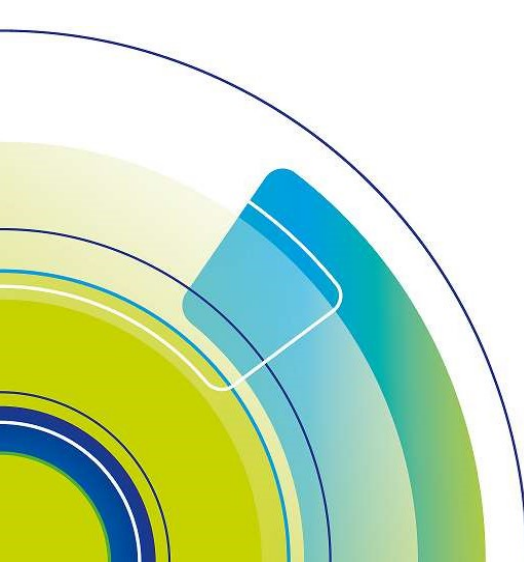




Báo Cáo lần đầu HVN – GIỮ

Ngày 03/01/2017



Trần Thị Hải Yến

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 326

yentran@acbs.com.vn

Báo Cáo Phân Tích

Khuyến nghị

GIỮ

UPCOM: HVN

Ngành vận tải

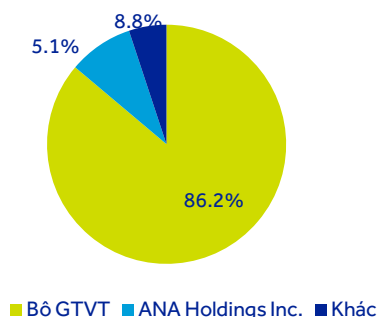
Giá tham chiếu (VND) 28.000

Giá mục tiêu (VND) 27.808

Tỷ lệ tăng giá -0,7%

Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 0,0%

Tổng tỷ suất lợi nhuận -0,7%



Cơ cấu sở hữu

Bộ GTVT	86,2%
ANA Holdings Inc.	8,8%

Thông kê

Mã Bloomberg HVN VN

Thấp/Cao 52 tuần (VND) N/A

SL lưu hành (triệu cp) 1.120

Vốn hóa (tỷ đồng) 31.356

Vốn hóa (triệu USD) 1.375

Room khối ngoại còn lại (%) N/A

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) N/A

KLGD TB 3 tháng (cp) N/A

VND/USD 22.780

Index: VNIndex / HNX 664,9/80,1

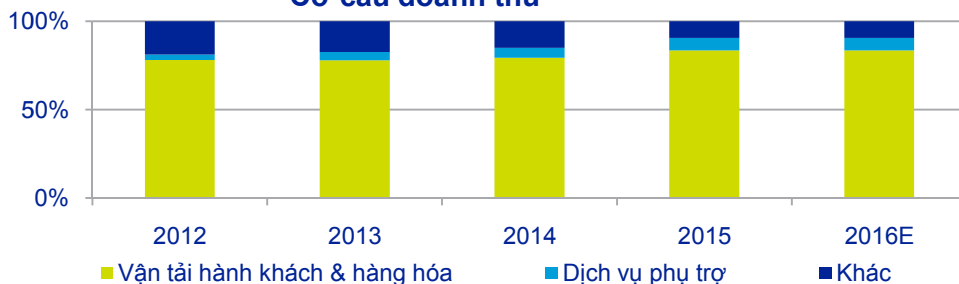
TỔNG CÔNG TY HÀNG KHÔNG VIỆT NAM (HVN VN)

Tái cấu trúc đội bay

Việt Nam Airline (HVN), hãng hàng không quốc gia Việt Nam hiện đang sở hữu đội bay lớn nhất trong số các hãng hàng không nội địa với 83 máy bay (không tính thuê ướt) trên hơn 39 đường bay nội địa và 57 đường bay quốc tế đi / đến Việt Nam [2014]. HVN đang trong quá trình tái cơ cấu đội tàu bay theo hướng mở rộng đội bay thân rộng gồm các dòng A350 và B787 để phục vụ các chuyến bay đường dài quốc tế. Đặc biệt công ty kỳ vọng có thể mở đường bay thẳng đến Mỹ vào 2020 bởi nhu cầu di chuyển giữa HCM - Los Angeles / San Francisco / New York khá lớn.

Nằm trong chiến lược hợp tác thương hiệu kép, Jetstar - thương hiệu hàng không giá rẻ trực thuộc HVN (sở hữu 69%) được xem sẽ phụ trách chính phát triển thị trường nội địa, trong khi VASCO sẽ tách ra khỏi HVN với tên Skyviet (HVN sở hữu 51%). Việc tái cấu trúc VASCO thành Skyviet đang vấp phải lo ngại thất thoát tài sản nhà nước nên vẫn chưa thành công.

Cơ cấu doanh thu



HVN còn cung cấp các dịch vụ hỗ trợ cho các hãng hàng không khác thông qua các công ty thành viên, trong đó có nhiều công ty có tỷ suất lợi nhuận vượt trội như Suất ăn Nội Bài (NCS), Dịch vụ hàng hóa Nội Bài (NCT), Dịch vụ hàng hóa Tân Sơn Nhất, Dịch vụ giao nhận hàng hóa Tân Sơn Nhất, Dịch vụ hàng không sân bay Nội Bài

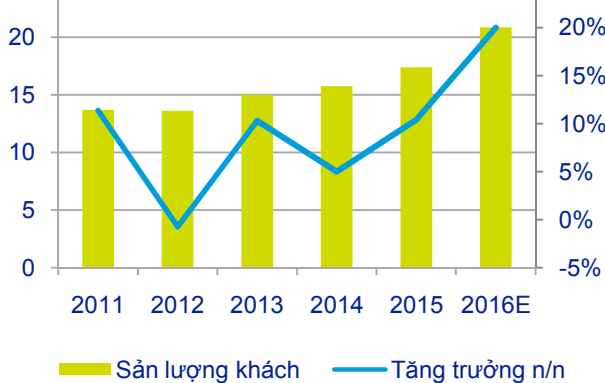
Điều kiện thuận lợi cho ngành hàng không

Chi phí nhiên liệu thấp cùng với sự mở rộng của mô hình hàng không giá rẻ đã khiến chi phí di chuyển bằng đường hàng không hợp lý hơn so với các loại hình vận tải khác như xe khách, phà và đường sắt. Nhờ đó, Việt Nam ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành hàng không với hơn 40 triệu khách năm 2015 và ước khoảng 52 triệu khách năm 2016, tăng 21% và 29% n/n. (Tiếp theo).

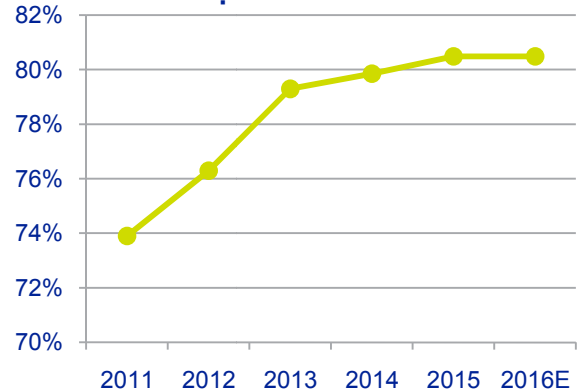
	2013	2014	2015	2016E	2017E
DT Thuần (tỷ đồng)	68.854	69.030	65.942	73.430	83.489
Tăng trưởng (%)	6,2%	0,3%	-4,5%	11,4%	13,7%
EBITDA (tỷ đồng)	4.938	4.988	5.026	8.607	9.043
Tăng trưởng (%)	7,2%	7,2%	7,6%	11,7%	10,8%
LN ròng (tỷ đồng)	43	164	506	2.025	1.752
Tăng trưởng LN (%)	n/a	282,6%	208,0%	300,1%	-13,5%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	40	137	339	1.718	1.486
Tăng trưởng (%)	n/a	239,1%	148,2%	406,8%	-13,5%
ROE (%)	0%	2%	5%	16%	12%
ROIC (%)	2%	2%	2%	4%	4%
Nợ ròng/EBITDA (x)	7,7	8,0	11,4	7,0	7,5
EV/EBITDA (x)	17,9	17,8	17,6	10,3	9,8
PER (lần)	695	205	83	16	19
PBR (lần)	2,5	2,4	2,7	2,3	2,0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Mặc dù đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt với Vietjet Air (VJA) tại thị trường nội địa, nhìn chung Việt Nam Airline (HVN) vẫn cho thấy sự cải thiện tích cực. HVN được xem là hãng hàng không quốc gia có tốc độ tăng trưởng mạnh nhất trong khu vực Đông Nam Á trong 2015, tăng 12% về lượng cung ghế và tăng 10% về sản lượng hành khách. Trong 9T2016, HVN ghi nhận tốc độ tăng trưởng 16,4% lên 14,9 triệu lượt khách, 21% về sản lượng hàng hóa lên 193k tấn và 7,2% về doanh thu thuần, đạt 43k tỷ đồng (công ty mẹ).

triệu khách **Sản lượng hành khách của VN Airline**



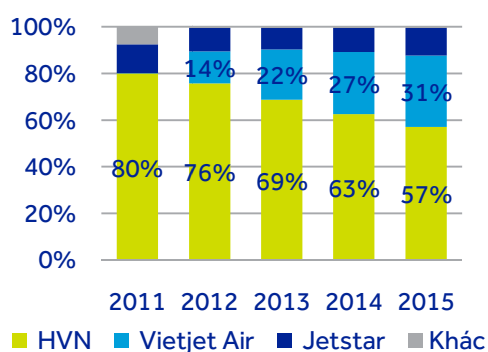
Hệ số tải



Tuy nhiên, xét về thị phần, VJA đang trên đường trở thành hãng hàng không lớn nhất tại thị trường nội địa bởi Jetstar, khá chậm chân so với VJA trong việc bắt kịp nhu cầu di chuyển bằng đường hàng không giá rẻ trong thời gian qua. Năm 2015, lượng ghế cung ứng của VJA tăng trên 70% n/n trong khi số này của Jetstar chỉ khoảng trên 30% n/n. Hiện nay, HVN chiếm khoảng 43% lượng ghế cung ứng trên các đường bay nội địa trong khi VJA chiếm ~39%, Jetstar chiếm ~16% và VASCO chiếm ~2%. Như vậy HVN đã không thể hoàn thành mục tiêu duy trì thị phần toàn nhóm (gồm Việt Nam Airline, Jetstar và VASCO) trên 70% theo phương án cổ phần hóa đặt ra.

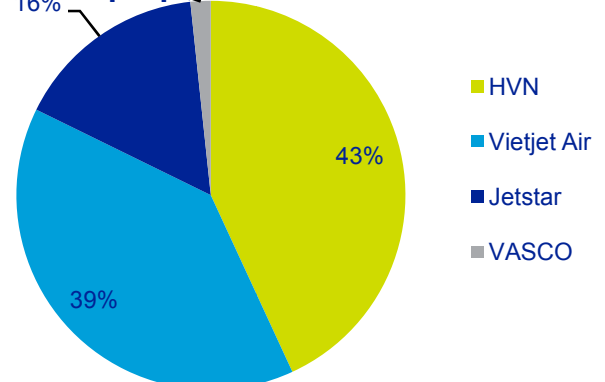
Trong khi đó, được xem là hãng hàng không quốc gia của Việt Nam, HVN vẫn có lợi hơn đối thủ nội địa trên các mạng đường bay quốc tế đi/đến Việt Nam. Chúng tôi tin rằng việc hợp tác chiến lược với ANA sẽ giúp HVN tăng sự hiện diện của mình tại khu vực Đông Bắc Á, thị trường quốc tế lớn nhất của HVN và phát triển thị trường Hoa Kỳ, mục tiêu của HVN trong thời gian tới.

Cơ cấu lượng khách theo hãng hàng không



Nguồn: ACBS ước tính

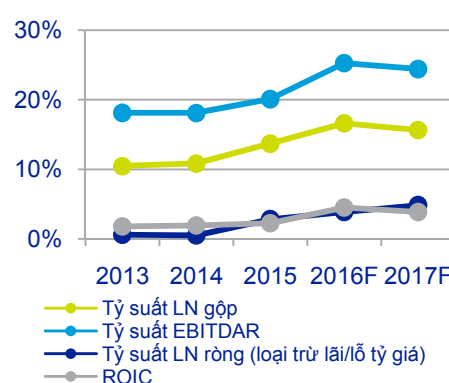
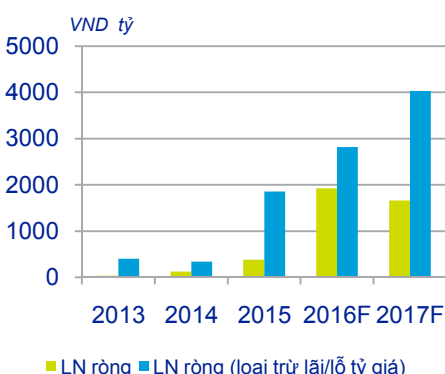
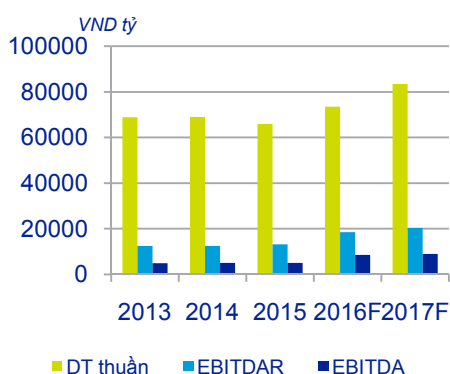
Ghế cung ứng trên thị trường nội địa, tuần 26/9 - 02/10/2016



Rủi ro giá xăng phục hồi

9T2016 HVN ghi nhận LNTT gần 2,9 ngàn tỷ, lợi nhuận ròng gần 2,4 ngàn tỷ, cao hơn tổng lợi nhuận 5 năm trước cộng lại. Theo thông tin truyền thông đưa tin, HVN tiết lộ KQKD cả năm 2016 thấp hơn 9T2016, với LNTT chỉ 2,5 ngàn tỷ. Chúng tôi cho rằng giá xăng và tỷ giá USD/VND biến động bất lợi là nguyên nhân chính cho kết quả đáng thất vọng trên.

Chúng tôi cho rằng, doanh thu của HVN vẫn có thể tăng mạnh trong năm 2017, tăng 9,7% n/n lên 79k tỷ đồng, dựa trên kỳ vọng lượng ghế luân chuyển (ASKs) tăng 8%, hệ số tải vẫn ở mức cao, 80,5%. Lợi nhuận ròng dự báo giảm khoảng 13,5% về còn 1,7k tỷ đồng do chi phí nhiên liệu tiếp tục gia tăng. Các chỉ số lợi nhuận có thể giảm 1-2 điểm %. Ngoài ra đề xuất tăng phí một số dịch vụ hàng không của ACV nếu được thông qua có thể bất lợi đối với HVN.



Sử dụng phương pháp so sánh với EV/EBITDAR và P/B tham chiếu là 5,7x và 1,26x, chúng tôi định giá HVN ở mức 27.808 đồng/cp.

DVT: tỷ đồng

Hệ số EV/EBITDAR tham chiếu (x)	5,7
EBITDAR 2017	22.729
EV	129.228
Nợ vay ròng	54.038
Vốn hóa khoản thuê máy bay	31.682
Giá trị vốn chủ sở hữu	42.756
Giá theo EV/EBITDAR (50%- đồng/cp)	38.180
P/B tham chiếu (x)	1,26
Giá trị sổ sách 2017	13.794
Giá theo P/B (50%- đồng/cp)	17.437
Giá mục tiêu (đồng/cp)	27.808

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ ACV	Giá hiện tại (đồng)	28.000	Giá mục tiêu (đồng):	27.808	Vốn hóa (tỷ đồng):	31.356
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Doanh thu thuần	68.854	69.030	65.942	73.430	83.489	96.044
<i>Tăng trưởng (%)</i>	6%	0%	-4%	11%	14%	15%
GVHB trừ khấu hao	57.950	57.802	52.700	56.293	64.872	76.618
Chi phí bán hàng và QLDN	5.306	5.165	6.084	6.522	7.415	8.530
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	8%	7%	9%	9%	9%	9%
EBITDA	4.938	4.988	5.026	8.607	9.043	9.579
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	7%	7%	8%	12%	11%	10%
EBITDAR	12.472	12.491	13.240	18.527	20.361	22.669
<i>Tỷ suất EBITDAR (%)</i>	18%	18%	20%	25%	24%	24%
Khấu hao	3.705	3.757	4.219	4.951	5.561	6.348
Lợi nhuận từ HĐKD	1.234	1.231	807	3.655	3.483	3.231
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	2%	2%	1%	5%	4%	3%
Chi phí lãi vay ròng	1.045	997	1.041	1.476	1.580	1.727
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	3%	3%	2%	3%	2%	2%
Thuế	249	307	243	336	305	259
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	132%	131%	-104%	15%	16%	17%
Lợi ích CĐTS	214	252	300	334	380	437
Lợi nhuận ròng	43	164	506	2.025	1.752	1.346
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	0%	1%	1%	3%	3%	2%
Tiền mặt đạt được	3.748	3.921	4.725	6.976	7.313	7.694
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	906	902	1.120	1.120	1.120	1.120
EPS (VND)	40	137	339	1.718	1.486	1.142
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1	1	1	1	1	1
EPS hiệu chỉnh (VND)	40	137	339	1.718	1.486	1.142
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	0	239%	148%	407%	-13%	-23%
CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<i>ROE (%)</i>	0,4%	1,6%	4,6%	16,0%	12,0%	8,3%
<i>ROA (%)</i>	0,1%	0,2%	0,6%	2,2%	1,8%	1,2%
<i>ROIC (%)</i>	1,8%	1,9%	2,2%	4,5%	3,8%	3,1%
<i>WACC (%)</i>	4,9%	4,7%	3,9%	4,4%	4,4%	4,3%
<i>EVA (%)</i>	-3,1%	-2,8%	-1,7%	0,1%	-0,6%	-1,2%
<i>PER (x)</i>	695,4	205,1	82,6	16,3	18,8	24,5
<i>EV/EBITDA (x)</i>	17,9	17,8	17,6	10,3	9,8	9,3
<i>EV/FCF (x)</i>	(31,8)	(50,2)	(5,2)	(31,2)	(11,5)	(11,9)
<i>PBR (x)</i>	2,5	2,4	2,7	2,3	2,0	1,9
<i>PSR (x)</i>	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
<i>EV/sales (x)</i>	1,3	1,3	1,3	1,2	1,1	0,9
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Thay đổi vốn lưu động	246	689	2.104	(97)	(1.855)	(1.716)
Capex	5.442	6.044	20.181	10.000	16.777	16.777
Đầu tư vào liên kết liên doanh	(14)	(5)	(220)	79	83	87
Các khoản mục dòng tiền khác	(861)	1.041	304	161	-	-
Dòng tiền tự do	(2.787)	(1.766)	(17.037)	(2.845)	(7.692)	(7.454)
Phát hành cp	346	230	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	236	128	420	-	-	-
Thay đổi nợ ròng	2.676	1.664	17.457	2.845	7.692	7.454
Nợ ròng cuối năm	38.157	39.821	57.278	60.123	67.815	75.269
Giá trị doanh nghiệp	57.278	57.278	57.278	60.123	67.815	75.269
Vốn CSH	10.247	10.441	11.671	13.695	15.447	16.793
Giá trị sổ sách/cp (VND)	11.308	11.572	10.421	12.229	13.794	14.995
<i>Nợ ròng / VCSH (%)</i>	3,7	3,8	4,9	4,4	4,4	4,5
<i>Nợ ròng / EBITDA (x)</i>	7,7	8,0	11,4	7,0	7,5	7,9
Tổng tài sản	69.644	72.208	89.182	94.051	103.495	112.295

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 8) 3823 4159
Fax: (+84 8) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Giám đốc Phân tích

Lê Nguyệt Ánh
(+84 8) 3823 4159(ext: 354)
anhln@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận – Phân tích Ngành

Nguyễn Phương Uyên
(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)
uyennp@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 8) 3823 4159 (ext: 327)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện, Thủy sản
Trần Thị Hải Yến
(+84 8) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

NVPT–Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 8) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Trần Nhật Trung
(+84 8) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện
Nguyễn Trí Cường
(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)
cuongnt@acbs.com.vn

NVPT– Bất động sản, Nhựa, ETF
Vũ Quang Hưng
(+84 8) 3823 4159 (ext: 323)
hungvq@acbs.com.vn

NVPT- Bất động sản
Cao Việt Hùng
(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)
hungcv@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế vĩ mô
Trần Vi Phúc
(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)
phuctv@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung
(+84 8) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH
Đặng Mạnh Hùng
(+84 8) 3823 4798
hungdm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH
Phan Hồng Diệp
(+84 8) 3823 4159(ext: 307)
diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận GDKHĐC
Huỳnh Thị Mỹ Hạnh
(+84 8) 5404 6632
hanhhtm@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC
Đinh Thị Thanh Ngọc
(+84 8) 5404 6626
ngocdtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Lê Thị An Nghĩa
(+84 8) 3823 4160 (ext: 311)
ngghialta@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2017). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.