

HÃNG HÀNG KHÔNG QUỐC GIA VIỆT NAM

KHÔNG ĐÁNH GIÁ

Đặng Văn Pháp
Chuyên viên cao cấp

Cập nhật GTVT

Giá mục tiêu	NA
Giá hiện tại	NA
Cổ tức tiền mặt	NA
TL tăng	NA
Lợi suất cổ tức	NA
Tổng lợi nhuận	NA

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	NA
GTGD trung bình 30 ngày	NA
Sở hữu của KN/Room tối đa	0%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	NA
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	NA
Mức cao nhất 12 tháng VND	NA
Mức thấp nhất 12 tháng VND	NA

Cơ cấu cổ đông

Bộ GTVT	95%
CB-CNV	1,5%
Nhà đầu tư	3,5%

Thuộc danh mục (bao gồm quỹ ETF)

NA

Mô tả công ty

Vietnam Airlines (VNAL) là hãng hàng không quốc gia Việt Nam, dẫn đầu thị trường với 51,8% thị phần. Đây là hãng hàng không cung cấp đầy đủ dịch vụ, cạnh tranh trong phân khúc trung và cao cấp. Với VDL gần 500 triệu USD, VNAL đã thực hiện IPO và chào bán 25% cổ phần ra công chúng - 20% trong số đó dành cho các nhà đầu tư chiến lược tiềm năng. Giá chào bán ban đầu cho nhà đầu tư cá nhân và DN là 22.300 đồng/CP, tương đương 2,2 lần giá trị sổ sách, mức giá đầu thầu trung bình là 22.307 đồng/CP.

Vietnam Airlines có nền tảng thương mại vững chắc hơn sau IPO

- Hãng hàng không Quốc gia Việt Nam (VNAL) đã hoàn tất giai đoạn đầu tiên của đợt IPO chào bán 25% cổ phần.
- Chúng tôi tin rằng cổ phiếu của VNAL chỉ thích hợp với các nhà đầu tư chiến lược hơn là các nhà đầu tư tài chính.
- Với giá đầu giá trung bình ở mức 2,2 lần giá trị sổ sách và mức EV/EBITDA ở mức 11,7 lần (so với lần lượt 1,1 lần và 9,8 lần của các công ty cùng ngành trong khu vực), giá cổ phiếu của VNAL có thể nói là tương đối đắt.
- Do thời gian niêm yết cổ phiếu VNAL sau IPO là chưa rõ ràng, báo cáo này chỉ nhằm mục đích nêu ra những vấn đề mà sẽ được nghiên cứu sâu hơn khi thời điểm niêm yết cổ phiếu VNAL đến gần.

VNAL đang chào bán 352,5 triệu cổ phần trong đợt IPO (tương đương 25% cổ phần) với mức giá khởi điểm 22.300 đồng/cổ phiếu. Trong đó có 20% dành cho các nhà đầu tư chiến lược, 3,5% đầu giá công khai và 1,5% dành cho Cán bộ-Công nhân viên. Đợt đầu giá công khai đã được hoàn tất với giá bình quân 22.307 đồng, mà ở mức giá này giá trị vốn hóa của VNAL sẽ lên mức 1,5 tỷ USD sau khi hoàn tất IPO. Đối với các nhà đầu tư chiến lược, bản cáo bạch cho biết VNAL sẽ hoàn tất quy trình lựa chọn và công bố kết quả vào ngày 9/3/2015.

Số lượng đăng ký đầu giá công khai chỉ bằng 100,7% tổng số cổ phần chào bán (49 triệu cổ phiếu, 3,5% quyền sở hữu sau IPO). Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) và Ngân hàng Kỹ Thương Việt Nam (Techcombank) chiếm 98% tổng lượng đăng ký mua. Việc đợt IPO này không thu hút được các nhà đầu tư nước ngoài và các nhà đầu tư cá nhân là không quá ngạc nhiên, vì định giá của VNAL ở mức kém hấp dẫn, khoảng 2,2 lần giá trị sổ sách và tỷ lệ EV/EBITDA 11,7 lần, so với mức lần lượt 1,1 lần và 9,8 lần của các công ty cùng ngành trong khu vực. Trong khi đó, mức ROE của VNAL (0,4% trong năm 2013) thấp hơn các công ty cùng ngành trong khu vực (2,6%) trong khi tỷ số Nợ/Vốn CSH cao hơn (4,1 lần so với 1,9 lần).

VNAL là công ty hàng không quốc gia chiếm 51,8% thị phần, bao gồm 63,2% tuyến nội địa và 41,6% tuyến quốc tế. Thêm vào đó, VNAL đang sở hữu 68% cổ phần của hãng hàng không giá rẻ (LLC) Jestar Pacific và 49% cổ phần của Cambodia Angkor Air.

Sự phát triển của hãng hàng không giá rẻ VietJet Air đang làm gia tăng tính cạnh tranh. Thị phần trong các tuyến bay nội địa của VNAL đã giảm từ 79,1% còn 63,2% trong giai đoạn 2010 - 2013, trong khi thị phần của VietJet đã tăng đạt 26,1% trong năm 2013.

Chi phí nhiên liệu (chiếm xấp xỉ 40% cấu trúc chi phí) và tăng trưởng kinh tế là những yếu tố chính ảnh hưởng lên hoạt động kinh doanh của VNAL. Biên LNST thấp (0,4% trong giai đoạn 2009-2013) nghĩa là một biến động nhỏ trong giá nhiên liệu sẽ ảnh hưởng lớn lên lợi nhuận của VNAL.

Các chỉ số chính	2011	2012	2013
Doanh thu (tỷ đồng)	56.465	64.859	68.855
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	19	(63)	43
Biên LN gộp (%)	9,2%	8,3%	10,5%
Biên LN từ HĐ (%)	0,9%	0,8%	2,8%
Biên LN ròng sau thuế (%)	0,0%	-0,1%	0,1%
EPS, pha loãng hoàn toàn (USD)	18,1	(59,5)	40,7
Tăng trưởng EPS (%)	-96,5%	-428,2%	NA
GT doanh nghiệp (EV) / EBITDA	17,5	14,5	11,7
Giá CP/dòng tiền tự do, theo giá TT	(2,5)	(1,9)	(23,3)
Giá CP / Thu nhập, theo giá TT	1.229,2	(374,6)	548,0
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	2,5	2,3	2,2
ROA (%)	0,0%	-0,1%	0,1%
ROE(%)	0,2%	-0,6%	0,4%
Nợ/CSH (%)	381%	406%	406%

Ghi chú: Giá = giá đầu thầu bình quân

Chi tiết IPO của Vietnam Airlines

Chào bán 352,2 triệu cổ phiếu ra công chúng (25% cổ phần) với giá 22.300/cổ phiếu

Bảng 1: Cấu trúc sở hữu sau IPO

	Số cổ phần	Sở hữu
Nhà nước	1.057.638.000	75,0%
Chào bán, bao gồm	352.546.000	25,0%
<i>Nhà đầu tư chiến lược</i>	<i>282.036.800</i>	<i>20,0%</i>
<i>CB-CNV</i>	<i>21.500.192</i>	<i>1,5%</i>
<i>Đấu giá công khai</i>	<i>49.009.008</i>	<i>3,5%</i>
Tổng	1.410.184.000	100%

Nguồn: Vietnam Airlines

Lượng đăng ký mua chỉ bằng 100,7% tổng số cổ phần chào bán đấu giá công khai Chỉ riêng Vietcombank và Techcombank đã chiếm đến 98% lượng đăng ký mua. Chúng tôi tin rằng sự thiếu quan tâm của các nhà đầu tư ngoại và các nhà đầu tư cá nhân là do mức giá chào bán khá cao ở mức 2,2 lần giá trị sổ sách, cũng như tỷ lệ EV/EBITDA 11,7 lần so với lần lượt là 1,1 lần và 9 lần của các công ty cùng ngành trong khu vực. Các nhà đầu tư tiềm năng cũng lo ngại về việc không có khung thời gian rõ ràng cho việc niêm yết cổ phiếu IPO. Giá đấu thầu trung bình là 22.307 đồng/cổ phiếu.

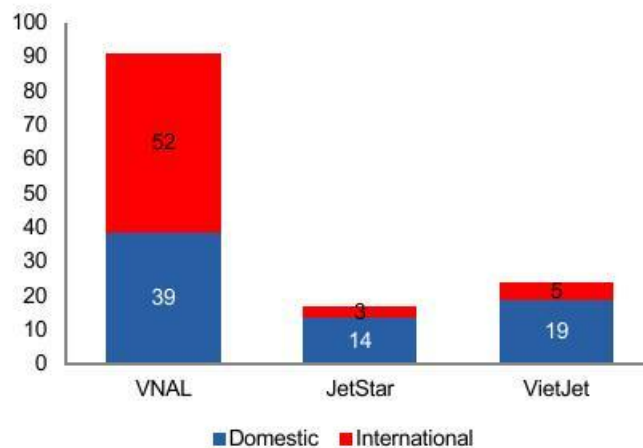
Đối với các nhà đầu tư chiến lược, bản cáo bạch cho biết VNAL sẽ hoàn tất quy trình lựa chọn và công bố kết quả vào ngày 9/3/2015. Tại buổi giới thiệu cơ hội đầu tư trước thềm IPO, VNAL cho biết công ty sẽ có không quá 3 nhà đầu tư chiến lược. Trong khi các nhà đầu tư chiến lược có thể là các hãng hàng không hoặc các nhà đầu tư tài chính đơn thuần, chúng tôi cho rằng khả năng cao hơn đó sẽ là các hãng hàng không mà từ đó cả hai phía có thể chia sẻ, hợp tác để cùng hưởng lợi trong hoạt động kinh doanh của mình. Bên cạnh đó, do giá trị giao dịch lớn (300 triệu USD), chính sách chung của nhà nước là ưu tiên các nhà đầu tư chiến lược cùng ngành và việc chỉ số tài chính của VNAL kém hấp dẫn sẽ làm giảm sự quan tâm của các nhà đầu tư tài chính.

Tổng quát công ty

Hãng hàng không truyền thống nội địa duy nhất dẫn đầu thị trường với 51.8% thị phần

VNAL là hãng hàng không quốc gia và là hãng hàng không truyền thống nội địa duy nhất, chiếm 51,8% thị phần - bao gồm 63,2% tuyến nội địa và 40,6% tuyến quốc tế. Phân khúc chính của VNAL là trung và cao cấp. VNAL cũng đang sở hữu 68% cổ phần của Jetstar Pacific Airlines (JPA), hãng hàng không giá rẻ chiếm 15,2% thị phần tuyến nội địa. Số lượng các đường bay nhiều áp đảo của VNAL cho thấy vị trí dẫn đầu rõ rệt của hãng này.

Bảng 2: Số lượng đường bay của các hãng hàng không



Nguồn: Vietnam Airlines & VCSC

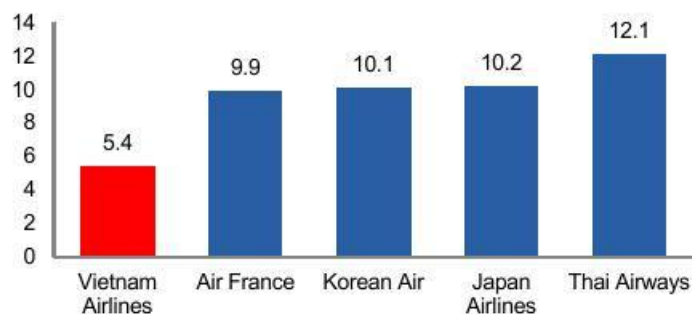
Đội bay gồm 83 máy bay của VNAL có độ tuổi thấp, dự kiến sẽ được mở rộng với các mô hình hiện đại và tiết kiệm nhiên liệu hơn. Máy bay A321 với 180 ghế ngồi đang chiếm 57% đội bay của VNAL. Con số này là tương đương với Malaysia Airlines và Philippines Airlines, những hãng có máy bay 150-180 chỗ chiếm xấp xỉ 50% đội bay. Ngược lại, 90% đội bay của Singapore Airlines và Thai Airways là các máy bay cỡ lớn. Trong giai đoạn 2014-2018, VNAL lên kế hoạch mở rộng đội bay với 23 máy bay mới, 16 trong số đó là Airbus A350-900 và Boeing 787-9. VNAL cho biết những mẫu máy bay mới này sẽ tiết kiệm 25% nhiên liệu và 15-20% chi phí bảo dưỡng so với các mẫu cũ.

Bảng 3: Chi tiết đội bay của VNAL

	Sở hữu & Cho thuê TC	Cho thuê hoạt động	Tổng	Độ tuổi trung bình
Boeing 777	4	6	10	9,67
Airbus A330		9	9	8,43
Airbus A321	31	17	48	3,28
ATR 72	9	5	14	6,17
Fokker F70	2		2	
TỔNG	44	37	83	5,34

Nguồn: Vietnam Airlines (tính đến ngày 31/12/2013)

Bảng 4: Độ tuổi máy bay của VNAL so với các hãng khác



Nguồn: Vietnam Airlines

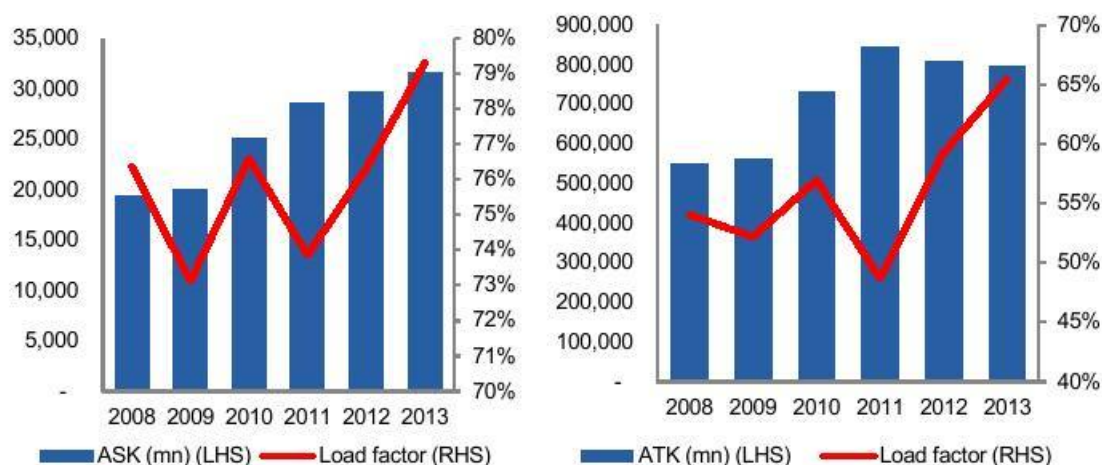
Bảng 5: Lịch trình giao máy bay mới của Vietnam Airlines

	2014	2015	2016	2017	2018	TỔNG
A321	4	3				7
A787-9		4	3	1		8
A350			2	4	2	8

Nguồn: Vietnam Airlines

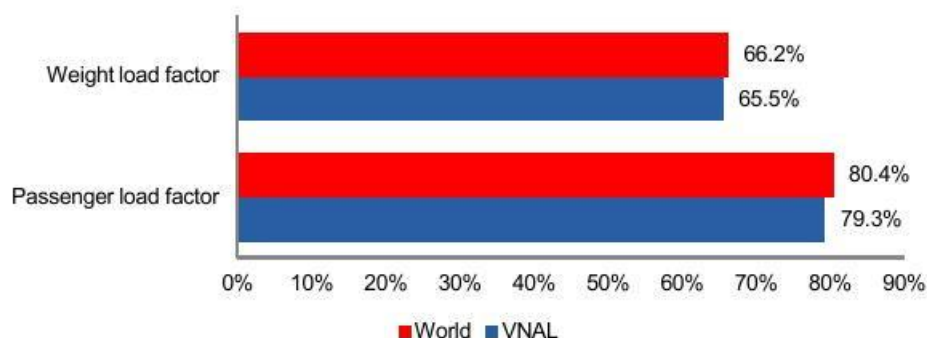
Hiệu quả sử dụng đội bay đang cải thiện dù năng lực chuyên chở cũng đang tăng tương ứng, thể hiện qua hệ số chuyên chở khách hàng lẫn hàng hóa đang tăng lên (chủ yếu nhờ tuyến quốc tế), đồng thời năng lực vận chuyển mỗi năm mở rộng khoảng 10,3%. Hệ số chuyên chở của VNAL chỉ thấp hơn chút ít so với mức trung bình của thế giới.

Bảng 6: Diễn biến ASK và hệ số chuyên chở của VNAL



Nguồn: Vietnam Airlines (ASK/ATK: Ghế luân chuyển – chỉ số năng lực vận chuyển hành khách/hàng hóa của các hãng hàng không)

Bảng 7: So sánh hệ số chuyên chở của VNAL và thế giới



Nguồn: Vietnam Airlines & IATA (2014)

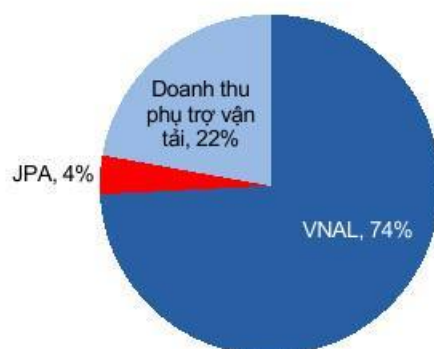
Khả năng tiếp cận được Hợp đồng tín dụng xuất khẩu (ECA) được Chính phủ bảo lãnh có nghĩa tỷ lệ nợ cao của VNAL vẫn nằm trong tầm kiểm soát

Sự hỗ trợ của Bộ Tài chính (MOF), vốn cho phép VNAL tiếp cận ECA, tạo ra một lợi thế lớn cho VNAL so với các đối thủ nội địa. Điều này cho phép VNAL đặt hàng thêm nhiều máy bay lớn để tiếp tục duy trì vị thế của mình trên tuyến bay quốc tế. 100% nợ quốc tế của VNAL (26 nghìn tỷ đồng, tương đương 65% tổng nợ tại 31/12/2013) được đảm bảo bởi ECA, và các ngân hàng quốc tế nhiều khả năng sẽ tiếp tục cung cấp tín dụng cho VNAL do bản chất ít rủi ro hơn của hình thức này. Liệu Bộ Tài chính có tiếp tục hỗ trợ VNAL khi công ty này đã được cổ phần hóa, hay liệu việc ECA vẫn có tầm quan trọng như trước đây khi các cổ đông IPO là Vietcombank và Techcombank (có ưu tiên tiếp cận với thông tin của công ty nhờ vào cổ phần lớn của mình) đã thông báo mở rộng tín dụng cho VNAL là một vấn đề thú vị và sẽ được sáng tỏ trong những năm tới đây.

VNAL sở hữu nhiều công ty con có lợi nhuận cao

VNAL có 17 công ty con và 9 công ty liên kết hoạt động trong dịch vụ hàng không, bao gồm từ dịch vụ kỹ thuật, cung cấp nhiên liệu máy bay đến dịch vụ cung cấp suất ăn và dịch vụ hàng hóa. Doanh thu phụ trợ vận tải của các công ty con (không tính đến JPA) chiếm khoảng 22% tổng doanh thu trong năm 2013.

Bảng 8: Cấu trúc doanh thu hợp nhất của VNAL (2013)



Nguồn: Vietnam Airlines

Các công ty con cung cấp suất ăn và dịch vụ vận chuyển hàng hóa có lợi nhuận lớn nhất

Bảng 9: Chi tiết các công ty con có lợi nhuận cao của VNAL

Tên CT	Sở hữu	Lĩnh vực kinh doanh	Kết quả TC 2013
VINAKO	65%	Dịch vụ giao nhận hàng hóa Dịch vụ vận chuyển bằng xe tải Dịch vụ kho chứa	LNST 14,6 tỷ đồng & ROE 58,6%
NCS	60%	Cung cấp suất ăn hàng không tại Sân bay Nội Bài	LNST 31,6 tỷ đồng & ROE 28,1%
VACS	100%	Cung cấp suất ăn hàng không tại Sân bay Tân Sơn Nhất	LNST 90,9 tỷ đồng & ROE 61%
NCTS	55%	Dịch vụ hàng hóa tại Sân bay Nội Bài	LNST 247,5 tỷ đồng & ROE 86,3%
TCS	55%	Dịch vụ hàng hóa tại Sân bay Tân Sơn Nhất	LNST 131,8 tỷ đồng & ROE 59%
TECS	51%	Dịch vụ giao nhận hàng hóa Dịch vụ vận chuyển bằng đường bộ Dịch vụ hàng không khác	LNST 23,1 tỷ đồng & ROE 30,2%
NASCO	51%	Dịch vụ hàng không chuyên biệt	LNST 36,8 tỷ đồng & ROE 25,5%

Nguồn: Vietnam Airlines

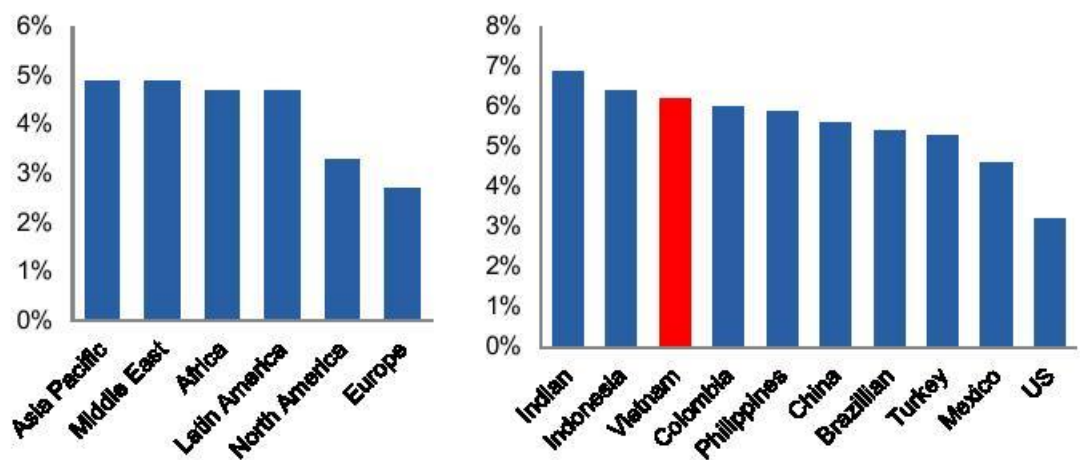
Trong các công ty con trên, NCTS, NASCO và NCS đã được cổ phần hóa. NCTS cũng đã niêm yết 24,92 triệu cổ phiếu trên HOSE. Trong quá khứ, NCTS có mức tỷ lệ chia cổ tức rất cao, khoảng 85% trong giai đoạn 2009-2012 trước khi giảm còn 64% trong năm 2013

Triển vọng - VNAL hoạt động trong một thị trường tăng trưởng nhanh, nhưng đối mặt với áp lực cạnh tranh từ các hãng hàng không giá rẻ (LLC)

Việt Nam là một trong những thị trường hàng không tăng trưởng nhanh nhất thế giới

Theo Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA), khu vực Châu Á-Thái Bình Dương nói chung, và Việt Nam nói riêng là một trong những thị trường hàng không phát triển nhanh nhất thế giới. Là công ty đầu ngành và là hãng hàng không quốc gia, VNAL sẽ được hưởng lợi từ xu thế này.

Bảng 10: CAGR số lượng hành khách trong giai đoạn 2014-2034 theo khu vực và quốc gia

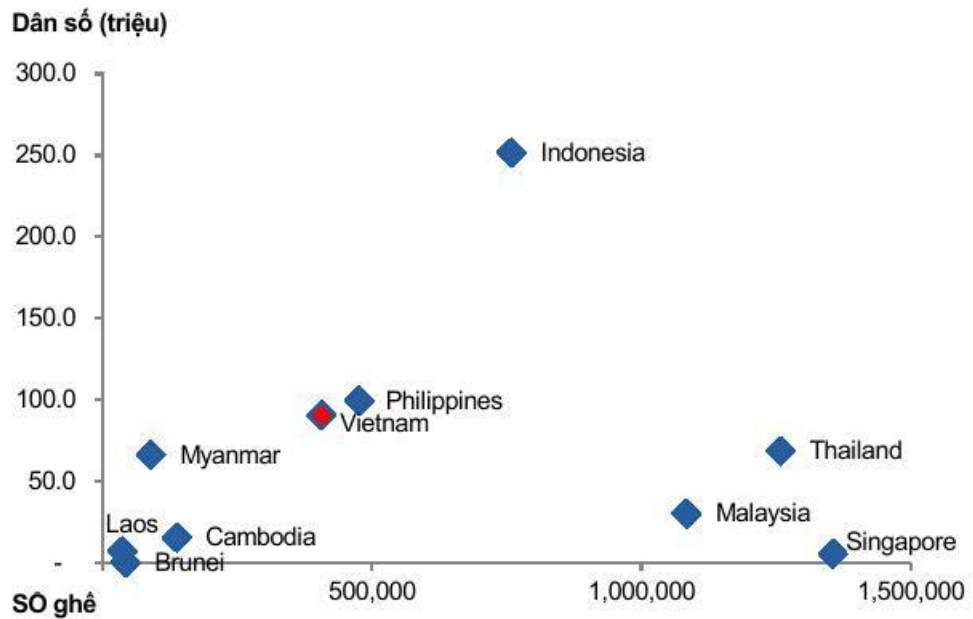


Nguồn: IATA (2014)

Thị trường hàng không Việt Nam còn non trẻ

Về mặt địa lý, Việt Nam có dân số tập trung, kéo dài dọc theo vùng duyên hải, có 2 thành phố chính cách nhau 1.500 km, và triển vọng xây dựng hệ thống đường sắt siêu tốc trong vài thập kỷ tới.

Bảng 11: Năng lực chuyên chở tuyến quốc tế của Đông Nam Á tính đến tháng 9/2014 (theo quốc gia)

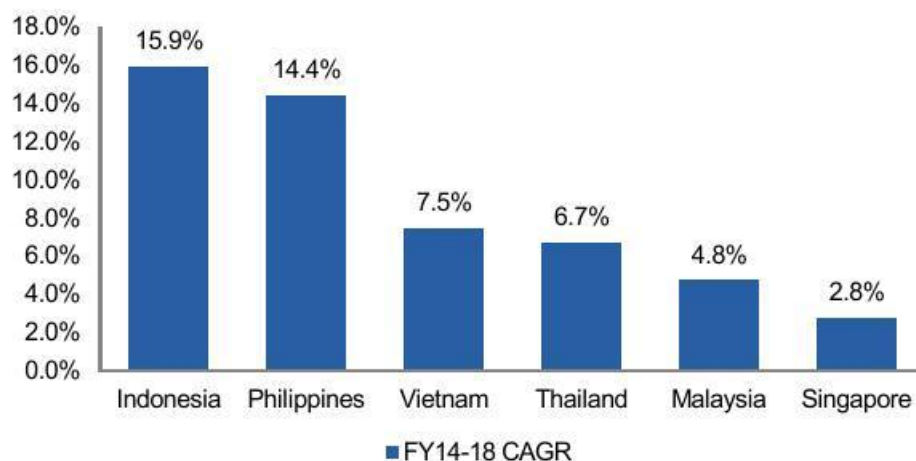


Nguồn: CAPA 2014

Vị thế trung tâm của Singapore trên thị trường hàng không Đông Nam Á không nhất thiết sẽ kéo dài mãi

Các dự báo đều cho thấy các quốc gia khác đang thu hẹp dần khoảng cách với Singapore. Malaysia và đặc biệt là Thái Lan đang theo sát nếu tính theo năng lực chuyên chở tuyến quốc tế (theo bảng 11), và những thị trường này, cùng với các thị trường kém phát triển hơn như Philippines, Indonesia và Việt Nam, được dự báo sẽ tăng trưởng nhanh hơn Singapore trong tương lai,

Bảng 12: Dự báo CAGR doanh số hàng không giai đoạn 2014-2018

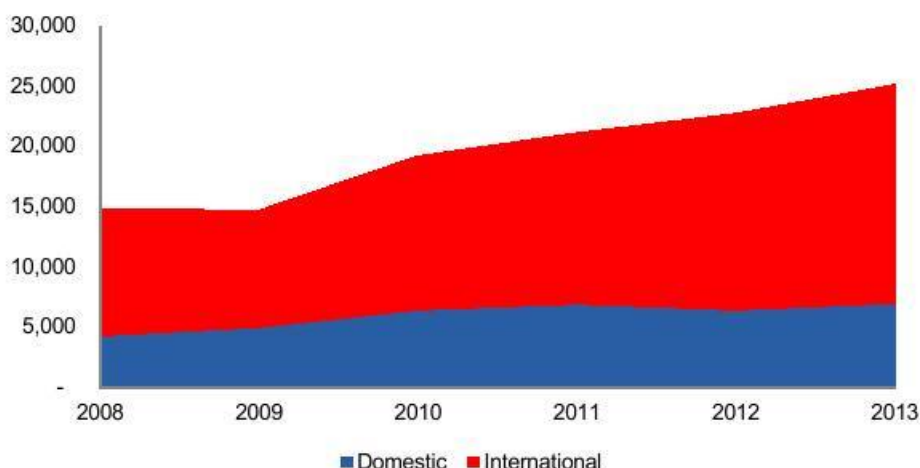


Nguồn: Euromonitor 2014

Tuyến quốc tế đang giúp VNAL tăng trưởng trong khi VietJet Air đang gia tăng cạnh tranh ở thị trường nội địa

Trong năm 2013, tuyến quốc tế chiếm 66% doanh thu của VNAL từ hoạt động vận chuyển hành khách. Tuyến quốc tế là nhân tố tăng trưởng chính của VNAL trong giai đoạn 2010-2013, như có thể thấy trong cấu trúc Khách luân chuyển (RPK) dưới đây.

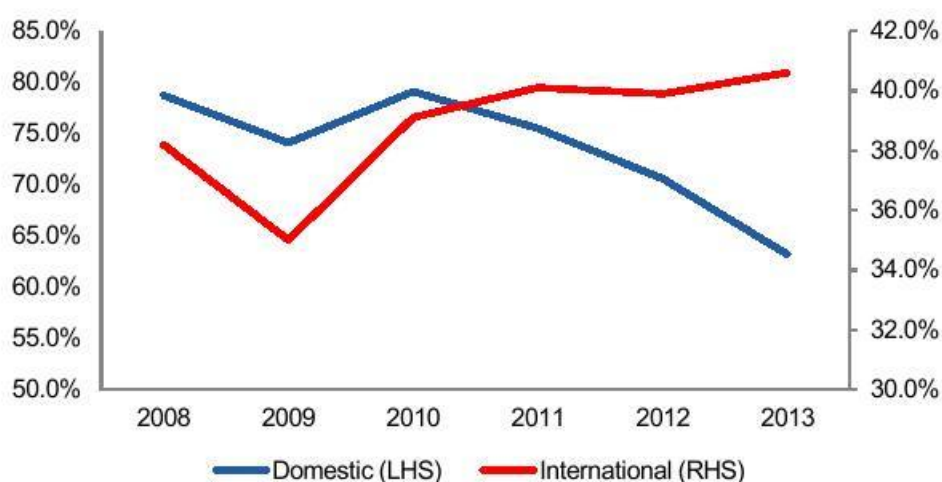
Bảng 13: RPK trong quá khứ



Nguồn: Vietnam Airlines

Mức tăng trưởng chậm trong tuyến nội địa của VNAL là kết quả của sự cạnh tranh từ các LLC, đáng chú ý nhất là từ VietJet Air. VietJet, hoạt động từ năm 2011, đã chiếm 26,1% thị phần tuyến nội địa. VietJet đã công bố kế hoạch mở rộng mạnh mẽ, bao gồm ở các tuyến quốc tế mà sẽ gây áp lực lớn VNAL.

Bảng 14: Thị phần của VNAL ở tuyến nội địa và quốc tế



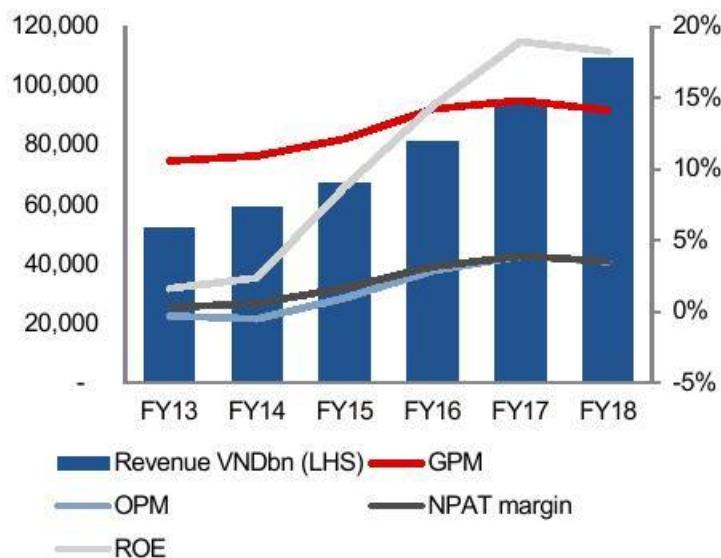
Nguồn: Vietnam Airlines

Kế hoạch kinh doanh giai đoạn 2014-2018 của công ty mẹ - tham vọng

Công ty mẹ VNAL đang dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của doanh thu là 15,9% và CAGR của LN trước thuế (NPAT) là 89,9% trong giai đoạn 2013-2018, trong khi ROE sẽ cải thiện từ 1,6% trong năm 2013 lên 18,3% trong năm 2018. Theo quan điểm của chúng tôi, kế hoạch này là rất khó đạt được, khi tăng trưởng doanh thu đang chậm dần còn 14,9% và 6,2% trong năm 2012 và 2013, mức ROIC (hệ số thu nhập trên vốn đầu tư) thấp vốn có của ngành hàng không (xem bảng dưới) và mức ROE thấp trong quá khứ của VNAL (1,5%-3,7% trong giai đoạn 2009-2013).

Theo VNAL, LNST của công ty mẹ VNAL đã đạt 100 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2014, so với mức mục tiêu 341 tỷ đồng của cả năm 2014 (tăng 116% so với năm 2013)

Bảng 15: Tổng hợp kế hoạch kinh doanh của công ty mẹ VNAL 2014-2018



Nguồn: Vietnam Airlines

Định giá – lợi nhuận thấp hơn chi phí vốn là điều thường thấy, nhưng cổ phiếu VNAL vẫn khá đắt so với bình quân ngành trong khu vực

VNAL đạt lợi nhuận thấp hơn chi phí vốn trong năm 2013

Bảng 16: Ước tính hệ số lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROIC)

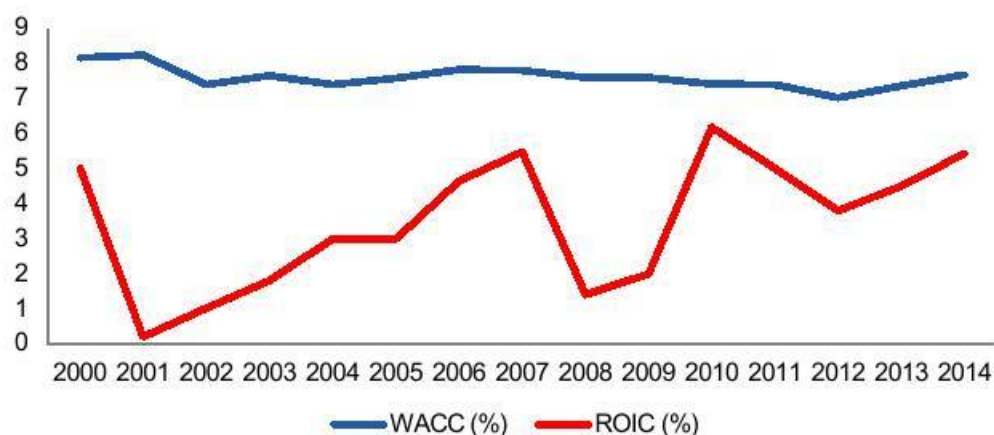
	Tỷ đồng
Thanh toán cho thuê tối thiểu	7.858
Thời gian khấu hao (năm)	12
Chi phí cho thuê/nợ	4,2%
Giá trị thuê tài chính	62.698
Chi phí thuê hoạt động điều chỉnh	2.633
EBIT	2.212
EBIT điều chỉnh sau thuế	3.780
Vốn đầu tư, bao gồm:	100.225
Thuê tài chính	62.698
Vốn lưu động	(9.003)
Tài sản cố định hữu hình ròng	37.782
Các tài sản khác (không bao gồm lợi thế thương mại)	8.748
ROIC	3,8%

Nguồn: Báo cáo tài chính Vietnam Airlines (2013) & ước tính của VCSC

ROIC năm 2013 là 3,8%, thấp hơn cả chi phí vốn nợ, nghĩa là thấp hơn chi phí vốn. Theo lý thuyết thì việc này làm mất giá trị của cổ đông và cổ phiếu nên được giao dịch thấp hơn giá trị sổ sách, trong trường hợp của VNAL là 10.000 đồng/cổ phiếu khi IPO.

Tuy nhiên, việc tạo ra mức lợi nhuận thấp hơn chi phí vốn là điều bình thường trong ngành hàng không thế giới, theo nghiên cứu của IATA.

Bảng 17: ROIC và WACC (chi phí sử dụng vốn bình quân) của ngành hàng không



Nguồn: IATA (2014)

Tuy vậy, VNAL vẫn tỏ ra khá đắt khi được so sánh cùng các công ty cùng ngành trong khu vực.

Bảng 18: Bảng so sánh các hãng hàng không Châu Á

Tên	Giá trị vốn hóa triệu USD	P/E 2013	P/B	EV/EBITDA 2013	D/E (%)	EBITDA BIẾN 2013 (%)	OPM 2013 (%)	ROE FY13 (%)	ROA FY13 (%)
TRUNG BÌNH	4.372	165,4	1,1	17,2	197,5	11,4	3,8	(2,6)	0,7
TRUNG VỊ	2.445	17,0	1,1	9,8	189,9	11,9	2,7	2,6	1,0
Giá chào bán của VNAL	1.110	548,0	2,2	11,7	406,3	7,9	2,8	0,4	0,1
JAPAN AIRLINES C	11.486	4,6	1,4	2,2	27,2	22,3	15,8	36,0	14,9
AIR CHINA LTD-A	16.121	17,0	1,1	11,6	193,9	14,2	2,6	6,3	1,7
SINGAPORE AIRLIN	10.651	33,8	1,0	4,6	7,6	12,6	1,9	2,9	1,7
ANA HOLDINGS INC	8.936	14,2	0,9	5,1	116,0	15,4	7,0	6,6	2,1
CATHAY PAC AIR	8.970	24,6	1,0	8,4	108,9	12,5	5,2	4,4	1,6
CHINA EAST AIR-H	9.809	11,4	1,1	10,6	258,0	10,9	1,6	10,1	1,8
CHINA SOUTHERN-H	7.691	11,8	0,7	9,8	217,9	11,6	2,0	5,9	1,3
HAINAN AIRLINE-B	6.909	14,5	1,2	11,0	259,3	21,5	12,3	8,6	2,1
QANTAS AIRWAYS	4.498	2.250,0	0,5	3,4	104,1	12,7	2,7	0,0	0,0
PAL HOLDINGS INC	2.683	NA	NA	NA	349,0	5,0	(3,6)	(49,7)	(4,2)
KOREAN AIR LINES	2.445	NA	0,7	9,8	559,1	13,9	(0,2)	(8,6)	(1,0)
AIRASIA BHD	2.018	16,9	1,2	11,9	203,4	24,4	12,8	7,3	2,2
CHINA AIRLINES	2.607	NA	1,1	9,9	234,3	11,7	(0,5)	(2,5)	(0,6)
EVA AIRWAYS CORP	2.962	72,2	1,5	7,4	185,9	11,6	2,8	2,1	0,5
AIR NEW ZEALAND	2.284	9,0	0,9	2,9	90,4	16,6	7,2	10,4	3,3
MALAYSIAN AIRLIN	NA	NA	2,0	174,6	290,5	0,6	(5,6)	(74,3)	(6,0)
VIRGIN AUSTRALIA	1.256	NA	1,0	28,4	171,6	2,3	(4,5)	(9,7)	(2,3)
GARUDA INDONESIA	1.235	83,5	0,8	9,0	89,9	4,3	0,2	1,0	0,4
CEBU AIR INC	1.134	55,8	1,3	8,7	139,5	14,3	5,9	2,4	0,8
THAI AIRWAYS INT	1.030	NA	0,5	6,7	309,8	14,2	4,4	(19,2)	(3,9)
ASIANA AIRLINES	1.256	NA	1,1	14,1	417,7	5,0	(0,2)	(12,2)	(1,8)
HANJIN KAL CORP	1.530	NA	NA	NA	NA	-	12,0	NA	NA
ASIA AVIATION	697	17,0	0,9	12,1	30,6	9,4	7,7	5,5	2,6
AIRASIA X BHD	430	NA	1,9	26,8	161,5	6,7	1,5	(9,9)	(2,7)
SHANDONG AIRLINE	655	10,2	1,5	7,0	213,9	11,9	4,3	15,0	3,4

Nguồn: Bloomberg, Vietnam Airlines & VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đặng Văn Pháp, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Ngô Hoàng Long
Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn
CV cao cấp, Đặng Văn Pháp
CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương
Chuyên viên, Ngô Đăng Quế
Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh
Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên, Văn Đình Vỹ
Chuyên viên, Trần Minh Đức
Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
Chuyên viên, Văn Đình Phong
Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm
CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.