

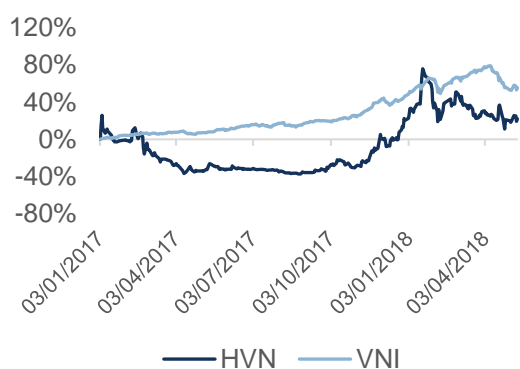
Nguyễn Thị Kim Chi

Chuyên viên phân tích

Email: chintk@fpts.com.vn

Điện thoại: (+824) – 3773 7070 - Ext: 4303

Biến động giá HVN và VNIndex



**Thông tin giao dịch ngày
15/05/2018**

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	38,100
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	59,100
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	21,100
Số lượng CP niêm yết (cp)	1,227,533,778
Số lượng CP lưu hành (cp)	1,418,725,155
KLGD bình quân (cp/phiên)	431,500
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	12,275
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	54,053

Tổng quan doanh nghiệp

Tên: Tổng công ty Hàng không Việt Nam – CTCP

Địa chỉ: Số 200 Nguyễn Sơn, P.Bồ Đề, Q.Long Biên, Hà Nội

Doanh thu chính: Vận tải hàng không

Chi phí chính: Nhiên liệu, thuê máy bay, sửa chữa máy bay, động cơ

Lợi thế cạnh tranh: Thị phần vững chắc khi khai thác phân khúc trung-cao cấp, hệ thống đường bay, tàu bay lớn với dịch vụ tốt

Rủi ro chính: Biến động giá nhiên liệu, tỉ giá

NĂM 2018 ĐẦY THÁCH THỨC

1. Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2017 và quý 1/2018

Doanh thu năm 2017 đạt 82,951 tỷ đồng, tăng trưởng 18% so với năm 2016, với đóng góp chính từ mảng vận tải hàng không (chiếm 83% tổng doanh thu). Lợi nhuận trước thuế năm 2017 đạt mức 3,155 tỷ đồng, tăng 21% so với năm 2016:

(1) Doanh thu tăng trưởng nhờ việc mở thêm một số đường bay mới Hà Nội – Sydney, tăng thêm tần suất của các chuyến bay Hà Nội – Yangon, Đà Nẵng – Hàng Châu và thị trường Đông Bắc Á bùng nổ. Các công ty con của HVN hoạt động hiệu quả, trong đó có các công ty đóng góp lớn cho kết quả hợp nhất như CTCP Dịch vụ hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS), Cty TNHH MTV Suất ăn hàng không Việt Nam (VACS).

(2) Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2017 giảm so với năm 2016 (từ 15% giảm xuống 13%) do chi phí nhiên liệu (chiếm 36% tổng chi phí) tăng khoảng 22% so với cuối năm 2016. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận trước thuế vẫn ổn định ở mức 4% năm 2017 và tăng lên 6% tại quý 1/2018 do giảm chi phí bán hàng và chi phí tài chính.

2. Kế hoạch năm 2018

Chúng tôi đánh giá kế hoạch về doanh thu năm 2018 đặt ra tương đối khả thi, tuy nhiên khá khó khăn để có thể đạt được kế hoạch về lợi nhuận. Kế hoạch doanh thu năm 2018 của HVN ở mức 97,073 tỷ đồng (114% so với thực hiện 2017); lợi nhuận trước thuế 2,421 tỷ đồng (77% so với thực hiện 2017)

3. Hoạt động đầu tư của HVN

Năm 2018, HVN nhận thêm thêm 2 tàu A350 (SLB) và 9 tàu A321-NEO thuê, trả sớm 4 tàu thuê ATR72 và 3 tàu thuê A330 đến hạn. Tổng số tàu bay đến cuối năm 2018 là 98 tàu bay, dự kiến khai thác trung bình 92.7 tàu bay.

Luận điểm đầu tư vào cổ phiếu HVN

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với Tổng công ty Hàng không Việt Nam với những luận điểm sau:

- ✓ Yếu tố tích cực chung từ ngành hàng không, phân khúc giá rẻ đang chứng lại. HVN hoàn toàn có thể giữ vững thị phần bằng chiến dịch thương hiệu kép với thương hiệu Vietnam Airlines và Jetstars Pacific. Thị trường Đông Bắc Á đang là thị trường chiến lược và mang về nguồn doanh thu lớn cho HVN.
- ✓ Thông qua định giá bằng phương pháp so sánh EV/EBITDA, HVN đang được giao dịch ở mức 10.0x – khá hợp lý so với trung bình của các doanh nghiệp trong ngành cùng phân khúc 9.6x (xem thêm [tại đây](#))

Các yếu tố cần theo dõi

Cần theo dõi các rủi ro ảnh hưởng đến HVN **(1)** biến động giá dầu nhiên liệu và **(2)** biến động tỷ giá

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



1993: Thành lập hãng hàng không quốc gia Việt Nam

2006: Việt Nam trở thành thành viên chính thức của IATA (Hiệp hội vận tải hàng không quốc tế)

2010: Chuyển thành công ty TNHH MTV do Nhà nước làm chủ sở hữu, chính thức là thành viên thứ 10 của Liên minh Hàng không SkyTeam.

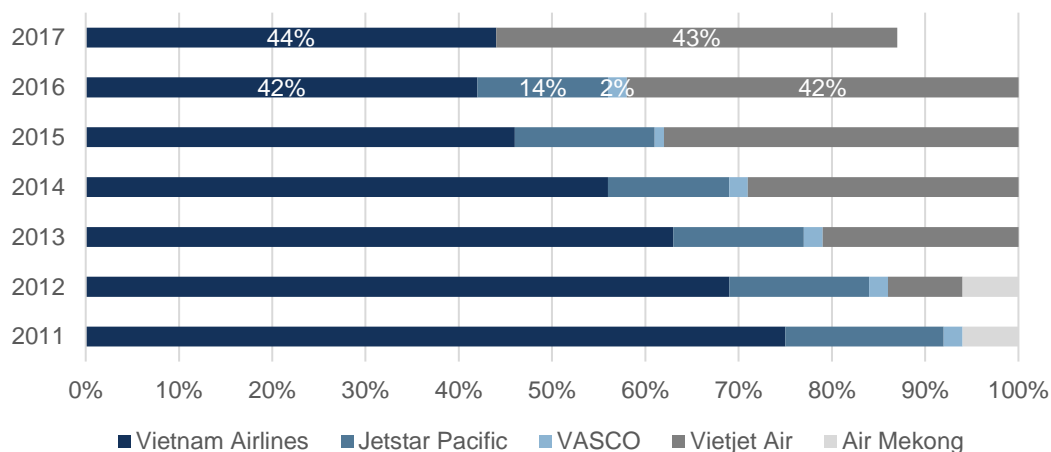
2014: Chào bán thành công cổ phần lần đầu ra công chúng tại Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM

2015: Chính thức hoạt động theo mô hình CTCP

2017: Chính thức giao dịch trên sàn chứng khoán UPCoM với mã chứng khoán HVN

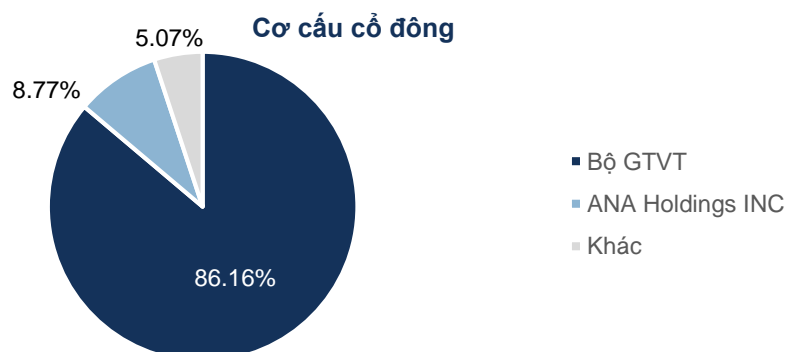
Tính đến năm 2017, HVN sở hữu 94 tàu bay với việc khai thác 90 đường bay nội địa và quốc tế.

Thị phần các hãng hàng không 2011 - 2017



**2017: Chỉ có số liệu của Vietnam Airlines và Vietjet Air*

Nguồn: CAPA, FPTS tổng hợp



Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

Cổ đông lớn nhất của HVN hiện nay là Bộ giao thông vận tải với 86.16%. HVN đã trình Bộ GTVT kế hoạch thoái vốn Nhà nước giai đoạn 2017 – 2020. Theo đó, 2/7/2018, HVN hoàn thành đợt phát hành tăng vốn chủ sở hữu và dự kiến niêm yết trên sàn HSX trong quý 3/2018.

Giai đoạn 2018 – 2019, HVN tiếp tục chào bán cổ phần tăng vốn điều lệ với tổng khối lượng phát hành khoảng 10 – 20%, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước sẽ giảm xuống còn khoảng 60% - 65% vốn điều lệ.

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2017 VÀ QUÝ 1/2018

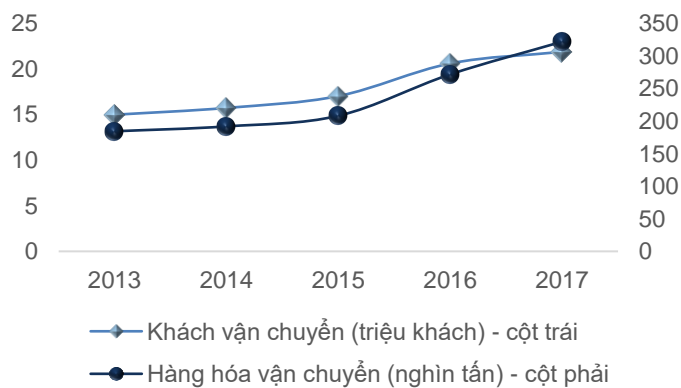
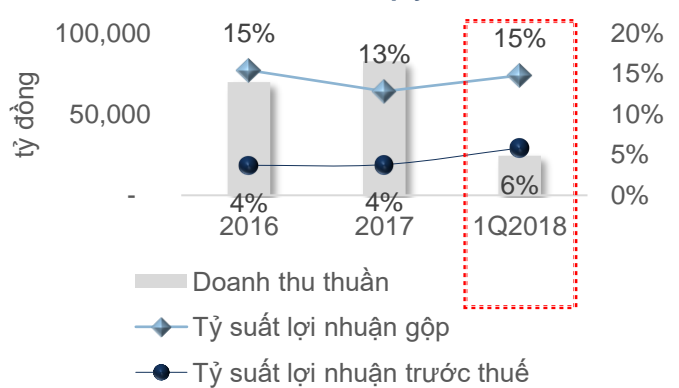
Giữ vững thị phần, tăng trưởng nhẹ doanh thu và lợi nhuận.

	2017	2016	%yoy	%TH/KH	1Q2018	1Q2017	%yoy
Doanh thu thuần	82,951	70,089	18%	94.00%	24,412	20,834	17%
Vận tải hàng không	68,929	60,052	15%		20,054	17,492	15%
Phụ trợ vận tải	4,255	3,679	16%		1,024	969	6%
Bán hàng	9,529	5,852	63%		3,305	2,309	43%
Khác	841	989	-15%		208	182	14%
Lợi nhuận gộp	10,673	10,843	-2%		3,625	3,247	12%
Chi phí bán hàng	4,875	4,456	9%		1,288	1,315	-2%
Chi phí quản lý	2,323	2,245	3%		528	456	16%
EBIT	3,475	4,142	-16%		1,809	1,476	23%
Doanh thu tài chính	907	900	1%		261	242	8%
Chi phí tài chính	2,294	3,049	-25%		787	959	-18%
Chi phí lãi vay	1,558	1,365	14%		368	370	-1%
Lãi (lỗ) công ty LDLK	-20	75	-127%		39	31	26%
Lợi nhuận khác	1,087	534	104%		109	64	70%
Lợi nhuận trước thuế	3,155	2,601	21%	193.00%	1,429	854	67%
Lợi nhuận trước thuế (loại bỏ từ thu nhập khác – nhượng bán quyền mua máy bay)	2,383	2,524	-6%		1,429	854	67%
Lợi nhuận sau thuế	2,659	2,105	26%	199.00%	1,137	746	52%
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	2,371	2,055	15%		1,053	743	42%
EPS	1,931	1,685	15%		858	606	42%

Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

Doanh thu vận tải hàng không tăng trưởng 15% yoy mặc dù lượt khách vận chuyển chỉ tăng nhẹ (+6.2% yoy). HVN tập trung vào việc phục vụ phân khúc khách thu nhập cao, giảm tải một số đường bay hiệu quả thấp. Thị phần của HVN trong năm 2017 đạt 44%, cao hơn so với đối thủ là Vietjet Air (43%)

- Năm 2017, Vietnam Airlines đã mở đường bay mới Hà Nội – Sydney (Úc) với tần suất 3 chuyến/tuần, nâng tổng số khai thác tuyến Việt Nam – Úc lên 17 chuyến/tuần. Ngoài ra, Vietnam Airlines cũng tăng tần suất đường bay Hà Nội – Yangon (Myanmar), Đà Nẵng – Hàng Châu giúp tăng trưởng lượt khách vận chuyển.
- Doanh thu vận tải hành khách nội địa tăng trưởng tương đối cao trong năm 2017 (+21% yoy). Năm 2017, các hãng hàng không ở Việt Nam khai thác tập trung các chuyến qua các quốc gia Đông Bắc Á như Nhật Bản, Hàn Quốc. Doanh thu hành khách tại thị trường Đông Bắc Á chiếm khoảng 33% tổng doanh thu vận chuyển hành khách, tăng trưởng 10% so với năm 2016.
- Sản lượng hàng hóa vận chuyển trong 2017 khoảng 322 nghìn tấn (+18% yoy), trong đó đặc biệt tăng trưởng mạnh tại thị trường Đông Bắc Á (+35% yoy)

Số lượng hành khách và hàng hóa vận chuyển 2013 - 2017

Quy mô doanh thu và tỷ suất lợi nhuận của HVN 2016, 2017 và quý 1/2018


Nguồn: HVN, FPTS tổng hợp

Doanh thu hoạt động thuê chuyến đạt trên 2,900 tỷ đồng (tương đương khoảng 4% tổng doanh thu), tăng 26% so với năm 2016 do khai thác bằng tàu bay A321 vào khung giờ tối muộn, nâng cao hiệu suất sử dụng.

Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2017 giảm so với năm 2016 (từ 15% giảm xuống 13%) do chi phí nhiên liệu (chiếm 36% tổng chi phí) tăng khoảng 22% so với cuối năm 2016. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận trước thuế vẫn ổn định ở mức 4% năm 2017 và tăng lên 6% tại quý 1/2018. Nguyên nhân chính đến từ việc chi phí tài chính giảm dần **(1)** Chi phí lãi vay giảm do HVN đã chi trả phần gốc lãi của các khoản vay năm 2017 **(2)** Các khoản lỗ tỷ giá giảm do tỷ giá ổn định trong năm 2017.

Các công ty con hoạt động hiệu quả

Vietnam Airlines hoạt động theo mô hình mẹ con với 15 công con và 5 công ty liên kết. Các công ty hoạt động trong các lĩnh vực vận tải hàng không, dịch vụ và phụ trợ. Kết quả kinh doanh năm 2017 của các công ty con, công ty liên kết đều có sự tăng trưởng. Trong đó, các công ty đóng góp tỉ trọng tương đối lớn vào kết quả hợp nhất như CTCP Dịch vụ hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS), Cty TNHH MTV Suất ăn hàng không Việt Nam (VACS), CTCP Suất ăn hàng không Nội Bài (NCS) đều có tăng trưởng tốt ở mức 15%. Kết quả kinh doanh của các công ty con và công ty liên kết được thống kê chi tiết [tại đây](#).

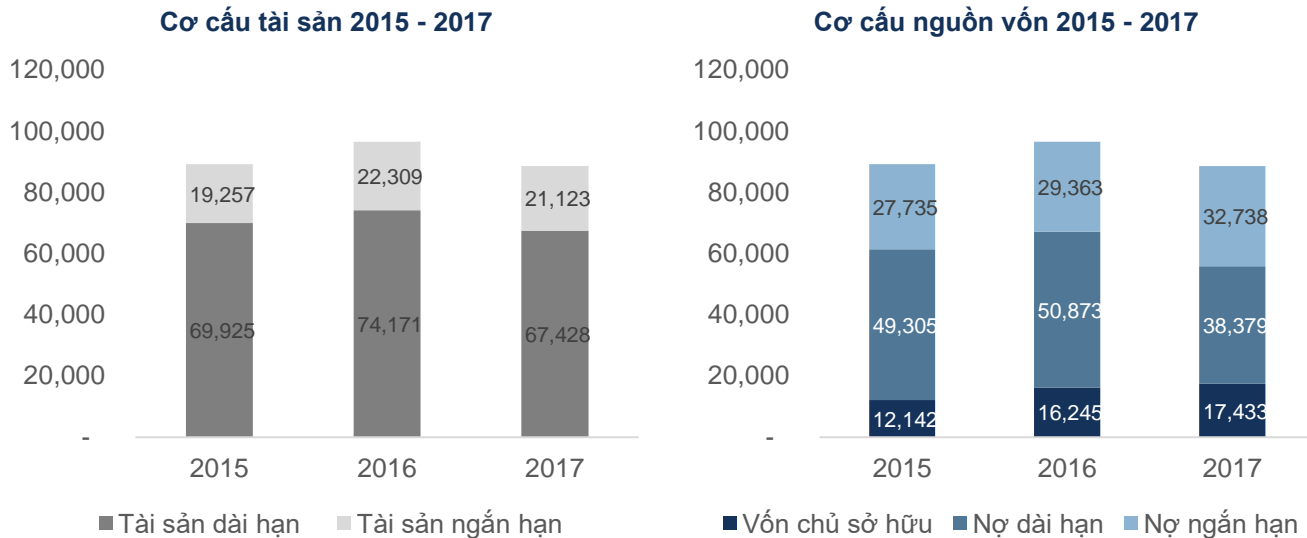
Với kết quả kinh doanh đạt được trong năm 2017, HVN đã thông qua tại Đại hội cổ đông chính sách phân phối lợi nhuận như sau:

Chính sách phân phối lợi nhuận	(tỷ đồng)
Lợi nhuận sau thuế	2,366
Số lợi nhuận còn lại năm 2016	550
Số lợi nhuận sau thuế năm 2017	1,816
Trích lập quỹ khen thưởng	631
Lợi nhuận sau thuế còn lại để trả chủ sở hữu	1,734
Chi trả cổ tức 8%	982
Lợi nhuận sau thuế còn lại	752

Công ty đã chi trả cổ tức bằng tiền mặt 600 VND/cp cho cổ đông vào tháng 8/2017 tương đương với khoảng 730 tỷ đồng.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Tổng tài sản giảm do bán tài sản và thực hiện cấu trúc bán - thuê lại (Sale & Lease Back –SLB)



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Tổng tài sản của HVN tại 31/12/2017 khoảng 88.551 tỷ đồng, giảm 8.2% so với năm 2016, trong đó tài sản dài hạn giảm 9.1% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu do **(1)** HVN bán 4 tàu bay B777 **(2)** không đầu tư mua thêm tàu bay mới. Tài sản ngắn hạn giảm 5.3% so với năm 2016 do giảm tiền ứng trước mua các máy bay A350 thực hiện cấu trúc bán và thuê lại trong năm.

Nợ phải trả tại ngày 31/12/2017 khoảng 71.118 tỷ đồng (-11.4% yoy). Nguyên nhân do **(1)** trong kỳ HVN thực hiện cấu trúc bán và thuê lại 5 tàu bay gồm (1 B787 và 4 A350) **(2)** HVN chủ động trả trước hạn đối với các khoản vay dài hạn có lãi suất cao. Mục tiêu trong năm 2018, doanh nghiệp sẽ giảm trên 8,000 tỷ đồng nợ dài hạn (khoảng 21% tổng dư nợ tính tới cuối năm 2017)

Tăng thu nhập từ hoạt động SLB

	2015	2016	2017	1Q2018
Thu nhập từ nhượng bán quyền mua máy bay	0	77.4	771.7	0

**HVN không thực hiện nghiệp vụ SLB trong quý 1/2018*

Trong năm 2017, công ty mẹ đã thực hiện nghiệp vụ SLB với 5 tàu bay (4 chiếc A350 và 1 chiếc B787) thu về hơn 260 tỷ đồng. Jetstar Pacific thực hiện 10 giao dịch, thu về hơn 500 tỷ đồng. Kế hoạch 2018, Vietnam Airlines sẽ nhận thêm 2 tàu bay A350 (SLB) và 9 tàu bay A321-NEO.

KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2018

	Đơn vị tính	TH 2017	KH 2018	%KH 2018/TH 2017
Hành khách vận chuyển	triệu khách	21.91	24.3	111%
Hành khách luân chuyển	tỷ khách.km	34.72	38.5	111%
Hàng hóa vận chuyển	nghìn tấn	323.2	350.9	109%
Hàng hóa luân chuyển	nghìn tấn.km	922,979	966,466	105%
Doanh thu	tỷ đồng	84,962	97,073	114%
Lợi nhuận trước thuế	tỷ đồng	3,155	2,421	77%
Lợi nhuận sau thuế	tỷ đồng	2,659	1,917	72%
Tổng kinh phí đầu tư	tỷ đồng	2188	3504	160%

Nguồn: HVN

Trong năm 2018, HVN đặt kế hoạch tăng trưởng về sản lượng hành khách và hàng hóa vận chuyển tăng khoảng 10%. Doanh thu cũng được doanh nghiệp kỳ vọng với mức tăng tương ứng khoảng 14%, tức là khoảng 97,073 tỷ đồng. Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế đều có kế hoạch thấp hơn so với năm 2017 khoảng 23% - 28%.

Vietnam Airlines đặt mục tiêu tăng trưởng tải 10%, đưa các tàu thân rộng thế hệ mới vào các đường bay châu Âu, châu Úc, Đông Bắc Á. HVN cũng mở thêm các đường bay mới Nha Trang – Seoul, Đà Nẵng – Busan, Đà Nẵng – Osaka. Tại thị trường nội địa, với việc mở thêm các đường bay mới Nha Trang – Phú Quốc, Sài Gòn – Chu Lai, Vietnam Airlines dự kiến sẽ tăng tải nội địa lên khoảng 10% - 12%.

Để có thể đạt được kế hoạch đề ra về sản lượng và doanh thu, Vietnam Airlines tập trung vào các hoạt động sau:

(1) Phát triển đội tàu bay

Năm 2018, HVN nhận thêm thêm 2 tàu A350 (SLB) và 9 tàu A321-NEO thuê, trả sớm 4 tàu thuê ATR72 và 3 tàu thuê A330 đến hạn. Tổng số tàu bay đến cuối năm 2018 là 98 tàu bay. Dự kiến khai thác trung bình 92.7 tàu bay

Từ năm 2019-2021, Tổng công ty sẽ tiếp tục tiếp nhận thêm 21 tàu bay gồm: 11 A321 NEO thuê, 02 A350 (SLB), 08 B787-10 thuê. Hiện nay, Tổng công ty đang hoàn thiện Kế hoạch phát triển đội tàu bay đến năm 2025, trong đó dự kiến tổng số tàu bay năm 2020 là 109-112 chiếc, năm 2025 là 132 -135 chiếc. Theo đó, Tổng công ty có nhu cầu đặt mua mới khoảng 50 tàu bay thân hẹp để thay thế cho đội tàu bay cũ/ hết hạn thuê và bổ sung đáp ứng nhu cầu phát triển.

(2) Chiến lược thương hiệu kép: Vietnam Airlines phục vụ đối tượng khách hàng trung – cao cấp và Jetstar Pacific với phân khúc giá rẻ. HVN vẫn sẽ khai thác độc quyền các đường bay mang tính chất xã hội như Cà Mau, Rạch Giá, Côn Đảo,...

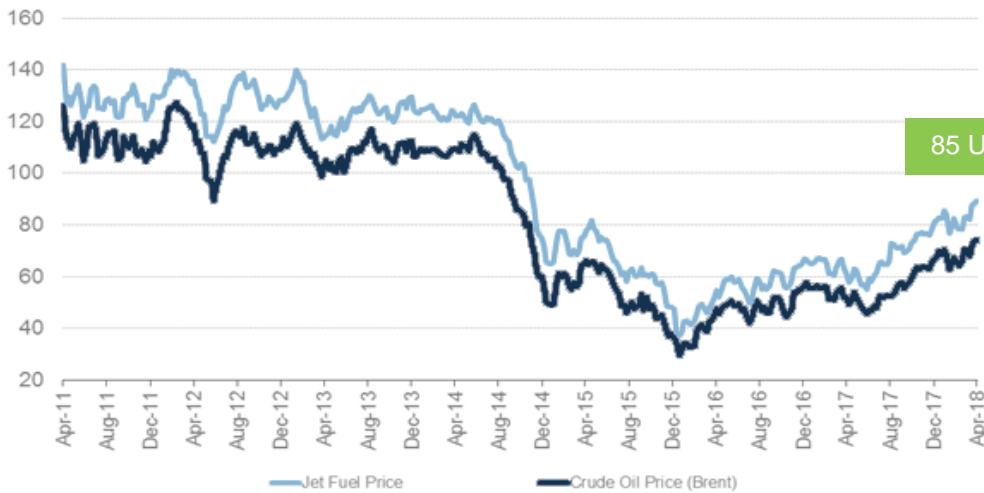
(3) Các kế hoạch đầu tư khác

- Đầu tư cơ sở hạ tầng – khu nghỉ dưỡng khách sạn phục vụ đội bay ở các khu vực.
- Đầu tư vào hệ thống cơ sở thông tin, các hệ thống quản trị, check-in online nhằm nâng cao tỷ lệ khách tự làm thủ tục tại các sân bay quốc tế như Nội Bài, Đà Nẵng, Tân Sơn Nhất lên hơn 30%

Chúng tôi cho rằng, việc HVN có thể hoàn thành được kế hoạch về sản lượng hành khách, hàng hóa và doanh thu là tương đối chắc chắn. **Tuy nhiên, các chỉ tiêu về lợi nhuận cần xem xét cẩn trọng hơn do các yếu tố sau:**

(1) Rủi ro giá nhiên liệu đầu vào tăng

Giá xăng Jet và Crude (USD/thùng)



Nguồn: Platts

Giá xăng Jet A1 chiếm khoảng 36% tổng chi phí. Theo như thống kê từ doanh nghiệp, cứ 1 USD tăng lên của giá xăng sẽ khiến cho chi phí của HVN tăng lên tương ứng khoảng 230 tỷ đồng (tương đương 9% lợi nhuận trước thuế). Kịch bản kế hoạch năm 2018 của HVN được xây dựng trên cơ sở giá xăng Jet A1 khoảng 73 USD/thùng. Tuy nhiên thực tế, trong tháng 4/2018 giá xăng Jet A1 đã tăng khoảng 41% so với đầu năm 2018, đạt 85 USD/thùng. HVN không đưa ra các chính sách về việc chuyển giá bao nhiêu phần trăm vào giá vé nếu như giá xăng tiếp tục tăng. Doanh nghiệp chỉ cho biết chính sách phòng vệ rủi ro không quá 35% tổng lượng xăng cần cung ứng và hợp đồng kỳ hạn không quá 18 tháng.

Theo như dự báo ngắn hạn về giá dầu của Cơ quan Quản lý thông tin năng lượng Hoa Kỳ vừa đưa ra cuối tháng 4/2018, giá dầu Brent đạt trung bình 72 USD/thùng trong tháng 4/2018, tăng 6 USD/thùng so với tháng 3. Cũng theo đó, tổ chức này cũng dự báo giá giao ngay của dầu Brent sẽ đạt trung bình khoảng 71 USD/thùng trong năm 2018. Mức giá dầu Brent này tương đương với khoảng 83 USD/thùng tính trên sản phẩm xăng Jet A1 – cũng tương đương với mức giá xăng mà Vietnam Airlines dự báo trong tháng 4.

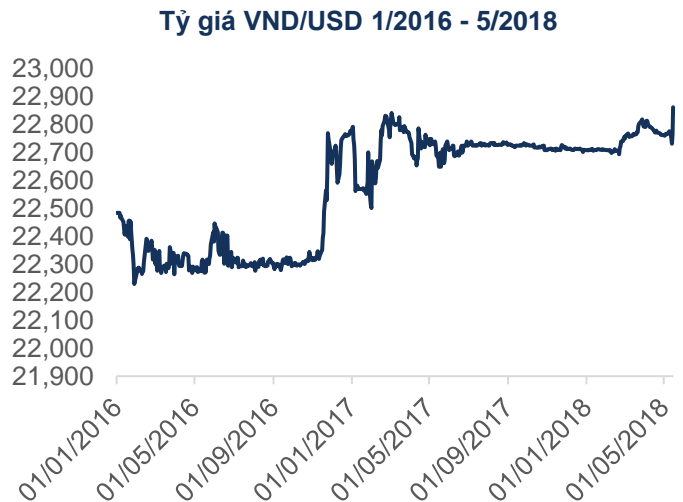
Như vậy, kế hoạch về lợi nhuận mà Vietnam Airlines đưa ra có thể sẽ rất khó khăn để đạt được nếu biến động giá xăng Jet A1 tiếp tục theo chiều hướng tăng từ thời điểm này đến cuối năm 2018.

(2) Rủi ro về tỉ giá VND/USD và lãi suất

Tính tới thời điểm 31/12/2017, dư nợ gốc ngoại tệ (USD) trên báo cáo tài chính của HVN là 13,896 tỷ đồng (chiếm 31% tổng nợ vay dài hạn). So với những biến động mạnh vào cuối năm 2016, năm 2017 xuất phát từ cung cầu trên thị trường ngoại hối, tỉ giá VND/USD ổn định hơn. Lỗ chênh lệch tỉ giá HVN ghi nhận tại báo cáo tài chính năm 2017 chỉ khoảng 446 tỷ đồng, giảm 70% so với năm 2016. Tuy nhiên, trong quý 1/2018, trước những biến động từ nền kinh tế thế giới và việc Cục dự trữ liên bang Mỹ tăng lãi suất, tỉ giá VND/USD đang có xu hướng tăng

Theo dự báo của Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia, tỉ giá VND/USD có thể tăng 1.5% - 2% trong năm 2018. Trong quý 1/2018, HVN cũng đã ghi lỗ chênh lệch tỉ giá lên đến 343 tỷ đồng.

(tỷ đồng)	2016	2017	1Q2018
Lỗ chênh lệch tỷ giá	1,384	446	343
Dư nợ gốc ngoại tệ (USD)	20,973	13,896	n/a
Lãi suất đi vay USD	1 - 1.35%	2.7 - 6.7%	n/a

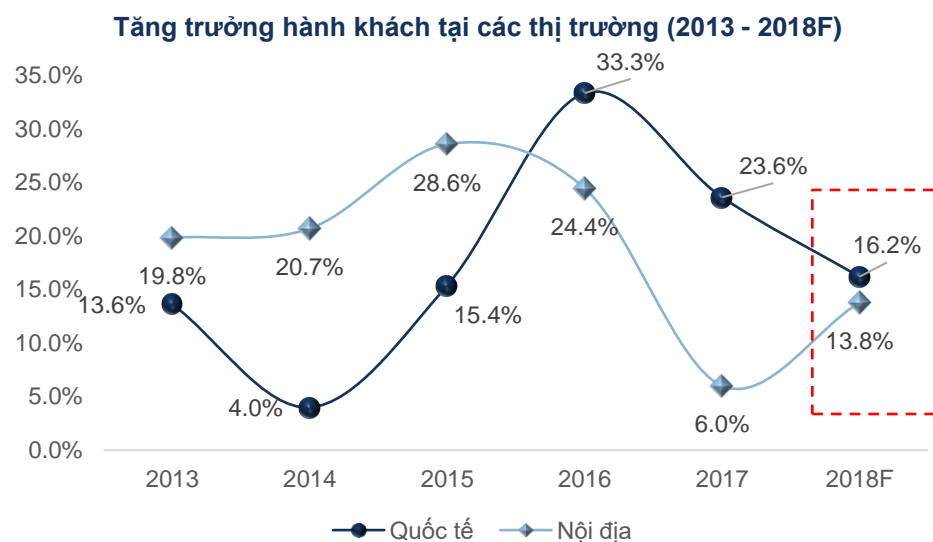


Nguồn: Tradingeconomics

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đưa ra quan điểm đầu tư đối với HVN dựa vào những rủi ro về giá dầu và tỷ giá đã phân tích ở trên và những tác động sau:

1. Yếu tố tích cực từ ngành hàng không – tốc độ tăng trưởng của phân khúc giá rẻ đang chứng lại



Nguồn: CAPA, HVN, FPTS tổng hợp

Năm 2017, thị trường quốc tế tăng trưởng mức kỷ lục 23,6% so với cùng kỳ do bùng nổ khách từ Hàn Quốc và Trung Quốc (chiếm gần 50% tăng trưởng hàng không quốc tế). Trong đó tăng trưởng chủ yếu ở phân khúc hàng không giá rẻ, phân khúc hàng không truyền thống chỉ tăng trưởng 20%. Dự báo năm 2018, phân khúc quốc tế sẽ tăng trưởng ở mức 16,2%

Thị trường nội địa tăng trưởng chậm lại sau giai đoạn tăng trưởng nóng của các hãng LCCs các năm 2013-2016 về tải cung ứng, thị phần LCCs đã có dấu hiệu ổn định, tải tổng thị trường chỉ tăng trưởng ở mức 6% so với mức tăng trưởng bình quân 20-30% của các năm trước. Dự báo trong năm 2018, tăng trưởng hành khách nội địa sẽ đạt khoảng 13,8% do việc mở thêm và tăng chuyển các đường bay nội địa Hà Nội – Đồng Hới,

2. Mở thêm các đường bay quốc tế, đặc biệt là thị trường Đông Bắc Á.

Đông Bắc Á đang là thị trường quốc tế có mức đóng góp vào doanh thu hành khách và hàng hóa cao nhất với tốc độ tăng trưởng năm 2017 đạt hơn 10%. Lượng khách du lịch từ khu vực Bắc Á đến Việt Nam tăng 43% - là thị trường có tăng trưởng lớn nhất. Trong đó, có Nhật Bản và Hàn Quốc là 2 quốc gia mà Vietnam Airlines đặt tham vọng đảm bảo thị phần 60% (Nhật Bản) và khoảng 35% (Hàn Quốc)

Kế hoạch mở đường bay thẳng đến Mỹ (Los Angeles và San Fransisco) sẽ được lùi lại so với kế hoạch ban đầu là trong năm 2018. Trong đại hội cổ đông, Ban lãnh đạo HVN cũng đã chia sẻ về thời gian đi vào hoạt động của đường bay thẳng Mỹ sẽ vào khoảng cuối năm 2019 và mất khoảng 5 – 10 năm để có thể hòa vốn.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra các doanh nghiệp để so sánh với HVN có hoạt động khai thác các chuyến bay ở mảng trung và cao cấp với quy mô cũng như tại các thị trường tương đồng. Phương pháp định giá so sánh EV/EBITDA được chúng tôi đánh giá là chỉ số định giá phù hợp với các doanh nghiệp hoạt động ở lĩnh vực hàng không do EBITDA là lợi nhuận hoạt động kinh doanh trước lãi vay, khấu hao và thuế - không bao gồm thu nhập từ bán máy bay.

So sánh HVN với các doanh nghiệp trong ngành trên thế giới







Tên DN	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu 2017 (triệu USD)	Tăng trưởng DT (%)	Tăng trưởng LNST (%)	Biên LN gộp (%)	ROE (%)	D/E (x)	P/E 2017 (x)	P/B 2017 (x)	EV/EBITDA 2017 (x)	Hệ số điều chỉnh	EV/EBITDA sau điều chỉnh
HANJIN KAL CORP	1,271	1,017	16.0	na	18.9	17.4	37.1	6.1	0.9	9.7	1.5	14.8
JET AIRWAYS INDIA LTD	807	3,114	1.5	-78.6	na	na	na	12.4	na	10.2	0.9	8.7
INTERGLOBE AVIATION LTD	6,630	3,571	24.8	45.9	na	41.3	31.7	19.9	6.3	11.5	0.8	8.9
EVA AIRWAYS CORP	2,104	5,377	13.1	38.3	13.0	9.5	152.9	10.9	1.1	5.4	1.3	6.7
KOREAN AIR LINES CO LTD	3,073	10,700	3.1	346.9	17.4	39.1	395.8	3.6	0.9	6.4	1.5	9.8
THAI AIRWAYS INTERNATIONAL	1,138	5,600	6.5	- 81.9	58.8	1.7	497.8	na	1.1	7.6	1.1	8.5
Trung bình												9.4
VIETNAM AIRLINES	2,058	3,651	18.4	14.1	12.9	14.4	270.3	21.7	3.1	10.0	1.0	10.0

Nguồn: Bloomberg, Ceicdata, FPTTS tổng hợp

*Hệ số điều chỉnh sử dụng P/E các quốc gia, điều chỉnh so với P/E Việt Nam tháng 4/2018

Tại mức giá đóng cửa ngày 14/05/2018, EV/EBITDA của HVN là 10.0x, khá tương đương với mức trung bình 9.4x của các doanh nghiệp được so sánh. Tổng hợp lại những phân tích ở trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với HVN tại thời điểm hiện tại.

PHỤ LỤC 1: THỐNG KÊ HĐKD CÁC CÔNG TY CON CÔNG TY LIÊN KẾT CỦA HVN ([quay lại](#))

Tên công ty	Logo	% sở hữu	Tình trạng niêm yết	Ngành	Lợi nhuận trước thuế 2017 (tỷ đồng)	Lợi nhuận trước thuế 2016 (tỷ đồng)	%yoy
Công ty con							
Jetstar Pacific Airlines		68.85%	Chưa niêm yết	Vận tải hàng không	n/a	n/a	
VAECO		100%	Chưa niêm yết	Sửa chữa, bảo dưỡng máy bay	128	111	15.0%
SKYPEC		100%	Chưa niêm yết	Kinh doanh nhiên liệu hàng không	321	267.7	19.9%
NCT		55.13%	HSX	Dịch vụ phục vụ hàng hóa chuyển bay	340	338.8	0.4%
NCS		60.17%	UPCOM	Cung cấp suất ăn trên máy bay	105	84.7	24.0%
VACS		100%	Chưa niêm yết	Cung cấp suất ăn trên máy bay	172	160.9	6.9%
VFT		51.52%	Chưa niêm yết	Đào tạo phi công	8	n/a	
AITS		52.73%	Chưa niêm yết	Cung cấp dịch vụ tin học, viễn thông	9	10.2	-11.8%
TCS		55%	Chưa niêm yết	Phục vụ hàng hóa chuyển bay	515	436	18.1%
TECS		51%	Chưa niêm yết	Vận chuyển, giao nhận hàng hóa, cho thuê kho bãi	78	67.89	14.9%
NAS		51%	UPCOM	Phục vụ vận tải hàng không	2	38.53	-94.8%
VINAKO		65.05%	Chưa niêm yết	Giao nhận hàng hóa, vận tải mặt đất, kho bãi	18	16.84	6.9%
ALSIMEXCO		51%	Chưa niêm yết	Xuất nhập khẩu lao động	5	3.8	31.6%
SABRE		51.69%	Chưa niêm yết	Đặt giữ chỗ tự động	9	3.8	136.8%
VIAGS		100%	Chưa niêm yết	Dịch vụ mặt đất	167	133	25.6%
Công ty liên kết							
K6		49%	DN nước ngoài	Vận tải hàng không	27 triệu USD	n/a	
VALC		32.48%	Chưa niêm yết	Cho thuê máy bay	49	25.9	89.2%
MAS		36.11%	HNX	Dịch vụ phục vụ hàng không	50	56	-10.7%
AIRIMEX		41.31%	Chưa niêm yết	Ủy thác xuất, nhập khẩu	10.3	9.6	7.3%
APLACO		30.41%	Chưa niêm yết	Sản xuất sản phẩm nhựa	n/a	n/a	

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 0 cổ phiếu HVN và chuyên viên phân tích nắm giữ không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1,
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100, Quang Trung, P. Thạch Thang,
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
ĐT: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888