

# Báo cáo Ngành Hàng Không

Tháng 04/2018

## CÂU CHUYỆN CẠNH TRANH VÀ TĂNG TRƯỞNG

*“...Với đoạn đường phát triển đã trải qua so với thế giới, các doanh nghiệp hàng không Việt Nam hiện vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng, bên cạnh việc tập trung nâng cao năng lực cạnh tranh và nhận được hỗ trợ từ chính sách cũng như tiến trình hội nhập với thế giới...”*

---

**Ngô Trúc Quỳnh**

Chuyên viên phân tích

E: [quynhnt@fpts.com.vn](mailto:quynhnt@fpts.com.vn)

P: (028) – 6290 8686 – Ext: 7590

---



## TIÊU ĐIỂM

### NGÀNH HÀNG KHÔNG THẾ GIỚI

Ngành hàng không bao gồm chuỗi dịch vụ từ vận tải hàng không, cảng hàng không đến các dịch vụ phụ trợ hàng không. Trong đó, vận tải hàng không đóng vai trò quan trọng nhất trong chuỗi giá trị ngành; vận tải hàng không phát triển thì cảng hàng không và các dịch vụ phụ trợ sẽ hưởng lợi theo. Nếu xem vận tải hàng không là xương sống của ngành, thì cảng hàng không là lĩnh vực chịu trách nhiệm cung cấp cơ sở hạ tầng cho hầu hết các hoạt động của các phân khúc kinh doanh khác trong chuỗi giá trị ngành, là nơi kết nối hệ thống hàng không của mỗi quốc gia với các phương thức vận chuyển khác.

#### Ngành vận tải hàng không thế giới

- Ngành vận tải hàng không thế giới có thị trường khá tập trung, chỉ riêng hai khu vực Châu Á Thái Bình Dương và Châu Âu đã chiếm đến 59% thị phần vận tải hành khách và 64% thị phần vận tải hàng hóa.
- Ngành vận tải hành khách và hàng hóa hàng không thế giới hiện đang trong pha tăng trưởng mới sau giai đoạn tăng trưởng chậm 2000-2004. Theo thống kê của IATA, tốc độ tăng trưởng lượng khách luân chuyển (RPK) và sản lượng hàng hóa luân chuyển (RTK) thế giới giai đoạn 2012-2017 lần lượt đạt 7,0%/năm và 4,3%/năm, cao hơn mức 2-4%/năm giai đoạn 1985-2005. Động lực tăng trưởng chính của ngành trong giai đoạn sau đến từ phân khúc hàng không giá rẻ (LCC). Thị phần của các doanh nghiệp LCC tăng mạnh từ mức 15,7% năm 2006 lên mức 25,5% năm 2016.
- Trong khi đó, với xu hướng “outsourcing” từ các quốc gia phát triển, nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không đang ngày càng gia tăng. Vận tải hàng không chủ yếu vận chuyển các mặt hàng có giá trị cao như hàng điện tử, linh kiện máy móc, hàng thời trang, hàng dễ vỡ, hóa chất... Thị phần vận tải hàng hóa hàng không toàn cầu khá phân mảnh do chính sách hỗ trợ các hãng hàng không nội địa của các quốc gia. Các tuyến vận tải hàng không nội vùng Châu Á – Thái Bình Dương và Châu Á Thái Bình Dương – EU là hai tuyến vận tải hàng không lớn nhất thế giới.
- Dự báo cho giai đoạn 2017-2036, ngành vận tải hành khách và hàng hóa hàng không sẽ tăng trưởng với tốc độ bình quân là 4,7%/năm và 4,2%/năm, với động lực chính đến từ khu vực Châu Á Thái Bình Dương.

#### Ngành cảng hàng không thế giới

- Cảng hàng không yêu cầu vốn đầu tư lớn và là tiền đề cho sự phát triển kinh tế – xã hội của một quốc gia nên thường gắn liền với các chính sách quy hoạch phát triển kinh tế – xã hội, lĩnh vực hoạt động có điều kiện và phải được sự chấp thuận của cơ quan quản lý Nhà nước của quốc gia đó.
- Động lực tăng trưởng của dịch vụ cảng hàng không gắn liền với sự tăng trưởng của ngành vận tải hàng không. Khách hàng của cảng hàng không là các hãng hàng không, các khoản phí dịch vụ tại cảng hàng không đều được thu trực tiếp hoặc gián tiếp qua các hãng hàng không. Vì thế, doanh thu của cảng hàng không thường biến động cùng chiều với sản lượng cũng như cơ cấu hành khách và hàng hóa luân chuyển qua cảng từng thời kỳ.

- Đơn giá các loại dịch vụ của cảng hàng không thường nằm trong khung giá và mức giá quy định của cơ quan quản lý. Hoạt động của cảng hàng không dựa trên khai thác lợi thế kinh doanh tự nhiên của tài sản nên các chi phí chủ yếu là chi phí cố định, dễ kiểm soát và dự báo.
- Thị trường khai thác hành khách và hàng hóa của các cảng hàng không khá tập trung với tỷ trọng hành khách và hàng hóa thông qua 20 cảng hàng không lớn nhất thế giới lần lượt chiếm 18% tổng lượng hành khách và 45% tổng sản lượng hàng hóa. Châu Á Thái Bình Dương là khu vực có ngành cảng hàng không phát triển nhất thế giới vì đây cũng là khu vực có ngành vận tải hàng không phát triển nhất.

## **NGÀNH HÀNG KHÔNG VIỆT NAM**

- Thị trường vận tải hành khách hàng không Việt Nam hiện nay đang được thống lĩnh bởi 4 hãng hàng không là: Vietnam Airlines, Vietjet Air, Jetstar Pacific và VASCO. Trong đó, Vietnam Airlines lần lượt sở hữu 68,85% và 51,00% cổ phần tại Jetstar và VASCO. Do đó, có thể nói rằng thị trường vận chuyển hàng không Việt Nam là cuộc “đối đầu” giữa Vietnam Airlines và Vietjet Air. Đây cũng là hai hãng hàng không đại diện cho hai mô hình vận chuyển khác biệt: hàng không truyền thống và hàng không giá rẻ, giữa mô hình quản lý Nhà nước và tư nhân.
- Vận tải hàng hóa hàng không chiếm khoảng 25% giá trị xuất, nhập khẩu của Việt Nam. Hiện có 55 hãng hàng không nước ngoài và 4 hãng hàng không nội địa hoạt động ở Việt Nam. Trong đó, bốn hãng hàng không Việt Nam chiếm tỷ trọng tuyệt đối trong các tuyến nội địa nhờ chính sách bảo hộ của chính phủ. Còn các tuyến quốc tế, ưu thế thuộc về các hãng nước ngoài với 82% thị phần. Các tuyến vận chuyển hàng hóa hàng không quốc tế chủ yếu ở Việt Nam là Châu Á – Thái Bình Dương, EU và Bắc Mỹ.
- Ngành vận tải hàng không Việt Nam vẫn đang trong quá trình phát triển và dự báo sẽ tăng trưởng mạnh trong thời gian tới, dựa trên các động lực sau: (1) Sự phục hồi của ngành Hàng không thế giới, (2) Việt Nam nằm trong khu vực hàng không năng động, (3) Hoạt động đầu tư và du lịch tăng trưởng nhanh và (4) Mức sống người dân được cải thiện.
- Theo dự báo của IATA, Việt Nam là thị trường có tốc độ tăng trưởng cao thứ 5 thế giới về lượt khách hàng năm trong giai đoạn 2015-2035, với CAGR đạt 6,7%/năm, cao hơn mức 3,9%/năm của thế giới và 4,6%/năm của khu vực Châu Á Thái Bình Dương.
- Ngành cảng hàng không và các dịch vụ hàng không tại Việt Nam cũng đang trong quá trình phát triển nhờ hưởng lợi từ sự tăng trưởng của ngành vận tải hàng không. ACV (Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam – UpCom) hiện nay là doanh nghiệp độc quyền vận hành và khai thác 21 cảng hàng không đang hoạt động trải dài từ Bắc vào Nam của Việt Nam. Tuy nhiên, thách thức đặt ra hiện nay là việc mở rộng công suất và xây dựng các sân bay mới để giảm tải cho hai sân bay lớn là Tân Sơn Nhất và Nội Bài.

## **TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ NGÀNH**

Dựa vào triển vọng ngành hàng không được phân tích trên, chúng tôi đánh giá **về mặt hoạt động kinh doanh** của các doanh nghiệp như sau:

**Trong ngắn hạn (dưới 1 năm) và trung hạn (2-3 năm): TÍCH CỰC**

Đối với nhóm vận tải hàng không: triển vọng khả quan nhờ nhu cầu được dự báo tăng trưởng mạnh và các doanh nghiệp đang mở rộng các tuyến bay cũng như đội bay. Khuyến nghị: **TÍCH CỰC** đối với **VJC** và **HDN**. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá về tốc độ tăng trưởng của VJC cao hơn so với HDN. VJC hiện đang đi theo mô hình hàng không giá rẻ. Thu nhập bình quân đầu người tại Việt Nam



tương đối thấp so với khu vực, Việt Nam được đánh giá là mảnh đất màu mỡ cho sự phát triển của hàng không giá rẻ.

Nhóm cảng và dịch vụ hàng không: triển vọng khả quan nhờ hưởng lợi từ nhóm vận tải hàng không. Chú ý **ACV** với vị thế độc quyền khai thác 21 sân bay đang hoạt động trải dài cả nước và được hưởng lợi từ việc tăng mức phí dịch vụ hàng không và tiềm năng tăng doanh thu phi hàng không. Câu chuyện thoái vốn cũng là điểm nhấn cho ACV trong ngắn và trung hạn. Ngoài ra, **SCS** và **SGN** cũng là hai cổ phiếu chúng tôi ưa thích. Chúng tôi cũng đánh giá cao **AST** về mặt vị thế và hiệu quả hoạt động kinh doanh, tuy nhiên việc cấu trúc sở hữu phức tạp và liên tục biến động là một điểm đáng lưu ý với các nhà đầu tư. Do đó, chúng tôi cho rằng cần thêm thời gian quan sát để đánh giá mức độ ổn định trong trung và dài hạn của AST để ra quyết định đầu tư phù hợp.

Ngoài đánh giá về hoạt động kinh doanh, nhà đầu tư cần quan tâm về **mức định giá của các doanh nghiệp trong ngành**, đặc biệt là đối với hai doanh nghiệp vận tải hàng không – mảng có rủi ro cao nhất nhưng sinh lời thấp nhất trong chuỗi giá trị. Tại mức giá đóng cửa ngày 12/04/2018, EV/EBITDA và P/B của VJC lần lượt là 34,2 lần và 9,5 lần (EBITDA đã loại bỏ lợi nhuận từ bán máy bay), cao nhất so với các quốc gia trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Trong khi đó, HVN có EV/EBITDA và P/B lần lượt 11,0 lần và 3,3 lần, khá tương đồng so với khu vực. Như chúng tôi đã phân tích kỹ trong báo cáo, các hãng vận tải hàng không đều phải đối mặt với rất nhiều rủi ro, cụ thể:

- (1) Một cú sốc kinh tế nhỏ có thể làm sụt giảm lượt khách và giá vé nghiêm trọng;
- (2) Nếu có thêm một hãng hàng không giá rẻ gia nhập sẽ tạo cuộc chiến về giá và
- (3) Sự biến động khó lường của “bộ ba” giá dầu, tỷ giá và lãi suất có thể làm gia tăng chi phí các hãng hàng không, đặc biệt ảnh hưởng lớn hơn đến hàng không giá rẻ.
- (4) VJC và HVN còn có rủi ro từ việc ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động Sales and Leaseback đội bay.

#### **Trong dài hạn (3-5 năm): TRUNG LẬP**

Ngành hàng không được dự báo sẽ vẫn tăng trưởng mạnh mẽ về lượng hành khách và hàng hóa. Tuy nhiên, cần theo dõi về tiến độ mở rộng công suất tại các cảng hàng không của ACV, đặc biệt là việc xây dựng sân bay mới Long Thành:

- **Nhóm ngành vận tải hàng không:** tăng trưởng vẫn tiếp tục diễn ra về lượng hành khách và hàng hóa, tuy nhiên cần theo dõi sát về tình hình cạnh tranh trong ngành.
- **Nhóm cảng và dịch vụ hàng không:** theo dõi đối với tiến độ mở rộng công suất các cảng hàng không đối với ACV. Nhóm dịch vụ hàng không như SCS cần theo dõi về hiệu suất hoạt động và khả năng mở rộng công suất, quan trọng hơn là kế hoạch mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất sẽ có ảnh hưởng lớn đến hoạt động kinh doanh của SCS. Các doanh nghiệp còn lại như NCT, NCS, MAS cần theo dõi về tình hình cạnh tranh và khả năng mở rộng công suất.
- Chú ý đối với SCS, SAS và SGN, ba doanh nghiệp có thể sẽ tham gia hoạt động tại sân bay Long Thành. Sân bay Long Thành dự kiến sẽ đi vào hoạt động năm 2025 với công suất 25 triệu hành khách/năm trong giai đoạn 1.

## MỤC LỤC

<b>A. NGÀNH VẬN TẢI HÀNG KHÔNG THẾ GIỚI.....</b>	<b>1</b>
I. Lịch sử phát triển ngành vận tải hàng không thế giới .....	1
II. Vòng đời ngành vận tải hàng không thế giới.....	3
III. Chuỗi giá trị ngành vận tải hàng không thế giới .....	8
IV. Cung cầu ngành vận tải hàng không thế giới .....	23
IV. Triển vọng và xu hướng phát triển ngành vận tải hàng không thế giới.....	26
<b>B. TỔNG QUAN NGÀNH CẢNG HÀNG KHÔNG THẾ GIỚI .....</b>	<b>30</b>
I. Vòng đời ngành cảng hàng không thế giới.....	30
II. Chuỗi dịch vụ cảng hàng không .....	30
III. Tình hình hoạt động của các cảng hàng không thế giới .....	31
IV. Cơ cấu doanh thu và chi phí của ngành cảng hàng không .....	33
<b>C. NGÀNH HÀNG KHÔNG VIỆT NAM.....</b>	<b>36</b>
I. Lịch sử phát triển và đặc điểm ngành vận tải hàng không Việt Nam .....	36
II. Đặc điểm ngành vận tải hàng không Việt Nam .....	37
III. Các yếu tố trọng yếu tác động đến ngành hàng không Việt Nam.....	42
IV. Vòng đời ngành vận tải hàng không Việt Nam .....	48
V. Chuỗi giá trị ngành vận tải hàng không Việt Nam .....	49
VI. Cung cầu ngành vận tải hàng không Việt Nam .....	59
VII. Sơ lược ngành cảng hàng không Việt Nam .....	62
VIII. Môi trường kinh doanh .....	69
IX. Mức độ cạnh tranh ngành vận tải hàng không Việt Nam .....	74
<b>D. TRIỂN VỌNG NGÀNH HÀNG KHÔNG VIỆT NAM .....</b>	<b>76</b>
I. Phân tích SWOT ngành hàng không Việt Nam .....	76
II. Triển vọng và xu hướng ngành hàng không Việt Nam.....	80
III. Khuyến nghị đầu tư ngành hàng không Việt Nam.....	82
<b>E. CẬP NHẬT CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH HÀNG KHÔNG VIỆT NAM.....</b>	<b>83</b>
I. Quy mô của các doanh nghiệp hàng không trên sàn .....	83
II. Cơ cấu sở hữu của các doanh nghiệp trong ngành .....	89
III. Tình hình hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp hàng không .....	89
IV. Tình hình tài chính các doanh nghiệp hàng không.....	99
V. Cập nhật các thông tin về các doanh nghiệp trong ngành .....	108
<b>PHỤ LỤC.....</b>	<b>127</b>

## DANH MỤC BIỂU ĐỒ

BIỂU ĐỒ 1: Lượng hành khách luân chuyển bằng đường hàng không (RPKs) .....	3
BIỂU ĐỒ 2: Thị phần của các hãng LCC tính theo số ghế 2006-2016 .....	4
BIỂU ĐỒ 3: Thị phần ngành hàng không (tính theo RPK) theo khu vực 2007 và 2016 .....	4
BIỂU ĐỒ 4: Đóng góp từng khu vực vào tăng trưởng ngành vận tải hành khách hàng không 2006-2016 .....	5
BIỂU ĐỒ 5: Tỷ lệ lượt bay giá rẻ trên tổng lượt khách bay theo khu vực .....	6
BIỂU ĐỒ 6: Sản lượng hàng hóa luân chuyển hàng không (RTKs) .....	6
BIỂU ĐỒ 7: Tăng trưởng thương mại thế giới thấp nhưng sản lượng hàng hóa vận chuyển hàng không vẫn tăng trưởng cao .....	7
BIỂU ĐỒ 8: Thị phần vận chuyển hàng hóa hàng không thế giới theo khu vực năm 2016 .....	7
BIỂU ĐỒ 9: Biểu đồ dân số các khu vực trên thế giới .....	8
BIỂU ĐỒ 10: Tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư (ROIC) nhóm ngành hàng không .....	10
BIỂU ĐỒ 11: Hàng không truyền thống FSC (2013) .....	11
BIỂU ĐỒ 12: Hàng không giá rẻ LCC (2013) .....	11
BIỂU ĐỒ 13: Chi phí đầu vào của ngành vận tải hàng không thế giới năm 2016 .....	11
BIỂU ĐỒ 14: Thị phần các doanh nghiệp sản xuất máy bay thế giới năm 2016 và dự báo đến năm 2025 .....	12
BIỂU ĐỒ 15: Tương quan giá dầu (dầu Brent) với biên lợi nhuận của ngành .....	16
BIỂU ĐỒ 16: EBIT và LNST của ngành tăng khi chi phí nhiên liệu giảm .....	16
BIỂU ĐỒ 17: Doanh thu ngành hàng không toàn cầu theo từng lĩnh vực 2004-2018F .....	17
BIỂU ĐỒ 18: Doanh thu phân khúc vận tải hành khách thế giới .....	17
BIỂU ĐỒ 19: Cơ cấu doanh thu dịch vụ phụ trợ .....	17
BIỂU ĐỒ 20: Thị phần ngành hàng không thế giới 2016 (mảng vận chuyển hành khách) .....	19
BIỂU ĐỒ 21: Thị phần LCC tính theo số ghế năm 2016 từng khu vực .....	19
BIỂU ĐỒ 22: Các nhóm hàng được vận tải hàng không thế giới 2016 .....	20
BIỂU ĐỒ 23: Khối lượng các mặt hàng điện tử vận chuyển hàng không 2000-2016 .....	20
BIỂU ĐỒ 24: Khối lượng mặt hàng máy tính và thực phẩm tươi sống thay đổi ngược chiều nhau 2000-2016 .....	20
BIỂU ĐỒ 25: Top 5 thị trường xuất khẩu hàng hóa hàng không tại Châu Á Thái Bình Dương .....	21
BIỂU ĐỒ 26: Top 5 thị trường tăng trưởng xuất khẩu hàng hóa hàng không 2007-2016 .....	21
BIỂU ĐỒ 27: Top 25 hãng vận tải hàng hóa hàng không năm 2016 .....	22
BIỂU ĐỒ 28: Top 15 tuyến vận tải hàng hóa hàng không thế giới 2000-2013 .....	22
BIỂU ĐỒ 29: Cơ cấu loại máy bay sử dụng trong các tuyến vận tải hàng hóa hàng không năm 2015 .....	23
BIỂU ĐỒ 30: Cung (ASK) – cầu (RPK) và hệ số tải vận tải hành khách hàng không .....	23
BIỂU ĐỒ 31: Tăng trưởng nhu cầu hành khách theo khu vực .....	24
BIỂU ĐỒ 32: Năm 2036, Châu Á Thái Bình Dương dự báo chiếm 44% thị phần ngành từ mức 33% năm 2016 .....	24
BIỂU ĐỒ 33: Dự báo hệ số tải thế giới và một số khu vực năm 2036 .....	24
BIỂU ĐỒ 34: Tải trọng vận chuyển tăng thêm chủ yếu đến từ máy bay hành khách 2007-2017 .....	25
BIỂU ĐỒ 35: FTK, AFTK và hệ số tải của ngành vận tải hàng hóa hàng không thế giới 2007-2018F .....	26
BIỂU ĐỒ 36: Tương quan tăng trưởng GDP và RPK thế giới 2005-2017E .....	26
BIỂU ĐỒ 37: Dự báo tăng trưởng kinh tế của IMF .....	27
BIỂU ĐỒ 38: Số lượng hành khách và giá vé khứ hồi thực (đã loại bỏ yếu tố giá) 2000-2016 .....	27

BIỂU ĐỒ 39: Tăng trưởng thương mại thấp và giá vận chuyển kém tích cực .....	28
BIỂU ĐỒ 40: Tương quan tăng trưởng thương mại và RTK thế giới.....	28
BIỂU ĐỒ 41: Thành phần đơn hàng xuất khẩu của PMI tăng giúp RTK tăng mạnh trong 2017.....	28
BIỂU ĐỒ 42: Tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng hóa vận chuyển hàng không các quốc gia Châu Á Thái Bình Dương 2016-2020 .....	29
BIỂU ĐỒ 43: Tăng trưởng hành khách qua các cảng hàng không theo khu vực .....	32
BIỂU ĐỒ 44: Doanh thu ngành cảng hàng không theo khu vực (*).....	32
BIỂU ĐỒ 45: Top 15 Cảng hàng không có lượng hành khách thông qua lớn nhất thế giới 2016 .....	32
BIỂU ĐỒ 46: Sản lượng hàng hóa thông qua các cảng hàng không theo khu vực 2016.....	33
BIỂU ĐỒ 47: Top 15 cảng hàng không có sản lượng hàng hóa thông qua cao nhất 2016 .....	33
BIỂU ĐỒ 48: Cơ cấu doanh thu ngành cảng hàng không thế giới năm 2014.....	34
BIỂU ĐỒ 49: Cơ cấu chi phí của các doanh nghiệp cảng hàng không thế giới năm 2014.....	35
BIỂU ĐỒ 50: Thị phần vận tải hành khách hàng không nội địa Việt Nam 2011-2016.....	37
BIỂU ĐỒ 51: Tổng thị phần vận tải hành khách hàng không Việt Nam 2013-2016.....	38
BIỂU ĐỒ 52: Thị phần vận tải hàng hóa hàng không nội địa 2014 theo sản lượng .....	39
BIỂU ĐỒ 53: Sản lượng các tuyến vận tải hàng hóa hàng không nội địa 2014.....	39
BIỂU ĐỒ 54: Thị phần vận tải hàng hóa hàng không quốc tế 2014 theo sản lượng.....	40
BIỂU ĐỒ 55: Các hãng hàng không vận chuyển hàng hóa quốc tế lớn nhất Việt Nam 2014 .....	41
BIỂU ĐỒ 56: Các tuyến vận tải hàng hóa hàng không quốc tế tại Việt Nam 2013 .....	41
BIỂU ĐỒ 57: GDP trên đầu người các quốc gia 2017-2022F.....	42
BIỂU ĐỒ 58: CAGR của GDP bình quân đầu người từ 2017-2022 .....	42
BIỂU ĐỒ 59: Tỷ trọng giá trị hàng hóa vận chuyển xuất, nhập khẩu bằng đường hàng không năm 2016.....	43
BIỂU ĐỒ 60: Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam 2011-2T.2018 .....	43
BIỂU ĐỒ 61: Chi tiêu du lịch tại Việt Nam 2010-2027F.....	44
BIỂU ĐỒ 62: Lượng khách du lịch quốc tế và nội địa giai đoạn 2000-2017.....	45
BIỂU ĐỒ 63: Tăng trưởng lượng khách đến/đi Việt Nam giai đoạn 2000-2015 .....	45
BIỂU ĐỒ 64: Cơ cấu phương tiện di chuyển của khách quốc tế năm 2017 .....	46
BIỂU ĐỒ 65: Khách quốc tế đến Việt Nam theo phương tiện di chuyển 2000-2017 .....	46
BIỂU ĐỒ 66: Top 10 quốc gia có lượng khách du lịch đến Việt Nam năm 2017 .....	46
BIỂU ĐỒ 67: Khách du lịch Trung Quốc đến Việt Nam 2011-2017.....	46
BIỂU ĐỒ 68: Cơ cấu khách du lịch đến Nha Trang 2014-10T.2017.....	47
BIỂU ĐỒ 69: Diễn biến tỷ giá USD/VND 2013-T4.2018 .....	47
BIỂU ĐỒ 70: Diễn biến tỷ giá JPY/VND 2013-T4.2018 .....	47
BIỂU ĐỒ 71: Lãi suất huy động VND bình quân các NHTM 2009-T3.2018 .....	48
BIỂU ĐỒ 72: Lãi suất điều hành NHNN 2010-T3.2018 .....	48
BIỂU ĐỒ 73: Lượng hành khách luân chuyển (RPK) tại Việt Nam 1995-2016 .....	49
BIỂU ĐỒ 74: Sản lượng hàng hóa luân chuyển (RTK) tại Việt Nam 1995-2016 .....	49
BIỂU ĐỒ 75: Cơ cấu chi phí đầu vào VJC năm 2016 (mô hình LCC).....	53
BIỂU ĐỒ 76: Cơ cấu chi phí đầu vào của HVN năm 2016 (mô hình FSC) .....	53
BIỂU ĐỒ 77: Mức lương bình quân một số quốc gia trên thế giới năm 2015 .....	53
BIỂU ĐỒ 78: Cơ cấu đội bay của 4 hãng hàng không Việt Nam .....	54

BIỂU ĐỒ 79: Giá máy bay luôn trong xu hướng tăng 1985-2017 .....	55
BIỂU ĐỒ 80: Biến động giá dầu thô và giá xăng A1 với Biên lợi nhuận gộp ngành vận tải hàng không .....	56
BIỂU ĐỒ 81: Cơ cấu doanh thu 2017 của HVN .....	58
BIỂU ĐỒ 82: Cơ cấu doanh thu 2017 của VJC .....	58
BIỂU ĐỒ 83: Doanh thu phụ trợ của HVN 2011-2017 .....	58
BIỂU ĐỒ 84: Doanh thu phụ trợ của VJC 2013-2017 .....	58
BIỂU ĐỒ 85: Lượng hành khách vận chuyển hàng không 2011-2035F .....	59
BIỂU ĐỒ 86: Sản lượng hàng hóa vận chuyển hàng không Việt Nam 2005-2036F .....	60
BIỂU ĐỒ 87: Thị phần nhập khẩu hàng hóa hàng không Việt Nam 2016 .....	61
BIỂU ĐỒ 88: RPK, ASK và Hệ số tải của Vietnam Airlines 2013-2016 .....	62
BIỂU ĐỒ 89: RPK, ASK và Hệ số tải của Vietjet Air 2013-2016 .....	62
BIỂU ĐỒ 90: Thị phần công suất cảng hàng không 2016 .....	63
BIỂU ĐỒ 91: Thị phần lượng hành khách đến cảng 2016 .....	63
BIỂU ĐỒ 92: Cơ cấu cổ đông của CRTC .....	64
BIỂU ĐỒ 93: Cơ cấu cổ đông của AHT .....	64
BIỂU ĐỒ 94: Quy mô hành khách của ACV so với các cảng hàng không trong khu vực 2016 .....	66
BIỂU ĐỒ 95: Quy mô doanh thu của ACV so với các cảng hàng không trong khu vực 2016 .....	66
BIỂU ĐỒ 96: Tỷ lệ hành khách quốc tế của ACV thuộc nhóm thấp so với khu vực .....	66
BIỂU ĐỒ 97: Doanh thu phi hàng không trên một hành khách của ACV thuộc mức thấp so với khu vực .....	66
BIỂU ĐỒ 98: Mức phí phục vụ hành khách quốc tế của ACV thuộc nhóm cao so với khu vực .....	67
BIỂU ĐỒ 99: Cơ cấu doanh thu của ACV năm 2017 .....	67
BIỂU ĐỒ 100: Lượng hành khách và công suất phục vụ 2011-2030F .....	68
BIỂU ĐỒ 101: Chỉ số GNI/người tại Việt Nam giai đoạn 1990-2016 .....	70
BIỂU ĐỒ 102: Quy mô thị trường hàng không Việt Nam 2011-2016 .....	77
BIỂU ĐỒ 103: Tăng trưởng hành khách 2006-2016 .....	77
BIỂU ĐỒ 104: Tỷ lệ người được bay 2016 .....	78
BIỂU ĐỒ 105: Dự báo tăng trưởng du lịch quốc tế 2015-2020 .....	78
BIỂU ĐỒ 106: Biên lợi nhuận gộp ngành hàng không 2013-2017 .....	81
BIỂU ĐỒ 107: Biên lợi nhuận HĐKD ngành hàng không 2013-2017 .....	81
BIỂU ĐỒ 108: Giá trị vốn hóa tại ngày 12/04/2018 .....	83
BIỂU ĐỒ 109: So sánh chỉ số EV/EBITDA 2017 và tăng trưởng EBITDA ngành vận tải hàng không các quốc gia (04/2018) .....	85
BIỂU ĐỒ 110: So sánh chỉ số EV/EBITDA 2017 và tăng trưởng EBITDA ngành cảng hàng không các quốc gia (04/2018) .....	86
BIỂU ĐỒ 111: So sánh chỉ số P/B và ROE ngành vận tải hàng không các quốc gia (04/2018) .....	86
BIỂU ĐỒ 112: So sánh chỉ số P/B và ROE ngành cảng hàng không các quốc gia (04/2018) .....	87
BIỂU ĐỒ 113: Mức EV/EBITDA trung bình các thương vụ mua bán cảng hàng không qua các năm .....	88
BIỂU ĐỒ 114: Nhóm vận tải hàng không và cảng hàng không .....	90
BIỂU ĐỒ 115: Nhóm dịch vụ hàng không và nhà ga hàng hóa .....	90
BIỂU ĐỒ 116: Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp hàng không 2015-2017 .....	93
BIỂU ĐỒ 117: Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu các doanh nghiệp hàng không 2015-2017 .....	94
BIỂU ĐỒ 118: Tỷ lệ chi phí QLDN/doanh thu các doanh nghiệp hàng không 2015-2017 .....	95



BIỂU ĐỒ 119: Lợi nhuận hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp hàng không 2015-2017.....	96
BIỂU ĐỒ 120: Lợi nhuận trước thuế nhóm doanh nghiệp vận tải và cảng hàng không 2016-2017 .....	97
BIỂU ĐỒ 121: Lợi nhuận trước thuế nhóm doanh nghiệp dịch vụ hàng không 2016-2017 .....	97
BIỂU ĐỒ 122: Lợi nhuận sau thuế các doanh nghiệp vận tải và cảng hàng không 2015-2017.....	98
BIỂU ĐỒ 123: Lợi nhuận sau thuế các doanh nghiệp dịch vụ hàng không 2015-2017.....	99
BIỂU ĐỒ 124: Quy mô tài sản các doanh nghiệp ngành hàng không 2016-2017 .....	99
BIỂU ĐỒ 125: Cơ cấu nguồn vốn các doanh nghiệp hàng không 2016-2017.....	100
BIỂU ĐỒ 126: ROA và ROE các doanh nghiệp trong ngành hàng không 2015-2017 .....	101
BIỂU ĐỒ 127: ROE và phân tích Dupont các doanh nghiệp hàng không 2016-2017 .....	102
BIỂU ĐỒ 128: CFO nhóm vận tải hàng không và cảng hàng không 2015-2017.....	104
BIỂU ĐỒ 129: CFO nhóm dịch vụ hàng không.....	104
BIỂU ĐỒ 130: CFO lũy kế, CFI lũy kế và CAPEX lũy kế của nhóm vận tải và cảng hàng không .....	105
BIỂU ĐỒ 131: CFO lũy kế, CFI lũy kế và CAPEX lũy kế của nhóm dịch vụ hàng không 2015-2017 .....	106
BIỂU ĐỒ 132: CFF nhóm vận tải và cảng hàng không 2015-2017 .....	107
BIỂU ĐỒ 133: CFF nhóm dịch vụ hàng không 2015-2017 .....	107
BIỂU ĐỒ 134: CFF nhóm dịch vụ hàng không 2015-2017 .....	108
BIỂU ĐỒ 135: Cơ cấu doanh thu VJC năm 2016 .....	109
BIỂU ĐỒ 136: Cơ cấu chi phí đầu vào VJC năm 2016 .....	109
BIỂU ĐỒ 137: RASK và CASK của các LCC khu vực Châu Á - Thái Bình Dương năm 2016 .....	109
BIỂU ĐỒ 138: Cơ cấu doanh thu HVN năm 2016.....	111
BIỂU ĐỒ 139: Cơ cấu chi phí đầu vào HVN năm 2016.....	111
BIỂU ĐỒ 140: Cơ cấu doanh thu hợp nhất của ACV năm 2017 .....	112
BIỂU ĐỒ 141: Cơ cấu chi phí hợp nhất của ACV năm 2017 .....	112
BIỂU ĐỒ 142: Cơ cấu doanh thu SCS năm 2017 .....	114
BIỂU ĐỒ 143: Cơ cấu chi phí đầu vào SCS năm 2017 .....	114
BIỂU ĐỒ 144: Cơ cấu doanh thu của AST năm 2017 .....	116
BIỂU ĐỒ 145: Cơ cấu chi phí của AST năm 2017.....	116
BIỂU ĐỒ 146: Cơ cấu doanh thu của SGN năm 2017 .....	118
BIỂU ĐỒ 147: Cơ cấu chi phí của SGN năm 2017 .....	118
BIỂU ĐỒ 148: Cơ cấu doanh thu SAS năm 2017.....	119
BIỂU ĐỒ 149: Cơ cấu chi phí đầu vào SAS năm 2017 .....	119
BIỂU ĐỒ 150: Cơ cấu doanh thu của CIA năm 2017 .....	121
BIỂU ĐỒ 151: Cơ cấu chi phí của CIA năm 2017.....	121
BIỂU ĐỒ 152: Cơ cấu doanh thu NCT năm 2017.....	123
BIỂU ĐỒ 153: Cơ cấu chi phí NCT năm 2017.....	123
BIỂU ĐỒ 154: Cơ cấu doanh thu NCS năm 2017.....	124
BIỂU ĐỒ 155: Cơ cấu chi phí đầu vào NCS năm 2017 .....	124
BIỂU ĐỒ 156: Cơ cấu doanh thu MAS năm 2017 .....	126
BIỂU ĐỒ 157: Cơ cấu chi phí đầu vào MAS năm 2017 .....	126

## DANH MỤC BẢNG

BẢNG 1: Top 10 doanh nghiệp cho thuê máy bay lớn nhất thế giới năm 2016 .....	13
BẢNG 2: Phân biệt thuê tài chính và thuê hoạt động .....	13
BẢNG 3: IFRS 16 làm thay đổi Bảng cân đối kế toán các công ty thuê máy bay .....	14
BẢNG 4: IFRS 16 làm thay đổi các khoản mục trên Báo cáo KQKD các công ty thuê máy bay .....	14
BẢNG 5: So sánh một số chỉ phí đầu vào giữa mô hình LCC và FSC .....	15
BẢNG 6: Dự báo giá dầu thô (dầu Brent) và giá xăng máy bay bình quân năm 2018 sẽ cao hơn năm 2017 .....	16
BẢNG 7: Tăng trưởng FTK các năm qua đều thấp hơn so với tăng trưởng AFTK .....	25
BẢNG 8: Giới thiệu về các dịch vụ hàng không .....	31
BẢNG 9: Các loại hình doanh thu của cảng hàng không .....	33
BẢNG 10: Bốn hãng hàng không tại Việt Nam và thị phần .....	38
BẢNG 11: Top 10 đảo là điểm đến của khách du lịch Trung Quốc năm 2016 .....	47
BẢNG 12: Chuỗi dịch vụ nhóm thượng nguồn tại cảng hàng không .....	52
BẢNG 13: Tổng đội tàu bay của Việt Nam năm 2016 .....	60
BẢNG 14: Hệ số tải của đội bay Việt Nam so với thế giới từ 2010-2016 .....	62
BẢNG 15: Các cảng hàng không Việt Nam .....	63
BẢNG 16: Các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ nhà ga hàng hóa sân bay tại Việt Nam .....	65
BẢNG 17: Những dự án nâng cấp cơ sở hạ tầng sân bay Việt Nam .....	68
BẢNG 18: Tốc độ đô thị hóa tại Việt Nam .....	69
BẢNG 19: Cơ sở hạ tầng của Việt Nam đang ngày càng cải thiện .....	70
BẢNG 20: Chi phí logistics tại Việt Nam thuộc mức cao so với khu vực Đông Nam Á .....	71
BẢNG 21: Các hoạt động phải thu phí theo/không theo quy định của Bộ Tài chính .....	72
BẢNG 22: So sánh thời gian và giá vé đi từ TP.HCM-Hà Nội và TP.HCM-Đà Nẵng .....	77
BẢNG 23: Chính sách Visa của Việt Nam cho du khách quốc tế .....	79
BẢNG 24: Một số thông tin thị trường của cổ phiếu ngành hàng không .....	83
BẢNG 25: Cập nhật một số chỉ số tài chính quan trọng các doanh nghiệp trong ngành .....	84
BẢNG 26: Thời gian hoạt động của các nhà máy VINACS .....	92
BẢNG 27: Dòng tiền các doanh nghiệp hàng không 2013-2017 .....	103

## DANH MỤC HÌNH

HÌNH 1: Các hãng hàng không giá rẻ tại Đông Nam Á .....	5
HÌNH 2: Chuỗi giá trị toàn ngành hàng không thế giới .....	9
HÌNH 3: Chuỗi giá trị ngành vận tải hàng không thế giới .....	10
HÌNH 4: Chuỗi dịch vụ cảng hàng không thế giới .....	30
HÌNH 5: Chuỗi giá trị ngành hàng không Việt Nam .....	49
HÌNH 6: Tra nạp xăng Jet-A1 bằng xe .....	56
HÌNH 7: Tra nạp qua hệ thống tra nạp ngầm .....	56
HÌNH 8: Hiệp định “Bầu trời mở ASEAN” .....	73

**DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT**

<b>FSC</b>	Full-Service Carrier – Mô hình hàng không cung cấp đầy đủ các dịch vụ (hàng không truyền thống)
<b>LCC</b>	Low-Cost Carrier – Mô hình hàng không giá rẻ
<b>RPK</b>	Revenue Passenger Kilometers – Khách luân chuyển, là chỉ số đo lường dung lượng khách vận chuyển của một Hãng hàng không. Chỉ số này được tính bằng cách lấy số lượng khách vận chuyển có doanh thu trên mỗi chặng bay nhân với chiều dài chặng bay đó
<b>ASK</b>	Available Seat Kilometers – Ghế luân chuyển, là chỉ số đo lường năng lực vận chuyển hành khách của một hãng hàng không. Chỉ số này được tính bằng cách lấy số lượng ghế mở bán trên mỗi chặng bay nhân với chiều dài chặng bay đó
<b>RTK</b>	Revenue Tonne Kilometers – Trọng lượng hàng hóa luân chuyển, là chỉ số đo lường dung lượng vận chuyển hàng hóa của một hãng hàng không. Chỉ số này được tính bằng cách lấy tổng trọng lượng hàng hóa được vận chuyển trên mỗi chặng bay nhân với chiều dài chặng bay đó
<b>AFTK</b>	Available Freight Tonne Kilometers – Tải luân chuyển, là chỉ số đo lường năng lực vận chuyển hàng hóa của một hãng hàng không. Chỉ số này được tính bằng cách lấy tổng tải hàng hóa cung ứng trên mỗi chặng bay nhân với chiều dài chặng bay đó
<b>LF</b>	Load Factor – Hệ số tải. Chỉ số này được tính bằng công thức: $RPK/ASK$ (đối với hệ số tải hành khách) hoặc $RTK/AFTK$ (đối với hệ số tải hàng hóa)
<b>RASK</b>	Revenue per Available Seat Kilometer – Doanh thu trên một ghế cung ứng
<b>CASK</b>	Cost per Available Seat Kilometer – Chi phí trên một ghế cung ứng
<b>IATA</b>	International Air Transport Association – Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế
<b>ICAO</b>	International Civil Aviation Organization – Tổ chức Hàng không Dân dụng Quốc tế
<b>CAPA</b>	Center for Asia Pacific Aviation – Trung tâm hàng không Châu Á Thái Bình Dương
<b>CAAV</b>	Civil Aviation Authority of Vietnam – Cục Hàng không Việt Nam

## A. NGÀNH VẬN TẢI HÀNG KHÔNG THẾ GIỚI

### I. Lịch sử phát triển ngành vận tải hàng không thế giới

#### Trước năm 1914: Thời kỳ sơ khai

Ngành hàng không xuất hiện vào đầu những năm 1900 khi những nhà thiết kế máy bay (airplane designer) ở một số quốc gia thành công trong việc thử nghiệm những chuyến bay đầu tiên. Vào ngày 17/12/1903, Orville và Wilbur Wright đã phát minh thành công máy bay động cơ đầu tiên sau bốn năm nghiên cứu. Chuyến bay đầu tiên chỉ kéo dài trong 12 giây, với độ cao 37 mét tại Kitty Hawk, North Carolina.

#### Giai đoạn 1914-1918: Ngành hàng không trong Chiến tranh Thế giới thứ I

Khi Chiến tranh Thế giới thứ I xảy ra, các nghiên cứu của ngành hàng không chủ yếu tập trung đáp ứng nhu cầu sử dụng máy bay của cuộc chiến. Trong giai đoạn này, giá máy bay tăng rất nhanh vì nhu cầu tăng cao từ Chính phủ. Điểm nổi bật của ngành lúc bấy giờ là sự phát triển và cải tiến về công nghệ, động cơ máy, thể hệ máy bay ngày càng mở rộng về kích cỡ và đã đạt đến tốc độ 130 dặm/giờ, nhanh gấp hai lần so với thể hệ máy bay trong giai đoạn trước. Vào cuối giai đoạn kết thúc Chiến tranh Thứ I, nguồn cung máy bay vẫn dư thừa trong khi nhu cầu từ Chính phủ không còn, giá máy bay suy giảm nghiêm trọng, nhiều doanh nghiệp sản xuất máy bay phải tuyên bố phá sản. Ngành hàng không rơi vào suy thoái.

Trong giai đoạn này, đường sắt được chú trọng đầu tư và có tốc độ di chuyển ngang bằng với máy bay, vì thế nhu cầu vận chuyển hành khách và hàng hóa bằng đường hàng không vẫn chưa phát triển.

#### Giai đoạn 1918-1963: Kỳ nguyên của Airmail (Bưu phẩm gửi bằng máy bay)

Năm 1918, dịch vụ vận chuyển bưu phẩm bằng máy bay (Airmail) chính thức ra đời. Quân đội Hoa Kỳ đã chuyển giao trách nhiệm gửi bưu phẩm bằng máy bay cho Bưu Điện Hoa Kỳ (US Post Office). Bưu phẩm đầu tiên được gửi đi giữa College Park, Maryland và Chicago. Doanh thu từ dịch vụ Airmail là nền tảng để tiếp tục xây dựng và phát triển ngành hàng không trong những năm sau năm này.

Cũng trong giai đoạn này, chiếc máy bay phản lực đầu tiên được ra đời để phục vụ cho những chuyến bay đường dài. Máy bay phản lực đầu tiên được sản xuất cho mục đích quân sự tại Đức, nhưng sau đó đã được dùng cho lĩnh vực thương mại. Công ty British Overseas Airways Corporation – hãng máy bay do chính phủ Anh thành lập đã khai thác tuyến bay đầu tiên giữa London và Johannesburg vào năm 1952. Sáu năm sau, máy bay Boeing 707 ra đời, bắt đầu được sử dụng cho dịch vụ vận chuyển xuyên Đại Tây Dương. Đây cũng là “đấu mốc” mở ra kỷ nguyên mới của ngành hàng không.

#### Giai đoạn 1964-1973: Phát triển

Giai đoạn này, ngành hàng không bắt đầu phát triển mạnh. Số lượng hành khách và hàng hóa vận chuyển hàng không tăng mạnh và liên tục, cao gấp 2,7 lần so với giai đoạn trước. Tốc độ tăng trưởng của ngành bình quân đạt 10%/năm.

Đón đầu xu hướng tăng của ngành, năm 1971, Federal Express Corp (FedEx) đã phát minh ra dịch vụ vận chuyển hàng hóa door-to-door bằng đường hàng không, với cam kết đảm bảo hàng hóa được vận chuyển đúng hạn và đến tận nơi cho khách hàng.



**Giai đoạn 1974-1993: Khủng hoảng dầu mỏ và những thay đổi về chính sách**

Giai đoạn này, ngành hàng không trải qua hai sự kiện quan trọng, đó là khủng hoảng dầu mỏ và bãi bỏ những quy định ràng buộc từ Chính phủ, khiến ngành hàng không trở nên cạnh tranh gay gắt hơn.

Khủng hoảng dầu mỏ năm 1975 khiến chi phí đầu vào của ngành hàng không tăng mạnh. Với chi phí nhiên liệu chiếm đến 45-60% chi phí đầu vào, giá dầu tăng khiến các doanh nghiệp vận tải hàng không bị suy giảm lợi nhuận. Thêm vào đó, việc các quốc gia phát triển bãi bỏ những quy định ràng buộc gia nhập ngành, dẫn đến sự cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt. Lợi nhuận của ngành giảm mạnh. Tuy nhiên, đây cũng là giai đoạn chứng kiến sự tăng trưởng ngoạn mục về số lượng hành khách và số lượng sân bay trên thế giới.

**Giai đoạn 1994-2002: Sự phát triển của mô hình Hàng không giá rẻ (Low-cost Carriers)**

Vào giữa những năm 1990, thế giới bước vào giai đoạn toàn cầu hóa, xác lập lại mô hình kinh doanh của ngành hàng không. Các doanh nghiệp sản xuất trên thế giới bắt đầu chuyển nhà máy sản xuất vào các quốc gia có chi phí nhân công rẻ nhằm cắt giảm chi phí, đồng thời thành lập thêm các công ty con và trung tâm phân phối nhằm mở rộng quy mô ở những khu vực khác trên thế giới. Thương mại điện tử cũng bắt đầu phát triển trong giai đoạn này.

Lúc này, ngành hàng không đã có sự thay đổi, các doanh nghiệp không ngừng mở rộng đội bay, cải thiện cơ sở vật chất để đáp ứng nhu cầu ngày càng khắt khe của khách hàng và gia tăng vị thế cạnh tranh. Mô hình “hàng không giá rẻ” – Low-cost Carrier (viết tắt LCC) bắt đầu phát triển. Mô hình này cung cấp dịch vụ bay cho khách hàng với giá thấp, gây áp lực giảm giá vé đối với các doanh nghiệp hàng không truyền thống. Việc ra đời của LCC đã kích thích nhu cầu sử dụng dịch vụ bay nhiều hơn của người dân. Số lượng hành khách đã tăng khoảng 50%, từ 1,3 tỷ người năm 1994 lên 2 tỷ người năm 2000. Hệ số tải (Load Factors) cũng tăng từ 66% năm 1994 lên 73% năm 2000.

Tuy nhiên, vào ngày 11/9/2001, cuộc khủng bố tại Mỹ đã khiến ngành hàng không rơi vào suy thoái. Bốn chiếc máy bay dân dụng chở hành khách được điều hành bởi hai hãng hàng không lớn của Hoa Kỳ là United Airlines và American Airlines, cất cánh từ sân bay tại Đông Bắc Hoa Kỳ đi đến California đã bị không tặc bởi 19 tên khủng bố Al-Qaeda. Hai chiếc máy bay trong số đó đã đâm vào tòa tháp Bắc và Nam của khu phức hợp Trung tâm Thương mại Thế giới tại Thành phố New York. Ngành hàng không suy thoái trầm trọng, lượng hành khách di chuyển bằng đường hàng không đã giảm 19,8% trong năm 2001.

**Giai đoạn 2003-nay: Hồi phục và tăng trưởng**

Sau cuộc suy thoái năm 2001, ngành hàng không thế giới đã hồi phục và tăng trưởng trở lại. Lượng hành khách và sản lượng hàng hóa vận chuyển hàng không có tốc độ tăng trưởng bình quân lần lượt đạt 6,7%/năm và 3,5%/năm trong giai đoạn 2003-2017. Cần lưu ý trong giai đoạn này, ngành hàng không trải qua hai cuộc suy thoái lớn:

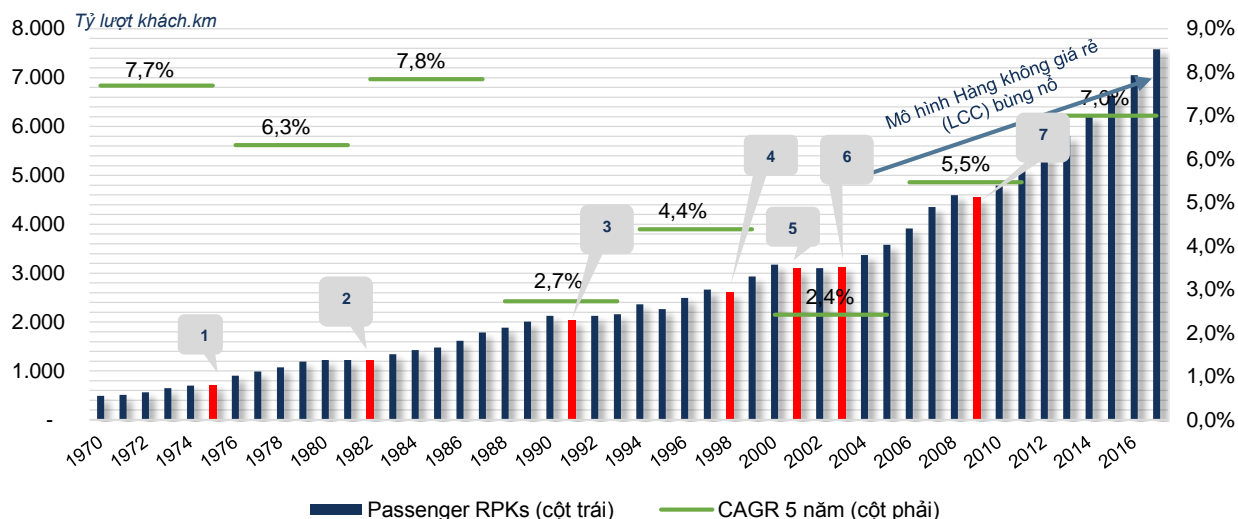
- Tháng 7/2003, đại dịch SARS bùng nổ, bắt đầu từ Hong Kong, sau đó lan ra khắp Châu Á và trên toàn thế giới. Nhiều quốc gia đã ra lệnh cấm người dân đi đến các quốc gia khác nhằm hạn chế sự lây lan của dịch bệnh. Lượng hành khách trong năm này không tăng trưởng so với năm liền trước.
- Khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009: Khủng hoảng tài chính bùng phát tại Mỹ và lan rộng ra toàn cầu. Nguyên nhân sâu xa của cơn địa chấn tài chính này bắt nguồn từ khủng hoảng tín dụng và bất động sản tại Mỹ. Nền kinh tế Mỹ suy thoái, lượng hành khách di chuyển bằng đường hàng không của thế giới trong năm 2009 giảm 10% so với năm 2008.

## II. Vòng đời ngành vận tải hàng không thế giới

Chúng tôi sử dụng hai chỉ số RPK và RTK để xác định vòng đời của ngành vận tải hàng không. Trong đó, RPK thể hiện nhu cầu di chuyển bằng đường hàng không của hành khách và RTK thể hiện nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không.

### 1. Vòng đời ngành vận tải hành khách hàng không

BIỂU ĐỒ 1: Lượng hành khách luân chuyển bằng đường hàng không (RPKs)



Nguồn: Economic Performance of the Airline Industry IATA 2017, FPTs Research

- |                                   |                          |                          |
|-----------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| 1. Khủng hoảng dầu mỏ             | 2. Chiến tranh Iran-Iraq | 3. Chiến tranh vùng Vịnh |
| 4. Khủng hoảng tiền tệ Châu Á     | 5. Khủng bố 9/11/2001    | 6. Đại dịch SARS         |
| 7. Khủng hoảng tài chính toàn cầu |                          |                          |

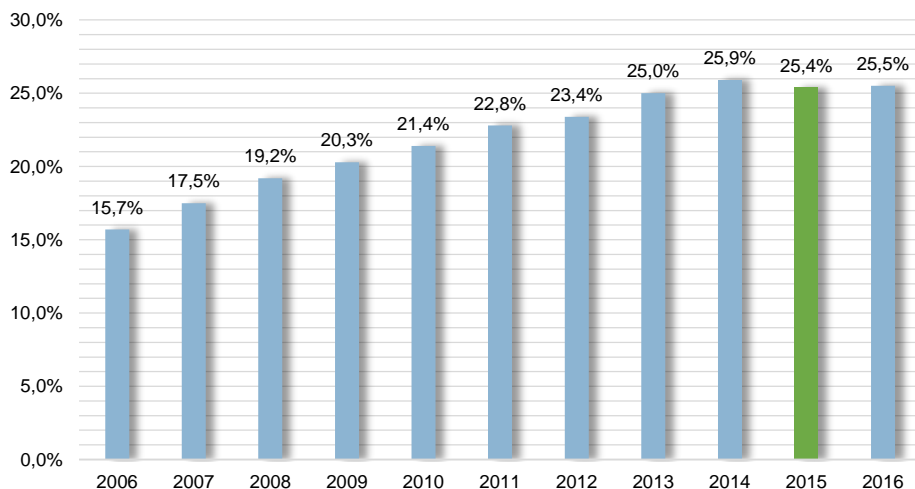
Tốc độ tăng trưởng RPK của thế giới từ năm 1990 đã cho thấy sự tăng trưởng chậm lại, từ mức bình quân 6-8%/năm giai đoạn 1970-1985 đã giảm còn 2,4-3%/năm giai đoạn 2000-2005. Tuy nhiên, từ sau năm 2004 đến nay, tốc độ tăng trưởng RPK thế giới đã cho thấy dấu hiệu tăng trưởng nhanh trở lại và đang tiến về mức tăng trưởng mạnh của quá khứ, khoảng 7%/năm. Vì thế, chúng tôi cho rằng **ngành vận tải hành khách hàng không thế giới đang bước vào pha tăng trưởng mới** kể từ sau năm 2004. Tuy nhiên, động lực tăng trưởng của ngành trong giai đoạn này hoàn toàn khác biệt với giai đoạn trước năm 2004, cụ thể:

- **Giai đoạn trước 2004:** Thế giới bước vào xu hướng toàn cầu hóa, các nước bắt đầu giao thương khiến RPK tăng trưởng nhanh. Động lực tăng trưởng chính lúc bấy giờ đến từ các nước ở hai khu vực Châu Âu và Bắc Mỹ. Từ cuối những năm 90, mô hình hàng không giá rẻ LCC chỉ mới phát triển mạnh ở thị trường Bắc Mỹ và Châu Âu cả về số lượng cũng như công suất hoạt động. Đồng thời số lượng đơn đặt hàng máy bay của các LCC tại hai khu vực này cũng chiếm tỷ trọng cao nhất thế giới.
- **Giai đoạn sau 2004:** Hàng không giá rẻ bùng nổ ở Châu Á và xu hướng đầu tư ra nước ngoài tăng nhanh, thúc đẩy nhu cầu đi lại cho mục đích công việc, du học và du lịch của người dân giữa các khu vực. Lúc này, động lực tăng trưởng chính đã dịch chuyển từ các nước khối Bắc Mỹ sang các quốc gia Châu Á Thái Bình Dương. Nhu cầu đầu tư ra nước ngoài để hưởng lợi từ chi phí nhân công giá rẻ tăng lên, các quốc gia như Mỹ, Hàn Quốc, Nhật Bản... đều lần lượt đầu tư nhà máy sản xuất tại Trung Quốc và các nước Đông Nam Á, làm thúc đẩy nhu cầu đi lại giữa các quốc gia này. Ở khu vực Châu Á Thái Bình Dương, mô hình LCC phát triển muộn hơn

nhưng cũng có những bước tiến rất đáng kể, đi tiên phong trong mô hình này là Air Asia của Malaysia và Virgin Blue của Australlia.

**Các hãng hàng không giá rẻ (LCC) đang dần lấy đi thị phần từ các hãng hàng không truyền thống (Full-Service Carrier – FSC).** Thị phần LCC của thế giới đã tăng từ 15,7% năm 2006 lên 25,5% năm 2016. Năm 2015, lần đầu tiên các doanh nghiệp LLC mất đi thị phần (từ 25,9% năm 2014 giảm nhẹ xuống còn 25,5% năm 2015). Đây là kết quả của chiến lược cải tổ của các FSC để giành lại thị phần từ các LCC trên thế giới. Năm 2016, thị phần các doanh nghiệp LCC đạt 25,5%, tăng từ mức 25,4% của năm 2015.

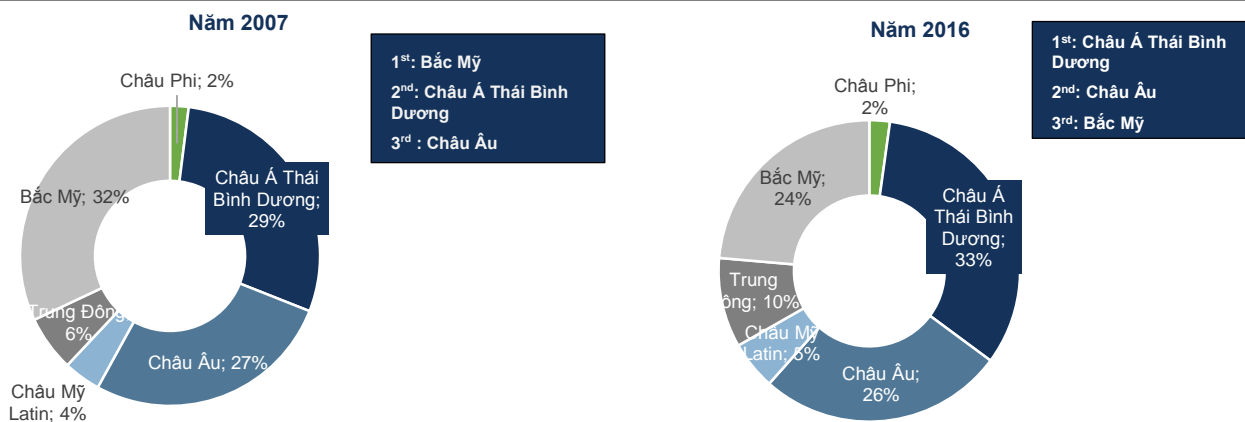
BIỂU ĐỒ 2: Thị phần của các hãng LCC tính theo số ghế 2006-2016



Nguồn: Confederation of Asian and Pacific Accountants (CAPA), 2016

Xét về thị phần giữa các khu vực, năm 2007, Bắc Mỹ là khu vực có thị phần ngành hàng không lớn nhất thế giới với tỷ lệ 32%. Tuy nhiên đến năm 2016, Châu Á Thái Bình Dương đã vươn lên dẫn đầu, trở thành khu vực có thị phần ngành hàng không lớn nhất thế giới, tăng từ 29% năm 2007 lên 33% năm 2016 với động lực đến từ sự phát triển của mô hình hàng không giá rẻ LCC và xu hướng “outsourcing” của thế giới.

BIỂU ĐỒ 3: Thị phần ngành hàng không (tính theo RPK) theo khu vực 2007 và 2016

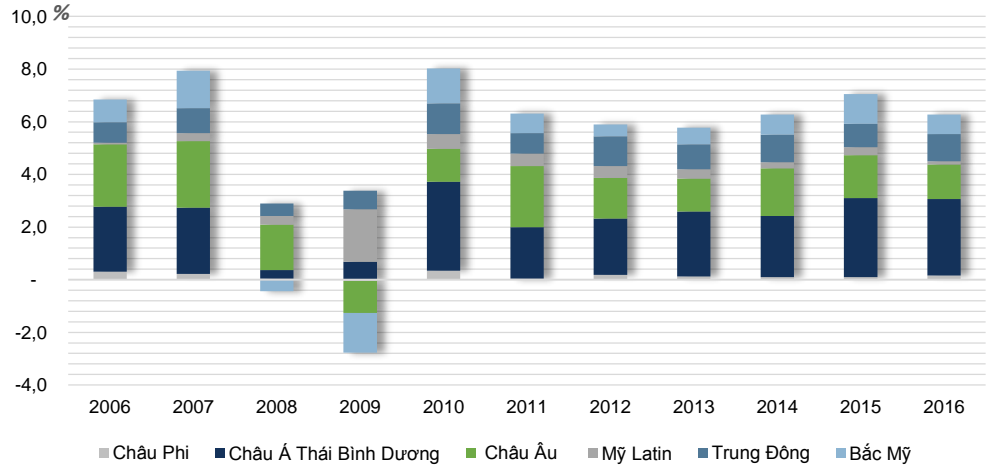


Nguồn: IATA 2007, 2016; FPTs Research

Nguồn: IATA 2007, 2016; FPTs Research

Bên cạnh việc chiếm thị phần lớn nhất, khu vực Châu Á Thái Bình Dương cũng là khu vực đóng góp lớn nhất vào mức tăng trưởng ngành hàng không thế giới giai đoạn 2006-2016. Thứ hai là khu vực Châu Âu và sau đó là khu vực Bắc Mỹ.

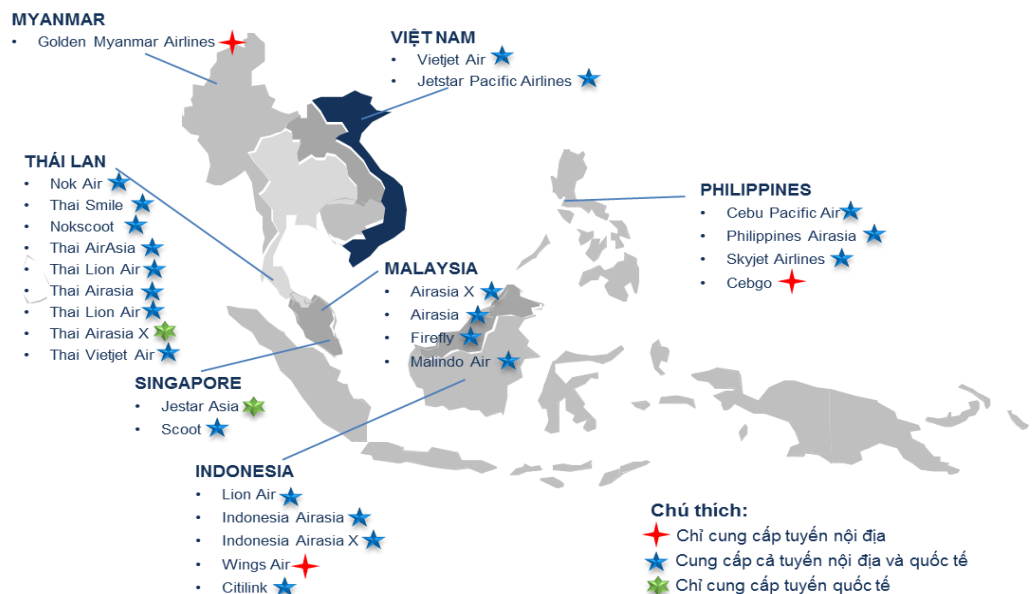
**BIỂU ĐỒ 4: Đóng góp từng khu vực vào tăng trưởng ngành vận tải hành khách hàng không 2006-2016**



Nguồn: CAPA 2006-2016, FPTs Research

Trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương, khu vực Đông Nam Á là khu vực dẫn đầu về tăng trưởng phân khúc hàng không giá rẻ trong 10 năm qua. Với thu nhập đầu người nhìn chung thấp hơn các nước phát triển, Đông Nam Á là mảnh đất màu mỡ cho sự phát triển của hàng không giá rẻ. Hàng không giá rẻ đang dần trở thành phân khúc kinh doanh phát triển nhất trong ngành hàng không tại Đông Nam Á, tạo ra thách thức cho những hãng hàng không truyền thống. Từ năm 2007-2016, số chuyến bay của LCC đã tăng 61%, từ mức 5.200 chuyến bay/ngày lên mức 8.400 chuyến bay/ngày. Ngược lại, số chuyến bay của những hãng hàng không truyền thống đã giảm khoảng 10%, từ 16.300 chuyến bay/ngày còn 14.700 chuyến bay/ngày.

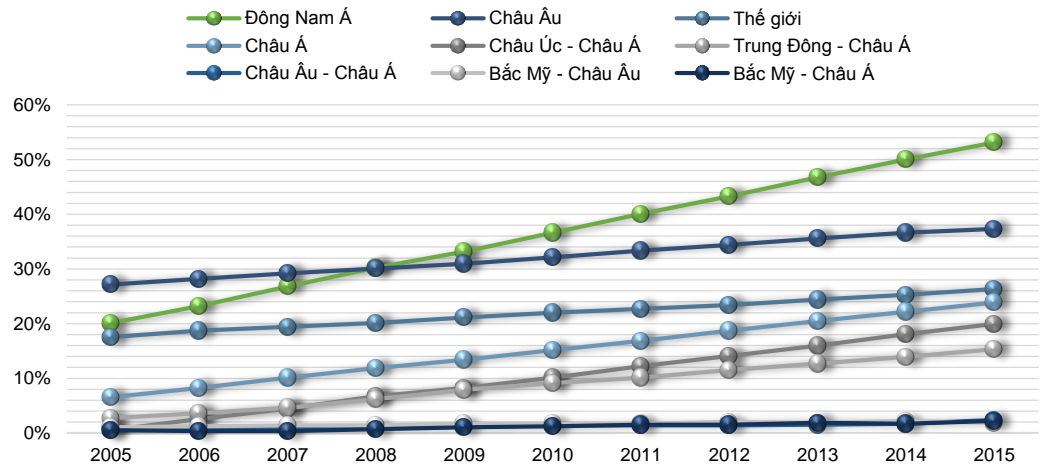
**HÌNH 1: Các hãng hàng không giá rẻ tại Đông Nam Á**



Nguồn: FPTs Research



BIỂU ĐỒ 5: Tỷ lệ lượt bay giá rẻ trên tổng lượt khách bay theo khu vực



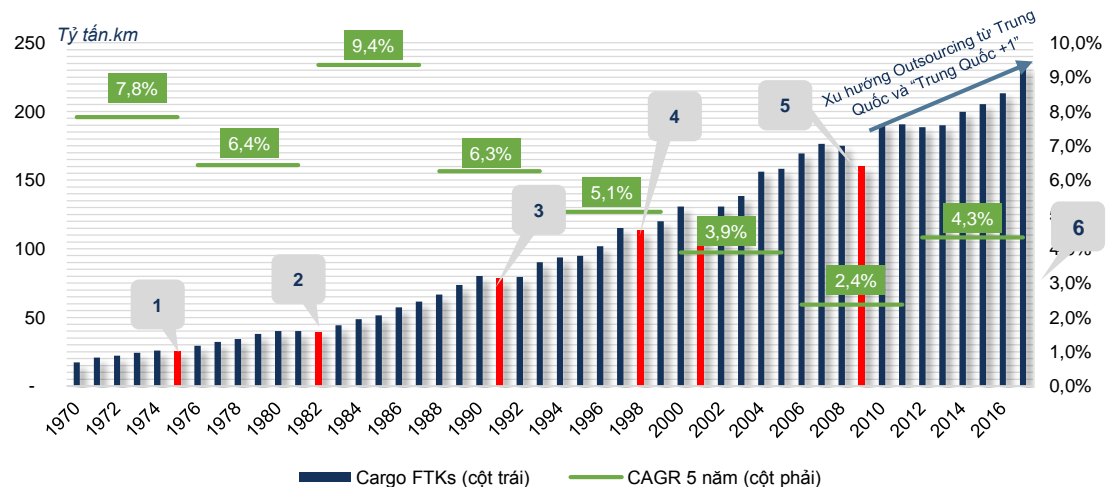
Nguồn: IATA, FPTs Research

Theo IATA, tỷ lệ lượt bay giá rẻ trên tổng lượt khách bay toàn cầu tại Đông Nam Á đã tăng từ 20% năm 2005 lên mức gần 60% vào năm 2016. Ngược lại giữa các khu vực khác tỷ lệ lượt bay giá rẻ của hành khách hầu như chỉ tăng nhẹ hoặc đi ngang.

## 2. Vòng đời ngành vận tải hàng hóa hàng không

Tương tự với ngành vận tải hành khách hàng không, xu hướng đầu tư ra nước ngoài và xu hướng “outsourcing” bắt đầu phát triển mạnh từ sau năm 2004 đã thúc đẩy sản lượng hàng hóa vận chuyển bằng máy bay, chủ yếu là các mặt hàng có giá trị cao như laptop, smartphone, hàng linh kiện điện tử...

BIỂU ĐỒ 6: Sản lượng hàng hóa luân chuyển hàng không (RTKs)



Nguồn: IATA, FPTs Research

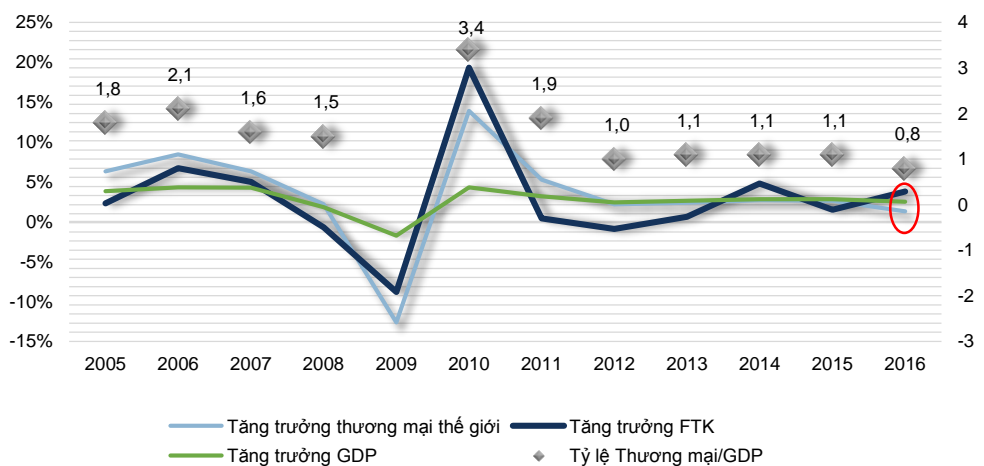
- |                               |                          |                                   |
|-------------------------------|--------------------------|-----------------------------------|
| 1. Khủng hoảng dầu mỏ         | 2. Chiến tranh Iran-Iraq | 3. Chiến tranh vùng Vịnh          |
| 4. Khủng hoảng tiền tệ Châu Á | 5. Khủng bố 9/11/2001    | 6. Khủng hoảng tài chính toàn cầu |

\* Mạng vận tải hàng hóa hàng không không chịu ảnh hưởng bởi đại dịch SARS như vận tải hành khách

Tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của RTK bắt đầu chậm lại từ năm 2000, chỉ đạt 2,4-4%/năm trong giai đoạn 2000-2011, thấp hơn nhiều so với mức 6-9%/năm của giai đoạn 1970-2000. Tuy nhiên, từ

sau năm 2011, tốc độ tăng trưởng của RTK bắt đầu tăng cao trở lại mặc dù thương mại thế giới đang tăng trưởng chậm trong 5 năm trở lại đây. Đây cũng là lúc xu hướng “outsourcing” phát triển mạnh giữa Trung Quốc và các quốc gia Đông Nam Á, thúc đẩy nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không, chủ yếu là các mặt hàng máy móc, thiết bị, nguyên liệu thô, dệt may... Giá trị RTK đã tăng với CAGR là 4,3%/năm trong giai đoạn 2012-2017, cao hơn mức 2,4%/năm của giai đoạn 2006-2011. Vì thế, chúng tôi cho rằng, tương tự như phân khúc vận tải hành khách, phân khúc vận tải hàng hóa hàng không thế giới đã bước vào pha tăng trưởng mới từ sau năm 2011.

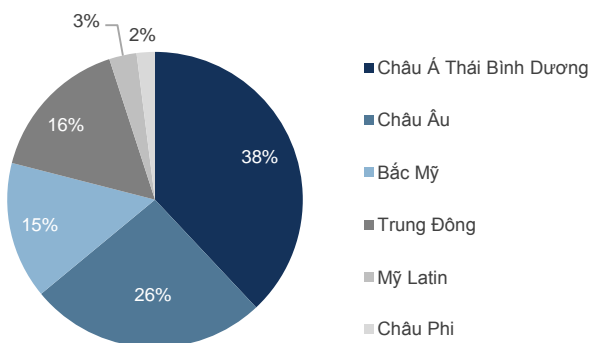
**BIỂU ĐỒ 7: Tăng trưởng thương mại thế giới thấp nhưng sản lượng hàng hóa vận chuyển hàng không vẫn tăng trưởng cao**



Nguồn: IATA, World Bank, FPTS Research

**Khu vực Châu Á Thái Bình Dương tiếp tục là khu vực đóng góp lớn nhất vào sự tăng trưởng của ngành vận tải hàng hóa hàng không.** Năm 2016, thị phần vận tải hàng hóa hàng không của khu vực này chiếm tỷ lệ cao nhất thế giới với hơn 38%. Với đặc trưng dân số đông, các nhà máy sản xuất lớn trên thế giới đều được đặt tại đây, khu vực Châu Á Thái Bình Dương đóng vai trò là trung tâm của ngành vận tải hàng hóa hàng không thế giới. Sản lượng hàng hóa vận chuyển nội vùng trong khu vực đạt 4.212 nghìn tấn năm 2016, duy trì mức tăng trưởng bình quân 3,3%/năm từ 2000-2016.

**BIỂU ĐỒ 8: Thị phần vận chuyển hàng hóa hàng không thế giới theo khu vực năm 2016**



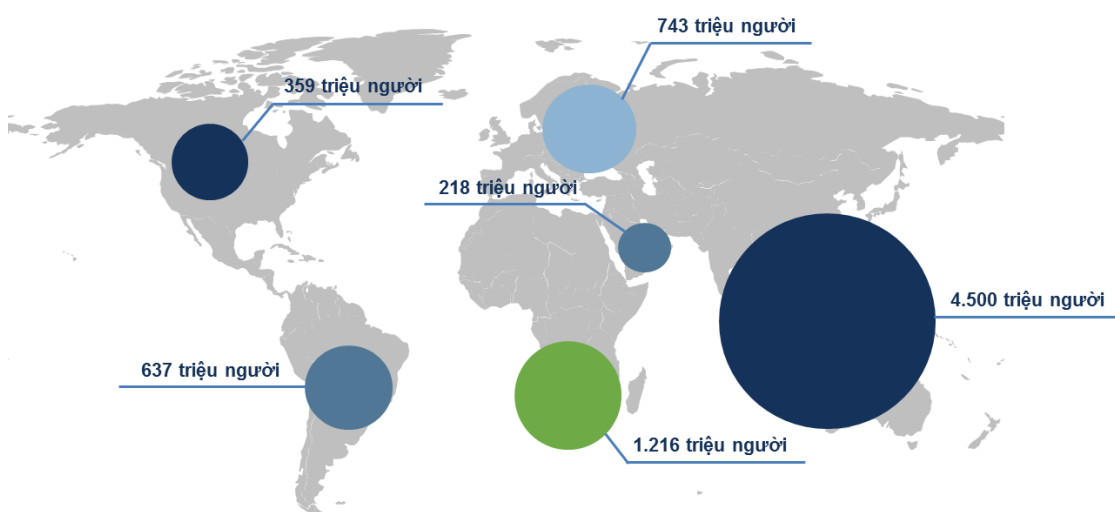
Nguồn: Boeing aircargo 2016-2017, FPTS Research

Như vậy, ngành vận tải hàng hóa hàng không hiện đang bước vào pha tăng trưởng mới sau khi suy giảm do cuộc suy thoái tài chính 2008-2009 của thế giới, với động lực tăng trưởng chính đến từ khu vực Châu Á Thái Bình Dương.

Qua những phân tích trên, chúng tôi cho rằng ngành vận tải hàng không thế giới đang bước vào pha tăng trưởng mới, ở cả hai mảng vận chuyển hành khách và vận chuyển hàng hóa. Động lực chính đến từ mô hình hàng không giá rẻ LCC và khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Chúng tôi cho rằng, trong những năm tới, Châu Á Thái Bình Dương vẫn sẽ là khu vực thống trị ngành vận tải hành khách lẫn hàng hóa hàng không vì 4 lý do sau:

- (1) Khu vực Châu Á Thái Bình Dương đóng góp đến 31% GDP toàn cầu và đang trải qua giai đoạn tăng trưởng kinh tế nhanh nhất so với các khu vực khác trên thế giới (năm 2016).
- (2) Khu vực Châu Á Thái Bình Dương chiếm 56% dân số toàn cầu với hơn 4,5 tỷ người (năm 2016).
- (3) Khu vực Châu Á Thái Bình Dương chiếm 35% tổng giá trị thương mại toàn cầu (năm 2016).
- (4) Sự tăng trưởng chi tiêu của tầng lớp trung lưu tại khu vực này ngày càng cao.

BIỂU ĐỒ 9: Biểu đồ dân số các khu vực trên thế giới



Nguồn: World Bank, FPTs Research

## II. Chuỗi giá trị ngành vận tải hàng không thế giới

### 1. Sơ lược về chuỗi giá trị toàn ngành hàng không thế giới

Lấy các hãng vận tải hàng không làm trung tâm, chuỗi giá trị ngành hàng không được chia thành hai nhóm sau: nhóm thượng nguồn (Upstream) và nhóm hạ nguồn (Downstream).

- **Nhóm thượng nguồn** gồm có: các nhà sản xuất máy bay, phụ tùng; công ty cho thuê tài chính; các dịch vụ phụ trợ ngành hàng không như bảo trì máy bay, phục vụ mặt đất và cung cấp hệ thống cơ sở vật chất cho ngành hàng không như: cảng hàng không, sân bay; các dịch vụ bảo đảm hoạt động bay.
- **Nhóm hạ nguồn** gồm có: các kênh phân phối hàng hóa và hành khách như đại lý du lịch, Freight Forwarders và đại lý vận chuyển...

HÌNH 2: Chuỗi giá trị toàn ngành hàng không thể giới



## Nhóm thượng nguồn:

**Sản xuất máy bay:** bốn doanh nghiệp chiếm thị phần lớn nhất thế giới là Boeing, Airbus, Embraer và Bombardier.

**Cho thuê máy bay:** các doanh nghiệp này đi mua máy bay và cho các hãng hàng không thuê lại, bao gồm GECAS, AERAP, SMBC Aviation Capital....

**Cảng hàng không:** là nơi kết nối hành khách di chuyển hàng không và các phương tiện khác, bao gồm: HongKong, ACSA, Aeroports de Paris...

**Dịch vụ bảo đảm hoạt động bay (ANSP)** như giám sát bề mặt sân bay, sắp xếp lịch trình bay..., bao gồm: NATS, Aerothai, Air Services Australia,...

**Dịch vụ phục vụ mặt đất:** phục vụ 3 đối tượng hành khách, hành lý và máy bay khi còn "tiếp đất", bao gồm: BBA Aviation, Celebi...

**Suất ăn hàng không:** cung cấp các suất ăn cho hành khách của các hãng hàng không: SATS, LSG Skycheffs...

**Vận tải hàng không:** bao gồm vận tải hành khách và vận tải hàng hóa. Một số hãng vận tải hàng không lớn như: AirAsia, Emirates, Korean Air, FedEx, UPS Airlines,...

## Nhóm hạ nguồn:

**Dịch vụ đại lý du lịch (Travel Agents):** Expedia, Travelport (GTA+Orbitz), Hogg Robinson, ...

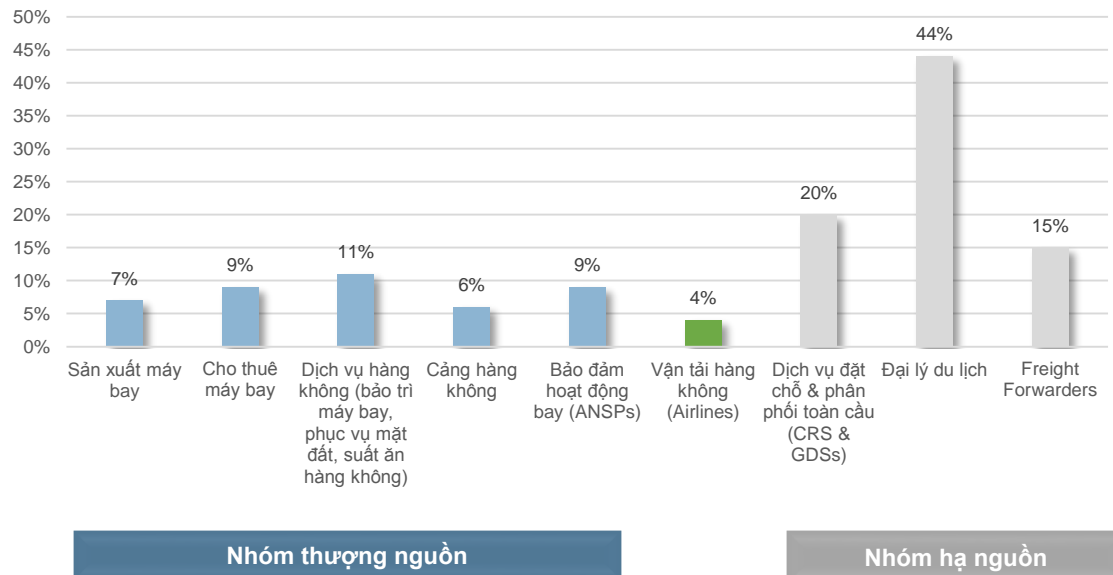
**Freight forwarders:** Circle, Air Express, Kuehne & Nagel...

**Đại lý vận chuyển hàng hóa hàng không:** FedEx, UPS, DHL...

Nguồn: FPTs Research

Theo thống kê của McKinsey (2013), các hãng vận tải hàng không là nhóm có tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư (ROIC) thấp nhất, bình quân chỉ 4%. Trong khi đó, phân khúc hạ nguồn là phân khúc có tỷ suất ROIC cao nhất với mức bình quân đạt 15-44%; phân khúc thượng nguồn có ROIC dao động từ 6-11%, cao nhất là các dịch vụ phục vụ mặt đất, suất ăn hàng không... Nguyên nhân của sự chênh lệch này là do ngành vận tải hàng không là ngành đòi hỏi vốn đầu tư vào tài sản cố định lớn nhất trong chuỗi dịch vụ của toàn ngành, các ngành còn lại nhu cầu đầu tư cho tài sản cố định không lớn, thậm chí thấp. Bên cạnh đó, ngành vận tải hàng không còn chịu ảnh hưởng bởi biến động giá nhiên liệu đầu vào, trong khi giá vé đầu ra khó tăng do cạnh tranh đang gay gắt.



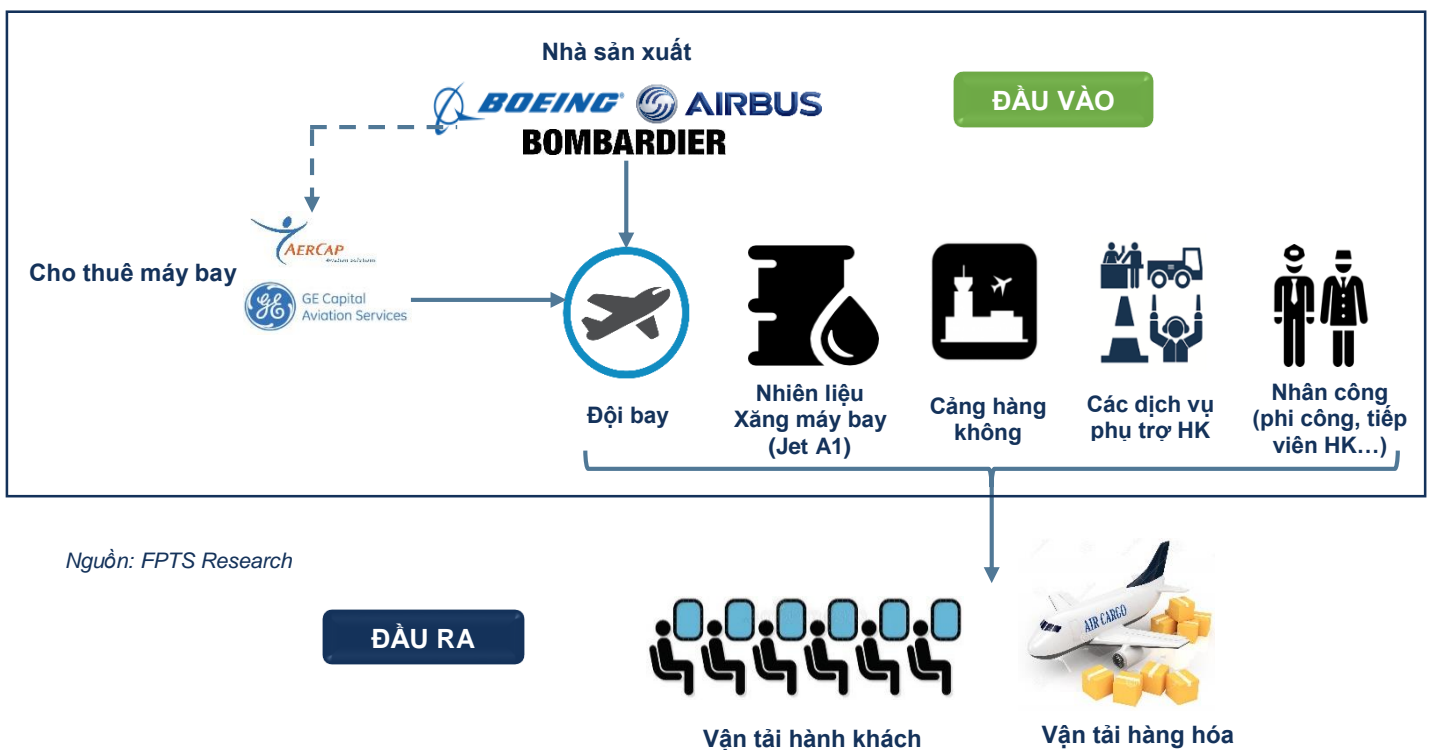
**BIỂU ĐỒ 10: Tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư (ROIC) nhóm ngành hàng không**


Nguồn: McKinsey 2013, FPTs Research

## 2. Chuỗi giá trị ngành vận tải hàng không

Đầu vào của ngành vận tải hàng không bao gồm những thành phần chính sau: đội bay, nhiên liệu, sân bãi, nhân công. Trong đó, cơ cấu chi phí đầu vào tương đối khác nhau giữa hai mô hình hàng không truyền thống (FSC) và hàng không giá rẻ (LCC). Đầu ra của ngành bao gồm hai dịch vụ chính là vận tải hành khách và vận tải hàng hóa, các năm qua mảng vận tải hành khách hàng không luôn chiếm ưu thế hơn so với vận tải hàng hóa.

HÌNH 3: Chuỗi giá trị ngành vận tải hàng không thế giới

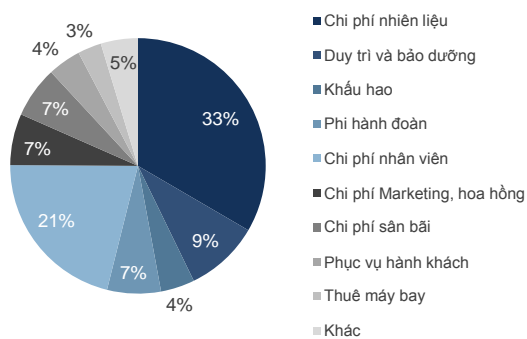


Nguồn: FPTs Research

## 2.1 Đầu vào

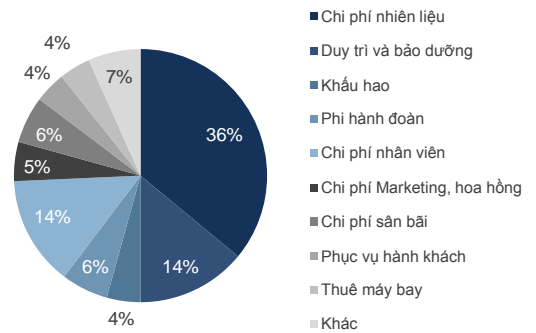
Cơ cấu chi phí đầu vào giữa hàng không truyền thống (FSC) và hàng không giá rẻ (LCC) có một số khác biệt. Tuy nhiên, nhìn chung **chi phí nhiên liệu và chi phí nhân công (bao gồm phi hành đoàn, tiếp viên hàng không, khác...) chiếm tỷ trọng cao nhất**, lần lượt dao động từ 33-36% và 20-28%. Thứ hai là chi phí bảo trì, bảo dưỡng máy bay, với tỷ trọng bình quân 9% đối với hàng không truyền thống và 14% đối với hàng không giá rẻ. Chi phí marketing cũng là chi phí quan trọng trong đầu vào của ngành, chiếm tỷ trọng 5-7%. Ngoài ra, các hãng hàng không cũng chịu chi phí sân bãi, phí phục vụ hành khách như các dịch vụ mặt đất, soi chiếu..., tỷ trọng chi phí này chiếm 4% trong tổng chi phí đầu vào. Các hãng hàng không ngoài sở hữu máy bay còn đi thuê máy bay để sử dụng, chi phí thuê phải trả hàng năm chiếm khoảng 3-4% trong tổng chi phí đầu vào.

BIỂU ĐỒ 11: Hàng không truyền thống FSC (2013)



Nguồn: US.Airlines 2013, FPTs Research

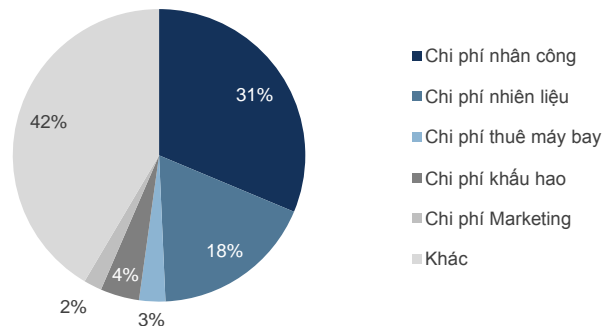
BIỂU ĐỒ 12: Hàng không giá rẻ LCC (2013)



Nguồn: US.Airlines 2013, FPTs Research

Cơ cấu chi phí của các hãng vận tải hàng không có sự thay đổi rõ rệt giữa năm 2013 và năm 2016. Từ giữa năm 2014, giá dầu thô thế giới bắt đầu giảm mạnh, chi phí nhiên liệu của các hãng hàng không cũng giảm theo sự suy giảm của giá dầu. Năm 2016, chi phí nhiên liệu chỉ còn chiếm khoảng 17-18% trong tổng chi phí đầu vào, thấp hơn so với mức 33-36% trong quá khứ (năm 2013). Do đó, rủi ro từ sự biến động của giá dầu đối với lợi nhuận ngành hàng không cũng phần nào được tiết giảm đáng kể.

BIỂU ĐỒ 13: Chi phí đầu vào của ngành vận tải hàng không thế giới năm 2016



Nguồn: US.Airlines 2016, IATA, FPTs Research

### 2.1.1 Đội bay

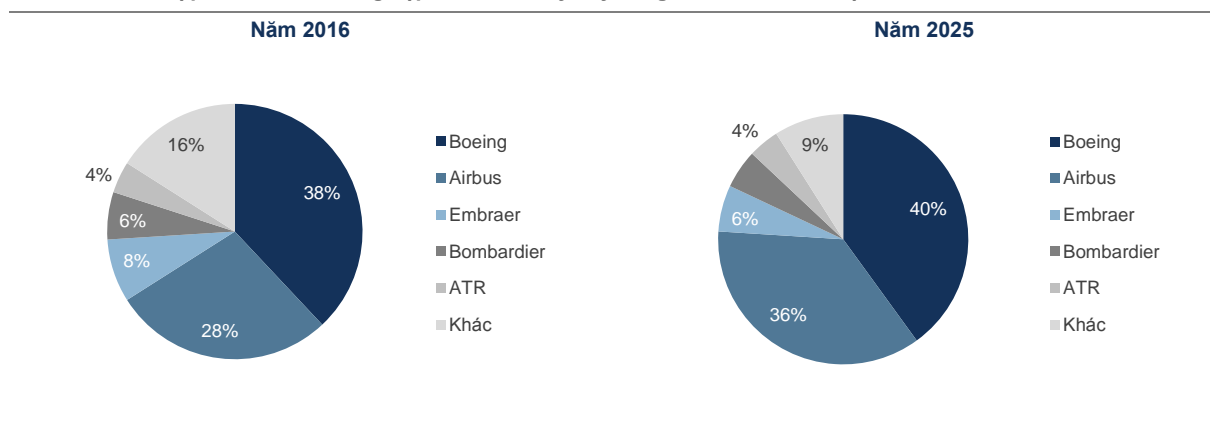
Hiện tại, các doanh nghiệp vận tải hàng không thế giới tài trợ cho đội bay từ ba nguồn chính sau:

#### (1) Mua máy bay từ các nhà sản xuất máy bay như Airbus, Boeing, Embraer, Bombardier, ATR...

Boeing và Airbus là hai nhà sản xuất máy bay lớn nhất thế giới, chiếm đến 66% thị phần toàn ngành, trong đó thị phần của Boeing là 38% và Airbus là 28% (số liệu cuối năm 2016). Ba doanh nghiệp có thị phần lớn sau Boeing và Airbus là Embraer, Bombardier, ATR. Thị phần năm 2016 của ba doanh nghiệp này lần lượt là 8%, 6% và 4%. Vì chiếm thị phần lớn nhất, máy bay của Boeing và Airbus được các doanh nghiệp vận tải hàng không sử dụng nhiều nhất thế giới. Dòng sản phẩm của Boeing hiện đang được các hãng vận tải hàng không sử dụng nhiều nhất là Boeing 737, Boeing 767 và Boeing 777. Giá bán bình quân được Boeing niêm yết của ba loại máy bay trên rơi vào khoảng 85,8 triệu USD/chiếc; 198,2 triệu USD/chiếc và 335,8 triệu USD/chiếc. Đối với Airbus, dòng máy bay được sử dụng nhiều nhất là A320, giá bán trung bình khoảng 99 triệu USD/chiếc. Do giá trị đội bay lớn nên thời gian khấu hao đội bay của các doanh nghiệp vận tải hàng không tương đối dài, khoảng 20-25 năm (khấu hao đường thẳng).

Thời gian trung bình một chiếc máy bay được sản xuất theo yêu cầu là khoảng 6-12 tháng. Vì thế, các hãng hàng không thường đặt mua máy bay trước 6 tháng với các nhà sản xuất. Hiện tại, hãng hàng không có đội bay lớn nhất thế giới là American Airlines với đội bay gồm 1.494 chiếc vào thời điểm cuối năm 2016.

BIỂU ĐỒ 14: Thị phần các doanh nghiệp sản xuất máy bay thế giới năm 2016 và dự báo đến năm 2025



Nguồn: Aviation Week Network 2016, FPTs Research

**(2) Thuê tài chính hoặc thuê hoạt động máy bay từ các doanh nghiệp cho thuê máy bay như GECAS, AERCAP...** Hạn chế lớn nhất của ngành là phải cần vốn lớn để đầu tư vào đội bay, vì thế nhằm linh hoạt trong việc sử dụng nguồn vốn, các doanh nghiệp thường sử dụng phương thức thuê tài sản thay vì mua tài sản. Tính đến năm 2016, có khoảng 40% máy bay đang được các hãng hàng không sử dụng là đi thuê (khoảng 11.000 máy bay trong tổng số 28.000 máy bay) và dự kiến sẽ tăng lên mức 50% vào năm 2020.

**BẢNG 1: Top 10 doanh nghiệp cho thuê máy bay lớn nhất thế giới năm 2016**

STT	Doanh nghiệp	Tổng số	Regional jet	Narrowbody	Widebody
1	Gecas	1.414	344	904	166
2	Aercap	1.166	-	883	283
3	SMBC Aviation Capital	445	4	416	25
4	BBAM	405	2	311	92
5	Nordic Aviation Capital	110	99	11	-
6	CIT Aerospace	324	33	235	56
7	Air Lease Corporation	277	23	202	52
8	BOC Aviation	267	13	214	40
9	Avation Capital Group	264	-	257	7
10	AWAS	246	-	203	43

Nguồn: IATA 2016, FPTS Research

**Chú thích:** Regional jet là máy bay khu vực, thường được sử dụng cho những chuyến bay ngắn; Narrowbody là máy bay thân hẹp; Widebody là máy bay thân rộng

**(3) Sử dụng nghiệp vụ Sales and Leaseback:** bán và thuê lại tài sản – một hình thức rất phổ biến trong ngành hàng không. Trên thế giới, hiện có khá nhiều hãng vận tải hàng không sử dụng hình thức này để tài trợ cho đội bay của mình, điển hình như AirAsia, IndiGo, Cebu...

Một giao dịch Sales and Leaseback được tiến hành theo các bước sau:

- Bước 1: Hãng vận tải hàng không ký hợp đồng mua máy bay từ các nhà sản xuất, đồng thời sẽ trả trước một khoản tiền như “đặt cọc”, thông thường khoảng 1-5% giá trị hợp đồng mua máy bay.
- Bước 2: Hãng vận tải hàng không tiến hành bán và chuyển giao các giấy tờ sở hữu máy bay này cho các công ty cho thuê, đồng thời dùng số tiền nhận được thanh toán cho các nhà sản xuất máy bay. Sau đó, các hãng vận tải sẽ thuê lại máy bay từ chính các doanh nghiệp cho thuê trên và trả chi phí thuê cố định hàng tháng (có điều chỉnh tùy thuộc vào thị trường). Thời hạn thuê tùy thuộc cam kết giữa hai bên, thông thường từ 5-15 năm.
- Bước 3: Sau khi hết thời hạn hợp đồng thuê, máy bay sẽ được trả lại cho công ty cho thuê tài chính. Nếu hãng vận tải hàng không kết thúc hợp đồng trước thời hạn thì sẽ phải chịu một khoản phạt.

Trong mô hình Sales and Leaseback, có hai trường hợp khi thuê lại là thuê tài chính và thuê hoạt động, sự khác biệt giữa hai mô hình được so sánh trong bảng dưới đây.

**BẢNG 2: Phân biệt thuê tài chính và thuê hoạt động**

	Thuê tài chính	Thuê hoạt động
Sở hữu	Bên thuê (các hãng vận tải hàng không)	Bên cho thuê (công ty cho thuê tài chính)
Chịu rủi ro	Bên thuê (các hãng vận tải hàng không)	Bên cho thuê (công ty cho thuê tài chính)
Chịu trách nhiệm bảo trì, sửa chữa	Bên thuê (các hãng vận tải hàng không)	Bên cho thuê (công ty cho thuê tài chính)
Thời hạn thuê	Phần lớn tuổi thọ kinh tế (economic life)	Một phần tuổi thọ kinh tế (economic life)
Chuẩn mực kế toán (IAS 17)	<b>Thể hiện trên Bảng cân đối kế toán</b>	<b>Thể hiện trên các khoản mục ngoài Bảng cân đối kế toán</b>

Nguồn: FPTS Research

Theo quy định Chuẩn mực kế toán quốc tế số 17 (IAS 17), đối với trường hợp các hãng hàng không thuê hoạt động, khoản tiền các công ty nhận được khi bán máy bay cho bên cho thuê sẽ được ghi nhận doanh thu. Ngược lại, đối với trường hợp thuê tài chính sẽ không được ghi nhận doanh thu. Nguyên nhân là do:

- Bản chất giao dịch thuê tài chính là đi vay.






- Giá thuê lại máy bay từ các công ty cho thuê tài chính thường cao hơn giá bán tài sản để đảm bảo công ty cho thuê tài chính có lợi nhuận.

Vì cách hạch toán khác nhau giữa thuê hoạt động và thuê tài chính, nên hầu hết các hãng vận tải hàng không trên thế giới đều áp dụng cách thức thuê hoạt động để có thể ghi nhận doanh thu từ bán máy bay (như IndiGo), đồng thời không phải ghi nhận nợ vay, giúp bảng cân đối kế toán lành mạnh hơn.




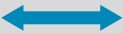
Tuy nhiên kể từ 1/1/2019, chuẩn mực kế toán quốc tế số 16 (IFRS 16) sẽ được áp dụng, thay thế cho IAS 17. Theo đó, IFRS 16 sẽ không còn phân biệt thuê tài chính hay thuê hoạt động, tất cả các giao dịch thuê tài sản đều có bản chất là đi vay (ngoại trừ trường hợp giá trị tài sản thuê là thấp, không đáng kể hoặc thời hạn thuê thấp hơn 12 tháng). Như vậy, khoản tiền các công ty hàng không nhận được khi bán máy bay cho các công ty cho thuê sẽ không được ghi nhận doanh thu, mà phải ghi nhận như một khoản nợ vay trên Bảng cân đối kế toán.

**BẢNG 3: IFRS 16 làm thay đổi Bảng cân đối kế toán các công ty thuê máy bay**

Quy định kế toán	IAS 17		IFRS 16
Loại hình	Thuê tài chính	Thuê hoạt động	Thuê tài sản
Tài sản		_____	
Nợ phải trả	\$\$\$\$	_____	\$\$\$\$
Các khoản mục ngoài Bảng cân đối kế toán	_____	 \$\$\$\$	_____

Nguồn: Ernst & Young (E&Y), IFRS 16 và IAS 17, FPTs Research

**BẢNG 4: IFRS 16 làm thay đổi các khoản mục trên Báo cáo KQKD các công ty thuê máy bay**

Quy định kế toán	IAS 17		IFRS 16
Loại hình	Thuê tài chính	Thuê hoạt động	Thuê tài sản
Doanh thu	\$\$\$\$	\$\$\$\$	\$\$\$\$
Chi phí hoạt động (chưa bao gồm Khấu hao và Phân bổ)	_____	Chi phí thuê hoạt động	_____
EBITDA		_____	 
Khấu hao và Phân bổ	Khấu hao	_____	Khấu hao
EBIT			
Chi phí tài chính	Chi phí lãi vay		Chi phí lãi vay
Lợi nhuận trước thuế			

Nguồn: Ernst & Young (E&Y), IFRS 16 và IAS 17, FPTs Research

### 2.1.2 Chi phí nhân công và sân bãi

Mô hình kinh doanh giữa hàng không truyền thống và hàng không giá rẻ có nhiều sự khác biệt. Trong đó, mô hình hàng không giá rẻ chủ yếu chỉ tập trung vào các dịch vụ đơn giản nhằm tạo lợi thế về giá so với các hãng hàng không truyền thống. Do đó, chi phí nhân công và sân bãi của các hãng hàng không giá rẻ thường thấp hơn các hãng hàng không truyền thống.

Điểm khác biệt rõ ràng nhất là các hãng hàng không truyền thống cung cấp các chuyến bay quá cảnh, cũng như kết nối mạng lưới với các hãng hàng không khác. Ngoài ra, hàng không truyền thống còn vận hành theo mô hình “Hub and Spoke”, nhằm tiết giảm chi phí và tối đa hiệu quả. Trong khi đó, các hãng hàng không giá rẻ chủ yếu chỉ cung cấp chuyến bay thẳng giữa hai điểm, thường là hai thành phố đông dân và có nhiều điểm du lịch, với thời gian bay ngắn trong vòng tối đa khoảng 4 giờ, nhờ đó tối thiểu các dịch vụ phụ trợ tại sân bay và trên chuyến bay. Tương tự, dịch vụ mặt đất của hàng không giá rẻ cũng được tối thiểu hóa, như không nối chuyển, không có chương trình khách hàng thường xuyên... Các doanh nghiệp hàng không giá rẻ thường sử dụng các sân bay thứ cấp, sân bay chưa sử dụng hết công suất để giảm thiểu chi phí cất/hạ cánh và chi phí phục vụ mặt đất.

Các hãng hàng không giá rẻ còn tối thiểu hóa nhân sự bằng cách một nhân viên có thể kiêm nhiều công việc (tiếp viên kiêm lau dọn máy bay...). Ngoài ra, phần lớn các doanh nghiệp hàng không giá rẻ chỉ khai thác hạng ghế phổ thông nên có thể bố trí nhiều ghế hơn giúp tận dụng tối đa diện tích cabin, tăng doanh thu, đồng thời có thể giảm số lượng tiếp viên và chi phí lương cho tổ bay (*Xem thêm phụ lục so sánh giữa LCC và FSC*).

Nhờ tối thiểu hóa chi phí hoạt động, các hãng hàng không giá rẻ có thể đưa ra giá vé thấp hơn nhiều so với các hãng hàng không truyền thống. Tỷ trọng chi phí nhân công và sân bãi của các doanh nghiệp hàng không giá rẻ vì thế cũng chiếm tỷ trọng thấp hơn so với các hãng hàng không truyền thống, lần lượt chiếm 20% và 6% trong tổng chi phí đầu vào (thấp hơn so với mức 28% và 7% của các hãng hàng không truyền thống).

**BẢNG 5: So sánh một số chi phí đầu vào giữa mô hình LCC và FSC**

	Mô hình LCC	Mô hình FSC	Ghi chú
Tuổi máy bay trung bình	6-7 năm	15-17 năm	Tuổi máy bay trung bình của LCC thấp hơn nhờ sử dụng nghiệp vụ Sales and leaseback
Hiệu suất sử dụng máy bay (Block hours per aircraft)	10,97-11,38 giờ bay	9,88-10,22 giờ bay	LCC áp dụng tần suất bay cao hơn nhằm cắt giảm chi phí
Chi phí cảng hàng không	0,92-0,95 USD/ASK	1,05-1,12 USD/ASK	LCC sử dụng các sân bay thứ cấp, tối thiểu các dịch vụ tại sân bay
Chi phí bảo dưỡng máy bay	0,27-0,28 USD/ASK	0,30-0,33 USD/ASK	LCC chỉ dùng một loại máy bay (thường là Airbus A320 hoặc Boeing 737) để giảm chi phí đào tạo nhân viên, vận hành và bảo dưỡng.
Số lượng nhân viên bình quân	65 người/máy bay	87 người/máy bay	Nhân viên đảm nhận nhiều vai trò khác nhau nhằm giảm chi phí nhân sự.
Chi phí nhân công bình quân	0,57 USD/ASK	0,61 USD/ASK	

*Nguồn: U.S. Airline Business Models: Trends and Key Impacts, FPTs Research*

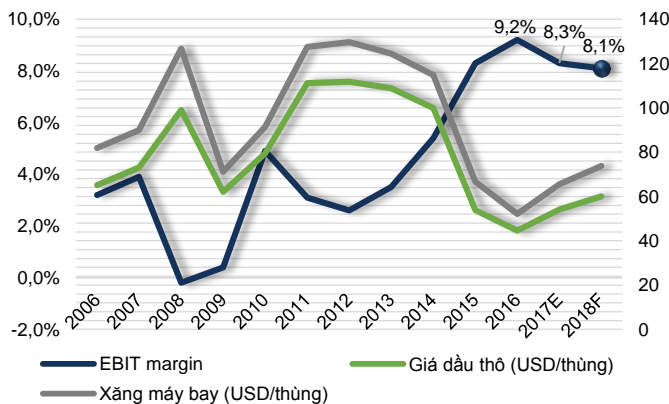
### 2.1.3 Chi phí nhiên liệu

Chi phí nhiên liệu sử dụng cho ngành hàng không chủ yếu là xăng máy bay (Jet Kerosene), được sản xuất bằng cách chưng cất dầu thô. Do đó, giá của loại xăng này cũng biến động theo giá dầu thô thế giới.

Giai đoạn trước năm 2014, giá dầu thế giới vẫn còn ở mức cao, chi phí nhiên liệu chiếm đến 33% trong tổng chi phí đầu vào của ngành. Vì thế, sự biến động của giá dầu thô có ảnh hưởng rất lớn đến biên lợi nhuận của ngành hàng không. Thời điểm giá dầu đạt đỉnh là vào năm 2012 với 111,8 USD/thùng, kéo theo giá xăng máy bay tăng mạnh với 129,6 USD/thùng đã khiến biên lợi nhuận hoạt động (EBIT margin) của ngành suy giảm trầm trọng, chỉ đạt 2,6% so với mức bình quân 3% của những năm trước. Bắt đầu từ giữa năm 2014, giá dầu thô thế giới bắt đầu giảm mạnh do nguồn cung dư thừa, chỉ còn bình quân 50 USD/thùng, thấp hơn 55% so với năm 2012 đã giúp biên lợi nhuận hoạt động của ngành hàng không tăng mạnh, đạt mức 8-9%. Đây cũng là mức cao nhất trong lịch sử của ngành từ khi ra đời đến nay. Giai đoạn này, tỷ trọng chi phí nhiên liệu trong tổng chi phí đầu vào của ngành giảm mạnh, từ mức 33% năm 2013 chỉ còn 18% năm 2016.

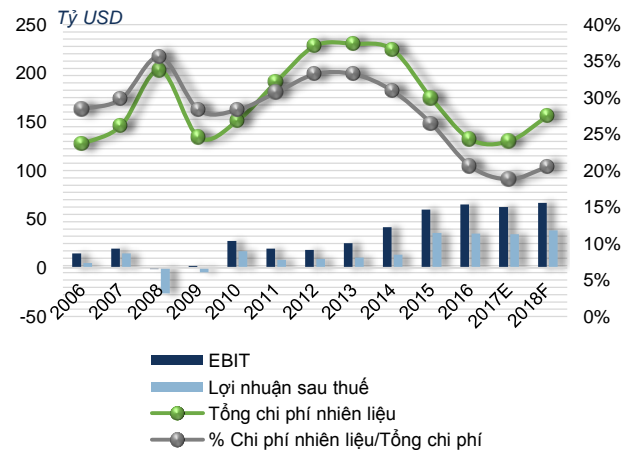
Theo số liệu của IATA, Biên lợi nhuận hoạt động (EBIT margin) của ngành vận tải hàng không lần lượt đạt 8,3% và 8,1% trong năm 2017 và 2018, thấp hơn mức 9,2% của năm 2016. Giá dầu thô (dầu Brent) bình quân đạt mức bình quân 54,2 USD/thùng trong năm 2017 (cao hơn 22,4% so với năm 2016) và được dự báo sẽ đạt 60 USD/thùng vào năm 2018 (cao hơn 10,7% so với năm 2017). Theo đó, giá xăng máy bay năm 2017 bình quân khoảng 65,6 USD/thùng (cao hơn 25,9% năm 2016) và dự báo đạt 73,8 USD/thùng vào năm 2018 (cao hơn 12,5% so với năm 2017).

**BIỂU ĐỒ 15: Tương quan giá dầu (dầu Brent) với biên lợi nhuận của ngành**



Nguồn: IATA, FPTs Research

**BIỂU ĐỒ 16: EBIT và LNST của ngành tăng khi chi phí nhiên liệu giảm**



Nguồn: IATA, FPTs Research

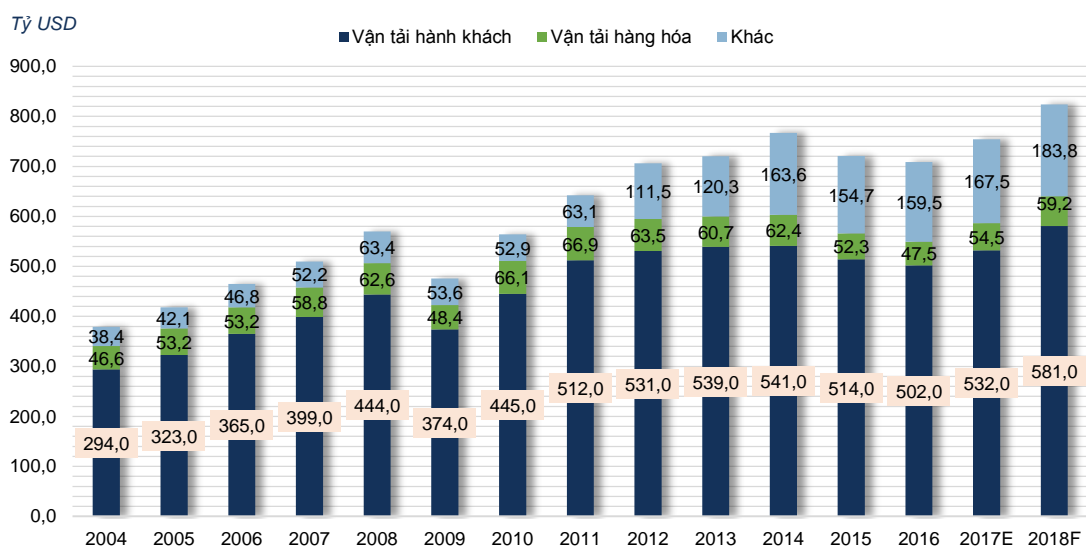
**BẢNG 6: Dự báo giá dầu thô (dầu Brent) và giá xăng máy bay bình quân năm 2018 sẽ cao hơn năm 2017**

USD/thùng	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F
Giá dầu thô bình quân (Brent)	111,2	111,8	108,8	99,9	53,9	44,6	54,2	60,0
Giá xăng máy bay bình quân	127,5	129,6	124,5	114,8	66,7	52,1	65,6	73,8
Biên lợi nhuận HOKD (%)	3,1%	2,6%	3,5%	5,4%	8,3%	9,2%	8,3%	8,1%

Nguồn: IATA, FPTs Research

## 2.2 Đầu ra

BIỂU ĐỒ 17: Doanh thu ngành hàng không toàn cầu theo từng lĩnh vực 2004-2018F



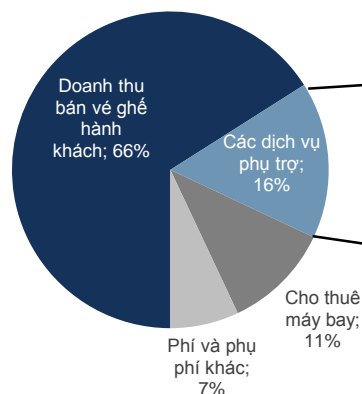
Nguồn: IATA, FPTS Research

Đầu ra của ngành hàng không chủ yếu bao gồm vận chuyển hành khách và vận chuyển hàng hóa, trong đó vận chuyển hành khách chiếm tỷ trọng lớn nhất 70,5% trong tổng doanh thu ngành, trong khi vận chuyển hàng hóa chỉ chiếm 7,2%; còn lại là doanh thu khác.

### 2.2.1 Thị trường vận tải hành khách

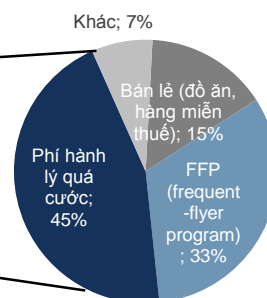
Trong phân khúc vận tải hàng hóa, doanh thu thường chỉ đến từ việc thu phí vận chuyển. Trong khi mảng vận tải hành khách, doanh thu đến từ nhiều nguồn khác nhau, bao gồm: doanh thu từ bán ghế bay, doanh thu từ các dịch vụ phụ trợ và doanh thu từ các phụ phí khác. Trong đó, doanh thu từ bán ghế hành khách chiếm tỷ trọng cao nhất – 66% trong tổng doanh thu; đứng thứ hai là doanh thu từ các dịch vụ phụ trợ với tỷ lệ 16%; doanh thu từ cho thuê máy bay (thuê khô và thuê ướt) chiếm 11%; doanh thu từ thu phí và phụ phí khác chiếm 7% trong tổng doanh thu.

BIỂU ĐỒ 18: Doanh thu phân khúc vận tải hành khách thế giới



Nguồn: U.S. Airline Industry, 2016

BIỂU ĐỒ 19: Cơ cấu doanh thu dịch vụ phụ trợ



Nguồn: U.S. Airline Industry, 2016

Thông thường, các hãng hàng không có thể thuê máy bay từ các hãng hàng không khác để bay vào mùa cao điểm, có hai hình thức thuê là thuê khô và thuê ướt:

- **Thuê ướt** là thuê máy bay kèm theo người lái, tiếp viên, dịch vụ bảo dưỡng, bảo hiểm. Tiền thuê trả trọn gói theo giờ bay với một mức giờ bay tối thiểu hàng tháng.
- **Thuê khô** là hình thức thuê máy bay không kèm theo người lái, tiếp viên dịch vụ bảo dưỡng, bảo hiểm. Tiền thuê trả trọn gói theo tháng cùng với một số tiền thỏa thuận để lập quỹ dự trữ, bảo dưỡng.

Trong đó, hình thức thuê ướt được sử dụng nhiều hơn do thời gian thuê thường ngắn hạn để đáp ứng nhu cầu đi lại của hành khách trong mùa cao điểm.

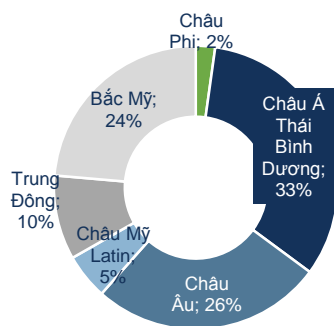
Trong cơ cấu doanh thu vận tải hàng khách, doanh thu từ các dịch vụ phụ trợ của các hãng hàng không giá rẻ thường chiếm tỷ trọng cao hơn trong tổng doanh thu (khoảng 26%) so với các hãng hàng không truyền thống (khoảng 12%). Nguyên nhân là do các LCC thường cắt giảm các dịch vụ phụ trợ không cần thiết để bù đắp cho việc mang đến giá vé rẻ cho hành khách. Ngược lại, hành khách sẽ phải trả thêm tiền khi có nhu cầu đối với các dịch vụ phụ trợ như đồ ăn, nước uống...

Hiện tại, chiến lược phát triển của các hãng hàng không trên thế giới là tạo ra giá trị gia tăng nhiều hơn cho hành khách bằng ba cách sau:

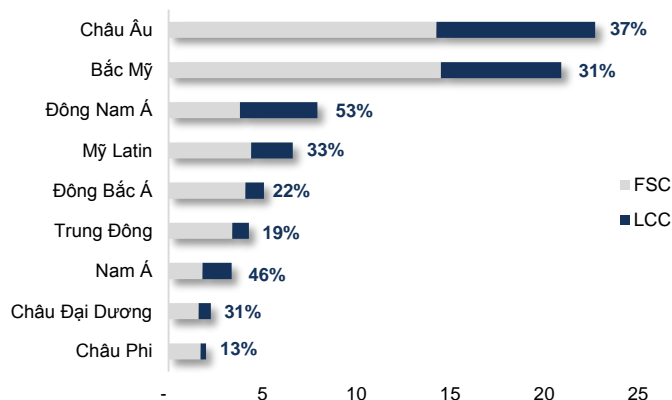
- (1) Giảm giá vé: theo Boeing, giá vé máy bay đã giảm trong 10 năm qua với mức giảm trung bình là 0,9%/năm;
- (2) Chia nhỏ gói dịch vụ hỗ trợ trên các chuyến bay để hành khách có thể linh động chọn lựa những dịch vụ mà họ có nhu cầu (thay vì bán trọn gói dịch vụ như trước, khách hàng phải trả thêm tiền cho nhiều dịch vụ mà họ không có nhu cầu);
- (3) Mở thêm các tuyến bay đường dài (long-haul) và mở rộng mạng lưới bay. Sự bùng nổ của các hãng hàng không giá rẻ (LCC) đã trở thành xu hướng "bay" của hành khách thế giới nhờ giá vé thấp và chất lượng dịch vụ ngày càng cải thiện do các LCC và cả FSC đều đang gia tăng năng lực cạnh tranh và vị thế trong ngành.

Mô hình LCC đã rất thành công tại Bắc Mỹ và Châu Âu trong hơn 40 năm qua, thị phần LCC tính theo số ghế cung ứng của hai khu vực này lần lượt là 31% và 37%. Tuy nhiên, LCC chỉ mới phát triển tại Châu Á từ những năm 2000. Tính đến năm 2016, thị phần LCC tại Châu Á đã lên đến 50%, cao hơn nhiều so với Bắc Mỹ và Châu Âu. Theo số liệu của Boeing, 90% công suất của LCC hiện đang tập trung ở phân khúc chuyến bay cự ly ngắn (short-haul); tuy nhiên, do thị trường đang ngày càng cạnh tranh gay gắt, đặc biệt giữa mô hình LCC và FSC, các doanh nghiệp LCC đang dần thâm nhập vào phân khúc các chuyến bay có cự ly dài với chi phí thấp (low-cost long-haul – LCLH). Hoạt động trong phân khúc LCLH gây ra nhiều khó khăn và thách thức cho các hãng LCC hơn là mô hình short-haul. Chi phí vốn cho các chuyến bay cự ly dài và chi phí đầu tư mạng lưới cao hơn. Tổ chức hoạt động cũng phức tạp hơn do phải tuân thủ thêm nhiều quy định từ các quốc gia. Một trong những lợi thế của LCC trong phân khúc short-haul là hiệu suất hoạt động cao do thời gian quay vòng ngắn, vì thế tiết giảm được chi phí. Hoạt động trong phân khúc có cự ly dài hơn đồng nghĩa với thời gian quay vòng sẽ cao hơn, lợi thế tiết giảm chi phí vì thế cũng thấp hơn.



**BIỂU ĐỒ 20: Thị phần ngành hàng không thể giới 2016 (mảng vận chuyển hành khách)**


Nguồn: IATA, Boeing, FPTS Research

**BIỂU ĐỒ 21: Thị phần LCC tính theo số ghế năm 2016 từng khu vực**


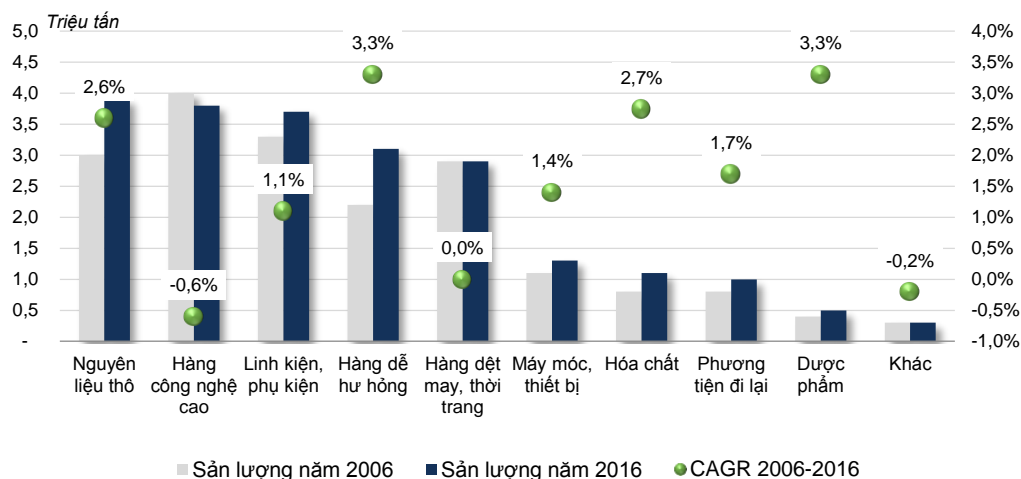
Nguồn: IATA, Boeing, FPTS Research

### 2.2.2 Thị trường vận tải hàng hóa

Sản lượng hàng hóa vận chuyển hàng không chiếm một tỷ trọng rất nhỏ trong tổng sản lượng hàng hóa vận tải, thấp hơn 1% trong tổng cơ cấu (Năm 2016, ngành hàng hải thể giới có khoảng 10,3 tỷ tấn hàng hóa được giao dịch, cao hơn rất nhiều lần so với 54,3 triệu tấn hàng hóa được vận chuyển hàng không). Các mặt hàng vận tải hàng không thông thường là các hàng hóa giá trị cao, dễ hỏng và yêu cầu mức độ linh hoạt cao về thời gian vận chuyển. Do đó, theo thống kê từ IATA, giá trị vận tải thông qua đường hàng không ước tính có giá trị chiếm đến 35% tổng giá trị hàng hóa vận tải của thế giới năm 2016.

Nhóm mặt hàng công nghệ cao, linh kiện, điện tử, nguyên liệu (như linh kiện bán dẫn, thiết bị viễn thông...), hàng dễ vỡ và hàng thời trang là những nhóm hàng được vận chuyển bằng đường hàng không nhiều nhất do đòi hỏi đáp ứng nhanh, kịp thời cho quy trình sản xuất cũng như tính chất kinh doanh. Đối với các mặt hàng công nghệ như smartphone, laptop... cần tốc độ vận chuyển nhanh nhằm đáp ứng kịp thời cho việc tung ra sản phẩm mới trên thế giới. Đối với mặt hàng dệt may, thời trang đòi hỏi tính kịp thời nhằm đáp ứng thị hiếu mua sắm theo mùa trong năm. Đối với các mặt hàng dễ vỡ, vận chuyển bằng đường hàng không giúp đảm bảo an toàn hơn cho hàng hóa, giảm chấn động trong quá trình vận chuyển. Trước năm 2016, nhóm hàng công nghệ cao là nhóm hàng chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng sản lượng hàng hóa vận chuyển hàng không. Tuy nhiên, trong năm 2016, nguyên liệu thô đã trở thành mặt hàng được vận chuyển hàng không nhiều nhất, vượt qua hàng công nghệ cao, đạt 3,9 triệu tấn, tương đương với tỷ trọng 18,1%. Điều này phù hợp với xu hướng "outsourcing" của thế giới, như chúng tôi đã trình bày trong phần lịch sử ngành. Xét về tốc độ tăng trưởng, các loại hàng hóa dễ hư hỏng (như rau quả tươi, thịt sống...) và dược phẩm là hai mặt hàng có tốc độ tăng trưởng kép CAGR cao nhất trong giai đoạn 2006-2016, cùng đạt 3,3%/năm.

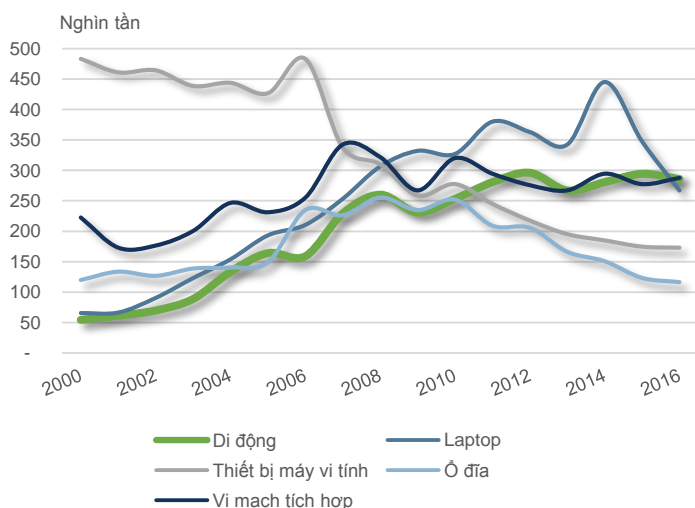
BIỂU ĐỒ 22: Các nhóm hàng được vận tải hàng không thế giới 2016



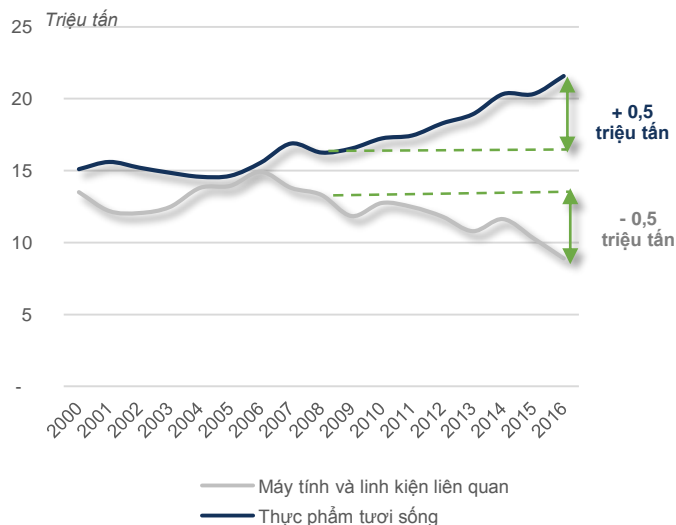
Nguồn: Seabury Trade Database 2015, FPTs Research

Trong nhóm hàng công nghệ cao, các loại hàng được vận chuyển bao gồm: điện thoại di động (cellphone), máy tính xách tay (laptop), thiết bị máy tính (computer parts), ổ đĩa (disk drives) và các vi mạch tích hợp (Integrated circuits & chips). Khối lượng mặt hàng điện thoại di động được vận chuyển hàng không gia tăng đều đặn, tuy nhiên tốc độ có chậm lại từ năm 2012. Ngược lại, khối lượng mặt hàng máy tính xách tay và các linh kiện máy tính liên quan đã bắt đầu giảm dần từ năm 2006. Theo số liệu của IATA, từ năm 2006, hai mặt hàng vận chuyển hàng không có sự biến động mạnh nhất về mặt khối lượng là máy tính xách tay cùng các linh kiện máy tính liên quan và mặt hàng thực phẩm tươi sống (fresh foods). Thực phẩm tươi sống có khối lượng vận chuyển tăng đều đặn trong 10 năm qua (+0,5 triệu tấn) trong khi mặt hàng vi tính và các linh kiện liên quan giảm cùng khối lượng tương ứng. Nguyên nhân là do nhu cầu nhập khẩu máy tính từ Trung Quốc, Mỹ và các nước khu vực Châu Á suy giảm, ngược lại, xuất khẩu các mặt hàng tươi sống tăng mạnh từ các quốc gia Châu Âu, Mỹ Latin, Úc và Ấn Độ.

BIỂU ĐỒ 23: Khối lượng các mặt hàng điện tử vận chuyển hàng không 2000-2016



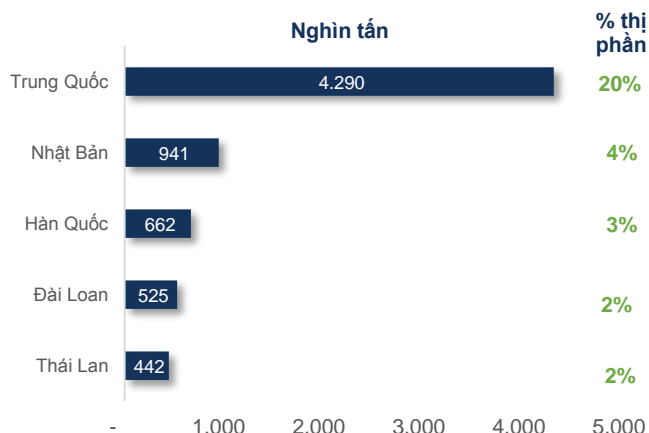
BIỂU ĐỒ 24: Khối lượng mặt hàng máy tính và thực phẩm tươi sống thay đổi ngược chiều nhau 2000-2016



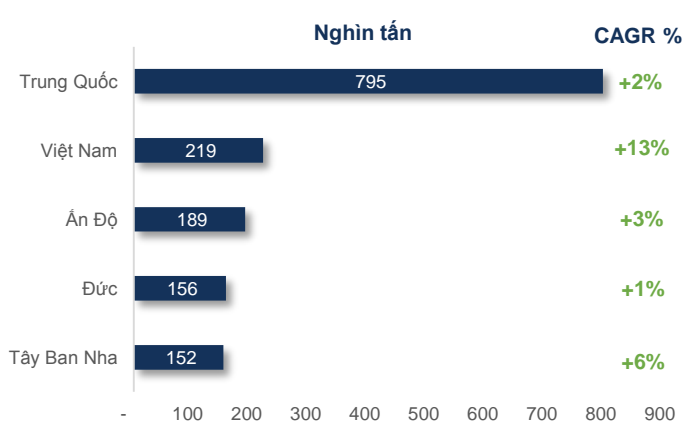
Nguồn: Seabury Trade Database 2000-2016, FPTs Research

Theo số liệu thống kê từ Seabury Global Trade database, Trung Quốc là quốc gia có sản lượng hàng hóa xuất khẩu hàng không lớn nhất, chiếm 20% thị phần toàn cầu và có khoảng cách tương đối lớn đối với quốc gia đứng thứ hai là Nhật Bản (4% thị phần). Xét về tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn 2007-2016, mặc dù có CAGR chỉ 2%/năm (thấp hơn mức 17%/năm giai đoạn 2000-2007), Trung Quốc vẫn là quốc gia đóng góp lớn nhất trong tăng trưởng hàng hóa xuất khẩu hàng không do có quy mô lớn nhất. Đáng chú ý, Việt Nam là quốc gia nổi lên với tốc độ tăng trưởng hàng hóa hàng không lớn nhất với CAGR 13%/năm, trong khi Nhật Bản không còn trong top 5 như trong giai đoạn 2000-2007.

**BIỂU ĐỒ 25: Top 5 thị trường xuất khẩu hàng hóa hàng không tại Châu Á Thái Bình Dương**



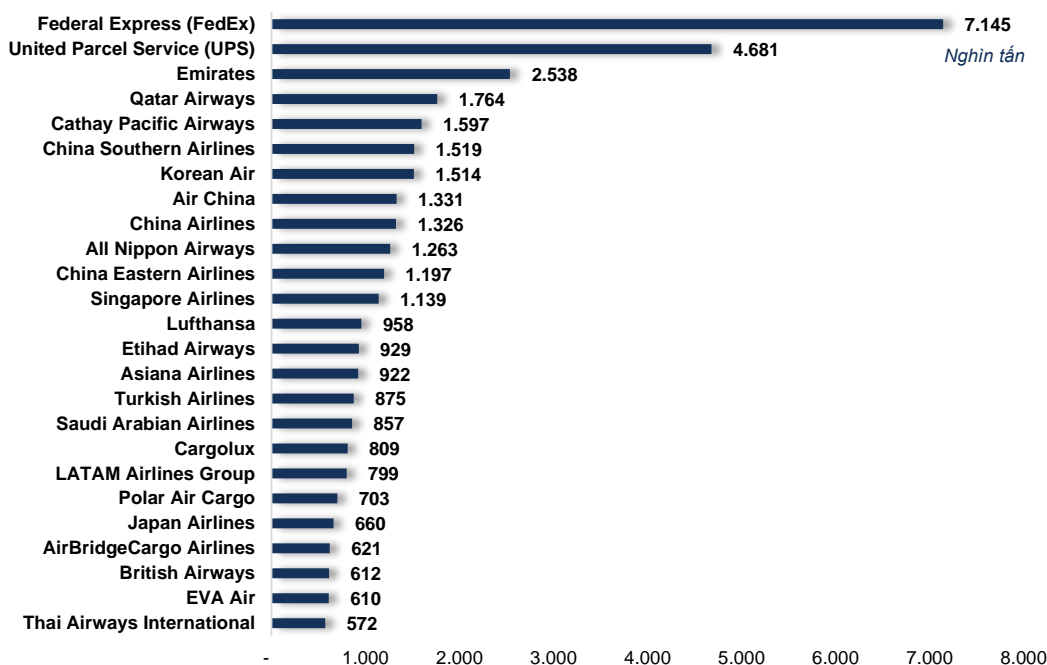
**BIỂU ĐỒ 26: Top 5 thị trường tăng trưởng xuất khẩu hàng hóa hàng không 2007-2016**



Nguồn: Seabury Trade Database 2000-2016, FPTs Research

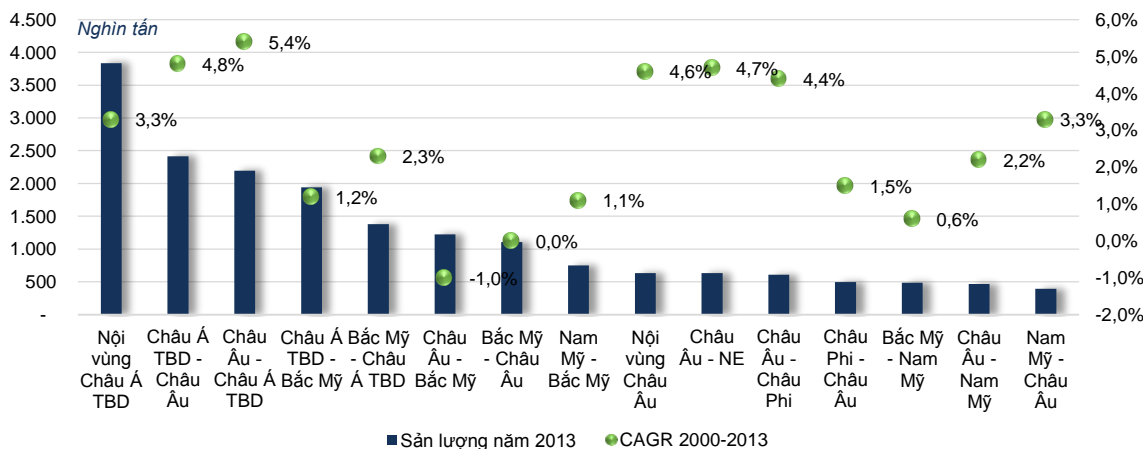
Thị trường vận tải hàng hóa hàng không nhìn chung khá phân mảnh vì những lý do sau: (1) đặc trưng mỗi quốc gia đều có ít nhất 1-2 hãng hàng không, nên mỗi quốc gia thường có những chính sách để hỗ trợ cho hoạt động của các hãng hàng không nội địa của mình ở các tuyến nội địa cũng như các tuyến quốc tế xung quanh và (2) hoạt động của các hãng hàng không chủ yếu tập trung vào mảng vận tải hành khách, mảng vận tải hàng hóa thường chỉ là dịch vụ đi kèm để khai thác tối đa hiệu suất trên mỗi chuyến bay.

Hai doanh nghiệp dẫn đầu thị trường vận tải hàng hóa hàng không là FedEx và UPS. Năm 2016, sản lượng hàng hóa hai doanh nghiệp này vận chuyển lần lượt đạt 7.145 nghìn tấn (+0,8% YoY) và 4.681 nghìn tấn (+4,4% YoY), chiếm 13,2% và 8,6% tổng thị phần thế giới. Có thể thấy, chỉ riêng hai doanh nghiệp dẫn đầu FedEx và UPS đã tạo ra khoảng cách chênh lệch đáng kể so với nhóm các doanh nghiệp còn lại. Nguyên nhân là do đặc trưng hoạt động của hai hãng này là chuyên vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không kết hợp phương thức giao hàng nhanh door-to-door, trong khi các doanh nghiệp còn lại hầu như chưa bước vào phân khúc này. FedEx hiện là hãng vận chuyển hàng hóa hàng không sở hữu đội máy bay hàng hóa (freighter) lớn nhất thế giới và vẫn đang tiếp tục gia tăng mạnh đội bay của mình với số freighter đặt mua dự kiến lên đến 51 chiếc đến năm 2019.

**BIỂU ĐỒ 27: Top 25 hãng vận tải hàng hóa hàng không năm 2016**


Nguồn: IATA 2016, FPTs Research

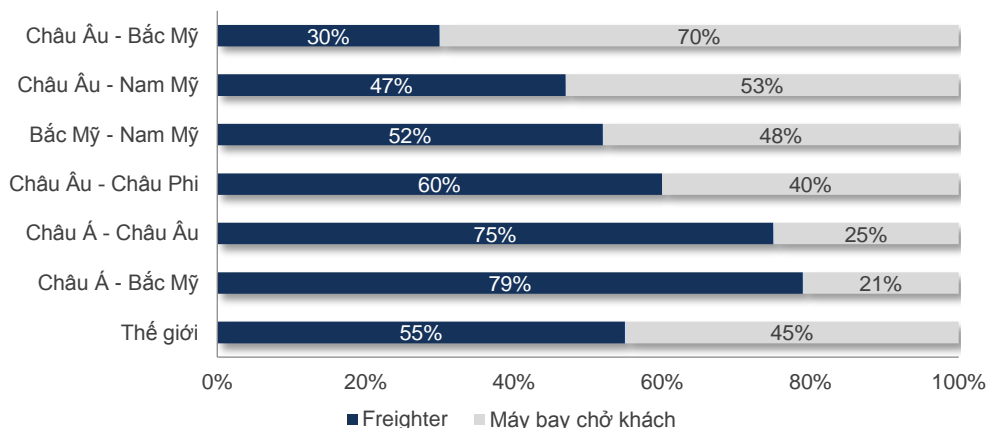
Các tuyến vận tải hàng hóa hàng không lớn nhất thế giới là nội vùng Châu Á Thái Bình Dương và giữa khu vực Châu Á Thái Bình Dương với Châu Âu. Tương tự như vận tải hành khách hàng không, khu vực Châu Á Thái Bình Dương đóng vai trò là trung tâm của ngành vận tải hàng hóa hàng không thế giới do có đặc điểm dân số đông, các nhà máy sản xuất lớn trên thế giới đều đặt khu vực này. Sản lượng vận chuyển nội vùng đạt đến 3.834 nghìn tấn năm 2013, duy trì mức tăng trưởng bình quân 3,3%/năm từ 2000-2013. Các tuyến vận tải đi qua Châu Á Thái Bình Dương đến/từ EU, Bắc Mỹ cũng nằm trong nhóm 5 tuyến vận tải hàng không sôi động của thế giới. Điều này là do các hoạt động giao thương, dòng vốn đầu tư giữa Châu Á – Thái Bình Dương với EU và Bắc Mỹ rất sôi động và tăng mạnh trong hơn 13 năm qua thông qua các cơ chế hợp tác từ các hiệp định thương mại tự do (FTA).

**BIỂU ĐỒ 28: Top 15 tuyến vận tải hàng hóa hàng không thế giới 2000-2013**


Nguồn: Seabury, Roland Berger Strategy Consultants, FPTs Research

Căn cứ theo nhu cầu và tính hiệu quả vận chuyển, tỷ lệ máy bay freighter được sử dụng để vận chuyển hàng hóa ở mỗi tuyến khá khác nhau. Đối với các tuyến có sản lượng vận chuyển lớn, việc sử dụng freighter sẽ hiệu quả hơn nhiều so với sử dụng máy bay hành khách nhờ đáp ứng được hai mục tiêu: (1) sản lượng vận chuyển trên mỗi chuyến bay lớn và (2) chi phí trên 1 đơn vị vận chuyển giảm.

**BIỂU ĐỒ 29: Cơ cấu loại máy bay sử dụng trong các tuyến vận tải hàng hóa hàng không năm 2015**



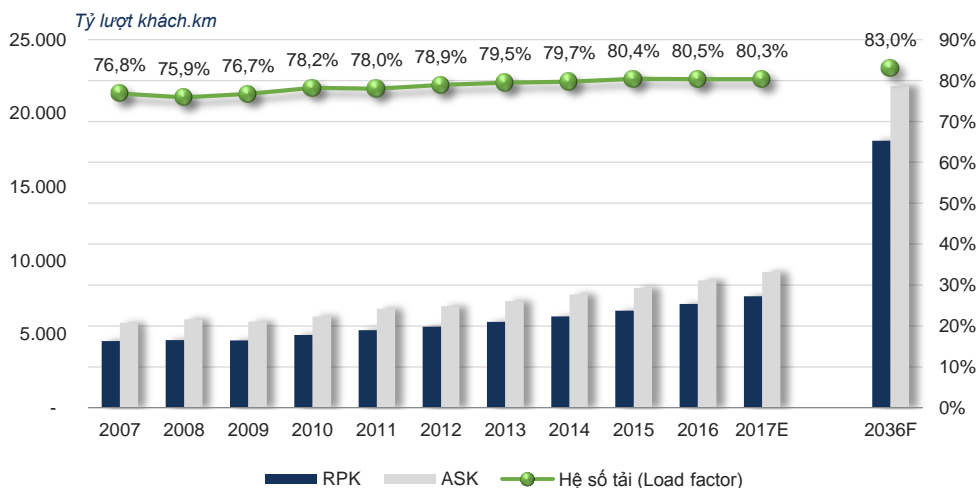
Nguồn: Seabury, Roland Berger Strategy Consultants 2015, FPTs Research

### III. Cung cầu ngành vận tải hàng không thế giới

#### 1. Cung – cầu vận tải hàng khách hàng không

Những năm qua, cung cầu ngành vận tải hàng không toàn thế giới không quá chênh lệch nhau. Nguyên nhân là do các hãng hàng không đều có thể linh động gia tăng hoặc thu hẹp số chuyến bay trong một ngày, phụ thuộc vào số lượng hành khách và hàng hóa cần vận chuyển. Vì thế, sự gia tăng về công suất chuyên chở hành khách (đo bằng chỉ số ASK) dường như đều gia tăng/suy giảm theo tốc độ gia tăng của nguồn cầu (đo bằng chỉ số RPK). Việc mở rộng đội bay cũng tương tự, các hãng hàng không sẽ căn cứ theo nhu cầu vận chuyển để ra quyết định sử dụng thêm máy bay mới. Vì thế, hệ số tải (load factor) những năm qua luôn duy trì ở mức bình quân 80%.

**BIỂU ĐỒ 30: Cung (ASK) – cầu (RPK) và hệ số tải vận tải hàng khách hàng không**

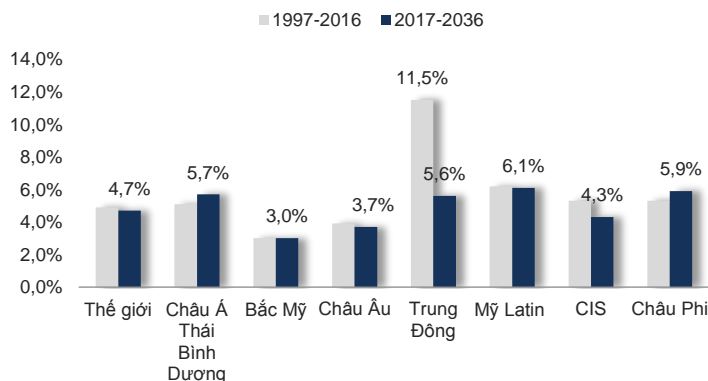


Nguồn: IATA, Boeing, FPTs Research



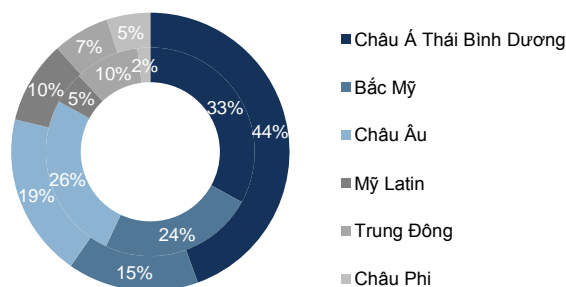
Dự báo đến năm 2036, Boeing cho rằng lượng khách luân chuyển (RPK) thế giới sẽ đạt khoảng 18.000 tỷ người.km, tương đương với tốc độ tăng trưởng bình quân là 4,7%/năm trong giai đoạn 2017-2036 và thấp hơn mức 5,2% của giai đoạn 1997-2016. Hệ số tải đến năm 2036 sẽ tăng lên 83% từ mức 80% của năm 2017 nhờ tăng trưởng nhu cầu (RPK) lớn hơn số ghế cung ứng (ASK).

**BIỂU ĐỒ 31: Tăng trưởng nhu cầu hành khách theo khu vực**



Nguồn: IATA, Boeing, FPTs Research

**BIỂU ĐỒ 32: Năm 2036, Châu Á Thái Bình Dương dự báo chiếm 44% thị phần ngành từ mức 33% năm 2016**

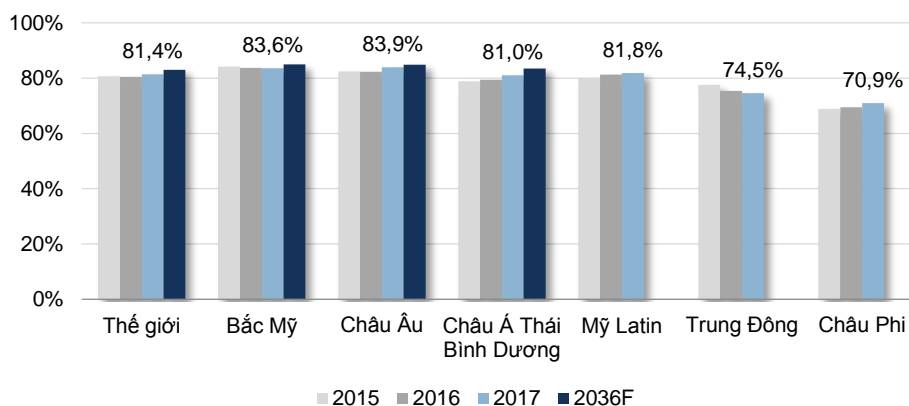


Nguồn: IATA, Boeing, FPTs Research

Dự báo tăng trưởng lượng khách luân chuyển (RPK) theo khu vực, Boeing cho rằng giai đoạn 2017-2036, khu vực Bắc Mỹ và Châu Âu sẽ có tốc độ tăng trưởng chậm lại, lần lượt đạt 3,0%/năm và 3,7%/năm, thấp hơn so với mức tăng trưởng 1997-2016 vì hai thị trường sẽ dần đi đến giai đoạn bão hòa. Ngược lại, khu vực Châu Á Thái Bình Dương được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh, chiếm lấy thị phần của những khu vực khác trong ngành, tốc độ tăng trưởng bình quân được dự báo đạt 5,7%/năm, cao hơn mức 5,1% giai đoạn 1997-2016. Năm 2036, khu vực Châu Á Thái Bình Dương được dự báo tiếp tục dẫn đầu thị phần ngành hàng không của thế giới (tính theo RPK), thị phần năm 2036 tăng lên mức 44% từ mức 33% năm 2016. Ngược lại, khu vực Bắc Mỹ sẽ có thị phần giảm xuống còn 15% từ mức 24% năm 2016.

Hệ số tải của ngành đến năm 2036 dự báo đạt 83%, tăng từ mức 80% năm 2016, trong đó khu vực Châu Á Thái Bình Dương dự báo đạt 83%, tăng từ mức 79,4% năm 2016 nhờ nhu cầu hành khách tiếp tục tăng mạnh; khu vực Bắc Mỹ và Châu Âu lần lượt đạt 85% và 84%, tăng từ mức 83% và 80% năm 2016 do tốc độ mở rộng đội bay chậm hơn giai đoạn trong quá khứ.

**BIỂU ĐỒ 33: Dự báo hệ số tải thế giới và một số khu vực năm 2036**

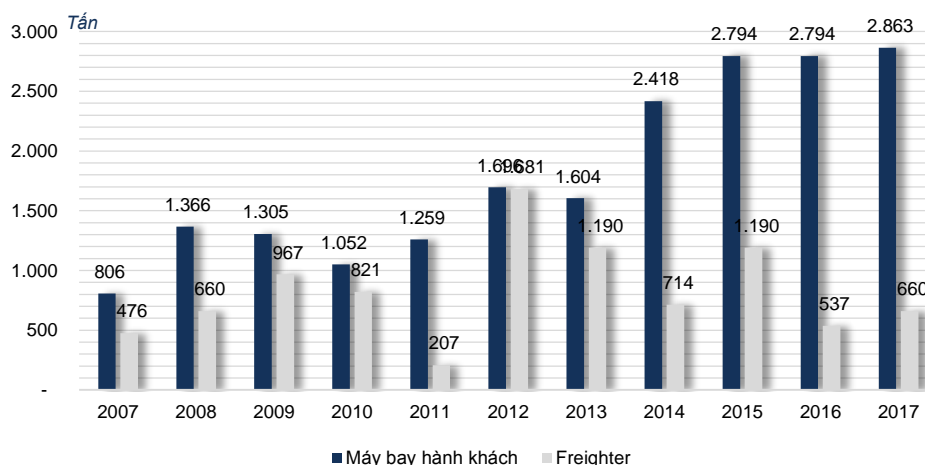


Nguồn: IATA, FPTs Research

## 2. Cung – cầu vận tải hàng hóa hàng không

Như chúng tôi đã đề cập trong phần đầu ra của ngành, thị trường vận tải hàng hóa hàng không thế giới nhìn chung khá phân mảnh do mảng vận tải hàng hóa thường chỉ là dịch vụ đi kèm để khai thác tối đa hiệu suất trên mỗi chuyến bay vận chuyển hành khách. Vì thế, các năm qua công suất vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không luôn dư thừa do chịu tác động bởi cả hai yếu tố: (1) sự mở rộng công suất của nhóm vận tải hành khách và (2) gia tăng số lượng các freighter. Trong đó, yếu tố (1) là yếu tố chính khiến công suất vận tải hàng hóa hàng không thế giới dư thừa lớn so với nhu cầu vận chuyển. Những năm qua, các hãng vận chuyển hành khách mở rộng số ghế cung ứng trên mỗi chuyến bay bằng cách sử dụng các loại máy bay bụng thân rộng (widebody belly). Loại máy bay này chở được số lượng hàng hóa nhiều hơn trên mỗi chuyến, khiến công suất vận chuyển hàng hóa hàng không gia tăng, dẫn đến tăng trưởng AFTK các năm qua hầu như luôn cao hơn tốc độ tăng trưởng của FTK.

BIỂU ĐỒ 34: Tải trọng vận chuyển tăng thêm chủ yếu đến từ máy bay hành khách 2007-2017



Nguồn: IATA Economics, Ascend, FPTS Research

BẢNG 7: Tăng trưởng FTK các năm qua đều thấp hơn so với tăng trưởng AFTK

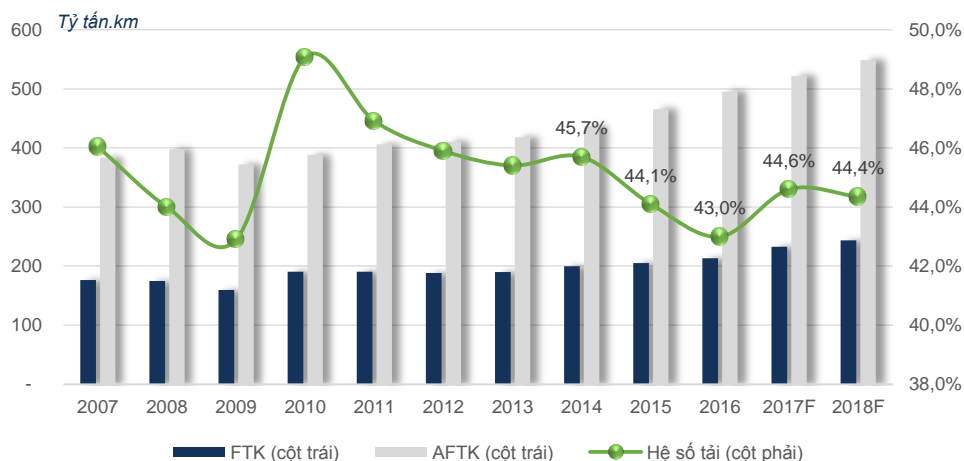
% YoY	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
<b>FTK</b>	-3%	-9%	22%	1%	-2%	1%	5%	2%	4%	9%
<b>AFTK</b>	1%	-7%	10%	6%	1%	3%	4%	6%	5%	4%

Nguồn: IATA Economics, FPTS Research

Tuy nhiên, do logistics thế giới ngày càng phát triển và đặc trưng mỗi loại hàng hóa là khác nhau (như kích thước và đặc tính vật lý), các loại hàng được vận chuyển hàng không lại là các mặt hàng có giá trị cao, đòi hỏi các loại máy bay phải được thiết kế chuyên dụng cho vận chuyển hàng hóa. Do đó, freighter đang có xu hướng được các nhà vận chuyển hàng hóa và chủ hàng ưa chuộng sử dụng hơn so với việc vận chuyển hàng hóa kèm theo bằng máy bay hành khách. Năm 2016, sản lượng hàng hóa được vận chuyển bằng freighter chiếm khoảng 55% trong tổng sản lượng, còn lại 45% do các máy bay hành khách vận chuyển. Theo dự báo của hãng hàng không Airbus, đến năm 2035 tỷ lệ hàng hóa được vận chuyển bằng freighter sẽ tăng lên mức 62% nhờ các freighter đáp ứng được ba yêu cầu sau: (1) đảm bảo chất lượng hàng hóa vận chuyển cao hơn, (2) sản lượng vận chuyển trên mỗi chuyến bay lớn và (3) chi phí trên 1 đơn vị vận chuyển thấp hơn.

Do dư thừa nguồn cung lớn nên hệ số tải của nhóm vận tải hàng hóa hàng không chỉ dao động trong ngưỡng thấp 44-46% qua các năm. Năm 2015-2016, do thương mại thế giới suy giảm trong khi nguồn cung vẫn đang tăng, hệ số tải đã giảm xuống còn 43% từ mức bình quân 44-46% các năm quá khứ. Dự báo cho năm 2017 và 2018, IATA cho rằng hệ số tải sẽ tăng trở lại ở mức 44-45%, nhờ nhu cầu vận chuyển đang có tín hiệu hồi phục và công suất đang tăng chậm lại từ các nhà vận chuyển.

BIỂU ĐỒ 35: FTK, AFTK và hệ số tải của ngành vận tải hàng hóa hàng không thế giới 2007-2018F

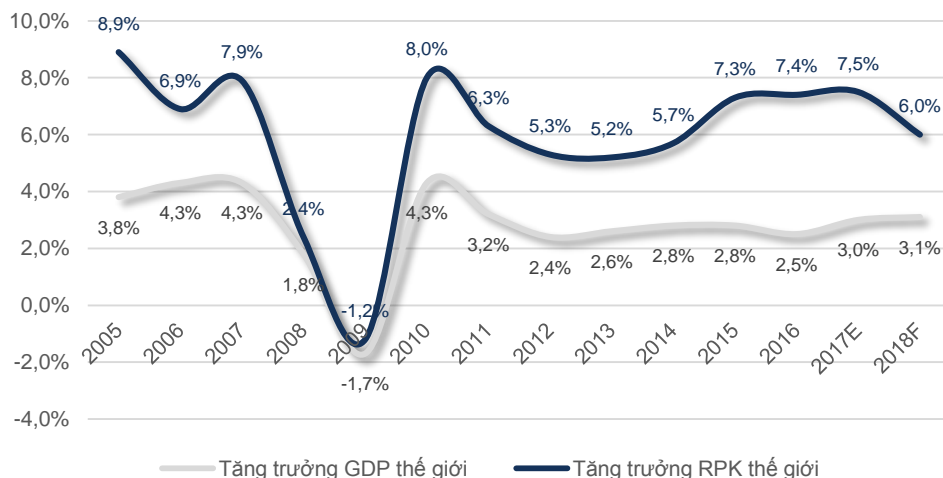


Nguồn: IATA, FPTS Research

## IV. Triển vọng và xu hướng phát triển ngành vận tải hàng không thế giới

Tăng trưởng RPK có xu hướng biến động cùng chiều với tăng trưởng của nền kinh tế thế giới trong những năm qua. Mức tăng trưởng thu nhập đầu người cao hơn sẽ thúc đẩy nhu cầu di chuyển hàng không cao hơn. Nhìn chung, trong lịch sử mức tăng trưởng RPK của ngành hàng không hàng năm thường cao hơn 2-3 lần mức tăng trưởng GDP thế giới. Trong báo cáo tháng 01/2018, World Bank dự báo tăng trưởng nền kinh tế thế giới sẽ đạt 3,1% trong năm 2018, và tăng trưởng RPK được IATA dự báo tăng 6,0% trong năm 2017, tương đương gấp 2,0 lần tăng trưởng GDP.

BIỂU ĐỒ 36: Tương quan tăng trưởng GDP và RPK thế giới 2005-2017E

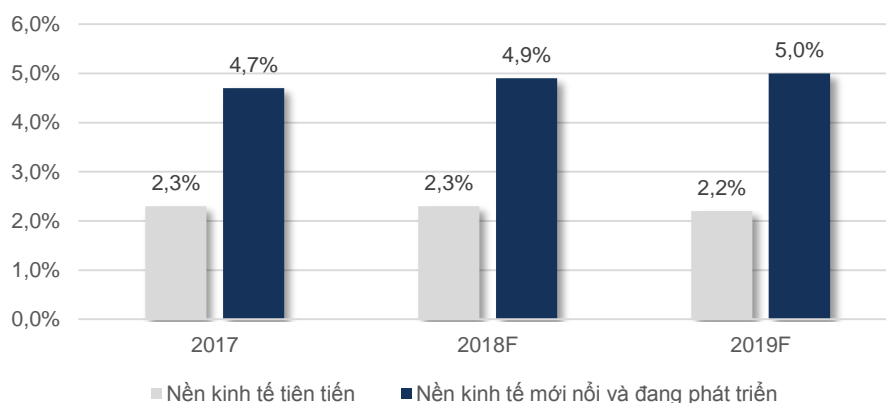


Nguồn: World Bank, IATA, FPTS Research

Trong những năm tới, vận tải hàng khách hàng không được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ được hỗ trợ bởi hai yếu tố sau:

- (1) Tăng trưởng nền kinh tế thế giới tiếp tục ổn định. Theo dự báo của IMF (Tháng 01/2018), tăng trưởng nền kinh tế thế giới sẽ vẫn tích cực trong năm 2018 và 2019 dù chứng lại tại một số nền kinh tế mới nổi và lo ngại về sức khỏe của các nền kinh tế khu vực Châu Âu, đặc biệt là sau Brexit. Các nền kinh tế tiên tiến (Advanced Economies) được dự báo tăng trưởng GDP năm 2018 và 2019 lần lượt đạt 2,3% và 2,2%, tương đương với mức 2,3% năm 2017. Trong khi đó, thị trường mới nổi và các nước đang phát triển (Emerging Market and Developing Economies) sẽ có tăng trưởng GDP năm 2018 và 2019 lần lượt đạt 4,9% và 5,0%, cao hơn mức 4,7% năm 2017.

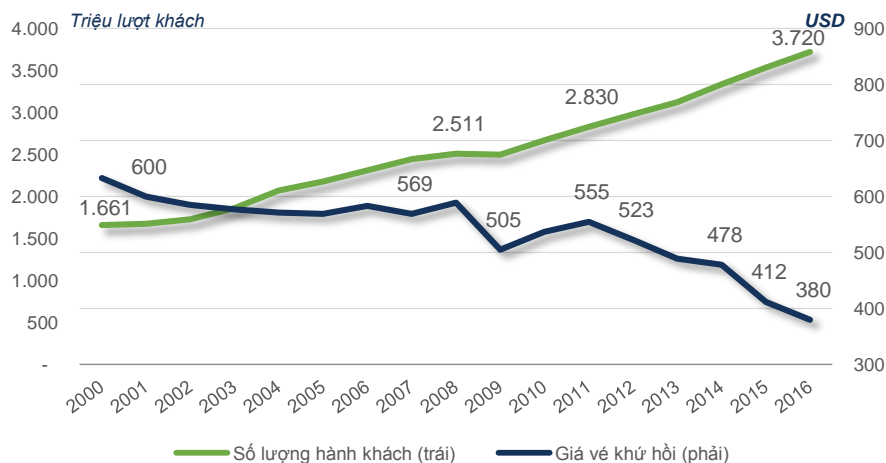
BIỂU ĐỒ 37: Dự báo tăng trưởng kinh tế của IMF



Nguồn: IMF 10/2017, FPTs Research

- (2) Giá vé vận chuyển giảm nhờ giá dầu thô tiếp tục ở vùng thấp so với quá khứ. Trong bối cảnh giá xăng nhiên liệu vẫn đang suy giảm so với giai đoạn 2011-2013 nhờ giá dầu thô thế giới vẫn đang ở mức thấp, IATA kỳ vọng một phần lợi ích lớn đến từ sự suy yếu của giá dầu thô sẽ tiếp tục được các hãng hàng không chuyển sang khách hàng thông qua việc giảm giá vé. Giá vé khứ hồi (đã loại bỏ yếu tố giá) năm 2016 của thế giới đã giảm 20,5% so với năm 2014.

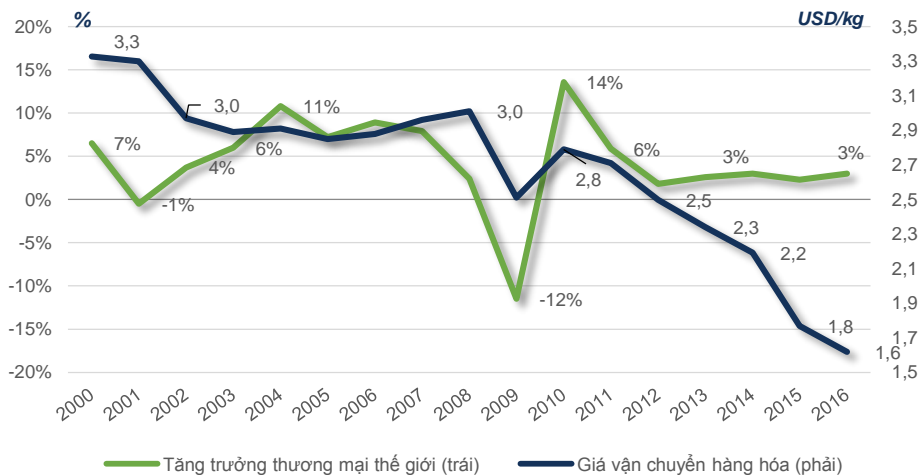
BIỂU ĐỒ 38: Số lượng hành khách và giá vé khứ hồi thực (đã loại bỏ yếu tố giá) 2000-2016



Nguồn: ICAO, PaxIS, IATA Statistics và Economics, FPTs Research

Vận tải hàng hóa hàng không các năm qua bị ảnh hưởng bởi tăng trưởng thương mại thấp và giá vận chuyển diễn biến kém tích cực. Từ sau giai đoạn khủng hoảng 2008-2009, thương mại thế giới nhìn chung vẫn chưa hồi phục, tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2011-2016 chỉ dao động quanh ngưỡng 2-3%, thấp hơn nhiều so với mức 6-7% trước năm 2009. Giá vận chuyển hàng hóa hàng không cũng đã giảm mạnh 40% từ năm 2011-2016.

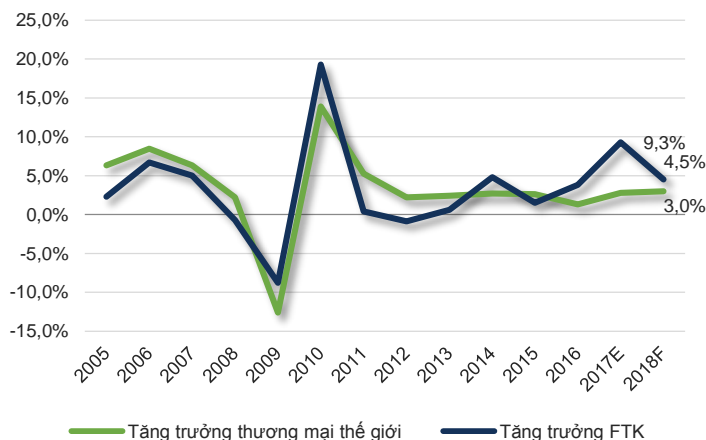
**BIỂU ĐỒ 39: Tăng trưởng thương mại thấp và giá vận chuyển kém tích cực**



Nguồn: Netherlands CPB, EIU, CargoIS, FPTs Research

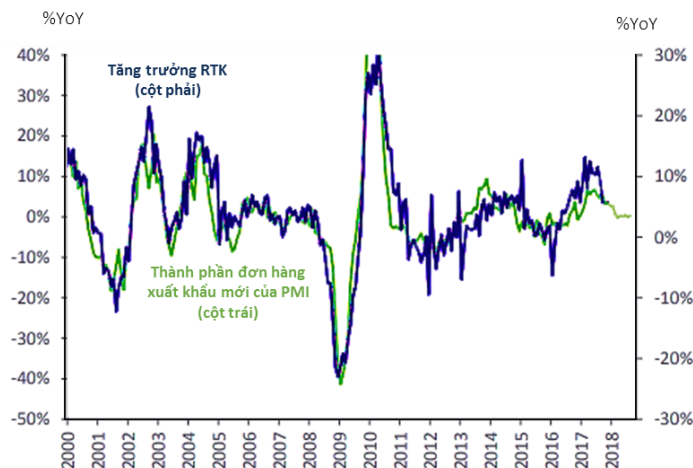
Tuy nhiên, sau thời gian tăng trưởng chậm do ảnh hưởng từ suy giảm thương mại thế giới, năm 2017 RTK được ước tính tăng 9,3% so với năm 2016, cao hơn mức 3-4% giai đoạn 2014-2016. Nguyên nhân là do chỉ số quản lý mua hàng (PMI) của thế giới tăng mạnh, đặc biệt là thành phần đơn hàng xuất khẩu mới. Dự báo cho năm 2018, IATA cho rằng RTK sẽ tăng trưởng ở mức 4,5%, với giả định thương mại thế giới sẽ dần hồi phục. Nhờ khối lượng vận chuyển hồi phục, giá cước vận tải hàng hóa hàng không được kỳ vọng sẽ tăng trong thời gian tới sau khoảng thời gian giảm mạnh do ảnh hưởng từ suy thoái thương mại.

**BIỂU ĐỒ 40: Tương quan tăng trưởng thương mại và RTK thế giới**



Nguồn: World Bank, IATA, FPTs Research

**BIỂU ĐỒ 41: Thành phần đơn hàng xuất khẩu của PMI tăng giúp RTK tăng mạnh trong 2017**

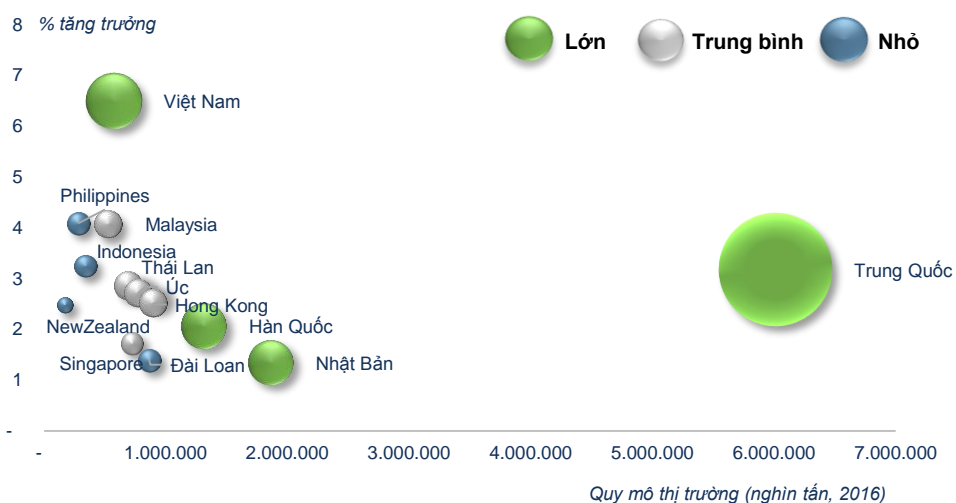


Nguồn: IATA Economics, IATA Monthly Statistics, Markit, FPTs Research



Khu vực Châu Á Thái Bình Dương hiện chiếm 38% thị phần vận tải hàng hóa hàng không thế giới và được dự báo tiếp tục là khu vực dẫn dắt tăng trưởng của ngành trong tương lai. Trong đó, Trung Quốc sẽ là quốc gia đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng của khu vực trong giai đoạn 2016-2020, dù tốc độ tăng trưởng có phần chậm lại, chỉ đạt 3,2%/năm, thấp hơn mức 4,5%/năm trong quá khứ. Bên cạnh Trung Quốc, các quốc gia Việt Nam, Nhật Bản và Hàn Quốc được dự báo là ba quốc gia dẫn dắt tăng trưởng ngành vận tải hàng hóa hàng không của khu vực Châu Á Thái Bình Dương, với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) trong giai đoạn 2016-2020 lần lượt là 6,5%/năm, 1,3%/năm và 2,1%/năm.

**BIỂU ĐỒ 42: Tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng hóa vận chuyển hàng không các quốc gia Châu Á Thái Bình Dương 2016-2020**



Nguồn: Seabury Global Air Trade Database 2016, FPTs Research

\*\*\*Kích cỡ bong bóng thể hiện khối lượng tăng trưởng trong 2016-2020 với Kích cỡ lớn > 100.000 tấn, Kích cỡ nhỏ < 50.000 tấn

## B. TỔNG QUAN NGÀNH CẢNG HÀNG KHÔNG THẾ GIỚI

### I. Vòng đời ngành cảng hàng không thế giới

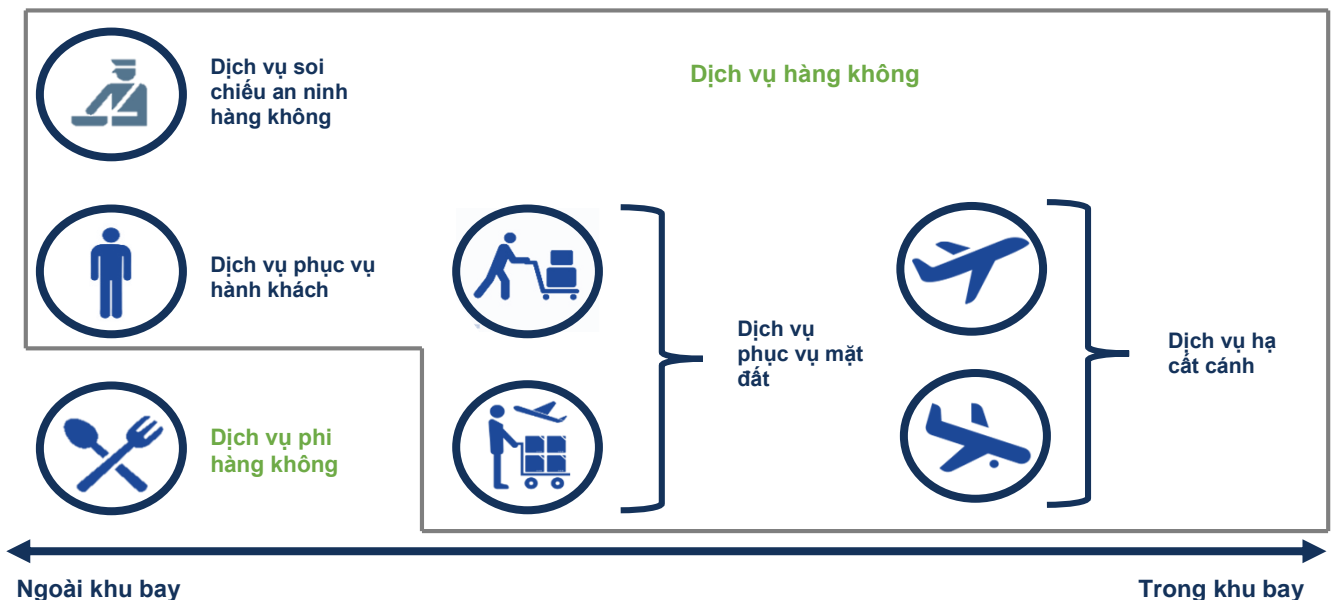
Cảng hàng không là lĩnh vực đóng vai trò quan trọng và thiết yếu của chuỗi giá trị ngành hàng không. Cảng hàng không được chia thành Cảng hàng không trung chuyển (Hub Airport) và Cảng hàng không đi và đến truyền thống (Origin & Destination Airport). Cảng hàng không thuộc phân khúc thượng nguồn (upstream) trong chuỗi giá trị của ngành Hàng không, là nơi kết nối hệ thống hàng không của mỗi quốc gia với các phương thức vận chuyển khác. Có thể nói, cảng hàng không chịu trách nhiệm cung cấp cơ sở hạ tầng cho hầu hết các hoạt động của các phân khúc kinh doanh khác trong chuỗi giá trị ngành.

Tài sản của cảng hàng không gồm những tài sản trong khu bay như đường hạ cất cánh, đài không lưu, đường lăn, sân đỗ, các công trình phụ trợ khác... và những tài sản ngoài khu bay như nhà ga, văn phòng, bãi đỗ xe, nhà ga hàng hóa... Tại đa số ở các quốc gia trên thế giới, để đảm bảo an ninh hàng không, tài sản trong khu bay thường do Nhà nước quản lý. Trong công tác quản lý cảng hàng không, việc quan trọng là sắp xếp vị trí đậu máy bay, tối ưu sử dụng các nhà ga và tạo sự thoải mái cho khách hàng. Khách hàng trực tiếp của các cảng hàng không là các hãng vận tải hàng không, các phí dịch vụ tại cảng hàng không đều được thu trực tiếp hoặc gián tiếp từ các hãng vận tải hàng không. Đó là lý do giải thích cho việc các cảng hàng không hiện nay chủ yếu hướng đến phục vụ cho nhu cầu hành khách thay vì hàng hóa như cảng biển. Như đã phân tích trong phần vận tải hàng không, hiện nay hơn 70% doanh thu của các hãng vận tải hàng không là vận chuyển hành khách, vận chuyển hàng hóa chiếm tỷ trọng rất nhỏ chỉ khoảng 7%.

Động lực tăng trưởng của dịch vụ cảng hàng không gắn liền với sự tăng trưởng của ngành vận tải hàng không. Trong phần vòng đời ngành vận tải hàng không, chúng tôi đã chứng minh ngành đang bước vào pha tăng trưởng mới, vì thế ngành cảng hàng không hiện tại cũng đang trong quá trình phát triển, với động lực tăng trưởng doanh thu đến từ tăng trưởng lượng hành khách và hàng hóa hàng năm của ngành vận tải hàng không, được dự báo lần lượt đạt 7,5% và 9,3% năm 2017 và 6,0% và 4,5% năm 2018; cao hơn mức 7,4% và 3,8% năm 2016.

### II. Chuỗi dịch vụ cảng hàng không

HÌNH 4: Chuỗi dịch vụ cảng hàng không thế giới



Các hoạt động kinh doanh của cảng hàng không có quan hệ mật thiết với nhau do cùng hoạt động dựa trên một khối tài sản chung tại cảng, bao gồm hai nhóm dịch vụ chính là (1) Dịch vụ hàng không và (2) Dịch vụ phi hàng không. Trong đó, các dịch vụ phi hàng không gồm cho thuê mặt bằng, thu phí bến bãi, giữ xe; quảng cáo; cho thuê văn phòng và các hoạt động bán hàng hóa gồm hàng miễn thuế, bách hóa, lưu niệm, ăn uống, điện nước... tùy thuộc vào lợi thế kinh doanh của từng cảng. Đối với các dịch vụ cốt lõi của cảng hàng không là Dịch vụ hàng không, tăng trưởng phụ thuộc vào lượng hành khách cũng như cơ cấu hành khách, hàng hóa đi qua cảng. Các mức phí dịch vụ hàng không thường được quy định theo khung giá, mức giá của từng quốc gia.

**BẢNG 8: Giới thiệu về các dịch vụ hàng không**

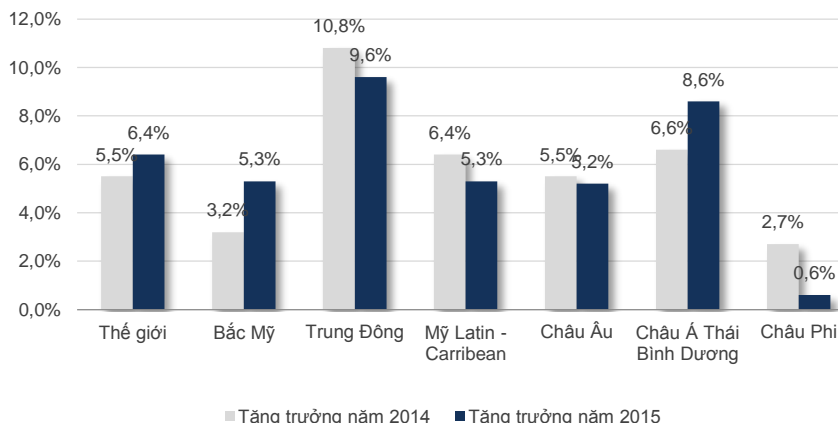
Dịch vụ hàng không	Mô tả	Phương thức thu phí
Phục vụ hành khách	Cung cấp cơ sở nhà ga, phòng chờ, cầu dẫn khách và các tiện ích khác cho hành khách	Thu gián tiếp qua các hãng hàng không trên mỗi lượt khách đi qua cảng. Tại một số quốc gia, mức phí phục vụ hành khách nội địa thấp hơn khách quốc tế
Dịch vụ hạ cất cánh	Cung cấp đường băng, đường lăn, hệ thống chiếu sáng và các hệ thống hỗ trợ khác	Thu trực tiếp trên mỗi lần hạ cất cánh của các hãng hàng không
Dịch vụ phục vụ mặt đất	Thủ tục hành khách, bốc xếp, vận chuyển hành lý/ hàng hóa, điều phối chuyến bay, cân bằng trọng tải chuyến bay, hướng dẫn xếp chuyến bay, dịch vụ chuyên chở hành khách, tổ bay từ máy bay đến nhà ga, cung cấp xe cấp điện, cấp khí...	Thu trực tiếp các hãng hàng không dựa vào yêu cầu dịch vụ của các hãng hàng không theo từng loại tàu bay
Dịch vụ soi chiếu an ninh	Cung cấp dịch vụ soi chiếu hành khách, hành lý, hàng hóa qua việc sử dụng các thiết bị chuyên dụng (máy chiếu tia X, máy phát kim loại và các trang thiết bị an ninh khác) nhằm đảm bảo an toàn cho hành khách cũng như hàng hóa đi máy bay	Thu gián tiếp thông qua các hãng hàng không trên mỗi lượt hành khách và mỗi tấn hàng hóa đi qua cảng.

Nguồn: FPTS Research

### III. Tình hình hoạt động của ngành cảng hàng không thế giới

Năm 2015, tăng trưởng lượng hành khách qua hệ thống cảng hàng không khu vực Châu Á Thái Bình Dương có mức tăng trưởng khả quan nhất, đạt 8,6%, cao hơn mức 6,6% của năm 2014. Các khu vực khác đều có mức tăng trưởng không cao hoặc thấp hơn mức tăng trưởng năm 2014. Nhắc lại, Châu Á Thái Bình Dương là khu vực có ngành vận tải hàng không lớn nhất thế giới với thị phần 33%. Vì thế, ngành cảng hàng không tại đây những năm qua luôn có quy mô doanh thu và tăng trưởng lượng hành khách thông qua cao hơn so với các khu vực khác thế giới.

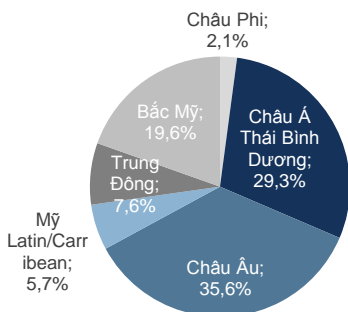
BIỂU ĐỒ 43: Tăng trưởng hành khách qua các cảng hàng không theo khu vực



Nguồn: Airports Council International (ACI) 2015, FPTs Research

Năm 2016, tổng lượng hành khách đi qua 20 cảng hàng không lớn nhất thế giới đạt hơn 1,4 tỷ người (+4,7% YoY), chiếm 18% tổng lượng khách thế giới. Trong đó, Atlanta là cảng hàng không có lượng hành khách thông qua cao nhất thế giới năm 2016 (đạt 52 triệu lượt khách, +2,6% YoY), đây cũng là trụ sở hoạt động của hãng hàng không Delta Airlines và đóng vai trò là cảng “Airlines Hub” của Mỹ.

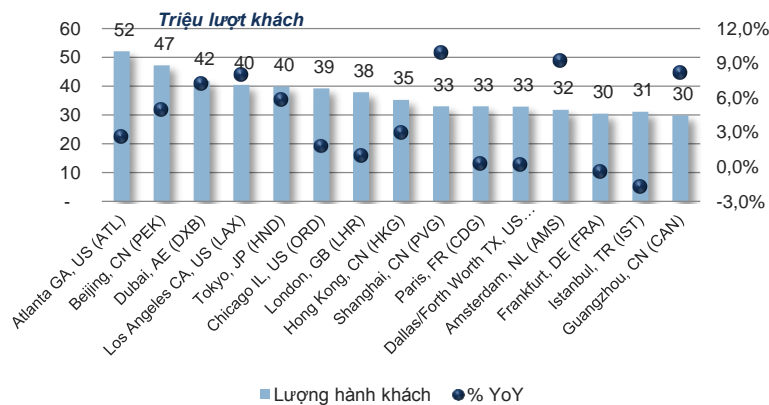
BIỂU ĐỒ 44: Doanh thu ngành cảng hàng không theo khu vực (\*)



\* Số liệu năm 2014

Nguồn: Airports Council International, FPTs Research

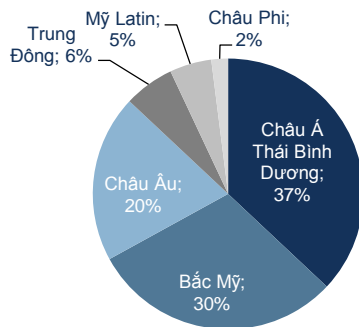
BIỂU ĐỒ 45: Top 15 Cảng hàng không có lượng hành khách thông qua lớn nhất thế giới 2016



Nguồn: Airports Council International, FPTs Research, FPTs Research

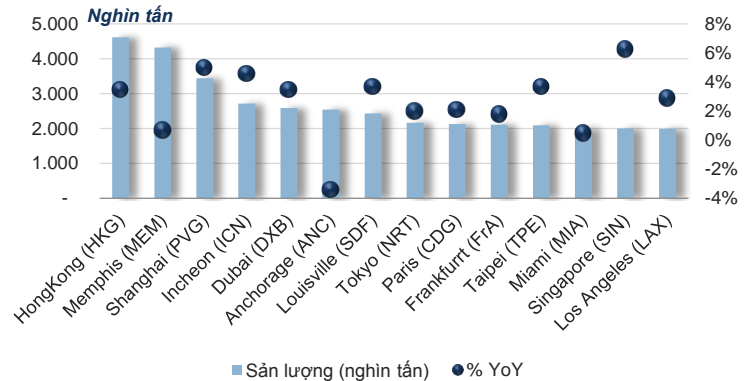
Hoạt động khai thác hàng hóa tại các cảng hàng không thế giới có mối liên hệ chặt chẽ với luồng dịch chuyển hàng hóa xuất nhập khẩu của thế giới. Chiếm hơn 35% tổng giá trị thương mại toàn cầu, khu vực Châu Á Thái Bình Dương hiện là khu vực có các cảng hàng không khai thác hàng hóa sôi động nhất thế giới, tiếp đến là Châu Âu và Bắc Mỹ.

**BIỂU ĐỒ 46: Sản lượng hàng hóa thông qua các cảng hàng không theo khu vực 2016**



Nguồn: IATA, Airports Council International, FPTs Research

**BIỂU ĐỒ 47: Top 15 cảng hàng không có sản lượng hàng hóa thông qua cao nhất 2016**



Nguồn: IATA, Airports Council International, FPTs Research

Năm 2016, tổng sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng hàng không thế giới đạt 106 triệu tấn, tăng 3,3% so với năm 2015. Trong đó, cảng HongKong là cảng hàng không có sản lượng hàng hóa thông qua cao nhất, đạt 4,6 triệu tấn và tăng 3,5% so với năm 2015. Memphis là cảng hàng không có sản lượng hàng hóa thông qua đứng thứ hai trên thế giới, đây cũng là trụ sở hoạt động của công ty logistics FedEx. Thị trường khai thác hàng hóa của các cảng hàng không khá tập trung với tỷ trọng hàng hóa thông qua 20 cảng hàng không lớn nhất thế giới chiếm gần 45%.

#### IV. Cơ cấu doanh thu và chi phí của ngành cảng hàng không

Nhắc lại, doanh thu của các cảng hàng không được chia thành hai nhóm: doanh thu hàng không và doanh thu phi hàng không. Doanh thu hàng không phát sinh từ các hoạt động điều phối máy bay, sắp xếp hành khách và hàng hóa, phụ thuộc vào lưu lượng cũng như cơ cấu hành khách, hàng hóa đi qua cảng và khung phí dịch vụ (thường tuân theo quy định của từng quốc gia). Doanh thu phi hàng không là nguồn thu từ các hoạt động khác như cho thuê không gian bên trong khu vực cảng cho các đại lý bán vé, bán lẻ, quảng cáo, nhà hàng...

**BẢNG 9: Các loại hình doanh thu của cảng hàng không**

Hàng không	Phi hàng không
Phí hạ, cất cánh (Landing fees)	Bán lẻ
Phục vụ hành khách	Phục vụ đồ ăn và nước uống (Food & Beverage)
Xếp dỡ hàng hóa	Cho thuê xe ô tô
Phí đỗ máy bay	Quảng cáo
Khác (như kiểm soát không lưu, chiếu sáng...)	Cho thuê bãi đậu xe
	Khác (bán hàng miễn thuế, bách hóa...)

Nguồn: Airports Council International, FPTs Research

Theo số liệu thống kê của Airports Council International (ACI), doanh thu hàng không chiếm tỷ trọng cao hơn trong tổng doanh thu của các cảng hàng không thế giới, với tỷ trọng 53%; còn lại là doanh thu phi hàng không với 47%. Trong doanh thu hàng không, hoạt động thu phí hạ cánh chiếm tỷ trọng cao nhất, gần 50% trong tổng doanh thu; đứng thứ hai là phí phục vụ hành khách với 33% trong tổng doanh thu. Về doanh thu phi hàng không, hoạt động bán lẻ và phục vụ đồ ăn, nước uống (F&B) là hai mảng chiếm tỷ trọng cao nhất, lần lượt đạt 13% và 4%.

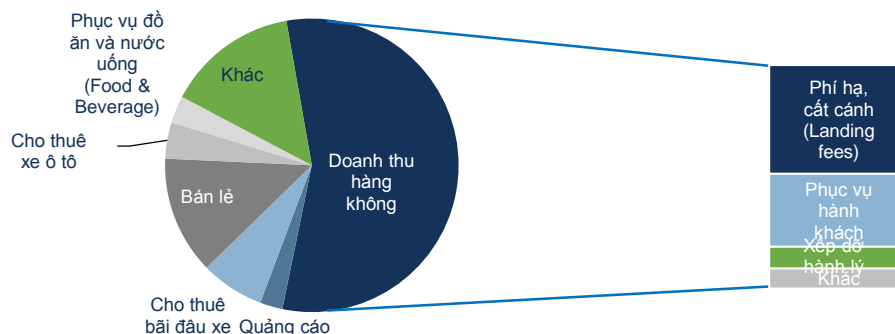


Hầu hết các sân bay trên thế giới đều tính phí hạ, cất cánh từ các hãng hàng không dựa trên cơ sở trọng lượng máy bay, hay còn gọi là trọng tải cất cánh tối đa – Maximum Take Off Weight (MTOW) và điểm đến của chuyến bay (quốc tế hay nội địa). Trong đó, cách tính thông dụng và đơn giản nhất là thu phí cố định trên mỗi đơn vị trọng lượng (ví dụ như ở Mỹ là USD x tấn). Phương thức tính này được sử dụng ở các sân bay lớn trên thế giới như tại Mỹ, Đức...

Phí phục vụ hành khách (Passenger Service Charges, hay còn gọi là phí PSC) là nguồn thu chính thứ hai của các cảng hàng không (chỉ đứng sau doanh thu hạ, cất cánh). Loại phí này được tính trên mỗi lượt khách đi qua cảng. Tại hầu hết các sân bay trên thế giới, phí phục vụ hành khách nội địa thường thấp hơn hành khách quốc tế, do chi phí bỏ ra để phục vụ hành khách nội địa của các cảng thấp hơn so với khách quốc tế. Tương tự, phí phục vụ mặt đất và phục vụ hàng hóa được cảng hàng không thu gián tiếp từ các hãng hàng không thông qua lượt khách và lượt hành lý đi qua cảng. Thông thường, loại phí này không cố định mà được thương lượng linh hoạt giữa cảng và các hãng hàng không, tùy theo quy mô của các hãng hàng không và chất lượng dịch vụ của từng cảng.

Ngoài các loại phí trên, các cảng hàng không còn thu từ các hãng vận tải hàng không các loại phí khác như phí đậu máy bay. Loại phí này được tính dựa trên trọng lượng của máy bay (như Singapore) hoặc dựa trên kích thước của máy bay (như sân bay Frankfurt). Đa số các cảng hàng không cung cấp cho các hãng hàng không đậu máy bay miễn phí trong một khoảng thời gian nhất định, thông thường từ 1-4 giờ, nếu vượt quá thời gian này sẽ phải chịu tính phí. Ngoài ra, tại một số sân bay nhỏ như Anh hoặc Ai-len, có tiềm lực tài chính yếu, còn thu thêm phí “cơ sở vật chất” từ hành khách thông qua giá vé máy bay...

**BIỂU ĐỒ 48: Cơ cấu doanh thu ngành cảng hàng không thế giới năm 2014**

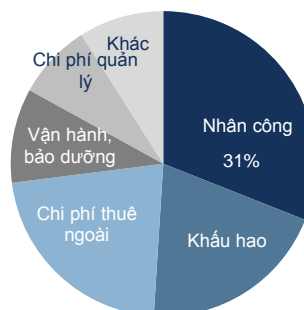


Nguồn: Airports Council International, FPTS Research

Chi phí hoạt động của cảng hàng không bao gồm chi phí nhân viên, bảo vệ, chi phí vận hành, bảo dưỡng, chi phí thuê ngoài, khấu hao và quản lý. Trong đó, chi phí nhân công chiếm tỷ trọng cao nhất với 31%; tiếp đến là chi phí khấu hao và chi phí thuê ngoài với tỷ lệ lần lượt khoảng 20% và 22%. Qua các năm, chi phí nhân công của cảng có xu hướng giảm dần do các cảng hàng không có xu hướng thuê ngoài nhiều hơn đối với các hoạt động xếp dỡ trong sân đỗ. Bên cạnh đó, sự phát triển công nghệ thông tin cũng như quy trình quản lý cũng làm giảm nhu cầu nhân viên giám sát hoạt động trong cảng.

Ngành cảng hàng không là ngành yêu cầu đầu tư vào tài sản cố định lớn. Vì thế, rủi ro lớn nhất của cảng là sự kém linh động trong việc quản lý chi phí do phần lớn là chi phí cố định. Việc đầu tư lớn vào hệ thống đường bay, sân đỗ, nhà ga, nhà kho, thiết bị yêu cầu cảng hàng không phải có chiến lược hoạch định kinh doanh dài hơn so với các hãng vận tải hàng không.

**BIỂU ĐỒ 49: Cơ cấu chi phí của các doanh nghiệp cảng hàng không thế giới năm 2014**



*Nguồn: Airports Council International, FPTs Research*

Lưu ý rằng, cơ cấu chi phí hoạt động này có sự khác biệt lớn giữa các cảng hàng không trong từng khu vực, phụ thuộc vào mô hình tổ chức hoạt động của từng cảng. Một số cảng hàng không tại Mỹ chủ yếu chỉ cho thuê không gian trong cảng, không trực tiếp thực hiện các hoạt động điều phối đường bay hay hoạt động xếp dỡ hàng hóa trong sân đỗ, vì thế tỷ trọng chi phí nhân viên khá thấp. Bên cạnh đó, thay vì trực tiếp kinh doanh, các cảng hàng không này hướng đến thuê ngoài nhiều hơn, vì thế tỷ trọng chi phí thuê ngoài sẽ cao hơn. Một số cảng hàng không lớn ở Châu Á như Hong Kong hay Bắc Kinh có tỷ trọng chi phí khấu hao cao và chi phí nhân viên ở mức thấp do lao động tại đây khá rẻ.

## **C. NGÀNH HÀNG KHÔNG VIỆT NAM**

### **I. Lịch sử phát triển và đặc điểm ngành vận tải hàng không Việt Nam**

*Lịch sử ngành hàng không Việt Nam còn rất non trẻ so với thế giới, chính thức được hình thành vào năm 1956 nhưng ngành hàng không Việt Nam chỉ thực sự bắt đầu phát triển từ năm 1993 khi Vietnam Airlines được thành lập.*

#### **Giai đoạn 1956-1976: Thời kỳ đầu tiên**

Lịch sử ngành hàng không Việt Nam bắt đầu từ tháng 1/1956 khi Cục Hàng không Dân dụng được Chính phủ thành lập, đánh dấu sự ra đời của ngành hàng không Việt Nam. Đội bay của Cục Hàng không dân dụng Việt Nam lúc bấy giờ rất nhỏ, chỉ có 10 chiếc, gồm các loại: IL-14, Li-2, AN-2, Mi-4, Aero-45 và Trener. Chuyến bay nội địa đầu tiên được thực hiện vào tháng 9/1956. Trong giai đoạn này, đội bay Việt Nam đã thực hiện được 3.735 chuyến bay vận tải hành khách và hàng hóa trên các đường bay trong nước.

#### **Giai đoạn 1976-1982: Bước đầu tiến đến quốc tế**

Đây là giai đoạn đánh dấu việc mở rộng của ngành hàng không Việt Nam. Lúc này, đội bay Việt Nam đã bắt đầu khai thác thêm các tuyến bay quốc tế đến các nước Châu Á như Lào, Campuchia, Trung Quốc, Thái Lan, Phillipines, Malaysia và Singapore. Ngày 12/04/1980, Cục Hàng không Dân dụng Việt Nam trở thành thành viên của Tổ chức hàng không Dân dụng Quốc tế (ICAO).

#### **Giai đoạn 1982-1993: Cảng hàng không được chú trọng phát triển**

Giai đoạn này, Cục Hàng không dân dụng Việt Nam bắt đầu quan tâm đến việc phát triển các cảng hàng không. Năm 1982, Nhà ga hàng không quốc tế Nội Bài; Nhà khách A sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất được thành lập. Các cảng hàng không được trang bị thêm các thiết bị như ra đa thời tiết, đài chỉ huy cất, hạ cánh hệ thống chỉ huy bay đường dài cho máy bay quá cảnh, các trạm thông tin liên lạc...

#### **Giai đoạn 1993-2004: Vietnam Airlines thành lập**

Tháng 4/1993, Hãng hàng không Quốc gia Việt Nam – Vietnam Airlines chính thức được thành lập với tư cách là một tập đoàn kinh doanh vận tải hàng không quy mô lớn trực thuộc Nhà nước.

Ngày 27/05/1996, ngành hàng không Việt Nam phát triển thêm một bậc mới khi liên kết 20 doanh nghiệp hoạt động trong ngành dịch vụ hàng không với nhau, dưới sự quản lý của Vietnam Airlines.

Tháng 10/2003, Vietnam Airlines tiếp nhận và đưa vào khai thác máy bay Boeing 777 – chiếc máy bay hiện đại nhất lúc bấy giờ. Sự kiện này đánh dấu quá trình hiện đại hóa của Vietnam Airlines nói riêng và ngành hàng không nói chung. Giai đoạn này, Vietnam Airlines là doanh nghiệp nội địa độc quyền cung cấp dịch vụ bay tại Việt Nam.

#### **Giai đoạn 2004-nay: Mô hình hàng không giá rẻ ra đời**

Năm 2008, Jetstar Airlines Pacific ra đời. Đây là hãng hàng không đầu tiên tại Việt Nam hoạt động theo mô hình hàng không giá rẻ. Tuy nhiên, do Jetstar được thành lập dưới hình thức là công ty con của Vietnam Airlines (68,85%) nên ngành hàng không Việt Nam lúc bấy giờ vẫn chỉ do Vietnam Airlines độc quyền. Đến năm 2011, CTCP Hàng không Vietjet Air chính thức đi vào hoạt động, chấm dứt vị thế độc quyền của Vietnam Airlines. Cũng từ đây, mô hình hàng không giá rẻ đã thay đổi “cuộc chơi” trong ngành hàng không Việt Nam. Sự phát triển mạnh mẽ của loại hình hàng không giá rẻ cung cấp cho số đông hành khách cơ hội di chuyển nhanh chóng với chi phí hợp lý. Đến thời điểm hiện tại, Vietjet đã chiếm 42% thị phần vận tải hàng không Việt Nam.

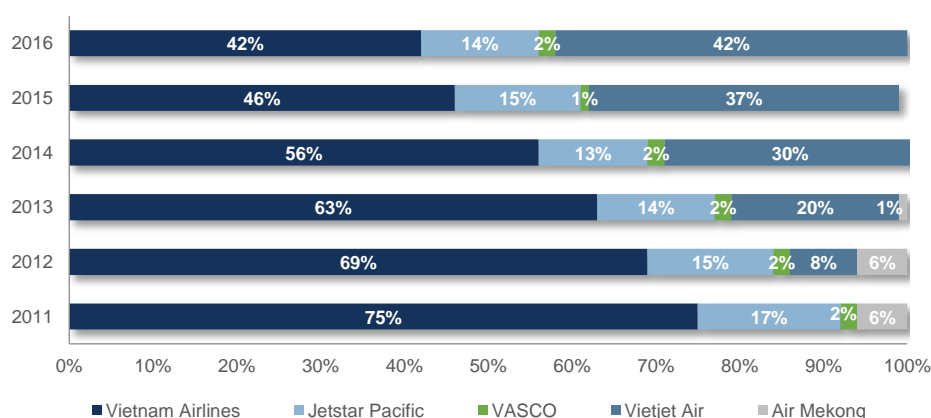
## II. Đặc điểm ngành vận tải hàng không Việt Nam

### 1. Phân khúc vận tải hành khách: Thị trường do hai hãng hàng không dẫn đầu

Hiện tại, Việt Nam có 4 hãng vận tải hàng không đang hoạt động là Vietnam Airlines (HVN – UpCom), Vietjet Air (VJC – HOSE), Jetstar Pacific và VASCO. Ngoài ra, sắp tới sẽ có thêm 2 hãng hàng không Việt Nam dự kiến gia nhập là Vietstar Airlines và Viet Bamboo Airways. Tuy nhiên, do hạn chế về hạ tầng sân bay nên Vietstar vẫn chưa được cấp phép bay từ Bộ Giao thông Vận tải. Theo đó, việc cấp giấy phép kinh doanh cho Vietstar Airlines chỉ được xem xét sau khi sân bay Tân Sơn Nhất xây dựng thêm nhà ga hành khách và sân đỗ tàu bay. Viet Bamboo Airways là công ty thành lập 100% vốn của Tập đoàn FLC (FLC – HOSE), hiện công ty đang chờ Chính phủ cấp giấy phép kinh doanh. FLC cho biết, dự kiến Viet Bamboo Airways sẽ bay chuyến bay đầu tiên vào năm 2022.

Như vậy, thị trường hàng không Việt Nam hiện nay đang được thống lĩnh bởi 4 hãng hàng không là: Vietnam Airlines, Vietjet Air, Jetstar và VASCO. Trong đó, Vietnam Airlines lần lượt sở hữu 68,85% tại Jetstar và 51,00% cổ phần tại VASCO. Do đó, có thể nói rằng thị trường vận chuyển hàng không Việt Nam là cuộc đối đầu giữa Vietnam Airlines và Vietjet Air. Đây cũng là hai hãng hàng không đại diện cho hai mô hình vận chuyển khác biệt: hàng không truyền thống và hàng không giá rẻ, giữa mô hình quản lý Nhà nước và tư nhân. Từ năm 2011 đến nay, Vietjet Air đã liên tục gia tăng thị phần của mình, khiến thị phần của Vietnam Airlines bị suy giảm mạnh. Theo số liệu thống kê từ CAPA, năm 2016, thị phần của Vietnam Airlines là 42%, giảm từ mức 69% năm 2011. Ngược lại, thị phần của Vietjet tăng mạnh lên mức 42% năm 2016 – bằng với Vietnam Airlines, trong khi vào năm 2011, Vietjet vẫn chưa có mặt trong bảng thị phần ngành hàng không Việt Nam.

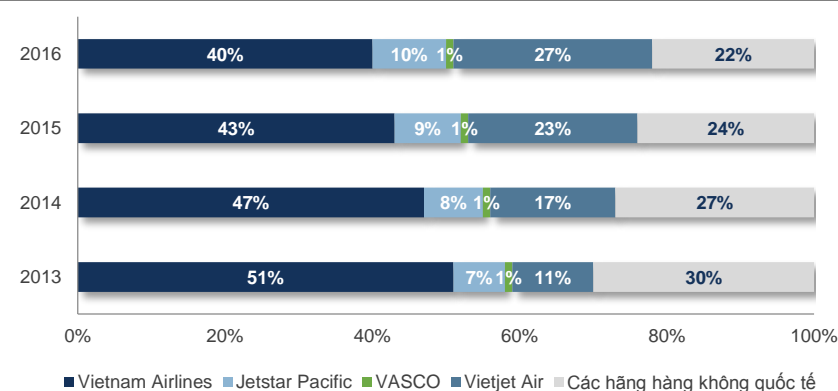
BIỂU ĐỒ 50: Thị phần vận tải hành khách hàng không nội địa Việt Nam 2011-2016



Nguồn: CAPA, Air Mekong đã ngừng hoạt động từ năm 2013, FPTs Research

Theo số liệu mới nhất từ CAPA, thị phần của Vietnam Airlines năm 2017 đã tăng lên 44%, từ mức 42% năm 2016. Vietjet Air vẫn duy trì thị phần bằng với năm 2016 là 42%.

Hiện tại, Vietnam Airlines và VietJet Air đang khai thác 52 đường bay quốc tế đến 30 thành phố thuộc 17 quốc gia và vùng lãnh thổ. Bên cạnh đó, có hơn 50 hãng hàng không nước ngoài khai thác thường lệ 71 đường bay từ 22 quốc gia, vùng lãnh thổ đến Việt Nam. Nếu xét về tổng thị phần vận tải hành khách hàng không Việt Nam, Vietjet từ khi đi vào hoạt động đã gia tăng thị phần đáng kể, từ mức 11% năm 2013 đã tăng lên 27% năm 2016, dần chiếm thị phần từ Vietnam Airlines và các hãng hàng không quốc tế. Trong khi đó Vietnam Airlines hiện vẫn đang chiếm thị phần lớn ngành vận tải hành khách hàng không trên toàn thị trường, với 40% năm 2016, giảm từ mức 51% năm 2015. Điều này cho thấy, ngành vận tải hàng không Việt Nam đang trong giai đoạn cạnh tranh rất gay gắt.

**BIỂU ĐỒ 51: Thị phần vận tải hành khách hàng không các tuyến quốc tế 2013-2016**


Nguồn: CAPA, FPTS Research

Vietnam Airlines hiện đang sử dụng chiến lược thương hiệu kép (dual-brand) nhằm cung cấp sản phẩm đa dạng. Theo đó, Vietnam Airlines định hướng phát triển theo mô hình cung cấp dịch vụ đầy đủ (full-services), nhắm đến nhóm khách hàng trung – cao cấp trong nước và nhóm khách quốc tế đi/đến Việt Nam. Trong khi các công ty con là Jetstar và VASCO lại hướng đến mô hình hàng không giá rẻ (LCC). Về phía Vietjet Air, công ty cũng đang hoạt động theo mô hình LCC, nhắm đến nhóm lao động có thu nhập trung bình – thấp và có nhu cầu đối với phương tiện vận chuyển nhanh ở mức giá hợp lý.

**BẢNG 10: Bốn hãng hàng không tại Việt Nam và thị phần**


Số liệu cuối năm 2016

Nguồn: CAPA, FPTS Research

## 2. Phân khúc vận tải hàng hóa

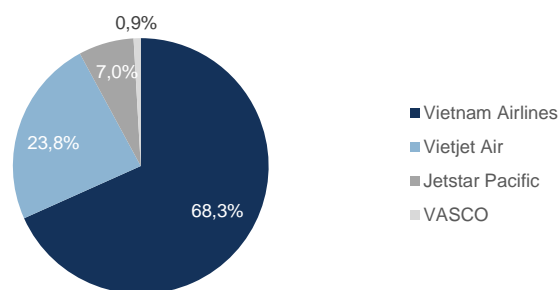
Vận tải hàng hóa hàng không của Việt Nam chỉ chiếm dưới 1% tổng sản lượng hàng vận chuyển nhưng mang lại 26,4% tổng giá trị thương mại cho Việt Nam năm 2017, tương đương với 92,6 tỷ USD do chủ yếu vận chuyển các mặt hàng giá trị cao như: laptop, smartphone, máy ảnh, máy quay phim... Giai đoạn 2011-2017, sản lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 15,6%/năm, cao hơn mức tăng trưởng 2,5%/năm của thế giới. Năm 2017, tổng sản lượng vận chuyển hàng hóa qua đường hàng không đạt khoảng 1.512.000 tấn, tăng 11% so với năm 2016. Trong đó, vận chuyển hàng hóa quốc tế đạt 1.023.000 tấn (+13% YoY), vận chuyển nội địa đạt 489.000 tấn (+6% YoY).

Tính đến thời điểm năm 2017, Việt Nam đang có 55 hãng hàng không quốc tế (Eithah Airways, Finnair, China Southern Airlines, Jet Airways,...) và 4 hãng hàng không nội địa (Vietnam Airlines, VASCO, Jetstar và VietJet Air) đang hoạt động tại phân khúc vận chuyển hàng hóa. Thị phần của các hãng hàng không trong nước năm 2017 chỉ còn chiếm 9,7% về sản lượng hàng hóa (thấp hơn mức 12-13% giai đoạn 2014-2016) do các hãng hàng không nước ngoài tăng cường mở rộng hoạt động tại Việt Nam.

## 2.1 Các tuyến vận tải hàng hóa nội địa

Khả năng khai thác hàng hóa nội địa của các 4 hãng hàng không Việt Nam nhìn chung còn khá thấp. Theo số liệu từ Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV), năm 2017, tổng sản lượng hàng hóa vận chuyển hàng không trong nội địa đạt 489.000 tấn, tức chỉ khai thác bình quân khoảng 32% tổng tải hàng hóa vận chuyển hàng không. Về thị phần vận chuyển hàng hóa nội địa, Vietnam Airlines gần như chiếm tỷ lệ tuyệt đối trong thị phần vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không tại thị trường nội địa Việt Nam, với mức thị phần năm 2017 đạt 68,3%, đứng sau là Vietjet Air với 23,8% thị phần; Jetstar Pacific và VASCO chiếm 7,9% thị phần.

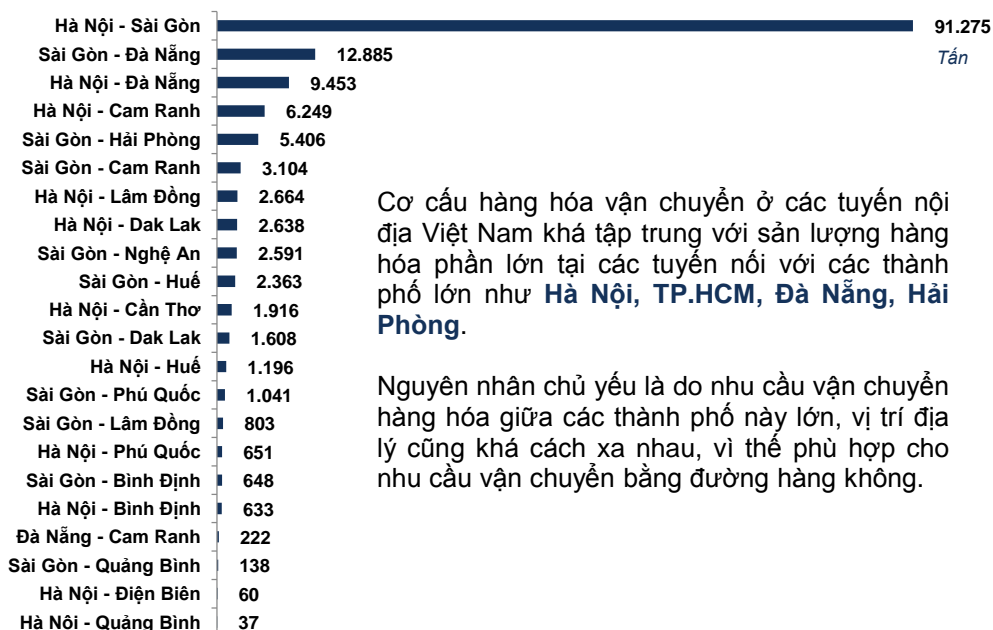
BIỂU ĐỒ 52: Thị phần vận tải hàng hóa hàng không nội địa 2017 theo sản lượng



Nguồn: Cục hàng không Việt Nam, FPTs Research

Với đội bay lớn nhất cả nước (97 máy bay năm 2016) và mạng lưới đường bay gần như bao phủ khắp cả nước với 20 điểm đến, Vietnam Airlines luôn giữ thị phần chi phối trong vận tải hàng hóa nội địa. Tuy nhiên, VietJet Air trong những năm gần đây đang nổi lên và trở thành đối thủ đáng gờm của Vietnam Airlines. VietJet Air đang đẩy mạnh mảng vận tải hàng hóa nội địa bằng việc hợp tác thêm với nhiều đại lý hàng hóa hàng không và chuẩn bị đưa công ty con Vietjet Cargo (Vietjet Air sở hữu 90%) hoạt động trong Quý 01/2018 chuyên về mảng vận tải hàng hóa bằng freighter.

BIỂU ĐỒ 53: Sản lượng các tuyến vận tải hàng hóa hàng không nội địa 2014



Cơ cấu hàng hóa vận chuyển ở các tuyến nội địa Việt Nam khá tập trung với sản lượng hàng hóa phần lớn tại các tuyến nối với các thành phố lớn như **Hà Nội, TP.HCM, Đà Nẵng, Hải Phòng**.

Nguyên nhân chủ yếu là do nhu cầu vận chuyển hàng hóa giữa các thành phố này lớn, vị trí địa lý cũng khá cách xa nhau, vì thế phù hợp cho nhu cầu vận chuyển bằng đường hàng không.

Nguồn: Cục hàng không Việt Nam, 2014, FPTs Research



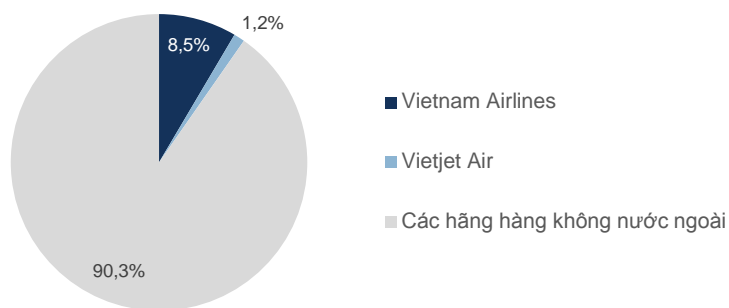
Hiện tại, 4 hãng hàng không Việt Nam là Vietnam Airlines, Jetstar Pacific Airlines, VietJet Air và VASCO có 53 đường bay nội địa kết nối Hà Nội, Đà Nẵng, Thành phố Hồ Chí Minh theo hệ thống mạng đường bay trực-nhan từ 3 trung tâm kết hợp phát triển mạng đường bay “điểm đến điểm” với các cảng hàng không địa phương. Nhìn chung các thị trường chính trong thời gian qua đều tăng trưởng, cụ thể đi/đến Hà Nội (39,3%), Thành phố Hồ Chí Minh (42,6%), Đà Nẵng (6%).

Hà Nội và TP.HCM là hai trung tâm kinh tế lớn nhất cả nước với sự tham gia vận chuyển của cả ba hãng hàng không là Vietnam Airlines, Jetstar và Vietjet Air. Tần suất bay vận chuyển hàng hóa của các tuyến này khá cao. Năm 2014, tuyến Hà Nội <—> Sài Gòn chiếm tới 61,9% tổng sản lượng hàng hóa vận chuyển hàng không nội địa của cả nước, chênh lệch rất lớn với tuyến thứ hai Sài Gòn <—> Đà Nẵng và thứ ba Hà Nội <—> Đà Nẵng với tỷ trọng lần lượt là 8,7% và 6,4%. Các tuyến còn lại chỉ chiếm tỷ trọng thấp dưới 5%. Với việc các hãng Vietnam Airlines và Vietjet Air dự kiến tiếp tục tăng tần suất bay tại 3 tuyến chính này, sản lượng hàng hóa của ba tuyến này dự kiến sẽ còn tăng mạnh trong các năm tới.

## 2.2 Các tuyến vận tải hàng hóa quốc tế

Tính đến năm 2017, đã có 55 hãng hàng không nước ngoài với gần 100 đường bay quốc tế đi, đến Việt Nam; và 4 hãng hàng không trong nước khai thác vận chuyển hàng hóa đến TP.HCM và Hà Nội. Sản lượng khai thác hàng hóa hàng không đi quốc tế đạt khoảng 1.023.000 tấn trong năm 2017, tỷ lệ tăng trưởng trung bình khoảng 17,4%/năm giai đoạn 2011-2017. Dù Vietnam Airlines đang là hãng vận chuyển hàng hóa hàng không quốc tế lớn nhất Việt Nam, nhưng thị phần của phân khúc này đang nghiêng hẳn về các hãng nước ngoài. Tình hình cạnh tranh trên thị trường vận chuyển hàng hóa quốc tế đang diễn ra gay gắt. Nếu như giai đoạn 2011-2013, thị phần các hãng hàng không Việt Nam giữ ổn định 19-20% thì đến giai đoạn 2014-2016 con số này chỉ còn 12-13% và đến năm 2017 là 9,7%. Nguyên nhân là do các hãng hàng không nước ngoài tăng cường mở rộng hoạt động tại Việt Nam.

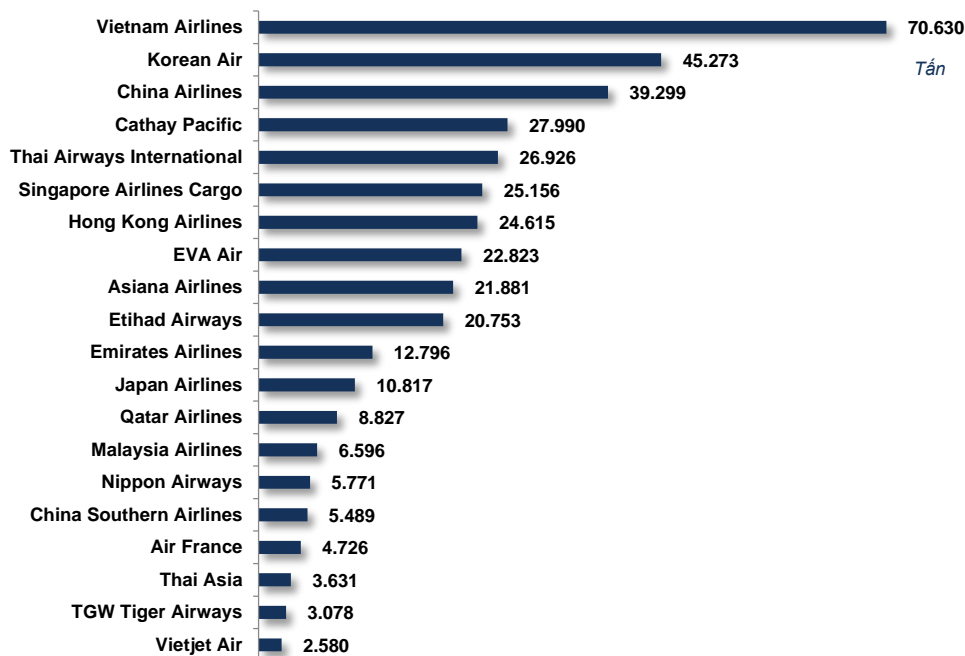
BIỂU ĐỒ 54: Thị phần vận tải hàng hóa hàng không quốc tế 2017 theo sản lượng



Nguồn: Cục hàng không Việt Nam 2014, FPTs Research

Thị trường vận chuyển hàng hóa xuất nhập khẩu đường hàng không có sự chuyển dịch từ Hồ Chí Minh sang Hà Nội. Trong các năm trước miền Bắc chiếm 15% sản lượng hàng hóa vận chuyển hàng không đi quốc tế, nhưng năm 2016 đã chiếm hơn 50% thị trường cả nước nhờ dòng vốn FDI đổ mạnh vào hoạt động sản xuất tại phía Bắc, đặc biệt tại hai khu vực Hà Nội và Hải Phòng. Những năm tới nhu cầu vận chuyển hàng hóa tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng cao khi các tập đoàn như Samsung, LG, Canon,... vẫn đang mở rộng sản xuất tại phía Bắc. Cụ thể, trong năm 2017, LG Innotek – một thành viên của tập đoàn LG đã chi 550 triệu USD để thực hiện “Dự án Nhà máy LG Innotek Hải Phòng”, dự án Samsung Display Việt Nam điều chỉnh tăng vốn đầu tư thêm 2,5 tỷ USD...

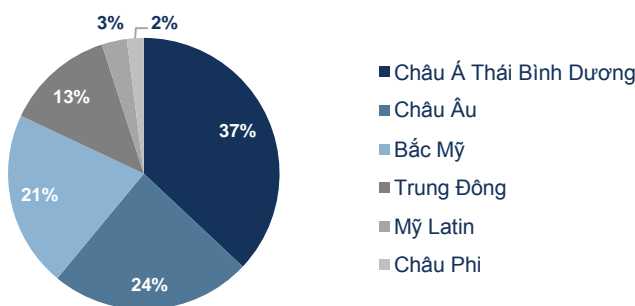
BIỂU ĐỒ 55: Các hãng hàng không vận chuyển hàng hóa quốc tế lớn nhất Việt Nam 2014



Nguồn: Cục hàng không Việt Nam, 2014, FPTs Research

Các tuyến vận tải hàng hóa hàng không quốc tế lớn nhất tại Việt Nam là Việt Nam – Châu Á Thái Bình Dương với 37% thị phần sản lượng, tiếp đến là tuyến Việt Nam – Châu Âu với 24% và Việt Nam – Bắc Mỹ với 21% thị phần sản lượng; còn lại là các tuyến Việt Nam – Trung Đông, Việt Nam – Mỹ Latin và Việt Nam – Châu Phi.

BIỂU ĐỒ 56: Các tuyến vận tải hàng hóa hàng không quốc tế tại Việt Nam 2013



Nguồn: IATA 2013, FPTs Research

**Khu vực Châu Á Thái Bình Dương** chiếm tỷ trọng cao nhất do đây là các điểm đến khá gần của Việt Nam (như Hàn Quốc, Nhật Bản, Trung Quốc, HongKong, Singapore, Thái Lan...), được nhiều hãng hàng không trong khu vực mở các đường bay để khai thác. Vietnam Airlines hiện có khoảng 20 đường bay đến các nước trong khu vực này bằng máy bay hành khách, do đó cũng phát sinh một lượng tải hàng hóa lớn để vận chuyển tới các nước này. Hãng hàng không Korean Air hiện đang khai thác mạnh tuyến Việt Nam – Hàn Quốc để vận chuyển hàng linh kiện điện tử cho các “ông lớn” Samsung, LG... China Airlines và China Southern Airlines tập trung khai thác các tuyến bay hành khách nối Việt Nam và các thành phố lớn của Trung Quốc nhằm đáp ứng nhu cầu vận chuyển hàng hóa hàng không khá lớn giữa hai nước. Tương tự, hai hãng hàng không Nhật Bản là Japan

Airlines và Nippon Airways cũng tập trung khai thác các chuyến bay hàng hóa giữa Việt Nam – Nhật Bản.

**Khu vực Châu Âu** đứng thứ hai với sự tập trung khai thác của Vietnam Airlines (với 6 điểm đến, bao gồm cả Nga), Emirates, Etihad Airways, Qatar Airways, Air France, Finnair, Thai Airways... chủ yếu tập trung xuất nhập các mặt hàng điện tử, thủy sản, thời trang...

**Khu vực Bắc Mỹ** đứng thứ ba với sự tập trung khai thác của các hãng như Emirates, Etihad Airways, EVA Air, Korean Air, Cathay Pacific, American Airlines... Khu vực Bắc Mỹ và EU tiếp tục được dự báo là tuyến vận tải hàng hóa hàng không tăng trưởng mạnh nhất Việt Nam với mức tăng trưởng giai đoạn 2016-2020 sẽ đạt khoảng 11-13%/năm.

**Khu vực Trung Đông** đứng thứ tư với sự tập trung khai thác của Qatar Airways, Emirates, Singapore Airlines Cargo, Etihad Airways...

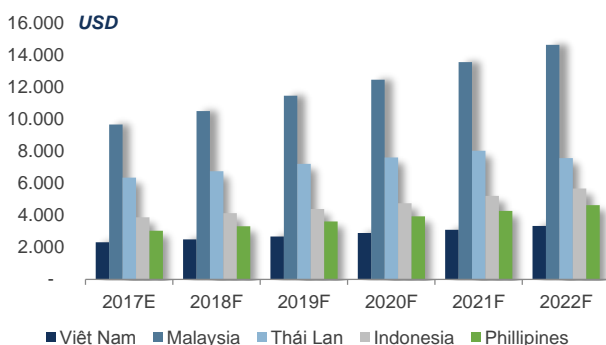
**Khu vực Châu Phi** đứng cuối cùng, chỉ chiếm khoảng 2% sản lượng vận chuyển với sự tập trung khai thác chủ yếu của hãng Ethiopian Airways, Kenya Airways, Etihad Airways...

### III. Các yếu tố trọng yếu tác động đến ngành hàng không Việt Nam

#### 1. GDP bình quân đầu người

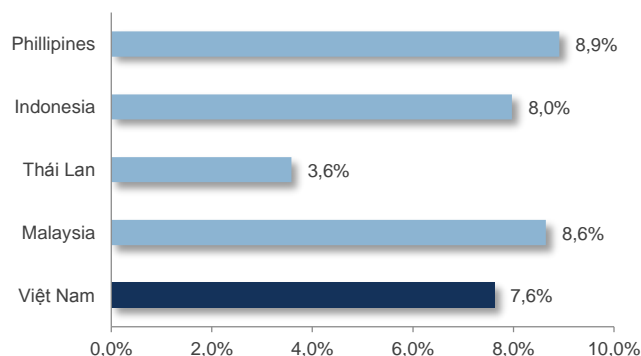
Tương tự với ngành thế giới, ngành hàng không Việt Nam có mối tương quan cùng chiều với tăng trưởng GDP. Tăng trưởng thu nhập đầu người cao hơn sẽ kích thích nhu cầu di chuyển bằng đường hàng không cao hơn. Theo số liệu của IMF (tháng 10/2017), so với khu vực, thu nhập GDP per capita của Việt Nam còn khá thấp, chỉ bằng 1/5 của Malaysia và 1/3 của Thái Lan. Tuy nhiên, GDP per capita của Việt Nam được dự báo tăng bình quân 7,6%/năm và thuộc nhóm các nước có tốc độ tăng trưởng thu nhập nhanh nhất Đông Nam Á giai đoạn 2017-2022. Vì thế, ngành hàng không Việt Nam được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ mức sống của người dân được cải thiện.

BIỂU ĐỒ 57: GDP trên đầu người các quốc gia 2017-2022F



Nguồn: IMF 10/2017, FPT Research

BIỂU ĐỒ 58: CAGR của GDP bình quân đầu người từ 2017-2022



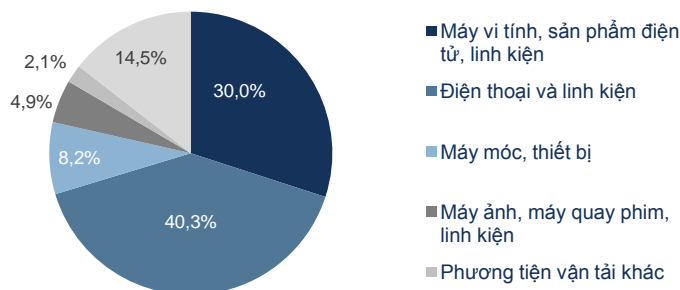
Nguồn: IMF 10/2017, FPT Research

#### 2. Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)

Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đang chảy vào ngành sản xuất Việt Nam rất lớn. Lưu ý rằng, dòng vốn FDI gia tăng cũng trực tiếp thúc đẩy nhu cầu di chuyển trong nước và quốc tế vì mục đích công việc. Bên cạnh đó, vì Việt Nam hiện tại phần lớn hoạt động trong phân khúc gia công cho chuỗi giá trị sản xuất thế giới, đặc biệt là các mặt hàng có giá trị cao như điện thoại, laptop... Vì thế, dòng vốn FDI chảy mạnh vào sản xuất còn thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu các loại máy móc và xuất khẩu hàng hóa có giá trị cao, phải vận chuyển bằng đường hàng không. Theo số liệu thống kê từ

Tổng cục Hải quan, nếu xét về tỷ trọng giá trị hàng hóa xuất, nhập khẩu bằng đường hàng không, thì mặt hàng điện thoại và linh kiện điện thoại chiếm tỷ trọng cao nhất với 40,3%, đứng thứ hai là mặt hàng máy vi tính, sản phẩm điện tử, linh kiện với 30%; theo sau là các mặt hàng máy móc, thiết bị và máy ảnh, máy quay phim với tỷ trọng lần lượt là 8,2% và 4,9%.

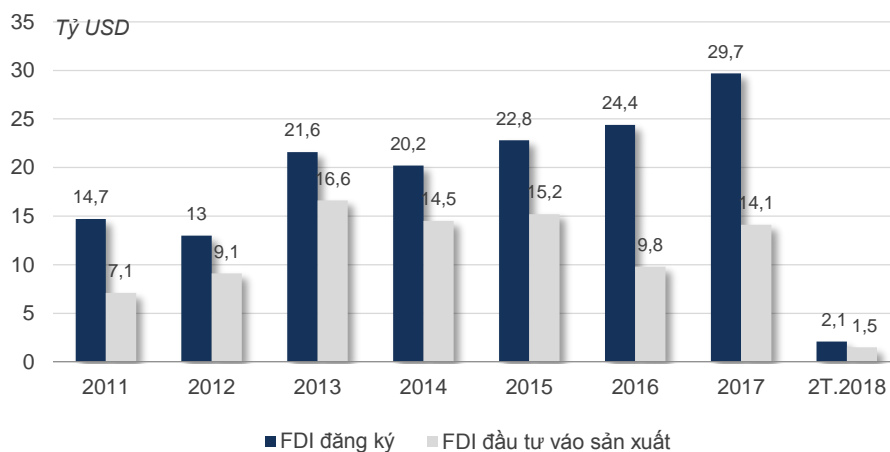
BIỂU ĐỒ 59: Tỷ trọng giá trị hàng hóa vận chuyển xuất, nhập khẩu bằng đường hàng không năm 2016



Nguồn: Tổng cục Hải quan, 2016, FPTs Research

Dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam tăng mạnh trong giai đoạn 2011-2017, với vốn FDI đăng ký tăng từ 14,7 tỷ USD năm 2011 lên 29,7 tỷ USD năm 2017. Tính đến hết tháng 02/2018, FDI đăng ký mới và tăng thêm đạt 2,1 tỷ USD, trong đó có đến 1,5 tỷ USD đầu tư vào ngành sản xuất chế biến, chế tạo.

BIỂU ĐỒ 60: Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam 2011-2T.2018



Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTs Research

Chúng tôi cho rằng, trong những năm tới, dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam tiếp tục khả quan nhờ được hỗ trợ bởi các yếu tố sau:

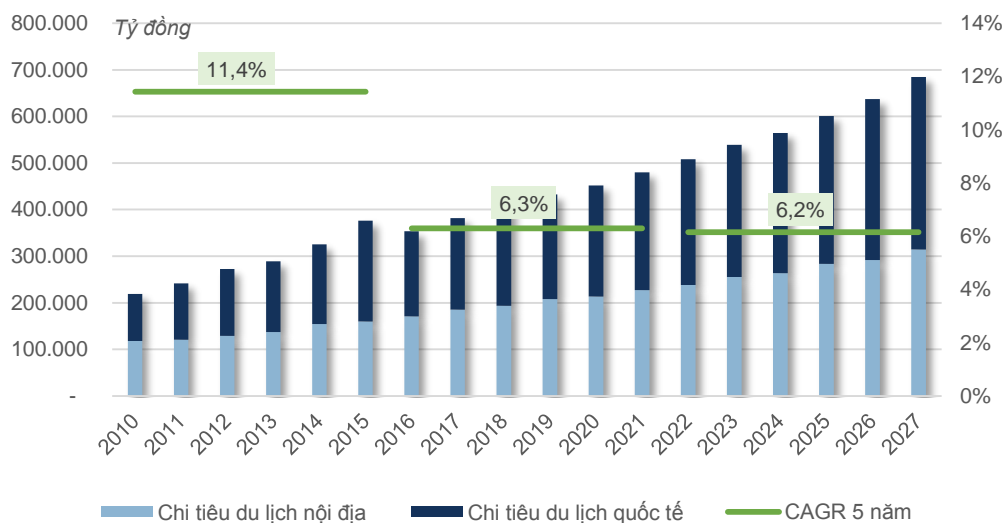
- (1) Chính phủ Việt Nam hiện đang duy trì tỷ giá và lạm phát khá ổn định, đồng thời có nhiều chính sách ưu đãi thuế và thuê đất đối với các doanh nghiệp nước ngoài.
- (2) Xu hướng “Trung Quốc+1” đang được các nhà đầu tư lớn như Nhật Bản, Hàn Quốc, Thái Lan... lựa chọn khi mức lương bình quân tại Trung Quốc vẫn đang gia tăng.
- (3) Trung Quốc đang chuyển sang gia công các mặt hàng có giá trị gia tăng thấp sang Việt Nam.
- (4) Các hiệp định FTA vừa ký kết tạo thêm động lực tăng trưởng dòng vốn FDI.

### 3. Du lịch

#### Chi tiêu du lịch của người dân Việt Nam tăng nhanh

Tăng trưởng ngành du lịch cũng góp phần gia tăng số lượng hành khách sử dụng máy bay. Theo số liệu thống kê của World Travel & Tourism Council (WTTC), chi tiêu du lịch của Việt Nam năm 2017 đạt 381.750 tỷ đồng, CAGR 2011-2017 đạt 7,7%/năm. WTTC dự báo đến năm 2027, chi tiêu cho du lịch của người dân Việt Nam sẽ đạt 682.620 tỷ đồng, tương đương với CAGR là 5,9%/năm giai đoạn 2017-2027. Trong đó, tăng trưởng chi tiêu du lịch nội địa giai đoạn 2017-2027 được dự báo ở mức 7%/năm và tăng trưởng chi tiêu du lịch quốc tế được dự báo ở mức 4%/năm.

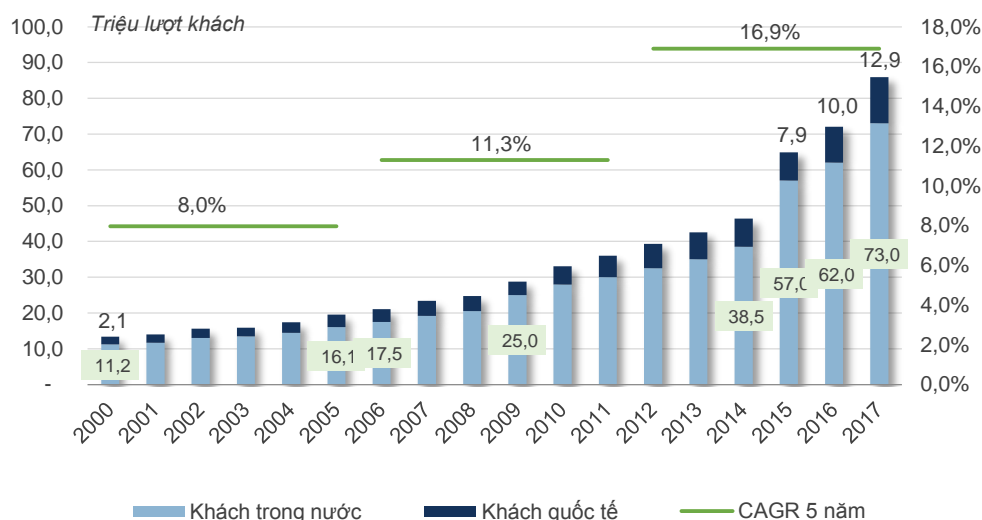
BIỂU ĐỒ 61: Chi tiêu du lịch tại Việt Nam 2010-2027F



Nguồn: World Travel & Tourism Council (WTTC), FPTs Research

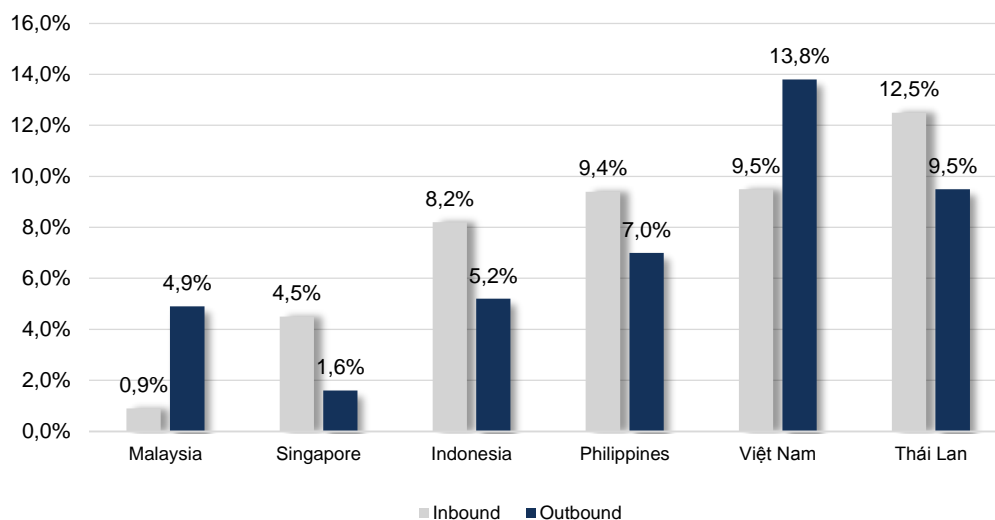
#### Lượng khách du lịch tăng trưởng cao, chủ yếu di chuyển bằng đường hàng không

Khách quốc tế đến Việt Nam giai đoạn 2000-2017 có tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 11,3%/năm, tăng từ mức 2,1 triệu khách năm 2000 lên 12,9 triệu khách năm 2017. Ngoài lượng du khách quốc tế đến Việt Nam, nhu cầu di chuyển hàng không trên các tuyến nội địa cũng được dự kiến sẽ duy trì khả quan trong những năm tới. Theo số liệu từ Tổng Cục Du lịch Việt Nam, giai đoạn 2000-2017, lượng du khách trong nước đến các địa điểm du lịch nội địa tăng trưởng với CAGR là 11,7%/năm, tăng từ 11,2 triệu lượt khách năm 2000 lên 73 triệu lượt khách năm 2017. Trong đó, năm 2015 và 2017 là hai năm lượng khách nội địa đặc biệt tăng mạnh, lần lượt tăng 48,1% và 8,8% so với năm liền trước. Nhận thấy xu hướng này, Vietnam Airlines, Vietjet và Jetstar Pacific đều liên tục mở thêm các tuyến bay đến các địa điểm du lịch nổi tiếng như Phú Quốc, Đà Nẵng...

**BIỂU ĐỒ 62: Lượng khách du lịch quốc tế và nội địa giai đoạn 2000-2017**


Nguồn: Tổng cục Du lịch Việt Nam, FPTs Research

So sánh với khu vực, Việt Nam có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong khu vực Đông Nam Á trong giai đoạn 2000-2015 về lượng khách outbound (khách Việt Nam đi đến quốc gia khác), với CAGR đạt 13,8%/năm, chênh lệch đáng kể với mức 9,5%/năm của Thái Lan – quốc gia có tốc tăng trưởng khách outbound cao thứ hai tại Đông Nam Á. Đối với khách inbound (khách quốc tế đến Việt Nam), Việt Nam đứng thứ hai về tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn 2000-2015, với 9,5%/năm, chỉ đứng sau Thái Lan (12,5%/năm).

**BIỂU ĐỒ 63: Tăng trưởng lượng khách đến/đi Việt Nam giai đoạn 2000-2015**


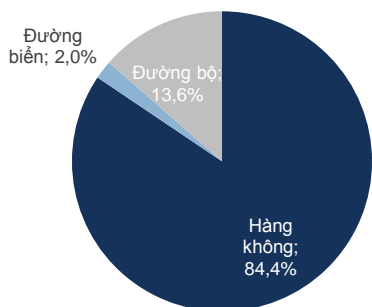
Nguồn: Tổng cục Du lịch Việt Nam, FPTs Research

Bên cạnh đó, số liệu của Tổng cục thống kê cho thấy rằng, phần lớn khách du lịch đến Việt Nam (khách inbound) chủ yếu di chuyển bằng đường hàng không, với tỷ trọng hơn 84% trong năm 2017. Đây là điều hợp lý vì: (1) Địa hình bị chia cắt và cơ sở hạ tầng đường bộ chưa phát triển tại các quốc gia Châu Á và (2) Du lịch bằng đường biển tốn nhiều thời gian hơn, đồng thời điều kiện tự nhiên



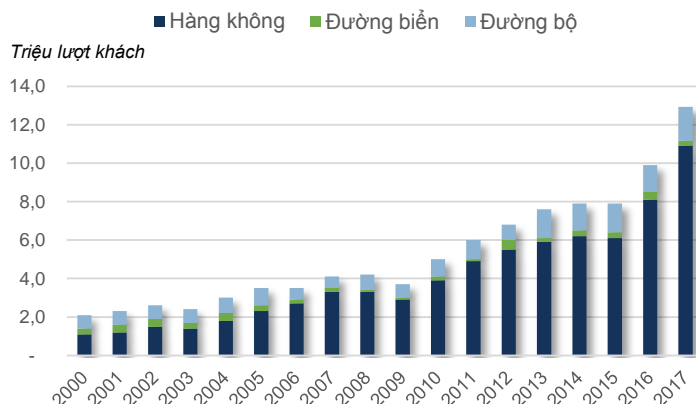
như gió, bão, say sóng... cũng là nguyên nhân khiến khách du lịch di chuyển bằng đường biển vẫn chiếm tỷ trọng rất nhỏ, chỉ khoảng 3%.

**BIỂU ĐỒ 64: Cơ cấu phương tiện di chuyển của khách quốc tế năm 2017**



Nguồn: Tổng cục Du lịch Việt Nam, FPTs Research

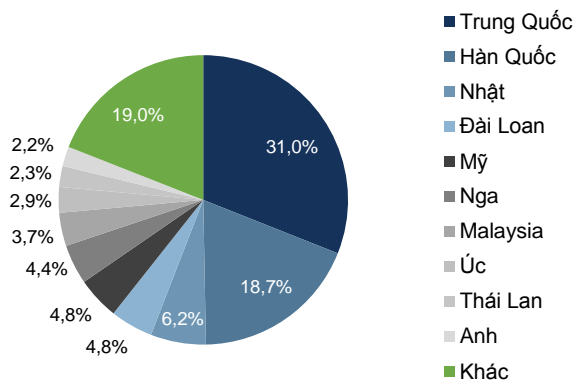
**BIỂU ĐỒ 65: Khách quốc tế đến Việt Nam theo phương tiện di chuyển 2000-2017**



Nguồn: Tổng cục Du lịch Việt Nam, FPTs Research

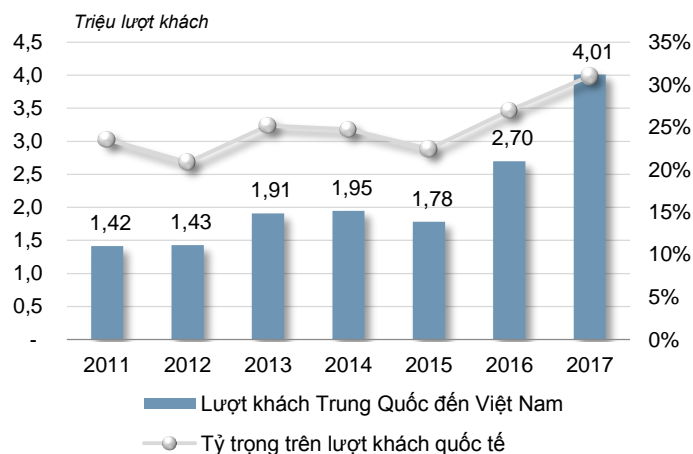
Theo số liệu thống kê từ Tổng cục Du lịch, Trung Quốc là quốc gia có lượng khách du lịch đến Việt Nam chiếm tỷ trọng lớn nhất trong giai đoạn 2011-2017 với CAGR là 18,9%/năm. Năm 2017, lượng khách Trung Quốc đến Việt Nam đạt 4,0 triệu lượt, tăng 48,6% YoY và chiếm 31,0% tổng lượt khách quốc tế đến Việt Nam. Theo China Tourism Academy, nhờ các chính sách nới lỏng về thị thực, một số quốc gia đã vươn lên trở thành điểm đến ưa thích của khách du lịch Trung Quốc như Việt Nam, Philippines, Ấn Độ, Các tiểu vương quốc Ả Rập thống nhất, Nhật Bản hay Sri Lanka... Xu hướng du lịch của khách Trung Quốc cũng đang dần chuyển dịch từ tham quan và mua sắm sang tận hưởng kỳ nghỉ. Do vấn đề ô nhiễm không khí ở Trung Quốc, các điểm đến có không khí trong lành và môi trường tự nhiên không ô nhiễm đang ngày càng được ưa thích hơn, đặc biệt là các đảo và vùng biển. Lượng khách lựa chọn du lịch đảo chiếm tới 30% tổng số du khách Trung Quốc du lịch nước ngoài.

**BIỂU ĐỒ 66: Top 10 quốc gia có lượng khách du lịch đến Việt Nam năm 2017**



Nguồn: Tổng cục Du lịch Việt Nam, FPTs Research

**BIỂU ĐỒ 67: Khách du lịch Trung Quốc đến Việt Nam 2011-2017**



Nguồn: Tổng cục Du lịch Việt Nam, FPTs Research

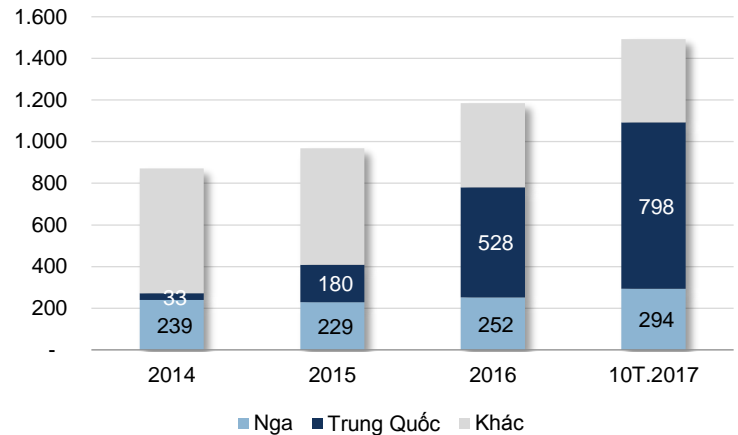
Theo thống kê của chúng tôi, dù đã tăng đột biến trong một vài năm vừa qua, lượng khách Trung Quốc du lịch nước ngoài vẫn ít hơn 10% tổng dân số của quốc gia này, và cũng mới chỉ có 10% dân số Trung Quốc sở hữu hộ chiếu, cho thấy tiềm năng rất lớn của thị trường du lịch từ khách Trung Quốc. Do đó, chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ tiếp tục được hưởng lợi lớn từ lượng khách tiềm năng này. Và với xu hướng lựa chọn biển và đảo du lịch của khách Trung Quốc như chúng tôi vừa nêu trên, Nha Trang và Đà Nẵng là hai địa điểm sẽ được hưởng lợi, nhất là khi các nhà ga hành khách quốc tế mới tại Cam Ranh và Đà Nẵng đang và sắp đi vào hoạt động.

**BẢNG 11: Top 10 đảo là điểm đến của khách du lịch Trung Quốc năm 2016**

STT	Đảo	Quốc gia
1	Phuket	Thái Lan
2	Bali	Indonesia
3	Jeju	Hàn Quốc
4	Okinawa	Nhật Bản
5	Boracay	Philippines
6	Maldives	Maldives
7	Sabah	Malaysia
8	<b>Nha Trang</b>	<b>Việt Nam</b>
9	Saipan	Mỹ
10	Sri Lanka	Sri Lanka

Nguồn: China Tourism Academy, FPTs Research

**BIỂU ĐỒ 68: Cơ cấu khách du lịch đến Nha Trang 2014-10T.2017**

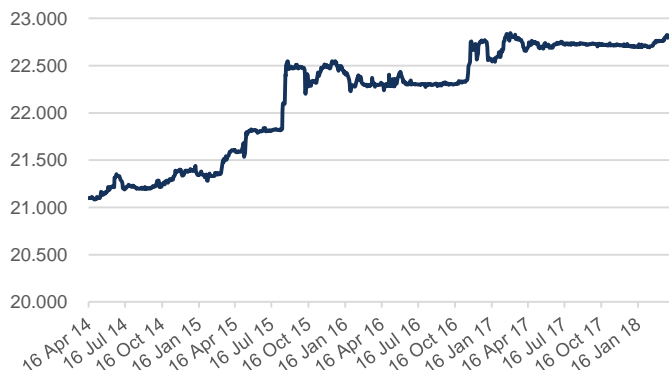


Nguồn: Sở Du lịch Khánh Hòa, FPTs Research

## 4. Tỷ giá và lãi suất

Đặc thù của ngành hàng không là phải mua máy bay từ các nhà sản xuất nước ngoài hoặc thuê từ các công ty cho thuê tài chính ở nước ngoài. Chi phí này đều được tính bằng USD. Bên cạnh đó, các khoản chi phí hoạt động khác như phí thuê khai thác ngoài, phí bảo dưỡng cũng được tính bằng USD. Các doanh nghiệp Vietnam Airlines và Vietjet Air hiện đang có khoản vay nợ bằng đồng USD. Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam – ACV (UpCom) cũng đang có khoản dư nợ vay bằng đồng JPY. Vì thế, lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành hàng không sẽ bị ảnh hưởng khi tỷ giá biến động mạnh.

**BIỂU ĐỒ 69: Diễn biến tỷ giá USD/VND 2013-T4.2018**



Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

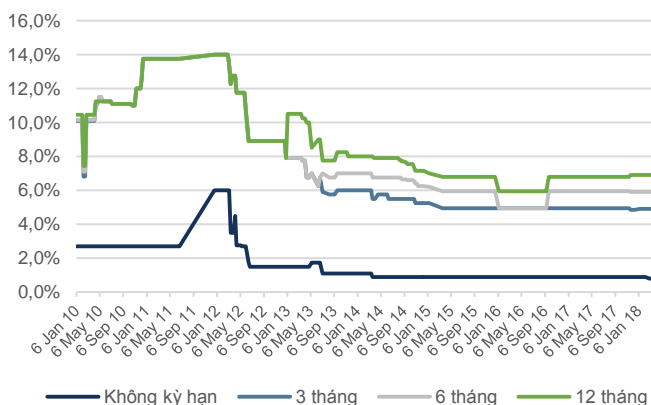
**BIỂU ĐỒ 70: Diễn biến tỷ giá JPY/VND 2013-T4.2018**



Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

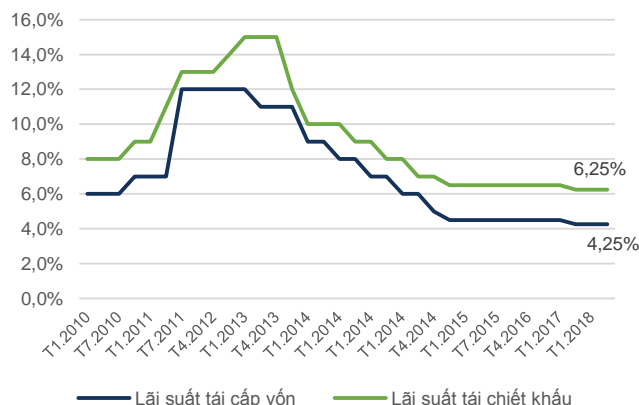
Yếu tố kinh tế tiếp theo ảnh hưởng đến ngành hàng không là lãi suất. Đặc điểm của ngành vận tải hàng không là cần một lượng vốn lớn đầu tư vào tài sản cố định và vốn lưu động. Điều này khiến các doanh nghiệp trong ngành vận tải hàng không phải phụ thuộc nhiều vào các khoản vay. Chỉ số nợ vay trên vốn chủ sở hữu (Debt/Equity – D/E) của VJC và HVN tại thời điểm 31/12/2017 lần lượt là 75% và 270%. Do đó, nếu mặt bằng lãi suất tăng có thể sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của hai doanh nghiệp này.

**BIỂU ĐỒ 71: Lãi suất huy động VND bình quân các NHTM 2009-T3.2018**



Nguồn: FPTs Research

**BIỂU ĐỒ 72: Lãi suất điều hành NHNN 2010-T3.2018**



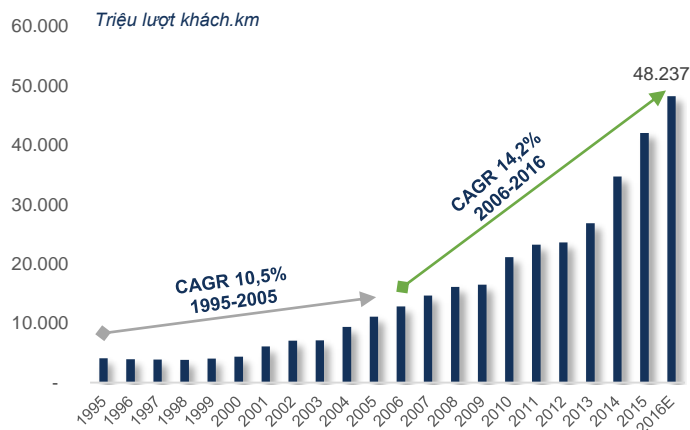
Nguồn: FPTs Research

## IV. Vòng đời ngành vận tải hàng không Việt Nam

Lượng hành khách luân chuyển hàng không (RPK) của Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2006-2016 là 14,2%/năm, tăng từ 11.124 triệu lượt khách.km lên 48.237 triệu lượt khách.km. Tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn này cao hơn nhiều so với mức 10,5%/năm của giai đoạn 1995-2005. Tương tự, tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của sản lượng hàng hóa luân chuyển (RTK) tại Việt Nam giai đoạn 2006-2016 là 9,8%/năm, chỉ giảm nhẹ so với mức 10,4%/năm giai đoạn 1995-2005. Trong khi đó, ngành vận tải hàng không chỉ thực sự hình thành vào năm 1993 khi Vietnam Airlines được thành lập. Do đó, chúng tôi cho rằng, ngành vận tải hàng không tại Việt Nam chỉ mới ở giai đoạn đầu của quá trình phát triển. Trong những năm tới ngành vận tải hàng không vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ những động lực hỗ trợ sau:

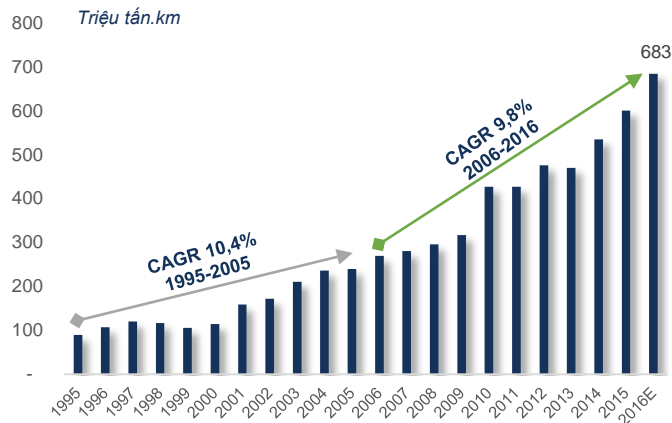
- (1) Ngành hàng không thế giới vẫn đang trong quá trình phát triển nhờ vào sự hồi phục của nền kinh tế thế giới.
- (2) Việt Nam nằm trong khu vực hàng không năng động – Châu Á Thái Bình Dương (chiếm 33% thị phần vận tải hàng khách hàng không và 37% thị phần vận tải hàng hóa hàng không của thế giới).
- (3) Hoạt động đầu tư từ dòng vốn FDI và du lịch vẫn đang tăng trưởng nhanh.
- (4) Mức sống người dân được cải thiện.

**BIỂU ĐỒ 73: Lượng hành khách luân chuyển (RPK) tại Việt Nam 1995-2016**



Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTs Research

**BIỂU ĐỒ 74: Sản lượng hàng hóa luân chuyển (RTK) tại Việt Nam 1995-2016**

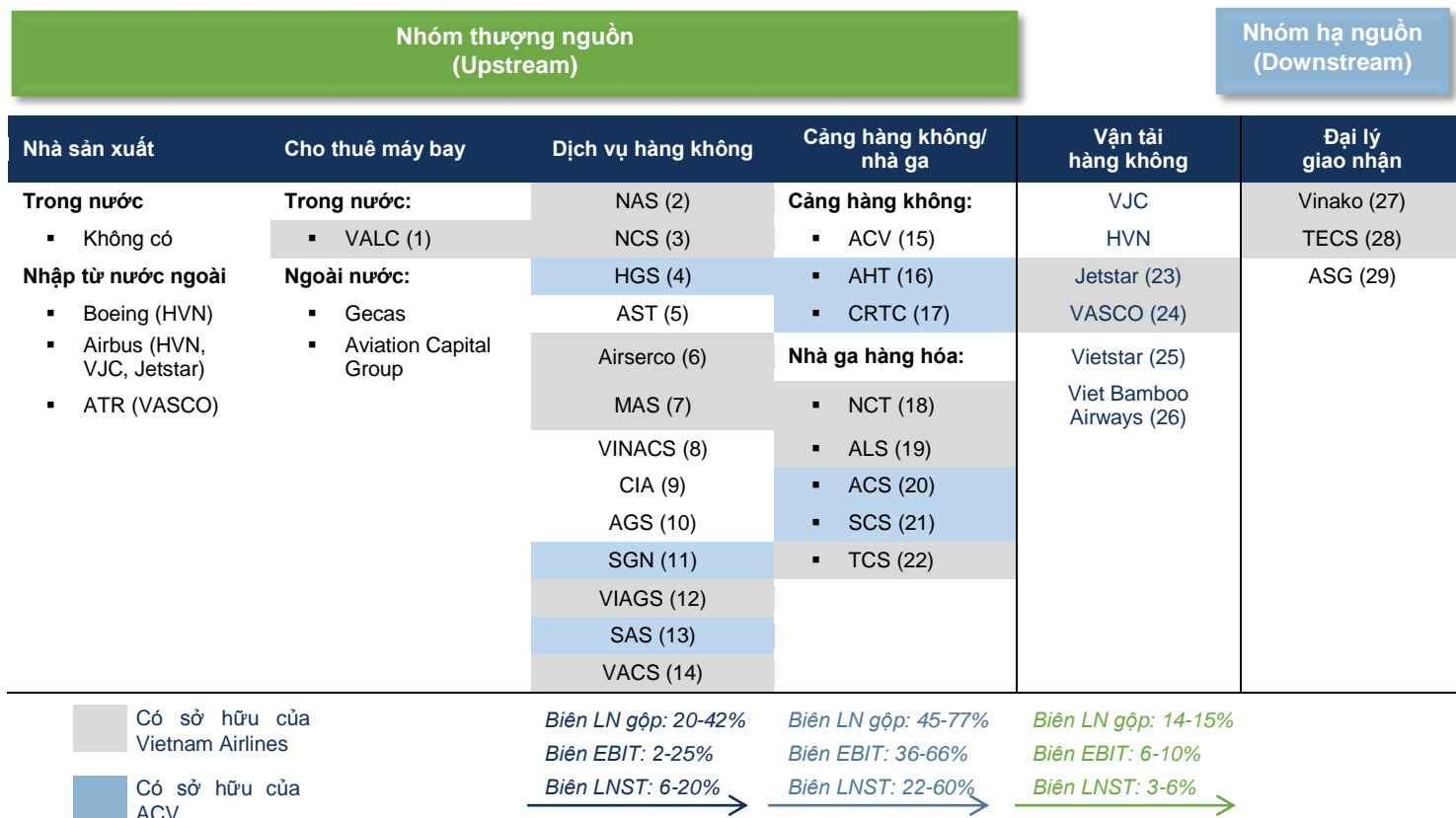


Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTs Research

## V. Chuỗi giá trị ngành vận tải hàng không Việt Nam

### 1. Chuỗi giá trị ngành hàng không Việt Nam

**HÌNH 5: Chuỗi giá trị ngành hàng không Việt Nam**



STT	Mã cổ phiếu/Tên viết tắt	Tên doanh nghiệp	Cổ đông lớn	Khu vực hoạt động	Tình trạng niêm yết
1	<b>VALC</b>	CTCP Cho thuê máy bay Việt Nam	Vietnam Airlines (HVN) sở hữu 32,48%	Tất cả sân bay	Chưa niêm yết
2	<b>NAS</b>	CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Nội Bài	Vietnam Airlines (HVN) sở hữu 51%	Nội Bài	UpCom
3	<b>NCS</b>	CTCP Suất ăn Hàng không Nội Bài	Vietnam Airlines (HVN) sở hữu 60,1%; SAS sở hữu 10%; VACS sở hữu 1,7% cổ phần.	Nội Bài	UpCom
4	<b>HGS</b>	CTCP Phục vụ mặt đất Hà Nội	ACV sở hữu 20%	Nội Bài	Chưa niêm yết
5	<b>AST</b>	CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco	CTCP Dịch vụ Thăng Long nắm giữa 60% cổ phần	Nội Bài, Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng, Cam Ranh, Phú Quốc, Vân Đồn, Phú Bài	HOSE
6	<b>Airserco</b>	CTCP Cung ứng dịch vụ Hàng không	Vietnam Airlines (HVN) sở hữu 53%	Tất cả sân bay	Chưa niêm yết
7	<b>MAS</b>	CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Đà Nẵng	Vietnam Airlines (HVN) sở hữu 36%	Đà Nẵng, Cam Ranh, Phú Bài	HNX
8	<b>VINACS</b>	CTCP Dịch vụ Suất ăn Hàng không Việt Nam	AST sở hữu 26,67% cổ phần	Nội Bài, Đà Nẵng, Cam Ranh, Phú Quốc	Chưa niêm yết
9	<b>CIA</b>	CTCP Dịch vụ Sân bay Quốc tế Cam Ranh	ASG (27) sở hữu 21,53% cổ phần	Cam Ranh	HNX
10	<b>AGS</b>	Công ty TNHH Dịch vụ Mặt đất Hàng không	CIA (51%), VIAGS (49%)	Cam Ranh	Chưa niêm yết
11	<b>SGN</b>	CTCP Phục vụ Mặt đất Sài Gòn	ACV sở hữu 48% cổ phần, Vietjet (VJC) sở hữu 4%	Tân Sơn Nhất, Cam Ranh	UpCom
12	<b>VIAGS</b>	Công ty TNHH MTV Dịch vụ mặt đất Sân bay Việt Nam	Vietnam Airlines (HVN) sở hữu 100%	Tân Sơn Nhất	Chưa niêm yết
13	<b>SAS</b>	CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất	ACV sở hữu 49,81% cổ phần	Tân Sơn Nhất	UpCom
14	<b>VACS</b>	Công ty TNHH MTV Suất ăn hàng không Việt Nam	Vietnam Airlines (HVN) sở hữu 100%	Tân Sơn Nhất	Chưa niêm yết
15	<b>ACV</b>	Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam	Bộ Giao thông Vận tải sở hữu 95,4%	Tất cả sân bay	UpCom
16	<b>AHT</b>	CTCP Đầu tư Khai thác Nhà ga Quốc tế Đà Nẵng	Taseco & AOV 80%, ACV 10%	Đà Nẵng	Chưa niêm yết
17	<b>CRTC</b>	CTCP Nhà ga Quốc tế Cam Ranh	IPP Group 55%, ACV 10%, Vietjet 10%, Nasco Logistics 15%	Cam Ranh	Chưa niêm yết
18	<b>NCT</b>	CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài	Vietnam Airlines (HVN) sở hữu 55,13%	Nội Bài	HOSE
19	<b>ALS</b>	CTCP Logistics Hàng không	Vietnam Airlines (11%), NCT (10,06%) và Interserco	Nội Bài và đã có chi nhánh tại TP.HCM	Chưa niêm yết
20	<b>ACS</b>	CTCP Dịch vụ hàng hóa hàng không	ACV sở hữu 20% cổ phần	Nội Bài	Chưa niêm yết
21	<b>SCS</b>	CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn	CTCP Gemadept (GMD) sở hữu 32,6% cổ phần, ACV sở hữu 13,3% cổ phần	Tân Sơn Nhất	UpCom
22	<b>TCS</b>	Công ty TNHH Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất	Vietnam Airlines (HVN) sở hữu 55%	Tân Sơn Nhất	Chưa niêm yết
23	<b>Jetstar</b>	CTCP Nhà ga Quốc tế Cam Ranh	Vietnam Airlines (HVN) sở hữu 68,85%	Tất cả sân bay	Chưa niêm yết
24	<b>VASCO (Skyviet)</b>	CTCP Bay Việt Nam	Vietnam Airlines (HVN) sở hữu 51%	Tất cả sân bay	Chưa niêm yết
25	<b>Vietstar</b>	Công ty TNHH MTV hàng không Vietstar	Công ty Hàng không lưỡng dụng Ngôi sao Việt (67%), Công ty sửa chữa máy bay A41, CTCP Logistics Ngôi sao Việt (8%) – <i>số liệu cuối 2014</i>	Chưa hoạt động	Chưa niêm yết
26	<b>Viet Bamboo Airways</b>	Công ty TNHH Hàng không Tre Việt	Tập đoàn FLC (FLC – HOSE) sở hữu 100% vốn cổ phần	Chưa hoạt động	Chưa niêm yết
27	<b>Vinako</b>	Công ty TNHH Giao nhận hàng hóa	Vietnam Airlines (HVN) sở hữu 65%	Tân Sơn Nhất, Nội Bài	Chưa niêm yết
28	<b>TECS</b>	Công ty TNHH Dịch vụ Giao nhận hàng hóa Tân Sơn Nhất	Vietnam Airlines (HVN) sở hữu 51%	Tân Sơn Nhất	Chưa niêm yết
29	<b>ASG</b>	CTCP Dịch vụ Sân bay	<b>ALS</b> là cổ đông (<5%)	Tân Sơn Nhất, Nội Bài	Chưa niêm yết

Tương tự chuỗi giá trị ngành hàng không thế giới, ngành hàng không Việt Nam nếu lấy các hãng vận tải hàng không làm trung tâm, sẽ bao gồm hai nhóm thượng nguồn và hạ nguồn:

### **1.1 Nhóm thượng nguồn:** bao gồm các doanh nghiệp sau

Sản xuất máy bay: hiện tại Việt Nam chưa có các doanh nghiệp sản xuất máy bay, vì thế các hãng hàng không mua từ các doanh nghiệp sản xuất lớn của thế giới như Boeing, Airbus, ATR.

Cho thuê máy bay: hiện tại ở Việt Nam chỉ có VALC (HVN sở hữu 32% cổ phần) là doanh nghiệp duy nhất kinh doanh dịch vụ cho thuê máy bay. VALC sẽ mua máy bay, sau đó cho các hãng hàng không trong nước thuê lại khai thác, Vietnam Airlines hiện tại là khách hàng chính của VALC.

Nhóm dịch vụ hàng không, bao gồm:

- Trước nhà ga: cung cấp các dịch vụ như taxi, xe bus, vận chuyển hành khách. Doanh nghiệp tiêu biểu trên sàn: NAS (UpCom) và AST (HOSE) hoạt động tại sân bay Nội Bài

- Trong nhà ga:

Nhà hàng, bán hàng miễn thuế:

- **AST** (HOSE): hoạt động tại sân bay Nội Bài, Đà Nẵng, Tân Sơn Nhất
- **CIA** (HNX): hoạt động tại sân bay Cam Ranh
- **SAS** (UpCom): hoạt động tại sân bay Tân Sơn Nhất

Phục vụ mặt đất, phục vụ hành khách, soi chiếu an ninh:

- **HGS** (chưa niêm yết): hoạt động tại sân bay Nội Bài
- **AGS** (CIA sở hữu 51% cổ phần): hoạt động tại sân bay Cam Ranh
- **SGN** (UpCom): hoạt động tại sân bay Tân Sơn Nhất và Cam Ranh
- **VIAGS** (chưa cổ phần hóa): hoạt động tại sân bay Tân Sơn Nhất – đối thủ của SGN

- Trong khu bay: bao gồm dịch vụ nhà ga hàng hóa

- **SCS** (UpCom): hoạt động tại sân bay Tân Sơn Nhất.
- **TCS** (chưa cổ phần hóa): hoạt động tại sân bay Tân Sơn Nhất – đối thủ của SCS
- **NCT** (HOSE): hoạt động tại sân bay Nội Bài
- **ALS** và **ACS**: hoạt động tại sân bay Nội Bài – đối thủ của NCT

- Dịch vụ khác: Suất ăn hàng không

- **NCS** (HOSE): hoạt động tại sân bay Nội Bài
- **MAS** (HOSE): hoạt động chính tại sân bay Đà Nẵng
- **VINACS** (chưa niêm yết): hoạt động tại sân bay Nội Bài và Đà Nẵng – đối thủ của NCS và MAS
- **VACS** (chưa cổ phần hóa): hoạt động tại sân bay Tân Sơn Nhất



**BẢNG 12: Chuỗi dịch vụ nhóm thượng nguồn tại cảng hàng không**

Khu vực	Trước nhà ga	Trong nhà ga	Sân đỗ và khu bay	Dịch vụ khác
<b>Dịch vụ</b>	1. Dịch vụ taxi, xe buýt	1. Dịch vụ hành khách	1. Dịch vụ hạ cất cánh	1. Suất ăn hàng không
	2. Bãi đỗ xe	2. Soi chiếu an ninh	2. Hỗ trợ kỹ thuật bay	2. Cung cấp hàng hóa: chăn, dép, khăn...
	3. Nhà hàng, cửa hàng tiện lợi	3. Dịch vụ mặt đất (check-in, hành lý, cầu ra máy bay)	3. Sân đậu máy bay	
		4. Cho thuê mặt bằng	4. Cung cấp nhiên liệu	
		5. Dịch vụ quảng cáo		
		6. Nhà hàng, hàng miễn thuế		
<b>Động lực tăng trưởng</b>	<b>Sản lượng</b>	<b>Sản lượng</b>	<b>Sản lượng</b>	<b>Sản lượng</b>
	Ô tô và hành khách: (1), (2), (3)	Hành khách: (1), (2), (3), (6)	Chuyến bay: (1), (2), (4)	Hành khách: (1), (2)
	Mở rộng sân bay: (2), (3)	Hãng máy bay: (3), (4)	Máy bay: (3)	
		Mở rộng sân bay: (4), (5), (6)		
<b>Doanh nghiệp hoạt động</b>	<b>Doanh nghiệp hoạt động</b>			
	NAS – UpCom	AST – HOSE	SCS – UpCom	<b>Suất ăn hàng không:</b>
	AST – HOSE	CIA – HNX		NCS – UpCom
		AGS (CIA sở hữu 51%)		MAS – HNX
		HGS – chưa niêm yết		VINACS – đối thủ của MAS và NCS
		SGN – UpCom		VACS
		VIAGS – đối thủ của SGN		<b>Cung cấp hàng hóa: Airserco</b>
		SAS – UpCom		

<i>Biên LN gộp: 24-40%</i>	<i>Biên LN gộp: 30-40%</i>	<i>Biên LN gộp: 65-70%</i>	<i>Biên LN gộp: 20-25%</i>
<i>Biên EBIT: 2-12%</i>	<i>Biên EBIT: 10-25%</i>	<i>Biên EBIT: 58-60%</i>	<i>Biên EBIT: 15-16%</i>
<i>Biên LNST: 6-8%</i>	<i>Biên LNST: 11-20%</i>	<i>Biên LNST: 45-50%</i>	<i>Biên LNST: 13-15%</i>

**1.2 Nhóm hạ nguồn:** chủ yếu là các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực giao nhận hàng hóa từ chủ hàng/đại lý đến sân bay và ngược lại, hiện tại có ba doanh nghiệp chính sau:

- **Vinako** (chưa cổ phần hóa): hoạt động tại sân bay Tân Sơn Nhất.
- **TECS** (chưa cổ phần hóa): hoạt động tại sân bay Tân Sơn Nhất.
- **ASG** (chưa niêm yết): hoạt động tại sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài.

[\*\(Xem thêm phần cơ cấu sở hữu các doanh nghiệp ngành hàng không Việt Nam\)\*](#)

## 2. Chuỗi giá trị ngành vận tải hàng không Việt Nam

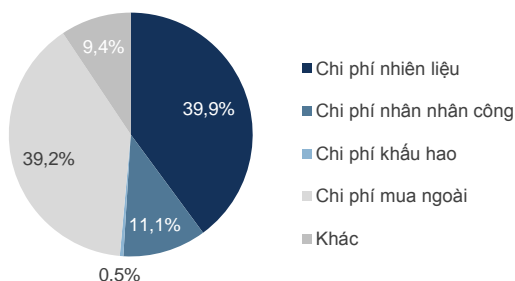
Chuỗi giá trị ngành vận tải hàng không Việt Nam tương tự như ngành thế giới, cũng bao gồm các yếu tố đầu vào là các nhà sản xuất máy bay, cho thuê tài chính, dịch vụ hàng không, nhân công và nhiên liệu. Đầu ra bao gồm các dịch vụ vận tải và phụ trợ khác.

Hiện tại, ở Việt Nam chỉ có hai doanh nghiệp vận tải hàng không niêm yết là Vietnam Airlines (HVN – Upcom) và CTCP Hàng không Vietjet (VJC – HOSE). Hai doanh nghiệp này hoạt động ở hai phân khúc ngành khác nhau là mô hình hàng không truyền thống (đối với Vietnam Airline) và mô hình hàng không giá rẻ (đối với Vietjet Air). Vì thế, chúng tôi tiến hành so sánh cơ cấu đầu vào và đầu ra để thấy được sự khác biệt giữa hai doanh nghiệp cũng như hai phân khúc lớn (FSC và LCC) của ngành hàng không Việt Nam.

## 2.1 Cơ cấu chi phí đầu vào

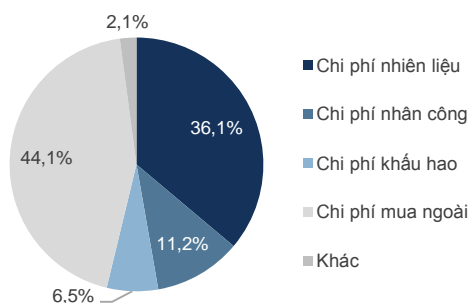
Cơ cấu chi phí đầu vào của hai doanh nghiệp HVN và VJC có sự khác biệt khá lớn. Tuy nhiên, nhìn chung, chi phí mua ngoài, chi phí nhiên liệu và chi phí nhân công là những chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất, lần lượt là 39,2%; 39,9%; 11,1% đối với Vietjet và 44,1%; 36,1% và 11,2% đối với Vietnam Airlines.

**BIỂU ĐỒ 75: Cơ cấu chi phí đầu vào VJC năm 2017 (mô hình LCC)**



Lưu ý: Cơ cấu chi phí VJC không bao gồm chi phí mua máy bay  
 Nguồn: Báo cáo tài chính VJC năm 2017, FPTs Research

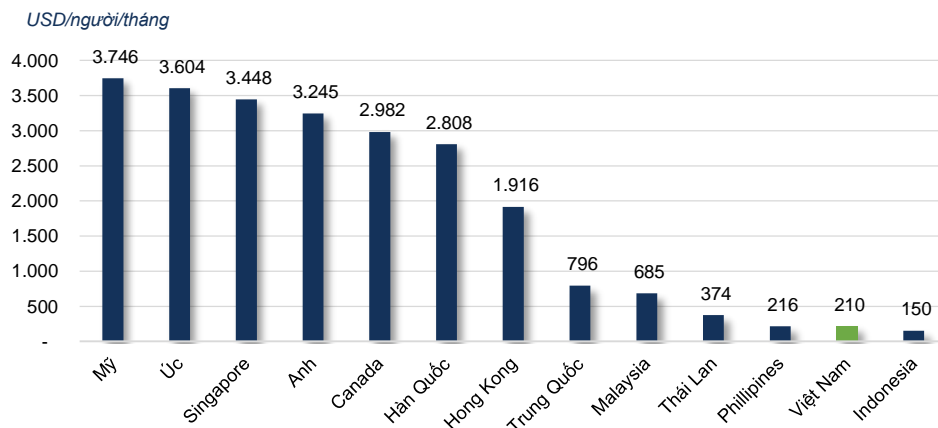
**BIỂU ĐỒ 76: Cơ cấu chi phí đầu vào của HVN năm 2017 (mô hình FSC)**



Nguồn: Báo cáo tài chính HVN năm 2017, FPTs Research

Lưu ý rằng, kể từ giữa năm 2014 khi giá dầu thô bắt đầu giảm, chi phí nhiên liệu đã không còn là chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí ngành vận tải hàng không thế giới. Năm 2017 tỷ trọng chi phí nhiên liệu chỉ còn chiếm 18%, thấp hơn nhiều so với mức 30% của quá khứ (năm 2013). Thay vào đó, chi phí nhân công lại chiếm tỷ trọng lớn nhất với 31% tổng chi phí. Tuy nhiên, đối với ngành vận tải hàng không Việt Nam, chi phí nhiên liệu vẫn chiếm khoảng 36-40%, trong khi chi phí nhân công chỉ chiếm khoảng 11%. Nguyên nhân của sự khác biệt này là do Việt Nam hiện nay có giá nhân công khá rẻ nếu so với thế giới. Cụ thể, theo số liệu thống kê của Smart Asset, lương phi công của ngành hàng không thế giới năm 2016 bình quân khoảng 136.400 USD/năm, trong khi lương phi công của hai hãng hàng không Vietnam Airlines và Vietjet Air theo khảo sát của chúng tôi bình quân khoảng 60.000-78.000 USD/năm. Tiền lương phi công luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí nhân công của Vietnam Airlines và Vietjet Air, khoảng 65-72%.

**BIỂU ĐỒ 77: Mức lương bình quân một số quốc gia trên thế giới năm 2015**



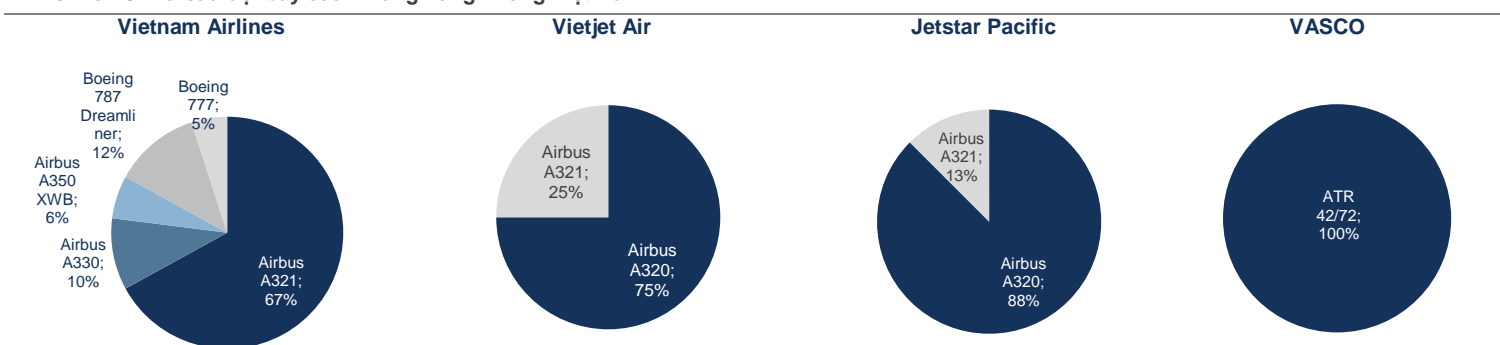
Nguồn: International Labour Organization (ILO) 2015, FPTs Research

### 2.1.1 Đội bay

Như chúng tôi đã đề cập, hiện tại các doanh nghiệp vận tải hàng không Việt Nam phải mua máy bay từ các nhà sản xuất trên thế giới, trong đó Boeing, Airbus và ATR là 3 nhà sản xuất được 4 công ty hàng không Việt Nam sử dụng. Cơ cấu đội tàu bay của 4 hãng hàng không như sau:

- Đội tàu bay của Vietnam Airlines tính đến cuối năm 2016 là 97 tàu bay, trong đó có 45 máy bay thuê ngoài và 52 máy bay sở hữu.
- Đội tàu bay của Vietjet gồm 45 máy bay với độ tuổi trung bình là 3,03 tuổi; trong đó gồm 34 máy bay Airbus A320-200 và 11 máy bay Airbus A321-200.
- Jetstar có đội tàu bay gồm 14 máy bay A320 và 2 máy bay A321.
- Trong khi đó, VASCO hiện đang vận hành 5 máy bay ATR42/72.

BIỂU ĐỒ 78: Cơ cấu đội bay của 4 hãng hàng không Việt Nam



Nguồn: Vietnam Airlines, Vietjet Air, Jetstar Pacific, VASCO, FPTs Research

Ba doanh nghiệp hoạt động theo mô hình hàng không giá rẻ là Vietjet, Jetstar và VASCO có một đặc điểm chung là chỉ sử dụng một loại máy bay Airbus, trong khi Vietnam Airlines khá đa dạng với các máy bay từ Boeing và Airbus. Nguyên nhân của sự khác biệt này là do các hãng hàng không giá rẻ thường chỉ tập trung sử dụng một loại máy bay để tiết kiệm chi phí sửa chữa và bảo dưỡng; việc đào tạo, huấn luyện nhân viên cũng dễ dàng hơn và có chi phí thấp hơn so với việc sử dụng nhiều loại máy bay khác. Thời gian khấu hao của đội bay hàng không Việt Nam cũng khoảng 16-20 năm, thấp hơn so với mức 20-25 năm của thế giới.

Qua cơ cấu đội bay của 4 hãng hàng không, có thể thấy rằng, tại Việt Nam, Airbus chiếm phần lớn thị phần do máy bay của hãng này có thiết kế phù hợp với các hãng hàng không giá rẻ. Dòng máy bay được sử dụng nhiều nhất của Airbus tại Việt Nam là A320 (A320 cũng đang là dòng máy bay được sử dụng nhiều nhất trên thế giới). Với thiết kế một lối đi ở giữa (single aisle) và sức chứa 180-220 chỗ ngồi, dòng A320 có khả năng lấp đầy ghế cao hơn những dòng máy bay lớn khác, vì thế rất phù hợp cho những chuyến bay nội địa hay quốc tế ngắn. Quan trọng hơn, dòng máy bay này giúp tiết kiệm 3,5%-4% nhiên liệu so với các loại máy bay thông thường nhờ thiết kế cánh cong cùng nhiều thay đổi ở lõi phần cứng. Tuy nhiên cần lưu ý rằng, do chưa xuất hiện một nhà cung cấp thay thế nào trong trung hạn, vị thế của Airbus tại Việt Nam có thể đe dọa đến các hãng hàng không giá rẻ khi Airbus tăng giá bán máy bay và các phụ tùng thay thế. Dòng máy bay A320 mà VJC đang triển khai là một trong những dòng bán chạy nhất thế giới trong nhiều năm. Đây là sự lựa chọn hàng đầu của nhiều LCC do có chi phí vận hành hợp lý.

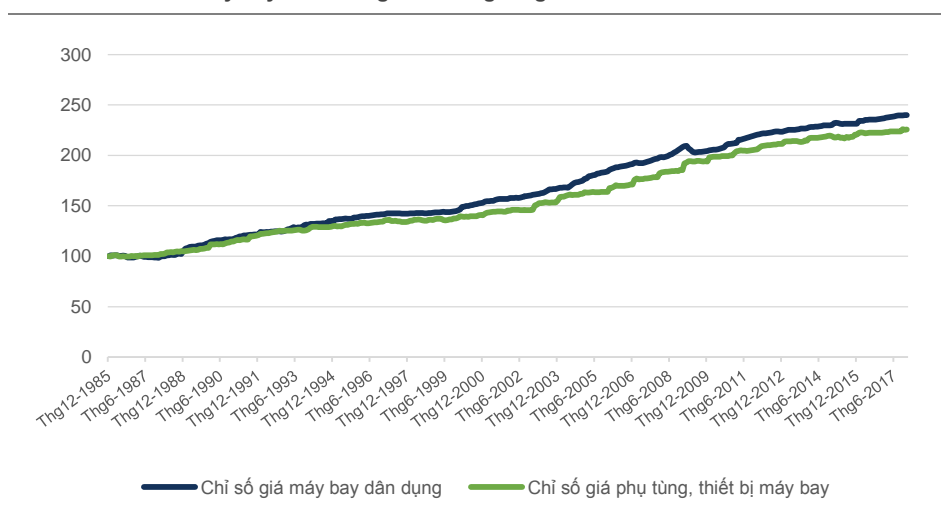
Áp lực các hãng hàng không gặp phải là giá bán máy bay và các thiết bị phụ tùng thay thế luôn trong xu hướng tăng trong những năm qua. Giá máy bay và thiết bị phụ tùng có mức tăng bình quân trong

giai đoạn 1985-2017 lần lượt là 2,8%/năm và 2,6%/năm. Tuy nhiên tốc độ và mức độ tăng giá khá ổn định, có thể dự báo trước, do đó các hãng hàng không có thể ước tính được để chuẩn bị cho kế hoạch phát triển.

Thiết bị thay thế phát sinh khi đến kỳ bảo dưỡng (thường 3 năm/lần) được ấn định giá từ lúc các hãng hàng không mua máy bay hay nói cách khác, thiết bị thay thế trong năm nay được ấn định giá từ 3 năm trước. Do đó, có “độ trễ” trong biến động tăng giá của thiết bị thay thế so với giá máy bay.

Khả năng đàm phán giá mua máy bay phụ thuộc vào uy tín và quy mô của hãng hàng không. Hãng hàng không càng có uy tín và quy mô lớn sẽ nhận được mức chiết khấu tốt hơn từ các nhà sản xuất.

**BIỂU ĐỒ 79: Giá máy bay luôn trong xu hướng tăng 1985-2017**



Nguồn: Fred Research, FPTs Research

### 2.1.2 Chi phí nhiên liệu

Tương tự như ngành thế giới, nhiên liệu đầu vào của ngành vận tải hàng không Việt Nam là xăng máy bay Jet-A1. Hiện tại, ở Việt Nam chỉ có hai doanh nghiệp cung cấp xăng Jet-A1 cho các hãng hàng không là Skypec và Petrolimex Aviation (Công ty con của Petrolimex (PLX – HOSE) – sở hữu 59% cổ phần). Trong đó, Skypec hiện là công ty con 100% vốn của Vietnam Airlines. Tính đến cuối năm 2016, Skypec chiếm 75% thị phần cung cấp xăng Jet-A1 cho các hãng hàng không tại các sân bay trong nước, 25% thị phần còn lại thuộc về Petrolimex Aviation. Nhiên liệu hàng không Jet-A1 được Skypec và Petrolimex nhập khẩu từ nước ngoài (chủ yếu từ Singapore) hoặc lấy từ nhà máy lọc dầu Dung Quất trong nước, sau đó được cung cấp tới các hãng hàng không thông qua hai phương thức: tra nạp bằng xe và tra nạp qua hệ thống tra nạp ngầm. Tại các sân bay nước ngoài, Shell, Chevron và World Fuel là ba doanh nghiệp cung cấp chính xăng Jet-A1 cho Vietjet Air và Vietnam Airlines.

HÌNH 6: Tra nạp xăng Jet-A1 bằng xe



Nguồn: Skypec, FPTs Research

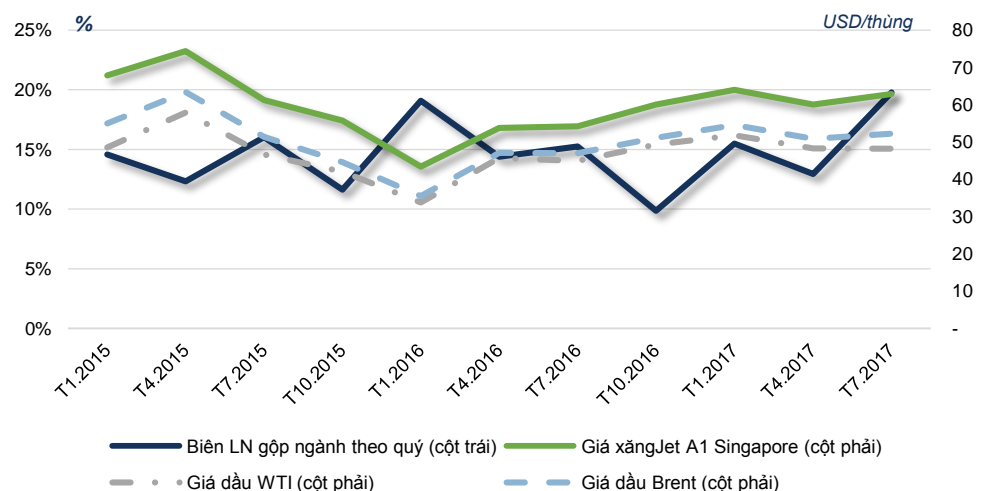
HÌNH 7: Tra nạp qua hệ thống tra nạp ngầm



Nguồn: Skypec, FPTs Research

Với tỷ trọng chiếm đến 36-40% chi phí đầu vào, biến động của giá xăng A1 có ảnh hưởng rất lớn đến lợi nhuận của ngành vận tải hàng không. Giá xăng A1 có xu hướng giảm trong 5 năm trở lại đây, giúp các công ty trong ngành vận tải hàng không mở rộng được biên lợi nhuận gộp. Giá xăng Jet-A1 Singapore đạt mức cao nhất 139,2 USD/thùng vào tháng 8/2012, sau đó giảm xuống mức thấp kỷ lục 30,4 USD/thùng vào tháng 2/2016. Đến thời điểm hiện tại giá xăng Jet-A1 đã dần hồi phục lại, hiện tại đang dao động quanh ngưỡng 70 USD/thùng. Do xăng Jet-A1 là sản phẩm được tinh chế từ dầu thô, vì thế giá dầu thô và giá xăng Jet-A1 có sự tương quan chặt chẽ với nhau. Mặc dù giá dầu thô đã hồi phục trong thời gian gần đây, tuy nhiên để giá dầu tăng cao trở lại mức bình quân 120 USD/thùng là việc rất khó xảy ra. Sản lượng dầu thô ở Mỹ, Canada, Nga và khối OPEC tiếp tục gia tăng khiến nguồn cung vẫn vượt cầu trong thị trường dầu mỏ. Nhìn chung, chi phí xăng Jet-A1 khó kiểm soát và dự báo, phụ thuộc nhiều vào diễn biến giá dầu thô thế giới. Giá nhiên liệu đang có xu hướng tăng trở lại từ 2016 theo biến động của giá dầu thế giới.

BIỂU ĐỒ 80: Biến động giá dầu thô và giá xăng A1 với Biên lợi nhuận gộp ngành vận tải hàng không



Nguồn: Bloomberg, FPTs Research, Số liệu báo cáo tài chính VJC và HVN

Theo một nghiên cứu vào tháng 11/2017 về “ảnh hưởng của việc tăng giá nhiên liệu đối với các hãng hàng không châu Á – Thái Bình Dương đang được niêm yết trên các sàn chứng khoán” của Corrine Png (“Rising oil price impact analysis on all 33 listed airline equities in the Asia Pacific – Nov 2017 Update” - Crucial Perspective), chỉ 1/3 các hãng máy bay ở khu vực Châu Á Thái Bình Dương



có các chính sách phòng vệ hiệu quả đối với thay đổi giá dầu. Corrine Png ước tính trong tương lai nếu giá xăng máy bay tăng 1% thì lợi nhuận ròng của Vietnam Airlines có thể giảm 6% tương ứng.

Tuy nhiên, hiện nay cả HVN và VJC, ngoài các chính sách phòng vệ thay đổi giá dầu, đều đang nâng cấp đội bay của mình bằng các dòng máy bay mới như A320, A321neo, B787... Đây là các dòng máy bay có động cơ thế hệ mới giúp làm giảm mức tiêu hao nhiên liệu. Điều này có thể xem như một yếu tố giúp các hãng giảm tác động từ tăng giá nhiên liệu.

### **2.1.3 Chi phí khấu hao và chi phí dịch vụ mua ngoài**

Có thể thấy, chi phí khấu hao và chi phí mua ngoài trong tổng chi phí đầu vào của VJC và HVN có sự khác biệt rất rõ rệt. HVN có chi phí khấu hao và chi phí mua ngoài cao hơn VJC khá nhiều, cụ thể tỷ trọng chi phí khấu hao và mua ngoài của HVN lần lượt chiếm 6,5% và 44,1%; trong khi VJC có chi phí khấu hao chiếm tỷ lệ rất nhỏ – 0,5% và chi phí mua ngoài chiếm 39,2%.

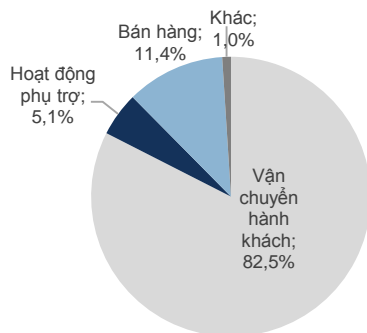
Nguyên nhân là do mô hình hoạt động khác biệt của hai doanh nghiệp này, Vietnam Airlines theo mô hình FSC trong khi Vietjet Air theo mô hình hàng không giá rẻ LCC. Như chúng tôi đã phân tích trong phần đầu vào ngành thế giới, các doanh nghiệp hàng không giá rẻ hiện đang sử dụng phương pháp Bán và tái thuê máy bay (Sales and Leaseback), khiến chi phí khấu hao của các doanh nghiệp này chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong tổng chi phí đầu vào. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp hàng không giá rẻ còn sử dụng các sân bay thứ cấp để tiết giảm chi phí, chẳng hạn Vietjet đang sử dụng nhà ga phụ tại Tân Sơn Nhất để đỗ máy bay. Vì thế, hành khách của Vietjet thường đi bộ xa hơn để tới vị trí máy bay do những nhà ga phụ này thường xa nhà chờ. Đồng thời, thời gian đỗ máy bay tại sân bay của Vietjet cũng được rút ngắn nhất nhằm tiết giảm chi phí.... Điều đó giải thích tại sao chi phí thuê ngoài của Vietjet Air thấp hơn tương đối so với Vietnam Airlines.

Ngành hàng không Việt Nam đang tăng trưởng mạnh, ACV – UpCom (Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam – hiện quản lý và vận hành 21 cảng hàng không tại Việt Nam – **xem thêm phần VII – Sơ lược ngành cảng hàng không Việt Nam**) đang phải đối mặt với áp lực nhanh chóng mở rộng để phục vụ tăng trưởng do nguồn cung thiếu hụt. Phí dịch vụ sân bay đã tăng 5% từ tháng 10/2017 và sẽ tiếp tục tăng 10% vào tháng 7/2018 theo quyết định 2345/QĐ-BGTVT của Bộ Giao thông Vận tải (**xem thêm phần môi trường kinh doanh**). Điều này có thể sẽ có thể làm tăng giá vé bay, ảnh hưởng đến tính cạnh tranh của ngành, đặc biệt đối với mô hình hàng không giá rẻ.

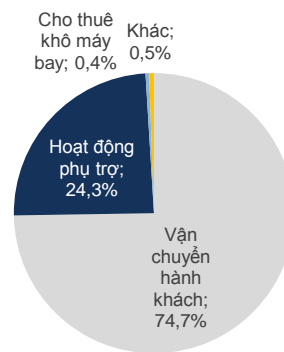
### **2.2 Đầu ra**

Cơ cấu doanh thu của các doanh nghiệp vận tải hàng không Việt Nam khá tương đồng với ngành thế giới. Trong đó, doanh thu từ vận chuyển hành khách chiếm tỷ trọng cao nhất với 85,7% với HVN và 76,4% với Vietjet Air. Thứ hai là doanh thu từ hoạt động phụ trợ, VJC có tỷ trọng doanh thu phụ trợ lớn hơn HVN do VJC hoạt động theo mô hình hàng không giá rẻ LCC. Mô hình này loại bỏ việc cung cấp các dịch vụ phụ trợ không cần thiết, đổi lại, các hành khách phải trả thêm chi phí nếu muốn sử dụng các dịch vụ khác như đồ ăn, thức uống,... Việc này để bù đắp lại giá vé máy bay rẻ hơn so với các doanh nghiệp hàng không truyền thống FSC. Một điểm khác biệt nữa là VJC có thêm nguồn thu từ việc cho thuê khô máy bay (khoảng 0,5% doanh thu). Nhờ giá thuê rẻ, các khách hàng chủ yếu ở mảng này là các công ty lữ hành có thể thuê nguyên một chuyến bay của VJC để chở hành khách đến điểm du lịch, điều mà mô hình FSC của Vietnam Airlines khó có thể cung cấp do giá cao.



**BIỂU ĐỒ 81: Cơ cấu doanh thu 2017 của HVN**


Nguồn: Báo cáo tài chính 2017 của HVN

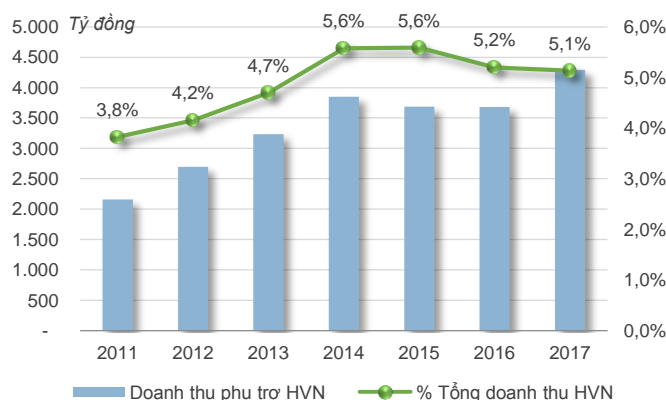
**BIỂU ĐỒ 82: Cơ cấu doanh thu 2017 của VJC**


Nguồn: Báo cáo tài chính 2017 của VJC

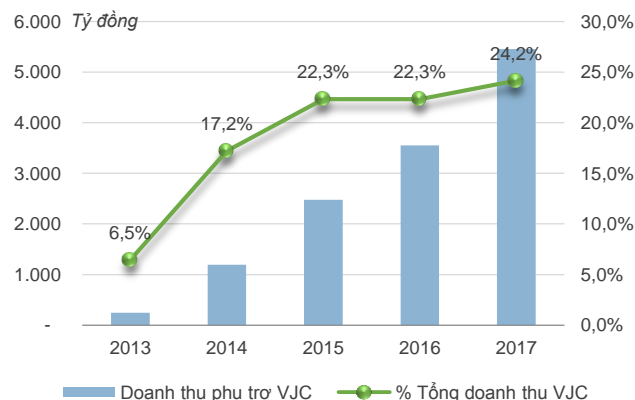
\*Doanh thu VJC không bao gồm doanh thu từ bán máy bay

Chúng tôi cho rằng, trong tương lai doanh thu từ các dịch vụ phụ trợ còn dư địa tăng trưởng cao. Nếu so với ngành thế giới, tỷ trọng doanh thu mảng này của hai doanh nghiệp hàng không Việt Nam vẫn còn thấp so với thế giới, lần lượt là 5,1% và 24,2% đối với HVN và VJC, thấp hơn mức của thế giới 7-8% đối với mô hình hàng không truyền thống và 26,1% đối với mô hình hàng không giá rẻ. Nguyên nhân là do đối với các thị trường hàng không phát triển như Mỹ, Anh, Malaysia, hành khách có xu hướng ưu tiên sự tiện lợi hơn là tiết kiệm chi phí. Việt Nam trong tương lai cũng sẽ đi theo xu hướng của thế giới khi thu nhập bình quân đầu người tăng, người tiêu dùng sẽ ưu tiên sự thoải mái, tiện lợi trong quá trình di chuyển, đặc biệt đối với các chuyến bay đường dài, hành khách sẽ có xu hướng sử dụng các dịch vụ phụ trợ nhiều hơn.

Đối với HVN, trong cơ cấu doanh thu phát sinh thêm doanh thu từ hoạt động bán hàng. Nguồn thu này chủ yếu là do hợp nhất các công ty con. Tính đến 31/12/2017, HVN đang sở hữu 15 công ty con hoạt động trong các lĩnh vực cung cấp dịch vụ hàng không cho các hãng vận tải hàng không như Suất ăn Nội Bài (NCS – UpCom), Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài (NCT – HOSE), Dịch vụ hàng hóa Tân Sơn Nhất, Dịch vụ giao nhận Hàng hóa Tân Sơn Nhất...

**BIỂU ĐỒ 83: Doanh thu phụ trợ của HVN 2011-2017**


Nguồn: Báo cáo tài chính của HVN, FPTs Research

**BIỂU ĐỒ 84: Doanh thu phụ trợ của VJC 2013-2017**


Nguồn: Báo cáo tài chính của VJC, FPTs Research

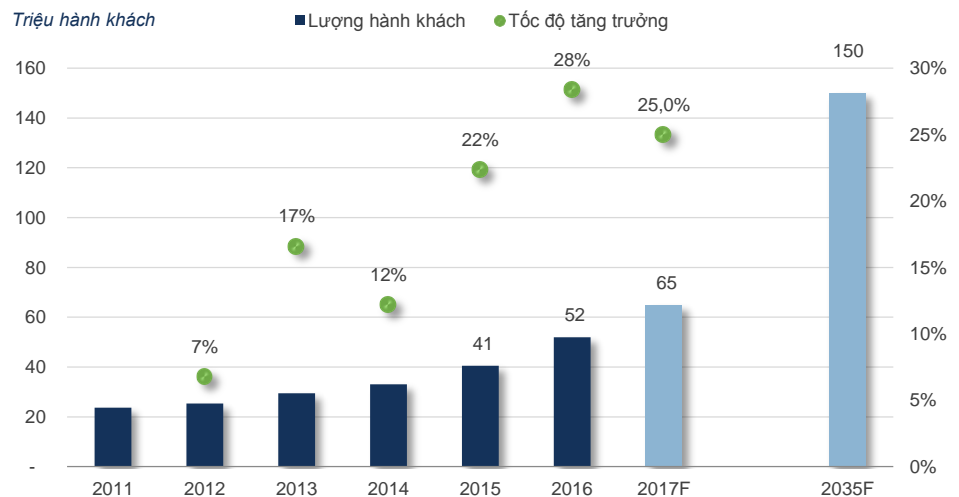
\* Tổng doanh thu không bao gồm Doanh thu từ bán máy bay

## VI. Cung cầu ngành vận tải hàng không Việt Nam

### 1. Nhu cầu: Lượng hành khách và sản lượng hàng hóa tăng trưởng mạnh

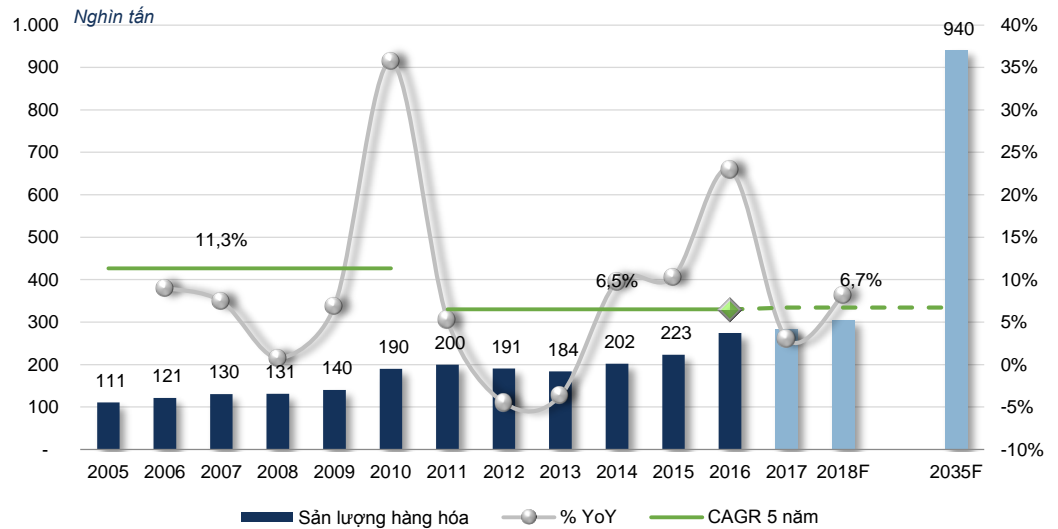
Theo số liệu thống kê từ IATA và CAPA, lượng khách vận chuyển bằng đường hàng không tại Việt Nam đã ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 17,1%/năm trong giai đoạn 2011-2016, cao hơn nhiều so với mức 6,3%/năm của thế giới và 10,2% của khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Năm 2016, lượng hành khách vận chuyển hàng không Việt Nam đạt 52 triệu người, tăng 28,4% so với năm 2015 và vượt mốc kỷ lục của năm 2015 (40,5 triệu người, +22,4% YoY) cả về giá trị tuyệt đối lẫn tốc độ tăng trưởng. Theo dự báo của IATA, Việt Nam là thị trường có tốc độ tăng trưởng thứ 5 thế giới về lượt khách hàng năm trong giai đoạn 2015-2035. Động lực chính để đạt được con số này đến từ việc gia tăng mức sống của người dân và sự cải thiện của cơ sở hạ tầng. Đến năm 2035, lượng hành khách hàng không Việt Nam được dự báo sẽ đạt 150 triệu người, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 6,7%/năm giai đoạn 2015-2035.

BIỂU ĐỒ 85: Lượng hành khách vận chuyển hàng không 2011-2035F



Nguồn: CAPA, IATA, FPTS Research

Tương tự với vận tải hành khách, sản lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không Việt Nam cũng ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ. Theo số liệu từ Tổng cục thống kê, sản lượng hàng hóa vận tải hàng không Việt Nam đã có sự hồi phục mạnh mẽ sau giai đoạn sụt giảm từ 2011 đến 2013. Sản lượng hàng hóa được vận chuyển hàng không có tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 8,6%/năm trong giai đoạn 2005-2017. Năm 2017, sản lượng hàng hóa vận chuyển hàng không ước tính đạt 282,5 nghìn tấn, tăng 8,1% so với năm 2016 và vượt mốc kỷ lục của năm 2016 (với 274,1 nghìn tấn). Về khả năng tăng trưởng tương lai, sản lượng hàng hóa vận chuyển hàng không của Việt Nam được IATA dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 6,7%/năm trong giai đoạn 2016-2035. Động lực tăng trưởng chính đến từ tăng trưởng của nền kinh tế dẫn đến việc thúc đẩy sự lưu thông hàng hóa trong nước, hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa (chủ yếu từ khối doanh nghiệp FDI với các mặt hàng có giá trị cao như laptop, smartphone...) và sự phát triển của thương mại điện tử hiện đại. Trong đó, hai sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài vẫn sẽ là đầu mối chính cho hoạt động vận chuyển hàng hóa hàng không Việt Nam.

**BIỂU ĐỒ 86: Sản lượng hàng hóa vận chuyển hàng không Việt Nam 2005-2036F**


Nguồn: Tổng cục thống kê, IATA, FPTs Research

## 2. Công suất: Gia tăng đội tàu bay để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng

Tính đến cuối năm 2016, Việt Nam đang có 163 máy bay (tăng 10% so với năm 2015). Dự kiến tổng đội bay của cả nước sẽ đạt khoảng 220 máy bay vào năm 2020 dựa vào lịch đặt và giao nhận máy bay của 4 hãng hàng không trong nước, bao gồm: Vietnam Airlines, Vietjet Air, Jetstar và VASCO.

**BẢNG 13: Tổng đội tàu bay của Việt Nam năm 2016**

	Vietnam Airlines	Vietjet Air	Jetstar	VASCO
Đội tàu bay	97	45	16	5
Tuổi trung bình (năm)	5,7	3,0	6,2	7,7
Tổng số ghế	20.905	8.325	2.880	340
Quy mô tàu bay trung bình (ghế/máy bay)	216	185	180	68
Số máy bay đang đặt	33	193	10	-

Nguồn: IATA, CAPA, FPTs Research

Đội tàu bay của Vietnam Airlines tính đến cuối năm 2016 là 97 tàu bay, trong đó có 45 máy bay thuê ngoài và 52 máy bay sở hữu. Theo kế hoạch, hãng sẽ tiếp nhận thêm 11 máy bay A350 và 8 máy bay B787 trong giai đoạn 2017-2018, nâng tổng số lượng tàu bay lên 116 chiếc trong 2018. Tổng công ty cũng sẽ thuê thêm 20 chiếc máy bay A321 trong giai đoạn 2018-2020 để tăng năng lực khai thác và thay thế dần các dòng máy bay đã khai thác lâu, có hiệu suất thấp.

VietJet Air dự kiến sẽ tăng số đường bay nội địa lên 45 vào năm 2019 và tăng số đường bay quốc tế lên 36 vào năm 2018. Đội máy bay của Công ty gồm 45 máy bay với độ tuổi trung bình là 3,03 tuổi; trong đó gồm 34 máy bay Airbus A320-200 và 11 máy bay Airbus A321-200. VJC hiện đang đặt hàng 16 chiếc Airbus Neo A320/321 cho giai đoạn 2017-2019, 77 chiếc A320/321 với quyền chọn thuê thêm và 100 chiếc Boeing B737 Max cho giai đoạn 2019-2023. VietJet Air có kế hoạch tăng thêm 200 chiếc cho đội bay của mình đến năm 2023, tăng gấp 3 lần so với năm 2016.

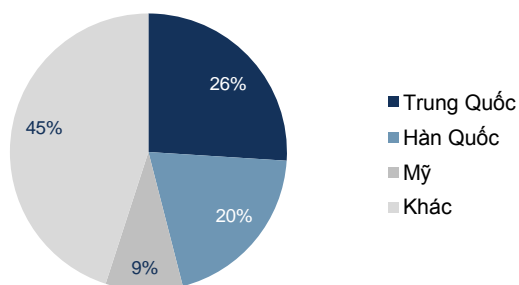
Jetstar có đội tàu bay gồm 14 máy bay A320 và 2 máy bay A321. Jetstar dự kiến tăng thêm 16 máy bay vào năm 2020, nâng tổng số tàu bay lên 32 chiếc. Trong khi đó, VASCO chỉ là một công ty nhỏ

của Vietnam Airlines, có số lượng đường bay khá hạn chế, lại đang gặp rắc rối ở quá trình tái cấu trúc để hoạt động dưới cái tên mới là SkyViet. VASCO hiện đang vận hành 5 máy bay ATR42/72 và không có đơn hàng đặt thêm máy bay cho các năm tới tính đến thời điểm hiện tại.

Về mảng vận tải hàng hóa, theo ông Đỗ Xuân Quang – CEO của Vietjet Cargo (Vietjet Air sở hữu 90% cổ phần), công suất vận chuyển hàng hóa hàng không tại Việt Nam năm 2016 là 1,4 triệu tấn/năm và con số này được kỳ vọng sẽ tăng gấp đôi lên mức 2,5 triệu tấn/năm vào năm 2020. Như vậy, hiện tại hiệu suất vận chuyển hàng hóa hàng không của Việt Nam rơi vào khoảng 53,9% (tính theo chỉ số RTK/AFTK). Từ trước đến nay, do tiềm lực tài chính còn yếu, các hãng vận tải hàng không Vietnam Airlines và Vietjet Air đều chưa có loại máy bay chuyên dùng cho vận chuyển hàng hóa (freighter). Việc kinh doanh vận chuyển hàng hóa hoàn toàn thực hiện chung trên các chuyến bay vận chuyển hành khách, tải cung ứng theo mạng đường bay vì thế cũng dựa trên đội bay vận chuyển hành khách. Điều này là nguyên nhân chủ yếu hạn chế năng lực chuyên chở hàng hóa bằng đường hàng không của Việt Nam. Năng lực vận chuyển hàng hóa trên mỗi chuyến bay chở khách chỉ khoảng 15-23 tấn (đối với Vietnam Airlines) và 1-3 tấn (đối với Vietjet Air); trong khi năng lực vận chuyển đối với một freighter có thể lên đến 130-150 tấn hàng. Tỷ trọng vận chuyển hàng hóa hàng không cũng chỉ chiếm tỷ lệ rất nhỏ, khoảng 5-8% trong tổng doanh thu của HVN và VJC.

Nhận thấy tiềm năng từ mảng vận chuyển hàng hóa hàng không, Vietjet Air dự kiến sẽ khai trương dịch vụ vận chuyển hàng hóa bằng freighter trong Quý 02/2018 thông qua công ty con Vietjet Cargo. Đối với Vietnam Airlines, chúng tôi nhận thấy công ty vẫn chưa có ý định mở rộng mảng freighter này. Theo Vietjet Cargo, Trung Quốc hiện tại là thị trường nhập khẩu hàng hóa bằng đường hàng không lớn nhất của Việt Nam với 26% thị phần, đứng thứ hai là Hàn Quốc (20%) và thứ ba là Mỹ (9%).

BIỂU ĐỒ 87: Thị phần nhập khẩu hàng hóa hàng không Việt Nam 2016



Nguồn: Vietjet Cargo, FPTs Research

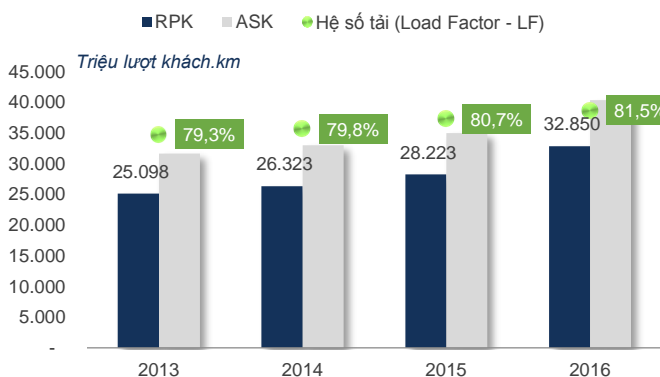
### 3. Hệ số tải của đội bay Việt Nam lớn và ổn định

Nhờ nhu cầu vận chuyển hàng không tăng trưởng mạnh mẽ, từ năm 2010-2016, ba hãng hàng không hàng đầu Việt Nam là Vietnam Airlines, Vietjet Air và Jetstar đều duy trì được mức hệ số tải (Load Factor – LF) hấp dẫn. Trong đó, hệ số tải của nhóm hàng không giá rẻ LCC có sự cách biệt khá lớn so với mô hình FSC của Vietnam Airlines. Cụ thể, trong năm 2016, hệ số tải của ba hãng hàng không Vietnam Airlines, Vietjet Air và Jetstar Pacific lần lượt đạt 81,5%; 88,2% và 90,1%. Nếu so với mức hệ số tải trung bình các năm 2010-2016 của thế giới là 80,3% (số liệu IATA, 2010-2016), thì Vietnam Airlines đã tiệm cận mức thế giới trong những năm gần đây, trong khi nhóm hàng không giá rẻ ở Việt Nam cho thấy triển vọng khá hứa hẹn khi hệ số tải luôn cao hơn mức trung bình của thế giới.

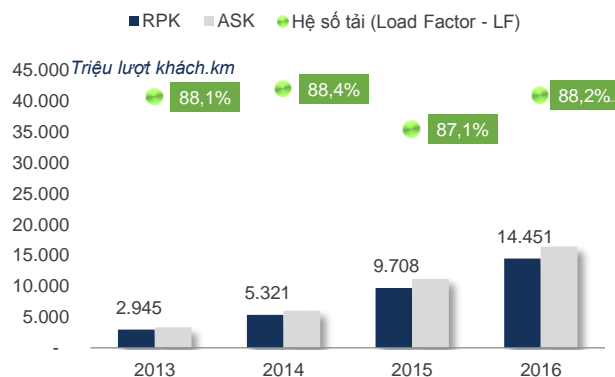
**BẢNG 14: Hệ số tải của đội bay Việt Nam so với thế giới từ 2010-2016**

Hệ số tải - LF	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Vietnam Airlines	76,6%	73,9%	76,3%	79,3%	79,8%	80,7%	81,5%
Vietjet Air	-	n,a	n,a	88,1%	88,4%	87,1%	88,2%
Jetstar	91,0%	91,0%	91,0%	90,0%	91,0%	90,0%	90,1%
<b>Thế giới</b>	<b>78,2%</b>	<b>78,0%</b>	<b>78,9%</b>	<b>79,5%</b>	<b>79,7%</b>	<b>80,4%</b>	<b>80,3%</b>

Nguồn: IATA, Vietnam Airlines, Vietjet Air, Jetstar, FPTs Research

**BIỂU ĐỒ 88: RPK, ASK và Hệ số tải của Vietnam Airlines 2013-2016**


Nguồn: Vietnam Airlines, FPTs Research

**BIỂU ĐỒ 89: RPK, ASK và Hệ số tải của Vietjet Air 2013-2016**


Nguồn: Vietnam Airlines, Vietjet Air, FPTs Research

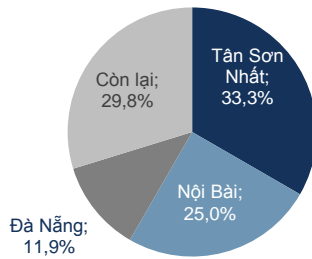
## VII. Sơ lược ngành cảng hàng không Việt Nam

### 1. Tình hình hoạt động ngành cảng hàng không Việt Nam

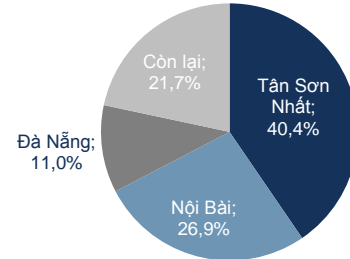
Tính đến thời điểm hiện tại, Việt Nam có 21 cảng hàng không đang khai thác (không tính cảng Na Sản đã dừng khai thác từ năm 2004), cụ thể gồm:

- 8 cảng hàng không quốc tế: Nội Bài, Cát Bi, Đà Nẵng, Cam Ranh, Phú Bài, Tân Sơn Nhất, Cần Thơ, Phú Quốc.
- 13 cảng hàng không nội địa: Điện Biên, Đồng Hới, Vinh, Phù Cát, Tuy Hòa, Pleiku, Chu Lai, Liên Khương, Buôn Ma Thuột, Cà Mau, Rạch Giá, Côn Đảo, Thọ Xuân.

Hiện tại, Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV – UpCom) là đơn vị vận hành và khai thác cảng hàng không duy nhất tại Việt Nam, thông qua việc sở hữu và vận hành 21 cảng hàng không trên. Dù vị trí 21 cảng hàng không trải dài từ Bắc vào Nam, tuy nhiên hoạt động vận hành cảng hàng không tại Việt Nam lại khá tập trung khi ba cảng hàng không Tân Sơn Nhất, Nội Bài và Đà Nẵng chiếm đến 70% công suất thiết kế và 78% lượng hành khách năm 2016.

**BIỂU ĐỒ 90: Thị phần công suất cảng hàng không 2016**


Nguồn: ACV, FPTS Research

**BIỂU ĐỒ 91: Thị phần lượng hành khách đến cảng 2016**


Nguồn: ACV, FPTS Research

Tuy nhiên, trong tương lai, với định hướng xã hội hóa hạ tầng ngành hàng không có thể khiến ACV mất đi vị thế độc quyền khai thác và vận hành các cảng hàng không tại Việt Nam. Nhà ga quốc tế mới tại Đà Nẵng với công suất 4 triệu khách/năm do CTCP Đầu tư Khai thác Nhà ga Quốc tế Đà Nẵng (AHT) làm chủ đầu tư bắt đầu xây dựng vào tháng 11/2015 và đã hoạt động vào tháng 5/2017. Nhà ga hàng khách quốc tế Cam Ranh cũng đã được khởi công vào tháng 9/2016, do CTCP Nhà ga Quốc tế Cam Ranh (CRTC) làm chủ đầu tư, nhằm mở rộng công suất phục vụ hành khách của cảng hàng không Cam Ranh và dự kiến đi vào hoạt động tháng 06/2018. Hai doanh nghiệp AHT và CRTC là hai mô hình đầu tư hạ tầng hàng không đầu tiên được triển khai theo hình thức xã hội hóa. Khác với hình thức PPP, AHT và CRTC được thành lập theo mô hình công ty cổ phần nhằm thu hút nguồn vốn từ xã hội, nhằm giải quyết “bài toán” về vốn đầu tư cho Chính phủ. ACV hiện chỉ nắm 10% cổ phần tại AHT và CRTC (theo số liệu BCTC Q4/2017 công ty mẹ ACV), vì thế ACV sẽ không hưởng lợi đáng kể từ việc gia tăng số lượng hành khách quốc tế tại hai điểm du lịch đang nổi lên là Đà Nẵng và Cam Ranh.

**BẢNG 15: Các cảng hàng không Việt Nam**

STT	Loại hình	Cảng hàng không	Địa lý	Công suất phục vụ hàng khách (khách/năm)	Số lượng hàng khách năm 2016	Hiệu suất
1	<b>Cảng hàng không quốc tế</b>	Tân Sơn Nhất	TP.HCM	28.000.000	32.386.120	116%
2		Nội Bài	Hà Nội	21.000.000	21.538.750	103%
3		Đà Nẵng	Đà Nẵng	10.000.000	8.805.820	88%
4		Phú Quốc	Kiên Giang	2.650.000	2.127.150	80%
5		Cần Thơ	Cần Thơ	3.000.000	577.736	19%
6		Phú Bài	Huế	1.500.000	1.452.000	97%
7		Cam Ranh	Khánh Hòa	2.500.000	3.948.104	158%
8		Cát Bi	Hải Phòng	4.000.000	2.110.080	53%
9	<b>Cảng hàng không nội địa</b>	Vinh	Nghệ An	2.000.000	1.650.967	83%
10		Liên Khương	Lâm Đồng	2.000.000	1.250.118	63%
11		Buôn Ma Thuột	Dak Lak	1.000.000	981.018	98%
12		Rạch Giá	Kiên Giang	200.000	49.192	25%
13		Cà Mau	Cà Mau	200.000	39.722	20%
14		Côn Đảo	Bà Rịa - Vũng Tàu	400.000	278.015	70%
15		Tuy Hòa	Phú Yên	550.000	289.915	53%
16		Điện Biên	Điện Biên	300.000	84.266	28%
17		Đồng Hới	Quảng Bình	500.000	339.784	68%



18	Chu Lai	Quảng Nam	500.000	309.098	62%
19	Pleiku	Gia Lai	1.000.000	306.618	31%
20	Phù Cát	Bình Định	1.500.000	857.115	57%
21	Thọ Xuân	Thanh Hóa	1.200.000	684.856	57%
22	Nà Sản	Sơn La	Đã dừng hoạt động từ năm 2004		
<b>Tổng cộng</b>			<b>84.000.000</b>	<b>80.066.444</b>	<b>95%</b>

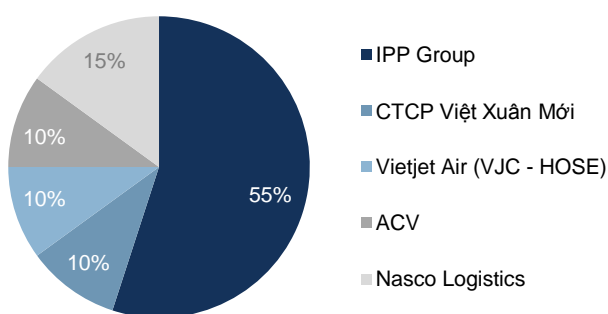
Nguồn: ACV, FPTs Research

**Cơ cấu cổ đông của các nhà ga hành khách hàng không có ảnh hưởng lớn đến các doanh nghiệp dịch vụ hàng không.** Việc chủ đầu tư của nhà ga cũng là cổ đông lớn của một công ty sẽ giúp công ty đó mở rộng hoạt động kinh doanh dễ dàng hơn. Chẳng hạn như vừa qua, CIA (HNX) – hoạt động chính trong lĩnh vực kinh doanh hàng miễn thuế – đã công bố thông tin không thể thuê được mặt bằng kinh doanh hàng hóa miễn thuế tại nhà ga Quốc tế Cam Ranh T2, nguyên nhân là do chủ đầu tư CTCP Nhà ga Quốc tế Cam Ranh (CRTC) đã có thỏa thuận hợp tác kinh doanh với một đơn vị khác, do vậy CRTC không bố trí được mặt bằng kinh doanh theo đề nghị của CIAS.

Hiện tại, theo số liệu chúng tôi thu thập được, cổ đông lớn của CRTC là Tập đoàn Liên Thái Bình Dương (IPP Group). IPP Group hiện nay là cổ đông lớn nhất của CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất (SAS – UpCom) với 55% cổ phần sở hữu. Năm 2018, SAS có kế hoạch triển khai mảng CIP Lounge tại Nhà ga Quốc tế Cam Ranh, trong tương lai có thể mở rộng sang mảng bán hàng miễn thuế. Các cổ đông còn lại của CRTC là CTCP Việt Xuân Mới (10%), Vietjet Air (10%), ACV (10%) và Nasco Logistics (15%).

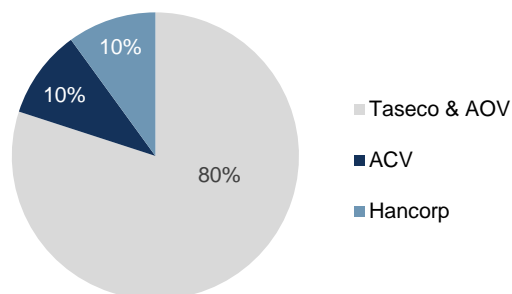
Đối với AHT, cổ đông lớn bao gồm CTCP Dịch vụ Hàng không Thăng Long (Taseco Thăng Long), CTCP Đầu tư AOV, Tổng Công ty Xây dựng Hà Nội (Hancorp) và Tổng Công ty Cảng Hàng không (ACV – UpCom). Các doanh nghiệp hoạt động trong mảng dịch vụ hàng không có các cổ đông lớn là nhà đầu tư của các cảng hàng không sẽ được hưởng lợi lớn trong việc mở rộng hoạt động kinh doanh.

BIỂU ĐỒ 92: Cơ cấu cổ đông của CRTC



Nguồn: Đăng ký kinh doanh ngày 6/7/2016 của CRTC, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 93: Cơ cấu cổ đông của AHT



Nguồn: BCTC 2017 Hancorp, BCTC 2017 của ACV, FPTs Research

Trong số 21 cảng hàng không, hiện **chỉ có hai cảng hàng không lớn là Nội Bài và Tân Sơn Nhất có các trung tâm logistics chuyên phục vụ xử lý hàng hóa hàng không**. Cảng hàng không Tân Sơn Nhất có hai đơn vị chuyên xử lý hàng hóa là Công ty TNHH Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS) và CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS – UpCom). Trong đó, TCS là đơn vị được thành lập trước, thuộc sở hữu của liên doanh 3 bên là Vietnam Airlines (55% cổ phần), Singapore Airport Terminal Services và Công ty TNHH Dịch vụ Sân bay miền Nam. Đơn vị thứ hai là SCS, được thành

lập vào tháng 4/2008, bởi 4 nhóm nhà đầu tư: Gemadept, ACV (UpCom), Bộ Quốc phòng và ACB (ACB đã thoái hết cổ phần tính đến thời điểm hiện tại). Theo khảo sát của FPTTS, các chủ hàng phần lớn đều cho rằng SCS có thiết bị xử lý hàng hóa hiện đại, hiệu quả và năng lực cao hơn TCS. Tuy nhiên, do có sự hỗ trợ của cổ đông lớn Vietnam Airlines, TCS hiện nay vẫn đang chiếm thị phần cao hơn SCS (67% so với 33% tính đến cuối năm 2017), số lượng khách hàng (các hãng hàng không) của TCS lên đến 27 hãng, trong khi SCS chỉ có 25 hãng.

Các công ty chuyển phát nhanh của nước ngoài hiện đang hoạt động tại Việt Nam như DHL, FedEx, Kerry Express và các công ty chuyển phát nhanh khác thường có nhà ga riêng nằm ở sân bay Tân Sơn Nhất. Tuy nhiên, mặt hàng được vận chuyển chủ yếu bởi các công ty này là bưu kiện và thư tín, vì thể lượng hàng hóa được xử lý bởi các công ty này chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong tổng sản lượng hàng hóa tính theo tấn tại đây.

Tại Nội Bài, các trung tâm logistics như NCT (HOSE), ACS và ALS đảm nhiệm xử lý phần lớn khối lượng hàng hóa xuất khẩu, nhập khẩu qua đường hàng không với chủng loại hàng hóa đa dạng. Trước năm 2015, khi ALS chưa đi vào hoạt động, NCT hầu như độc quyền khai thác dịch vụ hàng hóa hàng không tại Nội Bài. Tuy nhiên, sau khi ALS đi vào hoạt động, thị phần NCT đã giảm mạnh, chỉ còn 48% năm 2017, từ mức 82% năm 2015.

**BẢNG 16: Các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ nhà ga hàng hóa sân bay tại Việt Nam**

Đặc điểm	SCS	TCS	NCT	ACS	ALS
Sân bay	Tân Sơn Nhất	Tân Sơn Nhất	Nội Bài	Nội Bài	Nội Bài
Tình trạng cổ phần hóa	UpCom	Công ty đại chúng	HOSE	Công ty đại chúng	Công ty đại chúng
Năm thành lập	2008	1997	2005	2009	2013
Cổ đông lớn	GMD và ACV	Vietnam Airlines	Vietnam Airlines	ACV	Vietnam Airlines và NCT
Công suất năm 2017 (tấn/năm)	200.000	350.000	400.000	100.000	200.000
Hiệu suất (năm 2017)	93%	110%	95%	n.a	n.a
Thị phần 2017	33% *	67% *	48% **	17% **	35% **
Diện tích nhà kho (m2)	27.000	30.000	24.000	9.000	11.000

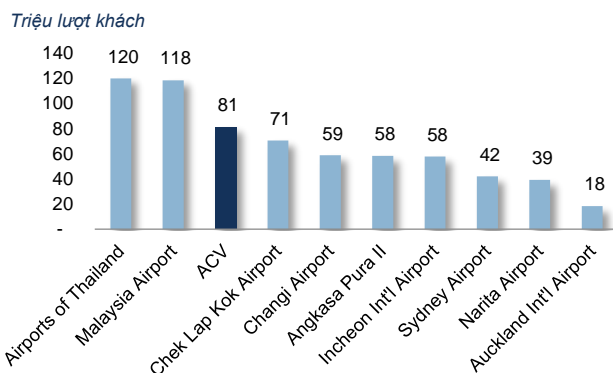
\* Tính tại Tân Sơn Nhất; \*\* Tính tại Nội Bài

Nguồn: FPTTS Research

## 2. Quy mô và cơ cấu doanh thu của ACV so với các cảng hàng không trong khu vực

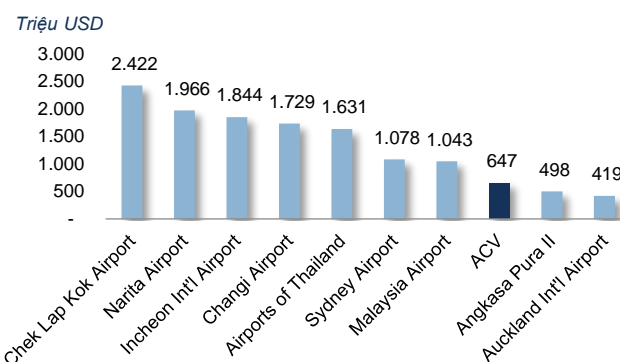
Tổng lượng hành khách đi qua toàn hệ thống cảng của ACV thuộc nhóm đầu về quy mô hành khách trong khu vực. Năm 2016, tổng lượng hành khách thông qua hệ thống cảng hàng không của ACV đạt 81 triệu khách, chỉ đứng sau AOT (đơn vị quản lý các sân bay ở Thái Lan) với 119,9 triệu khách và Malaysia BHD (quản lý các sân bay tại Malaysia) với 118,5 triệu khách và cao hơn nhiều so với các cảng hàng không lớn của các quốc gia khác trong khu vực như Chek Lap Kok Airport (HongKong) với 70,5 triệu khách và Changi Airport (Singapore) với 58,7 triệu khách...

**BIỂU ĐỒ 94: Quy mô hành khách của ACV so với các cảng hàng không trong khu vực 2016**



Nguồn: Báo cáo thường niên năm 2016 của các đơn vị, FPTs Research

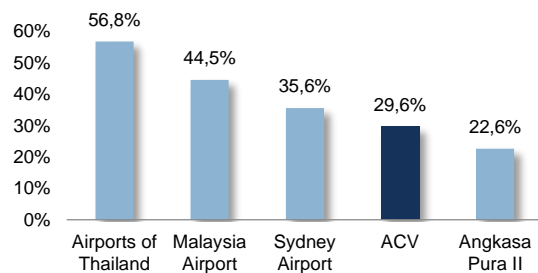
**BIỂU ĐỒ 95: Quy mô doanh thu của ACV so với các cảng hàng không trong khu vực 2016**



Nguồn: Báo cáo thường niên năm 2016 của các đơn vị, FPTs Research

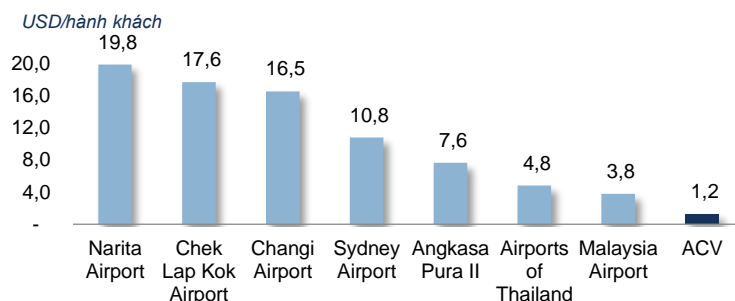
Tuy nhiên, quy mô doanh thu của ACV chưa phát triển tương xứng với quy mô hành khách. Thực tế, doanh thu năm 2016 của ACV chỉ bằng 39,7% và 62,0% con số doanh thu của AOT và Malaysia BHD, trong khi quy mô hành khách đạt gần 68,4% và 67,5% quy mô hành khách của hai đơn vị trên. Điều này một phần xuất phát từ tỷ trọng hành khách quốc tế qua hệ thống cảng của ACV chỉ khoảng 29,6%; thấp hơn nhiều so với AOT là 56,8% và Malaysia BHD 44,5%; mặc dù phí phục vụ hành khách quốc tế của ACV thuộc nhóm cao so với các cảng hàng không trong khu vực.

**BIỂU ĐỒ 96: Tỷ lệ hành khách quốc tế của ACV thuộc nhóm thấp so với khu vực**



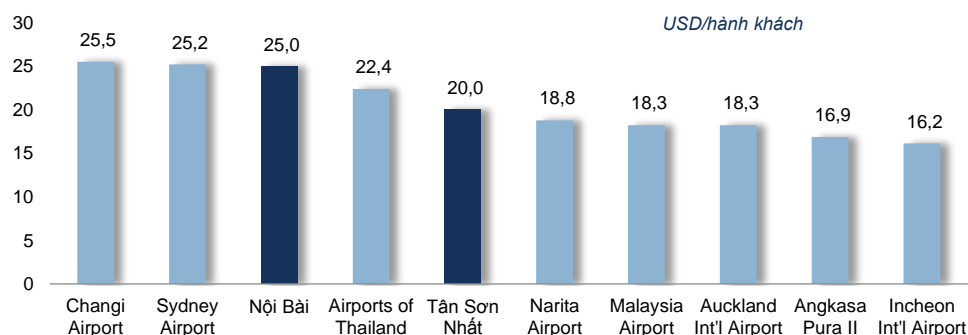
Nguồn: Báo cáo thường niên năm 2016 của các đơn vị FPTs Research

**BIỂU ĐỒ 97: Doanh thu phi hàng không trên một hành khách của ACV thuộc mức thấp so với khu vực**



Nguồn: Báo cáo thường niên năm 2016 của các đơn vị FPTs Research

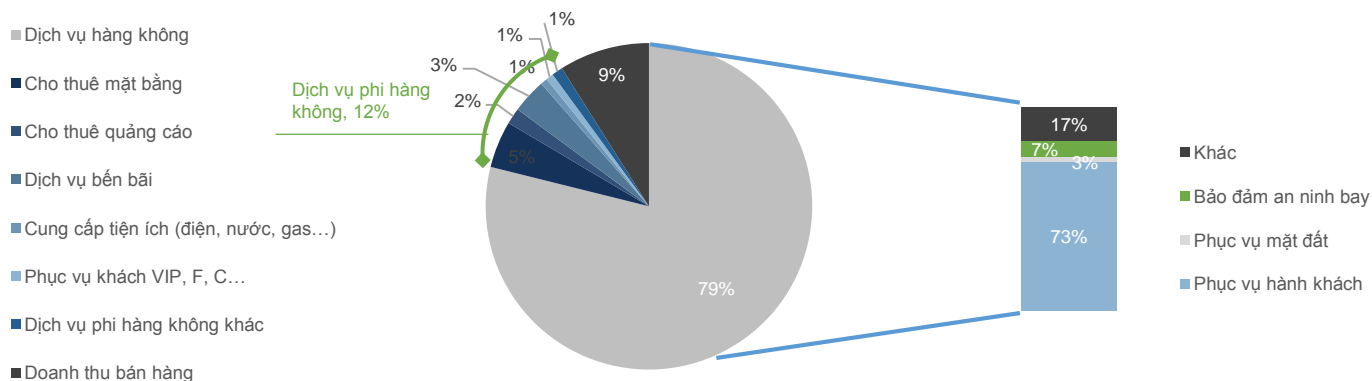
Nguyên nhân khác đến từ sự phát triển còn nhiều hạn chế của các dịch vụ đi kèm có giá trị gia tăng cao cho hành khách tại các nhà ga sân bay. Theo tính toán của chúng tôi, doanh thu phi hàng không trên một hành khách qua hệ thống cảng của ACV chỉ đạt 1,2 USD/hành khách, thấp hơn nhiều so với mức trung bình của khu vực Châu Á Thái Bình Dương là 10 USD/hành khách hay hai quốc gia gần nhất là Thái Lan (4,8 USD/hành khách) và Malaysia (3,8 USD/hành khách). Hiện tại, các đơn vị quản lý sân bay trong khu vực thường triển khai đầu tư dự án nhà ga sân bay tích hợp bao gồm một chuỗi các dịch vụ như khu mua sắm (shopping mall), lưu trú (accommodation) và dịch vụ ăn uống rất đa dạng. Trong khi tại hai cảng lớn của ACV là Tân Sơn Nhất và Nội Bài, các dịch vụ phi hàng không còn khá rời rạc và đơn giản.

**BIỂU ĐỒ 98: Mức phí phục vụ hành khách quốc tế của ACV thuộc nhóm cao so với khu vực**


Nguồn: Quy định mức phí các đơn vị cảng hàng không, ACV, FPTs Research

Hai yếu tố trên vừa là hạn chế vừa cho thấy tiềm năng phát triển ngành cảng hàng không Việt Nam nói chung và quy mô doanh thu của ACV nói riêng còn rất lớn. Dòng vốn đầu tư FDI tăng mạnh vào Việt Nam cùng với sự tăng trưởng của lượng khách quốc tế du lịch đến Việt Nam kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng chính cho khối khách quốc tế đến Việt Nam trong các năm tới, từ đó giúp mở rộng doanh thu nhóm dịch vụ phi hàng không của ACV. Tuy nhiên, để nắm bắt được cơ hội tăng trưởng này, ACV phải triển khai nhanh các kế hoạch gia tăng công suất, đặc biệt đối với hai cảng hàng không Tân Sơn Nhất và Nội Bài hiện đang quá tải về lượng khách.

Năm 2017, trong cơ cấu doanh thu của ACV, doanh thu từ các dịch vụ hàng không chiếm 79% trong tổng doanh thu, trong khi doanh thu từ các dịch vụ phi hàng không chỉ chiếm 12%. Trong doanh thu dịch vụ hàng không, doanh thu từ phục vụ hành khách chiếm tỷ trọng cao nhất với 73%. Trong doanh thu từ dịch vụ phi hàng không, doanh thu từ cho thuê mặt bằng và thu phí bến bãi, giữ xe chiếm tỷ trọng cao nhất, lần lượt là 34,9% và 32,1%, còn lại là doanh thu từ các dịch vụ cho thuê quảng cáo, phục vụ khách VIP...

**BIỂU ĐỒ 99: Cơ cấu doanh thu của ACV năm 2017**


Nguồn: ACV, FPTs Research

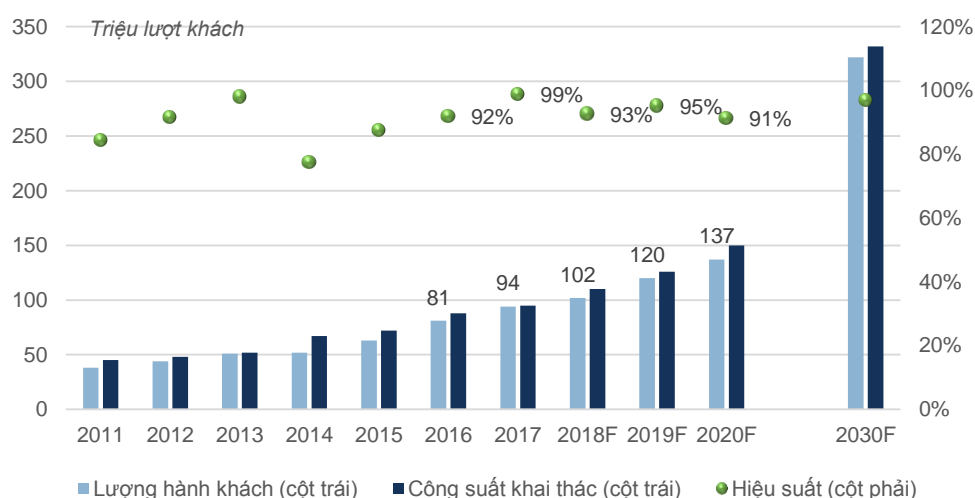
### 3. Cung – cầu lượng hành khách thông qua hệ thống cảng hàng không Việt Nam

Theo số liệu từ Tổng Công ty Cảng hàng không (ACV), lượng hành khách thông qua hệ thống cảng hàng không Việt Nam đã ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng, với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 16,3%/năm trong giai đoạn 2011-2017. Năm 2017, lượng hành khách thông qua hệ thống cảng hàng không Việt Nam đạt 94 triệu người, tăng 16,0% so với năm 2016, vượt mốc kỷ lục của năm

2016 (81 triệu người, +28,5% YoY) về giá trị tuyệt đối. Theo ACV cho biết, lượng hành khách thông qua hệ thống cảng hàng không Việt Nam đến năm 2020 sẽ đạt 137 triệu người, tương đương với CAGR 2017-2020 là 13,4%/năm. Bên cạnh đó, Cục hàng không Việt Nam dự báo lượng hành khách sẽ tăng lên mức 122 triệu người và 322 triệu người trong năm 2020 và 2030, tương đương với CAGR 2017-2020 là 9,1%/năm và CAGR 2020-2030 là 10,2%/năm.

Tuy nhiên, một thực trạng hiện tại là tổng công suất thiết kế của các cảng hàng không tại Việt Nam không đủ đáp ứng nhu cầu lượng hành khách thông qua, đặc biệt là ở hai cảng Tân Sơn Nhất và Nội Bài luôn trong tình trạng quá tải. Từ 2011-2017, có thể thấy hiệu suất sử dụng các cảng hàng không gần mức 100%, riêng Tân Sơn Nhất và Nội Bài đều đã trên 100%. Để đáp ứng nhu cầu tăng cao trong những năm tới, ACV sẽ đầu tư mở rộng, nâng công suất thiết kế lên mức 150 triệu hành khách vào năm 2020 và 330 triệu hành khách vào năm 2030. Trong đó, ACV sẽ mở rộng công suất cảng hàng không Tân Sơn Nhất lên 40-50 triệu khách/năm vào năm 2020, từ mức 28 triệu khách/năm năm 2016. Cảng hàng không Nội Bài cũng sẽ được nâng cấp lên 50 triệu khách/năm năm 2018, từ 21 triệu khách năm 2016.

BIỂU ĐỒ 100: Lượng hành khách và công suất phục vụ 2011-2030F



Nguồn: ACV, CAAV, FPTs Research

Việc đầu tư mở rộng các cảng hàng không là cấp thiết, nhằm nâng cao năng lực khai thác cũng như chất lượng dịch vụ của hệ thống cảng Việt Nam. Trong giai đoạn 2017-2020, ACV dự kiến đầu tư khoảng 20.000 tỷ đồng cho các dự án mở rộng nhằm nâng công suất phục vụ, đặc biệt là các cảng hàng không đem lại doanh thu chính cho ACV. Đồng thời, trong giai đoạn 2018-2025, ACV dự kiến tiến hành đầu tư xây dựng Cảng hàng không quốc tế Long Thành giai đoạn 1 có công suất thiết kế 25 triệu hành khách/năm và nâng lên công suất lên 100 triệu hành khách/năm từ 2050.

BẢNG 17: Những dự án nâng cấp cơ sở hạ tầng sân bay Việt Nam

Dự án	Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian	Ghi chú
Đà Nẵng	3.504	2017	Xây dựng khu vực VIP và nâng cấp lên 10-15 triệu khách/năm, 250 nghìn tấn hàng/năm
Phú Quốc	2.000	2017	Nâng cấp lên 6 triệu khách/năm và 300 nghìn tấn hàng/năm
Quảng Ninh - Vân Đồn	7.494	2017	<b>Sân bay mới</b> , công suất 2 triệu khách/năm và 10 nghìn tấn hàng/năm

Hà Nội - Nội Bài	1.200	2018	Bảo dưỡng nhà ga T1 và mở rộng từ 10 triệu lên 50 triệu khách/năm
Phan Thiết	5.760	2018-2019	<b>Sân bay mới</b> , giai đoạn 1: 500 nghìn khách/năm và 10 nghìn tấn hàng/năm
Chu Lai	22.700	Giai đoạn 1: 2018 Giai đoạn 2: 2025-2030	Giai đoạn 1: Mở rộng lên 4 triệu khách/năm và 5 triệu tấn hàng/năm. Giai đoạn 2: 8-10 triệu khách/năm và 600 tấn hàng/năm
Lào Cai	5.789	Giai đoạn 1: 2019 Giai đoạn 2: 2020-2030	<b>Sân bay mới</b> . Giai đoạn 1: 560 nghìn khách/năm và 600 tấn hàng/năm. Giai đoạn 2: 1,585 triệu khách/năm và 2.880 tấn hàng/năm
HCM - Tân Sơn Nhất	2.000	2020	Mở rộng lên 40-50 triệu khách/năm
Long Thành	355.680	2025	<b>Sân bay mới</b> . Giai đoạn 1: 25 triệu khách/năm và 1 triệu tấn hàng/năm Giai đoạn 2: 100 triệu khách/năm và 5 triệu tấn hàng/năm
Hải Phòng - Cát Bi	6.000	2025	Mở rộng lên 8 triệu khách/năm
Nha Trang - Cam Ranh	3.735	2030	Mở rộng lên 8 triệu khách/năm
Quy Nhơn - Phù Cát	Dự án	2020-2030	Nâng cấp lên 4 triệu khách/năm và 50 nghìn tấn hàng/năm
Cà Mau	Dự án	2030	Nâng cấp lên 500 nghìn khách/năm và 500 tấn hàng/năm

Nguồn: ACV, FPTs Research

## VIII. Môi trường kinh doanh

### 1. Môi trường kinh tế, văn hóa, xã hội

#### 1.1 Đô thị hóa

Việt Nam là nước có tốc độ đô thị hóa nhanh nhất ở Đông Nam Á (vào khoảng 3,4%/năm). Năm 1986, cả nước chỉ có gần 12 triệu dân thành thị. Con số này đã tăng lên 32,1 triệu vào năm 2016, chiếm 34,6% tổng dân số và đóng góp vào hơn một nửa GDP Việt Nam. Tính đến năm 2015, số lượng các khu vực thành thị tăng từ 420 trong năm 1995 lên 775 khu vực và tổng diện tích đô thị cũng tăng gấp đôi từ 836.117 ha lên 1.642.420 ha.

BẢNG 18: Tốc độ đô thị hóa tại Việt Nam

Năm	Số lượng đô thị	Tổng diện tích đô thị (ha)	Dân số đô thị (triệu người)	Tỷ trọng dân số đô thị
1995	420	836.117	14,9	20,8%
2000	629	990.276	18,7	24,1%
2005	675	1.153.549	22,3	27,1%
2010	752	1.372.038	25,4	29,6%
2015	775	1.642.240	31,0	34,3%
2016	n.a	n.a	32,06	34,6%

Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTs tổng hợp

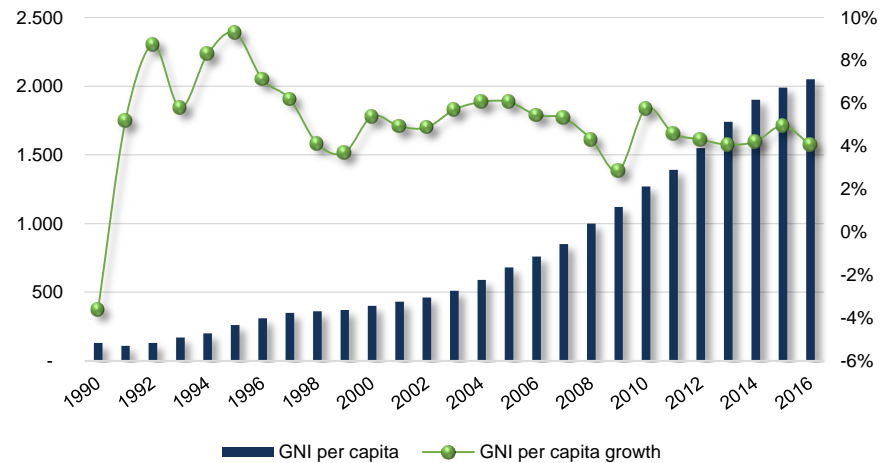
Sự chuyển dịch giữa nông thôn và thành thị tạo ra nhu cầu di chuyển bằng đường hàng không giữa các tỉnh thành tại Việt Nam. Số liệu từ CAPA cho thấy, thị trường vận tải hành khách nội địa hàng không Việt Nam đã tăng từ 12 triệu hành khách năm 2012 lên 28 triệu hành khách năm 2016, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 23,6%/năm.



## 1.2 Tình hình tài chính cá nhân

Chỉ số GNI/người (thu nhập quốc dân bình quân đầu người) tại Việt Nam liên tục tăng trong giai đoạn 1991-2016, từ mức 110 USD/người trong năm 1991 lên 2050 USD/người trong năm 2016. Tốc độ tăng trưởng của chỉ số GNI/người tại nước ta dao động trong khoảng 4-6% giai đoạn 2000-2016. Theo dự báo của Tổng cục thống kê Việt Nam, số người có thu nhập được xếp vào tầng lớp trung lưu theo chuẩn quốc tế (có sức mua > 15 USD/ngày) được dự kiến sẽ chiếm 1/2 dân số Việt Nam vào năm 2035 thay vì chỉ chiếm 11% như hiện tại.

BIỂU ĐỒ 101: Chỉ số GNI/người tại Việt Nam giai đoạn 1990-2016



Nguồn: World Bank, FPT Research

Với triển vọng tích cực về tình hình tài chính cá nhân, cộng với sự ra đời của hàng không giá rẻ, chúng tôi cho rằng nhu cầu dành cho di chuyển hàng không từ hành khách nội địa sẽ vẫn tiếp tục tăng trưởng khả quan.

## 2. Cơ sở hạ tầng cải thiện nhưng chi phí logistics vẫn là một trở ngại

Chất lượng cơ sở hạ tầng của Việt Nam đã liên tục cải thiện trong các năm qua. Trong báo cáo của World Economic Forum, Global Competitiveness 2015/2016 cho thấy, chất lượng cơ sở hạ tầng của Việt Nam đứng thứ 99 trong 140 quốc gia và vùng lãnh thổ được xếp hạng, trong đó xếp hạng chất lượng CSHT hàng không là 75/140, đường bộ là 93/140, chất lượng CSHT đường sắt là 48/140, và chất lượng CSHT cảng biển là 76/140. Bảng dưới đây so sánh chất lượng của cơ sở hạ tầng Việt Nam từ năm 2011-2016, có thể thấy rằng, xếp hạng của Việt Nam ngày càng tăng lên, đặc biệt kể từ sau năm 2015.

BẢNG 19: Cơ sở hạ tầng của Việt Nam đang ngày càng cải thiện

Loại hình	Xếp hạng/142	Xếp hạng/144	Xếp hạng/139	Xếp hạng/144	Xếp hạng/140
	Năm 2011/2012	Năm 2012/2013	Năm 2013/2014	Năm 2014/2015	Năm 2015/2016
CSHT đường bộ	123	120	102	104	93
CSHT đường sắt	71	68	58	52	48
CSHT hàng không	111	113	98	88	75
CSHT cảng biển	95	94	92	87	76

Nguồn: Global Competitiveness Report 2011-2016, FPT Research

Tuy nhiên, chi phí logistics vẫn đang là một trở ngại lớn đối với ngành vận tải hàng hóa hàng không. Theo ông Ousmane Dione, Giám đốc Quốc gia Ngân hàng Thế giới (WB), nếu tính theo tỷ trọng GDP, chi phí logistics của Việt Nam là 18%, cao gần gấp đôi so với các nền kinh tế phát triển và cao hơn mức bình quân toàn cầu 14%. Điều này hạn chế sự phát triển vận tải hàng hóa hàng không tại Việt Nam.

**BẢNG 20: Chi phí logistics tại Việt Nam thuộc mức cao so với khu vực Đông Nam Á**

Tiêu chí	Malaysia	Campuchia	Indonesia	Phillipines	Singapore	Thái Lan	Việt Nam	
							2014	2012
Thời gian và chi phí đưa hàng hóa từ nơi sản xuất đến cảng hàng không (cảng đi)								
Khoảng cách (km)	512	186	133	36	30	25	36	52
Thời gian (ngày)	1	1	3	2	2	1	1	2
Chi phí (USD)	3.000	469	579	572	323	250	237	310
Thời gian và chi phí nhập hàng từ cảng hàng không về kho người mua								
Khoảng cách (km)	512	150	94	36	25	75	31	63
Thời gian (ngày)	7	4	5	7	2	1	1	2
Chi phí (USD)	3.000	397	568	630	266	500	281	361

Nguồn: Connecting to Compete 2014 và 2012, World Bank, FPTs Research

### 3. Những cơ quan tham gia quản lý ngành hàng không Việt Nam

Bộ Giao thông Vận tải: <http://mt.gov.vn/vn/Pages/Trangchu.aspx>

Cục Hàng không Việt Nam: <http://www.caa.gov.vn/>

### 4. Những chính sách, quy định pháp lý ngành hàng không Việt Nam

**Luật hàng không dân dụng Việt Nam**, bao gồm Luật số 66/2006/QH11 của Quốc hội và Luật hàng không dân dụng sửa đổi năm 2014: quy định quyền, nghĩa vụ của các doanh nghiệp hàng không và quyền, nghĩa vụ của hành khách khi di chuyển hàng không.

**Nghị định số 92/2016/NĐ-CP**: quy định về các ngành, nghề kinh doanh có điều kiện trong lĩnh vực hàng không dân dụng.

**Nghị định 30/2013/NĐ-CP**: quy định về kinh doanh vận chuyển hàng không và hoạt động hàng không chung. Trong đó, tại khoản 1 Điều 11 quy định tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa đối với các hãng hàng không **không được vượt quá 30%**.

**Thông tư 2585/1998/TT-CHK**: hướng dẫn áp dụng giá cước hành khách ưu đãi trên các đường bay nội địa cho một số đối tượng là người Việt Nam định cư ở nước ngoài do Cục hàng không dân dụng Việt Nam ban hành.

**Thông tư 16/2010/TT-BGTVT**: quy định về quản lý, khai thác cảng hàng không, sân bay.

**Thông tư số 36/2014/TT-BGTVT ngày 29/08/2014**: của Bộ giao thông Vận tải quy định chất lượng dịch vụ hành khách tại cảng hàng không.

**Thông tư số 14/2015/ TT-BGTVT ngày 27/04/2015**: của Bộ giao thông Vận tải quy định về việc bồi thường ứng trước không hoàn lại trong vận chuyển hành khách bằng đường hàng không.

**Quyết định 318/QĐ-TTg năm 2014**: chiến lược phát triển Dịch vụ vận tải đến năm 2020.

**Quyết định số 4224/QĐ-BGTVT:** quy định khung giá một số dịch vụ phi hàng không tại cảng hàng không, sân bay Việt Nam

**Quyết định số 2345/QĐ-BGTVT:** điều chỉnh tăng một số dịch vụ chuyên ngành hàng không tại cảng hàng không, sân bay Việt Nam. Trong đó, các dịch vụ tại cảng hàng không phải tuân theo mức phí được chúng tôi tổng kê lại như sau:

**BẢNG 21: Các hoạt động phải thu phí theo/không theo quy định của Bộ Tài chính**

Khu vực	Trước nhà ga	Trong nhà ga	Sân đỗ và khu bay	Dịch vụ khác
<b>Dịch vụ</b>	1. Dịch vụ taxi, xe buýt	1. Dịch vụ hành khách	1. Dịch vụ hạ cất cánh	1. Suất ăn hàng không
	2. Bãi đỗ xe	2. Soi chiếu an ninh	2. Hỗ trợ kỹ thuật bay	2. Cung cấp hàng hóa: chăn, dép, khăn...
	3. Nhà hàng, cửa hàng tiện lợi	3. Dịch vụ mặt đất (check-in, hành lý, cầu ra máy bay)	3. Sân đậu máy bay	
		4. Cho thuê mặt bằng	4. Cung cấp nhiên liệu	
		5. Dịch vụ quảng cáo		
		6. Nhà hàng, hàng miễn thuế		
<b>Quy định</b>	<b>Phí dịch vụ</b>			
	Không theo khung phí của Bộ Tài Chính	Theo khung phí Quyết định số 2345/QĐ-BGTVT năm 2017: (1), (2), (4) và (3) – cho sân bay nhóm C (*) Không theo khung phí của Bộ Tài Chính: (5) và (6)	Theo khung phí Quyết định số 2345/QĐ-BGTVT năm 2017: (1), (3), (4) và (2) – sân bay nhóm C	Không theo khung phí của Bộ Tài Chính

Nguồn: BTC, Quyết định 2345/QĐ-BGTVT, FPTs research

(\*) Các cảng hàng không của Việt Nam được chia thành 03 nhóm theo quy định của Bộ Giao thông vận tải như sau:

- Nhóm A là nhóm các cảng hàng không khai thác 24/24 giờ bao gồm: Cảng hàng không Nội Bài, Đà Nẵng, Tân Sơn Nhất, Cam Ranh, Cát Bi, Vinh, Cần Thơ, Phú Quốc, Liên Khương, Phú Bài, Buôn Ma Thuột.
- Nhóm B là nhóm các cảng hàng không không thuộc nhóm A và nhóm C.
- Nhóm C là nhóm các cảng hàng không phục vụ kinh tế, xã hội bao gồm: Cảng hàng không Côn Đảo, Điện Biên, Cà Mau, Rạch Giá.

## 5. Thương quyền vận tải hàng không và Hiệp định mở cửa Bầu trời ASEAN (ASEAN Open Skies)

Các thương quyền vận tải hàng không là một bộ các quyền vận tải hàng không thương mại cấp cho các hãng hàng không của một quốc gia các đặc quyền được bay vào và hạ cánh tại một quốc gia khác, bao gồm 9 thương quyền (*nội dung cụ thể từng thương quyền xem thêm phần PHỤ LỤC*).

Thông thường, các quốc gia khi ký kết hiệp định hàng không song phương hay đa phương thường đồng ý về các thương quyền 1, 2, 3 và 4; nhưng từ thương quyền 5 đến 9 việc đàm phán, ký kết thường rất khó khăn, phức tạp. Riêng hai thương quyền 8 và 9 (thương quyền khai thác nội địa) hầu như rất hiếm quốc gia nào chấp nhận cho các hãng máy bay nước ngoài vào khai thác các điểm đến nội địa trong nước mình.

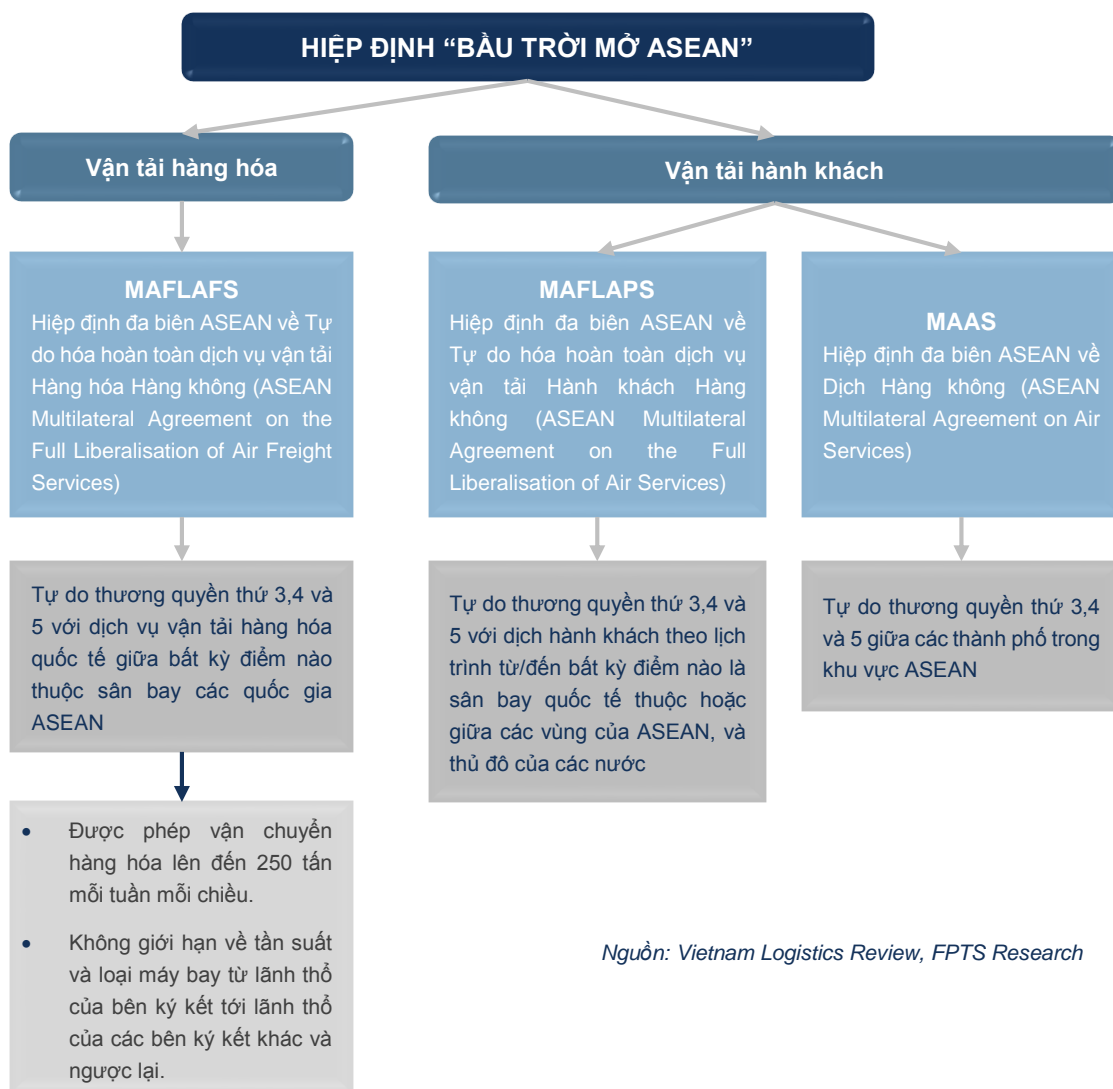
- Thương quyền 1: Quyền được tự do bay trên lãnh thổ của quốc gia nhưng không hạ cánh.
- Thương quyền 2: Quyền được quyền hạ cánh xuống lãnh thổ của quốc gia vì các lý do phi thương mại trong những trường hợp cần thiết và có báo trước. Như để tiếp nhiên liệu, sửa chữa máy bay.
- Thương quyền 3: Quyền lấy tải thương mại (hành khách, hàng hoá, thư tín) từ quốc gia của hãng chuyên chở tới lãnh thổ nước ngoài.

- Thương quyền 4: Quyền lấy tải thương mại (hành khách, hàng hoá, thư tín) trên lãnh thổ nước ngoài chuyên chở về nước của hãng khai thác.

Hiệp định Bầu trời mở ASEAN (ASEAN Open Skies), nhằm hướng đến một thị trường hàng không thống nhất trong khối ASEAN (ASEAN Single Aviation Market – SAM), đã bắt đầu có hiệu lực từ 2016. Hiệp định này là một yếu tố quan trọng cho ngành hàng không của khu vực khi loại bỏ phần lớn các rào cản về số đường bay, tần suất chuyến bay,... giữa các sân bay quốc tế ở các quốc gia ASEAN. Cụ thể, Hiệp định “Bầu trời mở ASEAN” gỡ bỏ hạn chế thương quyền thứ 3, 4 và 5 cho các hãng hàng không được chỉ định bởi quốc gia ký kết và là thành viên ASEAN.

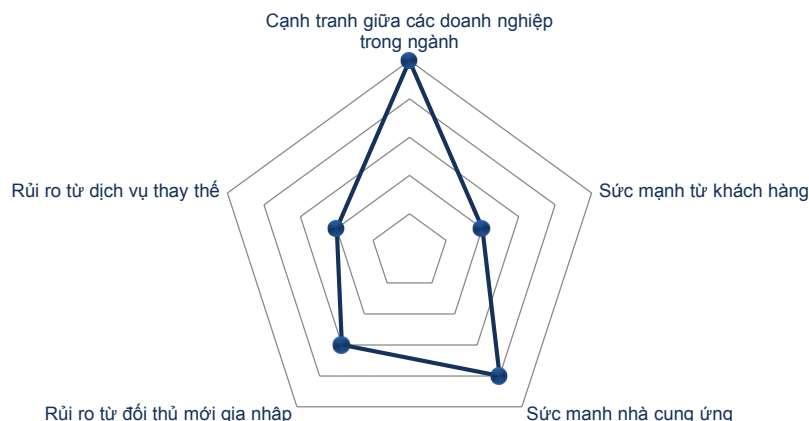
IATA và Bloomberg cho rằng, cạnh tranh trong ngành hàng không Việt Nam sẽ tăng lên nhưng đồng thời các hãng hàng không cũng sẽ hưởng lợi nhờ lượng khách tăng thêm do số lượng chuyến bay linh động hơn giữa các khu vực. Trong đó, các hãng hàng không giá rẻ trong khu vực sẽ được lợi nhất từ hiệp định này nhờ nhờ quãng đường bay ngắn (trong vòng 3-4 giờ) và gia tăng áp lực lên các hãng hàng không truyền thống.

HÌNH 8: Hiệp định “Bầu trời mở ASEAN”



Nguồn: Vietnam Logistics Review, FPTs Research

## IX. Mức độ cạnh tranh ngành vận tải hàng không Việt Nam



Chúng tôi đánh giá mức độ cạnh tranh trong ngành hàng không Việt Nam bằng cách sử dụng mô hình Five – Forces của Micheal Porter:

### 1. Mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành - Cao

Chúng tôi đánh giá mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành vận tải hàng không ở mức cao, nguyên nhân đến từ các yếu tố sau:

- Rào cản rời ngành lớn: Do đặc thù ngành phải đầu tư lớn vào tài sản cố định, và các tài sản này khó có khả năng sử dụng cho những ngành nghề khác làm cho rào cản rời ngành cao. Bên cạnh đó, phần lớn vốn đầu tư sử dụng là nợ vay, vì thế việc rời bỏ khỏi ngành khá khó khăn do các hợp đồng vay dài hạn ràng buộc các công ty phải tiếp tục hoạt động.
- Chi phí chuyển đổi giữa các doanh nghiệp thấp: dịch vụ được cung cấp bởi các doanh nghiệp vận tải hàng không nhìn chung không quá nhiều sự khác biệt, do đó không có hãng hàng không nào có thể thống trị được thị phần ngành. Điều này dẫn đến khách hàng có thể chuyển đổi sử dụng dịch vụ giữa các doanh nghiệp một cách dễ dàng.
- Hiệp định Bầu trời mở cửa ASEAN (ASEAN Open Skies) hướng đến một thị trường hàng không thống nhất trong khối ASEAN, bắt đầu có hiệu lực từ năm 2016. Hiệp định này loại bỏ các rào cản về số đường bay, tần suất chuyến bay, ... giữa các sân bay quốc tế ở các quốc gia ASEAN, khiến cạnh tranh sẽ ngày càng gay gắt giữa các doanh nghiệp hàng không nội địa lẫn nước ngoài.
- Trong tương lai, sẽ có thêm hãng hàng không Vietstar Airlines tham gia vào ngành theo mô hình hàng không giá rẻ giống Vietjet Air. Cuộc chiến thị phần sẽ ngày càng gay gắt, đặc biệt giữa nhóm hàng không giá rẻ và hàng không truyền thống.

### 2. Sức mạnh trả giá từ khách hàng – Thấp

Ngành vận tải hàng không có hai nhóm khách hàng chính:

- (1) Những người di chuyển cá nhân: Những cá nhân này mua vé máy bay vì mục đích cá nhân (như du lịch, thăm người thân, du học...) hoặc công việc.

- (2) Đại lý và các website bán vé trực tuyến. Nhóm này đóng vai trò trung gian giữa các hãng hàng không và khách hàng (nhóm 1). Họ hợp tác với nhiều hãng hàng không để có thể cung cấp các chuyến bay phù hợp nhất cho khách hàng.

Tại Việt Nam, với số lượng hành khách đã lên đến 52 triệu người năm 2016, trong khi chỉ có 4 hãng hàng không lớn đang hoạt động. Do đó, sức mạnh trả giá của người mua đối với các doanh nghiệp vận tải hàng không là thấp, bao gồm cả nhóm (1) và (2) trên.

### **3. Sức mạnh nhà cung cấp – Cao**

Nhà cung cấp chính của các doanh nghiệp vận tải hàng không chia làm 3 nhóm:

- Nhóm sản xuất máy bay: Như chúng tôi đã đề cập, hiện tại Airbus chiếm phần lớn thị phần cung cấp máy bay tại Việt Nam (theo tính toán của chúng tôi là khoảng 90%). Dòng sản phẩm của Airbus phù hợp cho các doanh nghiệp hàng không giá rẻ như Vietjet, Jetstar. Với vị thế thị phần lớn và hiện tại vẫn chưa có doanh nghiệp sản xuất máy bay nào có dòng sản phẩm phù hợp cho mô hình hàng không giá rẻ như Airbus, vị thế của doanh nghiệp sản xuất máy bay này đối với các hãng vận tải hàng không là cao.
- Nhóm cung cấp nhiên liệu: Hiện tại, xăng Jet-A1 được cung cấp bởi hai doanh nghiệp là Skypet và Petrolimex. Tuy nhiên, do sản phẩm xăng Jet-A1 là dòng sản phẩm nhiên liệu đặc thù, chỉ có thể sử dụng cho các hãng hàng không, vì thế các công ty hàng không là nguồn đầu ra duy nhất của các doanh nghiệp cung cấp xăng Jet-A1. Do đó, chúng tôi cho rằng sức mạnh của nhóm nhà cung cấp nhiên liệu ở mức trung bình.
- Nhóm dịch vụ hàng không và cảng hàng không: đặc thù của ngành vận tải hàng không là phải sử dụng cảng hàng không làm chỗ đậu máy bay, chờ hành khách... Bên cạnh đó, hai cảng hàng không lớn tại Việt Nam là Tân Sơn Nhất và Nội Bài đều đang trọng tình trạng quá tải, cung không đáp ứng đủ cầu. Vì thế, chúng tôi cho rằng sức mạnh của nhóm cảng hàng không là cao.

Qua nhưng phân tích trên, chúng tôi cho rằng sức mạnh nhà cung cấp đối với các hãng vận tải hàng không là cao.

### **4. Rủi ro từ đối thủ mới gia nhập – Trung bình**

Chúng tôi đánh giá rủi ro từ các doanh nghiệp mới gia nhập ngành là trung bình dựa vào các nguyên nhân sau:

- Đặc thù ngành hàng không phải đầu tư lớn vào tài sản cố định. Ngoài ra, thời gian để đầu tư ban đầu cho một hãng vận tải hàng không là tương đối dài, đòi hỏi các doanh nghiệp mới phải có đội bay, phi hành đoàn và nhân viên có kinh nghiệm bay.
- Các công ty hiện hữu có lợi thế lớn về chi phí. Do đã hoạt động từ trước, nên những doanh nghiệp hiện hữu đã có sẵn một lượng khách hàng, dẫn đến tỷ lệ Chi phí/ASK thấp hơn so với các doanh nghiệp mới gia nhập.
- Hành khách có xu hướng chọn những hãng hàng không đã có uy tín.
- Quy trình cấp phép nghiêm ngặt cho các hãng hàng không mới tại Việt Nam. Do hiện tại cơ sở hạ tầng sân bay đều đã quá tải, Bộ Giao thông Vận tải (BGTVT) hiện rất chặt chẽ trong khâu cấp phép bay đối với doanh nghiệp mới, điển hình như Vietstar Airlines, BGTVT đã có thông báo sẽ chỉ xem xét cho Vietstart tham gia bay khi nhà ga hành khách và nhà ga hàng hóa tại Tân Sơn Nhất đã mở rộng xong.



- Tuy nhiên, rào cản gia nhập ngành, đặc biệt là về các điều kiện, chính sách sẽ ngày càng dễ dàng hơn đối với các hãng hàng không trong khu vực khi Việt Nam đang hướng đến tự do hóa hàng không khu vực, ngoài ra Việt Nam đang được đánh giá là thị trường hàng không hấp dẫn nhất khu vực cũng là lý do mà trong thời gian tới Việt Nam sẽ chứng kiến nhiều hãng hàng không lớn trong khu vực xâm nhập.

#### **5. Rủi ro từ dịch vụ thay thế - Thấp**

- Ngoài máy bay, hành khách có thể lựa chọn các phương tiện khác như xe ô tô, xe bus, xe lửa hoặc tàu để di chuyển. Chi phí chuyển đổi bằng tiền giữa các phương tiện này không lớn (nhờ mô hình hàng không giá rẻ ra đời), ngược lại chi phí lớn nhất phải đánh đổi là thời gian. Tính đến thời điểm hiện tại, máy bay là phương tiện di chuyển nhanh nhất trong các phương thức vận chuyển. Di chuyển bằng máy bay đang ngày càng chứng minh ưu điểm vượt trội về thời gian và tính tiện lợi so với các phương tiện khác.
- Bên cạnh đó, cơ sở hạ tầng tại Việt Nam tạo ra trở ngại lớn cho xe lửa, xe bus, tàu nội địa so với máy bay. So sánh tính cạnh tranh về giá và thời gian giữa các phương tiện khác với hàng không giá rẻ LCC, nếu sự chênh lệch giá cả không lớn, hành khách sẽ có xu hướng lựa chọn dịch vụ LCC để tiết kiệm thời gian.
- Về vận chuyển hàng hóa, mặt hàng mà các hãng hàng không đang vận chuyển hiện nay phần lớn (70%) là các sản phẩm có giá trị cao, như laptop, smartphone, nước hoa... Các mặt hàng này cần được bảo quản và vận chuyển nhanh hơn để phù hợp với xu hướng thị trường. Do đó, vận tải hàng không vẫn là phương thức được các chủ hàng ưu tiên.

Qua những phân tích trên, chúng tôi cho rằng rủi ro từ các sản phẩm thay thế đối với ngành vận tải hàng không là thấp.

### **D. TRIỂN VỌNG NGÀNH HÀNG KHÔNG VIỆT NAM**

#### **I. Phân tích SWOT ngành hàng không Việt Nam**

##### **1. Điểm mạnh**

- Thu nhập bình quân đầu người và tầng lớp trung lưu đang mở rộng, thúc đẩy nhu cầu vận chuyển bằng máy bay.
- Ngành hàng không Việt Nam được đánh giá còn nhiều tiềm năng với dân số lên đến 93 triệu dân năm 2016, cơ cấu dân số tương đối trẻ và đang trong quá trình đô thị hóa.
- Cơ sở hạ tầng đường bộ, đường sắt chưa phát triển, trong khi vận chuyển bằng tàu mất nhiều thời gian. Với địa hình hẹp, trải dài từ Bắc xuống Nam và bị chia cắt bởi đồi núi, cao nguyên, vận chuyển hàng không có lợi thế về địa lý hơn nhiều so với các phương tiện vận chuyển khác. Bên cạnh đó, di chuyển bằng đường hàng không còn giúp rút ngắn đáng kể thời gian di chuyển so với các phương tiện khác. Đặc biệt, từ năm 2011 với sự tham gia của hàng không giá rẻ (Vietjet), giá vé đã được giảm xuống gần với mức giá vé xe lửa và xe khách. Điều đó đã khiến cho ngày càng nhiều hành khách chuyển sang di chuyển bằng đường hàng không thay vì đi xe khách hay xe lửa như trước kia.

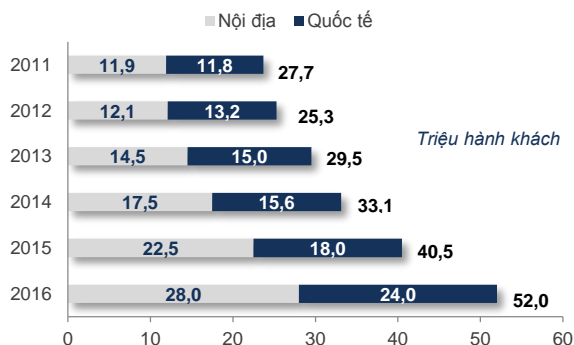
BẢNG 22: So sánh thời gian và giá vé đi từ TP.HCM-Hà Nội và TP.HCM-Đà Nẵng

Phương thức	TP.HCM-Hà Nội		TP.HCM-Đà Nẵng	
	Thời gian (giờ)	Giá vé (VND)	Thời gian (giờ)	Giá vé (VND)
Đường hàng không	2:05	621.908	1:20	437.833
Đường bộ	35:00	861.385	15:30	405.458
Đường sắt	34:00	1.066.278	17:00	616.833

Nguồn: Giá vé Tổng Công ty đường sắt Việt Nam, Vietjet Air (đặt trước 3 tháng), Phương Trang tại tháng 11/2017

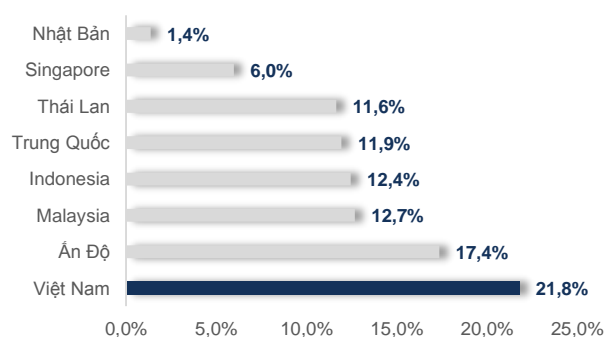
- Chính phủ và Bộ Giao thông Vận tải đang tập trung phát triển, thúc đẩy năng lực cạnh tranh của ngành.
- Đội máy bay thuộc công nghệ tiên tiến của thế giới, có tuổi trung bình trẻ trong khu vực. Các tuyến bay không ngừng được mở rộng.
- Việt Nam là một trong những thị trường có ngành hàng không phát triển nhanh nhất khu vực, cụ thể số liệu từ IATA cho thấy Việt Nam đứng thứ 5 về tăng trưởng lượng hành khách di chuyển hàng không. Thị trường nội địa Việt Nam đã tăng từ 12 triệu hành khách năm 2012 lên 28 triệu hành khách năm 2016, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 23,6%/năm.
- Quy mô thị trường hàng không Việt Nam (bao gồm hành khách nội địa và quốc tế) tăng gấp đôi từ năm 2012-2016, với 25 triệu hành khách năm 2012 đã tăng lên 52 triệu hành khách năm 2016. Việt Nam cũng là quốc gia có tăng trưởng hành khách cao nhất trong khu vực giai đoạn 2005-2015, với CAGR 18,6%/năm, cao hơn nhiều so với các quốc gia khác trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương.

BIỂU ĐỒ 102: Quy mô thị trường hàng không Việt Nam 2011-2016



Nguồn: CAPA, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 103: Tăng trưởng hành khách 2006-2016



Nguồn: WorldBank, FPTs Research

## 2. Điểm yếu

Tuy ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng trong những năm qua, nhưng ngành hàng không Việt Nam vẫn còn một số hạn chế sau:

- Hạ tầng sân không đáp ứng kịp nhu cầu tăng trưởng từ hành khách. Hiện tại, hai sân bay lớn là Tân Sơn Nhất và Nội Bài đang trong tình trạng quá tải, dẫn đến chất lượng dịch vụ tại hai cảng hàng không này rất thấp.
- Chất lượng dịch vụ của các hãng hàng không Việt Nam vẫn còn khá hạn chế, hành khách sử dụng dịch vụ vận tải hàng không thường xuyên bị “delay”. Trong báo cáo mới nhất của Cục Hàng

không Việt Nam, trong Quý 1/2018, bốn hãng hàng không Vietnam Airlines, Vietjet Air, Jetstar và VASCO đã thực hiện 74.165 chuyến bay. Trong đó, tổng số chuyến bay bị delay là 10.004 chuyến, chiếm tỷ lệ 13,5%. Jetstar có tỷ lệ chuyến bay delay cao nhất – 21,1%; đứng sau là là Vietjet với tỷ lệ là 10,9%, Vietnam Airlines có 14,9% số chuyến bay bị chậm và VASCO là 2,3%.

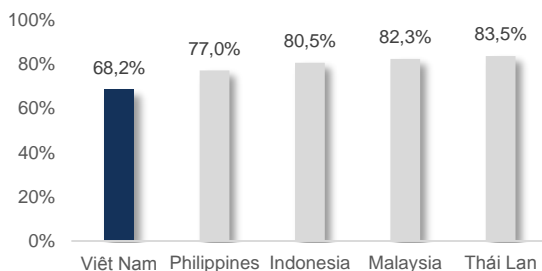
- Chuỗi dịch vụ logistics còn yếu kém: Hoạt động của các hãng hàng không, cảng hàng không chưa kết nối được giữa hãng hàng không, các doanh nghiệp giao nhận và khách hàng.
- Các hãng hàng không của Việt Nam đang chủ yếu tập trung phát triển vận tải hành khách, chưa chú trọng vào vận tải hàng hóa.
- Nguồn nhân lực cho ngành vận tải hàng không đang thiếu hụt.
- Hiện nay các sân bay tại Việt Nam trừ Tân Sơn Nhất và Nội Bài vẫn chưa có khu vực xử lý hàng hóa nên thời gian cũng như chi phí vận chuyển hàng đến sân bay khá cao. Trong khi đó, hai sân bay Nội Bài và Tân Sơn Nhất thường xuyên xảy ra tình trạng quá tải, khu vực xử lý hàng hóa rất chật hẹp và không đủ để đáp ứng nhu cầu.
- Các chủ hàng và các doanh nghiệp logistics đánh giá trình độ kỹ năng của nhân viên tại ga hàng hóa sân bay còn thấp, dẫn đến chậm trễ, hư hỏng hàng, tăng chi phí cho các doanh nghiệp logistics và chủ hàng. An ninh tại ga hàng hóa cũng khá lỏng lẻo.

### 3. Cơ hội

Du lịch Việt Nam đang phát triển nhanh, lượng khách quốc tế du lịch đến Việt Nam đã chạm mốc 12,9 triệu khách năm 2017, tăng mạnh hơn 30% so với năm 2016. Bên cạnh đó, thu nhập bình quân đầu người tại Việt Nam được IMF dự báo tăng trưởng khả quan trong những năm tới. Dòng vốn đầu tư FDI vào Việt Nam vẫn đang tăng nhanh, thúc đẩy nhu cầu vận tải hành khách lẫn hàng hóa (*xem lại phần các yếu tố tác động đến ngành hàng không Việt Nam*).

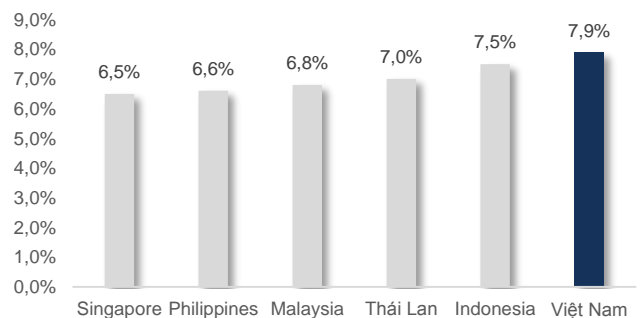
Tỷ lệ người được bay của Việt Nam còn thấp, đạt 68,2% năm 2016, thấp hơn so với mức 77-83% của các quốc gia khác trong khu vực. Bên cạnh đó, Việt Nam cũng là quốc gia được dự báo có tốc độ tăng trưởng ngành du lịch cao nhất trong khu vực, đạt 7,9%/năm trong giai đoạn 2015-2020.

BIỂU ĐỒ 104: Tỷ lệ người được bay 2016



Nguồn: FT Confidential research, FPTS Research

BIỂU ĐỒ 105: Dự báo tăng trưởng du lịch quốc tế 2015-2020



Nguồn: FT Confidential research, FPTS Research

Bên cạnh đó, Việt Nam hiện tại đang nới lỏng chính sách miễn visa đối với người nước ngoài, đặc biệt đối với khách du lịch khối Châu Á và Châu Âu. Việc mở rộng miễn visa đang là xu thế chung của các nước trên thế giới, các nước là điểm đến cạnh tranh với du lịch Việt Nam đều có chính sách thị thực nhập cảnh rất thông thoáng. Hiện số quốc gia và vùng lãnh thổ có công dân được miễn thị thực vào Thái Lan là 61, Malaysia là 155, Singapore là 158, Indonesia là 169... Trong khi đó, Việt Nam mới chỉ miễn thị thực nhập cảnh cho công dân 22 nước. Theo Tổng cục du lịch Việt Nam, việc

nới lỏng chính sách visa sẽ tăng thêm năng lực cạnh tranh để thu hút khách quốc tế đến Việt Nam trong những năm tới.

**BẢNG 23: Chính sách Visa của Việt Nam cho du khách quốc tế**

STT	Khu vực	Quốc gia	Thời hạn miễn visa	STT	Khu vực	Quốc gia	Thời hạn miễn visa
1	Châu Á	Singapore	< 30 ngày	12	Châu Âu	Nga	< 15 ngày
2	Châu Á	Thái Lan	< 30 ngày	13	Châu Âu	Thụy Điển	< 15 ngày
3	Châu Á	Campuchia	< 30 ngày	14	Châu Âu	Phần Lan	< 15 ngày
4	Châu Á	Malaysia	< 30 ngày	15	Châu Âu	Đan Mạch	< 15 ngày
5	Châu Á	Philippines	< 21 ngày	16	Châu Âu	Na Uy	< 15 ngày
6	Châu Á	Lào	< 30 ngày	17	Châu Âu	Đức	< 15 ngày
7	Châu Á	Indonesia	< 30 ngày	18	Châu Âu	Pháp	< 15 ngày
8	Châu Á	Nhật Bản	< 15 ngày	19	Châu Âu	Tây Ban Nha	< 15 ngày
9	Châu Á	Hàn Quốc	< 15 ngày	20	Châu Âu	Ý	< 15 ngày
10	Châu Á	Myanmar	< 14 ngày	21	Châu Âu	Belarus	< 15 ngày
11	Châu Á	Brunei	< 14 ngày	22	Châu Âu	Vương Quốc Anh	< 15 ngày

*Nguồn: Bộ Ngoại Giao, FPTs Research*

#### 4. Thách thức

Quá trình hội nhập quốc tế đặt ngành hàng không Việt Nam trước những thách thức không nhỏ. Thách thức lớn nhất đó là sự cạnh tranh khốc liệt từ các đối thủ nước ngoài. Từ cuối 2016 và đầu 2017, thị trường hàng không Việt Nam đón nhận tin tức về một số hãng máy bay mới, trong đó có hai doanh nghiệp hàng không dẫn đầu thị trường Châu Á – AirAsia và Lion đều đang có ý định mở rộng hoạt động sang Việt Nam, cụ thể:

- Công ty liên doanh giữa AirAsia (nắm 30% cổ phần) và 3 đối tác Việt Nam (Công ty TNHH Gumin, công ty Cổ phần Hàng không Hải Âu và doanh nhân Trần Trọng Kiên). AirAsia đã 3 lần thất bại trong việc xâm nhập vào thị trường Việt Nam trong quá khứ do những hạn chế về sở hữu cổ phần trong ngành đối với các doanh nghiệp nước ngoài (room cho Nhà đầu tư nước ngoài tối đa 30%). Theo Bloomberg, AirAsia dự kiến công ty liên doanh này sẽ đi vào hoạt động từ 2018 với đội bay ban đầu có 2 máy bay và sẽ tập trung khai thác thị trường nội địa Việt Nam.
- Công ty Batik Air – liên doanh giữa Lion Air và một đối tác Việt Nam. Batik Air bắt đầu xin giấy phép từ cuối 2016 và dự kiến sẽ hoạt động từ Quý 02/2018.
- Thứ ba là Vietstar Airlines, được thành lập từ 2010, là liên doanh giữa Công ty TNHH MTV hàng không Vietstar (67% cổ phần), Công ty CP Logistic Ngôi Sao Việt (8% cổ phần) và Công ty sửa chữa máy bay A41 (thuộc thuộc Quân chủng Phòng không – Không quân, sở hữu 25% cổ phần). Tuy nhiên hiện tại Vietstar Airlines chưa thể bay do hạn chế về cơ sở hạ tầng sân bay. Chính phủ đã có chỉ đạo sẽ xem xét cấp phép bay cho hãng khi sân bay Tân Sơn Nhất hoàn thành việc xây dựng thêm nhà ga hành khách và sân đỗ máy bay mới. Điều này đồng nghĩa với việc Vietstar Airlines phải chờ thêm khoảng 3 năm, đến năm 2020 khi sân bay Tân Sơn Nhất đã được nâng cấp. Vietstar Airlines hiện có 5 máy bay chở khách và 2 máy bay chở hàng hóa với tổng công suất là 500.000 khách và 32.000 tấn hàng hóa/năm.
- Ngoài ra, còn có hãng hàng không Viet Bamboo Airlines (BAS) cũng dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong tương lai. Đây là hãng vận tải hàng không do Công ty TNHH Hàng không Tre Việt được Hội đồng quản trị Tập đoàn FLC (FLC – HOSE) quyết định thành lập từ tháng 5/2017 với vốn điều lệ 700 tỷ đồng. BAS đang trong quá trình xin giấy phép kinh doanh vận chuyển hàng

không. Tập đoàn FLC (nắm 100% vốn của BAS) cho biết, BAS dự kiến sẽ bay chuyển bay đầu tiên vào năm 2022.

## **II. Triển vọng và xu hướng ngành hàng không Việt Nam**

### **1. Tốc độ tăng trưởng**

Tốc độ tăng trưởng của ngành vận tải hàng không phụ thuộc khá nhiều vào nhu cầu di chuyển hành khách cũng như tốc độ luân chuyển hàng hóa trong và ngoài nước. Như chúng tôi đã phân tích trong phần cung – cầu ngành Việt Nam, lượng hành khách di chuyển bằng đường hàng không và tốc độ luân chuyển hàng hóa hàng không tại Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng tích cực trong 2017-2035. Động lực chính đến từ:

- (1) Nền kinh tế Việt Nam đang tăng trưởng tốt, các yếu tố vĩ mô như lãi suất, tỷ giá, lạm phát được Chính phủ cam kết điều hành ổn định.
- (2) Mức sống người dân ngày càng cải thiện.
- (3) Việt Nam nằm trong khu vực hàng không năng động – Châu Á Thái Bình Dương (chiếm 33% thị phần vận tải hàng khách hàng không và 37% thị phần vận tải hàng hóa hàng không của thế giới).
- (4) Hoạt động đầu tư từ dòng vốn FDI và du lịch vẫn đang tăng trưởng nhanh, thúc đẩy nhu cầu di chuyển cho mục đích công việc, mục đích cá nhân cũng như luân chuyển hàng hóa, đặc biệt các mặt hàng có giá trị cao như: máy tính, điện thoại di động, máy ảnh, nước hoa...

Đối với nhóm ngành cảng hàng không và dịch vụ hàng không, tốc độ tăng trưởng được dự báo cũng sẽ tiếp tục khả quan khi hưởng lợi từ tăng trưởng ngành vận tải hàng không. Đặc biệt, nhóm ngành này là nhóm có khả năng sinh lời cao nhất trong chuỗi giá trị toàn ngành hàng không (*Xem lại phần chuỗi giá trị*).

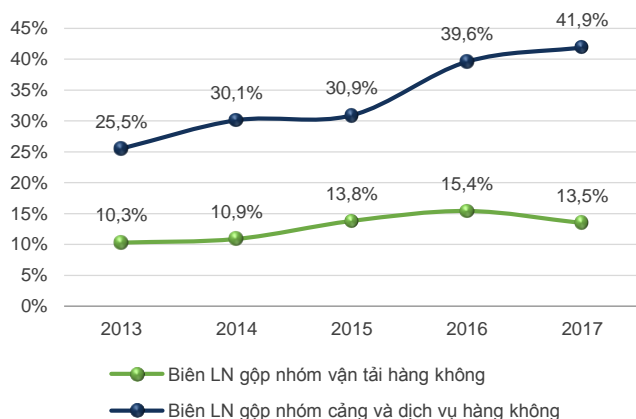
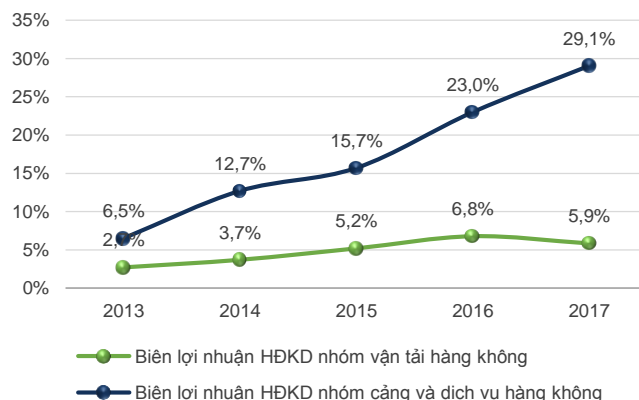
### **2. Khả năng sinh lời**

Tỷ suất sinh lời nhóm ngành vận tải hàng không phụ thuộc khá nhiều vào biến động giá nguyên liệu đầu vào là giá xăng Jet-A1, nhu cầu đầu ra cũng tác động tới tỷ lệ sinh lời của ngành tuy nhiên không mạnh bằng yếu tố đầu vào. Theo dự báo của các tổ chức thế giới, giá dầu thô (dầu Brent) bình quân hàng năm sẽ vẫn duy trì ở mức bình quân 60 USD/thùng trong giai đoạn 2018-2019 do nguồn cung được dự báo vẫn dư thừa. Giá dầu dao động trong biên độ hẹp sẽ giúp giữ giá xăng Jet-A1 không biến động lớn trong những năm tới. Trong khi đó, đầu ra ngành hàng không tiếp tục được hỗ trợ tích cực bởi tăng trưởng lượng hành khách và hàng hóa luân chuyển, đặc biệt trong phân khúc vận tải hàng khách.

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng cạnh tranh trong ngành sẽ gia tăng. AirAsia dự kiến sẽ cất cánh chuyển bay đầu tiên trong năm 2018, hãng hàng không Lion đang tìm kiếm đối tác để mở hãng bay tại Việt Nam. Hãng hàng không Vietstar Airlines theo mô hình hàng không giá rẻ vẫn đang đợi được cấp phép bay từ Chính Phủ. Điều này có thể sẽ khiến các doanh nghiệp vận tải hàng không phải tiếp tục giảm giá vé, đồng thời gia tăng các hình thức khuyến mãi, cũng như tăng chi phí quảng cáo và marketing để thu hút thêm khách hàng. Do đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận hoạt động của các công ty nhóm ngành vận tải hàng sẽ khó tăng mạnh như trong giai đoạn 2013-2017.

Đối với nhóm ngành cảng hàng không và dịch vụ hàng không, nhờ hưởng lợi từ lượng hành khách tăng cùng với việc các hãng hàng không mở rộng thêm các tuyến bay, nhóm ngành này sẽ tiếp tục gia tăng khả năng sinh lời cao hơn những năm trước.



**BIỂU ĐỒ 106: Biên lợi nhuận gộp ngành hàng không 2013-2017**

**BIỂU ĐỒ 107: Biên lợi nhuận HĐKD ngành hàng không 2013-2017**


Nguồn: Báo cáo tài chính HVN, VJC, ACV, NAS, CIA, SAS, SGN, NCT, SCS, NCS, MAS, AST; FPT Research

\* Số liệu của VJC không bao gồm doanh thu và lợi nhuận từ bán máy bay

### 3. Rủi ro đầu tư

Mặc dù tốc độ tăng trưởng và khả năng sinh lời của ngành hàng không được dự báo sẽ tiếp tục khả quan trong những năm tới, nhưng ngành vẫn tồn tại những rủi ro đầu tư sau:

- **Rủi ro nhiên liệu đầu vào:** Giá xăng Jet-A1 chiếm hơn 30% chi phí đầu vào của ngành vận tải hàng không. Vì thế giá xăng Jet-A1 biến động ngoài dự báo sẽ gây ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp vận tải hàng không.
- **Rủi ro về sự suy thoái của nền kinh tế và dịch bệnh:** như chúng tôi đã phân tích trong phần lịch sử ngành, ngành hàng không là ngành rất nhạy cảm đối với khủng hoảng và các dịch bệnh.
- **Rủi ro tỷ giá:** Hiện các doanh nghiệp vận tải hàng không đều nhập máy bay và thuê máy bay từ nước ngoài bằng USD. Các chi phí như sửa chữa, bảo dưỡng cũng bằng USD. Bên cạnh đó, Vietjet và Vietnam Airlines hiện đang có khoản vay ngoại tệ đồng USD; ACV có khoản vay bằng đồng JPY. Vì thế, biến động tỷ giá có ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành hàng không.
- **Rủi ro lãi suất:** Đặc điểm của ngành vận tải hàng không là cần một lượng vốn rất lớn đầu tư vào tài sản cố định và vốn lưu động. Điều này khiến các doanh nghiệp trong ngành vận tải hàng không phải phụ thuộc nhiều vào các khoản vay. Chỉ số nợ trên vốn chủ sở hữu (Debt/Equity – D/E) của VJC và HVN năm 2017 lần lượt là 75% và 270%. Do đó, nếu mặt bằng lãi suất tăng có thể sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của hai doanh nghiệp này.
- **Rủi ro cạnh tranh:** Hiệp định mở cửa Bầu trời ASEAN và tiềm năng còn lớn sẽ khiến ngành trở nên cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn. Điển hình hai doanh nghiệp quốc tế là AirAsia và Lion; doanh nghiệp nội địa Vietstar Airlines đều dự kiến bay trong những năm tới.
- **Rủi ro về khả năng thực hiện các dự án mở rộng và xây mới của ACV:** Chúng tôi ước tính cơ sở hạ tầng hàng không hiện nay cần khoảng hơn 30.000 tỷ đồng vốn đầu tư để mở rộng công suất các sân bay hiện tại (thông qua cảng hành khách mới, đường băng, sân đậu máy bay), và khoảng 380.000 tỷ đồng để xây dựng sân bay Long Thành, hiện vẫn trong giai đoạn thực hiện báo cáo khả thi, trong đó phần lớn sẽ được ACV điều hành. Nhu cầu vốn vì vậy sẽ rất lớn. Trong khi đó, các dự án cơ sở hạ tầng tại Việt Nam thường bị đình trệ (điển hình như dự án metro tại Hà Nội và TP. HCM).



### III. Khuyến nghị đầu tư ngành hàng không Việt Nam

Dựa vào triển vọng ngành hàng không được phân tích trên, chúng tôi đánh giá **về mặt hoạt động kinh doanh** của các doanh nghiệp như sau:

#### Trong ngắn hạn (dưới 1 năm) và trung hạn (2-3 năm): **TÍCH CỰC**

Đối với nhóm vận tải hàng không: triển vọng khả quan nhờ nhu cầu được dự báo tăng trưởng mạnh và các doanh nghiệp đang mở rộng các tuyến bay cũng như đội bay. Khuyến nghị: **TÍCH CỰC** đối với **VJC và HVN**. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá về tốc độ tăng trưởng của VJC cao hơn so với HVN. VJC hiện đang đi theo mô hình hàng không giá rẻ. Thu nhập bình quân đầu người tại Việt Nam tương đối thấp so với khu vực, Việt Nam được đánh giá là mảnh đất màu mỡ cho sự phát triển của hàng không giá rẻ.

Nhóm cảng và dịch vụ hàng không: triển vọng khả quan nhờ hưởng lợi từ nhóm vận tải hàng không. Chú ý **ACV** với vị thế độc quyền khai thác 21 sân bay đang hoạt động trải dài cả nước và được hưởng lợi từ việc tăng mức phí dịch vụ hàng không và tiềm năng tăng doanh thu phi hàng không. Câu chuyện thoái vốn cũng là điểm nhấn cho ACV trong ngắn và trung hạn. Ngoài ra, **SCS** và **SGN** cũng là hai cổ phiếu chúng tôi ưa thích. Chúng tôi cũng đánh giá cao **AST** về mặt vị thế và hiệu quả hoạt động kinh doanh, tuy nhiên việc cấu trúc sở hữu phức tạp và liên tục biến động là một điểm đáng lưu ý với các nhà đầu tư. Do đó, chúng tôi cho rằng cần thêm thời gian quan sát để đánh giá mức độ ổn định trong trung và dài hạn của AST để ra quyết định đầu tư phù hợp.

Ngoài đánh giá về hoạt động kinh doanh, nhà đầu tư cần quan tâm về **mức định giá của các doanh nghiệp trong ngành**, đặc biệt là đối với hai doanh nghiệp vận tải hàng không – mảng có rủi ro cao nhất nhưng sinh lời thấp nhất trong chuỗi giá trị. Tại mức giá ngày 12/04/2018, EV/EBITDA và P/B của VJC lần lượt là 34,2 lần và 9,5 lần (EBITDA đã loại bỏ lợi nhuận từ bán máy bay), cao nhất so với các quốc gia trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Trong khi đó, HVN có EV/EBITDA và P/B lần lượt 11,0 lần và 3,3 lần, khá tương đồng so với khu vực. Như chúng tôi đã phân tích kỹ trong báo cáo, các hãng vận tải hàng không đều phải đối mặt với rất nhiều rủi ro, cụ thể:

- (1) Một cú sốc kinh tế nhỏ có thể làm sụt giảm lượt khách và giá vé nghiêm trọng;
- (2) Nếu có thêm một hãng hàng không giá rẻ gia nhập sẽ tạo cuộc chiến về giá và
- (3) Sự biến động khó lường của “bộ ba” giá dầu, tỷ giá và lãi suất có thể làm gia tăng chi phí các hãng hàng không, đặc biệt ảnh hưởng lớn hơn đến hàng không giá rẻ.
- (4) VJC và HVN còn có rủi ro từ việc ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động Sales and Leaseback đội bay.

#### Trong dài hạn (3-5 năm): **TRUNG LẬP**

Ngành hàng không được dự báo sẽ vẫn tăng trưởng mạnh mẽ về lượng hành khách và hàng hóa. Tuy nhiên, cần theo dõi về tiến độ mở rộng công suất tại các cảng hàng không của ACV, đặc biệt là việc xây dựng sân bay mới Long Thành:

- **Nhóm ngành vận tải hàng không:** tăng trưởng vẫn tiếp tục diễn ra về lượng hành khách và hàng hóa, tuy nhiên cần theo dõi sát về tình hình cạnh tranh trong ngành.
- **Nhóm cảng và dịch vụ hàng không:** theo dõi đối với tiến độ mở rộng công suất các cảng hàng không đối với ACV. Nhóm dịch vụ hàng không như SCS cần theo dõi về hiệu suất hoạt động và khả năng mở rộng công suất, quan trọng hơn là kế hoạch mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất sẽ có ảnh hưởng lớn đến hoạt động kinh doanh của SCS. Các doanh nghiệp còn lại như NCT, NCS, MAS cần theo dõi về tình hình cạnh tranh và khả năng mở rộng công suất.

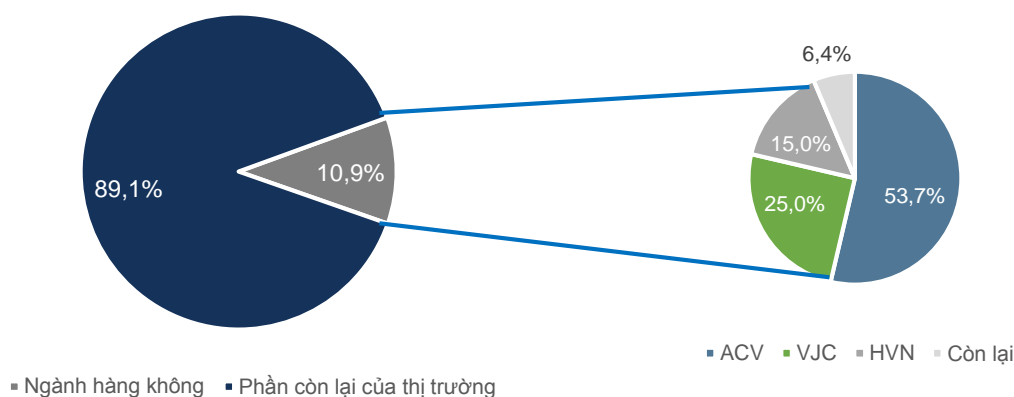
- Chú ý đối với SCS, SAS và SGN, ba doanh nghiệp có thể sẽ tham gia hoạt động tại sân bay Long Thành. Sân bay Long Thành dự kiến sẽ đi vào hoạt động năm 2025 với công suất 25 triệu hành khách/năm trong giai đoạn 1.

## E. CẬP NHẬT CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

### I. Quy mô của các doanh nghiệp hàng không trên sàn

Hiện tại trên cả 3 sàn HOSE, HNX và UpCom có 12 doanh nghiệp đang hoạt động trong lĩnh vực hàng không trong tổng số 1.418 doanh nghiệp, với tổng giá trị vốn hóa đạt 382,9 nghìn tỷ đồng, chiếm đến 10,9% tỷ trọng vốn hóa toàn thị trường (bao gồm cả 3 sàn HOSE, HNX và UpCom). Trong đó, ACV đang dẫn đầu với giá trị vốn hóa lên đến 205.525 tỷ đồng (tính đến 12/04/2018).

BIỂU ĐỒ 108: Giá trị vốn hóa tại ngày 12/04/2018



Nguồn: FPTs Research. Số liệu vốn hóa thị trường bao gồm vốn hóa của VNIndex, HNX Index và UpCom

BẢNG 24: Một số thông tin thị trường của cổ phiếu ngành hàng không

Sàn	Mã CP	Phân khúc	Số lượng CP lưu hành	Giá CP (12/04/2018)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Vốn CSH (31/12/2017)	Tổng tài sản (31/12/2017)
HOSE	VJC	Vận tải hàng không	451.343.284	211.800	95.595	10.037	31.908
UpCom	HVN	Vận tải hàng không	1.227.533.778	46.800	57.449	17.440	88.434
UpCom	ACV	Cảng hàng không	2.177.173.236	94.400	205.525	27.436	49.161
UpCom	SCS	Nhà ga hàng hóa hàng không	49.452.000	198.000	9.897	914	990
HOSE	NCT	Nhà ga hàng hóa hàng không	26.165.732	99.000	2.591	439	509
UpCom	SGN	Dịch vụ hàng không	23.996.152	140.000	3.359	494	700
UpCom	SAS	Dịch vụ phi hàng không	133.481.310	29.300	3.911	1.542	2.150
HOSE	AST	Dịch vụ phi hàng không	36.000.000	78.300	2.819	469	626
UpCom	NAS	Dịch vụ phi hàng không	8.315.764	31.000	258	201	330
HNX	CIA	Dịch vụ hàng không + phi hàng không	8.000.000	38.600	309	253	452
UpCom	NCS	Suất ăn hàng không	17.948.210	48.600	872	239	456
HNX	MAS	Suất ăn hàng không	4.267.683	80.000	341	65	154

Nguồn: Báo cáo tài chính các doanh nghiệp, Bloomberg, FPTs Research

Mặc dù ACV có vốn hóa lớn nhất trong ngành, tuy nhiên HVN là doanh nghiệp có quy mô tài sản lớn nhất. ACV là doanh nghiệp có quy mô tài sản lớn thứ hai và quy mô vốn chủ sở hữu cao nhất trong ngành (số liệu tại ngày 31/12/2017).

**BẢNG 25: Cập nhật một số chỉ số tài chính quan trọng các doanh nghiệp trong ngành**

Mã CP	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E 2017	P/B 2017	EV/EBITDA 2017	Doanh thu 2017	Biên LN gộp 2017	LNST 2017	Nợ/VCSH (D/E)	ROE 2017	ROA 2017
VJC	95.595	39,5*	9,5	34,2	42.360	15,5%*	4.517	0,8	27,3%*	7,8%*
HVN	57.449	26,7*	3,3	11,0	83.014	12,9%	2.379	2,7	12,8%*	2,3%*
ACV	205.525	49,1	7,5	23,0	13.849	25,2%	4.182	0,5	15,9%	8,7%
SCS	9.897	29,7	10,8	24,3	588	77,0%	344	0,0	40,9%	35,2%
NCT	2.591	9,5	5,9	6,7	720	54,6%	273	-	62,3%	54,7%
SGN	3.359	16,1	6,8	9,1	1.106	34,7%	208	-	49,2%	33,6%
SAS	3.911	13,4	2,5	12,6	2.369	44,6%	290	0,1	19,4%	13,8%
AST	2.819	13,8	6,0	15,5	659	52,8%	147	0,1	43,9%	29,6%
NAS	258	11,4	1,3	7,1	526	43,1%	23	0,2	12,0%	6,4%
CIA	309	5,7	1,2	2,5	439	23,7%	47	0,2	26,0%	13,5%
NCS	872	10,5	3,7	7,8	614	21,9%	83	0,6	41,2%	24,1%
MAS	341	7,3	5,3	5,5	293	26,0%	40	0,6	62,1%	28,2%
<b>Trung vị</b>	<b>3.089</b>	<b>13,6</b>	<b>5,6</b>	<b>10,0</b>	<b>689,3</b>	<b>30,4%</b>	<b>240,5</b>	<b>0,2</b>	<b>34,1%</b>	<b>19,0%</b>
<b>Trung bình(**)</b>	<b>31.910</b>	<b>41,5</b>	<b>7,7</b>	<b>23,6</b>	<b>26.132</b>	<b>22,7%</b>	<b>3.740,1</b>	<b>0,9</b>	<b>19,8%</b>	<b>8,8%</b>

(\*) Các chỉ số Biên LN Gộp, ROE, ROA và PE của VJC đều không bao gồm Lợi nhuận từ bán máy bay

(\*\*) Trung bình P/E và EV/EBITDA theo tỷ trọng vốn hóa

Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

Chúng tôi sử dụng hai chỉ số **EV/EBITDA** (kèm so sánh **tăng trưởng EBITDA** của doanh nghiệp) và **P/B** (kèm với so sánh cùng với tỷ suất sinh lời **ROE**) để so sánh định giá giữa các doanh nghiệp vận tải hàng không (VJC và HVN) và cảng hàng không (ACV) của Việt Nam so với các quốc gia trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Nguyên nhân chúng tôi sử dụng hai chỉ số này (thay vì dùng PE) vì:

- (1) Ngành vận tải hàng không và cảng hàng không có định phí lớn do phải đầu tư nhiều vào đội bay và các tài sản tại cảng hàng không.
- (2) Chỉ số EV/EBITDA loại bỏ sự khác biệt về khấu hao của đội bay (cả sở hữu và đi thuê tài chính/thuê hoạt động). EBITDA cũng loại bỏ doanh thu từ bán máy bay của các hãng vận tải hàng không.
- (3) Chỉ số P/E dễ bị “méo mó” do sự khác biệt về chính sách khấu hao, khác biệt trong sử dụng đòn bẩy và các thu nhập không từ hoạt động kinh doanh chính (như thu nhập bán máy bay). Do đó, chúng tôi tránh sử dụng chỉ số này.
- (4) Chúng tôi sử dụng chỉ số P/B kèm theo so sánh về khả năng sinh lời ROE. Theo Damodaran, yếu tố có ảnh hưởng nhất đến tỷ số P/B là tỷ suất sinh lời trên vốn cổ phần ROE. Theo các nghiên cứu của ông, các doanh nghiệp có ROE càng cao thì P/B càng lớn. Các nhà đầu tư thường quan tâm đến những công ty có ROE cao và P/B còn thấp so với mặt bằng chung của nhóm so sánh để tìm kiếm những cơ hội đầu tư.
- (5) Thời gian khấu hao các tài sản cố định của ACV và các cảng hàng không trong khu vực khác biệt lớn, cụ thể:

- ACV khấu hao nhà xưởng, vật kiến trúc 5-30 năm, trong khi các cảng hàng không trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương khấu hao 20-40 năm.
- Máy móc, thiết bị được ACV khấu hao 5-10 năm, các cảng hàng không trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương khấu hao 10-15 năm.
- Thiết bị, dụng cụ quản lý ACV khấu hao 4-6 năm, các cảng hàng không trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương khấu hao 7-10 năm.

## EV/EBITDA và tăng trưởng EBITDA

BIỂU ĐỒ 109: So sánh chỉ số EV/EBITDA 2017 và tăng trưởng EBITDA ngành vận tải hàng không các quốc gia (04/2018)



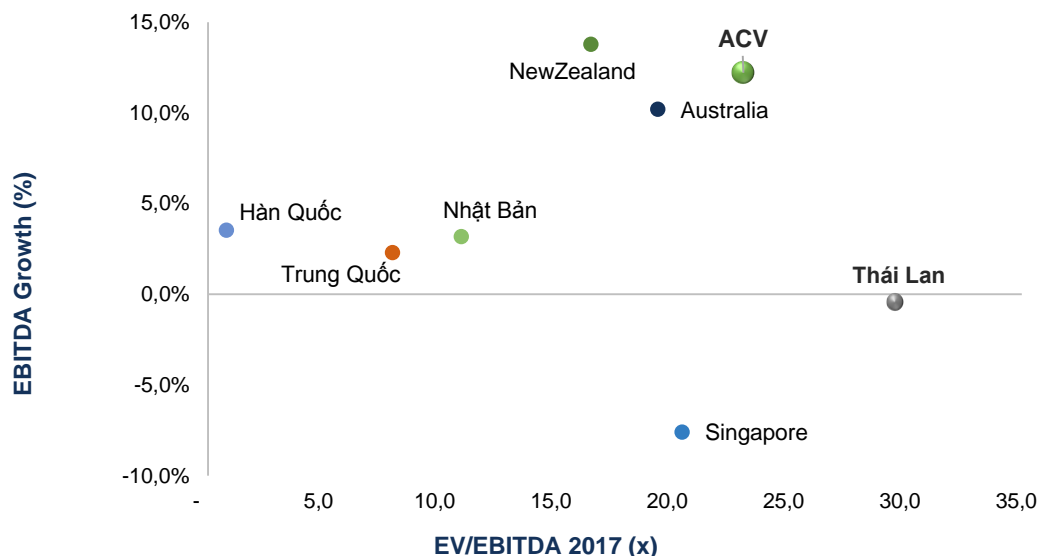
Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

Tỷ số EV/EBITDA 2017 của hai doanh nghiệp vận tải hàng không Việt Nam Vietnam Airlines (HVN) và Vietjet Air (VJC) lần lượt là 11,0 lần và 34,2 lần. Lưu ý rằng EBITDA của VJC trong tính toán của chúng tôi đã loại bỏ lợi nhuận từ bán máy bay của doanh nghiệp.

Có thể thấy, chỉ số EV/EBITDA của VJC cao nhất với các quốc gia trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương, đồng thời VJC cũng là doanh nghiệp có tăng trưởng EBITDA cao nhất, đạt 64,1% YoY, cao hơn nhiều so với mức bình quân của khu vực. Ngược lại, HVN lại cho thấy mức định giá khá tương đồng so với khu vực.

Tổng Công ty cảng Hàng không Việt Nam (ACV) có EV/EBITDA 2017 là 23,0 lần, cao thứ hai trong khu vực (chỉ đứng sau Thái Lan với EV/EBITDA là 29,6 lần). Trong khi đó ACV có mức tăng trưởng EBITDA đạt 12,2% YoY, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng âm của Thái Lan (-0,4% YoY). Xét về tiềm năng của ngành hàng không Việt Nam, trong một thông cáo báo chí vào tháng 10/2016, Hiệp hội vận tải hàng không quốc tế (IATA) xếp hạng Việt Nam thứ 5 trong top 5 thị trường phát triển nhanh về số hành khách mới mỗi năm trong 20 năm tới. Việt Nam chỉ đứng sau Trung Quốc, Mỹ, Ấn Độ và Indonesia.

BIỂU ĐỒ 110: So sánh chỉ số EV/EBITDA 2017 và tăng trưởng EBITDA ngành cảng hàng không các quốc gia (04/2018)

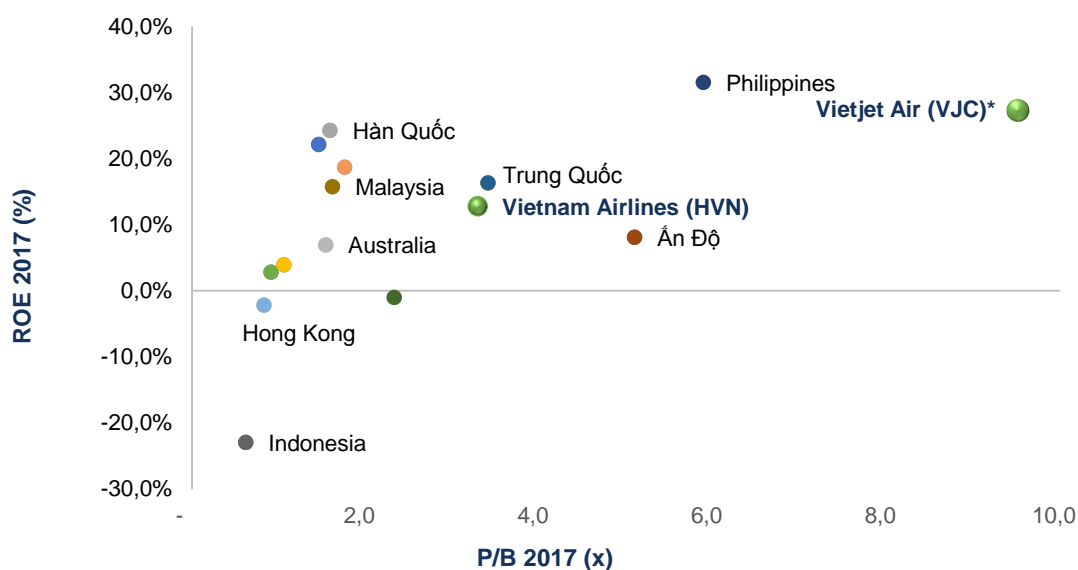


Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

## P/B và ROE

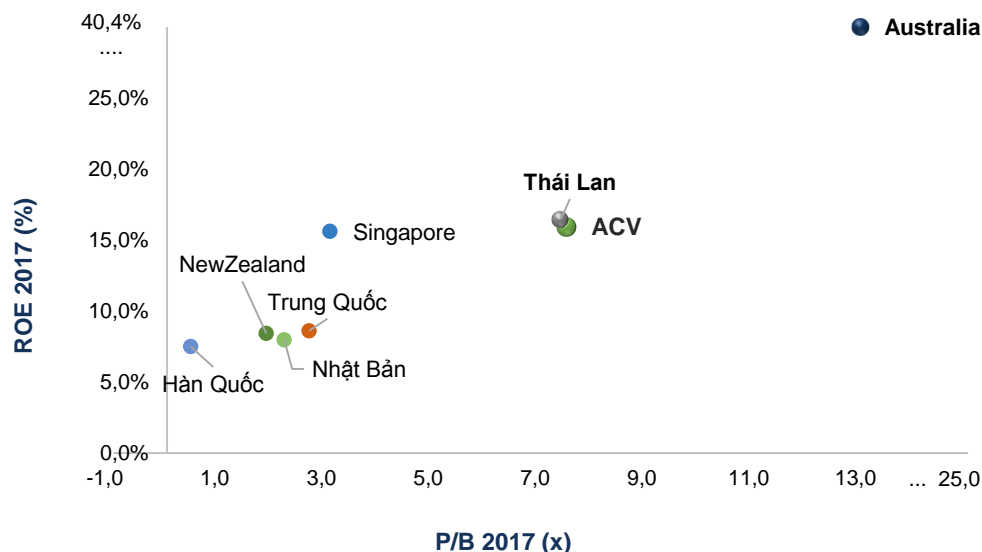
Vietjet Air và Vietnam Airlines là hai doanh nghiệp vận tải hàng không có chỉ số ROE thuộc nhóm cao trong khu vực, lần lượt đạt 27,3% và 12,8%. Lưu ý rằng ROE của VJC và HVN được chúng tôi tính toán bằng cách loại bỏ lợi nhuận từ bán máy bay của doanh nghiệp. Tỷ lệ P/B của VJC cũng cao nhất so với khu vực (9,5x) trong khi tỷ lệ P/B của HVN khá tương đồng so với khu vực (3,3x).

BIỂU ĐỒ 111: So sánh chỉ số P/B và ROE ngành vận tải hàng không các quốc gia (04/2018)



Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

ACV là doanh nghiệp có chỉ số ROE cao thứ ba nếu so với khu vực, đạt 15,9%, sau Australia (40,4%) và Thái Lan (16,5%). Trong khi đó, tỷ số P/B của ACV lại cao thứ hai trong khu vực với 7,5x, cao hơn Thái Lan (7,4x) và thấp hơn Australia (22,9x).

**BIỂU ĐỒ 112: So sánh chỉ số P/B và ROE ngành cảng hàng không các quốc gia (04/2018)**


Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

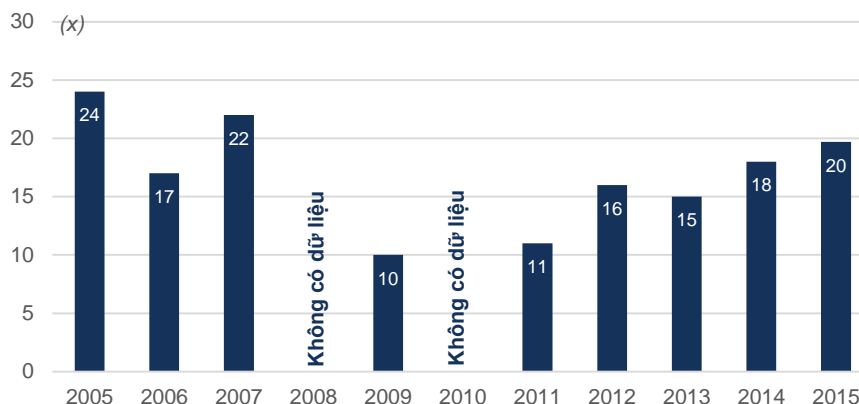
### Sơ lược về các thương vụ mua bán cảng hàng không: Định giá ngày càng cao

Nền kinh tế của khu vực Châu Âu vẫn tiếp tục khó khăn và nhu cầu vốn để mở rộng cơ sở hạ tầng ở các nước đang phát triển đã dẫn đến sự nở rộ các thương vụ tư nhân hóa của các cảng hàng không (một phần hoặc toàn bộ) vốn thuộc sở hữu của Chính phủ trong những năm gần đây. Sự phức tạp trong việc xây dựng cảng hàng không mới do những hạn chế về chính trị, địa lý và chính sách cũng góp phần thúc đẩy các nhà đầu tư thực hiện các thương vụ mua lại cổ phần của các cảng hàng không. Ngoài ra, phần lớn nhà đầu tư đều xem cảng hàng không là tài sản tương đối an toàn nhờ các cảng hàng không thường tạo ra dòng tiền tương đối ổn định và tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư khá đáng kể. Theo thống kê của Airport World, tốc độ tăng trưởng của ngành cảng hàng không vào những năm ngành hàng không bùng nổ đã chạm mức cao hơn 2 lần so với tăng trưởng của GDP thế giới. Vào những năm tốc độ tăng trưởng hành khách chậm lại, các cảng hàng không vẫn có thể tạo ra dòng tiền dương nhờ tiết giảm chi phí hoạt động và chi tiêu vốn.

Các nhà đầu tư tài chính đầu tư vào cảng hàng không thường quan tâm đến dòng tiền ổn định mà cảng hàng không mang lại và dưới góc nhìn dài hạn. Đồng thời, họ quan tâm đến tỷ suất sinh lời nội bộ (IRR) của các dự án cảng mang lại và tối ưu cấu trúc tài chính của cảng hàng không. Ngược lại, các nhà đầu tư chiến lược (như các nhà vận hành cảng hàng không) thường cải thiện hiệu quả hoạt động như gia tăng công suất và quản lý chi phí hiệu quả hơn. Những năm gần đây, chúng tôi nhận thấy xu hướng các nhà đầu tư chiến lược “bắt tay” với các nhà đầu tư tài chính ngày càng nhiều trong các thương vụ mua lại cổ phần các cảng hàng không.

Hình dưới thể hiện mức giá trị giao dịch theo bội số EBITDA của các thương vụ kể từ năm 2005. Có thể thấy thị trường mua bán trong ngành đã thể hiện sự hồi phục đáng kể sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009 nhờ ngành vận tải hàng không hồi phục và chạm ngưỡng 15-20 lần EBITDA. Tuy nhiên, giá trị của các thương vụ này vẫn chưa thể quay lại mức đỉnh của năm 2005 và 2007, khoảng 22-24 lần EBITDA. Thông thường, bội số giá trị giao dịch/EBITDA tỷ lệ thuận với kỳ vọng tăng trưởng của cảng hàng không.



**BIỂU ĐỒ 113: Mức EV/EBITDA trung bình các thương vụ mua bán cảng hàng không qua các năm**


Nguồn: Airport World, FPTs Research

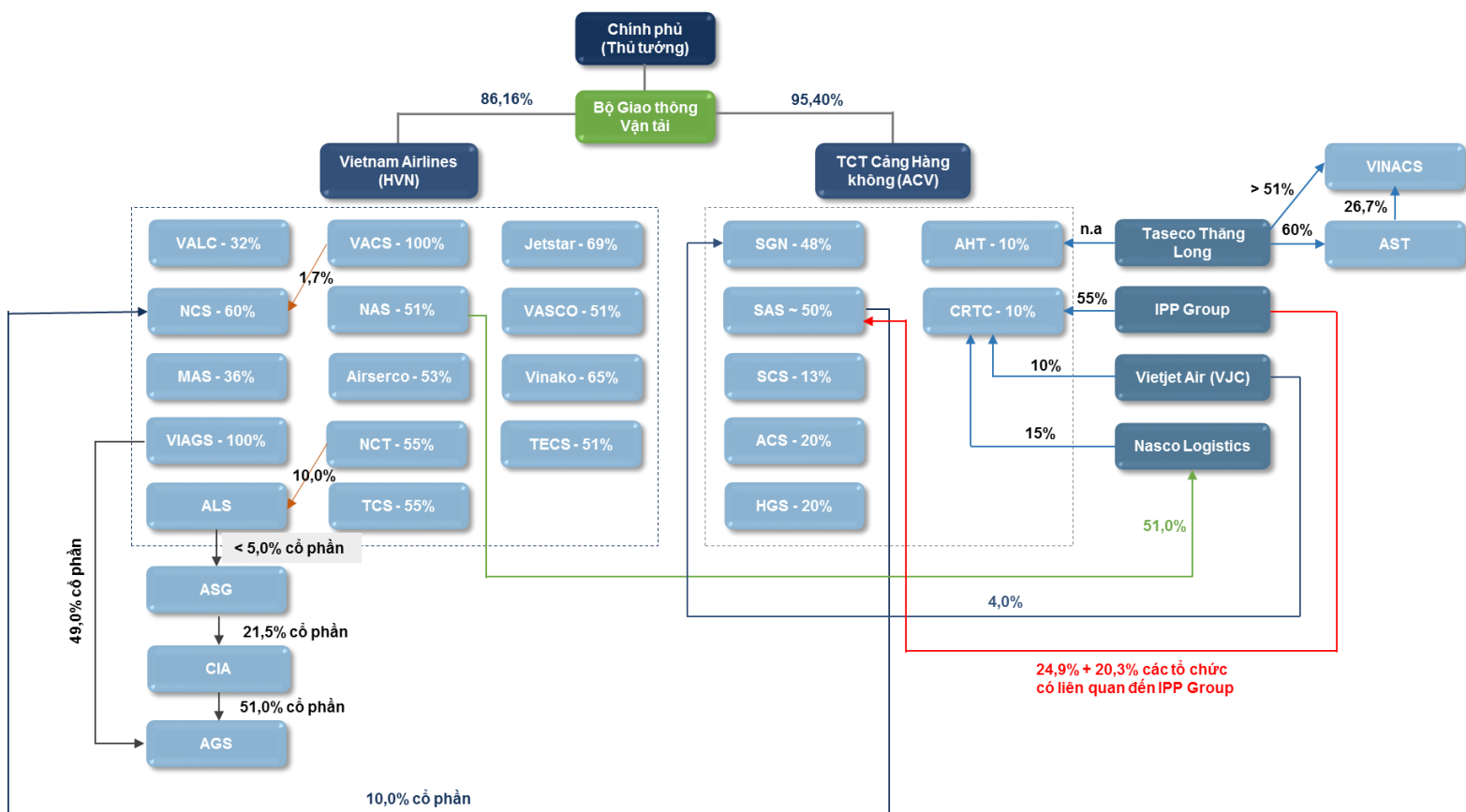
Đối với các cảng hàng không, động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận chính là tăng trưởng lượng hành khách. Chúng tôi cũng liệt kê thêm các yếu tố chính ảnh hưởng đến định giá của cảng hàng không:

- **Tốc độ tăng trưởng của cảng hàng không:** Hầu hết các cảng hàng không lớn và đã phát triển thường sẽ không còn nhiều dư địa để tăng lượng hành khách, do đó thường được định giá ở mức bội số thấp hơn các cảng hàng không non trẻ.
- **Môi trường chính sách thuận lợi:** Những quốc gia có chính sách phát triển và hỗ trợ ngành hàng không thường sẽ có môi trường kinh doanh thuận lợi hơn cho các cảng hàng không, vì thế mức định giá cũng cao hơn
- **Khả năng mở rộng công suất:** Cảng hàng không bị giới hạn về đường băng, công suất sẽ không thể phát huy được hết tiềm năng tăng trưởng sản lượng hành khách, định giá vì thế cũng thấp hơn.

Hiện tại, các cảng hàng không ở Việt Nam còn rất non trẻ, và có tiềm năng rất lớn để cải thiện doanh thu các hoạt động phụ trợ. Aeroports de Paris (ADP – Pháp) đã tỏ ý muốn mua lại một số cổ phần của ACV trong nhiều năm qua. Về mặt chính sách, một điểm quan trọng mà Aeroports de Paris muốn đạt được trong quá trình thương thảo mua ACV là được áp dụng chính sách duy nhất 1 nhà vận hành sân bay cho tất cả 22 cảng hàng không của ACV. Nói cách khác, họ muốn ACV giữ nguyên vị thế độc quyền của mình tại Việt Nam. Mức giá ADP trả cho thương vụ này vì vậy sẽ phụ thuộc nhiều vào việc các ưu đãi mà ADP có thể đạt được. Đối với phía Nhà nước nhiều khả năng cũng sẽ muốn 1 mức giá cao cho con gà đẻ trứng vàng (tương tự như thương vụ bán vốn của SABECO) trong bối cảnh Việt Nam đang là một trong những thị trường hàng không tăng trưởng nhanh nhất trên thế giới. EV/EBITDA 2017 của ACV tại mức giá ngày 12/04/2018 là 23,0 lần.

[Quay lại mục chính](#)

## II. Cơ cấu sở hữu của các doanh nghiệp trong ngành



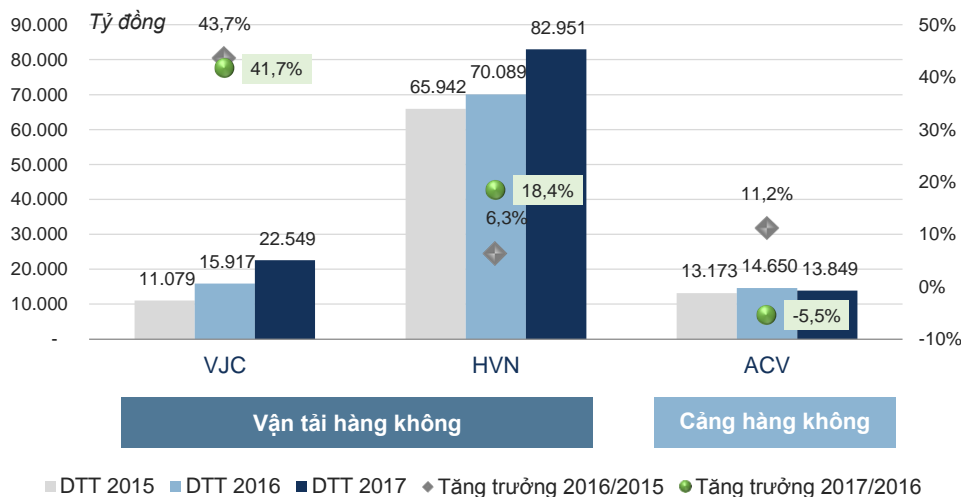
Tính đến thời điểm hiện tại, Nhà nước đang sở hữu ngành hàng không Việt Nam thông qua Vietnam Airlines (HVN) và Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV). Trong đó, Bộ Giao thông Vận tải sở hữu 86,16% cổ phần HVN và 95,40% cổ phần ACV. Hiện tại, các doanh nghiệp nhóm dịch vụ hàng không như NCT, SCS, MAS, SCS, NAS... đều bị chi phối bởi hai doanh nghiệp HVN và ACV. Các hoạt động đầu tư, phân vùng địa lý hoạt động đều do hai doanh nghiệp này chi phối. Trong những năm tới, Bộ Giao thông Vận tải – cổ đông Nhà nước có kế hoạch sẽ thoái 20% vốn tại ACV vào năm 2018 và tiếp tục thoái 10,4% vốn năm 2020. Tương tự, Bộ Giao thông Vận tải cũng sẽ thoái 35,16% vốn tại HVN năm 2019.

### III. Tình hình hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp hàng không

## 1. Doanh thu và tăng trưởng doanh thu

Doanh thu ngành hàng không có sự chênh lệch khá lớn giữa các nhóm ngành, trong đó nhóm ngành vận tải hàng không và cảng hàng không có doanh thu lớn gấp nhiều lần so với nhóm ngành dịch vụ hàng không.

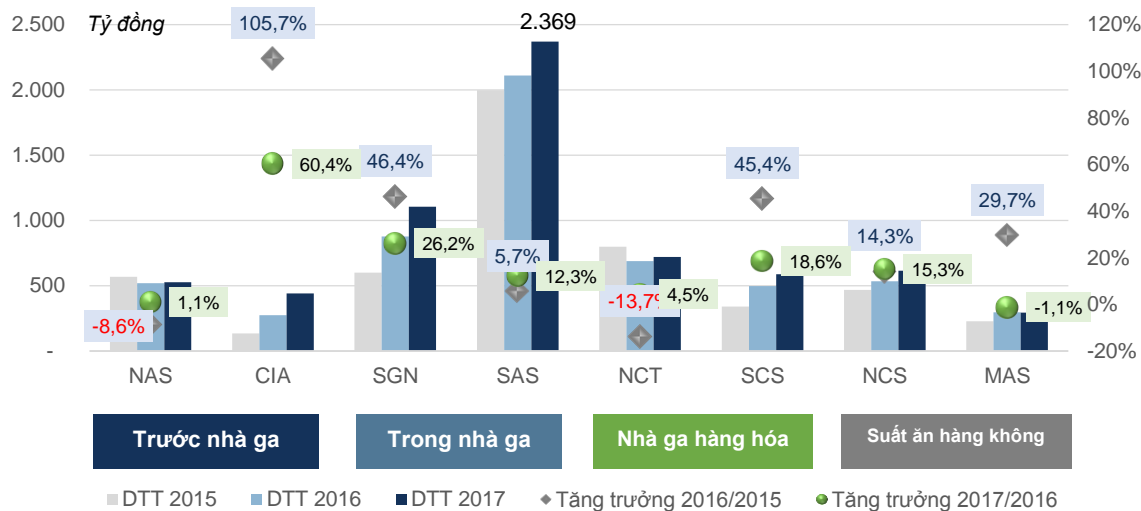
BIỂU ĐỒ 114: Nhóm vận tải hàng không và cảng hàng không



Nguồn: FPT Research

Doanh thu VJC không bao gồm doanh thu bán máy bay

BIỂU ĐỒ 115: Nhóm dịch vụ hàng không và nhà ga hàng hóa



Nguồn: FPT Research

Trong nhóm vận tải hàng không và cảng hàng không, HVN là doanh nghiệp có quy mô doanh thu lớn nhất, với 82.950 tỷ đồng năm 2017, cao hơn gần 3 lần và gần 6 lần so với VJC và ACV. HVN hiện đang sở hữu đội tàu bay lớn hơn gấp 2 lần so với VJC. Trong nhóm dịch vụ hàng không, SAS là doanh nghiệp có quy mô doanh thu lớn nhất, đạt 2.369 tỷ đồng năm 2017. SAS là công ty liên doanh, liên kết của ACV (49,07%), SAS hiện nay là doanh nghiệp độc quyền kinh doanh hàng miễn thuế tại sân bay Tân Sơn Nhất. Đây cũng là lĩnh vực đóng góp tỷ trọng doanh thu cao nhất của SAS với 49% năm 2017. Hiện Sân bay Tân Sơn Nhất hoạt động với 128% công suất thiết kế và mặt bằng bán lẻ tại sân bay đã được sử dụng hoàn toàn. Vì SASCO trên thực tế đã độc quyền lĩnh vực kinh doanh hàng miễn thuế tại Sân bay Tân Sơn Nhất nhiều năm, nên không thể tăng trưởng bằng cách tăng thị phần. Tuy nhiên, về dài hạn, SAS có thể gia tăng doanh thu nhờ vào việc mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất và có thể gia nhập khi sân bay Long Thành đi vào hoạt động vào năm 2025. Bên cạnh

đó, việc cổ đông lớn IPP Group là cổ đông lớn của Nhà ga Quốc tế Cam Ranh sẽ giúp SAS mở rộng hoạt động kinh doanh tại sân bay Cam Ranh dễ dàng hơn.

Có thể thấy, phần lớn các doanh nghiệp hàng không đều có doanh thu tăng trưởng dương trong năm 2017 nhờ bối cảnh ngành thuận lợi. Tuy nhiên, mức tăng trưởng này phân hóa mạnh theo từng doanh nghiệp, kể cả cùng trong một nhóm, điển hình như HVN doanh thu chỉ tăng trưởng 18,4% so với năm 2016 trong khi VJC tăng mạnh với 41,8% so với năm 2016 (Lưu ý doanh thu VJC không bao gồm doanh thu từ bán máy bay). Tương tự, trong nhóm ngành dịch vụ, trong khi các doanh nghiệp CIA, SGN, SAS, SCS, NCS tăng trưởng trên 10% so với năm 2016 thì NAS, NCT và MAS lại ghi nhận tăng trưởng khá thấp (chỉ khoảng 1-5% YoY), thậm chí MAS tăng trưởng âm (-1,1% YoY). Nguyên nhân là do câu chuyện cạnh tranh và mở rộng công suất của từng doanh nghiệp khác nhau. Hạn chế của nhóm ngành này là khó mở rộng công suất khi nhu cầu tăng cao do hạn chế về hạ tầng.

**Nhóm vận tải hàng không:** Doanh thu VJC tăng trưởng mạnh trong khi HVN tăng thấp hơn, xuất phát chủ yếu từ các nguyên nhân sau:

- (1) VJC khai thác mô hình hàng không giá rẻ, khá phù hợp với mức sống của người dân Việt Nam và nhu cầu đi lại bằng máy bay đang gia tăng trong đại bộ phận dân cư.
- (2) Từ năm 2012-2017, thị phần của HVN đang giảm dần do VJC tham gia vào thị trường bay;
- (3) Jetstar – công ty con của HVN khá chậm trong việc bắt kịp xu hướng hàng không giá rẻ so với VJC. Năm 2017, lượng ghế cung ứng của VJC tăng trên 70% YoY trong khi số ghế của Jetstar chỉ tăng 30% YoY.

Các doanh nghiệp còn lại:

Doanh nghiệp	Hoạt động kinh doanh	Kết quả kinh doanh + Tài chính
ACV - UpCom	<ul style="list-style-type: none"> <li>Độc quyền vận hành và khai thác 21 sân bay đang hoạt động tại Việt Nam.</li> <li>ACV cung cấp 3 dịch vụ chính sau: (1) dịch vụ hàng không như: phục vụ hành khách, hạ cất cánh, phục vụ mặt đất, so chiếu an ninh; (2) dịch vụ phi hàng không như: cho thuê mặt bằng thương mại sân bay, cho thuê bãi giữ xe, cho thuê không gian quảng cáo và (3) Bán hàng tại sân bay.</li> <li>Dịch vụ hàng không đóng góp đến 81% doanh thu năm 2017 của ACV.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Từ 2015-2017, lượng hành khách qua các cảng hàng không tăng mạnh, hiệu suất hoạt động của ACV tăng từ 88% năm 2015 lên 103% năm 2017 khiến doanh thu của ACV tăng trưởng mạnh.</li> <li>Doanh thu hợp nhất năm 2016 của ACV tăng 11,2% YoY tuy nhiên doanh thu hợp nhất năm 2017 giảm 5,5% YoY. Nguyên nhân chủ yếu là do ACV không còn ghi nhận doanh thu cất cánh và hạ cánh trong năm 2017. Ngoài ra, kết quả trên còn bị ảnh hưởng do việc giảm tỷ lệ nắm giữ SASCO từ 51% còn 49,81% năm 2017; theo đó SAS trở thành công ty liên kết của ACV thay vì là công ty con như trước đây.</li> </ul>
NAS – UpCom	<ul style="list-style-type: none"> <li>Công ty con của Vietnam Airlines (51%).</li> <li>Hoạt động kinh doanh chính là vận chuyển hành khách bằng xe taxi; vận chuyển hành khách trong sân đỗ máy bay; bán hàng miễn thuế và kinh doanh nhà hàng tại sân bay Nội Bài...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mảng dịch vụ nhà hàng và dịch vụ taxi đóng góp lớn nhất vào doanh thu và lợi nhuận gộp, lần lượt là 38,9% và 35,1% trong doanh thu và 24,1% và 44,4% trong lợi nhuận gộp.</li> <li>Doanh thu từ 2015-2017 có xu hướng giảm do hai mảng đóng góp doanh thu chính trên đang gặp phải cạnh tranh gay gắt khi nhà ga T2 tại Nội Bài đi vào hoạt động.</li> </ul>
CIA – HNX	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hoạt động tại Cảng Hàng không quốc tế Cam Ranh – một điểm nóng về tăng trưởng hành khách trong 3 năm trở lại đây.</li> <li>Ngành nghề kinh doanh chính: dịch vụ phục vụ mặt đất; dịch vụ phòng chờ hạng thương gia; dịch vụ bán hàng miễn thuế; dịch vụ vận chuyển hành khách, đưa đón khách đi/về từ sân bay Cam Ranh; dịch vụ ăn uống, nhà hàng và dịch vụ bán hàng quà tặng, lưu niệm tại sân bay...</li> <li>Mảng bán hàng miễn thuế và phục vụ ăn uống đóng góp doanh thu lớn nhất, lần lượt là 59,5% và 25,7% trong tổng năm doanh thu năm 2017. Hai mảng kinh doanh này hiện tại đều khó có thể</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mảng kinh doanh mới là phục vụ mặt đất (bao gồm phục vụ hành khách, hành lý...) từ công ty con Công ty TNHH Dịch vụ Mặt đất Hàng không – tên viết tắt AGS sẽ là động lực tăng trưởng mới trong doanh thu cho CIA.</li> <li>Mảng dịch vụ mặt đất có lợi thế hơn hai mảng kinh doanh chính (bán hàng miễn thuế, phục vụ ăn uống) do không bị hạn chế về việc mở rộng công suất, mặt bằng. Hành khách đi/đến cảng hàng không Cam Ranh càng tăng thì AGS càng gia tăng nguồn doanh thu.</li> <li>Hiện nay, đối thủ cạnh tranh chính của AGS là CTCP Dịch vụ mặt đất Sài Gòn – Cam Ranh (SGN – CXR), một công ty con của SGN (51%). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự cạnh tranh từ SGN – CXR là không đáng quan ngại. AGS</li> </ul>

	mở rộng do cảng Cam Ranh hiện đã hoạt động hết công suất.	<p>được thành lập với 51% cổ phần từ CIA và 49% cổ phần từ VIAGS – một công ty con 100% vốn của Vietnam Airlines. Vì thế, AGS nhận được sự hỗ trợ từ HVN trong phần khúc phục vụ hành khách.</p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Ngược lại, mảng đóng góp chính vào doanh thu là mảng bán hàng miễn thuế sẽ gặp nhiều khó khăn trong những năm tới. Nguyên nhân là do CIA không thuê được mặt bằng kinh doanh cửa hàng tại nhà ga quốc tế mới tại Cam Ranh.</li><li>▪ Công ty dịch vụ sân bay ASG đã công bố về việc nâng sở hữu CIA lên 51% (từ mức 21,53% hiện tại). ASG là công ty chuyên hoạt động trong lĩnh vực logistics hàng hóa hàng không, với cổ đông lớn ALS (ALS có cổ đông lớn là Vietnam Airlines). Do đó, chúng tôi cho rằng trong tương lai CIA có thể sẽ chuyển lĩnh vực kinh doanh chính sang mảng logistics, thay vì tập trung vào mảng bán hàng miễn thuế như những năm trước.</li></ul>										
SGN – UpCom	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Hoạt động kinh doanh chính là dịch vụ phục vụ mặt đất, tập trung tại thị trường sân bay Tân Sơn Nhất.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Lượng hành khách qua Sân bay Tân Sơn Nhất hầu như tăng mạnh mỗi năm, vì thế SGN hưởng lợi từ xu hướng này.</li><li>▪ Doanh thu 2015-2017 đều tăng trưởng tốt. Năm 2017, doanh thu SGN đạt 1.106 tỷ đồng, tăng 26,2% so với năm 2016.</li></ul>										
NCT – HOSE	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Cung cấp dịch vụ nhà ga hàng hóa tại sân bay Nội Bài.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Trước năm 2015, NCT hầu như độc quyền khai thác dịch vụ hàng hóa hàng không tại Nội Bài.</li><li>▪ Tuy nhiên, sau khi ALS đi vào hoạt động, thị phần NCT đã giảm mạnh, chỉ còn khoảng 48% năm 2017, từ mức 82% của năm 2015.</li><li>▪ Doanh thu năm 2017 của NCT chỉ tăng nhẹ 4,5% so với năm 2016, đạt 720 tỷ đồng.</li></ul>										
SCS – UpCom	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Hiện đang hoạt động tại sân bay Tân Sơn Nhất</li><li>▪ Các dịch vụ chính là nhà ga hàng hóa, cho thuê sân đậu máy bay và cho thuê văn phòng, sân bóng và bãi giữ xe.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Mảng nhà ga hàng hóa chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2017, lần lượt 92,1% và 92,5%.</li><li>▪ Trong giai đoạn 2015-2017, lượng hàng hóa qua cảng tăng nhanh, giúp SCS mở rộng công suất từ 60% lên 80%. Doanh thu SCS cũng tăng trưởng mạnh tương ứng, năm 2017 doanh thu SCS đạt 588 tỷ đồng, tăng 18,6% so với năm 2016.</li></ul>										
NCS – UpCom	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Cung cấp suất ăn hàng không</li><li>▪ Hoạt động tại sân bay Nội Bài</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Doanh thu của NCS từ 2015-2017 đều tăng trưởng tốt do mở rộng được danh mục khách hàng là các hãng hàng không và công suất nhà máy.</li><li>▪ NCS đang cạnh tranh với doanh nghiệp mới VINACS.</li><li>▪ VINACS là một công ty thành viên của CTCP dịch vụ hàng không Thăng Long (một đối tác liên kết với TCT Cảng Hàng không Việt Nam – ACV: UpCom), có cùng ngành nghề cung cấp suất ăn hàng không. Các dự án nhà máy suất ăn của VINACS đều đang trong giai đoạn xây dựng và sẽ sớm đưa vào hoạt động trong năm 2018.</li></ul> <div><b>BẢNG 26: Thời gian hoạt động của các nhà máy VINACS</b></div> <table><thead><tr><th>Xi nghiệp</th><th>Thời gian hoạt động</th></tr></thead><tbody><tr><td>VINACS Nội Bài</td><td>Tháng 3/2017</td></tr><tr><td>Cam Ranh</td><td>Tháng 5/2017</td></tr><tr><td>Đà Nẵng</td><td>Quý 1-2/2018</td></tr><tr><td>Phú Quốc</td><td>Quý 1-2/2018</td></tr></tbody></table> <div>Nguồn: VINACS, FPTs Research</div>	Xi nghiệp	Thời gian hoạt động	VINACS Nội Bài	Tháng 3/2017	Cam Ranh	Tháng 5/2017	Đà Nẵng	Quý 1-2/2018	Phú Quốc	Quý 1-2/2018
Xi nghiệp	Thời gian hoạt động											
VINACS Nội Bài	Tháng 3/2017											
Cam Ranh	Tháng 5/2017											
Đà Nẵng	Quý 1-2/2018											
Phú Quốc	Quý 1-2/2018											
MAS – HOSE	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Cung cấp suất ăn hàng không</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Doanh thu năm 2017 chỉ đạt 293 tỷ đồng, giảm 1,1% YoY. Nguyên nhân là do trong năm 2017, MAS không thực hiện các hợp đồng cung cấp chăn da trên máy bay cho các</li></ul>										

	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hoạt động tại sân bay Đà Nẵng, Cam Ranh và Phú Bài</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>hãng hàng không (doanh thu mảng này năm 2016 là 7,0 tỷ đồng).</li> <li>MAS cũng đang cạnh tranh với VINACS.</li> </ul>
--	--	---

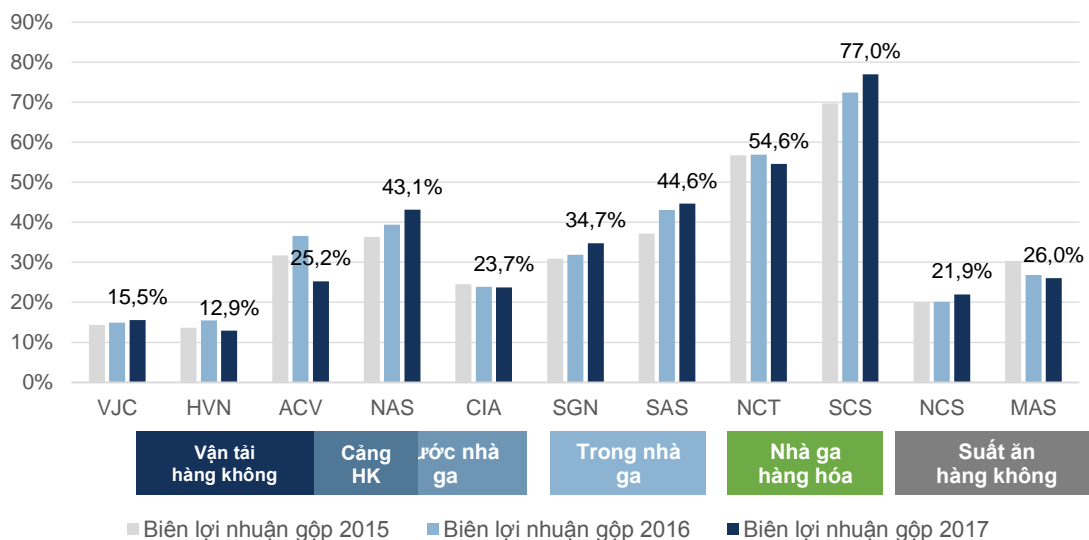
## 2. Lợi nhuận gộp

Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp hàng không có sự khác biệt lớn giữa các nhóm dịch vụ. Trong đó, nhóm vận tải hàng không có biên lợi nhuận gộp thấp nhất, nhóm nhà ga hàng hóa và cảng hàng không có biên lợi nhuận gộp lần lượt lớn tiếp sau. Nhóm vận tải hàng không do phải đầu tư lớn vào tài sản cố định và chi phí lương phi công, tiếp viên hàng không cao cũng như đang cạnh tranh gay gắt nên biên lợi nhuận gộp tương đối thấp. Năm 2017, VJC có biên lợi nhuận gộp cao hơn 2016 (15,5% so với 14,9%) mặc dù chi phí nhiên liệu tăng 28,6% YoY. Nguyên nhân là do VJC hiện có thể chuyển một phần lớn chi phí nhiên liệu sang hành khách vì giá vé đang ở mức cạnh tranh và VJC có cơ cấu chi phí tốt nhất ngành. Theo VJC, 90% mức tăng của chi phí nhiên liệu có thể sẽ được chuyển sang hành khách nếu giá dầu Brent tiếp tục dưới mức 85USD/thùng. Ngược lại, HVN có biên lợi nhuận gộp giảm từ 15,5% năm 2016 còn 12,9% năm 2017 do chi phí nhiên liệu cao hơn và cạnh tranh gay gắt. HVN giảm giá vé để giữ thị phần trong bối cảnh hãng hàng không chi phí thấp VJC liên tục mở rộng.

Các doanh nghiệp dịch vụ khác không gặp phải những vấn đề như nhóm dịch vụ hàng không nên biên lợi nhuận tương đối cao. Trong đó, ACV mặc dù có đến 70% chi phí đầu vào định phí, tuy nhiên nhờ hiệu suất hoạt động ngày càng tăng giúp định phí trên một đơn vị hành khách/hàng hóa thu hẹp, giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện.

Nhóm cung cấp dịch vụ trước và trong nhà ga là CIA, SGN và SAS có biên lợi nhuận gộp khá khác biệt, trong khi CIA và SGN có biên lợi nhuận gộp tương đương nhau thì SAS cao vượt trội hơn hẳn. Nguyên nhân là CIA và SGN có tỷ trọng đóng góp chính vào lợi nhuận gộp là mảng bán hàng miễn thuế, mảng này có biên lợi nhuận gộp trung bình chỉ khoảng 25%. Trong khi đó, mặc dù mảng bán hàng miễn thuế đóng góp cao nhất trong lợi nhuận gộp SAS, nhưng biên lợi nhuận của SAS vẫn cao hơn CIA và SGN. Nguyên nhân là do SAS đang tái cơ cấu sản phẩm bằng cách tập trung vào các dòng sản phẩm biên lợi nhuận cao nhằm mở rộng biên lợi nhuận gộp, dưới sự hỗ trợ của cổ đông lớn IPP Group.

BIỂU ĐỒ 116: Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp hàng không 2015-2017



Nguồn: FPTs Research

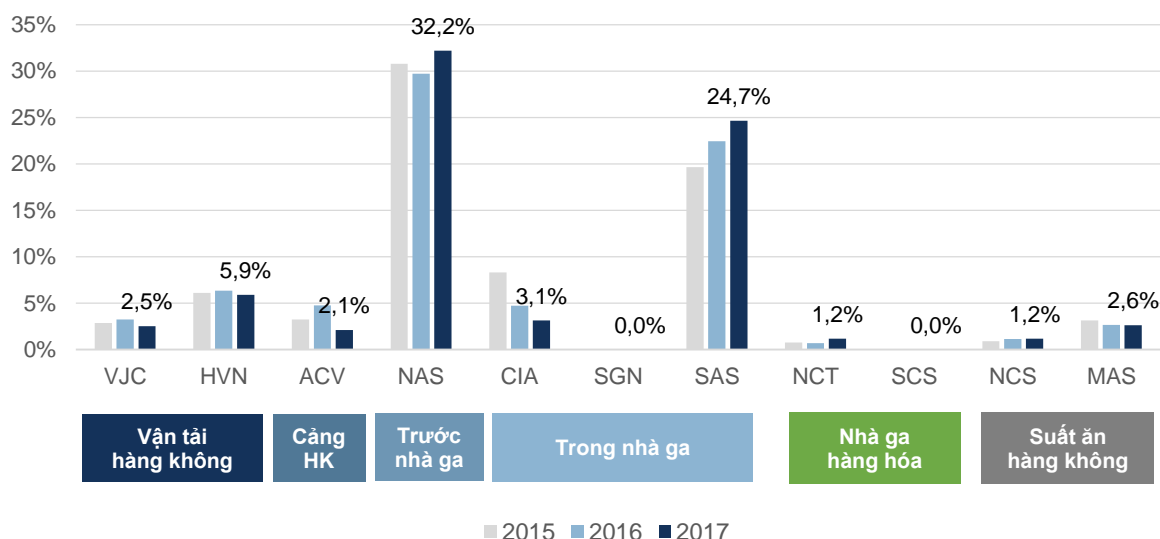


Nhóm nhà ga hàng hóa là nhóm có biên lợi nhuận gộp cao nhất trong ngành hàng không, nguyên nhân là do hiện tại hai nhà ga hàng hóa của NCT và SCS đều đã gần hết công suất, trong khi nhu cầu làm hàng vẫn đang tăng cao. Dịch vụ nhà ga có chi phí chủ yếu là chi phí cố định (khấu hao, điện nước...) nên khi hiệu suất hoạt động tăng sẽ dẫn đến lợi nhuận tăng cao hơn doanh thu. Bên cạnh đó, phần lớn (90%) hàng hóa qua các nhà ga này đều là những mặt hàng có giá trị cao như: laptop, smartphone, nước hoa, hàng dễ vỡ... Vì thế vị thế đàm phán giá của NCT và SCS khá cao. Biên lợi nhuận gộp vì thế cũng cao nhất ngành.

Nhóm NCS và MAS chuyên cung cấp suất ăn hàng không, đây là nhóm có khả năng đàm phán giá thấp nhất đối với các hãng hàng không. Do đầu ra chỉ có thể phục vụ cho các hãng vận tải hàng không nên khả năng đàm phán tương đối thấp. Bên cạnh đó, sắp tới khi nhà máy của VINACS hoạt động tại Đà Nẵng vào quý 1-2/2018, cạnh tranh sẽ tăng lên, biên lợi nhuận gộp của MAS dự kiến có thể sẽ còn giảm.

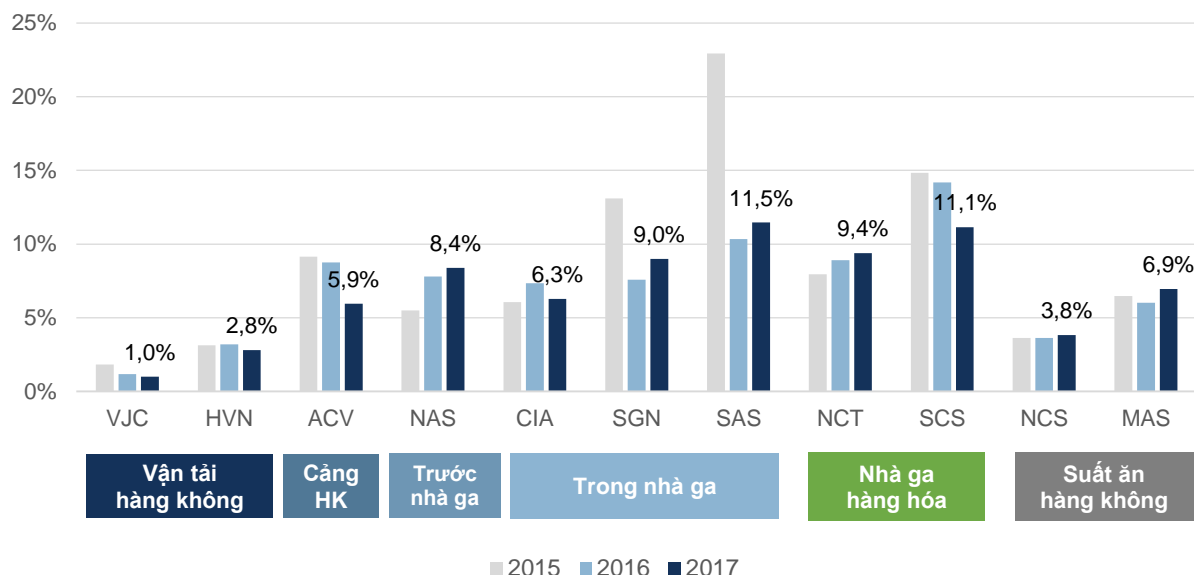
### 3. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp

BIỂU ĐỒ 117: Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu các doanh nghiệp hàng không 2015-2017



Nguồn: FPTs Research

Nhìn chung, chi phí bán hàng của các doanh nghiệp hàng không duy trì khá ổn định từ 2015-2017. Ngoại trừ hai doanh nghiệp NAS và SAS, chi phí bán hàng cũng không phải chi phí chủ chốt của các doanh nghiệp ngành hàng không, thường chỉ chiếm khoảng 0-6% doanh thu. Nguyên nhân là do hai doanh nghiệp này có hoạt động bán hàng miễn thuế, dịch vụ nhà hàng và thương mại trong hoạt động kinh doanh. Riêng SGN và SCS không có chi phí bán hàng, nguyên nhân là do hiện tại trong mảng phục vụ mặt đất tại sân bay Tân Sơn Nhất chỉ có hai doanh nghiệp đang hoạt động là SGN và VIAGS, tương tự nhà ga hàng hóa chỉ có hai doanh nghiệp SCS và TCS đang hoạt động. Các hãng hàng không sẽ tự xem xét chất lượng dịch vụ giữa hai doanh nghiệp, xong đó chọn ra doanh nghiệp phù hợp. Do có cơ cấu cổ đông khác nhau, nên hầu như khách hàng của SGN và VIAGS khá khác biệt, tương tự đối với SCS và TCS.

**BIỂU ĐỒ 118: Tỷ lệ chi phí QLDN/doanh thu các doanh nghiệp hàng không 2015-2017**


Nguồn: FPTs Research

Nhóm vận tải hàng không có tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thấp nhất trong ngành, bình quân khoảng 1-3%. Các nhóm cảng và dịch vụ hàng không có chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu tương đối ngang nhau, khoảng 6-12%. Riêng SCS có chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu cao nhất do SCS là doanh nghiệp duy nhất có hoạt động cho thuê sân đậu máy bay. SCS phải thường xuyên đầu tư vào nhân viên quản lý, đặc biệt trong hệ thống kiểm soát, duy trì và cải tiến hệ thống quản lý an ninh, an toàn khi cho máy bay đậu.

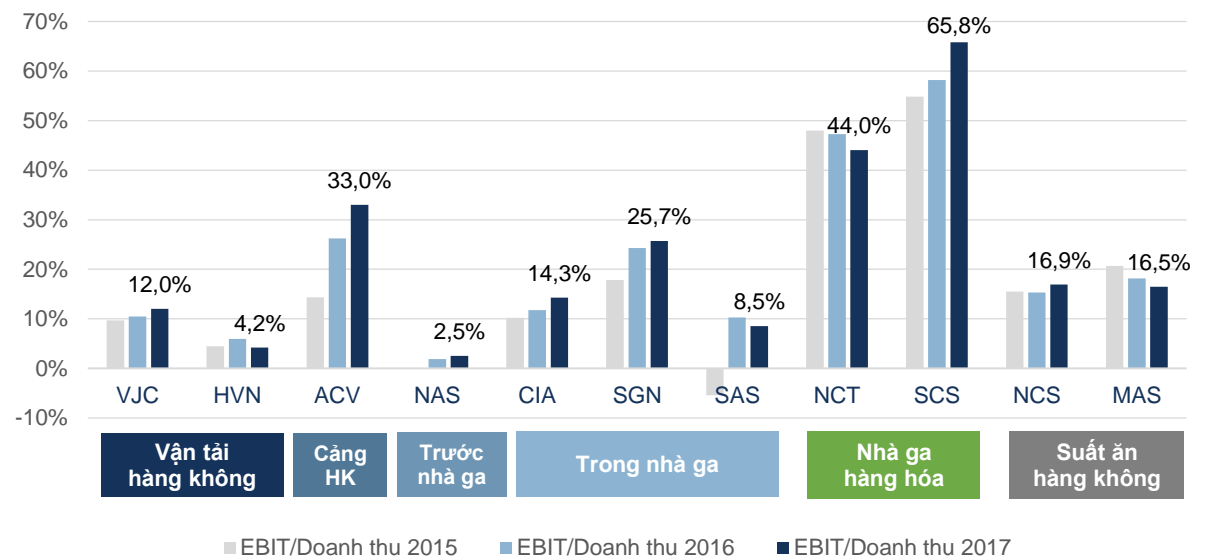
NAS có tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng mạnh lên 8,5%, từ mức 5,5% năm 2015. Trong năm 2017, NAS phát sinh thêm các chi phí như hội nghị, họp với các khách hàng lâu năm, đồng thời các chi phí khác như khấu hao, lương nhân viên, dịch vụ mua ngoài đều tăng, dẫn đến chi phí quản lý doanh nghiệp tăng cao hơn so với các năm trước.

SGN và SAS có tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu cao đột biến trong năm 2015, lần lượt là 13,1% và 22,9%, cao hơn nhiều so với mức bình quân 7-9% trong nhóm dịch vụ. Nguyên nhân là do trong năm này, hai công ty phải trích lập dự phòng lớn cho các khoản phải thu khó đòi, khiến chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh. Năm 2016 và 2017, SGN và SAS không còn trích lập dự phòng nên tỷ lệ chi phí QLDN/Doanh thu đã quay trở lại mức bình thường.

Cần lưu ý một điểm rằng, HVN có tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu và chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu cao hơn nhiều so với VJC. Vì VJC hoạt động theo mô hình hàng không giá rẻ nên thường tập trung vào việc cắt giảm chi phí để bù đắp lại cho việc giảm giá vé, thông thường một nhân viên sẽ làm nhiều việc cùng một lúc, do đó chi phí lương nhân viên trong bán hàng và quản lý/doanh thu của VJC thấp hơn nhiều so với HVN, lần lượt là 0,9% và 2,4% năm 2017.

#### 4. Lợi nhuận hoạt động kinh doanh (EBIT)

BIỂU ĐỒ 119: Lợi nhuận hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp hàng không 2015-2017

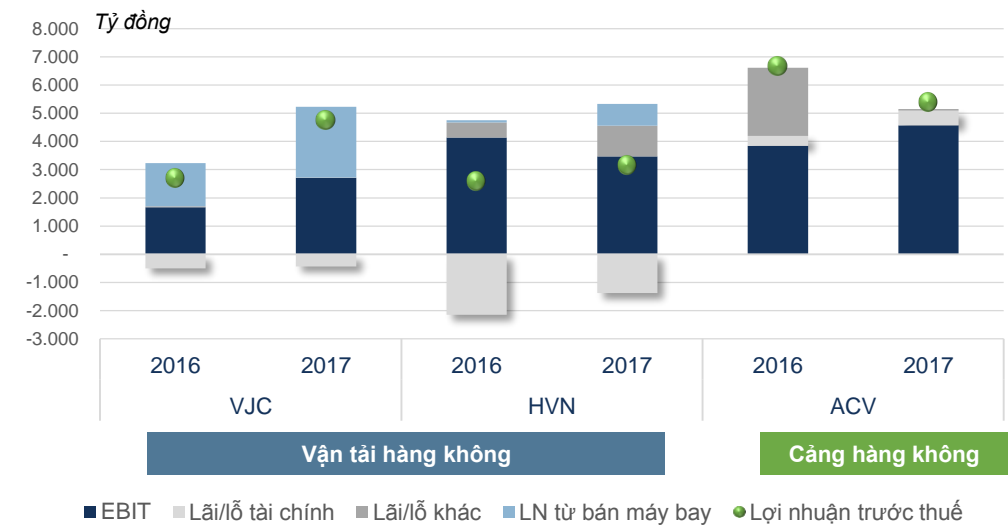


Nguồn: FPTs Research

Biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh/Doanh thu (EBIT/Doanh thu) của các doanh nghiệp trong ngành nhìn chung tăng trong giai đoạn 2015-2017 nhờ sự mở rộng của doanh thu và bối cảnh ngành thuận lợi. HVN có biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh/Doanh thu giảm trong khi VJC tăng do VJC mở rộng được biên lợi nhuận gộp do chuyển một phần gia tăng của giá nhiên liệu vào giá vé, trong khi HVN phải giảm giá vé để cạnh tranh với VJC. Riêng SAS có tỷ lệ EBIT/Doanh thu âm trong năm 2015 do tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng mạnh, đến từ khoản trích lập dự phòng phải thu khó đòi. Tỷ lệ EBIT/Doanh thu của MAS giảm trong năm 2017 là do biên lợi nhuận gộp suy giảm. HVN do có tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu cao hơn VJC nên Biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh thấp hơn VJC.

#### 5. Lợi nhuận trước thuế

Có thể thấy, đóng góp vào lợi nhuận sau thuế của từng hoạt động như hoạt động kinh doanh cốt lõi, hoạt động tài chính và hoạt động khác là khác nhau giữa nhóm vận tải hàng không, cảng hàng không và nhóm dịch vụ hàng không. Trong khi nhóm dịch vụ hàng không phần lớn lợi nhuận sau thuế được đóng góp bởi lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh, thì nhóm vận tải và cảng hàng không lại chịu ảnh hưởng lớn từ lãi/lỗ tài chính và lãi/lỗ khác. Đặc biệt đối với VJC, Lợi nhuận trước thuế có sự đóng góp rất lớn từ lợi nhuận bán máy bay. Năm 2016-2017, lợi nhuận từ bán máy bay của VJC chiếm 56,5% và 52,9% lợi nhuận trước thuế của VJC. Nếu không tính lợi nhuận từ hoạt động này, lợi nhuận trước thuế của VJC đạt 2.238 tỷ đồng, tăng đến 90,1% YoY. Năm 2017 cũng là năm đầu tiên HVN ghi nhận lợi nhuận lớn từ bán máy bay, khoảng 772 tỷ đồng và chiếm 24,4% lợi nhuận trước thuế. Nếu không tính lợi nhuận từ hoạt động này, lợi nhuận trước thuế của HVN đạt 2.387 tỷ đồng, giảm 5,4% YoY. Chúng tôi cũng lưu ý rằng, HVN đã ghi nhận lợi nhuận từ bán máy bay vào mục thu nhập khác trên Bảng Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh, trong khi VJC ghi nhận thẳng vào mục doanh thu thuần.

**BIỂU ĐỒ 120: Lợi nhuận trước thuế nhóm doanh nghiệp vận tải và cảng hàng không 2016-2017**


Nguồn: FPTTS Research

Ngoài ra, đối với nhóm vận tải hàng không, lãi/lỗ hoạt động tài chính là khoản mục biến động mạnh nhất. Nguyên nhân là do VJC và HVN hiện đang có các khoản vay nợ bằng đồng USD. Theo tính toán của chúng tôi, khoản vay USD lần lượt chiếm khoảng 40% và 42% tổng khoản vay ngắn và dài hạn của VJC và HVN tại ngày 31/12/2017. Vì thế, ngoài chi phí lãi vay mà VJC và HVN phải trả cho các khoản nợ, những năm qua, khi tỷ giá USD/VND nhìn chung có xu hướng tăng, VJC và HVN còn phải ghi nhận các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá, làm phát sinh thêm chi phí tài chính.

Riêng ACV hiện tại đang có tỷ lệ D/E là 52,7% tại ngày 31/12/2017. Trong đó, gần 100% các khoản vay là bằng đồng JPY. Hiện ACV chủ yếu sử dụng nguồn vốn ODA từ Nhật để tài trợ cho các dự án mở rộng cảng hàng không. Vì thế, ACV cũng phải ghi nhận các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá khi tỷ giá JPY/VND tăng lên. Năm 2016, lãi từ hoạt động khác của ACV tăng mạnh do công ty có khoản hoàn nhập chi phí sửa chữa lớn theo chu kỳ từ 2012-2015 là 2.047 tỷ đồng.

**BIỂU ĐỒ 121: Lợi nhuận trước thuế nhóm doanh nghiệp dịch vụ hàng không 2016-2017**

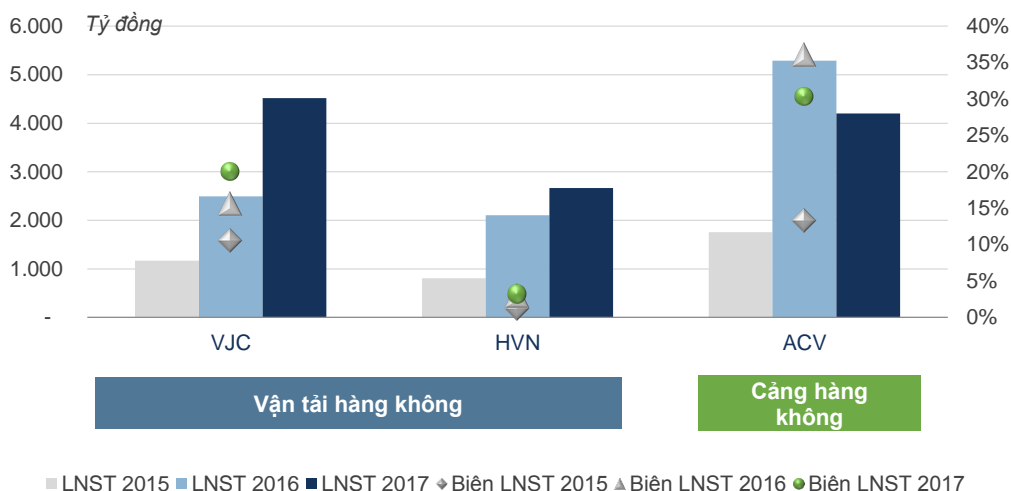

Nguồn: FPTTS Research

Trái ngược với nhóm vận tải và cảng hàng không, nhóm dịch vụ hàng không phần lớn lợi nhuận sau thuế đều được đóng góp từ lợi nhuận hoạt động kinh doanh nhờ có hoạt động kinh doanh đơn giản, vòng quay tiền nhanh và cơ cấu tài chính lành mạnh. Riêng SAS năm 2016 và 2017 có lợi nhuận hoạt động tài chính đóng góp đến 40% lợi nhuận trước thuế. Năm 2016, SAS ghi nhận 89,3 tỷ lợi nhuận từ chuyển nhượng công ty liên doanh liên kết Nova Sasco (hiện công ty này là công ty con của Novaland – NVL với tỷ lệ sở hữu 74%). Năm 2017, SAS ghi nhận 58 tỷ từ cổ tức được chia và 40,5 tỷ từ lãi chênh lệch tỷ giá. Các doanh nghiệp còn lại biến động lãi/lỗ tài chính và lãi/lỗ khác không lớn và chiếm tỷ trọng không đáng kể trong lợi nhuận trước thuế. Nguyên nhân là do nhóm dịch vụ hàng không ít sử dụng đòn bẩy trong quá trình hoạt động, tài chính khá lành mạnh, đa số đều được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu.

## 6. Lợi nhuận sau thuế

Lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp hàng không từ 2015-2017 nhìn chung có xu hướng tăng nhờ sự mở rộng của doanh thu. Chỉ có các doanh nghiệp NAS, MAS và NCT là lợi nhuận sau thuế năm 2017 suy giảm so với năm 2016 do những nguyên nhân đã phân tích tại phần doanh thu. Riêng ACV có lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông mẹ 2017 giảm 18,1% YoY (đạt 4.182 tỷ đồng) do công ty không còn ghi nhận lợi nhuận từ dịch vụ cất cánh và hạ cánh do vướng mắc về thời hạn thuê đường băng với Nhà nước khi công ty cổ phần hóa, và các khoản lãi tài chính bất thường. Chúng tôi tiến hành điều chỉnh các sự khác biệt trên, sau khi điều chỉnh lợi nhuận sau thuế năm 2016 của ACV đạt 3.513 tỷ đồng. Như vậy, lợi nhuận sau thuế năm 2017 thuộc về cổ đông mẹ của ACV tăng 21,9% so với năm 2016.

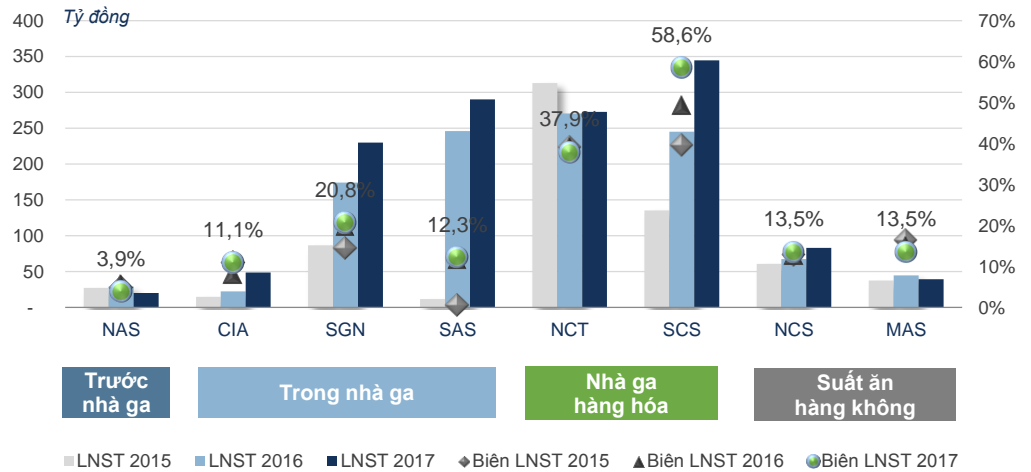
BIỂU ĐỒ 122: Lợi nhuận sau thuế các doanh nghiệp vận tải và cảng hàng không 2015-2017



Nguồn: FPTs Research

Nhóm nhà ga hàng hóa vẫn là nhóm có biên lợi nhuận sau thuế cao nhất trong nhóm ngành dịch vụ hàng không, nguyên nhân như chúng tôi đã phân tích trong phần biên lợi nhuận gộp. Năm 2017, SCS có biên lợi nhuận sau thuế 58,6%, cao hơn mức 49,4% của năm 2016 nhờ gia tăng được hiệu suất hoạt động. Ngược lại, NCT có biên lợi nhuận sau thuế giảm từ 39,2% năm 2016 còn 37,9% năm 2017 do NCT hiện đang gặp phải cạnh tranh gay gắt từ đối thủ mới ALS tại sân bay Nội Bài.

BIỂU ĐỒ 123: Lợi nhuận sau thuế các doanh nghiệp dịch vụ hàng không 2015-2017

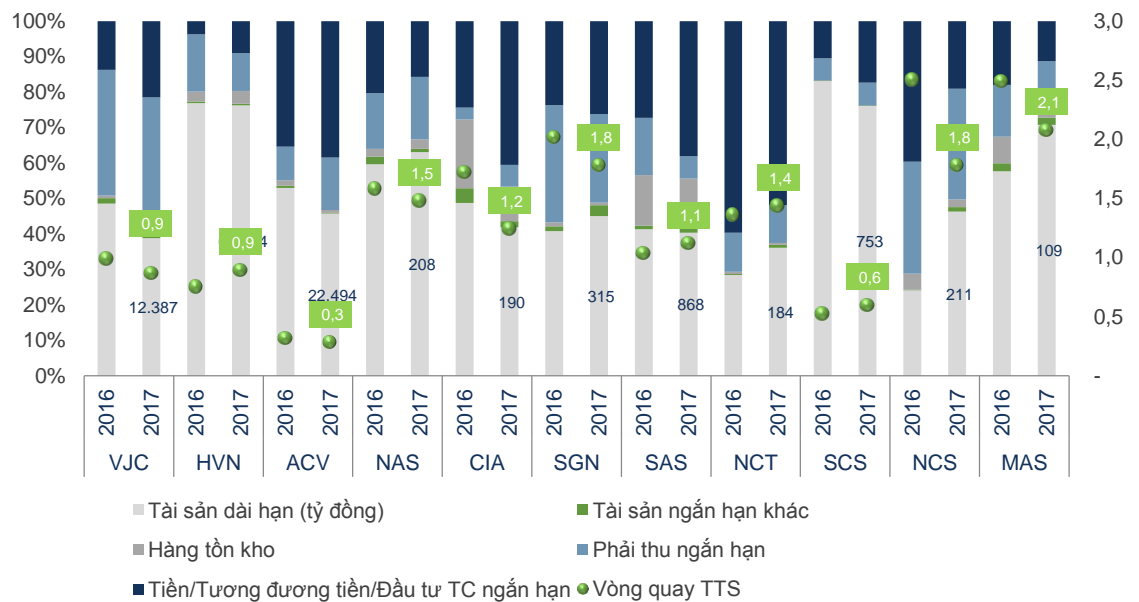


Nguồn: FPTs Research

## IV. Tình hình tài chính các doanh nghiệp hàng không

### 1. Tình hình tài sản

BIỂU ĐỒ 124: Quy mô tài sản các doanh nghiệp ngành hàng không 2016-2017



Nguồn: FPTs Research

Tương tự quy mô doanh thu, quy mô tổng tài sản của nhóm vận tải hàng không và cảng hơn không gấp hơn nhiều lần so với nhóm dịch vụ hàng không. Năm 2017, quy mô tài sản của VJC, HVN và ACV lần lượt là 31.908 tỷ đồng, 88.434 tỷ đồng và 49.161 tỷ đồng. Trong khi trong nhóm dịch vụ hàng không, SAS là doanh nghiệp có quy mô tài sản lớn nhất, cũng chỉ đạt 2.150 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với VJC, HVN và ACV. Trong tài sản ngắn hạn, khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất của các doanh nghiệp ngành hàng không là tiền, tương đương tiền và các khoản phải thu khách hàng; khoản mục hàng tồn kho chiếm tỷ trọng rất nhỏ, bình quân chưa đến 10%. VJC và HVN có các khoản phải



thu các đại lý du lịch, đơn vị logistics, đại lý vận chuyển hàng hóa... Trong khi các doanh nghiệp cảng và dịch vụ hàng không có các khoản phải thu từ nhóm vận tải hàng không. Trong tài sản dài hạn, khoản mục chiếm tỷ trọng cao nhất là tài sản cố định, với tỷ lệ khoảng 80%.

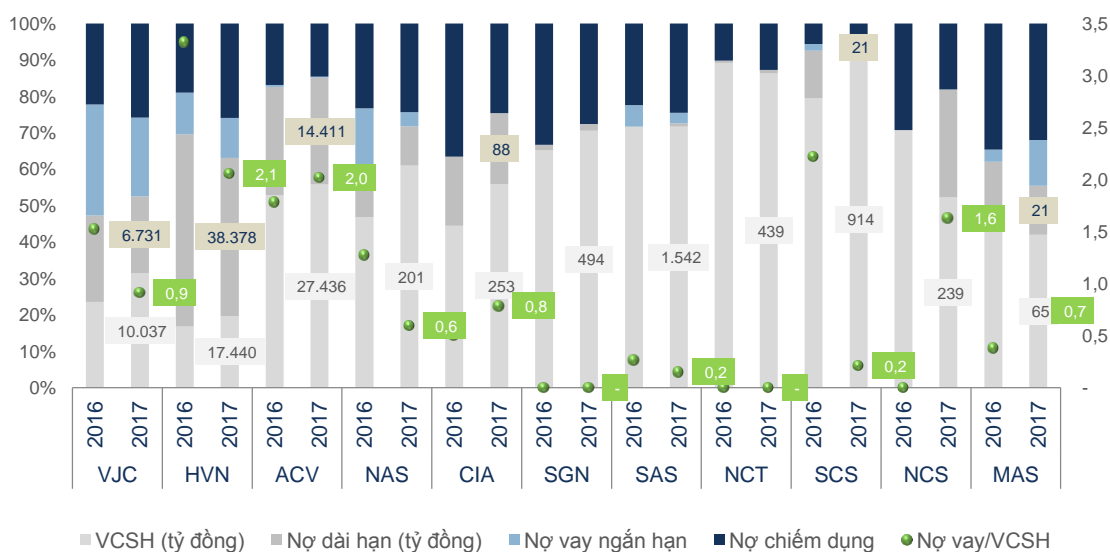
Cơ cấu tài sản giữa các nhóm nhỏ trong ngành hàng không có sự khác biệt khá lớn. Nhóm ngành vận tải, cảng hàng không và nhà ga hàng hóa như: VJC, HVN, ACV, SCS có tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng lớn hơn trong tổng tài sản, chủ yếu là khoản mục tài sản cố định. Tài sản dài hạn của VJC chiếm tỷ trọng thấp hơn trong tổng tài sản so với HVN do VJC sử dụng máy bay theo mô hình bán và thuê lại máy bay theo phương thức thuê hoạt động, do đó tỷ trọng khoản mục tài sản cố định của VJC thấp hơn khá nhiều so với HVN. Ngoài ra, đội bay của HVN cũng hơn gấp đôi so với VJC. Năm 2017, tài sản dài hạn của VJC chỉ chiếm khoảng 38,8% tổng tài sản, thấp hơn mức 76,3% của HVN.

SCS và NCT cùng làm dịch vụ nhà ga hàng hóa, tuy nhiên SCS có tỷ trọng tài sản dài hạn lớn hơn. Nguyên nhân là do: (1) SCS sở hữu kho nhà ga riêng trong khi NCT hiện tại phần lớn đều phải đi thuê ngoài; (2) SCS có thêm hoạt động cho thuê sân đỗ máy bay, tài sản cố định vì thế cũng lớn hơn cả về giá trị tuyệt đối lẫn tương đối. Năm 2017, tài sản dài hạn của SCS chiếm 76,1% tổng tài sản, cao hơn nhiều so với mức 36,2% của NCT.

Xét về vòng quay tài sản, chỉ số vòng quay có sự khác biệt khá rõ giữa các nhóm trong ngành. Nhóm vận tải, cảng hàng không và nhà ga hàng hóa có vòng quay tổng tài sản khá thấp, chỉ đạt 0,3-1,0 lần. Trong khi nhóm dịch vụ hàng không (chủ yếu vận chuyển, bán hàng miễn thuế, thương mại, phục vụ mặt đất) như NAS, CIA, SGN, SAS và suất ăn hàng không MAS, NCS có vòng quay tổng tài sản lớn hơn, bình quân khoảng 1,2-2,1 lần.

## 2. Tình hình nguồn vốn

BIỂU ĐỒ 125: Cơ cấu nguồn vốn các doanh nghiệp hàng không 2016-2017



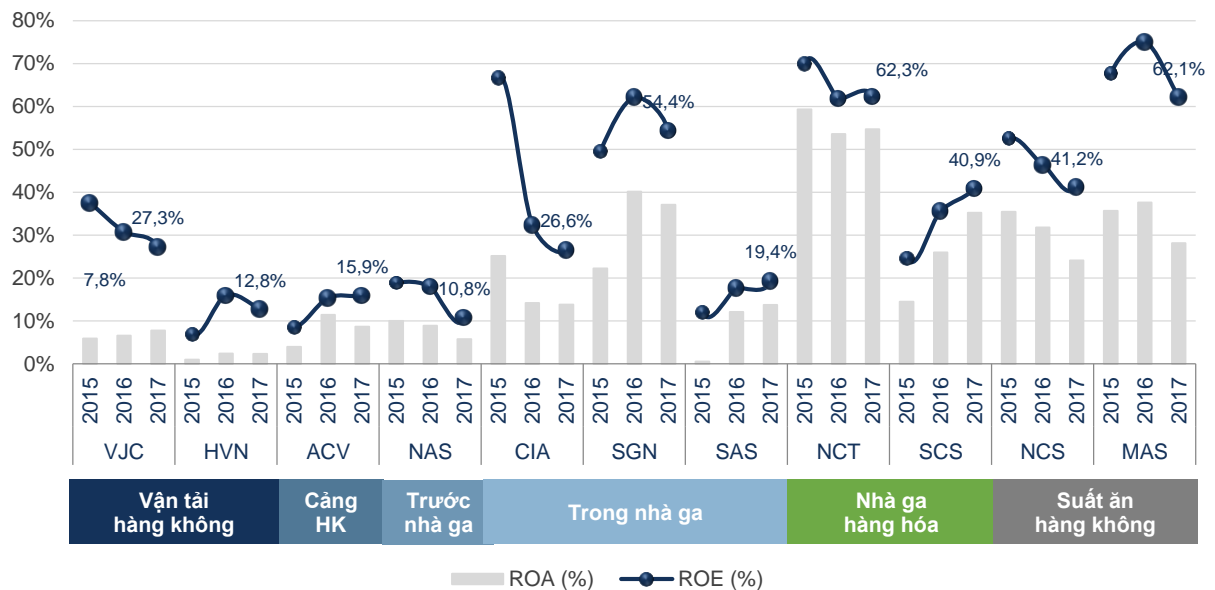
Nguồn: FPTs Research

Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp nhóm vận tải hàng không có sự chênh lệch lớn so với các doanh nghiệp còn lại. Trong khi VJC, HVN và ACV chủ yếu tài trợ cho các hoạt động kinh doanh bằng nợ vay thì các doanh nghiệp còn lại hầu như chỉ bằng vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ Nợ vay/VCSH của VJC, HVN và ACV năm 2017 lần lượt là 0,9 lần; 2,1 lần và 2,0 lần, trong khi các doanh nghiệp còn lại chỉ trong khoảng 0,0-0,8 lần. Nguyên nhân là do VJC và HVN phải đầu tư lớn vào đội bay trong khi ACV đang đối mặt với áp lực vốn để mở rộng các cảng hàng không và xây mới xây bay

Long Thành, ngược lại các doanh nghiệp nhóm cảng và dịch vụ hàng không có cơ cấu tài chính khá lành mạnh do không phải đầu tư quá lớn vào tài sản cố định như nhóm vận tải hàng không. VJC và HVN đều có tỷ lệ Nợ vay/VCSH giảm dần từ 2016-2017 do hai doanh nghiệp này đều có chủ trương trả bớt nợ vay để giảm áp lực chi phí tài chính. SCS năm 2017 đã hoán đổi 39 tỷ trái phiếu chuyển đang và trả bớt các khoản vay ngắn/dài hạn ngân hàng nên tỷ lệ Nợ vay/VCSH giảm mạnh từ 2,2 lần năm 2016 còn 0,2 lần năm 2017. Các doanh nghiệp còn lại có tỷ lệ Nợ vay/VCSH hầu như không thay đổi nhiều trong giai đoạn 2016-2017.

### 3. Khả năng sinh lời

BIỂU ĐỒ 126: ROA và ROE các doanh nghiệp trong ngành hàng không 2015-2017



Nguồn: FPTs Research

Lưu ý: Số liệu 2015-2017 của VJC và HVN được loại bỏ lợi nhuận từ bán máy bay để đánh giá chính xác hơn về khả năng sinh lời của hoạt động kinh doanh chính. Số liệu 2015 của SAS được điều chỉnh những khoản mục bất thường

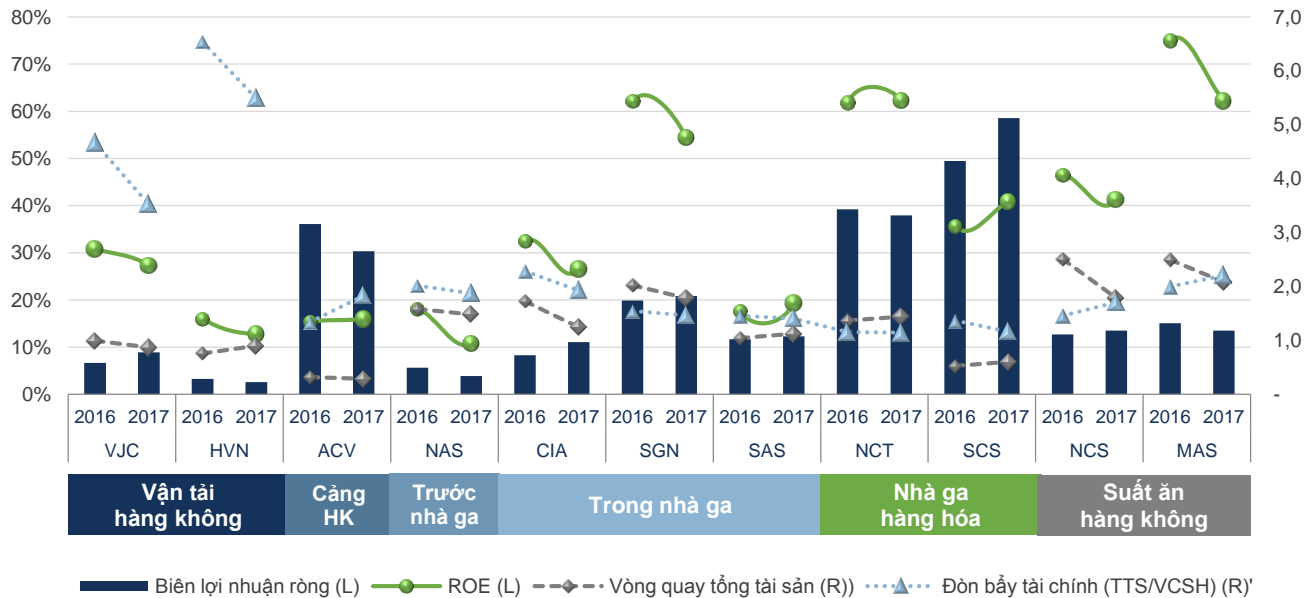
Khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu (VCSH) và tổng tài sản của các doanh nghiệp trong ngành hàng không khá biến động qua các năm và có sự khác biệt giữa các doanh nghiệp. Trong đó, NCT là doanh nghiệp có cả hai tỷ suất ROE và ROA cao nhất ngành và không có sự chênh lệch lớn, trong khi SCS cùng ngành nghề nhưng chỉ số sinh lời ROA và ROE không cao như NCT. Nguyên nhân là do NCT có lịch sử hoạt động từ khá lâu (năm 2005) trong khi SCS hoạt động từ 2010 nên tài sản hầu như đã khấu hao gần hết. Bên cạnh đó, các nhà kho của NCT phần lớn là đi thuê trong khi SCS sở hữu. Tuy nhiên ROA và ROE của NCT có xu hướng giảm 2015-2017, nguyên nhân là do NCT gặp phải cạnh tranh lớn từ ALS, vị thế độc quyền suy giảm dẫn đến khả năng sinh lời không còn cao như trước. VJC có ROE cao hơn HVN và ROA của VJC lại có cách biệt khác xa với ROE. Sự chênh lệch lớn này là do VJC sử dụng đòn bẩy cao, trường hợp tương tự cũng xảy ra với HVN. ROE và ROA của HVN có sự chênh lệch lớn, năm 2017 ROE và ROA của HVN lần lượt đạt 12,8% và 2,3%. Lưu ý rằng chỉ số ROE và ROA của VJC và HVN được chúng tôi tính toán bằng cách loại bỏ đi lợi nhuận từ bán máy bay để nhà đầu tư có cái nhìn chính xác hơn và khả năng sinh lời từ hoạt động kinh doanh chính của hai doanh nghiệp này.

Nhìn chung, nhóm dịch vụ nhà ga hàng hóa, suất ăn hàng không và phục vụ mặt đất trong nhà ga có tỷ suất sinh lời tương đối cao, chẳng hạn như SCS, MAS và SGN. Nhóm có hoạt động kinh doanh bán hàng miễn thuế chiếm tỷ trọng cao trong doanh thu có khả năng sinh lời khá thấp, điển hình như

NAS và SAS. Năm 2017, NAS có chỉ số ROA và ROE lần lượt là 5,8% và 10,8%; SAS có ROA và ROE lần lượt là 13,8% và 19,4%, thấp hơn nhiều so với mức bình quân 40% của các doanh nghiệp dịch vụ khác.

#### 4. Phân tích Dupont

BIỂU ĐỒ 127: ROE và phân tích Dupont các doanh nghiệp hàng không 2016-2017






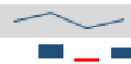







Nguồn: FPTs Research

Có thể thấy, hai doanh nghiệp vận tải hàng không VJC và HVN có chỉ số ROE biến động chủ yếu theo sự thay đổi của đòn bẩy tài chính, trong khi nhóm cảng và dịch vụ hàng không có ROE thay đổi chủ yếu do biên lợi nhuận ròng thay đổi. Nguyên nhân là do nhóm vận tải hàng không có đòn bẩy tài chính rất lớn. Như chúng tôi đã phân tích trong phần cơ cấu nguồn vốn, VJC và HVN phải đầu tư mở rộng đội tàu bay để có thể gia tăng thêm các tuyến bay nội địa lẫn quốc tế, vì thế VJC và HVN có đòn bẩy tài chính lớn nhất trong ngành hàng không. Ngược lại, các doanh nghiệp cảng hàng không và dịch vụ hàng không có tài chính khá lành mạnh, chủ yếu tài trợ bằng vốn chủ sở hữu nên đòn bẩy tài chính các năm qua không có nhiều biến động, ROE của nhóm này thay đổi chủ yếu do sự thay đổi của biên lợi nhuận ròng.

## 5. Phân tích dòng tiền

**BẢNG 27: Dòng tiền các doanh nghiệp hàng không 2013-2017**

Sàn	Dòng tiền thuần	2013	2014	2015	2016	2017	ĐVT: Tỷ đồng
HOSE	<b>VJC</b>	<b>(4)</b>	<b>217</b>	<b>391</b>	<b>1.792</b>	<b>4.133</b>	
	Dòng tiền kinh doanh	(103)	37	852	1.636	5.578	
	Dòng tiền đầu tư	(262)	(2.714)	(1.201)	(2.830)	(3.042)	
	Dòng tiền tài chính	361	2.894	740	2.986	1.597	
UpCom	<b>HVN</b>	<b>(457)</b>	<b>442</b>	<b>(893)</b>	<b>(1.808)</b>	<b>4.769</b>	
	Dòng tiền kinh doanh	2.448	4.280	4.690	9.551	17.978	
	Dòng tiền đầu tư	(4.943)	(5.402)	(19.800)	(9.203)	1.456	
	Dòng tiền tài chính	2.038	1.564	14.218	(2.156)	(14.666)	
UpCom	<b>ACV</b>	<b>128</b>	<b>1.429</b>	<b>566</b>	<b>(1.316)</b>	<b>(1.852)</b>	
	Dòng tiền kinh doanh	4.476	2.693	4.213	3.430	4.393	
	Dòng tiền đầu tư	(6.595)	(6.601)	(2.814)	(3.037)	(4.825)	
	Dòng tiền tài chính	2.247	5.336	(833)	(1.709)	(1.421)	
UpCom	<b>NAS</b>	<b>(28)</b>	<b>20</b>	<b>(39)</b>	<b>(36)</b>	<b>(10)</b>	
	Dòng tiền kinh doanh	9	53	8	(24)	19	
	Dòng tiền đầu tư	(1)	(17)	(32)	(108)	27	
	Dòng tiền tài chính	(36)	(16)	(14)	96	(56)	
HNX	<b>CIA</b>	<b>n.a</b>	<b>7</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>99</b>	
	Dòng tiền kinh doanh	n.a	11	23	23	63	
	Dòng tiền đầu tư	n.a	(3)	(0)	(110)	(97)	
	Dòng tiền tài chính	n.a	(2)	(5)	112	133	
UpCom	<b>SGN</b>	<b>n.a</b>	<b>193</b>	<b>(132)</b>	<b>49</b>	<b>55</b>	
	Dòng tiền kinh doanh	n.a	302	(98)	213	273	
	Dòng tiền đầu tư	n.a	(81)	(21)	(144)	(155)	
	Dòng tiền tài chính	n.a	(28)	(14)	(20)	(63)	
UpCom	<b>SAS</b>	<b>125</b>	<b>(61)</b>	<b>160</b>	<b>(18)</b>	<b>57</b>	
	Dòng tiền kinh doanh	5	7	65	23	320	
	Dòng tiền đầu tư	101	(26)	43	115	(3)	
	Dòng tiền tài chính	19	(42)	52	(157)	(259)	
HOSE	<b>NCT</b>	<b>17</b>	<b>105</b>	<b>(117)</b>	<b>(4)</b>	<b>11</b>	
	Dòng tiền kinh doanh	193	207	369	271	268	
	Dòng tiền đầu tư	45	(6)	(166)	(14)	6	
	Dòng tiền tài chính	(221)	(96)	(320)	(262)	(263)	
UpCom	<b>SCS</b>	<b>n.a</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>69</b>	<b>(44)</b>	
	Dòng tiền kinh doanh	n.a	139	188	296	375	
	Dòng tiền đầu tư	n.a	(4)	(1)	(21)	(115)	
	Dòng tiền tài chính	n.a	(128)	(182)	(206)	(304)	
UpCom	<b>NCS</b>	<b>(8)</b>	<b>23</b>	<b>10</b>	<b>19</b>	<b>(5)</b>	
	Dòng tiền kinh doanh	47	67	43	80	79	
	Dòng tiền đầu tư	(20)	(3)	(4)	(38)	(219)	
	Dòng tiền tài chính	(35)	(41)	(29)	(23)	134	
HNX	<b>MAS</b>	<b>1</b>	<b>(1)</b>	<b>(7)</b>	<b>75</b>	<b>(7)</b>	
	Dòng tiền kinh doanh	26	54	48	64	43	
	Dòng tiền đầu tư	(24)	(22)	(28)	(21)	(44)	
	Dòng tiền tài chính	(0)	(33)	(27)	33	(6)	

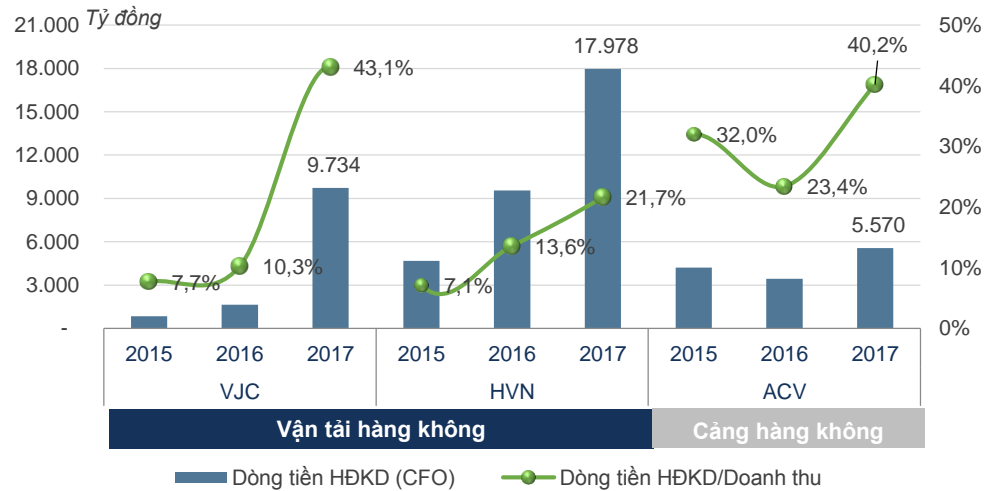
Nguồn: FPTIS Research

Nhìn chung, dòng tiền hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp ngành hàng không khá lành mạnh khi liên tục dương qua các năm. Tuy nhiên, tổng lưu chuyển tiền tệ của phần lớn doanh nghiệp

đều âm, nguyên nhân tùy thuộc vào đặc thù kinh doanh của từng nhóm. Với nhóm vận tải hàng không phải đầu tư mở rộng đội bay, cảng hàng không ACV các năm qua phải gia tăng công suất phục vụ hành khách nên thường có dòng tiền đầu tư âm lớn và gia tăng từ 2013-2017. Ngược lại, nhóm dịch vụ hàng không từ 2013-2017 đều không chi nhiều cho hoạt động đầu tư, mà chủ yếu dòng tiền hoạt động kinh doanh tạo ra được dùng để chi trả cổ tức tiền mặt cho cổ đông là chính.

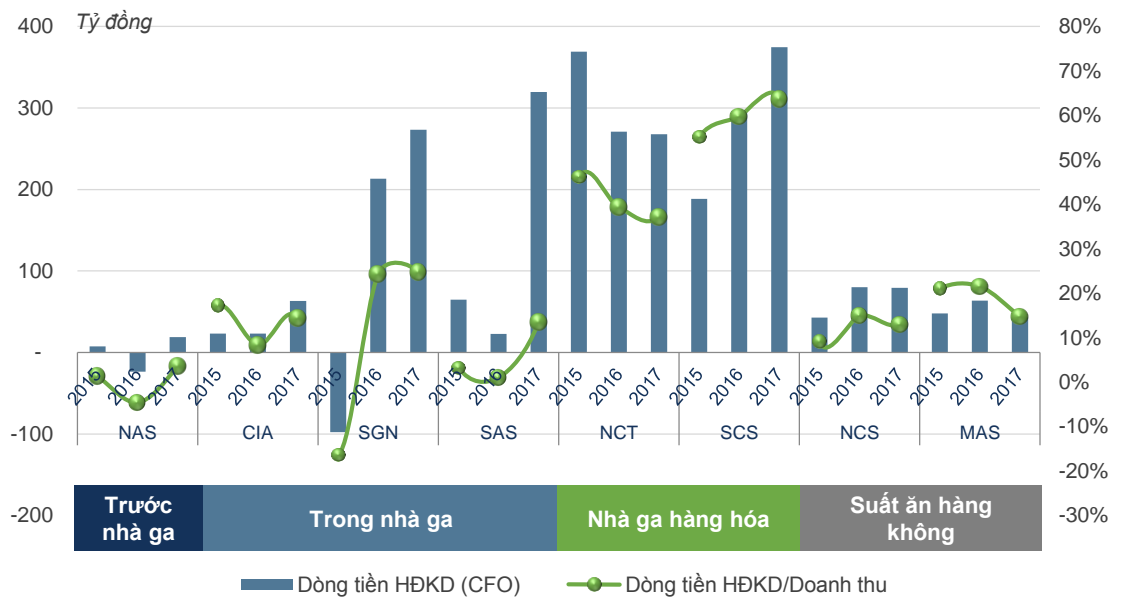
### 5.1 Dòng tiền hoạt động kinh doanh

BIỂU ĐỒ 128: CFO nhóm vận tải hàng không và cảng hàng không 2015-2017



Nguồn: FPTs Research

BIỂU ĐỒ 129: CFO nhóm dịch vụ hàng không



Nguồn: FPTs Research

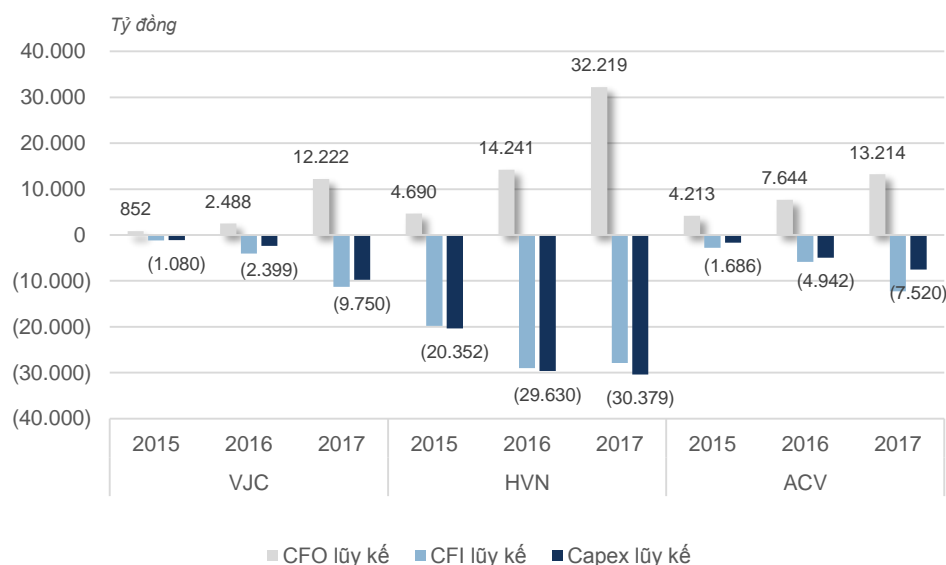
Dòng tiền hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp hàng không khá lành mạnh, phần lớn đều dương và ổn định qua các năm. Tỷ lệ Dòng tiền HĐKD/Doanh thu cũng duy trì mức cao và tăng dần

từ 2015-2017, đặc biệt là đối với nhóm dịch vụ hàng không. Do có tỷ suất sinh lời thấp hơn nhóm dịch vụ hàng không nên tỷ lệ dòng tiền HĐKD/doanh thu của các doanh nghiệp vận tải hàng không như VJC, HVN đều thấp hơn các doanh nghiệp ở nhóm dịch vụ. Trong nhóm dịch vụ hàng không, các doanh nghiệp nhà ga hàng hóa SCS, NCT là nhóm có dòng tiền hoạt động kinh doanh mạnh nhất, đây cũng là nhóm có tỷ suất sinh lời cao nhất ngành. Ngoại trừ, NAS có dòng tiền hoạt động kinh doanh không ổn định do lợi nhuận sau thuế suy giảm, còn lại các doanh nghiệp ngành hàng không đều có dòng tiền Hoạt động kinh doanh tăng đều đặn từ 2015-2017.

## 5.2 Dòng tiền hoạt động đầu tư

Dòng tiền hoạt động đầu tư (CFI) của các doanh nghiệp ngành hàng không đều âm liên tục từ 2015-2017. Nguyên nhân là do các doanh nghiệp này phải thường xuyên đầu tư thêm đội bay (đối với nhóm vận tải) và mở rộng công suất hoạt động (đối với nhóm cảng và dịch vụ) để đáp ứng nhu cầu đang tăng nhanh của ngành. Khoảng 90-100% dòng CFI được dùng cho hoạt động đầu tư tài sản cố định. Tuy nhiên, khả năng tài trợ cho CAPEX từ dòng CFO của từng nhóm ngành có sự khác biệt rõ rệt.

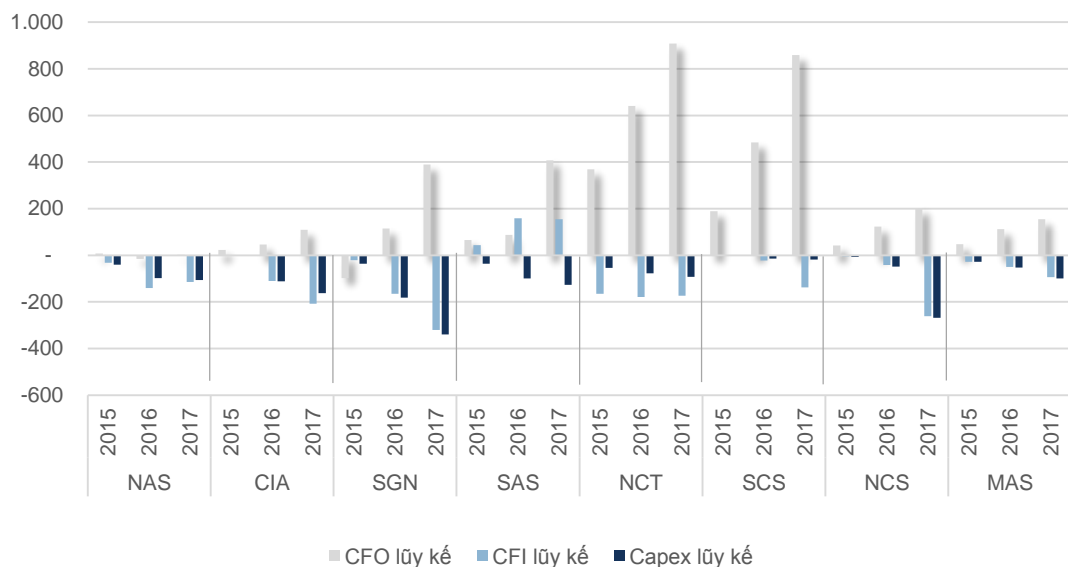
BIỂU ĐỒ 130: CFO lũy kế, CFI lũy kế và CapEX lũy kế của nhóm vận tải và cảng hàng không



Nguồn: FPTs Research

Đối với nhóm vận tải hàng không và cảng hàng không là VJC, HVN và ACV, dòng CFO từ 2015-2017 hầu như đều đủ để doanh nghiệp chi cho dòng CAPEX. Dòng tiền từ hoạt động đầu tư của VJC, HVN và ACV chủ yếu phục vụ nhu cầu mua sắm TSCĐ mở rộng đội bay và công suất cảng hàng không, tỷ lệ Chi ròng mua TSCĐ/CFI qua các năm luôn ở mức cao.



**BIỂU ĐỒ 131: CFO lũy kế, CFI lũy kế và CAPEX lũy kế của nhóm dịch vụ hàng không 2015-2017**


Nguồn: FPTs Research

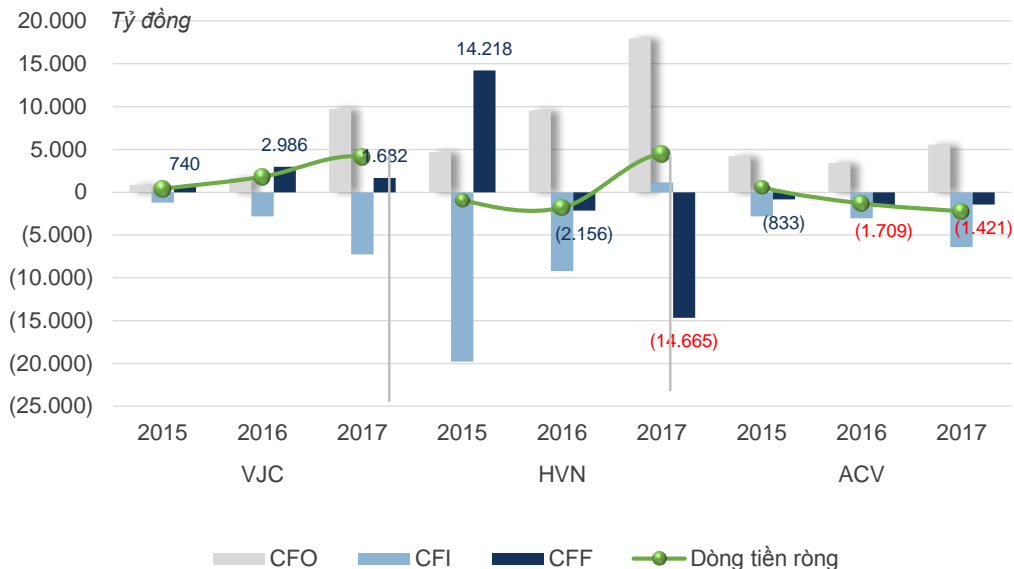
Ngược lại, nhóm dịch vụ hàng không nhờ có dòng CFO lành mạnh và nhu cầu chi đầu tư tài sản cố định không lớn như nhóm vận tải và cảng hàng không, vì thế dòng CFO đều đủ cho việc tài trợ Capex, trừ NAS có dòng CFO không đủ tài trợ cho Capex do hoạt động kinh doanh các năm qua đều sụt giảm.

### 5.3 Dòng tiền hoạt động tài chính

Dòng tiền hoạt động tài chính CFF của các doanh nghiệp ngành hàng không khá biến động từ 2015-2017 và thay đổi tùy theo từng doanh nghiệp.

Nhóm vận tải hàng không và cảng hàng không VJC, HVN và ACV có dòng CFF thay đổi theo hai hướng khác nhau. Dòng CFF của VJC từ 2015-2017 có xu hướng dương và ổn định, chủ yếu do VJC tăng vay nợ để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Đối với HVN và ACV, mặc dù từ 2015-2017, hai doanh nghiệp này vay nợ lớn để tài trợ cho đội bay và các dự án mở rộng sân bay, tuy nhiên do phải trích một phần lớn dòng tiền để chi trả cổ tức và trả nợ gốc vay nên CFF của HVN và ACV âm trong 2017, lần lượt là -14.665 tỷ đồng và -1.421 tỷ đồng, trong đó dòng tiền trả nợ vay ròng của HVN là 13.716 tỷ đồng và dòng tiền chi trả cổ tức của ACV là 1.306 tỷ đồng. Hiện tại, Bộ Giao thông Vận tải là cổ đông lớn nhất của HVN và ACV, tỷ lệ sở hữu tại hai doanh nghiệp này lần lượt là 86,16% và 95,40%. Năm 2017, dòng tiền ròng của hai doanh nghiệp này lần lượt là 4.457 tỷ đồng và âm 2.252 tỷ đồng. Dòng tiền tạo ra không đủ tài trợ cho các hoạt động đầu tư và chi trả cổ tức, vì thế HVN và ACV phải dựa vào tiền dự trữ từ các năm trước cùng nợ vay để chi cho hoạt động đầu tư và chi trả cổ tức.

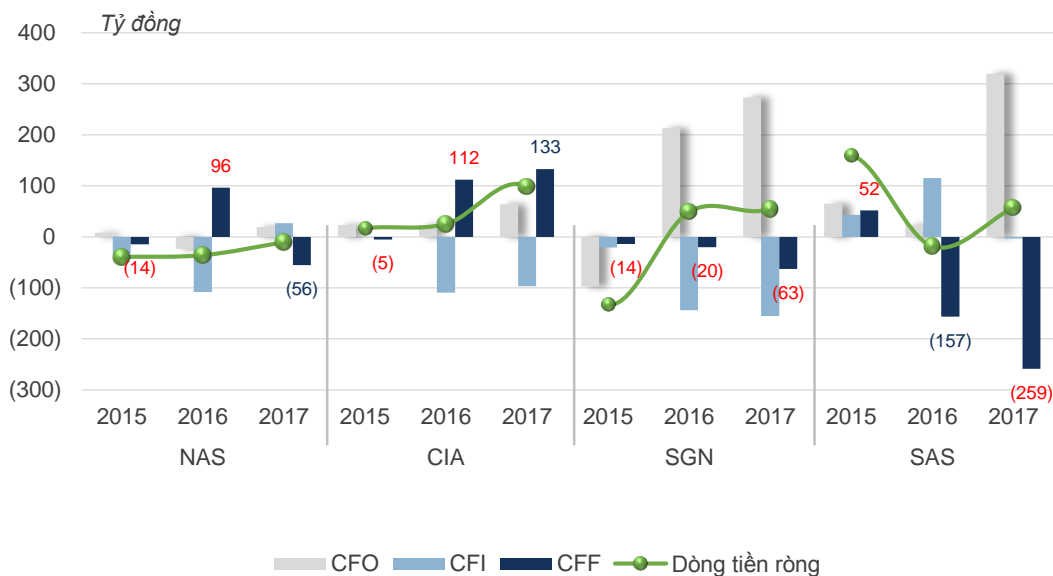
BIỂU ĐỒ 132: CFF nhóm vận tải và cảng hàng không 2015-2017



Nguồn: FPTs Research

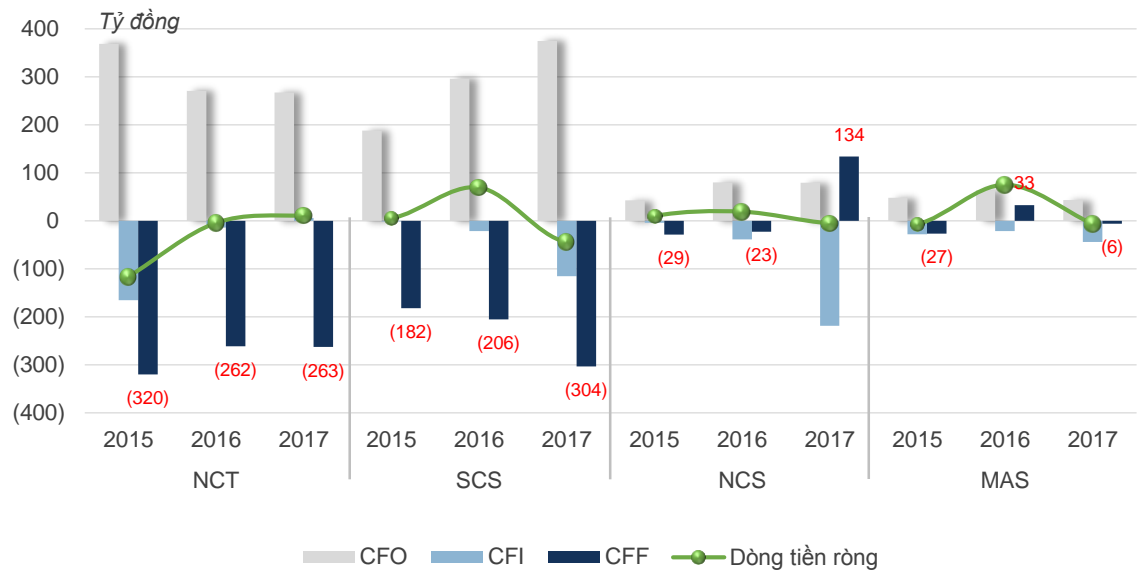
Các doanh nghiệp dịch vụ hàng không NAS, SGN và SAS có dòng CFF âm trong năm 2015-2017, Nguyên nhân là do phần lớn dòng CFF của các doanh nghiệp này được dùng để chi trả cổ tức. Riêng CIA năm 2016-2017 có dòng CFF dương do công ty phát hành thêm cổ phiếu.

BIỂU ĐỒ 133: CFF nhóm dịch vụ hàng không 2015-2017



Nguồn: FPTs Research

Các doanh nghiệp dịch vụ còn lại NCT, SCS và MAS do tài chính rất lành mạnh, các năm qua dường như không đầu tư lớn nên nguồn tiền rất dồi dào. Dòng CFF hầu như không có các khoản vay nợ và 95-100% dùng để chi trả cổ tức cho cổ đông. Riêng NCS năm 2017 có dòng CFF dương 134 tỷ đồng do công ty đi vay nợ để tài trợ cho nhà máy suất ăn hàng không mới.

**BIỂU ĐỒ 134: CFF nhóm dịch vụ hàng không 2015-2017**


Nguồn: FPT Research

## V. Cập nhật thông tin về các doanh nghiệp trong ngành

### 1. CTCP Hàng không Vietjet (VJC – HOSE)

CTCP Hàng không Vietjet (VJC - HOSE) – 12/04/2018			
Vốn hóa (tỷ VND)	95.595	<b>Cổ đông lớn</b>	<b>Tỷ lệ sở hữu</b>
Giá đóng cửa gần nhất	211.800	Công ty TNHH Đầu tư Hướng Dương Sunny	28,57%
Giá cao nhất 52 tuần	229.400	Nguyễn Thị Phương Thảo	8,76%
Giá thấp nhất 52 tuần	85.714	CTCP Sovico	7,59%
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	451.343.284	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	26,00%
P/E 2017	39,5	EV/EBITDA 2017	34,2

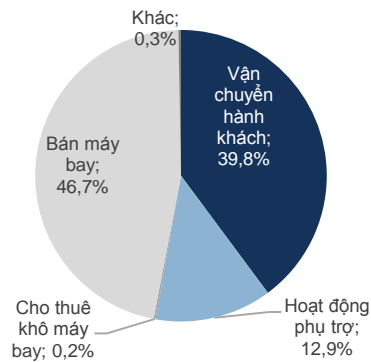
\* P/E và EV/EBITDA không bao gồm lợi nhuận từ bán máy bay

**Hoạt động kinh doanh:** Vietjet là hãng hàng không giá rẻ tư nhân đầu tiên tại Việt Nam. Vietjet được thành lập vào năm 2007 và khai thác chuyến bay đầu tiên từ TP.HCM đến Hà Nội vào tháng 12/2011. Tính đến cuối năm 2017, VJC có 51 máy bay, phục vụ 38 tuyến trong nước và 40 tuyến quốc tế.

#### Doanh thu và chi phí chính

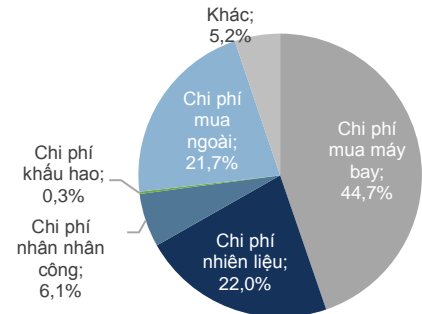
- **Doanh thu chính** của VJC đến từ hai hoạt động chính là vận chuyển hành khách và bán máy bay, với tỷ trọng lần lượt là 44,2% và 42,1%. Thứ hai là hoạt động phụ trợ, chiếm 12,9% trong tổng doanh thu.
- **Chi phí chính** của VJC chủ yếu là chi phí mua máy bay với 44,7%, đứng thứ hai là chi phí nhiên liệu với 22,0%; chi phí mua ngoài chiếm 21,7% trong tổng chi phí đầu vào của VJC. Chi phí khấu hao chỉ chiếm một phần rất nhỏ khoảng 0,3% do VJC chủ yếu bán và tái thuê máy bay.

BIỂU ĐỒ 135: Cơ cấu doanh thu VJC năm 2017



Nguồn: FPTs Research

BIỂU ĐỒ 136: Cơ cấu chi phí đầu vào VJC năm 2017

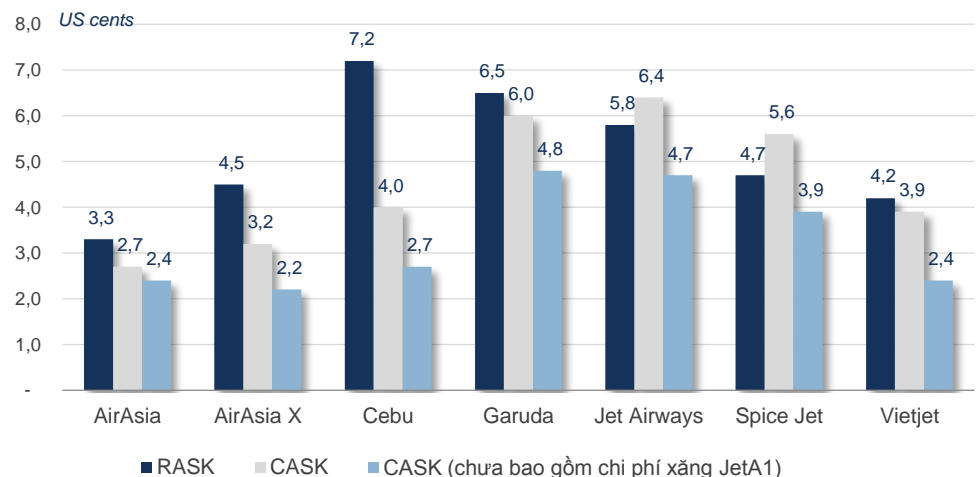


Nguồn: FPTs Research

## Điểm mạnh

- Doanh nghiệp có thị phần nội địa thứ hai tại Việt Nam (42%), chỉ sau Vietnam Airlines (44%) – *số liệu cuối 2017*.
- Mô hình doanh nghiệp giá rẻ đáp ứng được phần lớn tầng lớp trung lưu và bình dân có nhu cầu đi lại với tốc độ nhanh và mức chi phí hợp lý.
- Thương hiệu và mạng lưới phân phối mạnh trong thị trường nội địa.
- Doanh thu phụ trợ còn nhiều dư địa tăng trưởng.
- Đội ngũ lãnh đạo của VJC có nhiều kinh nghiệm đa dạng trong ngành.
- Hiệu quả hoạt động và mức sinh lời có thể cao hơn so với các doanh nghiệp hàng không giá rẻ trong khu vực.

BIỂU ĐỒ 137: RASK và CASK của các LCC khu vực Châu Á - Thái Bình Dương năm 2016



Nguồn: FPTs Research

\* RASK: Doanh thu trên một ghế cung ứng

\*\* CASK: Chi phí trên một ghế cung ứng

### Điểm yếu

- Thị phần quốc tế còn thấp (27%), cách xa Vietnam Airlines với 40%, đặc biệt là thị trường khách inbound – *số liệu cuối 2016*.
- Thương hiệu và mạng lưới phân phối khá yếu ở thị trường quốc tế làm giảm khả năng cạnh tranh trong thị trường khu vực.
- Dịch vụ chưa được tốt do thường hay gộp chuyến và trì hoãn bay.

### Cơ hội

- Thị trường hàng không Việt Nam là một trong những thị trường tăng trưởng nhanh nhất thế giới.
- Mức sống người dân đang ngày càng cải thiện
- Dòng vốn đầu tư FDI và du lịch tăng trưởng nhanh
- Việt Nam có vị trí địa lý thuận lợi khi các LCC có thể mở đường bay ngắn (dưới 5 giờ bay) đến hầu hết các thị trường quan trọng của châu Á từ Việt Nam.

### Thách thức

- Hoạt động Sales and Leaseback máy bay sẽ dẫn đến rủi ro lớn trong tương lai đối với VJC khi thị trường hàng không chậm lại.
- Cạnh tranh trong khu vực đang gia tăng giữa hàng không truyền thống với hàng không giá rẻ, VJC khó có thể mở rộng thị phần ở phân khúc quốc tế.
- Hạ tầng sân bay không kịp mở rộng và nâng cấp.
- Giá vé chịu áp lực từ cạnh tranh nên dự kiến vẫn sẽ phải giữ ở mức thấp.
- Các LCC dẫn đầu khu vực như AirAsia, Lion Air đang nhắm đến việc xâm nhập vào thị trường Việt Nam. Vietstar Airlines dự kiến bay trong các năm tới sau khi được Chính phủ Việt Nam cấp phép.
- Xu hướng hồi phục và biến động của giá dầu, giá nhiên liệu ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh VJC. Đồng USD tăng giá cũng ảnh hưởng đến lợi nhuận của VJC, hiện VJC đang có 51,6% vay nợ bằng đồng USD tại thời điểm 31/12/2017.

## 2. Tổng Công ty Hàng không Việt Nam (HVN – UpCom)

Tổng Công ty Hàng không Việt Nam (HVN - UpCom) – 12/04/2018			
Vốn hóa (tỷ VND)	57.449	<b>Cổ đông lớn</b>	<b>Tỷ lệ sở hữu</b>
Giá đóng cửa gần nhất	46.800	Bộ Giao thông Vận tải	86,16%
Giá cao nhất 52 tuần	70.000	ANA Holdings Inc.,	8,77%
Giá thấp nhất 52 tuần	24.400	Vietcombank	1,21%
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	1.227.533.778	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	27,90%
P/E 2017	26,7	EV/EBITDA 2017	11,0

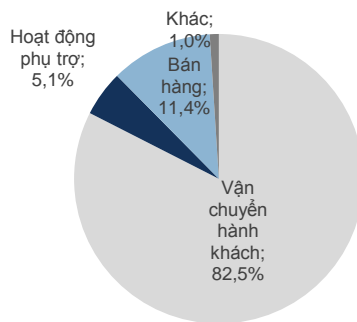
**Hoạt động kinh doanh:** Vietnam Airlines là hãng hàng không quốc gia của Việt Nam, chiếm thị phần nội địa và quốc tế lớn nhất tại Việt Nam, lần lượt 42% và 40% năm 2016. Vietnam Airlines hiện hoạt động với chiến lược thương hiệu kép (dual-brand) (1) Vietnam Airlines đại diện cho mô hình

hãng hàng không truyền thống (Full-service carrier) và (2) Công ty con là Jetstar Pacific Airlines đáp ứng hoạt động trong phân khúc hàng không giá rẻ (LLC).

## Doanh thu và chi phí chính

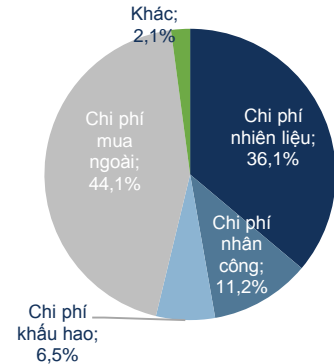
- **Doanh thu chính** của HVN là doanh thu vận tải hàng không, với tỷ trọng 82,5%. Doanh thu phụ trợ chiếm 5,1% trong tổng doanh thu. HVN còn có doanh thu từ bán hàng, chủ yếu do hợp nhất từ các công ty hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ hàng không.
- **Chi phí chính** của HVN chủ yếu là chi phí mua ngoài, với 44,1%, đứng thứ hai và chi phí nhiên liệu với 36,1%. Chi phí nhân công và khấu hao lần lượt chiếm 11,2% và 6,5%.

BIỂU ĐỒ 138: Cơ cấu doanh thu HVN năm 2017



Nguồn: FPTIS Research

BIỂU ĐỒ 139: Cơ cấu chi phí đầu vào HVN năm 2017



Nguồn: FPTIS Research

## Điểm mạnh

- Là hãng hàng không quốc gia, có thương hiệu mạnh trong nội địa và khu vực CLMV (Campuchia – Lào – Myanmar – Việt Nam). Thị phần nội địa và quốc tế lớn nhất tại Việt Nam, với 42% và 40% năm 2016.
- Là hãng hàng không truyền thống duy nhất tại Việt Nam; sản phẩm nội địa có sự khác biệt hóa.
- Hệ thống phục vụ đồng bộ, đa dạng, hạn chế phụ thuộc vào đối tác cung ứng.

## Điểm yếu

- Chất lượng dịch vụ còn ở mức thấp hơn so với các hãng lớn trong khu vực.
- Năng lực cạnh tranh trên thị trường quốc tế chưa cao.
- Chi phí khai thác cố định vẫn ở mức cao.
- Năng lực tài chính, vốn bị hạn chế.

## Cơ hội

- Thị trường hàng không Việt Nam là một trong những thị trường tăng trưởng nhanh nhất thế giới.
- Mức sống người dân đang ngày càng cải thiện
- Dòng vốn đầu tư FDI và du lịch tăng trưởng nhanh



- Việt Nam có vị trí địa lý thuận lợi khi các LCC có thể mở đường bay ngắn (dưới 5 giờ bay) đến hầu hết các thị trường quan trọng của châu Á từ Việt Nam.

#### Thách thức

- Cạnh tranh gay gắt từ các hãng hàng không truyền thống và các LCC lớn trên thế giới cũng như VJC tại Việt Nam.
- Hạ tầng sân bay không kịp mở rộng và nâng cấp.
- Các LCC dẫn đầu khu vực như AirAsia, Lion Air đang nhắm đến việc xâm nhập vào thị trường Việt Nam. Vietstar Airlines dự kiến bay trong các năm tới sau khi được Chính phủ Việt Nam cấp phép.
- Xu hướng hồi phục và biến động của giá dầu, giá nhiên liệu ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh HVN. Đồng USD tăng giá cũng ảnh hưởng đến lợi nhuận của HVN, hiện HVN đang có 33,9% vay nợ bằng đồng USD tại thời điểm 31/12/2017.

### 3. Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV – UpCom)

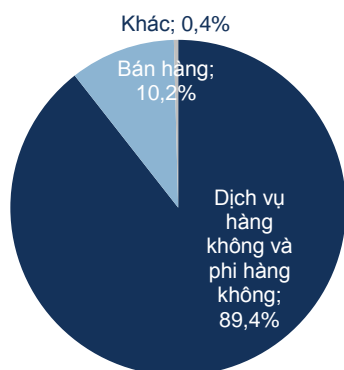
#### Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV - UpCom) – 12/04/2018

Vốn hóa (tỷ VND)	205.525	Cổ đông lớn	Tỷ lệ sở hữu
Giá đóng cửa gần nhất	94.400	Bộ Giao thông Vận tải	95.40%
Giá cao nhất 52 tuần	128.000		
Giá thấp nhất 52 tuần	43.000		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	2.177.173.536	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	3,52%
P/E 2017	49,1	EV/EBITDA 2017	23,0

**Hoạt động kinh doanh:** ACV là đơn vị vận hành cảng hàng không duy nhất tại Việt Nam. ACV hiện đang quản lý và khai thác 21 cảng hàng không trải dọc từ Bắc vào Nam.

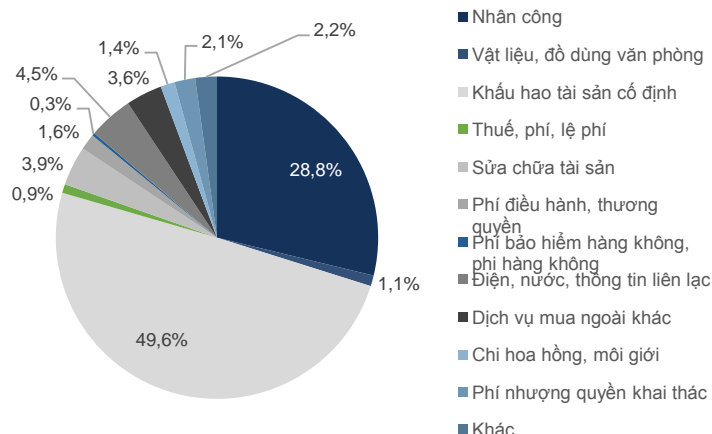
- Doanh thu chính** của ACV là doanh thu từ các dịch vụ phục vụ hàng không và phi hàng không như phục vụ hành khách, hạ cất cánh, phục vụ mặt đất, soi chiếu an ninh hàng không... với tỷ lệ 89,4% năm 2017; còn lại là doanh thu bán hàng, chủ yếu do hợp nhất công ty con với tỷ trọng 10,6%.

BIỂU ĐỒ 140: Cơ cấu doanh thu hợp nhất của ACV năm 2017



Nguồn: FPTs Research

BIỂU ĐỒ 141: Cơ cấu chi phí hợp nhất của ACV năm 2017



- **Chi phí chính** của ACV chủ yếu là chi phí khấu hao tài sản cố định và chi phí nhân công, với tỷ trọng trong tổng chi phí lần lượt là 28,8% và 49,6% năm 2017

**Điểm mạnh**

- ACV là đơn vị duy nhất quản lý và vận hành khai thác hệ thống toàn bộ 21 cảng hàng không dân dụng của Việt Nam.
- Hệ thống công ty mẹ và các công ty con cùng công ty liên kết cung cấp đầy đủ chuỗi dịch vụ tại các cảng hàng không.
- ACV sở hữu khối tài sản đặc thù có giá trị lớn và liên tục được đầu tư, mở rộng, số lượng cảng hàng không quốc tế tăng lên giúp cải thiện hiệu quả khai thác.
- Doanh thu từ hoạt động phụ trợ có dư địa tăng trưởng lớn từ việc gia tăng lượng hành khách quốc tế tại các sân bay.
- Quyết định số 2345/QĐ-BGTVT gia tăng khung giá một số dịch vụ chuyên ngành hàng không tại cảng hàng không sẽ giúp ACV được hưởng lợi (*xem lại phần chính sách ảnh hưởng ngành hàng không*).

**Điểm yếu**

- Phần lớn các mức giá dịch vụ do Nhà nước quản lý.
- Hiệu suất khai thác giữa các cảng hàng không chưa đồng nhất: quá tải ở các cảng hàng không quốc tế lớn như Tân Sơn Nhất, Nội Bài trong khi các cảng hàng không nội địa khai thác với công suất thấp.
- Nợ vay ngoại tệ bằng đồng Yên Nhật lớn nên thu nhập tài chính, chi phí tài chính nhạy cảm với biến động tỷ giá.

**Cơ hội**

- Hưởng lợi từ sự tăng trưởng của ngành vận tải hàng không

**Thách thức**

- Hoạt động đầu tư phải theo quy hoạch phát triển vùng miền của Nhà Nước.
- Nguy cơ mất vị thế độc quyền: Định hướng xã hội hóa hạ tầng ngành hàng không có thể khiến ACV mất đi vị thế độc quyền khai thác và vận hành các cảng hàng không tại Việt Nam. Nhà ga quốc tế mới tại Đà Nẵng với công suất 4 triệu khách/năm do CTCP Đầu tư Khai thác Nhà ga Quốc tế Đà Nẵng (AHT) làm chủ đầu tư bắt đầu xây dựng vào tháng 11/2015 và đã hoạt động vào tháng 5/2017. Nhà ga hàng khách quốc tế Cam Ranh cũng đã được khởi công vào tháng 9/2016, do CTCP Nhà ga Quốc tế Cam Ranh (CRTC) làm chủ đầu tư, nhằm mở rộng công suất phục vụ hành khách của cảng hàng không Cam Ranh. ACV hiện chỉ nắm 10% cổ phần tại AHT và CRTC, vì thế ACV sẽ không hưởng lợi đáng kể từ việc gia tăng số lượng hành khách quốc tế tại hai điểm du lịch đang nổi lên là Đà Nẵng và Cam Ranh.

#### 4. CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS – UpCom)

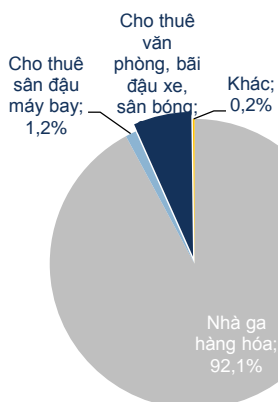
Công ty cổ phần Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS - UpCom) – 12/04/2018			
Vốn hóa (tỷ VND)	9.897	<b>Cổ đông lớn</b>	<b>Tỷ lệ sở hữu</b>
Giá đóng cửa gần nhất	198.000	CTCP Gemadept	32,59%
Giá cao nhất 52 tuần	199.900	ACV	13,26%
Giá thấp nhất 52 tuần	72.800	A41	12,60%
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	49.452.000	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	11,88%
P/E 2017	29,7	P/B 2017	10,8

**Hoạt động kinh doanh:** SCS cung cấp dịch vụ nhà ga hàng hóa hàng không tại sân bay Tân Sơn Nhất. Công ty cũng cho thuê sân đậu máy bay, văn phòng, sân bóng đá và bãi đậu xe.

##### Doanh thu và chi phí chính

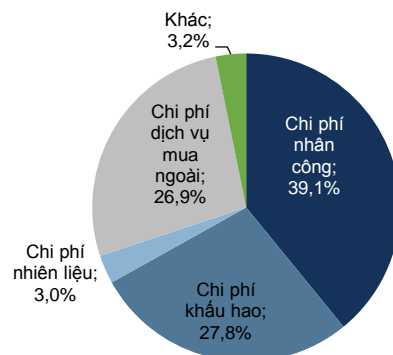
- **Doanh thu chính** của SCS đến từ hoạt động khai thác nhà ga hàng hóa, chiếm đến 92,1% tổng doanh thu. Doanh thu cho thuê sân đậu máy bay và cho thuê văn phòng, bãi đậu xe, sân bóng... lần lượt chiếm 1,2% và 6,5% năm 2017.
- **Chi phí chính** của SCS là chi phí nhân công và chi phí khấu hao, với 39,1% và 27,8% trong tổng chi phí. Các nhà ga hàng hóa hàng không yêu cầu đầu tư lớn vào xây dựng, máy móc, và nhân viên để vận hành hệ thống, đặc biệt là xe nâng loại nhỏ.

BIỂU ĐỒ 142: Cơ cấu doanh thu SCS năm 2017



Nguồn: FPTs Research

BIỂU ĐỒ 143: Cơ cấu chi phí đầu vào SCS năm 2017



Nguồn: FPTs Research

##### Điểm mạnh

- Tốc độ tăng trưởng thị trường hàng không tại Tân Sơn Nhất luôn luôn đạt 2 con số trong nhiều năm qua, và dự kiến còn tăng trưởng tiếp trong nhiều năm tiếp theo.
- SCS đang hoạt động tại thị trường chỉ có 2 doanh nghiệp cạnh tranh. Đối thủ TCS không cạnh tranh trực tiếp với SCS. Trang thiết bị, máy móc của SCS được các chủ hàng đánh giá hiện đại hơn TCS.
- Được hưởng lợi vì nhờ mối liên hệ với SGN (UpCom). SCS là công ty liên kết chiến lược của SGN, SGN hoạt động trong mảng phục vụ hành khách và hàng hóa tại Sân bay Tân Sơn Nhất.
- Quỹ đất lớn, còn có thể mở rộng.
- Tài chính lành mạnh, dòng tiền dồi dào.

**Điểm yếu**

- Phụ thuộc lớn vào các hãng hàng không và SGN.

**Cơ hội**

- Hoạt động thương mại toàn cầu và trong khu vực đang gia tăng. Việt Nam là khu vực đang gia công các loại hàng hóa có giá trị cao, đòi hỏi phải vận chuyển bằng máy bay.
- Thu nhập gia tăng kích thích nhu cầu nhập khẩu các mặt hàng xa xỉ phẩm như thuốc, các sản phẩm công nghệ cao.

**Thách thức**

- Tắc nghẽn tại sân bay có thể khiến hiệu quả hoạt động của SCS suy giảm.
- Hiện nay hãng hàng không VietJet đang xin đầu tư cụm nhà ga (T3 hoặc T4) tại Tân Sơn Nhất, và theo dự kiến, VietJet sẽ phát triển tất cả các mảng dịch vụ bao gồm: Nhà ga hành khách; Nhà ga hàng hóa (dịch vụ mà SCS đang thực hiện); Dịch vụ bảo dưỡng và sửa chữa máy bay...vv. Nếu Bộ GTVT cho phép VietJet đầu tư, SCSC sẽ mất đi một khách hàng nội địa quan trọng. Ngoài ra, VietJet có thể lấy khách hàng quốc tế khác của SCS.
- CTCP Logistics Hàng không (ALS) hiện đang hoạt động trong mảng nhà ga hàng hóa tại sân bay Nội Bài (cổ đông lớn là Vietnam Airlines, NCT (11,3%) và Interseco) đã mở chi nhánh tại TP.HCM. Tuy nhiên, ALS vẫn chưa thể cung cấp dịch vụ nhà ga hàng hóa tại sân bay Tân Sơn Nhất do thiếu mặt bằng kết nối với sân bay.

**5. CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (AST – HOSE)**

CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (AST - HOSE) – 12/04/2018			
Vốn hóa (tỷ VND)	2.819	<b>Cổ đông lớn</b>	<b>Tỷ lệ sở hữu</b>
Giá đóng cửa gần nhất	78.300	CTCP Dịch vụ Hàng không Thăng Long	60.00%
Giá cao nhất 52 tuần	86.000	PENM IV Germany GmbH & Co.KG	10.00%
Giá thấp nhất 52 tuần	54.000		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	36.000.000	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	20,89%
P/E 2017	13,8	P/B 2017	6,0

**Hoạt động kinh doanh:** Taseco Airs (AST) tiền thân là Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng không Taseco Nội Bài được tách ra từ mảng kinh doanh dịch vụ phi hàng không của Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng không Thăng Long (hiện tại là Tập đoàn Taseco) - một Công ty tư nhân được thành lập vào năm 2005, có bề dày hoạt động trong ngành dịch vụ hàng không hơn 12 năm. Năm 2016, Tập đoàn Taseco cơ cấu lại Taseco Nội Bài cùng ba Công ty khác trong cùng Tập đoàn Taseco là CTCP Taseco Đà Nẵng, Taseco Oceanview và CTCP Taseco Sài Gòn để chuyển đổi thành Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng không Taseco với vốn điều lệ 160 tỷ đồng, hiện nay vốn điều lệ của Taseco Airs là 360 tỷ đồng. Các ngành nghề kinh doanh hiện tại bao gồm:

**Dịch vụ sân bay:** Taseco Airs hiện đang có 72 điểm kinh doanh dịch vụ hàng không, gồm các quầy hàng bán hóa - lưu niệm, café fastfood, nhà hàng, quầy thông tin du lịch, dịch vụ đưa đón khách bằng xe vip, quầy thu đổi ngoại tệ, quảng cáo... mang thương hiệu “Lucky” như: Lucky Café & fast food, Lucky Souvenir shop, Lucky Gift shop, Lucky Restaurant ở 5 sân bay quốc tế lớn nhất Việt Nam.

**Quản lý khách sạn:** Taseco Airs đang quản lý và kinh doanh khách sạn A La Carte tại thành phố Đà Nẵng. Khách sạn có quy mô 202 phòng đạt tiêu chuẩn quốc tế 4 sao với chuỗi dịch vụ đồng bộ

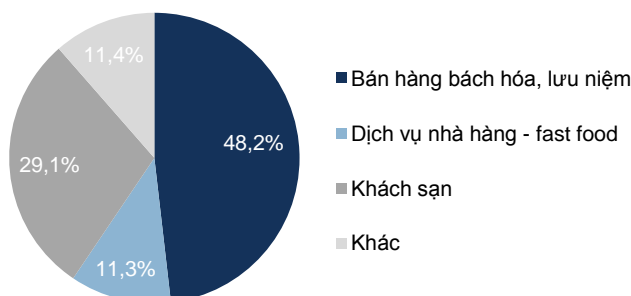
khép kín như bể bơi “vô cực” trên tầng thượng, spa, nhà hàng, khu vui chơi, dịch vụ mua sắm... và là một trong những khách sạn 4 sao đạt tỷ lệ lấp đầy bình quân cao nhất Đà Nẵng.

**Suất ăn hàng không:** Taseco Airs hiện đang sở hữu 26.67% vốn điều lệ của Công ty Cổ phần Dịch vụ Suất ăn Hàng không Việt Nam (VINACS). VINACS hiện đang sở hữu 2 nhà máy chế biến suất ăn hàng không tại ở sân bay quốc tế Nội Bài và Cam Ranh, với tổng công suất khoảng 30,000 suất ăn/ngày. VINACS có kế hoạch xây dựng hai nhà máy khác tại sân bay quốc tế Phú Quốc và Đà Nẵng vào năm 2018 với công suất mỗi 7.000 suất ăn/ngày.

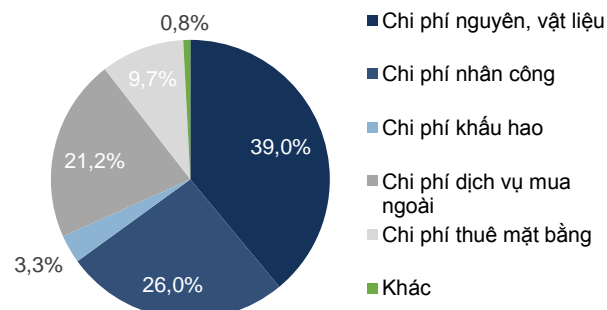
#### Doanh thu và chi phí chính

- **Doanh thu chính** của AST chủ yếu đến từ mảng bán hàng bách hóa, lưu niệm với tỷ trọng 48,2% trong tổng doanh thu năm 2017, đứng thứ hai là doanh thu đến từ mảng khách sạn với 29,1%, mảng dịch vụ nhà hàng – fast food đóng góp 11,3% trong tổng doanh thu.
- **Chi phí chính** của AST là chi phí nguyên vật liệu và chi phí nhân công với tỷ trọng 39,0% và 26,0%, còn lại là các chi phí khác như khấu hao (3,3%), chi phí dịch vụ mua ngoài (21,0%) và chi phí thuê mặt bằng kinh doanh (9,7%).

BIỂU ĐỒ 144: Cơ cấu doanh thu của AST năm 2017



BIỂU ĐỒ 145: Cơ cấu chi phí của AST năm 2017



Nguồn: FPTs Research

#### Điểm mạnh

- Cổ đông lớn Tập đoàn Taseco có bề dày hoạt động trong ngành dịch vụ hàng không hơn 12 năm và có vị thế lớn trong ngành dịch vụ hàng không.
- Các vị trí kinh doanh tại sân bay thuận lợi.

#### Điểm yếu

Phụ thuộc lớn vào công ty mẹ Taseco:

- Đầu năm 2017, AST sở hữu hơn 20% tại VINACS, sau đó phát hành tăng vốn để góp 60 tỷ mua lại cổ phiếu từ công ty mẹ Taseco Thăng Long để tăng sở hữu lên 40%. Sau đó vào tháng 11/2017, VINACS phát hành riêng lẻ tăng vốn khiến sở hữu của AST ở VINACS giảm còn 26,7%.
- Mảng cung cấp dịch vụ nghỉ dưỡng – khách sạn A la carte Đà Nẵng đang hoạt động của AST (đóng góp 29% doanh thu và 25% lợi nhuận gộp năm 2017) hiện đang thuê lại từ công ty mẹ. AST cũng đang góp vốn 150 tỷ với công ty mẹ để đầu tư Alacarte Hạ Long.

- Trong 180 tỷ lợi nhuận trước thuế (LNTT) năm 2017 của AST, có 26,2 tỷ từ hợp tác đầu tư với công ty mẹ (chiếm 14,5% tổng LNTT).

#### Cơ hội

- Các sân bay Nội Bài, Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng, Cam Ranh, Phú Quốc - địa bàn kinh doanh chính của AST đang có tốc độ tăng trưởng cao nhất, và dự địa tăng được đánh giá vẫn khả quan trong những năm tới.
- Taseco đang gia tăng số lượng quầy hàng tại các cảng hàng không đang hoạt động.
- A La Carte Đà Nẵng được kỳ vọng sẽ tiếp tục hoạt động tốt trong những năm tới do tăng trưởng du lịch được dự báo sẽ vào mức cao.
- Taseco Airs đã có kế hoạch đầu tư thêm 2 khách sạn tiêu chuẩn 5 sao mang thương hiệu A La Carte tại Hạ Long (Quảng Ninh) và Đà Nẵng.
- Lĩnh vực cung cấp suất ăn hàng không đang được sự báo sẽ có sự tăng trưởng mạnh mẽ khi hai nhà máy đi vào hoạt động ổn định cùng với các hợp đồng lớn đã ký kết. Bên cạnh đó, việc xây dựng thêm 2 nhà máy suất ăn tại Đà Nẵng và Phú Quốc sẽ mang lại thị phần không nhỏ trong lĩnh vực này.

#### Thách thức

- Chi phí thuê mặt bằng tại sân bay chiếm khoảng 10% tổng chi phí. Vị trí thuận lợi là yếu tố quyết định đối với hoạt động kinh doanh tại sân bay, điều này cũng đồng nghĩa với mức độ phụ thuộc nhà cung cấp của AST rất lớn. Mặc dù đã có quy định trần sàn với việc thuê mặt bằng, tuy nhiên khung giá có biên độ khá lớn, khoảng 50%. Sức mạnh của các cảng hàng không đối với AST rất lớn, nhất là khi xuất hiện thêm các đối thủ cạnh tranh.

### 6. CTCP Phục vụ Mặt đất Sài Gòn (SGN – UpCom)

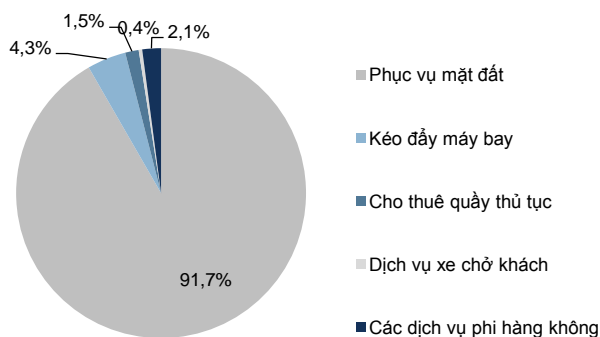
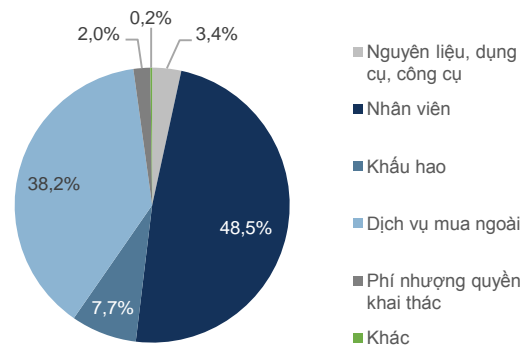
CTCP Phục vụ Mặt đất Sài Gòn (SGN - UpCom) – 12/04/2018			
Vốn hóa (tỷ VND)	3.359	Cổ đông lớn	Tỷ lệ sở hữu
Giá đóng cửa gần nhất	140.000	ACV	48,07%
Giá cao nhất 52 tuần	175.000	Chứng khoán SSI	14,98%
Giá thấp nhất 52 tuần	129.000	Vietjet Air	4,00%
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	23.966.152	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	27,18%
P/E 2017	16,1	P/B 2017	6,8

**Hoạt động kinh doanh:** SGN cung cấp các dịch vụ phục vụ mặt đất tại sân bay Tân Sơn Nhất. Dịch vụ phục vụ mặt đất là phục vụ ba đối tượng: hành khách, hành lý và máy bay khi còn "tiếp đất", bao gồm: thủ tục hàng không, thu vé giờ chót, kiểm soát hướng dẫn hành khách, vận chuyển hành lý, bốc dỡ chất xếp hành lý, điều phối chuyển bay, cân bằng tải trọng,... Bên cạnh đó, SGN còn cung cấp các dịch vụ phi hàng không như giặt ủi, sửa chữa, xe chở khách về khách sạn...

#### Doanh thu và chi phí chính

- **Doanh thu chính** của SGN đến từ các dịch vụ phục vụ mặt đất với tỷ trọng đến 91,7% trong tổng doanh thu, còn lại là các dịch vụ như kéo đẩy máy bay, xe chở khách và các dịch vụ phi hàng không khác.
- **Chi phí chính** của SGN là chi phí nhân công và chi phí dịch vụ mua ngoài, với tỷ trọng lần lượt là 48,5% và 38,2%; còn lại là các chi phí khác như khấu hao (7,7%) và phí nhượng quyền khai thác (2,0%)...



**BIỂU ĐỒ 146: Cơ cấu doanh thu của SGN năm 2017**

**BIỂU ĐỒ 147: Cơ cấu chi phí của SGN năm 2017**


Nguồn: FPTTS Research

### Điểm mạnh

- Sân bay Tân Sơn Nhất – thị trường chính của SGN hiện là sân bay phục vụ lượng hành khách đông nhất cả nước, chiếm hơn 40% tổng lượng hành khách, và lượng hành khách được dự báo tiếp tục tăng trưởng mạnh theo vai trò đầu tàu kinh tế của Thành phố Hồ Chí Minh.
- Vietjet Air nắm 4,0% cổ phần SGN, hầu hết các chuyến bay của Vietjet đến cảng các hàng không đều do SGN phục vụ.
- Tình hình tài chính lành mạnh, nguồn tiền mặt dồi dào, hầu hết tài sản đều được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu.
- SGN đang có chủ trương tự mở rộng quy mô tài sản thay vì thuê từ ACV để tiết giảm chi phí.
- SGN hiện đang mở rộng phạm vi hoạt động, ĐHCĐ thường niên 2016 đã thông qua việc SGN tham gia góp vốn vào HGS - đơn vị đang phục vụ ở sân bay Nội Bài. Các sân bay này đều là những cảng hàng không có lượng hành khách lớn và tăng trưởng nhanh.

### Điểm yếu

- Phụ thuộc lớn vào các hãng hàng không
- Phụ thuộc lớn vào chính sách quản lý ngành của ACV.
- Vị thế độc quyền tại Tân Sơn Nhất không còn. Năm 2016, Công ty TNHH MTV Dịch vụ mặt đất sân bay Việt Nam (VIAGS) được thành lập với 100% vốn cổ phần do Vietnam Airlines sở hữu. VIAGS là đối thủ cạnh tranh của SGN ở các địa bàn mà SGN đang phục vụ (Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng, Cam Ranh).

### Cơ hội

- ACV dự kiến nâng cấp công suất sân bay Tân Sơn Nhất lên 40-50 triệu khách/năm từ mức 28 triệu khách/năm của hiện tại vào năm 2020.
- Việc xây mới sân bay Long Thành với công suất 25 triệu khách/năm, dự kiến hoạt động vào năm 2025 tạo dư địa tăng trưởng mới cho SGN.

**Thách thức**

- Tiến độ mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất và xây mới sân mới Long Thành chậm hơn so với dự kiến.
- Đối thủ VIAGS với vị thế là công ty con của Vietnam Airlines đã lấy bớt thị phần từ hãng hàng không này của SGN. Năm 2016, hãng hàng không All Nippon Airways – một đơn vị thuộc tập đoàn Hàng không ANA Holding Inc là cổ đông của HVN cũng đã chuyển đổi đơn vị cung cấp dịch vụ phục vụ mặt đất từ SGN sang VIAGS. Cạnh tranh trong những năm tới dự báo sẽ ngày càng gay gắt.

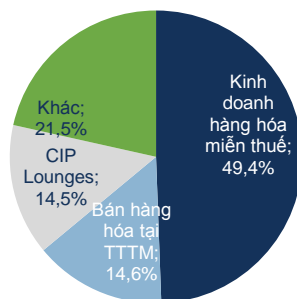
**7. CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất (SAS – UpCom)**

CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất (SAS - UpCom) – 12/04/2018			
Vốn hóa (tỷ VND)	3.911	<b>Cổ đông lớn</b>	<b>Tỷ lệ sở hữu</b>
Giá đóng cửa gần nhất	29.300	ACV	49,07%
Giá cao nhất 52 tuần	32.700	IPP Group	24,94%
Giá thấp nhất 52 tuần	23.800	CT TNHH Thời trang và mỹ phẩm Âu Châu	4,00%
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	133.481.310	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	0,74%
P/E 2017	13,4	P/B 2017	2,5

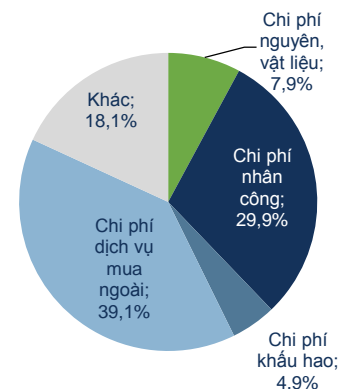
**Hoạt động kinh doanh:** SAS hoạt động trong các lĩnh vực kinh doanh hàng miễn thuế tại sân bay Tân Sơn Nhất. Ngoài ra, SAS còn cung cấp các dịch vụ hỗ trợ khác như CIP lounges, kinh doanh xăng và dịch vụ taxi.

**Doanh thu và chi phí chính**

- **Doanh thu chính** của SAS là doanh thu từ bán hàng miễn thuế tại sân bay, với tỷ trọng 49,4% năm 2017. Đứng thứ hai là doanh thu từ bán hàng hóa tại các trung tâm thương mại với 14,6%.
- **Chi phí chính** của SAS là chi phí dịch vụ mua ngoài và chi phí nhân công, lần lượt chiếm 39,1% và 29,9% trong tổng chi phí. Chi phí nguyên, vật liệu và chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng không đáng kể, chỉ chiếm 7,9% và 4,9% trong tổng chi phí.

**BIỂU ĐỒ 148: Cơ cấu doanh thu SAS năm 2017**


Nguồn: FPTS Research

**BIỂU ĐỒ 149: Cơ cấu chi phí đầu vào SAS năm 2017**


Nguồn: FPTS Research

**Điểm mạnh**

- Doanh nghiệp độc quyền bán hàng miễn thuế tại sân bay Tân Sơn Nhất
- Cổ đông lớn Imex Pan Pacific Group (IPP Group) giàu kinh nghiệm trong quản lý kinh doanh hàng miễn thuế và hàng xa xỉ.
- SAS hiện đang tái cơ cấu sản phẩm nhằm cải thiện khả năng sinh lời.
- Năm 2018, SAS mở rộng hoạt động kinh doanh hàng miễn thuế và kinh doanh phòng khách CIP tại nhà ga quốc tế Cam Ranh T2, điều này có thể sẽ giúp SAS gia tăng doanh thu của doanh nghiệp. Đồng thời, SAS cũng tiến hành cung cấp suất ăn cho Tổng công ty đường sắt Việt Nam, hợp tác với Tổng công ty đường sắt Việt Nam cải tạo mặt bằng ga Sài Gòn phù hợp mục đích kinh doanh.
- Sở hữu các Bất động sản có giá trị. Công ty có một số khu đất lớn tại một số vị trí chiến lược. Trong đó, có 100ha đất chưa phát triển tại một số bãi biển nổi tiếng của Nha Trang và Phú Quốc. SAS đang tìm kiếm đối tác chiến lược để phát triển các khu đất này, nhưng cũng có thể sẽ chuyển nhượng trong trung hạn. Tuy nhiên, việc định giá lại đất sẽ khó có thể mang lại lợi nhuận tài chính cho công ty vì SAS sẽ phải đền bù bằng tiền mặt cho Chính phủ một khoản tiền bằng phần giá trị tăng thêm của BĐS.

**Điểm yếu**

- Sân bay Tân Sơn Nhất hiện đã hoạt động hết công suất thiết kế. Điều này ảnh hưởng đến tăng trưởng trong ngắn hạn của SAS.
- SAS cũng dự kiến sẽ mở rộng lĩnh vực CIP lounge, vì lĩnh vực này mang lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Tuy nhiên, hạn chế về công suất tại sân bay Tân Sơn Nhất cũng kìm hãm việc mở rộng lĩnh vực này.

**Cơ hội**

- ACV dự kiến nâng cấp công suất sân bay Tân Sơn Nhất lên 40-50 triệu khách/năm từ mức 28 triệu khách/năm của hiện tại vào năm 2020.
- Việc xây mới sân bay Long Thành với công suất 25 triệu khách/năm, dự kiến hoạt động vào năm 2025 tạo dư địa tăng trưởng mới cho SAS.

**Thách thức**

- Tiến độ mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất và xây mới sân mới Long Thành chậm hơn so với dự kiến.

**8. CTCP Dịch vụ Sân bay Quốc tế Cam Ranh (CIA – HNX)**

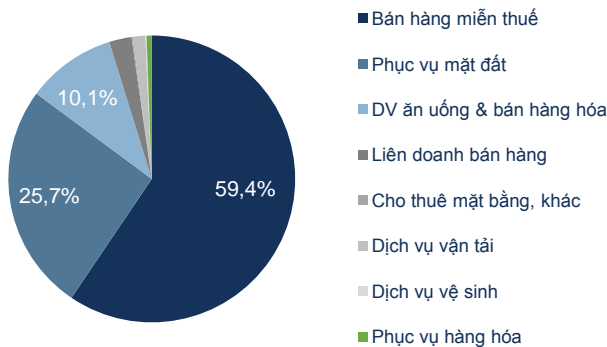
CTCP Dịch vụ Sân bay Quốc tế Cam Ranh (CIA - HNX) – 12/04/2018			
Vốn hóa (tỷ VND)	309	Cổ đông lớn	Tỷ lệ sở hữu
Giá đóng cửa gần nhất	38.600	CTCP Dịch vụ Sân bay (ASG)	21.53%
Giá cao nhất 52 tuần	70.700	CTCP DVTM Hàng không Tân Sơn Nhất	6.88%
Giá thấp nhất 52 tuần	32.900	CTCP Quản lý quỹ FPT	4.70%
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	8.000.000	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	21,75%
P/E 2017	5,7	P/B 2017	1,2

**Hoạt động kinh doanh:** CIA cung cấp các dịch vụ trong nhà ga sân bay như phục vụ ăn uống, bán hàng miễn thuế và thông qua công ty con AGS cung cấp các dịch vụ phục vụ mặt đất tại sân bay Cam Ranh.

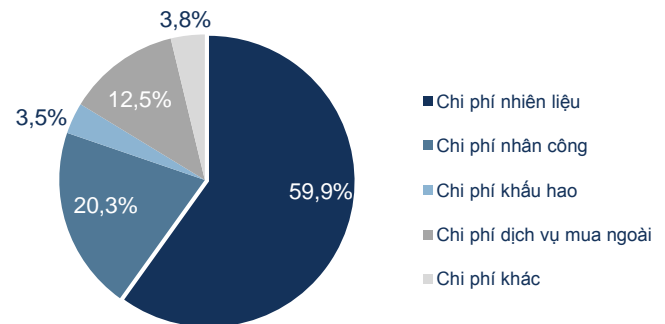
## Doanh thu và chi phí chính

- **Doanh thu chính** của CIA đến từ hoạt động bán hàng miễn thuế với 59,4% trong tổng doanh thu. Thứ hai là doanh thu phục vụ mặt đất từ hợp nhất công ty con AGS, tỷ trọng của hoạt động này là 25,7%.

BIỂU ĐỒ 150: Cơ cấu doanh thu của CIA năm 2017



BIỂU ĐỒ 151: Cơ cấu chi phí của CIA năm 2017



Nguồn: FPTs Research

- **Chi phí chính** của CIA là chi phí nhiên liệu như điện, nước.. và chi phí nhân công, với tỷ trọng lần lượt chiếm 59,9% và 20,3% trong tổng chi phí. Các dịch vụ CIA cung cấp không phải đầu tư lớn vào tài sản cố định nên chi phí khấu hao của CIA chiếm tỷ trọng khá nhỏ, chỉ 3,5%.

## Điểm mạnh

- Sở hữu chuỗi dịch vụ hàng không và phi hàng không đồng nhất. Trong đó, các dịch vụ hàng không như checkin, phục vụ mặt đất, phục vụ sân đỗ.... do công ty AGS (công ty con của CIAS) đảm nhận. Các dịch vụ phi hàng không bao gồm: ăn uống; bán hàng lưu niệm, phục vụ hành khách hạng thương gia, bán hàng miễn thuế, đưa đón hành khách, tổ bay từ thành phố về sân bay ... được cung cấp trực tiếp bởi CIAS.
- Mạng phục vụ mặt đất của AGS hiện chỉ có hai doanh nghiệp đang hoạt động là CIA và Công ty con của SGN – SGN-CXR.
- Quy mô lớn nhất trong số các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ sân bay tại Cam Ranh.
- CIAS là nhà cung cấp chính dịch vụ ăn uống, dịch vụ phòng chờ hạng thương gia cho 3 hãng hàng không Việt Nam (Vietnam Airlines, Vietjet Air, Jetstar Pacific) và 8/12 hãng hàng không có đường bay quốc tế tại Sân bay Cam Ranh. CIAS cũng là nhà cung cấp duy nhất dịch vụ đưa đón Tổ bay cho Vietnam Airlines và Jetstar Pacific.

## Điểm yếu

- Thị phần phục vụ mặt đất tại Cam Ranh tương đối thấp so với đối thủ SGN-CXR.
- Không thuê được mặt bằng kinh doanh cửa hàng miễn thuế tại cảng hàng không quốc tế Cam Ranh. Đây lại là mảng đóng góp chính vào doanh thu và lợi nhuận của CIA.

### Cơ hội

- Cam Ranh hiện đang nổi lên là điểm du lịch hấp dẫn đối với khách quốc tế và nội địa.
- Các hãng hàng không Vietnam Airlines và Vietjet Air đang dự tính mở thêm các tuyến bay mới tại Cam Ranh
- Nhà ga hành khách quốc tế Cam Ranh mới đã được xây dựng từ tháng 9/2016 và dự kiến đi vào hoạt động từ 2018, tiềm năng lớn cho mảng dịch vụ phục vụ mặt đất của công ty con AGS.
- CTCP Dịch vụ Sân bay (ASG) dự kiến nâng tỷ lệ sở hữu của CIA lên 51% (từ mức 21,53% hiện tại). Đây là doanh nghiệp chuyên hoạt động trong mảng logistics hàng hóa hàng không, và có cổ đông lớn là CTCP Logistics Hàng không (có cổ đông lớn là Vietnam Airlines và NCT). Chúng tôi cho rằng trong tương lai, CIA có thể sẽ thay đổi mảng hoạt động kinh doanh chính của mình sang logistics hàng không từ mảng kinh doanh hàng miễn thuế như hiện tại.

### Thách thức

- Cạnh tranh lớn trong mảng xe bus, bán hàng lưu niệm và nhà hàng.
- Giá thuê mặt bằng đang có xu hướng tăng có thể khiến biên lợi nhuận CIA thu hẹp.
- Nhà ga hành khách quốc tế Cam Ranh vừa là cơ hội vừa là thách thức. Dự kiến khi nhà ga này đi vào hoạt động, sẽ xuất hiện thêm các đối thủ mới gia nhập trong lĩnh vực nhà hàng, bán hàng miễn thuế, hàng lưu niệm... khiến cạnh tranh sẽ ngày càng gay gắt.
- Việc không thuê được mặt bằng tại nhà ga quốc tế Cam Ranh có thể khiến kết quả kinh doanh của CIA xấu đi trong ngắn hạn

## 9. CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài (NCT – HOSE)

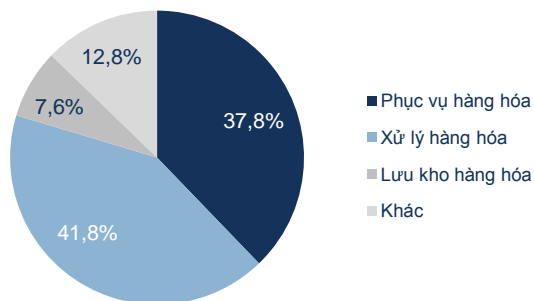
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài (NCT – HOSE) – 12/04/2018			
Vốn hóa (tỷ VND)	2.591	Cổ đông lớn	Tỷ lệ sở hữu
Giá đóng cửa gần nhất	99.000	Vietnam Airlines (HAV)	55,13%
Giá cao nhất 52 tuần	116.000	NAS	6,98%
Giá thấp nhất 52 tuần	75.600	FTIF - Templeton Frontier Markets Fund	4,97%
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	26.166.732	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	16,42%
P/E 2017	9,5	P/B 2017	5,9

**Hoạt động kinh doanh:** NCT chuyên cung cấp các dịch vụ phục vụ hàng hóa hàng không như xử lý, lưu kho... tại cảng hàng không Nội Bài.

### Doanh thu và chi phí chính

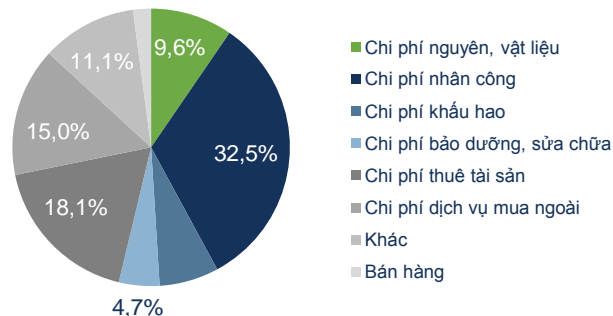
- **Doanh thu chính** của NCT chủ yếu từ hoạt động kinh doanh cốt lõi, với doanh thu xử lý hàng hóa chiếm tỷ trọng cao nhất 41,8%, doanh thu phục vụ hàng hóa chiếm 37,8% và doanh thu từ lưu kho hàng hóa chiếm 7,6%.

BIỂU ĐỒ 152: Cơ cấu doanh thu NCT năm 2017



Nguồn: FPT Research

BIỂU ĐỒ 153: Cơ cấu chi phí NCT năm 2017



- **Chi phí chính** của NCT là chi phí nhân công và thuê tài sản, với tỷ trọng lần lượt là 32,5% và 18,1% trong tổng chi phí. Ngược lại chi phí khấu hao chỉ chiếm 6,9%, thấp hơn nhiều so với tỷ trọng khấu hao trong cơ cấu chi phí của SCS – một doanh nghiệp hoạt động trong cùng ngành nghề. Nguyên nhân là do NCT chủ yếu đi thuê kho từ một bên thứ ba để hoạt động, trong khi SCS sở hữu kho cho riêng mình.

## Điểm mạnh

- Vị thế lớn tại sân bay Nội Bài, với 65% thị phần tính đến cuối 2016.
- Diện tích kho bãi lớn nhất trong số 3 doanh nghiệp nhà ga hàng hóa đang hoạt động tại sân bay Nội Bài.
- Nhận được hỗ trợ lớn từ hai cổ đông lớn Vietnam Airlines và NASCO.
- Tài chính lành mạnh, tiền mặt dồi dào, nợ vay thấp.
- Lịch sử trả cổ tức cao, thường chi trả cổ tức tiền mặt 100% trong lịch sử.

## Điểm yếu

- Không sở hữu hệ thống mặt bằng kho bãi, nhà ga mà chủ yếu phải đi thuê với vị trí phân tán. Công ty phải thuê đất từ ACV để làm kho bãi và cơ sở hạ tầng với mức giá cao và hợp đồng ký trong ngắn hạn (từ 1 đến 5 năm). Vì thế, NCT khá bị động trong việc quản lý chi phí và phải chịu chi phí thuê cao. Vị trí kho bãi phân tán và không được kết nối trực tiếp, dẫn đến sự thiếu hiệu quả trong vận hành.
- Vị thế độc quyền không còn từ sau 2015 khi công ty ALS đi vào hoạt động, cạnh tranh trực tiếp với NCT.

## Cơ hội

- Thương mại đang gia tăng. Việt Nam đang gia công các loại hàng hóa có giá trị cao, đòi hỏi Hàng hóa tại sân bay Nội Bài tăng cao nhờ các tập đoàn điện tử lớn như Samsung, LG... tăng cường đầu tư sản xuất tại Việt Nam, nhu cầu vận chuyển hàng hóa giá trị cao bằng máy bay gia tăng.
- Thu nhập gia tăng kích thích nhu cầu nhập khẩu các mặt hàng xa xỉ phẩm như thuốc, các sản phẩm công nghệ cao.



**Thách thức**

- Sản lượng qua nhà ga hàng hóa Nội Bài đã vượt công suất thiết kế 30%.
- Cạnh tranh ngày càng gay gắt từ hai đối thủ hiện tại là ALS và ACS.
- Phụ thuộc nhiều vào các khách hàng chính, đặc biệt là Samsung. Sản lượng hàng hóa của Samsung chiếm 30-35% tổng lượng hàng hóa thông qua. Vì thế, doanh thu của NCT phụ thuộc rất lớn vào lịch trình xuất khẩu cũng như khả năng bán hàng của Samsung.
- Như chúng tôi đã đề cập ở trên, NCT phải chịu chi phí thuê cao do công ty không sở hữu đất trong Sân bay Nội Bài. Chi phí thuê biến động sẽ có ảnh hưởng lớn đến biên lợi nhuận của NCT.

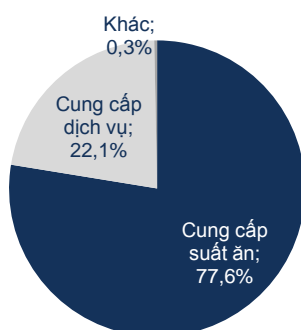
**10. CTCP Suất ăn Hàng không Nội Bài (NCS – UpCom)**
**CTCP Suất ăn Hàng không Nội Bài (NCS – UpCom) – 12/04/2018**

Vốn hóa (tỷ VND)	872	Cổ đông lớn	Tỷ lệ sở hữu
Giá đóng cửa gần nhất	48.600	ACV (UpCom)	60,18%
Giá cao nhất 52 tuần	54.000	SAS (UpCom)	10,03%
Giá thấp nhất 52 tuần	38.703	VACS	1,70%
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	17.948.210	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	1,56%
P/E 2017	10,5	P/B 2017	3,7

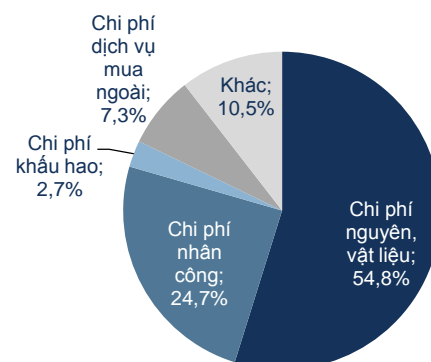
**Hoạt động kinh doanh:** NCS là doanh nghiệp được cổ phần hóa từ Xí nghiệp sản xuất chế biến suất ăn hàng không Nội Bài từ năm 2004. Hoạt động kinh doanh chính của NCS là cung cấp suất ăn cho các hãng hàng không tại sân bay Nội Bài.

**Doanh thu và chi phí chính:**

- **Doanh thu chính** của NCS là doanh thu từ cung cấp suất ăn cho các hãng hàng không, chiếm 77,6% doanh thu NCS năm 2017.
- **Chi phí chính** của NCS là chi phí nguyên liệu để chế biến các món ăn và chi phí nhân công, lần lượt chiếm 54,8% và 24,7% chi phí đầu vào năm 2017 của NCS.

**BIỂU ĐỒ 154: Cơ cấu doanh thu NCS năm 2017**


Nguồn: FPTs Research

**BIỂU ĐỒ 155: Cơ cấu chi phí đầu vào NCS năm 2017**


Nguồn: FPTs Research

**Điểm mạnh**

- Vị thế lớn và độc quyền trong hoạt động cung cấp suất ăn hàng không tại sân bay Nội Bài
- Nhận được hỗ trợ lớn từ cổ đông mẹ Vietnam Airlines.
- NCS đang xây dựng cơ sở chế biến suất ăn mới do nhà máy cũ hiện đã quá tải. Dự án mới này bao gồm 2 giai đoạn: giai đoạn 1 (2016-2018) dự kiến công suất 35.000 suất ăn/ngày, giai đoạn 2 công suất sẽ là 45.000 suất ăn/ngày.

**Điểm yếu**

- Phụ thuộc lớn và Vietnam Airlines. Hơn 60% đầu ra hiện tại của NCS là Vietnam Airlines.

**Cơ hội**

- Nội Bài là sân bay có lượng hành khách đi/đến đông thứ hai cả nước, chỉ sau Tân Sơn Nhất.
- Sự mở rộng tuyến bay của các hãng hàng không tại Nội Bài.

**Thách thức**

- Vị thế độc quyền bị đe dọa khi CTCP Dịch vụ Suất ăn Hàng không Việt Nam (VINACS) – một công ty thành viên của Taseco Air (40%) đã xây dựng xong nhà máy chế biến thức ăn tại Nội Bài và bắt đầu hoạt động vào tháng 3/2017.

**11. CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Đà Nẵng (MAS – HNX)**

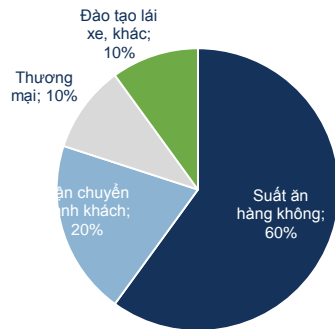
CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Đà Nẵng (MAS – HNX) – 12/04/2018			
Vốn hóa (tỷ VND)	341	<b>Cổ đông lớn</b>	<b>Tỷ lệ sở hữu</b>
Giá đóng cửa gần nhất	80.000	Vietnam Airlines (HVN)	36,11%
Giá cao nhất 52 tuần	107.000	KROHNE FUND, L.P	6,09%
Giá thấp nhất 52 tuần	70.400		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	4.267.683	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	26,72%
P/E 2017	7,3	P/B 2017	5,3

**Hoạt động kinh doanh:** MAS hiện đang cung cấp dịch vụ suất ăn hàng không tại sân bay Đà Nẵng, Cam Ranh và Phú Bài. Bên cạnh đó MAS còn cung cấp các dịch vụ như vận chuyển hành khách, thương mại, đào tạo lái xe...

**Doanh thu và chi phí chính:**

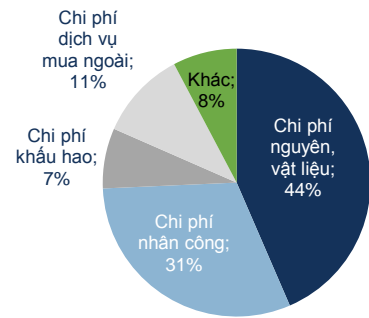
- **Doanh thu chính** của MAS bao gồm 60% từ cung cấp suất ăn cho các hãng hàng không, vận chuyển hành khách 20%, thương mại 10%; đào tạo lái xe, khác... chiếm 10%.
- **Chi phí chính** của MAS tương tự như NCS do cùng hoạt động chung trong một ngành nghề, trong đó chi phí nguyên liệu và chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn nhất là 47% và 28%. Chi phí khấu hao và chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm tỷ trọng không đáng kể, lần lượt là 8% và 9%.

BIỂU ĐỒ 156: Cơ cấu doanh thu MAS năm 2017



Nguồn: FPTs Research

BIỂU ĐỒ 157: Cơ cấu chi phí đầu vào MAS năm 2017



Nguồn: FPTs Research

## Điểm mạnh

- Tính đến thời điểm hiện tại, MAS độc quyền cung cấp suất ăn hàng không tại hai sân bay Đà Nẵng và Phú Bài. Trong khi tại Cam Ranh, MAS chiếm 60% thị phần với đối thủ chính là VINACS.
- Nhận được hỗ trợ từ công ty mẹ Vietnam Airlines.
- MAS đang có kế hoạch mở rộng nhà máy chế biến suất ăn tại sân bay Đà Nẵng, giúp MAS tăng công suất lên 20.000 suất ăn/ngày

## Điểm yếu

- Phụ thuộc lớn và Vietnam Airlines. Hơn 63% đầu ra hiện tại của NCS là Vietnam Airlines.

## Cơ hội

- Đà Nẵng và Cam Ranh là điểm du lịch đang nổi lên tại Việt Nam. Vietnam Airlines và Vietjet đang tăng cường các tuyến bay đến Đà Nẵng và Cam Ranh.
- Nhà ga quốc tế mới tại Đà Nẵng đã đi vào hoạt động 5/2017 và Nhà ga hàng khách quốc tế Cam Ranh cũng đang được xây dựng từ tháng 9/2016 tạo ra dư địa tăng trưởng trong trung hạn cho MAS.

## Thách thức

- Vị thế độc quyền của MAS tại Đà Nẵng bị đe dọa. Đối thủ VINACS tại Cam Ranh đang xây dựng nhà máy chế biến thức ăn tại Đà Nẵng, dự kiến hoạt động vào Quý 1-2/2018.

## PHỤ LỤC

[Quay lại mục chính](#)

### Phụ lục 1 – So sánh hàng không giá rẻ (LCC) và mô hình hàng không truyền thống (FSC)

Tiêu chí	LCC (Low-Cost Carrier)	FSC (Full-Service Carrier)
Định vị khách hàng	Hành khách có thu nhập trung bình và thấp	Đa dạng đối tượng hành khách với các mức thu nhập khác nhau
Mạng lưới	Nội địa; chuyến bay ngắn	Liên vùng; kết nối các chuyến bay; chuyến bay dài
Giá vé	Rẻ, thường đưa ra một mức giá cho tất cả hành khách	Cao hơn, đưa ra các mức giá khác nhau cho các đối tượng khách hàng
Đối tác	Không có chuyến bay liên danh (codesharing) hay liên hãng (interlining)	Có các chuyến bay liên danh và liên hãng
Kênh phân phối	Bán online trực tiếp trên website	Phân phối qua GDS (Global Distribution System - Hệ thống phân phối toàn cầu)

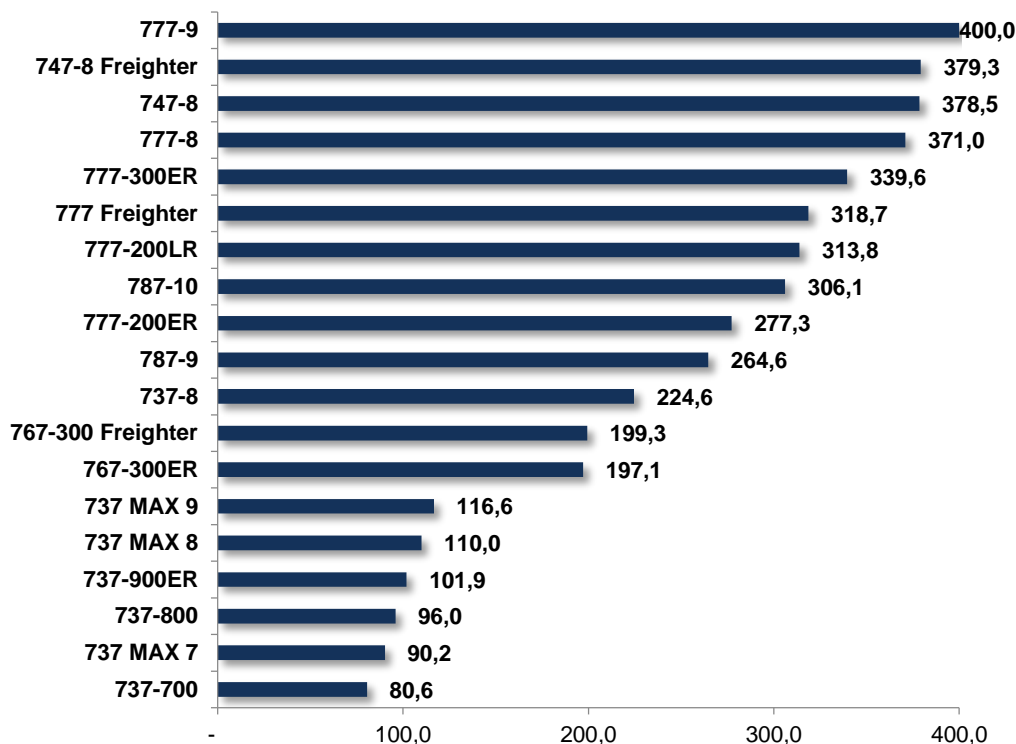
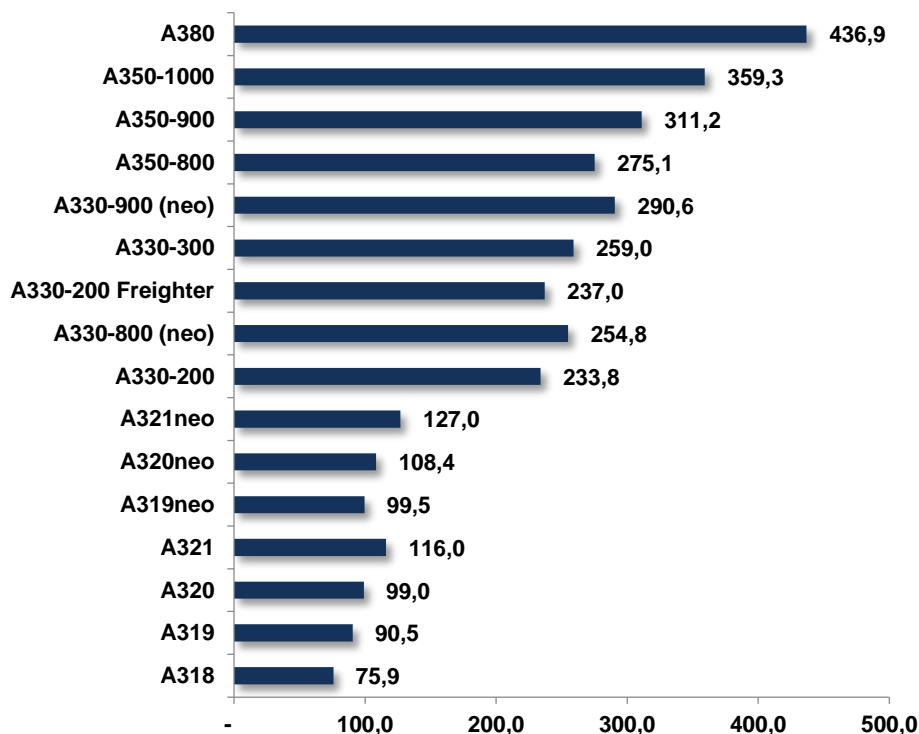
Nguồn: FPTs Research

### Phụ lục 2 – Chiến lược giá vé 0 đồng của Vietjet Air

Năm 2017 là năm Vietjet Air đẩy mạnh hoạt động marketing nhằm quảng bá cho hình ảnh thương hiệu bay của Vietjet Air. Trong đó, chiến lược được chúng tôi đánh giá là hiệu quả và gây ấn tượng mạnh nhất với khách hàng là “Giá vé 0 đồng”. Chiến lược marketing này của Vietjet được thực hiện dựa trên cơ sở sau:

- Mỗi chuyến bay luôn có một tỷ lệ ghế trống nhất định, với những quảng cáo giá vé 0 đồng hoặc giá vé rất thấp, Vietjet Air đang bán những chiếc ghế mà nếu không bán thì “đằng nào cũng trống”.
- Việc bán giá vé rất thấp giúp những người nghi ngờ có thể trải nghiệm dịch vụ, tạo ra hiệu ứng marketing truyền miệng thông qua các quảng cáo và từ những trải nghiệm của khách hàng.
- Giá vé 0 đồng sẽ thu hút được các khách hàng tiềm năng mà trước đây chưa từng nghĩ đến việc bay.
- Giá vé 0 đồng cũng sẽ thu hút được các khách hàng tiềm năng vốn bay thường xuyên trước đây của mô hình FSC.
- Biến một số khách hàng tiềm năng này thành khách hàng mua vé ở mức giá bình thường khi những chỗ ngồi 0 đồng hoặc giá rất thấp được bán hết do giá vé bình thường vẫn rẻ hơn 20%-60% so với mô hình FSC.



**Phụ lục 3 – Giá bán máy bay niêm yết của Boeing và Airbus năm 2017**
**Giá bán máy bay niêm yết của Boeing năm 2017**

**Giá bán máy bay niêm yết của Airbus năm 2017**


**Phụ lục 4 – Các thương quyền vận tải hàng không**

- Thương quyền 1: Quyền được tự do bay trên lãnh thổ của quốc gia nhưng không hạ cánh.
- Thương quyền 2: Quyền được quyền hạ cánh xuống lãnh thổ của quốc gia vì các lý do phi thương mại trong những trường hợp cần thiết và có báo trước. Như để tiếp nhiên liệu, sửa chữa máy bay.
- Thương quyền 3: Quyền lấy tải thương mại (hành khách, hàng hoá, thư tín) từ quốc gia của hãng chuyên chở tới lãnh thổ nước ngoài.
- Thương quyền 4: Quyền lấy tải thương mại (hành khách, hàng hoá, thư tín) trên lãnh thổ nước ngoài chuyên chở về nước của hãng khai thác.
- Thương quyền 5: Quyền nhận hành khách, hàng hoá, thư tín từ nước thứ hai để chở đến nước thứ ba và quyền nhận hành khách, hàng hoá, thư tín từ nước thứ ba để chở đến nước thứ hai.
- Thương quyền 6: Quyền lấy hành khách, hàng hoá, thư tín từ một quốc gia thứ hai đến một quốc gia thứ ba qua lãnh thổ thuộc nước của nhà khai thác.
- Thương quyền 7: Quyền được khai thác tải thương mại giữa hai nước hoàn toàn ở ngoài nước của nhà khai thác.
- Thương quyền 8: Quyền được khai thác tải thương mại từ một thành phố này ở nước ngoài đến một thành phố khác của cùng nước đó nhưng các chuyến bay phải được xuất phát từ nước của nhà khai thác.
- Thương quyền 9: Quyền được khai thác tải thương mại từ một thành phố này ở nước ngoài đến thành phố khác của nước đó nhưng máy bay không xuất phát từ nước của nhà khai thác.



**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS 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 FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS 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, FPTTS nắm giữ 523 cổ phiếu MAS và không nắm giữ các cổ phiếu sau đây: VJC, HVN, ACV, SCS, NCT, SGN, SAS, AST, NAS, CIA, NCS. Chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của các doanh nghiệp trên.

**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 Cổ phần Chứng khoán FPT

<b>Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT</b>	<b>Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT</b>	<b>Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT</b>
<b>Trụ sở chính</b> Số 52 đường Lạc Long Quân, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171 Fax: (84.24) 3 773 9058	<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b> Tầng 3 – Bến Thành Tower, 136–138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, Tp.HCM, Việt Nam ĐT: (84.28) 6 290 8686 Fax: (84.28) 6 291 0607	<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b> 100 Quang Trung, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam ĐT: (84.236) 3553 666 Fax: (84.236) 3553 888