẾ GIỚI

Biểu đồ: Tăng trưởng khách quốc tế 2019 (YoY %)

nguồn: UNWTO, CSI tổng hợp



KẾT LUẬN:

Chúng tôi vẫn đánh giá cao **các doanh nghiệp dịch vụ hàng không** do kỳ vọng về việc gia tăng phí dịch vụ do **(1)** đánh giá nhu cầu vận chuyển hàng hóa gia tăng & **(2)** sự bùng nổ thương mại điện tử kéo theo nhu cầu vận chuyển hàng hóa gia tăng trong thời gian tới. Còn đối với các **doanh nghiệp cảng hàng không**, sự quá tải của hạ tầng mặt đất hàng không tại VN là câu chuyện nan giải, do 2 nguyên nhân: **(1)** Tốc độ tăng trưởng nóng liên tục trong thời gian gần đây khiến hầu hết các Cảng Hàng Không trọng điểm của VN rơi vào tình trạng quá tải (công suất thiết kế ở Sân Bay Tân Sơn Nhất: 136% và Sân Bay Nội Bài: 119%) **(2)** Hạ tầng sân bãi và đường băng đang xuống cấp và thiếu hụt do phục vụ lưu lượng cất cánh quá lớn, trong khi tài sản này vẫn do Nhà nước quản lý, mọi hoạt động bảo dưỡng đều phải sử dụng ngân sách phân bổ của chính phủ. Nên về dài hạn, chúng ta cũng cần đánh giá sự đầu tư của Chính Phủ vào hệ thống khai thác cảng để gia tăng sự phát triển đồng bộ toàn ngành.

Bảng: Chỉ số tài chính các doanh nghiệp dịch vụ hàng không niêm yết (nguồn: Fiinpro, CSI tổng hợp)

NĂM	Mã CK	Tên	2015				2016				2017				2018				2019				2020			
			DTT	g %	Lợi nhuận gộp	g %	DTT	g %	Lợi nhuận gộp	g %	1.DTT	g %	Lợi nhuận gộp	g %	DTT	g %	Lợi nhuận gộp	g %	1.DTT	g %	Lợi nhuận gộp	g %	DTT	g %	Lợi nhuận gộp	g %
1	ACV	Cảng Hàng không VN	13,268	25%	3,517	14.7%	14,710	11.0%	5,826	65.7%	13,873	-5.6%	5,648	-3.1%	16,141	16.6%	7,828	38.6%	18,348	13.7%	9,334	19.2%	7,791	-57.6%	1,389	-85.1%
2	NCT	CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài	799	18%	453	18.4%	689	-14.0%	392	-13.4%	720	4.5%	393	0.2%	690	-4.2%	345	-12.2%	699	1.4%	337	-2.4%	669	-4.3%	311	-7.6%
3	NCS	CTCP Suất ăn Hàng không Nội Bài	476	18%	94	46.2%	546	14.0%	107	14.5%	630	15.3%	135	25.8%	653	3.2%	95	-29.3%	669	2.1%	95	-0.1%	269	-58.7%	3	-97.3%
4	AST	CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco	39	0%	19	0.0%	317	720.0 %	168	792.3 %	659	108.0 %	348	106.7 %	865	31.2%	466	33.9%	1,141	31.9%	618	32.6%	359	-68.5%	150	-75.7%
5	SAS	CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất	1,996	0%	741	0.0%	2,089	5.0%	887	19.6%	2,369	13.4%	1,057	19.2%	2,659	12.2%	1,212	14.6%	2,895	8.9%	1,382	14.0%	919	-68.3%	446	-67.8%

KẾT LUẬN:

Nếu các yếu tố tích cực về dịch bệnh được phản ánh, chúng tôi cho rằng các hãng hàng không cũng cần phải mất ít nhất 2 năm để bù đắp khoản nợ & phục hồi tăng trưởng sau cơn “bão dịch”, tuy nhiên chúng tôi nhận thấy thời điểm khủng hoảng nhất của toàn ngành cũng đã qua đi, CSI cho rằng khả năng phục hồi & lấy lại sức tăng trưởng của VJC cao hơn các doanh nghiệp trong ngành do sự hiệu quả hơn trong việc quản lý chi phí, tiềm lực tài chính đủ mạnh và tầm nhìn sáng suốt của BLĐ. Nhìn về dài hạn chúng tôi vẫn coi hàng không là trong những ngành đáng đầu tư, tuy nhiên trong cuối năm 2021 và nửa đầu năm sau, chúng tôi không thực sự đánh giá cao ngành hàng không do lo ngại về sự “chống đỡ” của các doanh nghiệp trong ngành từ những ảnh hưởng nặng nề mà đại dịch để lại, và khuyến nghị các NĐT nên cân nhắc dãi ngân vào ngành hàng không trong thời điểm hiện tại.

Chỉ số tài chính các doanh nghiệp hàng trong toàn ngành hàng không (nguồn: Fiinpro, CSI tổng hợp)

Phân loại	Mã CK	Tên	Sàn	EPS cơ bản (VND)	P/E (Lần)	P/B (Lần)	Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	Tăng trưởng lợi nhuận gộp (%)	ROE (%)	ROA (%)	Tổng công nợ/Vốn CSH (Lần)
Vận tải HK	VJC	Vietjet Air	HOSE	281	470.44	4.21	71,492.70					
	HVN	Vietnam Airlines	HOSE	-7,815	-3.15		54,474.10					
Cảng HK	ACV	Cảng Hàng không VN	UPCOM	320	265.87	4.94	185,051.67	-74.33%	-2562.46%	1.84%	1.24%	0.48
Dịch vụ HK	NCT	DV Hàng hóa Nội Bài	HOSE	8,451	10.53	5.79	2,328.75	7.32%	9.38%	51.91%	43.55%	0.24
	NCS	Suất ăn Hàng không Nội Bài	UPCOM	-4,314	-5.84	5.37	452.46	-39.66%	-9.84%	-66.49%	-14.28%	5.16
	AST	Dịch vụ Hàng không Taseco	HOSE	-2,747	-19.99	6.36	2,470.50	-68.19%	-122.90%	-25.31%	-21.71%	0.15
	SAS	DV Hàng không sân bay TSN	UPCOM	474	58.16	2.42	3,675.53	-46.11%	-39.41%	4.29%	3.66%	0.14

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU VNCSI:

Email: csi.research@vncsi.com.vn - Tel: (+84) 24 3926 0099 (109)

Nguyễn Phương Linh

Chuyên viên phân tích

Email : linhnp@vncsi.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. CSI, nhân viên của CSI có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

TRỤ SỞ CSI

Tầng 11 Tòa Nhà Diamond Flower, số 48 Lê Văn Lương, Phường Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội
ĐT: + 84 24 3926 0099 Webiste: <https://www.vncsi.com.vn/>