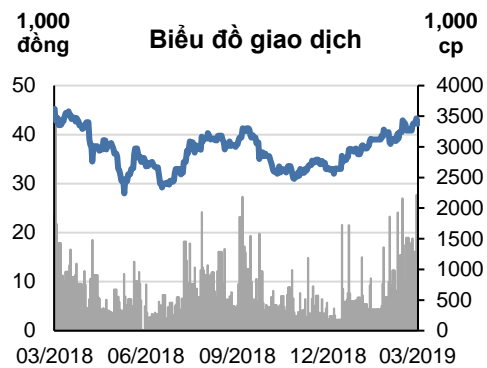


**HVN (UPCOM) Kỳ vọng tích cực**

**Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG**

<b>Hàng không</b>	
Giá thị trường (VND)	<b>42,200</b>
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	<b>64,100</b>
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	51.9%
Suất sinh lợi cổ tức	2.3%
Suất sinh lợi bình quân năm	<b>54.2%</b>



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	<b>YTD</b>	<b>1T</b>	<b>3T</b>	<b>12T</b>
<b>Tuyệt đối</b>	28%	10%	27%	-4%
<b>Tương đối</b>	15%	5%	17%	7%

*Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex*

**Thống kê 20-03-19**

<b>Thấp/Cao 52 tuần (VND)</b>	28.0k-44.7k
<b>SL lưu hành (triệu cp)</b>	1,418
<b>Vốn hóa (tỷ đồng)</b>	59,852
<b>Vốn hóa (triệu USD)</b>	2,579
<b>% khối ngoại sở hữu</b>	9%
<b>SL cp tự do (triệu cp)</b>	71
<b>KLGD TB 3 tháng (cp)</b>	797,345
<b>VND/USD</b>	23,208
<b>Index: VNIndex/HNX</b>	1,007/110

*Nguồn: Bloomberg*

**Cơ cấu sở hữu 20-03-19**

<b>Bộ Giao thông Vận tải</b>	86.16%
<b>ANA Holdings Inc.,</b>	8.77%

*Nguồn: Stoxplus*

**Võ Hoàng Bảo**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1460  
Bao.vh@kisvn.vn  
www.kisvn.vn

**Quan điểm đầu tư:**

- **Nhu cầu vận tải hàng không tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2019 và 2020:** Mặc dù vẫn đang giảm tốc, thị trường hàng không nội địa được kỳ vọng sẽ duy trì tăng trưởng trong 3 năm tới; và thị trường quốc tế sẽ được thúc đẩy nhờ nhu cầu du lịch trên các tuyến Bắc Á.
- **Giá dầu ổn định:** Kỳ vọng về giá dầu thấp hơn được coi là một tín hiệu tích cực về cả kết quả kinh doanh và định giá cho các hãng hàng không trong năm 2019 khi áp lực về biên lợi nhuận được giảm đáng kể.
- **Tiềm năng phục hồi thị phần:** Sau đợt hoãn giao máy bay trong năm 2018, công suất đội bay của HVN sẽ được mở rộng với 17 chiếc A321neo thân hẹp, 3 chiếc 787-10 và 2 chiếc A350. Đây là yếu tố quan trọng giúp Vietnam Airlines lấy lại thị phần trong nước và nắm bắt tăng trưởng mạnh mẽ của thị trường khu vực. Những thay đổi trong thị trường nội địa đến từ những hãng mới tham gia được ước tính không đáng kể.
- **Hỗ trợ từ chuỗi giá trị:** Với các công ty con/liên kết tham gia tất cả các phần trong chuỗi giá trị hàng không Việt Nam, HVN tiếp tục là bên hưởng lợi trực tiếp đầu tiên từ sự bùng nổ của ngành.
- **Tiềm năng từ thoái vốn Nhà nước:** Sau khi niêm yết trên sàn HSX vào 2Q2019, việc thoái vốn cũng được HVN kỳ vọng sẽ diễn ra trong năm. Điều này có thể giúp hãng hàng không truyền thống duy nhất của Việt Nam cải thiện hoạt động dài hạn và cải thiện mức định giá.

**Rủi ro:**

- Biến động mạnh của giá nhiên liệu và tỷ giá.
- Rủi ro an toàn hàng không.
- Thay đổi trong chính sách du lịch khu vực.

**Khuyến nghị:**

Sử dụng EV/EBITDAR trung bình 3 năm của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực (4.0) và dự phóng 2019, chúng tôi định giá cổ phiếu HVN ở mức **64,100 đồng** vào cuối năm 2019. Với mức giá hôm nay (19/03/2019) là 42,200 đồng, tổng lợi nhuận kỳ vọng 1 năm là **54.2%** (bao gồm 2.3% tỷ lệ cổ tức dự kiến). Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu HVN cho khung thời gian đầu tư 1 năm.

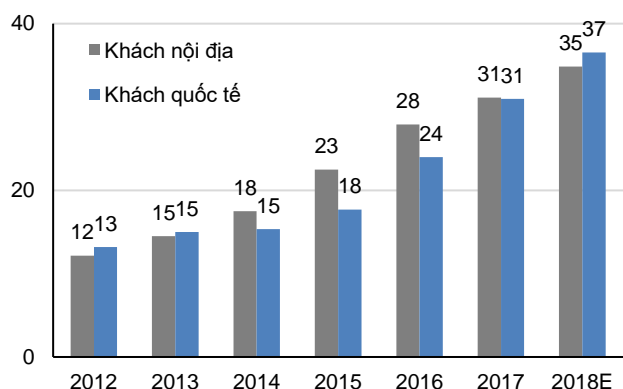
<b>Tỷ đồng</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018U</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>70,089</b>	<b>82,951</b>	<b>96,821</b>	<b>117,344</b>	<b>135,458</b>
<i>Tăng trưởng (%)</i>	6%	18%	17%	21%	15%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>2,105</b>	<b>2,659</b>	<b>2,533</b>	<b>2,982</b>	<b>3,750</b>
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	3%	3%	3%	3%	3%
<b>EPS (hiệu chỉnh, VND)</b>	<b>1,131</b>	<b>1,227</b>	<b>1,181</b>	<b>1,455</b>	<b>1,839</b>
<i>Tăng trưởng (%)</i>	227%	8%	-4%	23%	26%
<b>ROE (%)</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>
<b>Nợ ròng/VCSH (%)</b>	353%	225%	172%	96%	29%
<b>P/E (x)</b>	37.30	34.40	35.73	29.01	22.95
<b>P/B (x)</b>	2.86	2.67	2.87	2.52	2.17
<b>EV/EBITDA (x)</b>	5.45	4.31	3.81	2.60	1.93
<b>Suất sinh lợi cổ tức (%)</b>	<b>0.76%</b>	<b>1.69%</b>	<b>2.35%</b>	<b>1.90%</b>	<b>1.90%</b>

## 1. Nhu cầu vận tải hành khách tăng trưởng trong 2019

### 1.1. Thị trường trong nước chậm lại

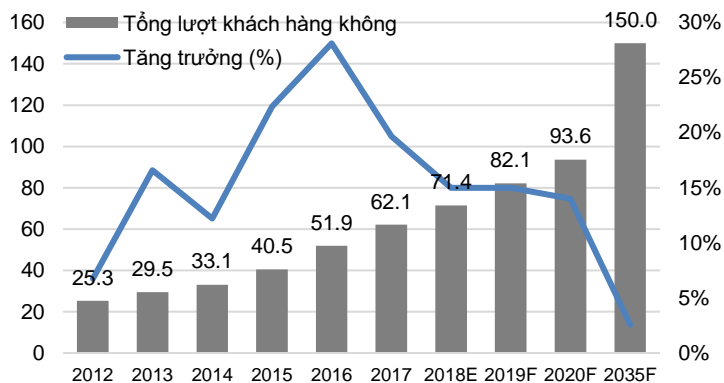
Tốc độ tăng trưởng về số lượng hành khách của thị trường hàng không nội địa Việt Nam đã chậm lại đáng kể sau giai đoạn “tăng trưởng vàng” 2013 - 2017. Năm 2018, số lượng hành khách nội địa ước tính là 34.9 triệu (+12% n/n); trong đó, lượng hành khách quốc tế đã vượt qua lượt khách nội địa và đạt 37 triệu hành khách (+18% n/n).

Hình 1. Lượt khách hàng không Việt Nam



Nguồn: IATA, CAPA, CAA, ASEANStats, VJC, HVN, KIS

Hình 2. Tăng trưởng lượt khách hàng không tại Việt Nam



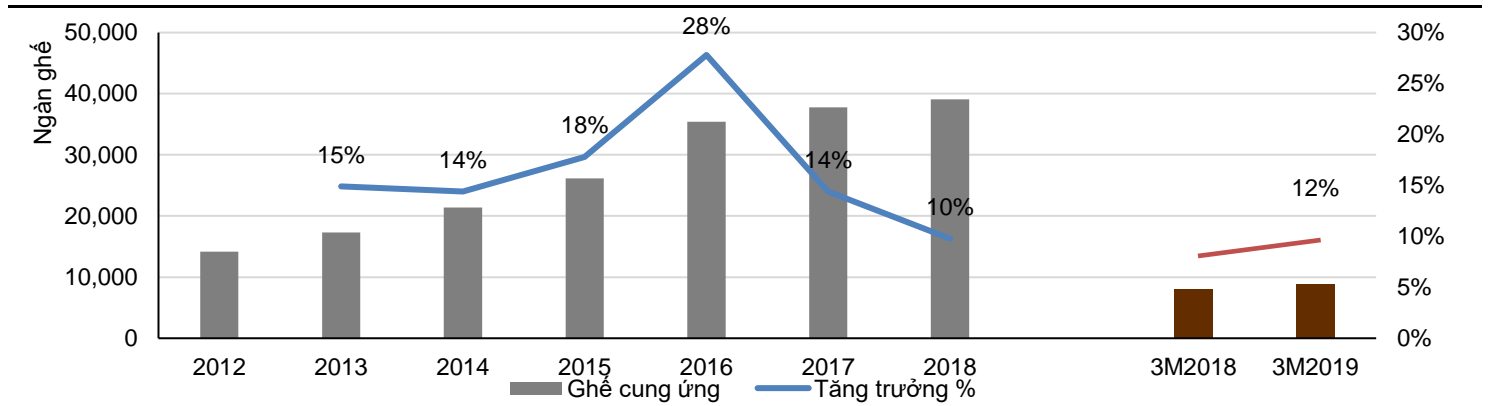
Nguồn: IATA, CAPA, CAA, ASEANStats, VJC, HVN, KIS

Theo ban lãnh đạo Vietjet (HOSE: VJC), các hãng hàng không trong nước đang khai thác hầu hết các tuyến bay nội địa và lựa chọn khả thi hiện nay là tăng tần suất chuyến bay, trong đó các tuyến sinh lợi cao gần như đã đạt tần suất tối đa. Do đó, tốc độ tăng trưởng nội địa khó có thể lặp lại mức tăng mạnh như trong quá khứ. Vietnam Airlines cũng chia sẻ rằng mặc dù hãng này vẫn kỳ vọng nhu cầu nội địa sẽ tiếp tục tăng trưởng, tuy nhiên việc mở các tuyến mới và gia tăng tần suất của họ hầu hết sẽ được triển khai trên thị trường quốc tế.

Từ số liệu thống kê do Cục Hàng không Việt Nam (CAAV), trong hai tháng đầu năm 2019, các hãng hàng không nội địa Việt Nam đã thực hiện 54,531 chuyến bay (+14% n/n). Cụ thể hơn, theo dữ liệu từ tổ chức Center for Aviation (CAPA) và OAG, từ ngày 01/01/2019 đến 18/03/2019, tổng lượt ghế cung ứng của các hãng hàng không Việt Nam đã tăng 12% n/n, trong đó lượt ghế nội địa tăng trưởng 9%.

CAPA kỳ vọng rằng mặc dù thị trường nội địa của Việt Nam sẽ bước vào giai đoạn bão hòa trong những năm tiếp theo nhưng với cơ sở hạ tầng hàng không được nâng cấp tại một số điểm du lịch mới ở các thành phố cấp 2 (Cần Thơ, Phú Quốc, v.v...), thị trường nội địa vẫn có thể tăng trưởng khoảng 10% trong 3-5 năm tới trước khi giảm tốc độ tăng trưởng về 1 chữ số trong dài hạn.

Hình 3. Lượt ghé cung ứng nội địa của các hãng hàng không Việt Nam



Nguồn: CAPA - Centre for Aviation, OAG, KIS

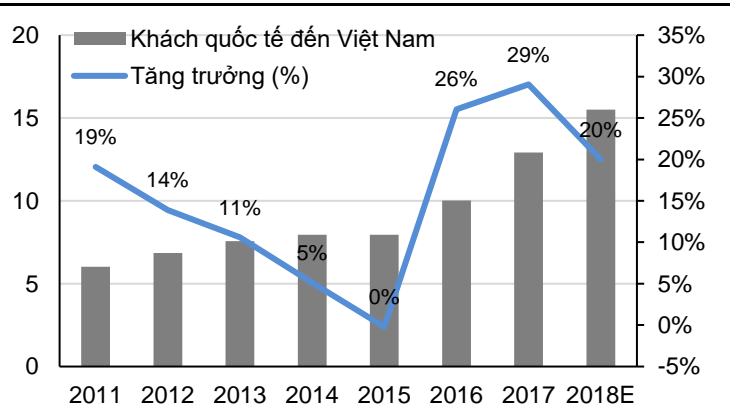
\* Dữ liệu 3 tháng được thu thập trong 11 tuần đầu tiên của năm. 3T2019 là từ ngày 01/01/2019 đến ngày 18/03/2019

### 1.2. Bắc Á là động lực tăng trưởng chính của thị trường quốc tế

Do sự giảm tốc ở thị trường nội địa, các hãng hàng không đã chuyển sang các tuyến quốc tế kể từ cuối 2017. Có thể thấy rõ điều này qua sự mở rộng ra khu vực của hãng hàng không giá rẻ (LCC) Vietjet năm 2018 khi 22/23 tuyến mới thành lập là tuyến quốc tế.

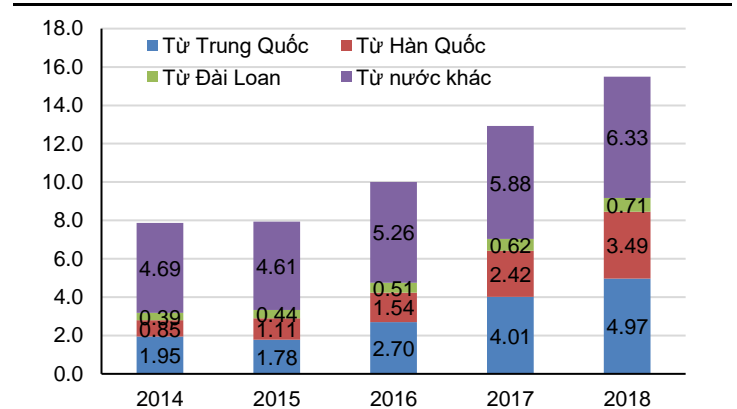
Sự gia tăng mạnh mẽ của hành khách quốc tế đến từ các tuyến du lịch “inbound” (khách quốc tế đến Việt Nam), đặc biệt là từ các thị trường Bắc Á như Trung Quốc, Đài Loan và Hàn Quốc, đóng góp hơn 50% tổng số du khách nước ngoài đến Việt Nam trong 2018.

Hình 4. Lượt khách nước ngoài đến Việt Nam, 2011-2018E



Nguồn: GSO, KIS

Hình 5. Du khách đến từ Trung Quốc, Hàn Quốc và Đài Loan



Nguồn: GSO, KIS

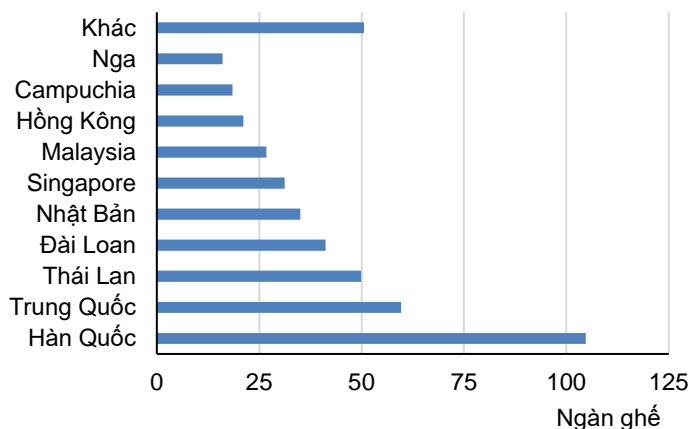
Vào tháng 12/2018, Chính phủ Hàn Quốc chính thức nới lỏng quy định thị thực đối với du khách Việt Nam. Theo đó, từ năm 2019, du khách Việt Nam có hộ khẩu tại các thành phố lớn (Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh và Đà Nẵng) có thể được cấp visa vào Hàn Quốc nhiều lần với thời hạn 5 năm.

Ngoài ra, sau một thời gian ngắn đình chỉ visa Quan Hồng (visa đặc biệt của Đài Loan dành cho khách du lịch Việt Nam không cần chứng minh tài chính) do sự việc mất

tích của 152 du khách Việt Nam tại Đài Loan vào hồi cuối năm ngoái, Đài Loan đã quyết định khôi phục loại thị thực này từ ngày 20/03/2019. Mặc dù các quy định sẽ được thắt chặt hơn, nhưng việc mở lại visa Quan Hồng sẽ thúc đẩy số lượng khách du lịch Việt Nam đến Đài Loan và đóng góp cho sự phát triển thị trường quốc tế.

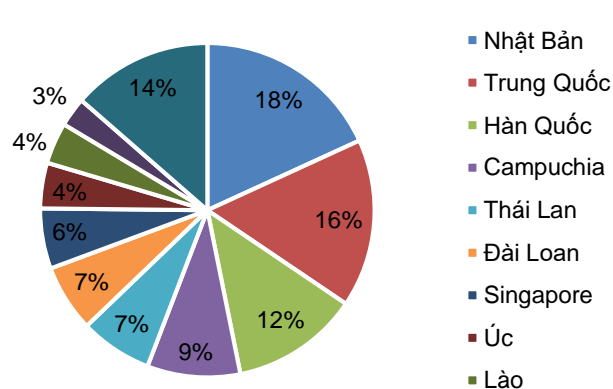
Do đó, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng của tổng lượt hành khách hàng không Việt Nam là 12-15%/năm trong 2019 và 2020. Ngoài ra, các chuyến bay ngắn đến Bắc Á cũng là trọng tâm thứ 2 của HVN bên cạnh thị trường nội địa; do đó, nhu cầu mạnh mẽ từ các điểm đến Bắc Á cũng góp phần thúc đẩy sự tăng trưởng của HVN.

Hình 6. Ghế cung ứng quốc tế của Việt Nam theo quốc gia



Nguồn: CAPA, KIS; vào tuần bắt đầu từ ngày 18/03/2019

Hình 7. Ghế cung ứng quốc tế của Vietnam Airlines



Nguồn: CAPA, KIS; vào tuần bắt đầu từ ngày 18/03/2019

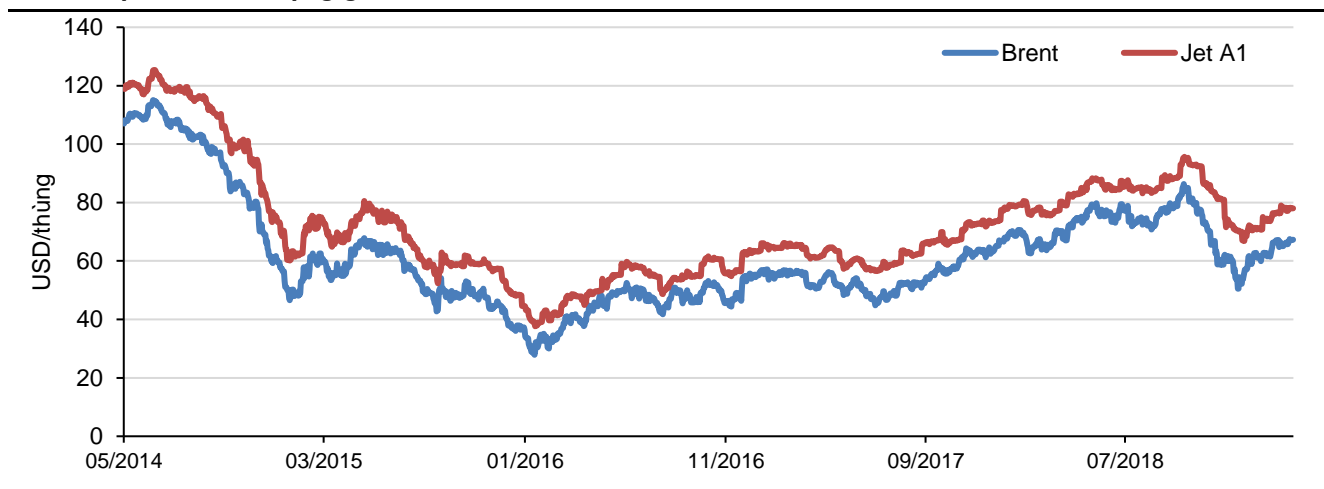
## 2. Giá dầu ổn định

Do các động thái của các quốc gia và nhóm sản xuất/xuất khẩu dầu mỏ (chủ yếu là Mỹ, Nga và nhóm OPEC), giá dầu Brent và Jet A1 đã tăng mạnh trong 6T2018 trước khi đạt mức cao nhất 86.29 USD/thùng vào tháng 10/2018. Trung bình, giá dầu Brent và JetA1 năm 2018 lần lượt ở mức khoảng 71.55 USD/thùng (+30% n/n) và 82.97 USD/thùng (+29% n/n). Điều này đã gây ra một tác động tiêu cực lớn đối với tất cả các hãng hàng không Việt Nam, đặc biệt là khi mà các hãng hầu như không có kế hoạch hedging cho các biến động về nhiên liệu đáng kể nào.

Theo EIA, giá dầu Brent trung bình được dự báo sẽ vào khoảng 61 USD/thùng vào năm 2019 (-17% n/n). Bất chấp thỏa thuận cắt giảm sản lượng của OPEC+ vào năm 2019, việc tăng sản xuất dầu đá phiến của Mỹ sẽ “nuốt trọn” thỏa thuận của OPEC+. Bên cạnh đó, những lo ngại về tốc độ tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong năm 2019 đã dẫn đến tăng trưởng dự kiến thấp hơn về nhu cầu dầu mỏ. Do đó, các triển vọng ở cả cung và cầu dầu mỏ được ước tính sẽ gây áp lực giảm đáng kể lên giá dầu. Trong kịch bản khả quan nhất cho các hãng hàng không, chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent có thể giảm xuống mức 60-70 USD/thùng. Tuy nhiên, vì nhân tố này có thể có

các biến động bất thường, chúng tôi lựa chọn phương án thận trọng trong dự phóng 2019 với giá kỳ vọng của dầu Brent và JetA1 là 73 USD và 85 USD/thùng (+2% n/n).

**Hình 8. Lịch sử biến động giá dầu Brent/Jet A1**



Nguồn: Bloomberg, KIS

Nhìn chung, việc giá nhiên liệu trung bình được kỳ vọng thấp hơn có thể coi là một tín hiệu tích cực cho các hãng hàng không về cả kết quả kinh doanh dự kiến và định giá trong năm 2019 khi áp lực về biên lợi nhuận có thể giảm đáng kể.

### 3. Tiềm năng phục hồi thị phần

#### 3.1. Công suất đội bay phục hồi

Năm 2018, việc hạn chế công suất đội bay có thể được coi là nguyên nhân thiết yếu dẫn đến tăng trưởng khiêm tốn của HVN khi hầu hết các số liệu hoạt động không đổi so với năm 2017. Tính đến hết tháng 12/2018, đội bay của HVN có 93 máy bay (ít hơn 1 chiếc so với năm 2017). Theo kế hoạch giao máy bay trong 2018, HVN đúng ra đã nhận được 9 - 10 chiếc A321neo và 2 chiếc A350, tuy nhiên do một số trục trặc trong quá trình sản xuất động cơ Pratt & Whitney, HVN chỉ nhận được 3 chiếc A321neo vào tháng 11-12/2018 và 2 chiếc A350. Do đó, công suất ghế đội bay của HVN đã bị hạn chế trong năm 2018.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sự thiếu hụt công suất này chỉ là một yếu tố ngắn hạn khi hãng hàng không truyền thống (FSC) này sẽ nhận được 22 máy bay vào năm 2019 và 4 chiếc vào năm 2020. Trong đó, tất cả 17 chiếc A321neo đã đặt hàng sẽ được giao đến HVN trong năm nay. Từ đó, chúng tôi ước tính công suất ghế của đội bay HVN sẽ tăng 20% trong năm 2019 và 4% vào năm 2020.

#### 3.2. Tiềm năng phục hồi thị phần trong nước

Công suất đội bay gần như giảm trong 2018 trong khi nhu cầu du lịch hàng không ở Việt Nam vẫn tăng mạnh, thị phần nội địa của HVN đã bị thu hẹp đáng kể từ 42% năm 2017 xuống còn khoảng 38% vào năm 2018.

Tuy nhiên, với sự gia tăng trở lại của công suất đội bay, đặc biệt là từ các máy bay A321neo, HVN sẽ có đủ khả năng tập trung vào ưu tiên số một của mình: thị trường nội địa. Chúng tôi kỳ vọng thị phần nội địa của HVN sẽ hồi phục về mức 40-42% vào năm 2019 và 2020. Hơn nữa, với 28 mẫu máy bay thân rộng (787-9 và 787-10), Vietnam Airlines có thể tiếp tục mở rộng hoạt động đến các điểm đến xa hơn trong khu vực Bắc Á, đặc biệt là đảm bảo thị phần của mình tại Hàn Quốc và Nhật Bản.

### 3.3. Hỗ trợ từ chuỗi giá trị

Bên cạnh nhóm ba hãng hàng không của HVN: Vietnam Airlines (hãng hàng không truyền thống-FSC), VASCO (dự kiến đổi tên thành SkyViet) và Jetstar Pacific Airline (hãng giá rẻ-LCC), lợi thế độc nhất của HVN đến từ các công ty con và liên doanh/công ty liên kết. Danh sách các liên doanh và công ty con trực tiếp của HVN vào cuối năm 2018 như sau:

Công ty con	Sở hữu	Ngành nghề KD	Doanh thu 2017	LNTT 2017
Jetstar Pacific	69%	Hãng hàng không	N.A	N.A
Skypec	100%	Nhiên liệu hàng không	20,768	321
VAECO	100%	Bảo dưỡng máy bay	2,233	128
VACS	100%	Suất ăn hàng không	826	172
VIAGS	100%	Dịch vụ mặt đất	1,857	167
NCT	55%	Nhà ga hàng hóa	742	340
TCS	55%	Nhà ga hàng hóa	815	515
TECS Express	51%	Logistics	300	78
Vinako	65%	Giao nhận hàng không	148	18
NCS	60%	Suất ăn hàng không	616	105
NAS	51%	Dịch vụ mặt đất	420	2
VFT	52%	Huấn luyện phi công	47	8
AITS	53%	Dịch vụ IT	193	9
Alsimexco	51%	XNK lao động hàng không	330	5
Sabre	52%	Dịch vụ IT	78	9

Nguồn: HVN, KIS

Công ty liên doanh/ liên kết	Sở hữu	Ngành nghề KD	Doanh thu 2017	LNTT 2017
VALC	32%	Cho thuê máy bay	1,945	605
Cambodia Angkor Air	49%	Hãng hàng không	N.A	N.A
MAS	36%	Dịch vụ mặt đất	297	49
Airimex	41%	Xuất nhập khẩu	255	10
Aplaco	30%	Sản xuất nhựa	N.A	N.A

Nguồn: HVN, KIS

Từ các danh sách trên, chúng ta có thể thấy rằng mạng lưới các công ty con và liên doanh/liên kết của HVN tham gia trực tiếp và gián tiếp mọi nút trong chuỗi giá trị của

ngành hàng không Việt Nam. Một mặt, điều này sẽ khiến HVN trở thành người hưởng lợi trực tiếp đầu tiên của ngành khi không chỉ hưởng lợi từ sự tăng trưởng của lượt hành khách (đối với các hãng hàng không của HVN), mà cả tăng trưởng về lượt bay của cả thị trường (đối với các công ty con và công ty liên kết).

Mặt khác, theo tiết lộ từ HVN, Jetstar Pacific Airlines (JPA) đã không phát sinh lỗ trong năm 2018 và hiện đang trong quá trình tái cấu trúc, dự kiến sẽ bắt đầu có lợi nhuận từ năm 2019. Do đó, mạng lưới các công ty con cũng sẽ hỗ trợ HVN tốt hơn về biên lợi nhuận, dòng tiền từ năm 2019 trở đi.

### 3.4. Thị trường nội địa không biến động đáng kể

Bầu trời trong nước dường như trở nên đông đúc hơn không chỉ do sự mở rộng nhanh chóng của những hãng hiện tại mà còn do sự xuất hiện của những hãng mới: Bamboo Airways (một công ty con của Tập đoàn FLC - HSX: FLC) bắt đầu hoạt động từ ngày 16/01/2019 và một liên doanh của Air Asia và Hãng hàng không Hải Âu (dự kiến bắt đầu hoạt động vào nửa cuối 2019, chưa được cấp giấy phép bay). Những hãng mới này có thể chiếm một phần thị phần nội địa, nhưng ảnh hưởng đến HVN có thể không đáng kể do:

**(1) Số lượng slot bay hạn chế:** Các “ông lớn” hiện tại (Vietnam Airlines và Vietjet) đang nắm giữ hầu hết các slot tại các sân bay lớn và cũng sở hữu tần suất bay cao nhất trong những “tuyến bay vàng”. Trong khi đó, tình trạng quá tải vẫn là một vấn đề nổi cộm tại các sân bay lớn, vậy nên sẽ không còn nhiều slot bay cho các đối thủ mới.

**(2) Hạn chế trong cơ sở hạ tầng hàng không:** Như có thể thấy ở trên, gần như toàn bộ chuỗi giá trị hàng không Việt Nam được chia sẻ giữa HVN và Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (UpCOM: ACV). Đây là một lợi thế đặc biệt nhất của HVN so với các đối thủ khác khi họ bị hạn chế trong việc lựa chọn nhà cung cấp dịch vụ mặt đất và hỗ trợ, một yếu tố quan trọng đối với bất kỳ hãng hàng không nào.

**(3) Giới hạn về công suất đội bay:** Tính đến ngày 18/03/2019, đội bay hiện tại gồm 6 máy bay của hãng hàng không Bamboo và một đội bay dự kiến gồm 5-6 máy bay của Liên doanh AirAsia dường như không thể so sánh với hai hãng lớn nội địa hiện tại (HVN với 91 chiếc đang hoạt động và 4 chiếc đang bảo trì, VJC với 63 chiếc đang hoạt động và 1 chiếc đang bảo trì).

Vì vậy, theo chúng tôi, Vietnam Airlines có thể duy trì vị thế cũng như khả năng thương lượng của mình tại thị trường nội địa, và có thể chuyển một phần mức tăng của chi phí đầu vào (giá nhiên liệu, giá cho thuê, v.v.) sang giá dịch vụ.

## 4. Tín hiệu tích cực từ tiềm năng thoái vốn Nhà nước

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, 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 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 cũng chuẩn bị cho quá trình thoái vốn của Nhà nước trong thời gian sắp tới.

Liên quan đến việc thoái vốn của Nhà nước, HVN tiết lộ phương hướng chính cho việc thoái vốn Nhà nước gồm: (1) Nhà nước bán một phần cổ phần VÁ (2) HVN phát hành thêm cổ phiếu. Phương án đề xuất của HVN đã được đệ trình lên Ủy ban Quản lý Vốn Nhà nước (CMSC) vào cuối tháng 02/2019 và hiện đang chờ phê duyệt từ CMSC và Thủ tướng. Mặc dù vẫn cần một thời gian trước khi các thông tin chính thức được công bố, việc thoái vốn cũng được HVN kỳ vọng sẽ diễn ra trong 2019. Bên cạnh tiềm năng cải thiện hoạt động kinh doanh dài hạn, kỳ vọng về thoái vốn cũng có thể hỗ trợ cho định giá HVN trong ngắn hạn.

## 5. Dự phóng và định giá

### 5.1. Dự phóng

Tỷ đồng	2017	2018	2019F	2020F	Giả định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>82,951</b>	<b>96,821</b>	<b>117,344</b>	<b>135,458</b>	Số lượng hành khách dự kiến: tăng 21% vào năm 2019 và 15% vào năm 2020 với thị phần nội địa lần lượt hồi phục lên 40% và 42%, hệ số tải duy trì ở mức 81%. Passenger Yield dự kiến chỉ tăng 1%.
<i>Tăng trưởng (%)</i>	18%	17%	21%	15%	
<i>Từ Vietnam Airlines &amp; VASCO</i>	63,967	71,552	86,718	100,105	
<i>Từ các công ty con khác</i>	18,984	25,269	30,626	35,353	
<b>EBITDAR</b>	<b>21,260</b>	<b>22,143</b>	<b>28,006</b>	<b>31,005</b>	
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	26%	23%	24%	23%	
Chi phí thuê máy bay	12,593	12,278	17,851	20,000	Chi phí thuê tăng đáng kể do số lượng máy bay thuê hoạt động nhiều hơn và giá cho thuê kỳ vọng cao hơn (+10%) trong năm 2020 do khả năng thiếu hụt máy bay Boeing.
<b>EBITDA</b>	<b>8,667</b>	<b>9,864</b>	<b>10,155</b>	<b>11,006</b>	
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-7%	14%	3%	8%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>3,475</b>	<b>4,842</b>	<b>5,133</b>	<b>5,983</b>	Giá JetA1 được sử dụng trong dự báo là 85 USD và 87 USD/thùng trong năm 2019 và 2020.
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-16%	39%	6%	17%	
Lãi/lỗ khác	1,031	-394	-319	-620	
<i>Lãi/lỗ tỷ giá</i>	138	-822	-815	-715	Dự kiến tỷ giá USD/VND tăng 2% trong năm 2019 và 2020
<i>LN từ SLB</i>	772	577	577	0	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>2,659</b>	<b>2,533</b>	<b>2,982</b>	<b>3,750</b>	
<i>Tăng trưởng (%)</i>	26%	-5%	18%	26%	

Nguồn: HVN, KIS dự phóng



## 5.2. Định giá

Sử dụng hệ số **EV/EBITDAR** trung bình 3 năm của các hãng FSC trong khu vực (**4.0**) và kết quả dự phóng ở trên, chúng tôi định giá cổ phiếu HVN ở mức **64,100 đồng** vào cuối năm 2019; do đó, với mức giá hôm nay (19/03/2019) là 42,200 đồng, tổng lợi nhuận kỳ vọng 1 năm đạt **54.2%** (bao gồm 2.3% tỷ lệ cổ tức dự kiến).

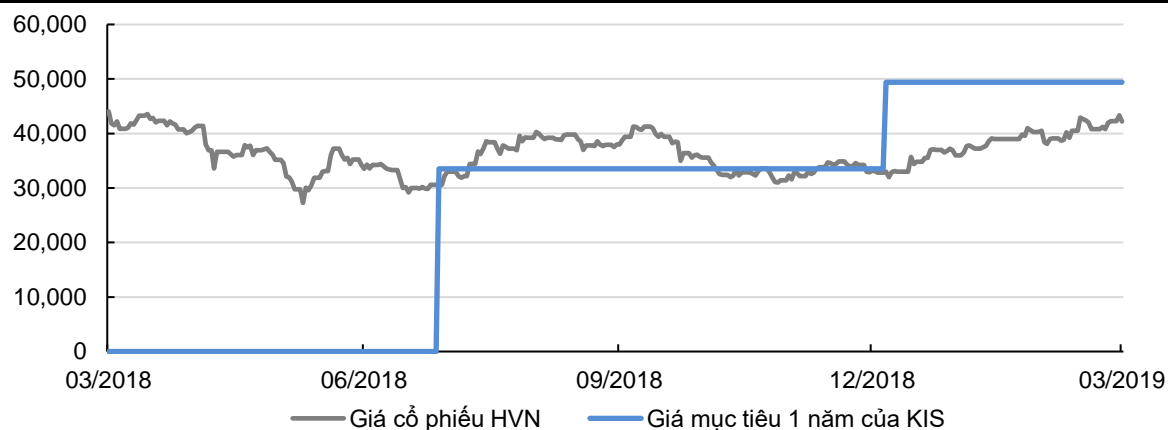
Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu HVN cho khung thời gian đầu tư 1 năm.

Tỷ đồng	2019F	2020F	Ghi chú
Hệ số EV/EBITDAR (x)	4.00	4.00	Trung bình 3 năm nhóm công ty cùng ngành
<b>Giá trị doanh nghiệp (A)</b>	<b>112,025</b>	<b>124,021</b>	
Lợi ích cổ đông thiểu số (B)	710	907	
Giá trị cổ phiếu ưu đãi (C)	0	0	
Nợ ròng (D)	20,422	7,255	
<b>Giá trị VCSH (E = A-B-C-D)</b>	<b>90,893</b>	<b>115,859</b>	
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	1,418	1,418	
<b>Giá hợp lý</b>	<b>64,100</b>	<b>81,700</b>	
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>64,100</b>		<b>2019</b>
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm</i>	51.9%		
<i>Suất sinh lợi cổ tức</i>	2.3%		
<b>Tổng suất sinh lợi kỳ vọng</b>	<b>54.2%</b>		<b>2019</b>

## 5.3. Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Kỳ vọng trung bình (VND)
HVN	24/12/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	49,400	42,600
	16/07/2018	TRUNG LẬP	33,500	33,500

## Ước tính và dự phóng của KIS



Nguồn: Bloomberg, KIS

## 7. Rủi ro

### 7.1. Giá nhiên liệu và tỷ giá hối đoái biến động mạnh

Chiếm khoảng 33% chi phí hoạt động của Vietnam Airlines, giá nhiên liệu có thể gây ra tác động trực tiếp đến lợi nhuận của hãng hàng không. Mặt khác, lãi/lỗ tỷ giá cũng gây ra ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của HVN. Biến động giá dầu và tỷ giá hối đoái bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố (vd: động thái của các nước sản xuất dầu mỏ lớn, tình hình địa chính trị, v.v.), cùng với một số lượng lớn biến số khó có thể dự đoán.

Do giá nhiên liệu và tỷ giá hối đoái có thể sai lệch so với dự phóng, chúng tôi đã tiến hành phân tích độ nhạy LNST dự kiến của HVN trong năm 2019 với giá JetA1 từ 70 đến 85 USD/thùng và dao động tỷ giá USD/VND từ -1% đến 3%. Kết quả như sau:

		JetA1 (USD/thùng)					
		70	75	80	83	85	90
Biến động USD/VND (%)	-1.0%	6,866	5,897	4,928	4,347	3,960	2,991
	-0.5%	6,703	5,734	4,765	4,184	3,797	2,828
	0.0%	6,540	5,571	4,602	4,021	3,634	2,665
	0.5%	6,377	5,408	4,439	3,858	3,471	2,502
	1.0%	6,214	5,245	4,277	3,695	3,308	2,339
	1.5%	6,051	5,082	4,114	3,532	3,145	2,176
	2.0%	5,888	4,919	3,951	3,369	2,982	2,013
	2.5%	5,725	4,756	3,788	3,206	2,819	1,850
	3.0%	5,562	4,593	3,625	3,043	2,656	1,687

### 7.2. Rủi ro an toàn hàng không

Vụ tai nạn chết người gần đây của 737Max8 ở Ethiopia một lần nữa cho thấy tác động lớn từ rủi ro an toàn đối với ngành hàng không. Điều này có thể ảnh hưởng đến các hãng hàng không trên nhiều phương diện. Một trong những vấn đề đầu tiên là máy bay bị cấm bay (trong trường hợp này là các phiên bản Boeing 737Max) trên quy mô toàn cầu và gây ra:

(1) Sự thiếu hụt công suất đội bay (thậm chí trong nhiều năm nếu các đơn đặt hàng máy bay bị hủy), và suy giảm tăng trưởng của các hãng hàng không;

(2) Việc thay thế gấp cho các đơn đặt hàng bị hủy bằng cách đi thuê sẽ gây tổn kém vì số lượng máy bay có thể cho thuê trong khu vực khá hạn chế gần đây.

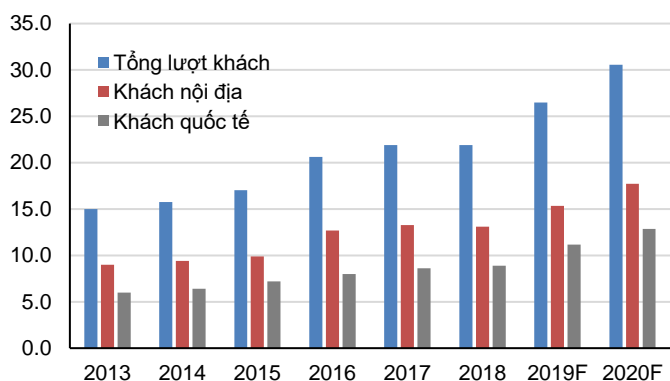
Liên quan đến vấn đề 737Max, HVN hiện không vận hành hoặc đặt mua bất kỳ chiếc 737Max nào cho đội bay của mình; do đó, tác động đối với HVN trong những năm tiếp theo có thể đến từ việc chi phí thuê máy bay gia tăng.

### **7.3. Chính sách du lịch trong khu vực**

Trong số các yếu tố có thể tác động đến lượt khách du lịch vào khu vực Bắc Á và Đông Nam Á, đặc biệt là dòng khách đến và đi từ Việt Nam, các quy định về hải quan và chính sách phát triển du lịch của các quốc gia trong các khu vực này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến tăng trưởng tiềm năng của các hãng hàng không Việt Nam. Mặt khác, những thay đổi này có liên quan đến chiến lược địa chính trị của các quốc gia, một yếu tố vốn không thể kiểm soát được đối với các công ty.

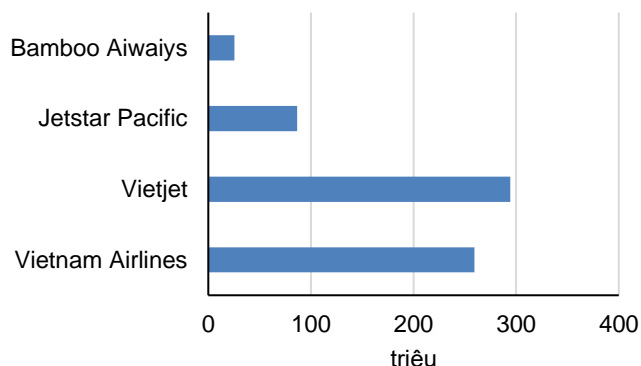
## Phụ lục

Hình 9. Số lượt khách của Vietnam Airlines



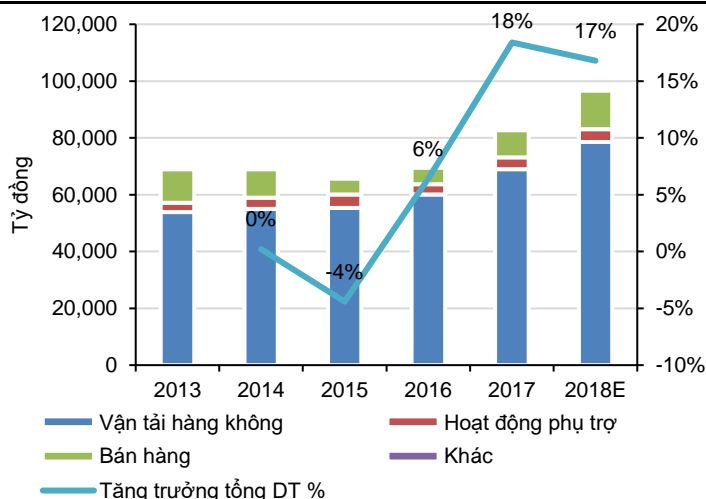
Nguồn: HVN, KIS

Hình 10. ASK nội địa của các hãng hàng không Việt Nam



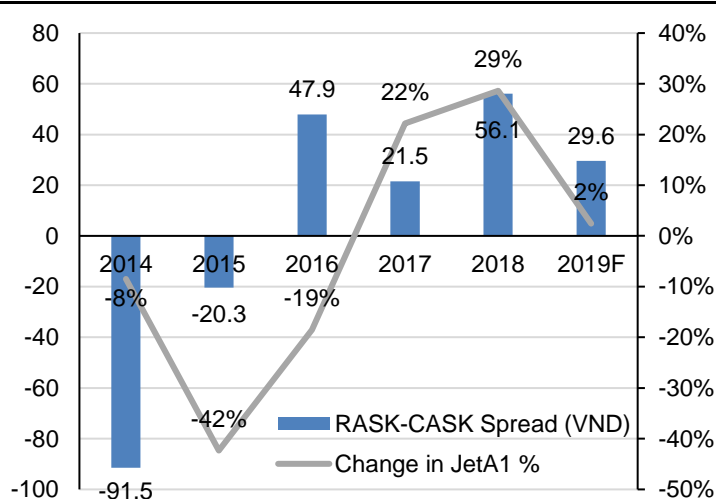
Nguồn: CAPA, KIS vào tuần bắt đầu từ 18/03/2019

Hình 11. Cơ cấu doanh thu của HVN



Nguồn: HVN, KIS

Hình 12. Giá nhiên liệu - RASK-CASK Spread



Nguồn: HVN, Bloomberg, KIS ước tính

Bảng 13. Đội bay của Vietnam Airlines

	2018	2019	2020
<b>70 Seats</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
ATR72	7	4	4
<b>150-180 seats</b>	<b>61</b>	<b>77</b>	<b>78</b>
A321-200	58	57	57
A321neo	3	20	21
<b>280-300 seats</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>31</b>
A330-200	2	0	0
A350-900	12	14	14
787-9	11	11	11
787-10	0	3	6
<b>Total</b>	<b>93</b>	<b>109</b>	<b>113</b>

Nguồn: HVN, CAPA, KIS

Bảng 14. So sánh các hãng hàng không truyền thống trong khu vực

	Quốc gia	Vốn hoá (triệu USD)	PER (x)	EV/EBITDAR (x)	EV/EBITDAR 3 năm (x)	Kích thước đội bay (chiếc)	LF (%)
China Southern Airlines Co Ltd	TRUNG QUỐC	13,619	10.3	7.6	6.1	754	82%
Air China Ltd	TRUNG QUỐC	19,662	13.3	7.6	5.9	655	81%
Cathay Pacific Airways Ltd	HỒNG KÔNG	6,645	22.3	5.2	6.9	212	84%
China Eastern Airlines Corp Ltd	TRUNG QUỐC	12,377	15.0	8.6	7.5	637	81%
Singapore Airlines Ltd	SINGAPORE	8,609	17.6	3.8	3.5	186	81%
Qantas Airways Ltd	ÚC	6,520	10.9	3.8	3.4	313	83%
ANA Holdings Inc.	NHẬT BẢN	12,614	13.8	N.A.	N.A.	292	74%
Thai Airways International PCL	THÁI LAN	834	N.A.	4.3	5.6	103	78%
Japan Airlines Co Ltd	NHẬT BẢN	12,311	10.8	N.A.	N.A.	231	77%
Hainan Airlines Holding Co Ltd	TRUNG QUỐC	5,727	29.5	7.0	N.A.	410	86%
Jet Airways India Ltd	ẤN ĐỘ	392	N.A.	7.3	4.9	120	84%
China Airlines Ltd	ĐÀI LOAN	1,729	21.9	4.1	4.2	N.A.	80%
Virgin Australia Holdings Ltd	ÚC	1,141	N.A.	3.5	3.9	133	80%
Air New Zealand Ltd	NEW ZEALAND	1,812	8.5	3.8	3.5	106	83%
Eva Airways Corp	ĐÀI LOAN	2,324	10.6	3.5	3.5	N.A.	78%
Garuda Indonesia Persero Tbk PT	INDONESIA	1,101	N.A.	1.7	1.7	202	75%
<b>Trung bình</b>			<b>15.4</b>	<b>5.1</b>	<b>4.7</b>		
<b>Trung bình theo tỷ lệ vốn hoá</b>			<b>14.1</b>	<b>4.7</b>	<b>4.0</b>		

Nguồn: Bloomberg, dữ liệu ngày 18/03/2019

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH		Vốn hóa: 59,852 tỷ đồng			
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018U	2019E	2020E	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>82,951</b>	<b>96,821</b>	<b>117,344</b>	<b>135,458</b>	
Tăng trưởng (%)	18%	17%	21%	15%	
Từ Vietnam Airlines & VASCO	63,967	71,552	86,718	100,105	
Từ các công ty con khác	18,984	25,269	30,626	35,353	
<b>GVHB</b>	<b>72,278</b>	<b>84,614</b>	<b>103,437</b>	<b>119,596</b>	
Biên LN gộp (%)	13%	13%	12%	12%	
Chi phí BH & QLDN	7,198	7,365	8,773	9,879	
<b>EBITDAR</b>	<b>21,260</b>	<b>22,143</b>	<b>28,006</b>	<b>31,005</b>	
Biên lợi nhuận (%)	26%	23%	24%	23%	
Chi phí thuê máy bay	12,593	12,278	17,851	20,000	
<b>EBITDA</b>	<b>8,667</b>	<b>9,864</b>	<b>10,155</b>	<b>11,006</b>	
Biên lợi nhuận (%)	10%	10%	9%	8%	
Khấu hao	5,193	5,022	5,022	5,022	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>3,475</b>	<b>4,842</b>	<b>5,133</b>	<b>5,983</b>	
Biên LN HĐKD (%)	4%	5%	4%	4%	
Chi phí lãi vay ròng	1,351	1,209	1,087	676	
% so với nợ ròng	3%	3%	4%	5%	
Khả năng trả lãi vay (x)	2.6	4.0	4.7	8.9	
<b>Lãi/lỗ khác</b>	<b>1,031</b>	<b>-394</b>	<b>-319</b>	<b>-620</b>	
Lãi/lỗ tỷ giá	138	-822	-815	-715	
LN từ SLB	772	577	577	0	
Chi phí liên quan đến nợ và thuê tài chính dài hạn	-291	-634	-567	-390	
Thuế	496	707	745	937	
Thuế suất hiệu dụng (%)	16%	22%	20%	20%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>2,659</b>	<b>2,533</b>	<b>2,982</b>	<b>3,750</b>	
Biên lợi nhuận (%)	3%	3%	3%	3%	
Lợi ích CĐ thiểu số	289	251	171	197	
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>2,371</b>	<b>2,282</b>	<b>2,811</b>	<b>3,553</b>	
Số lượng CP (triệu)	1,228	1,418	1,418	1,418	
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>1,227</b>	<b>1,181</b>	<b>1,455</b>	<b>1,839</b>	
Tăng EPS (%)	8%	-17%	23%	26%	
Cổ tức (VND)	824	990	800	800	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	38%	52%	52%	52%	

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

– Chi phí BH & QLDN

EBITDA = EBITDAR – Chi phí thuê

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)	2017	2018U	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	-4,442	411	-679	-1,302
Capex	-7,118	-1,342	-2,347	-2,559
Dòng tiền khác	299	831	831	831
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>19,112</b>	<b>7,656</b>	<b>11,861</b>	<b>13,463</b>
Phát hành cổ phiếu	63	839	839	839
Cổ tức	1,011	1,310	1,135	1,135
Thay đổi nợ ròng	-18,164	-7,185	-11,565	-13,167
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>39,172</b>	<b>31,987</b>	<b>20,422</b>	<b>7,255</b>
Giá trị doanh nghiệp	91,613	84,327	72,934	59,964
<b>Tổng VCSH</b>	<b>17,433</b>	<b>18,607</b>	<b>21,293</b>	<b>24,747</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	639	538	710	907
<b>VCSH</b>	<b>16,794</b>	<b>18,068</b>	<b>20,583</b>	<b>23,840</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	13,681	12,739	14,513	16,809
Nợ ròng / VCSH (%)	225%	172%	96%	29%
Nợ ròng / EBITDA (x)	4.5	3.2	2.0	0.7
<b>Tổng tài sản</b>	<b>88,550</b>	<b>82,182</b>	<b>73,303</b>	<b>63,590</b>

Nợ ròng = Nợ - Tiền & Tương đương Tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2017	2018U	2019E	2020E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	15%	13%	15%	16%
ROA (%)	3%	3%	4%	6%
ROIC (%)	6%	6%	8%	12%
WACC (%)	6%	7%	9%	12%
PER (x)	34.4	35.7	29.0	23.0
PBR (x)	2.7	2.9	2.5	2.2
PSR (x)	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	10.6	8.5	7.2	5.4
EV/Sales (x)	1.1	0.9	0.6	0.4
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	1.7%	2.3%	1.9%	1.9%

## 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**.