

HVN (UPCOM)

Đánh giá TRUNG LẬP

Logistics – Hàng không

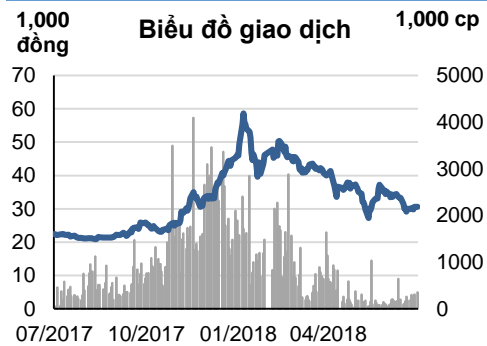
Giá thị trường (VND): 30,600

Giá mục tiêu (VND): 33,500

Tỷ lệ tăng giá bình quân năm: 9.5%

Suất sinh lợi cổ tức: 0.3%

Tổng sinh lợi kỳ vọng: 9.8%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-19%	-13%	-24%	36%
Tương đối	-13%	-4%	-4%	15%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thống kê 16/07/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	20.9k-58.6k
SL lưu hành (triệu cp)	1,228
Vốn hóa (tỷ đồng)	38,176
Vốn hóa (triệu USD)	1,657
% khối ngoại sở hữu	9%
SL cp tự do (triệu cp)	45
KLGD TB 3 tháng (cp)	462,328
VND/USD	23,045
Index: VNIndex / HNX	917/103

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 16/07/2018

Bộ GTVT	86.16%
ANA Holdings Inc.	8.77%
Vietcombank	1.21%

Nguồn: Stoxplus, KISVN

Võ Hoàng Bảo

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1460

Bao.vh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Tổng Công ty Hàng không Việt Nam – Khó khăn phía trước

Quan điểm đầu tư:

- Thị trường hàng không Việt Nam được kỳ vọng là một trong các thị trường tăng trưởng nhanh nhất thế giới đến 2035; tốc độ tăng trưởng dự kiến đạt 10-15% đến 2020 với hỗ trợ lớn từ tăng trưởng du lịch và gia tăng thu nhập bình quân.
- Rào cản gia nhập ngành vẫn ở mức cao; thị trường nội địa gần như độc quyền (dou-poly)
- Vietnam Airlines cung cấp dịch vụ hàng không cho phân khúc cao cấp nội địa và phần lớn chặng bay quốc tế; các công ty con và liên kết cung cấp hầu hết các dịch vụ trong chuỗi giá trị ngành hàng không Việt Nam: hàng không giá rẻ LCC (Jetstar), thức ăn hàng không (NCS, VINACS), dịch vụ mặt đất (NAS, VIAGS), nhà ga hàng hóa (TCS, NCT), ...
- Đội bay lớn nhất Việt Nam hiện tại (94 máy bay tính đến cuối 2017)), sẽ được gia tăng lên 109-112 chiếc trong 2020 bằng phương án thuê hoặc bán và thuê lại (SLB).
- 2017: Doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 83,014 tỷ đồng (+18%/n/n) và 2,666 tỷ đồng (+27%/n/n). Trong đó, hoạt động SLB đóng góp khoảng 772 tỷ lợi nhuận.
- Theo kế hoạch, Bộ GTVT sẽ thoái tổng cộng 35.16% vốn góp tại HVN (giảm sở hữu về 51%) trong giai đoạn 2019-2020.

Rủi ro:

- Nhiên liệu (chiếm 36% tổng chi phí hoạt động HVN trong 2017) đang trong xu hướng tăng giá. Điều này sẽ thu hẹp đáng kể khả năng sinh lời của hãng ít nhất trong 2018.
- Cơ cấu tài chính chịu tác động lớn từ rủi ro tỷ giá. Việc tỷ giá USD/VND gia tăng có thể dẫn đến lỗ tỷ giá trong 2018.
- Lịch giao các máy bay A321 neo của HVN trong 2018 bị dời lại đến cuối năm. HVN sẽ khó có thể gia tăng công suất đội bay và gia tăng đáng kể thị phần quốc tế như kế hoạch.
- Thị phần nội địa các năm qua suy giảm do cạnh tranh từ hàng không giá rẻ - Vietjet Air.
- Giá vé ở các chặng quốc tế (chặng bay ngắn) vẫn đang chịu áp lực cạnh tranh cao từ các LCC trong khu vực.
- Hạn chế về cơ sở hạ tầng ở các sân bay chính hiện đang giới hạn khả năng tăng trưởng cho ngành hàng không Việt Nam nói chung.
- HVN (bao gồm Jetstar, VASCO) có các nghĩa vụ xã hội nên phải thực hiện các chặng bay không sinh lợi.

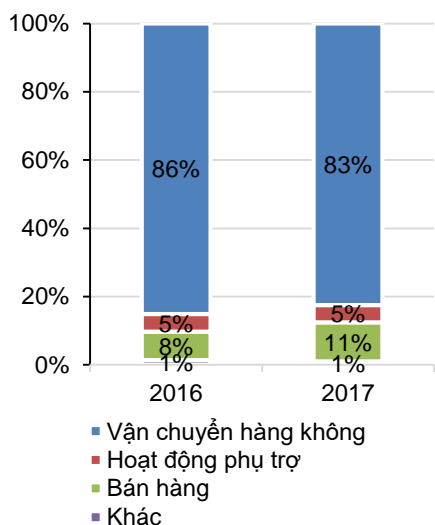
Định giá:

Sử dụng tỷ số EV/EBITDA trung bình khu vực, chúng tôi định giá cổ phiếu HVN ở mức **33,500 đồng/cp** vào cuối 2018. Tổng mức sinh lợi kỳ vọng đạt **9.8%**.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu HVN trong 1 năm.

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018F	2019F
DT Thuần	65,942	70,089	82,951	91,673	110,410
Tăng trưởng (%)	-4%	6%	18%	11%	20%
LN hoạt động	2,939	4,142	3,475	2,070	3,708
Biên lợi nhuận (%)	4%	6%	4%	2%	3%
LNST	806	2,105	2,659	618	1,866
Biên lợi nhuận (%)	1%	3%	3%	1%	2%
SLCP lưu hành (triệu cp)	1,120	1,228	1,228	1,228	1,228
EPS (hiệu chỉnh, VND)	400	1,307	1,417	152	855
Tăng trưởng (%)	94%	227%	8%	-89%	462%
ROE (%)	5%	15%	15%	2%	8%
Nợ ròng/VCSH (%)	472%	353%	225%	193%	120%
PE (x)	76.54	23.41	21.59	201.16	35.80
PB (x)	2.94	2.40	2.24	2.22	2.09
EV/EBITDAR (x)	6.20	4.75	3.64	3.70	2.29
Cổ tức (VND)	415	370	824	100	300
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1.24%	1.21%	2.69%	0.33%	0.98%

Cơ cấu doanh thu HVN



KQKD 2017 và Q1.2018:

Năm 2017 là năm thuận lợi đối với ngành hàng không Việt Nam nói chung và HVN nói riêng. Tổng lượng khách hàng không đạt mức tăng 17% đạt 61.3 triệu khách. Tăng trưởng ngành du lịch là một trong các động lực tăng trưởng chính cho ngành hàng không khi tổng lượt khách du lịch trong 2017 đạt 86.2 triệu lượt (tăng 20%/n). Trong đó, tăng trưởng về khách quốc tế đạt 30%/n và 84% khách quốc tế đã chọn hàng không làm phương tiện di chuyển trong 2017 (theo thống kê của GSO).

Trong mảng hoạt động cốt lõi (vận tải hàng không – đóng góp 83% doanh thu VHN trong 2017), Vietnam Airlines đã vận chuyển 21.9 triệu hành khách (+6%/n) và 323 nghìn tấn hàng hóa (+19%/n) trên hơn 142 ngàn chuyến bay (+2%/n). Hệ số tải của mảng hành khách và hàng hóa lần lượt đạt 82% và 73%. Trong 2017, HVN đã cung ứng tổng cộng 42,610 triệu lượt ghế luân chuyển (+5%/n).

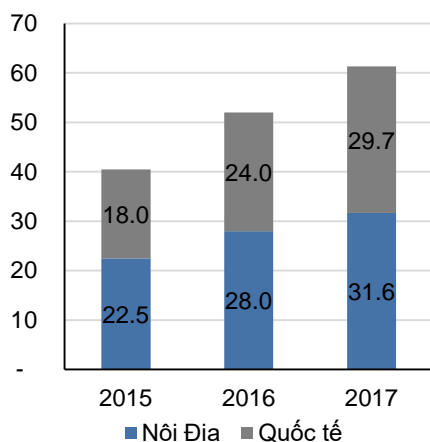
Với cạnh tranh từ hãng hàng không giá rẻ (LCC) Vietjet, thị phần nội địa của Vietnam Airlines đã giảm từ 46% trong 2015 xuống 42% trong 2017 (con số này của Vietjet là 43% trong 2017). Nếu tính cả thị phần của hãng Jetstar Pacific Airline (công ty con của HVN với tỷ lệ sở hữu 68.9%), HVN vẫn duy trì vị thế dẫn đầu với tổng cộng 57% thị phần nội địa.

Giá vé bình quân của Vietnam Airlines gia tăng 5% trong 2017 từ gia tăng phí một số dịch vụ hàng không ở các chặng bay nội địa. Điều này giúp chỉ số RASK tăng 7%. Tuy nhiên, giá nhiên liệu tăng cao trong năm khiến cho mức phí nhiên liệu trên mỗi lượt luân chuyển (Fuel per ASK) tăng 19%/n (chi phí nhiên liệu đóng góp 36% tổng chi phí hoạt động của HVN trong 2017). Bên cạnh đó, chi phí đơn vị ngoài nhiên liệu (CASK ex fuel) của HVN cũng gia tăng 5% so với cùng kỳ; do đó, lợi nhuận đơn vị (RASK-CASK spread) của HVN đã giảm đến 33%/n trong 2017 và làm thu hẹp biên lợi nhuận của mảng này.

Trong 2017, doanh thu vận tải hàng không của HVN đạt 68,929 tỷ (+15%/n), trong đó Vietnam Airlines và VASCO đóng góp 63,967 tỷ đồng (+12%/n). Doanh thu từ các hoạt động phụ trợ hàng không trong 2017 đạt 4,225 tỷ (+16%/n). Trong Q1.2018, theo HVN thông báo, do nhu cầu vận chuyển tăng mạnh vào dịp Tết, doanh thu vận tải và phụ trợ đã có mức tăng rất tốt, lần lượt đạt 20,054 tỷ (+15%/n) và 1,024 tỷ (+6%/n).

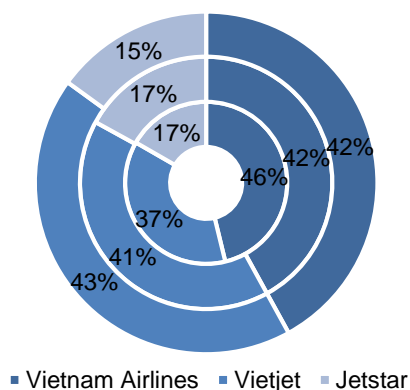
Bên cạnh hai hãng hàng không Vietnam Airlines và VASCO, HVN cũng sở hữu (trực tiếp) hãng giá rẻ Jetstar, 14 công ty con và 5 công ty liên kết với hoạt động trải rộng khắp chuỗi giá trị của ngành hàng không Việt Nam. Do đó, với tăng trưởng mạnh của ngành trong 2017, doanh thu đóng góp từ công ty con đã có mức tăng 45% so với cùng kỳ, đạt 18,984 tỷ đồng.

Hành khách hàng không Việt Nam (triệu lượt)



Nguồn: CAAV, CAPA, HVN, VJC

Thị phần hàng không nội địa 2015-2017



Nguồn: CAAV, CAPA, HVN, VJC

	2016	2017	Tăng trưởng (%)
Lượt khách (triệu khách)	20.63	21.91	6.2%
ASK (triệu)	40,630	42,610	4.9%
Hệ số tải	81%	82%	0.7%
RPK (triệu)	32,850	34,710	5.7%
RASK (VND)	1,242	1,323	6.6%
Passenger Yield (VND)	1439	1512	5.0%
CASK (VND)	4,309	4,579	6.3%
Fuel/ASK (VND)	432	297	-31.2%
RASK-CASK (VND)	181	119	-34.6%

Nguồn: HVN, KISVN ước tính

Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	Tăng trưởng (%)	Q1/2017	Q1/2018	Tăng trưởng (%)
Doanh thu thuần	70,089	82,951	18%	20,834	24,412	17%
<i>Từ Vietnam Airlines & VASCO</i>	56,993	63,967	12%	15,967	18,090	13%
<i>Từ các công ty con khác</i>	13,096	18,984	45%	4,866	6,321	30%
<i>Theo mảng hoạt động KD</i>						
<i>Vận tải hàng không</i>	60,052	68,929	15%	17,492	20,054	15%
<i>Dịch vụ phụ trợ</i>	3,679	4,255	16%	969	1,024	6%
<i>Bán hàng</i>	5,852	9,529	63%	2,309	3,305	43%
<i>Khác</i>	989	841	-15%	183	208	14%
GVHB	59,246	72,278	22%	17,587	20,787	18%
<i>Biên LN gộp (%)</i>	15%	13%	-17%	16%	15%	-1%
EBITDAR	6,701	7,198	7%	1,771	1,817	3%
LNST	20,113	21,260	6%			

Nguồn: HVN, KISVN

Đánh giá triển vọng

2018 – Ngành hàng không tiếp tục tăng trưởng

Theo đánh giá mới nhất của IATA, thị trường hàng không Việt Nam vẫn được kỳ vọng là một trong năm thị trường tăng trưởng nhanh nhất thế giới đến 2035 tính theo số lượng hành khách. Trong 2018, mặc dù thị trường nội địa khó có thể đạt được mức tăng trưởng mạnh ở các năm trước (theo CAPA), triển vọng vẫn khá khả quan với nhu cầu vận tải hàng không phục vụ cho công việc kinh doanh và du lịch vẫn tiếp tục gia tăng (theo báo cáo *2018 Midyear Outlook* của *Bloomberg Intelligent*).

Trong nửa đầu 2018, lượt khách du lịch quốc tế đến Việt Nam tăng trưởng 27%*n/n*, đạt 7.89 triệu lượt. Trong đó 6.4 triệu lượt khách đến Việt Nam bằng đường hàng không (+22%*n/n*). Là một trong các yếu tố tăng trưởng chính cho thị trường hàng không, các con số thống kê tích cực của ngành du lịch trong 6 tháng đầu 2018 cho thấy triển vọng tích cực của ngành hàng không Việt Nam nói chung và các hãng hàng không nói riêng.

Ngoài ra, với triển vọng tốt của thị trường, hiện đã có một số hãng hàng không đang đợi gia nhập thị trường: Bamboo Airway - đã được cấp phép và dự kiến hoạt động ngay trong quý 3/2018; liên doanh của AirAsia (đang đợi giấy phép bay), Vietstar Airline (một liên doanh của một đơn vị phòng không Việt Nam). Tuy nhiên, trong số đó chỉ có Bamboo Airway (hỗ trợ bởi CTCP FLC - HSX) đã được cấp phép hoạt động nhưng hiện chưa có bất kỳ máy bay nào trong đội bay và đang tuyển nhân viên và phi hành đoàn...! Hãng này cũng dự định khai thác các đường bay ngắn từ sân bay Phù Cát – một sân bay nhỏ tại Quy Nhơn, Bình Định. Do đó, Bamboo Airway mới chỉ phục vụ một phần nhỏ nhu cầu của khách du lịch Việt Nam. Do đó, chúng tôi đánh giá thị phần hàng không nội địa trong 3 năm đến sẽ khó có sự thay đổi đáng kể.

Mạng lưới công ty con và liên kết hấp dẫn

Một trong các điểm mạnh lớn nhất của HVN chính là từ chính công ty con và liên kết. Dưới đây là danh sách các công ty con và liên kết HVN sở hữu trực tiếp tính đến cuối 2017 như sau:

Công ty con	% Sở hữu	Mảng hoạt động chính	Doanh thu 2017 (tỷ đồng)	LNTT 2017 (tỷ đồng)
Jetstar Pacific	69%	Hàng không	N.A	N.A
Skypec	100%	Nhiên liệu hàng không	20,768	321
VAECO	100%	Bảo trì, sửa chữa máy bay	2,233	128

VACS	100%	Thức 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 tại sân bay TSN	300	78
Vinako	65%	Vận tải hàng không	148	18
NCS	60%	Thức ăn hàng không	616	105
NAS	51%	Dịch vụ mặt đất	420	2
VFT	52%	Đào tạo phi công	47	8
AITS	53%	Dịch vụ công nghệ thông tin, IT	193	9
Alsिमexco	51%	Xuất nhập khẩu lao động	330	5
Sabre	52%	Dịch vụ khách hàng	78	9

Nguồn: HVN, KISVN

Công ty liên kết	% Sở hữu	Mảng hoạt động chính	Doanh thu 2017 (tỷ đồng)	LNTT 2017 (tỷ đồng)
VALC	32%	Cho thuê máy bay	1,945	605
Cambodia Angkor Air	49%	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 sản phẩm nhựa	N.A	N.A

Nguồn: HVN, KISVN

Có thể thấy mạng lưới công ty con và liên kết của HVN bao trùm gần như toàn bộ các hoạt động trong chuỗi giá trị của ngành hàng không Việt Nam. Một mặt, bộ ba hàng không: Vietnam Airlines, VASCO (đang làm thủ tục đổi tên thành SkyViet) và Jetstar là điểm đầu của chuỗi giá trị nên sẽ có mức tăng trưởng nhanh nhất. Mặt khác, các công ty khác trong chuỗi sẽ đem lại cho HVN các lợi thế bền vững hơn về biên lợi nhuận, dòng tiền và khía cạnh tài chính.

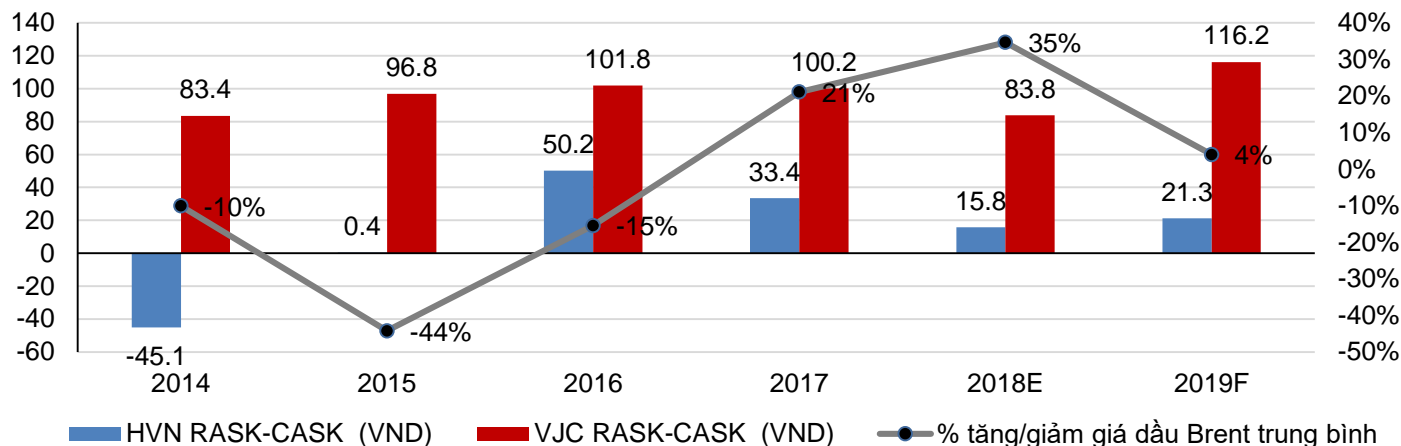
Các khó khăn sắp đến

Mặc dù ngành hàng không vẫn sẽ có điều kiện thuận lợi về nhu cầu vận tải trong 2018, kết quả kinh doanh của các hãng sẽ có sự khác biệt đáng kể. Một số các nhân tố có tác động mạnh đối với KQKD 2018 của HVN:

Tác động từ nhiên liệu

Tương tự như các hãng hàng không khu vực, việc tăng giá nhiên liệu đang làm suy giảm triển vọng về lợi nhuận của HVN. Chiếm đến 36% chi phí hoạt động, khi giá nhiên liệu tiếp tục tăng mạnh, lợi nhuận đơn vị RASK-CASK cùng biên lợi nhuận của HVN sẽ suy giảm đáng kể:

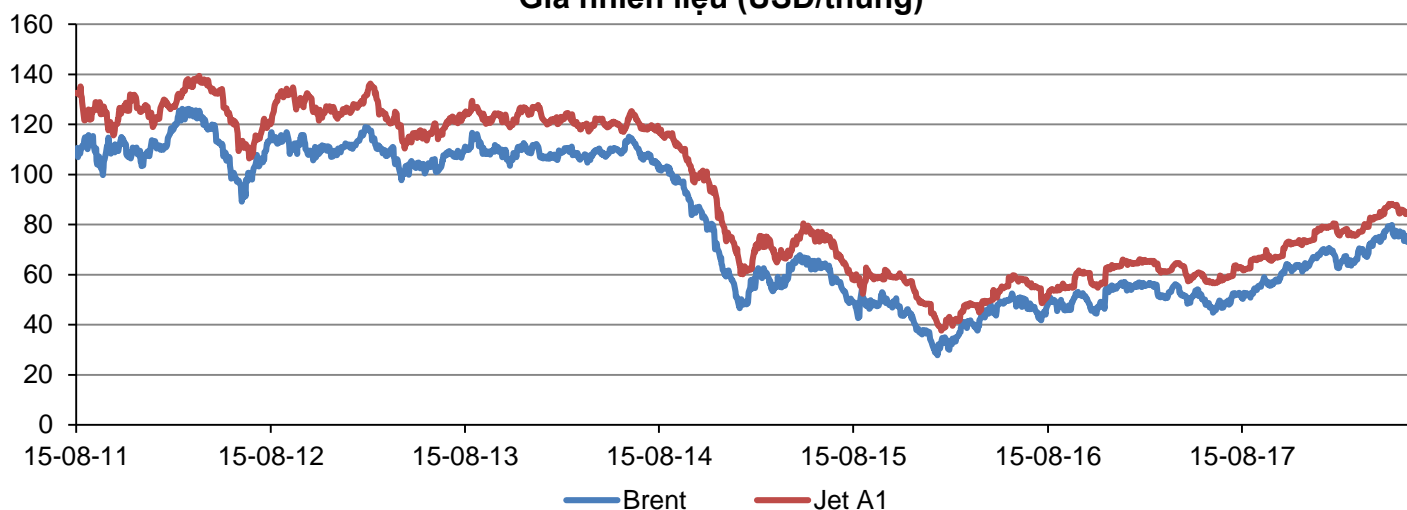
Giá dầu và LN đơn vị (RASK-CASK)



Nguồn: HVN, VJC và ước tính của KISVN

Tính đến ngày 04/07/2018, giá dầu Brent và giá nhiên liệu bay Jet A1 đã lần lượt đạt mức \$77.7 và \$85.3 mỗi thùng, tăng lần lượt 30% và 26% so với mức trung bình 2017. Mặt khác, với tình hình hiện tại, chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent trung bình trong 2018 sẽ đạt mức \$75/thùng (+35%*n/n*). Tại ĐHCĐ thường niên 2018, HVN đưa ra chỉ tiêu LNTT 2018 ở mức 1,917 tỷ đồng (-28%*n/n*) dựa trên mức giá dầu Brent kỳ vọng cho 2018 ở mức \$72/thùng.

Giá nhiên liệu (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, vào ngày 04/07/2018

Theo ước tính của chúng tôi, lợi nhuận đơn vị (RASK-CASK) của Vietnam Airlines đang thấp hơn so với đối thủ LCC của họ, dẫn đến khả năng chống chịu trước tăng giá nhiên liệu của HVN cũng kém hơn. Do đó, trong ngắn hạn, việc nâng giá vé là chiến lược hợp lý đối với vấn đề giá nhiên liệu. Với phần lớn thị phần nội địa, HVN sẽ dễ nâng giá vé nội địa (và các phí dịch vụ liên quan) để chuyển một phần biến động chi phí nhiên liệu cho khách hàng, tương tự như đối thủ Vietjet. Mặt khác, áp lực giảm giá vé ở thị trường quốc tế đối với các hãng hàng không truyền thống vẫn đang ở mức cao. Đồng thời, HVN cũng đang tiến hành các bước đầu để mở rộng thị phần quốc tế của mình. Do đó, giá vé quốc tế của HVN sẽ khó có thể gia tăng.

Ngoài ra, các khoản lỗ từ hợp đồng phòng vệ (hedging) trong quá khứ và dự kiến giá dầu ở mức thấp đã khiến các hãng hàng không ở Châu Á nói chung gần như không thực hiện các chính sách phòng vệ giá dầu từ 2015 đến 2017. Tuy nhiên, với đà leo thang của giá nhiên liệu, các hãng chưa có phương án phòng vệ hiệu quả như HVN sẽ khó có thể giảm thiểu các tác động trong năm nay.

Tác động từ hoãn lịch giao máy bay 2018

Tính đến cuối 2017, HVN có đội bay lớn nhất Việt Nam với 94 chiếc với số tuổi trung bình 5.8 năm. Trong đó, máy bay thân hẹp A321neo đang chiếm tỷ trọng cao nhất (58/94 chiếc).

Đơn vị: chiếc		2016	2017
Loại sở hữu	Toàn đội bay	97	94
	70 chỗ	11	10
Sở hữu	ATR	6	6
Thuê	ATR	5	4
	150-180 chỗ	58	58
Sở hữu	Airbus A321	41	41
Thuê	Airbus A321	17	17
	280-300 chỗ	28	26
Thuê	Airbus A330	8	5
Thuê	Airbus A350	6	10
Sở hữu	Boeing B777	4	0
Sở hữu	Boeing B787	7	7
Thuê	Boeing B787	3	4

Nguồn: HVN

Trong 2018, 7 chiếc máy bay sẽ được hoàn trả do hết hợp đồng thuê và sẽ được thay thế bởi 11 chiếc máy bay mới giao trong năm, trong đó 9/11 chiếc là dòng máy bay thân hẹp tiên tiến nhất hiện nay A321neo, nhằm không những gia tăng công suất mà còn giảm độ tuổi trung bình và cải thiện hiệu quả hoạt động của đội bay. Từ 2019 đến 2021, dự kiến HVN sẽ nhận 21 chiếc máy bay bao gồm 11 A321neo, 02 A350 và 08 B787-10. Đội bay sẽ được mở rộng quy mô lên 109-112 chiếc trong 2020 và 132-135 chiếc trong 2025.

Tuy nhiên, theo thông tin của tổ chức CAPA, lịch trình giao máy bay A321neo trong 2018 đã bị hoãn lại: “CEO Vietnam Airlines Dương Trí Thành đã chia sẻ với CAPA bên lề hội nghị thường niên IATA ngày 18-06-2018 rằng chiếc A321neo đầu tiên dự kiến sẽ được chuyển giao vào tháng 12/2018 và cũng có thể dời đến đầu năm 2019”. (“Vietnam Airlines CEO Duong Tri Thanh told CAPA on the sidelines of the 18-Jun-2018 IATA AGM that the first A321neo is now slated to be delivered in Dec-2018, and could potentially be pushed to early 2019”)

Việc này đến từ việc giao chậm động cơ Pratt & Whitney PW1100G, động cơ được sử dụng cho các máy bay A321neo của HVN (theo CAPA thì việc chậm/hoãn lắp ráp với động cơ Pratt & Whitney đã xảy ra vài lần). 10 chiếc A321neo khác HVN dự kiến nhận trong 2019 sẽ không bị ảnh hưởng. Do đó, HVN kỳ vọng sẽ nhận tổng cộng 19 chiếc A321neo trong 2019.

Để bù đắp cho thiếu hụt tạm thời về công suất, HVN đang tìm kiếm các công ty cho thuê máy bay trong khu vực để sắp xếp thuê ướm ít nhất 2 chiếc máy bay để thay thế cho 2 chiếc ATR và 3-5 máy bay khác để thay cho những chiếc A321neo giao chậm (dòng Bombardier C series được coi là một lựa chọn khả thi) từ tháng 7/2018. Tuy nhiên, theo CAPA thì hiện khó có thể tìm được máy bay và bên cho thuê ướm, đặc

biệt trong thời gian ngắn, vì hiện số lượng máy bay cho thuê ướt trong khu vực (đặc biệt là dòng A321neo) khá khan hiếm.

Trong khi đối thủ Vietjet Air (VJC) vẫn tiếp tục gia tăng mạnh công suất với 17 máy bay được giao trong 2018 (15 chiếc trong số đó là A321neo), HVN sẽ bị tụt lại trong cuộc đua giành thị phần, đặc biệt là cuộc đua đến các thị trường Bắc Á. Vì vậy theo dự kiến của chúng tôi, HVN sẽ có thể có hệ số tải cao (khoảng 82%) nhưng tăng trưởng về ASK và RPK trong 2018 chỉ đạt 1 con số.

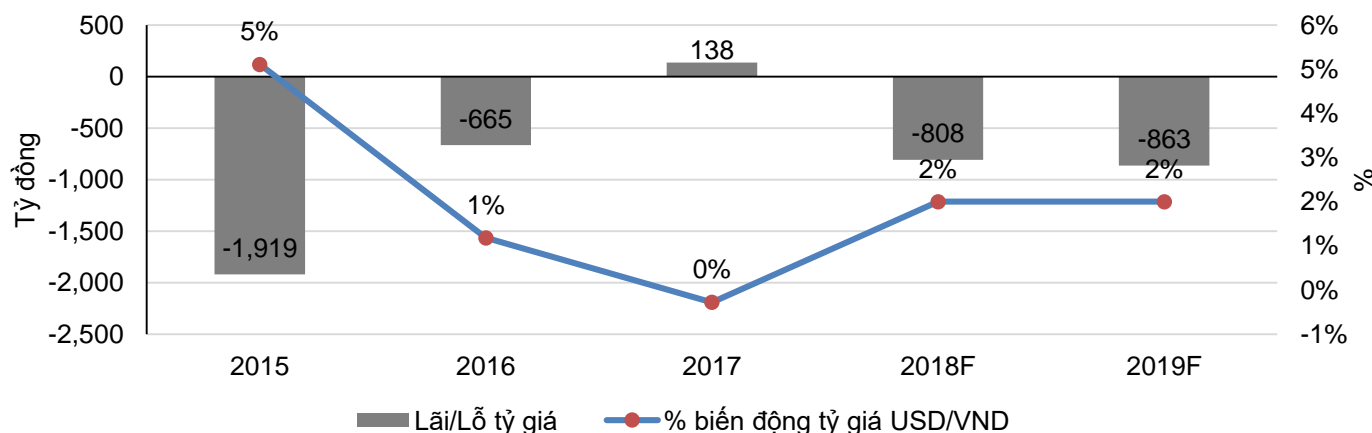
Kế hoạch nhận máy bay (điều chỉnh)		2017	2018F	2019F
Phương án	Nhận mới (chiếc)	3	11	9
SLB	A350-900	3	2	1
Thuê	A321 neo	0	0	19
Thuê	B787-10	0	0	4

Nguồn: HVN, KISVN

Tác động từ biến động tỷ giá

Với lượng lớn nợ vay và thuê tài chính bằng đồng USD, HVN chịu ảnh hưởng lớn từ biến động tỷ giá USD/VND.

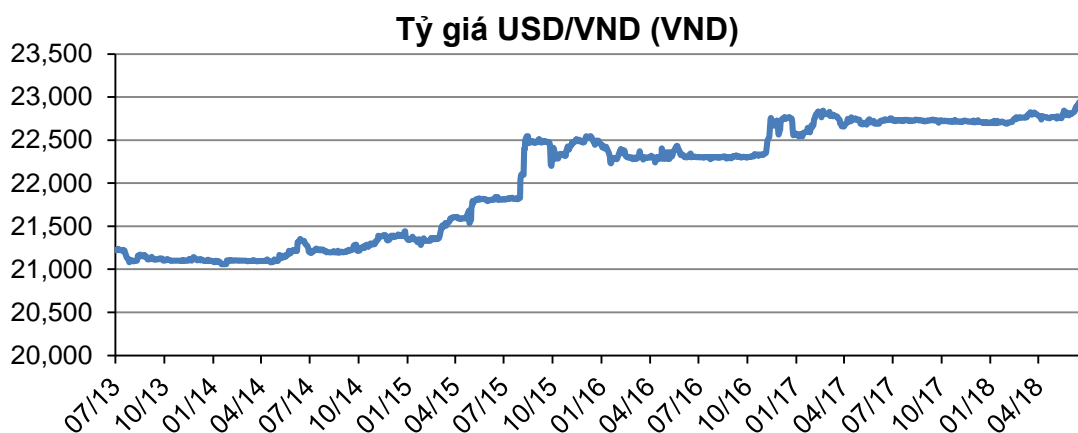
Lãi lỗ tỷ giá của HVN



Nguồn: HVN, KISVN ước tính

Có thể thấy trong 2015, tỷ giá USD/VND trung bình đã có mức tăng mạnh 5%/n và HVN bị lỗ tỷ giá 1,919 tỷ đồng. Ngược lại, HVN đã ghi nhận 138 tỷ đồng lãi tỷ giá trong 2017 khi tỷ giá USD/VND trong năm khá bình lặng (-0.3%/n).

Nửa đầu 2018 đã chứng kiến mức tăng đáng kể của tỷ giá USD/VND từ 22,698 đồng vào cuối 2017 lên mức 23,045 đồng vào ngày 16-07-18, tương đương mức tăng 1.5%YTD. Trong khi đó, lịch trình tăng lãi suất của Fed và chiến tranh thương mại Mỹ-Trung đang gia tăng bất ổn lên tỷ giá mặc dù chính phủ Việt Nam đang có các động thái kiềm chế tỷ giá. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ giá USD/VND có thể tăng 1.5-2% trong 2018 và theo ước tính của chúng tôi thì HVN có thể chịu khoản lỗ tỷ giá 800 tỷ đồng trong năm nay.



Nguồn: Bloomberg

Dự phóng

Từ các yếu tố nêu trên, chúng tôi đưa ra dự phóng về kết quả hoạt động và kinh doanh của HVN như sau:

Chỉ tiêu hoạt động Vietnam Airline & VASCO	2016	2017	2018F	2019F
Số lượt khách (triệu)	20.63	21.91	23.15	27.50
	<i>Tăng trưởng (%)</i>	21%	6%	6%
ASK (triệu)	40,630	42,610	44,759	54,461
	<i>Tăng trưởng (%)</i>	16%	5%	5%
Hệ số tải	81%	82%	82%	80%
RPK (triệu)	32,850	34,710	36,669	43,569
	<i>Tăng trưởng (%)</i>	16%	6%	6%
RASK (VND)	1,242	1,323	1,394	1,389
	<i>Tăng trưởng (%)</i>	-8%	7%	5%
Passenger Yield (VND)	1163	1231	1300	1295
	<i>Tăng trưởng (%)</i>	-10%	6%	6%
CASK (VND)	1,191	1,290	1,359	1,400
	<i>Tăng trưởng (%)</i>	-12%	8%	5%
Fuel/ASK (VND)	297	355	441	453
	<i>Tăng trưởng (%)</i>	-31%	19%	24%
RASK-CASK (VND)	50	33	35	-11
	<i>Tăng trưởng (%)</i>		-33%	4%

Dự phóng KQKD (tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	70,089	82,951	91,673	110,410
	<i>Tăng trưởng (%)</i>	6%	18%	11%
<i>Từ Vietnam Airlines & VASCO</i>	56,993	63,967	70,692	85,141
<i>Từ công ty con</i>	13,096	18,984	20,981	25,269
EBITDAR	20,113	21,260	19,787	27,205
	<i>Biên LN EBITDAR (%)</i>	29%	26%	22%
Chi phí thuê máy bay	10,753	12,593	12,524	18,304
EBITDA	9,360	8,667	7,263	8,900
	<i>Tăng trưởng (%)</i>	31%	-7%	-16%
EBIT	4,142	3,475	2,070	3,708
	<i>Tăng trưởng (%)</i>	41%	-16%	-40%
Lãi/lỗ khác	-311	1,031	-225	-418

Từ tỷ giá	-665	138	-808	-840
Từ hoạt động SLB	77	772	386	193
LNST	2,105	2,659	618	1,866
Tăng trưởng (%)	161%	26%	-77%	202%

Nguồn: dự phóng của KISVN

Định giá

HVN đã và đang mở rộng đội bay bằng cách thuê và SLB đồng thời sở hữu hãng hàng không giá rẻ Jetstar, cấu trúc tài chính của HVN sẽ lai giữa hãng hàng không truyền thống và hãng hàng không giá rẻ với chi phí thuê máy bay ngày càng gia tăng. EBITDA (LN hoạt động trước lãi vay, khấu hao, phân bổ) sẽ loại bỏ khác biệt về cấu trúc tài chính cũng như đội bay sở hữu giữa các hãng hàng không truyền thống. Do đó, húng tôi định giá cổ phiếu HVN dựa trên chỉ số EV/EBITDA trung bình của các hãng hàng không truyền thống trong khu vực.

Các hãng hàng không trong khu vực được chúng tôi sử dụng trong định giá như sau:

Hãng hàng không truyền thống	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	P/E TB 1 năm	EV/EBITDA TB 1 năm
AIR CHINA LTD-A	CH	16,498	19	5.2
ANA HOLDINGS INC	JN	12,260	10	11.5
JAPAN AIRLINES CO LTD	JN	12,160	9	18.8
SINGAPORE AIRLINES LTD	SI	9,068	24	9.7
QANTAS AIRWAYS LTD	AU	8,205	12	9.4
AIR NEW ZEALAND LTD	NZ	2,412	10	#N/A N/A
KOREAN AIR LINES CO LTD	SK	2,363	10	#N/A N/A
CHINA AIRLINES LTD	TA	1,693	18	#N/A N/A
VIRGIN AUSTRALIA HOLDINGS LT	AU	1,341	#N/A N/A	9.8
THAI AIRWAYS INTERNATIONAL	TH	880	#N/A N/A	16.3
ASIANA AIRLINES	SK	752	11	4.1
SHANDONG AIRLINES CO LTD-B	CH	633	10	5.9
GARUDA INDONESIA PERSERO TBK	ID	418	#N/A N/A	7.2
Trung bình theo tỷ trọng vốn hóa				10.58

Nguồn: Bloomberg

EV/EBITDA trung bình khu vực hiện ở mức **10.58** (trung bình theo tỷ trọng vốn hóa). Theo đó, chúng tôi định giá cổ phiếu HVN ở mức **33,500 đồng/cp** vào cuối 2018; với thị giá hiện tại (vào ngày 16-07-18) ở mức 30,600 đồng/cp, mức sinh lời kỳ vọng 1 năm đạt **9.8%**. Do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu HVN trong thời gian đầu tư 1 năm.

Mục tiêu 1 năm	
EV/EBITDAR (x)	10.2
Giá mục tiêu (VND)	33,500
Suất tăng giá bình quân năm	9.5%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	0.3%
Tổng mức sinh lời kỳ vọng	9.8%

Nguồn: dự phóng của KISVN

Phân tích độ nhạy

Như đã đề cập ở trên, biến động giá nhiên liệu và tỷ giá USD/VND có tác động lớn đối với kết quả kinh doanh HVN. Các biến động này thường khó có thể dự báo một cách chính xác. Do đó, bên cạnh các kỳ vọng nêu trên, chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy để cho thấy biến động LNST của HVN trong 2018 tương ứng với các mức khác nhau của dầu Brent và tỷ giá USD/VND.

		Dầu Brent (USD/thùng)					
		68	70	72	75	78	80
Biến động tỷ giá USD/VND (%)	-1.0%	42%	16%	-10%	-48%	-87%	-113%
	-0.5%	35%	9%	-16%	-55%	-94%	-120%
	0.0%	28%	3%	-23%	-62%	-101%	-127%
	0.5%	22%	-4%	-30%	-69%	-108%	-133%
	1.0%	15%	-11%	-37%	-76%	-114%	-140%
	1.5%	8%	-18%	-44%	-82%	-121%	-147%
	2.0%	1%	-25%	-51%	-89%	-128%	-154%
	2.5%	-6%	-32%	-57%	-96%	-135%	-161%
	3.0%	-13%	-38%	-64%	-103%	-142%	-167%

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 38,176 tỷ VND			
	Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018F
Doanh thu thuần	70,089	82,951	91,673	110,410
Tăng trưởng (%)	6%	18%	11%	20%
Từ Vietnam Airlines và VASCO	56,993	63,967	70,692	85,141
Từ các công ty con	13,096	18,984	20,981	25,269
GVHB	59,246	72,278	81,821	97,140
Biên LN gộp (%)	15%	13%	11%	12%
Chi phí BH & QLDN	6,701	7,198	7,782	9,562
EBITDAR	20,113	21,260	19,787	27,205
Biên lợi nhuận (%)	29%	26%	22%	25%
Chi phí thuê máy bay	10,753	12,593	12,524	18,304
EBITDA	9,360	8,667	7,263	8,900
Biên lợi nhuận (%)	13%	10%	8%	8%
Khấu hao	5,218	5,193	5,193	5,193
Lợi nhuận từ HĐKD	4,142	3,475	2,070	3,708
Biên LN HĐKD (%)	6%	4%	2%	3%
Chi phí lãi vay ròng	1,230	1,351	1,073	957
% so với nợ ròng (gồm lãi vay vốn hóa)	2%	3%	3%	3%
Khả năng trả lãi vay(x)	3.4	2.6	1.9	3.9
Lãi/lỗ khác	-311	1,031	-225	-418
Lãi/lỗ tỷ giá	-665	138	-808	-840
Lãi từ SLB	77	772	386	193
Chi phí liên quan đến vay và thuê dài hạn	-299	-291	-239	-207
Thuế	495	496	154	466
Thuế suất hiệu dụng (%)	19%	16%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	2,105	2,659	618	1,866
Biên lợi nhuận (%)	3%	3%	1%	2%
Lợi ích CĐ thiếu số	51	289	364	436
LN cho công ty mẹ	2,055	2,371	254	1,430
Số lượng CP (triệu)	1,228	1,228	1,228	1,228
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,307	1,417	152	855
Tăng EPS (%)	198%	8%	-89%	462%
Cổ tức (VND)	370	824	100	300
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	21%	38%	38%	38%

EBITDAR = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN – Chi phí thuê máy bay

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

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)	2016	2017	2018F	2019F
Thay đổi vốn lưu động	-2,572	-4,442	-208	-1,702
Capex	9,808	-7,118	1,407	-2,892
Dòng tiền khác	2,280	299	0	0
Dòng tiền tự do	-2,191	19,112	4,611	11,652
Phát hành cp	2,567	63	0	0
Cổ tức	434	1,011	123	368
Thay đổi nợ ròng	58	-18,164	-4,488	-11,283
Nợ ròng cuối năm	57,336	39,172	34,684	23,401
Giá trị doanh nghiệp (EV)	95,461	77,374	73,249	62,402
Tổng VCSH	16,245	17,433	17,928	19,426
Lợi ích cổ đông thiểu số	562	639	1,003	1,439
VCSH	15,683	16,794	16,926	17,987
Giá trị sổ sách/cp (VND)	12,776	13,681	13,788	14,653
Nợ ròng / VCSH (%)	353%	225%	193%	120%
Nợ ròng / EBITDA (x)	6.1	4.5	4.8	2.6
Tổng tài sản	96,480	88,550	82,668	72,882

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018F	2019F
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	15%	15%	2%	8%
ROA (%)	2%	3%	1%	3%
ROIC (%)	4%	6%	3%	6%
WACC (%)	5%	6%	7%	8%
PER (x)	23.4	21.6	201.2	35.8
PBR (x)	2.4	2.2	2.2	2.1
PSR (x)	0.5	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA (x)	10.2	8.9	10.1	7.0
EV/sales (x)	1.4	0.9	0.8	0.6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1.2%	2.7%	0.3%	1.0%

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý 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.