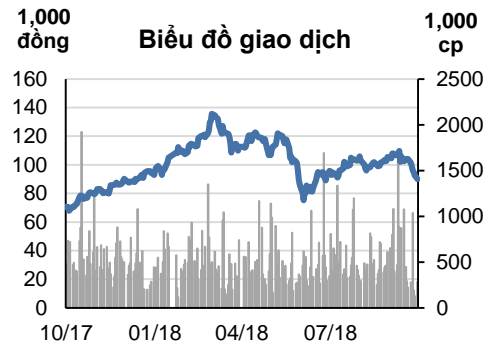


HVN (UPCOM) Báo cáo thăm doanh nghiệp 01/03/2019

Hàng không Kết quả kinh doanh khiêm tốn

Giá thị trường (VND) 42,600



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	29%	9%	24%	-9%
Tương đối	18%	0%	20%	-2%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 06/03/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	27.3k-48.7k
SL lưu hành (triệu cp)	1,418
Vốn hóa (tỷ đồng)	60,419
Vốn hóa (triệu USD)	2,604
% khối ngoại sở hữu	9%
SL cp tự do (triệu cp)	71
KLGD TB 3 tháng (cp)	645,166
VND/USD	23,200
Index: VNIndex / HNX	992/108

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 06/03/2019

Bộ Giao thông Vận tải	86.16%
ANA Holdings Inc.	8.77%

Nguồn: Stoxplus, KIS

Năm 2018, HVN đã vận chuyển 21.9 triệu hành khách (không bao gồm số liệu của Jetstar Pacific Airline - JPA), trong đó lượng hành khách nội địa đạt mức 13.1 triệu người. Các con số gần giống như năm ngoái cho thấy tăng trưởng của Hãng hàng không quốc gia Việt Nam chững lại ở cả thị trường nội địa và quốc tế trong năm 2018 trong khi tổng lượt khách hàng không Việt Nam ước tính tăng 15%. Theo ban lãnh đạo của HVN, lý do chậm tăng trưởng là vì HVN quyết định tập trung vào gia tăng hiệu quả hoạt động.

Mặt khác, chúng tôi tin rằng việc hạn chế công suất đội bay cũng đóng một vai trò quan trọng trong vấn đề này. Tính đến hết tháng 12/2018, đội bay của HVN có 93 máy bay, ít hơn 1 chiếc so với năm 2017 và chỉ có 3 chiếc A321neo và A350 mới được giao từ Airbus trong 2018. Theo kế hoạch giao máy bay trong 2018, HVN sẽ nhận được 9-10 chiếc A321neo trong 6T2018, tuy nhiên do có trục trặc trong quá trình sản xuất động cơ Pratt & Whitney, HVN chỉ nhận được 3 chiếc A321neo vào tháng 11-12/2018. Theo ước tính của chúng tôi, điều này dẫn đến việc công suất ghế đội bay của HVN chỉ tăng nhẹ 1% trong khi nhu cầu vận tải hàng không vẫn tăng mạnh trong năm 2018.

Dù vậy, với hệ số tài vẫn ở mức cao (82.3%), doanh thu thuần của HVN đã đạt mức cao kỷ lục 96,821 tỷ đồng (+16.7%). Tuy nhiên, tương đồng với dự phóng trước đây của chúng tôi, sự kết hợp của việc giá nhiên liệu tăng (+30% n/n lên mức 82.97 USD/thùng với Jet A1) và tỷ giá USD/VND tăng 1.3%, HVN đã phải chịu mức tăng ước tính 35% n/n ở chi phí nhiên liệu và khoảng lỗ tỷ giá 808 tỷ đồng. Do đó, LNST năm 2018 chỉ ở mức 2,533 tỷ đồng (-5% n/n); EPS ở mức 1,181 đồng (-4% n/n).

Tiềm năng hấp dẫn

Ban lãnh đạo HVN đã chia sẻ mục tiêu đạt 25 triệu hành khách trong năm 2019 (+14%) từ việc lấy lại thị trường nội địa và triển khai thêm công suất trên các tuyến Bắc Á để nắm bắt tăng trưởng mạnh mẽ trên các tuyến này với tổng số 22 máy bay được giao cho HVN trong 2019 (17 chiếc A321neo, 2 chiếc A350 và 3 chiếc Boeing 737Max10). Từ đó, doanh thu dự kiến năm 2019 là khoảng 112,000 tỷ đồng (+13% n/n).

Cũng được ban lãnh đạo tiết lộ, HVN dự kiến sẽ chính thức niêm yết trên sàn HOSE/HSX trong 2Q2019 khi chỉ còn chờ báo cáo tài chính 2018 đã kiểm toán để hoàn tất theo yêu cầu của HOSE. Việc chuyển đổi này (từ UpCOM sang HOSE) được kỳ vọng sẽ làm tăng tính minh bạch thông tin của HVN và chủ yếu là chuẩn bị cho quá trình thoái vốn của Nhà nước trong thời gian sắp tới.

Liên quan đến việc thoái vốn Nhà nước, HVN cho biết trong đề án đã trình lên Ủy ban Quản lý Vốn Nhà nước (CMSC) vào cuối tháng 02/2019 thì phương hướng chính sẽ là Nhà nước sẽ giảm quyền sở hữu tại HVN bằng cách bán một phần cổ phần và kết hợp với việc HVN phát hành thêm cổ phiếu; việc thoái vốn cũng được kỳ vọng sẽ diễn ra trong năm 2019. Tuy nhiên, thông tin chính thức sẽ được công bố sau khi kế hoạch thoái vốn chính thức được phê duyệt từ CMSC và Thủ tướng Chính phủ.

Võ Hoàng Bảo

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1460

Bao.vh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 2,604 tỷ đồng				
Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018U	2019F
Doanh thu thuần	65,942	70,089	82,951	96,821	116,941
Tăng trưởng (%)	-4%	6%	18%	17%	21%
Từ Vietnam Airlines & VASCO	53,805	56,993	63,967	71,552	86,421
Từ các công ty con khác	12,137	13,096	18,984	25,269	30,520
GVHB	56,918	59,246	72,278	84,614	101,508
Biên LN gộp (%)	14%	15%	13%	13%	13%
Chi phí BH & QLDN	6,084	6,701	7,198	7,365	8,884
EBITDAR	15,372	20,113	21,260	22,559	30,046
Biên lợi nhuận (%)	23%	29%	26%	23%	26%
Chi phí thuê máy bay	8,214	10,753	12,593	12,524	18,304
EBITDA	7,158	9,360	8,667	10,035	11,742
Biên lợi nhuận (%)	11%	13%	10%	10%	10%
Khấu hao	4,219	5,218	5,193	5,193	5,193
Lợi nhuận từ HĐKD	2,939	4,142	3,475	4,842	6,549
Biên LN HĐKD (%)	4%	6%	4%	5%	6%
Chi phí lãi vay ròng	1,041	1,230	1,351	1,209	1,087
% so với nợ ròng	2%	2%	3%	3%	4%
Khả năng trả lãi vay (x)	2.8	3.4	2.6	4.0	6.0
Lãi/lỗ khác	-849	-311	1,031	-394	-353
Lãi/lỗ tỷ giá	-1,919	-665	138	-808	-835
LN từ SLB	0	77	772	577	577
Chi phí liên quan đến nợ và thuế tài chính dài hạn	-184	-299	-291	-634	-567
Thuế	243	495	496	707	1,022
Thuế suất hiệu dụng (%)	23%	19%	16%	22%	20%
Lợi nhuận ròng	806	2,105	2,659	2,533	4,087
Biên lợi nhuận (%)	1%	3%	3%	3%	3%
Lợi ích CĐ thiếu số	300	51	289	251	436
LN cho công ty mẹ	506	2,055	2,371	2,282	3,651
Số lượng CP (triệu)	1,120	1,228	1,228	1,418	1,418
EPS hiệu chỉnh (VND)	346	1,131	1,227	1,181	1,889
Tăng EPS (%)	57%	198%	8%	-17%	60%
Cổ tức (VND)	415	370	824	990	1,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	52%	21%	38%	52%	52%

EBITDAR = DT thuần – (GVHB – Khấu hao – Chi phí thuế)

– Chi phí BH & QLDN

EBITDA = EBITDAR – Chi phí thuế

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2015	2016	2017	2018U	2019F
Thay đổi vốn lưu động	113	-2,572	-4,442	411	-613
Capex	23,161	9,808	-7,118	-1,342	-2,343
Dòng tiền khác	-1,212	2,280	299	1,001	1,001
Dòng tiền tự do	-17,037	-2,191	19,112	7,656	13,237
Phát hành cổ phiếu	0	2,567	63	839	839
Cổ tức	420	434	1,011	1,310	1,418
Thay đổi nợ ròng	17,457	58	-18,164	-7,185	-12,657
Nợ ròng cuối năm	57,278	57,336	39,172	31,987	19,330
Giá trị doanh nghiệp	105,256	105,404	87,317	80,031	67,810
Tổng VCSH	12,142	16,245	17,433	18,607	22,114
Lợi ích cổ đông thiểu số	472	562	639	538	975
VCSH	11,671	15,683	16,794	18,068	21,140
Giá trị sổ sách/cp (VND)	10,421	12,776	13,681	12,739	14,905
Nợ ròng / VCSH (%)	472%	353%	225%	172%	87%
Nợ ròng / EBITDA (x)	8.0	6.1	4.5	3.2	1.6
Tổng tài sản	89,182	96,480	88,550	82,182	73,032

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017	2018U	2019F
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiếu số)	5%	15%	15%	13%	19%
ROA (%)	1%	2%	3%	3%	6%
ROIC (%)	3%	4%	6%	6%	11%
WACC (%)	4%	5%	6%	7%	10%
PER (x)	111.8	34.2	31.5	32.8	20.5
PBR (x)	3.2	2.6	2.4	2.6	2.2
PSR (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	14.7	11.3	10.1	8.0	5.8
EV/Sales (x)	1.6	1.5	1.1	0.8	0.6
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	0.8%	0.8%	1.8%	2.6%	2.6%

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.