

**Công ty mẹ - Tổng Công ty Hàng không Việt Nam**

<b>Phạm Lê Duy Nhân</b> Chuyên viên Phân tích Email: nhanpld@fpts.com.vn Tel: (84) - 86290 8686 - Ext: 7593	Giá khởi điểm:	22.300	-18%	-7%	0%	7%	18%
	Giá hợp lý:	24.000	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
	+/-:	7,6%					
						Thêm	

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	Công ty mẹ - Tổng Công ty Hàng không Việt Nam
Doanh thu chính	Vận tải hành khách, hàng hoá hàng không; các hoạt động phụ trợ vận tải
Lợi thế cạnh tranh	Vị thế dẫn đầu thị trường hàng không nội địa với mạng đường bay rộng và đội bay lớn
Rủi ro chính	Bất ổn chính trị, thiên tai, dịch bệnh, thời tiết

**Thông tin đợt chào bán IPO**

Vốn điều lệ sau đấu giá	Tỷ đồng	14.102
Số lượng cổ phiếu	Triệu cp	1.410,2
Số lượng cổ phiếu IPO	Triệu cp	49,009
Giá khởi điểm	Đồng/cp	22.300
Hạn cuối nộp tiền cọc		06/11/2014
Ngày đấu giá		14/11/2014
Thời gian niêm yết dự kiến		N/A

**Cơ cấu sở hữu sau chào bán**

	%
Nhà nước	75,00%
Đấu giá công khai	3,475%
Cổ đông chiến lược	20,00%
Cán bộ công nhân viên	1,475%
Tổ chức công đoàn	0,05%
Tổng cộng	100,00%

**VIETNAM AIRLINES: LỢI THẾ VỀ QUY MÔ**
**Khuyến nghị đầu tư**

Chúng tôi nhận thấy rằng, dù mức độ cạnh tranh đang ngày càng gia tăng, triển vọng về trung và dài hạn của Vietnam Airlines là tương đối lạc quan dựa vào: (1) lợi thế vốn có về quy mô và vị thế; (2) kế hoạch hợp lý về đầu tư, mở rộng thị trường và quản lý chi phí; (3) tiềm năng thị trường nội địa và khu vực. Trong ngắn hạn, xu hướng giảm mạnh của giá dầu là tác nhân chính giúp cải thiện đáng kể lợi nhuận.

So với mức giá khởi điểm là 22.300 đồng/cp, kết quả định giá của chúng tôi cho ra mức giá hợp lý 24.000 đồng/cp. Tuy dưới góc độ ngắn hạn, cổ phiếu của Vietnam Airlines chưa thật sự hấp dẫn, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể xem xét tích lũy cho mục tiêu trung và dài hạn.

Nhà đầu tư cũng cần cân nhắc đến những rủi ro đặc thù của ngành vận tải hàng không, vốn rất nhạy cảm với những biến động về kinh tế - chính trị - xã hội trên phạm vi quốc gia và toàn cầu.

**Kế hoạch niêm yết**

Tổng Công ty cho biết sẽ cố gắng để niêm yết trong thời gian sớm nhất trên tinh thần Quyết định số 51/2014/QĐ-TTg nếu thỏa được những điều kiện niêm yết.

Trong số những điều kiện niêm yết tại HSX theo Điều 53 của Nghị định 58/2012/NĐ-CP ngày 20/07/2012, chúng tôi nhận thấy rào cản lớn nhất đối với Vietnam Airlines là yêu cầu tỷ lệ ROE năm gần nhất tối thiểu phải đạt 5%. ROE năm 2013 chỉ mới đạt 1,5%, tuy nhiên nếu doanh nghiệp thực hiện được kế hoạch đề ra cho giai đoạn 2014-2018 thì sẽ đủ khả năng niêm yết kể từ 2016.

Ngoài ra, chúng tôi lưu ý rằng nếu chiếu theo Quyết định số 51, Tổng Công ty sau cổ phần hóa 90 ngày cũng sẽ phải đăng ký để giao dịch trên thị trường Upcom.

### Vị thế doanh nghiệp hàng đầu

Tổng Công ty Hàng không Việt Nam là doanh nghiệp nhà nước sở hữu và nắm cổ phần tại 03 đơn vị kinh doanh vận tải hàng không trong và ngoài nước. Cụ thể:

- Hãng Hàng không Quốc gia Việt Nam (VNA), thuộc sở hữu trực tiếp của doanh nghiệp, được tổ chức theo mô hình hãng bay truyền thống (*Full Service Carrier*). Đây là hãng hàng không lớn nhất thị trường nội địa xét về mạng lưới bay, đội bay và thị phần.
- Hãng Hàng không Jetstar Pacific Airlines (JPA) là hãng bay giá rẻ (*Low Cost Carrier, LCC*) tương tự như VietJet Air ở thị trường nội địa hay Air Asia, Tiger Airways ở các nước lân cận. Tổng công ty sở hữu cổ phần chi phối 67,83% tại doanh nghiệp này, sau khi tiếp nhận quản lý phần vốn góp của cổ đông Nhà nước từ năm 2012. Đối tác chiến lược còn lại là Tập đoàn Hàng không Qantas nắm 30%.
- Hãng Hàng không Quốc gia Campuchia – K6 là công ty liên doanh giữa Vietnam Airlines (49%), Chính phủ Campuchia và các nhà đầu tư Campuchia.

Tổng công ty Hàng không Việt Nam nắm vị thế dẫn đầu tại thị trường nội địa, trong đó VNA tập trung vào phân thị khách doanh thu cao và trung bình trong khi JPA nhắm đến phân thị có doanh thu thấp. Chiến lược “*dual brands*” này khá quen thuộc tại một số quốc gia khu vực châu Á – Thái Bình Dương, nhằm chống lại xu thế phát triển mạnh mẽ của các hãng bay giá rẻ đơn lẻ.

Tính đến thời điểm trước cổ phần hoá Tổng Công ty có 14 đơn vị trực thuộc, 18 công ty con và 08 công ty liên kết nằm trong chuỗi giá trị cung ứng dịch vụ vận tải hàng không và các dịch vụ có liên quan. Trong số này có VINAPCO là doanh nghiệp chiếm trên 90% thị phần nhiên liệu hàng không Jet A-1 tại Việt Nam; và VAECO là công ty duy nhất tại Việt Nam hoạt động trong lĩnh vực cung cấp các dịch vụ kỹ thuật bảo dưỡng các loại máy bay thương mại, động cơ và các trang thiết bị cho hàng không Việt Nam và các hãng hàng không khác. Cả hai doanh nghiệp này đều thuộc sở hữu 100% vốn của Tổng công ty, tạo nên vị thế độc quyền tại một số mắt xích trong chuỗi giá trị ngành.

### Thị phần dẫn đầu nhưng bị đe dọa lớn từ các hãng bay giá rẻ

#### Thị trường nội địa

Thị trường nội địa những năm gần đây đang chứng kiến sự cạnh tranh quyết liệt giữa mô hình kinh doanh hàng không truyền thống và hàng không giá rẻ. Chúng tôi nhận thấy sự sụt

giảm thị phần đáng kể của VNA vào tay VietJet Air.

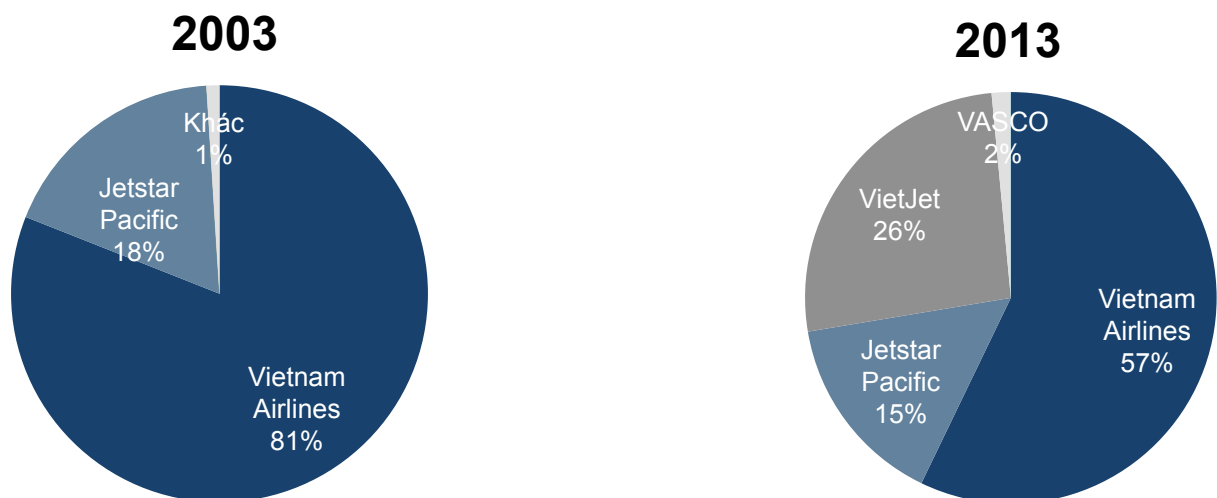
Các hãng bay giá rẻ hiện sở hữu khoảng 40% thị phần nội địa Việt Nam. Đây là con số thấp nếu so với các thị trường nội địa các quốc gia lân cận như Indonesia, Thailand, Malaysia và Phillipines đều vượt trên 50% (theo CAPA). Như vậy, khả năng tiếp tục mất thị phần của VNA là khá lớn.

Chúng tôi cũng kì vọng vào Tổng công ty sau khi IPO sẽ đẩy mạnh chiến lược “dual brands”, đặc biệt cải thiện thương hiệu, chất lượng và hiệu quả hoạt động của JPA để bảo toàn thị phần chung của cả hai hãng bay của công ty ở mức 70-72%. Đối với VNA, vấn đề sẽ không chỉ là giải bài toán về mở rộng thị trường, quản lý chi phí hiệu quả, mà còn phải đem lại cho hành khách những giá trị khác biệt rõ ràng của một hãng bay truyền thống so với hãng bay giá rẻ.

#### **Thị trường quốc tế đi/đến Việt Nam**

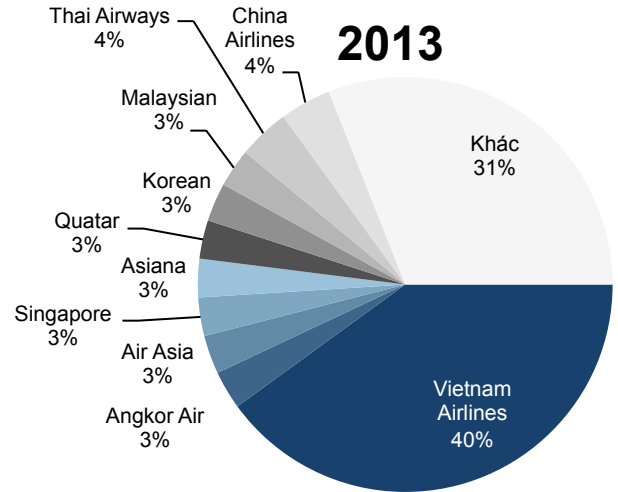
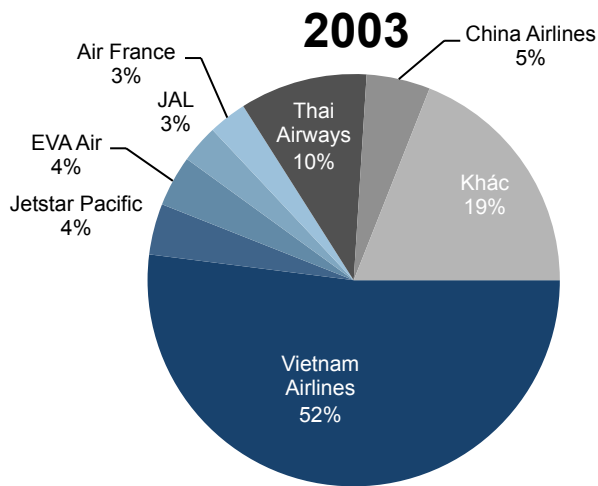
Thị trường bay quốc tế đi/đến Việt Nam ngày càng trở nên phân mảnh hơn với sự tham gia của nhiều hãng hàng không nước ngoài. Hiện tổng thị phần của các hãng giá rẻ trong và ngoài nước trên các chuyến quốc tế chỉ vào mức 13%, thấp nhất so với các thị trường chính khu vực Đông Nam Á, từ Thái Lan (22%) đến Malaysia (50%) (theo CAPA)

**Thị phần hàng không nội địa (% trên tổng số ghế), 2003-2013**



Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam; SABRE ADI YE 2013

Thị phần hàng không quốc tế đi/đến Việt Nam (% trên tổng số ghế), 2003-2013



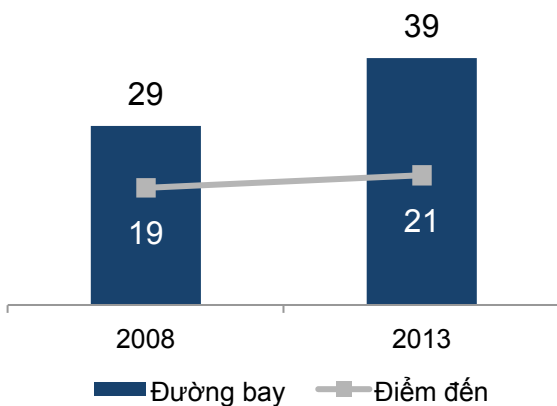
Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam; SABRE ADI YE 2013

Mạng đường bay hiện tại và kế hoạch mở rộng

Thị trường nội địa

Mạng đường bay nội địa hiện tại của VNA bao gồm 39 đường bay và 21 điểm đến, đây là mạng bay có độ phủ lớn nhất hiện tại. Để có thể dễ so sánh, chúng tôi được biết hiện tại VietJet Air đang có 15 đường bay nội địa và 12 điểm đến, trong đó chỉ có tuyến Vinh - Đà Lạt là tuyến bay duy nhất không có sự hiện diện của VNA. Trong khi đó, JPA có 11 đường bay với 9 điểm đến nội địa.

Số đường bay và điểm đến nội địa, 2003-2013



So sánh tần suất bay (chuyến/ngày) tại một số đường bay chính nội địa, tháng 12/2014

Đường bay	VietJet	JPA	VNA
SGN-HAN	15	7	21
SGN-DAD	8	3	10
HAN-DAD	5	1	9
SGN-HPH	4	2	3
SGN-VII	3	3	3

Nguồn: CAPA; VietJet Air; VNA; JPA

### Thị trường quốc tế đi/đến Việt Nam

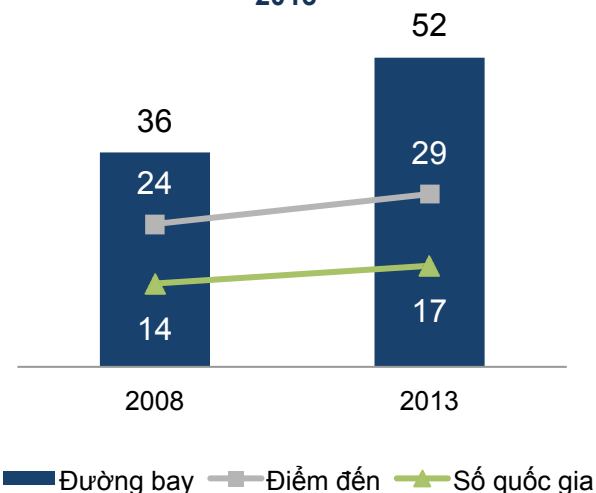
Chiến lược phát triển mạng đường bay quốc tế của VNA được diễn đạt khá rõ ràng trong Bản Công bố thông tin: "...*Đông Dương* (Cam- pu- chia, Lào, Mi-an-ma) có ý nghĩa sống còn; *mạng đường bay quốc tế khu vực Đông Bắc Á là mạng đường bay hoạt động chính, mang lại lợi nhuận chủ yếu; mạng đường bay xuyên lục địa có ý nghĩa chiến lược lâu dài, đang được tiếp tục nghiên cứu phát triển thận trọng.*"

Chúng tôi đánh giá cao việc gia tăng kết nối với thị trường Đông Bắc Á do giao thương mậu dịch, dòng chảy vốn và nhân lực giữa các quốc gia khu vực này với Việt Nam ngày càng gia tăng. VNA dự kiến tăng tần suất bay lên 2 chuyến/ngày/đường bay kết hợp với máy bay thân rộng để nâng cao chất lượng dịch vụ và tăng hiệu quả khai thác, cạnh tranh.

Đối với những đường bay xuyên lục địa: VNA dự kiến mở thêm 1-2 đường bay đến Châu Âu kể từ 2015. Thị trường Bắc Mỹ, dự kiến mở đường bay Hồ Chí Minh – Los Angeles năm 2016. Đường bay đến Bắc Mỹ được chúng tôi kỳ vọng lớn sẽ khai thác được thị trường hơn 1,8 triệu người gốc Việt Nam sống tại khu vực này.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng những đường bay xuyên lục địa thường có sự cạnh tranh rất cao đến từ những hãng hàng không khắp thế giới, đòi hỏi VNA phải có khả năng kết nối mạnh với mạng toàn cầu, đi kèm với chất lượng dịch vụ cao trước khi tính đến chuyện cạnh tranh bằng giá cả. Tổng Công ty cho biết sẽ phát triển thận trọng các đường bay này.

**Số đường bay và điểm đến quốc tế, 2003-2013**



**Tần suất bay quốc tế, 2014**

Khu vực	Số đường bay	Tần suất (chuyến/tuần)
Tiểu vùng CMLV	8	75
Đông Bắc Á	17	128
Đông Nam Á	7	105
Úc	2	14
Trung Quốc	10	57
Châu Âu	9	30

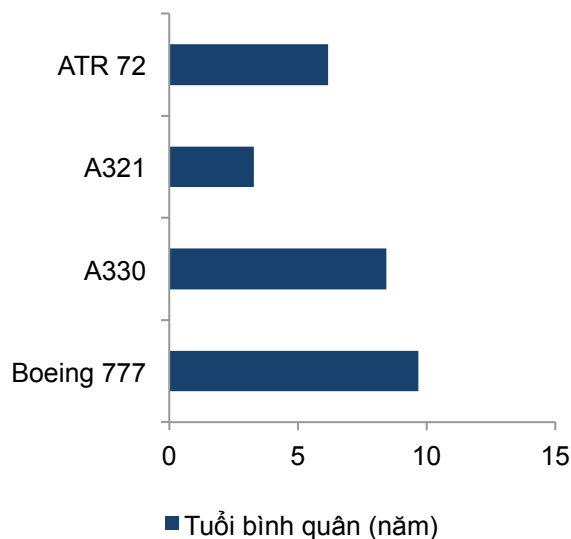
Nguồn: VNA

### Tuổi đội bay trẻ là lợi thế

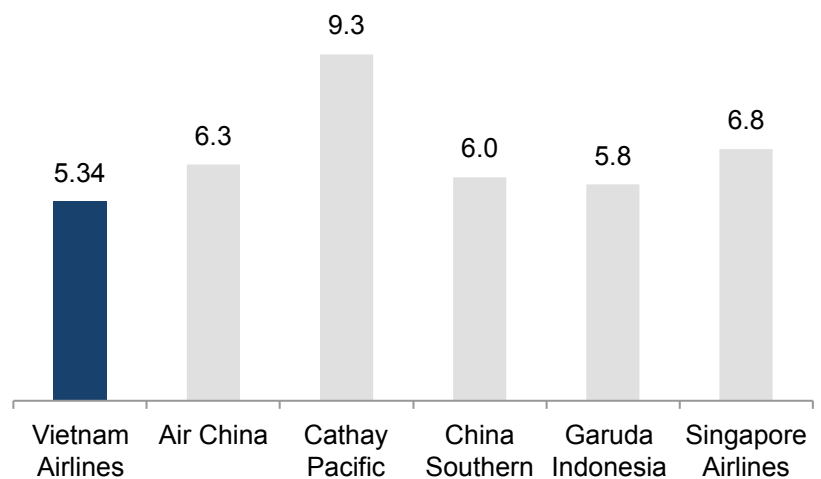
Tuổi trung bình toàn đội bay là **5,34 năm**, thuộc loại đội bay trẻ không chỉ trong khu vực mà cả trên thế giới, tạo cơ sở tốt để cung cấp dịch vụ chất lượng và thuận lợi xây dựng hình ảnh trẻ trung, năng động. Trong cơ cấu 82 chiếc máy bay tính đến 31/12/2013 có:

- 19 chiếc thân rộng hai lối đi 280-300 chỗ (Boeing 777, A330) phù hợp khai thác các đường bay tầm xa và tầm trung
- 48 chiếc thân hẹp một lối đi 150-180 chỗ (A320, A321) phù hợp khai thác các đường bay có tầm bay ~5 giờ
- 16 chiếc máy bay loại nhỏ 70 chỗ (ATR, Fokker) dùng để khai thác trên các đường bay tầm ngắn.

**Tuổi trung bình đội bay VNA, 2013**



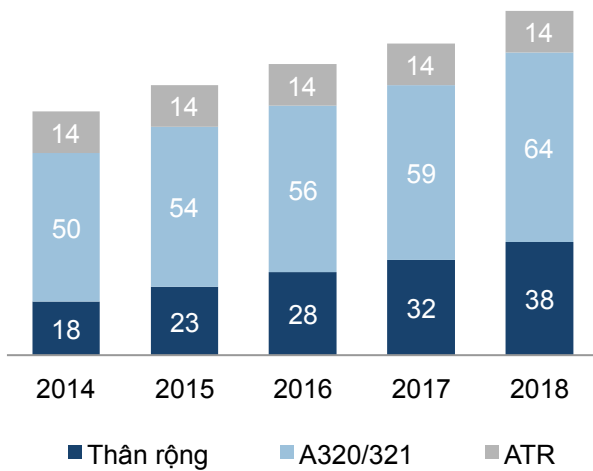
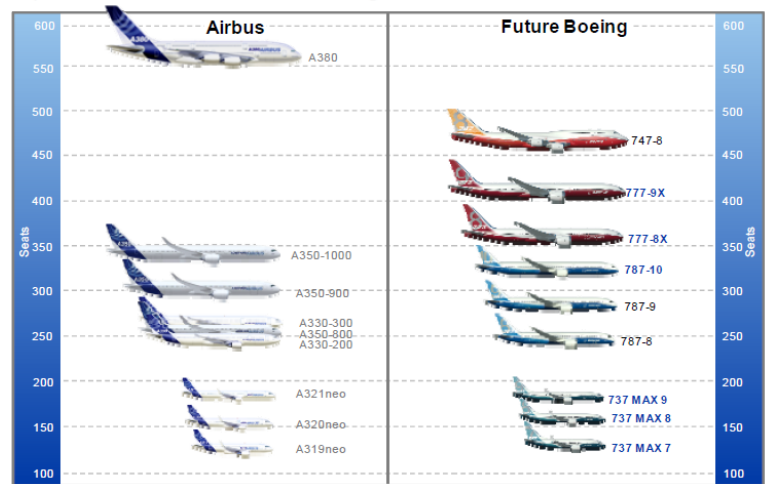
**So sánh tuổi các đội tàu bay trong khu vực, 2013**



*Nguồn: VNA; Bloomberg*

Để tiếp tục duy trì lợi thế đội bay trẻ, VNA dự kiến sẽ thay đổi toàn bộ 19 chiếc Boeing 777 và A330 hiện tại vốn có tuổi bình quân 8-9 năm, bổ sung đội bay thân rộng thế hệ mới A350-900 và B787-9, hướng mục tiêu khai thác các đường bay xuyên lục địa và đường bay Đông Bắc Á chất lượng và hiệu quả hơn. Ngoài ra VNA còn dự kiến sẽ nâng tổng số lượng máy bay thân hẹp một lối đi lên 64 chiếc vào năm 2018.

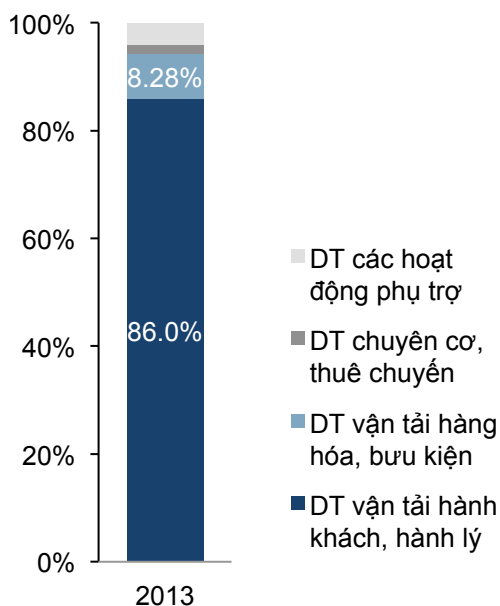
Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý một nhân tố có thể ảnh hưởng đến kế hoạch mở rộng đội tàu bay của VNA là vấn đề thiếu sân đỗ qua đêm tại Tân Sơn Nhất, cảng hàng không chính của cả nước. Trong khi đó, VietJet cũng đang có kế hoạch mở rộng rất mạnh đội tàu bay của mình từ 10 chiếc năm 2013 lên hơn 70 chiếc năm 2018. Ít nhất đến thời điểm 2018 sẽ vẫn chưa có sân bay Long Thành để giải quyết bài toán thiếu sân đỗ này.

**Kế hoạch phát triển đội bay đến 2018**

**So sánh các loại máy bay của Airbus và Boeing**


Nguồn: Boeing; VNA

**Hoạt động kinh doanh 2008-2013: tăng trưởng hai con số**

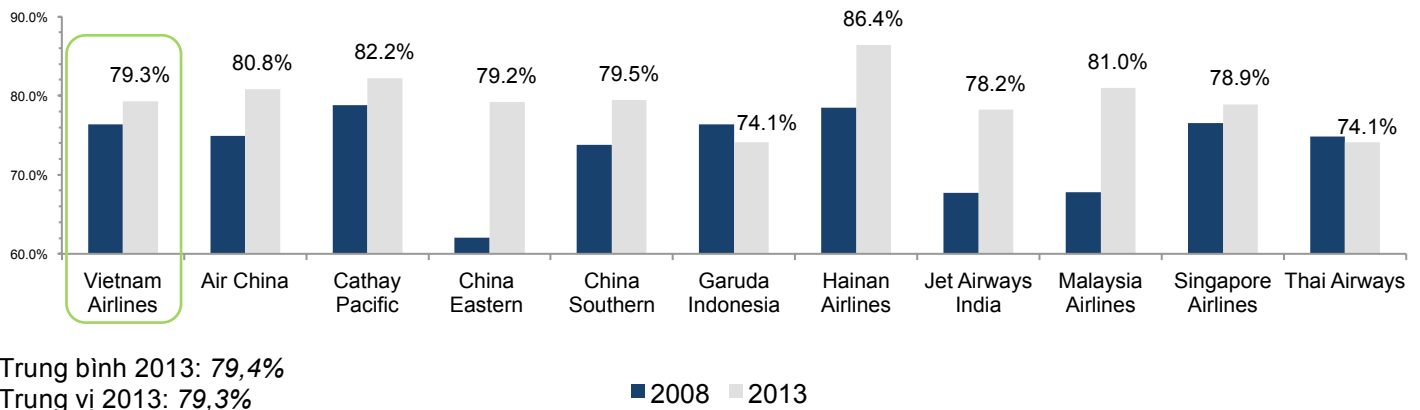
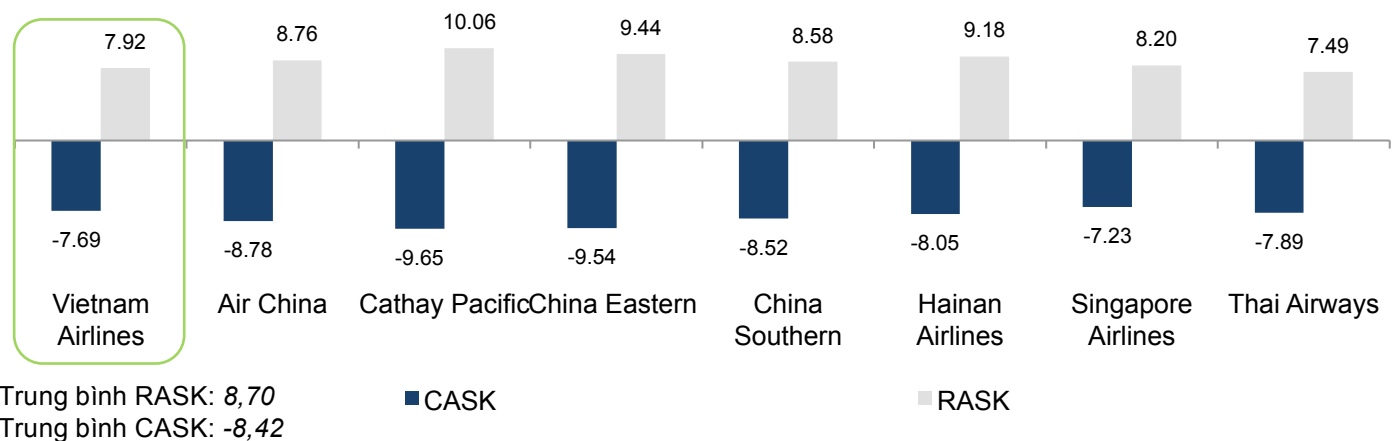
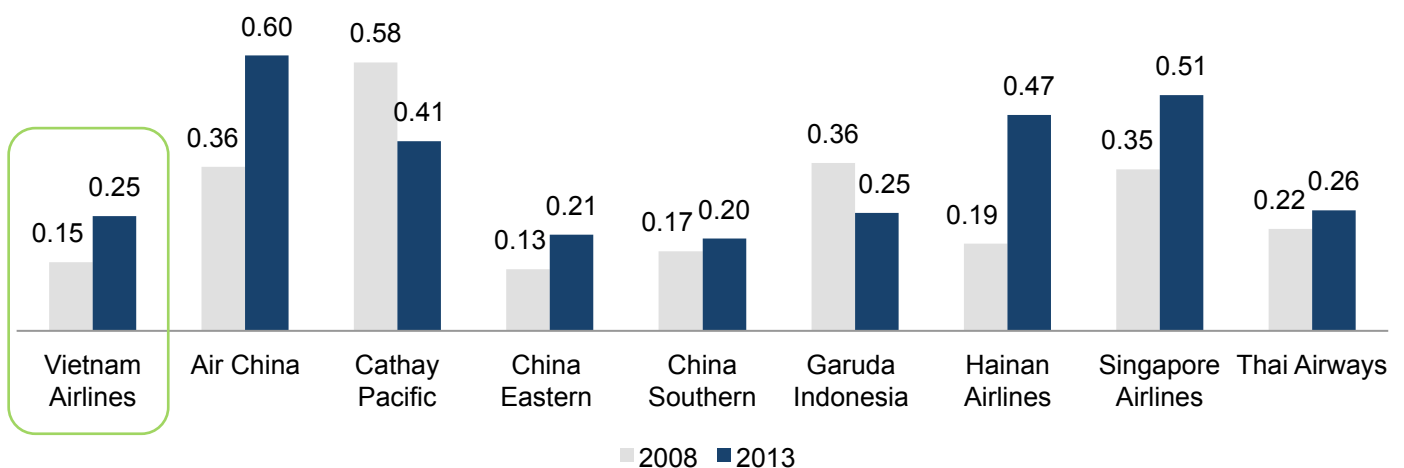
Hầu hết các chỉ tiêu hoạt động của VNA trong giai đoạn 2008-2013 đều tăng trưởng ấn tượng trên 2 con số. Đặc biệt hệ số chuyên chở hành khách trung bình cải thiện đáng kể từ mức 76% năm 2008 lên trên 79% trên mỗi chuyến năm 2013, tương đương các hãng hàng không truyền thống nổi tiếng như Air China, China Southern và Singapore Airlines; cao hơn đáng kể so với Thai Airways, Garuda Indonesia.

**Cơ cấu tổng doanh thu, 2013**

**Các chỉ tiêu hoạt động và tăng trưởng, 2008-2013**

Chỉ tiêu	Thị trường	2013	CAGR 2008-2013
Khách luân chuyển (RPK, triệu khách.km)	Nội địa	6.969	10,2%
	Quốc tế	18.129	11,5%
	Tổng mạng	25.098	11,1%
Ghé luân chuyển (ASK, triệu ghế.km)	Nội địa	8.604	10,6%
	Quốc tế	23.044	10,2%
	Tổng mạng	31.648	10,3%
Hệ số chuyên chở hành khách (load factor)	Nội địa	81,0%	
	Quốc tế	78,7%	N/A
	Tổng mạng	79,3%	
Khách vận chuyển (lượt triệu khách)	Nội địa	9	10,8%
	Quốc tế	5,9	11,0%
	Tổng mạng	14,9	10,9%
Doanh thu chính (tỷ đồng)	Hành khách	45.407	15,6%
	Hàng hoá	4.377	14,7%
	Thuê chuyên cơ	924	57,5%

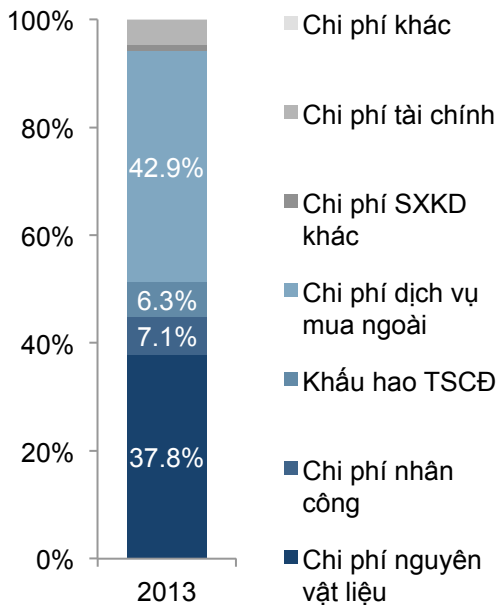
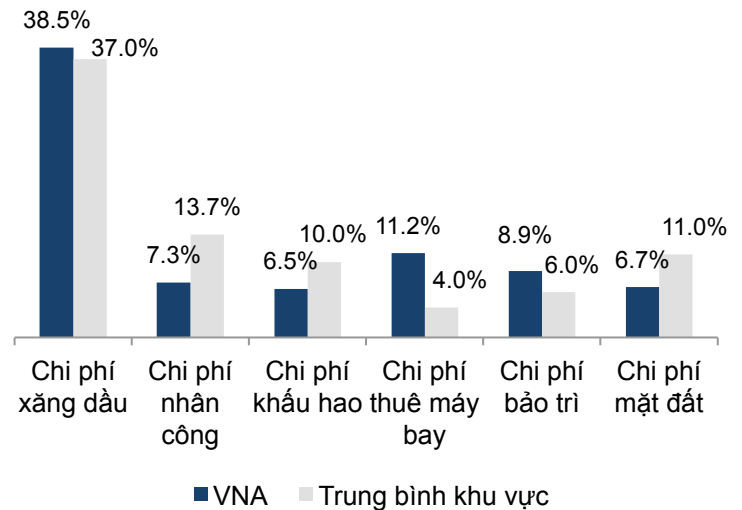
Nguồn: VNA



**Hệ số chuyên chở các hãng hàng không truyền thống trong khu vực, 2008-2013**

**RASK và CASK (cent/ghế.km) các hãng hàng không truyền thống trong khu vực, 2013**

**Doanh thu trên mỗi lao động (triệu USD/người) các hãng hàng không truyền thống trong khu vực, 2008-2013**


Nguồn: Bloomberg, VNA



**Cơ cấu chi phí - chi phí nhân công thấp hơn hẳn so với khu vực**
**Cơ cấu tổng chi phí, 2013**

**Cơ cấu các loại chi phí chính trên tổng doanh thu, 2013**


Nguồn: VNA; Bloomberg

**Kế hoạch kinh doanh 2014-2018**

Năm	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	52.829	59.295	67.824	81.650	95.484	110.073
Các khoản giảm trừ doanh thu	369	287	327	404	467	541
Doanh thu thuần	52.460	59.008	67.497	81.246	95.017	109.532
Chi phí hoạt động	51.294	56.865	64.328	75.644	87.611	101.523
- Giá vốn hàng bán	46.912	52.560	59.303	69.698	80.927	94.054
- Chi phí bán hàng	3.272	2.904	3.457	4.288	4.906	5.577
- Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.110	1.401	1.568	1.658	1.778	1.892
Lãi/lỗ thuần hoạt động kinh doanh	1.166	2.143	3.169	5.602	7.406	8.009
Doanh thu tài chính	1.205	364	401	427	455	487
Chi phí tài chính	2.528	2.809	2.923	3.697	4.149	4.636
Lãi/lỗ khác	315	642	697	830	924	995
Lãi/lỗ trước thuế	158	340	1.344	3.162	4.636	4.855
Lãi/lỗ sau thuế	158	340	1.133	2.560	3.716	3.894
<b>Tăng trưởng doanh thu</b>		12,2%	14,4%	20,4%	16,9%	15,3%
<b>Biên lãi hoạt động (%)</b>	2,2%	3,6%	4,7%	6,9%	7,8%	7,3%
<b>ROS (%)</b>	0,3%	0,6%	2,0%	3,8%	4,8%	4,4%
<b>ROE (%)</b>	1,5%	2,4%	8,8%	14,4%	19,0%	18,3%
<b>ROA (%)</b>	0,3%	0,5%	1,6%	3,3%	4,5%	4,5%

Nguồn: VNA

**Về doanh thu:** Tổng Công ty đặt kế hoạch tăng trưởng doanh thu cho giai đoạn 2013-2018 trung bình 15,8%/năm, xấp xỉ tốc độ tăng doanh thu của giai đoạn 2008-2013. Chúng tôi nhận

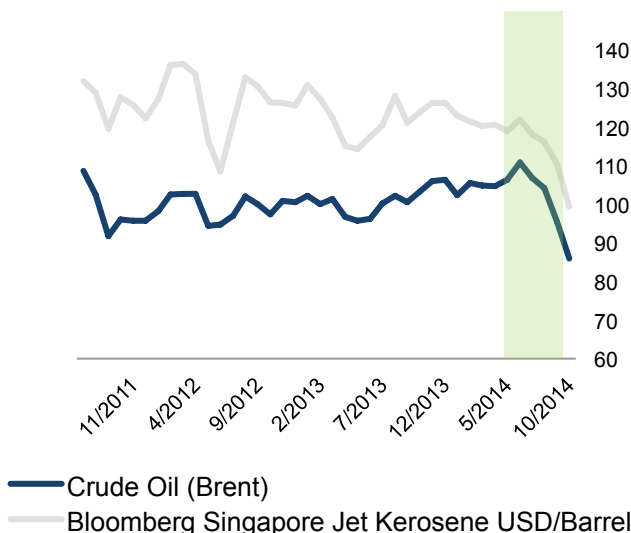
thấy việc duy trì mức tăng trưởng này cho giai đoạn tiếp theo là không dễ dàng do môi trường cạnh tranh ngành đang ngày càng trở nên gay gắt hơn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc đạt được mức tăng trưởng khoảng 9-10% trong giai đoạn tới là khả thi, xấp xỉ mức tăng trưởng chi tiêu đi lại hằng năm tại Việt Nam (*nội địa, đi/đến Việt Nam*) theo Oxford Economics.

**Về lợi nhuận:** Doanh nghiệp khá lạc quan khi kỳ vọng biên lãi hoạt động sẽ cải thiện từ mức 2,2% năm 2013 lên đến mức 4,7% năm 2015 (*nâng hạng 4 sao*) và 7,3% năm 2018 (*nâng hạng 5 sao*). Để có thể dễ so sánh, chúng tôi nhận thấy biên lãi hoạt động trong năm 2013 của các hãng hàng không 4 sao chỉ đạt khoảng 1,5% (*China Southern, Garuda Indonesia*), các hãng 5 sao như Singapore Airlines chỉ đạt 2,05% và Cathay Pacific đạt 3,74%.

### Những cơ sở cải thiện hoạt động kinh doanh

#### Giá dầu thô giảm mạnh là động lực tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn

**Biểu đồ giá dầu thô Brent và dầu Jet (USD/thùng)**



Nguồn: Bloomberg

Giá dầu thô Brent đã giảm rất mạnh từ mức xấp xỉ 111 USD/thùng xuống chỉ còn khoảng 86 USD/thùng vào tháng 10/2014. Khu vực châu Âu vẫn tiếp tục đình trệ, kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm lại trong khi nhu cầu nhập khẩu dầu thô của Mỹ giảm do cuộc cách mạng dầu khí đã khiến là những tác nhân chính dẫn đến sự sụt giảm này. Tuy những dự báo trên thế giới đều nghiêng về hướng giá dầu thô sẽ tăng trở lại và dao động quanh mức 100 USD/thùng trong dài hạn, chúng tôi cho rằng việc sụt giảm giá dầu sẽ tác động tích cực lên hoạt động của VNA trong ngắn hạn.

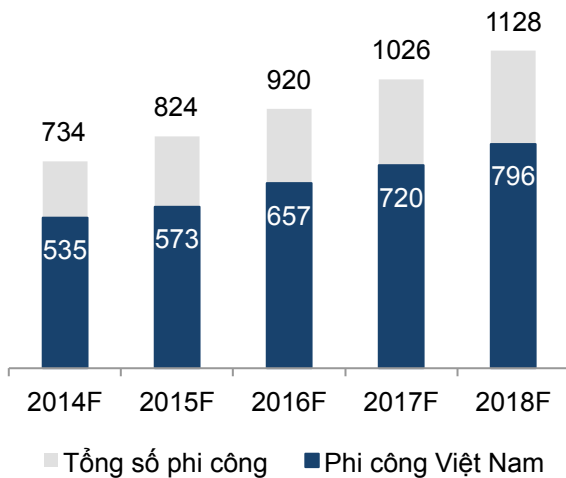
Giá dầu Jet A-1 trong cùng thời gian cũng đã giảm mạnh xuống dưới mức 100 USD/thùng. Chi phí nhiên liệu chiếm đến 38% trên tổng chi phí, và giá nhiên liệu Jet A-1 mà VNA thu mua trong năm 2013 vào khoảng 120-125 USD/thùng.

Chúng tôi được biết trong chính sách mua nhiên liệu của VNA, khoảng 30-35% sản lượng được ký kết thông qua các hợp đồng bảo hiểm không phí (*SWAP, giá trần và sàn*). Sản lượng thu mua còn lại trên thị trường giao ngay sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng giảm giá dầu trên toàn cầu.

#### Nâng cao hiệu quả khai thác đội tàu bay

Hiệu suất sử dụng máy bay bình quân chỉ đạt khoảng 8,5 giờ/ngày trong năm 2013. Con số này thấp hơn nhiều so với các hãng hàng không khác trong khu vực như Thai Airways (*11,2 giờ/ngày*) hay Cathay Pacific (*11,8 giờ/ngày*) trong cùng khoảng thời gian. Chúng tôi kỳ vọng vào định hướng tập trung đầu tư máy bay thân rộng khai thác tầm xa, tăng tần suất các

### Kế hoạch phát triển đội ngũ phi công, 2014-2018



Nguồn: VNA

### Chỉ tiêu hoạt động JPA, FY13-FY14

Chỉ tiêu	Đơn vị	FY14	FY13	% y-o-y
ASK	triệu ghế.km	2.152	1.986	8,4%
RPK	triệu khách.km	1.925	1.796	7,2%
Số hành khách	ngàn	2.185	1.901	14,9%
Hệ số sử dụng ghế	%	89,5%	90,5%	-1%

Nguồn: Qantas Group

### Jetstar Pacific và VietJet Air

Chỉ tiêu	Jetstar	VietJet
Số máy bay đang hoạt động	7	16
Số máy bay đang đặt mua	N/A	55
- Nhận năm 2014	3	1
- Nhận năm 2015	5	7
Điểm đến nội địa	9	12
Điểm đến quốc tế	2	3

Nguồn: CAPA

chuyến bay hiệu quả và mở thêm các đường bay quốc tế sẽ giúp cải thiện hiệu suất sử dụng máy bay trung bình của toàn đội lên trên 10 giờ/ngày kể từ 2016 trở đi.

### Những biện pháp nhằm tiết giảm chi phí

Tiết giảm nhiên liệu bay bằng việc thay thế đội tàu bay thế hệ mới và tăng cường công tác quản lý giá, bảo hiểm giá (*hedging*).

Tiết giảm chi phí lao động. Tỷ lệ phi công nước ngoài trong tổng công ty sẽ tăng từ mức 27,1% năm 2014 lên 29,4% năm 2018 theo kế hoạch. Trong khi chi phí nhân công cho phi công Việt Nam lại bình quân thấp hơn khoảng 30% so với phi công nước ngoài, khiến khoản mục chi phí này sẽ tăng lên. Điều này đặt ra yêu cầu phải nâng cao hiệu quả sử dụng phi công, tiếp viên (*nâng giờ bay bình quân tháng, giảm số lượng tiếp viên nước ngoài thuê*).

### Nâng hạng hãng hàng không và phân khúc khách hàng, đẩy mạnh hợp tác quốc tế

Mục tiêu xây dựng thương hiệu hãng hàng không 4 sao vào trong giai đoạn 2015-2016 và hướng tới tiêu chuẩn 5 sao vào năm 2017-2018.

### Những hãng hàng không thành viên

#### Jetstar Pacific – kỳ vọng cải thiện

Hiện đội bay của JPA có 7 chiếc A320s, dự kiến tăng thêm 3 chiếc vào cuối năm 2014 và hoàn thành kế hoạch mở rộng đội bay lên 15 chiếc vào năm 2015. Điều này sẽ giúp cải thiện hệ số ghế luân chuyển của hãng hàng không này, phục vụ mục tiêu cạnh tranh với VietJet Air ở thị trường nội địa và phát triển các đường bay quốc tế giá rẻ đến thị trường Đông Nam Á (*Singapore, Thái Lan*).

JPA được Tổng Công ty kỳ vọng trong năm 2014 sẽ đạt điểm hoà vốn sau 06 năm lỗ liên tiếp. Những chỉ số hoạt động của JPA được trích từ báo cáo của Qantas Group (*năm tài chính kết thúc vào 30/06*) cũng cho thấy hoạt động trong năm 2014 đã cải thiện hơn rất nhiều so với năm 2013.

#### Cambodia Angkor Air (K6)

K6 đang khai thác thường lệ 2 tuyến đường bay nội địa và 7 tuyến đường bay quốc tế đến Việt Nam, Thái Lan, Trung Quốc. Hiện tại, thị phần hàng không nội địa đạt 100% và thị phần vận chuyển hàng không quốc tế đi/đến Campuchia đạt 11%.

### Tổng hợp định giá

Phương pháp phổ biến được sử dụng để định giá các hãng hàng không là EV/EBITDAR, nhằm loại bỏ những khác biệt về tính chất sở hữu đội tàu bay của từng hãng (*sở hữu trực tiếp, thuê tài chính, thuê hoạt động*). Ngoài ra, để tính toán EV còn cần phải vốn hóa tài sản thuê hoạt động ngoại bảng, chủ yếu là đội tàu bay, để phản ánh chính xác tình hình tài sản của các hãng bay.

Chúng tôi lựa chọn những hãng hàng không truyền thống trong khu vực để so sánh với VNA, mức EV/EBITDAR hợp lý là **8,59x**.

Chúng tôi lựa chọn những hãng hàng không giá rẻ trong khu vực để so sánh với JPA, mức EV/EBITDAR hợp lý là **6,5x**.

#### Bảng tổng hợp định giá

*Đơn vị: tỷ đồng*

Năm	2014
Chỉ tiêu VNA	
Doanh thu	57.583
EBITDAR	11.910
<i>peer EV/EBITDAR @8,59x</i>	8,59
EV	102.279
- Vốn hóa thuê hoạt động	41.464
- Nợ ròng	39.099
Giá trị VNA	21.716
Chỉ tiêu JPA	
Doanh thu	2.895
EBITDAR	599
<i>peer EV/EBITDAR @7x</i>	6,5
EV	3.923
- Vốn hóa thuê hoạt động	3.423
- Nợ ròng	-190
<i>% sở hữu của VNA</i>	67,8%
Giá trị sở hữu của VNA	447
Công ty con, CTLK khác	
Giá trị đầu tư vào các công ty con, CTLK	3.238
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu	25.400
<b>Giá trị một cổ phần (đồng/cp)</b>	<b>24.016</b>

*Nguồn: FPT S*

**Các hãng hàng không trong khu vực dùng để so sánh**

Hãng hàng không truyền thống	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu 2013 (triệu USD)	ROE 2013	ROA 2013	EV/EBITDAR forward
CATHAY PACIFIC AIRWAYS	293 HK	HONG KONG	7.324	12.955	4,4%	1,6%	7,48
THAI AIRWAYS INTERNATIONAL	THAI TB	THAILAND	9.579	6.723	-19,2%	-3,9%	13,27
AIR CHINA LTD-H	753 HK	CHINA	9.193	15.388	6,3%	1,7%	8,41
GARUDA INDONESIA PERSERO TBK	GIAA IJ	INDONESIA	1.110	3.716	1,0%	0,4%	6,29
CHINA EASTERN AIRLINES CO-H	670 HK	CHINA	6.509	14.354	10,1%	1,8%	8,02
CHINA SOUTHERN AIRLINES CO-H	1055 HK	CHINA	4.621	16.030	5,9%	1,3%	8,05
<b>Trung bình</b>							<b>8,59</b>
Hãng hàng không giá rẻ	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu 2013 (triệu USD)	ROE 2013	ROA 2013	EV/EBITDAR forward
CEBU AIR INC	CEB PM	PHILIPPINES	979	966,8	2,4%	0,8%	<b>6,55</b>

*Nguồn: Bloomberg; FPT*

## Phụ lục: Sơ lược ngành hàng không nội địa và triển vọng tăng trưởng

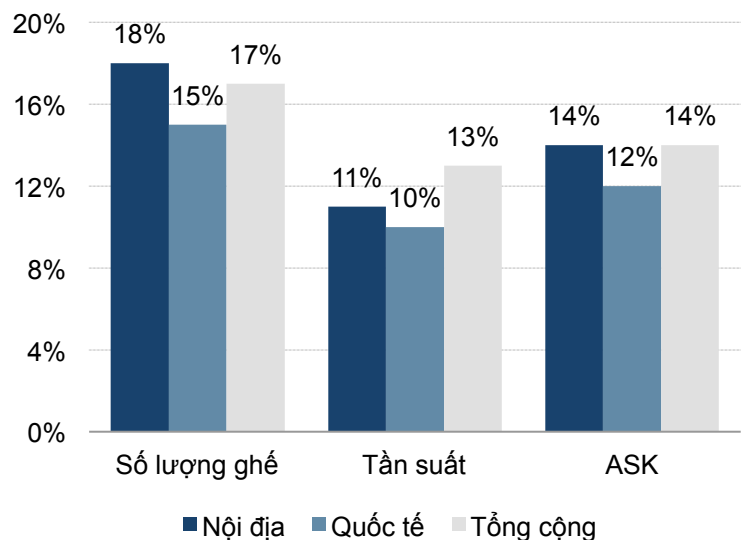
### Tăng trưởng mạnh trong quá khứ

Một thống kê của SABRE ADI cho thấy số lượng ghế chuyên chở thị trường hàng không Việt Nam (*nội địa, quốc tế đi/đến Việt Nam*) đạt mức tăng trưởng bình quân năm 13,6% trong giai đoạn 2003-2013. Tính riêng giai đoạn 2008-2013 con số tăng trưởng còn cao hơn, lên đến 17%/năm. Một điểm đáng lưu ý là tốc độ tăng trưởng tại nội địa cao hơn so với thị trường quốc tế tại giai đoạn quan sát.

### Một số chỉ tiêu ngành hàng không nội địa

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Số lượng khách chuyên chở	triệu	19,9
Doanh thu hành khách	triệu USD	4.689
Giá vé trung bình	USD	236
Độ dài trung bình chặng bay	km	1.809
Khối lượng hàng hóa	nghìn tấn	238
Số lượng đường bay nội địa	tuyến	46
Số lượng đường bay quốc tế	tuyến	94

### Tăng trưởng bình quân năm giai đoạn 2008-2013



### Các đường bay nội địa có số ghế cao nhất, 2013

Đường bay	Hãng bay	ghế/ngày
SGN-HAN	3K, VJ, VN, P8	7.222
SGN-DAD	3K, VJ, VN	3.722
HAN-DAD	3K, VJ, VN	2.426
SGN-HPH	3K, VJ, VN	1.275
SGN-VII	3K, VJ, VN, P8	1.193
SGN-PQC	VJ, VN, P8	894
SGN-CXR	VJ, VN	754
HAN-CXR	3K, VJ, VN	635
SGN-HUI	VJ, VN	530
SGN-BMV	3K, VJ, VN, P8	496

### Các đường bay quốc tế có số ghế cao nhất, 2013

Đường bay	Hãng bay	ghế/ngày
SGN-SIN	3K, JT, SQ, TR, VN	4.548
SGN-BKK/DMK	9W, LH, QR, TG, TK, VJ, VN, FD	4.500
SGN-KUL	AK, MH, VN	3.068
HAN-BKK/DMK	AF, DD, FD, QR, TG, VJ, VN	3.299
SGN-TPE	BR, CI, VN	2.604
SGN-ICN	7C, KE, OZ, VN	2.575
SGN-HKG	CX, UA, VN, HX	2.084
HAN-ICN	KE, OZ, VN	1.921
SGN-REP	K6, VN	1.874
SGN-NRT	JL, NOQ, VN	1.697

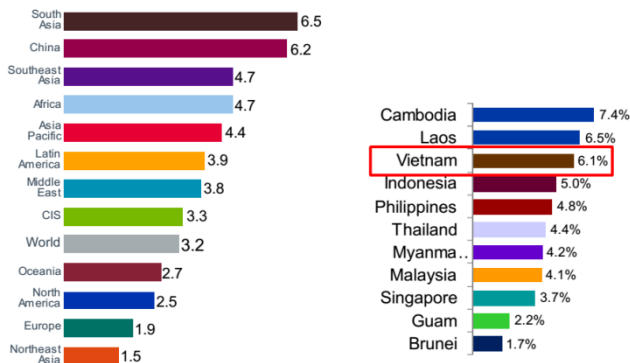
**Code:** Jetstar (3K), Lion Air (JT), Singapore (SQ), Tiger (TR), Vietnam (VN), Jet (9W), Lufthansa (LH), Qatar (QR), Thai (TG), Turkish (TK), VietJet (VJ), Thai AirAsia (FD), AirAsia (AK), Malaysia (MH), Air France (AF), Nok Air (DD), Eva (BR), China (CI), Jeju (7C), Korean (KE), Asiana (OZ), Cathay (CX), United (UA), Hong Kong (HX), Cambodia (K6), Japan Airlines (JL), Air Japan (NQ), Air Mekong (P8, đã dừng khai thác bay thương mại)

Nguồn: PaxIS; SRS Analyser; SABRE ADI YE2013

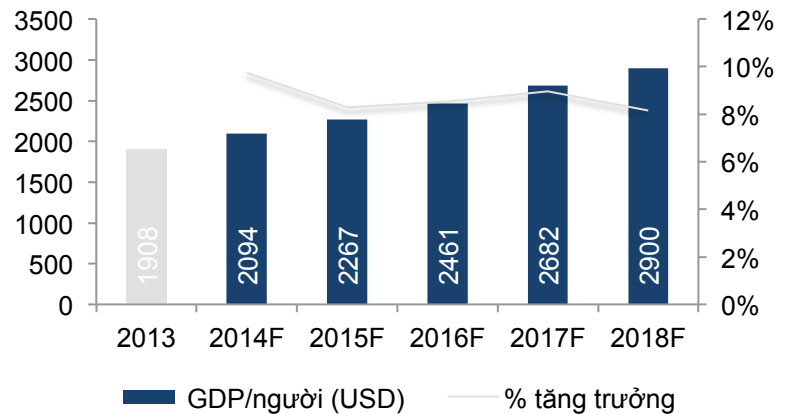
### Triển vọng thị trường lạc quan

- Đặc thù ngành hàng không có độ co giãn lớn đối với tăng trưởng kinh tế và thu nhập khả dụng của dân cư. Việt Nam được dự báo đạt tốc độ tăng trưởng GDP lẫn GDP bình quân đầu người cao trong giai đoạn sắp tới.

**Dự báo tăng trưởng GDP bình quân năm giai đoạn 2013-2033 các khu vực**



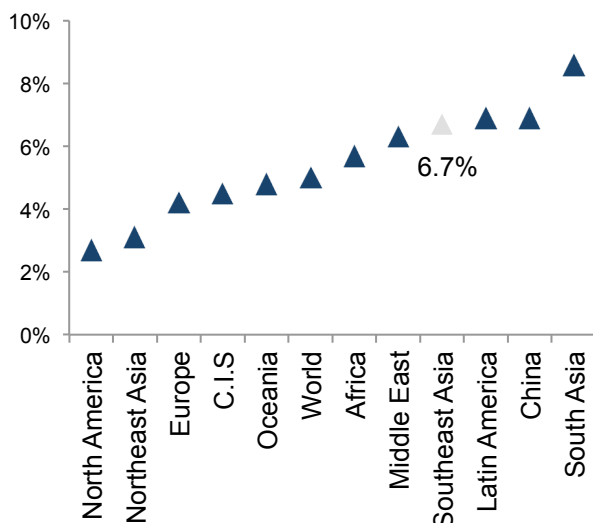
**Dự báo tăng trưởng GDP bình quân đầu người, giai đoạn 2013-2018**



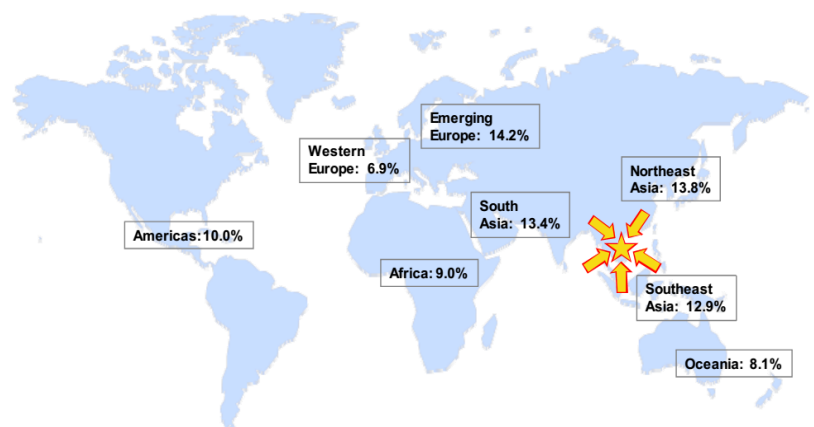
Nguồn: HIS Economics; Tổng Cục Thống kê; EY Rapid-Growth Markets Forecast July 2014

- Việt Nam nằm trong khu vực Đông Nam Á, là khu vực được dự báo có tốc độ tăng trưởng lượng khách quốc tế đến thuộc loại cao nhất trên thế giới, trung bình 12,9%/năm cho giai đoạn 2009-2019, theo Oxford Economics. Hệ số khách luân chuyển (RPK) của khu vực này cũng ước tăng trưởng bình quân 6,7%/năm kéo dài đến 2032, theo Boeing CMO.

**Dự báo tăng trưởng bình quân RPK theo khu vực, 2012-2032**



**Dự báo tăng trưởng bình quân lượng khách quốc tế đến các khu vực, 2009-2019**

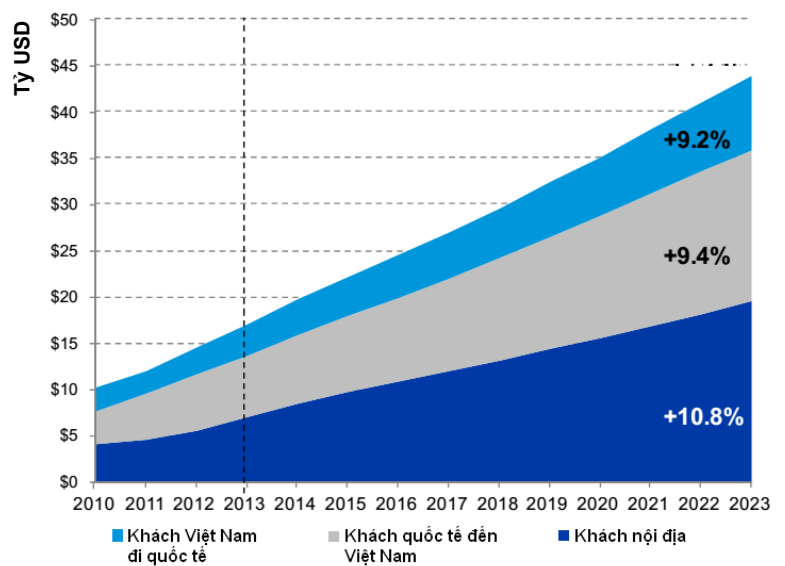


Nguồn: Boeing CMO; Oxford Economics



- Theo IATA Passenger Forecast 10/2013, lượng hành khách đi lại bằng đường hàng không tại Việt Nam dự kiến đạt mức tăng trưởng bình quân hằng năm xấp xỉ 6,9%/năm cho giai đoạn 2013-2017.
- Tăng trưởng chi tiêu du lịch của cả ba nhóm đối tượng (*khách nội địa, khách quốc tế đến và khách Việt Nam đi quốc tế*) ước xấp xỉ 9-10%/năm trong giai đoạn 2013-2023. Tổng chi tiêu ước đạt khoảng 44 tỷ USD vào năm 2023 (*theo Oxford Economics*).

#### Dự báo tăng trưởng chi tiêu du lịch bình quân, 2013-2023



*Nguồn: Oxford Economics*

## DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 18%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường từ 7% đến 18%
<b>Theo dõi</b>	Nếu giá mục tiêu <b>so với</b> giá thị trường từ -7% đến 7%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường từ -7% đến -18%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên -18%

## 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 và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu công ty này.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

#### Trụ sở chính

Tầng 2-Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.4) 37737070/ 2717171  
Fax: (84.4) 37739058

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

#### Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 62908686  
Fax: (84.8) 62910607

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

#### Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận  
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553666  
Fax: (84.511) 3553888