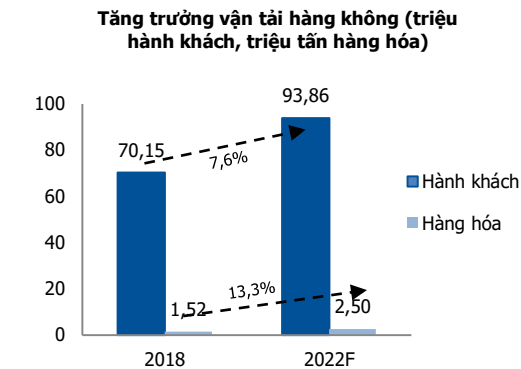


# BÁO CÁO NGÀNH VẬN TẢI HÀNG KHÔNG

Báo cáo ngành cập nhật (28/06/2019)



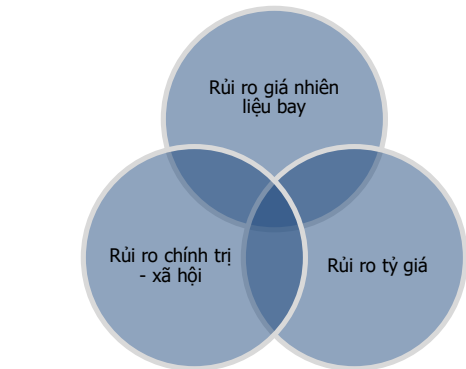
Nguồn: MBS Research

Tăng trưởng cổ phiếu tương quan VNIndex



Nguồn: Bloomberg

Rủi ro chính



Nguồn: MBS Research

| Chỉ số chính năm 2018 |       |       |               |                 |
|-----------------------|-------|-------|---------------|-----------------|
| Mã cổ phiếu           | ROE   | ROA   | P/E trượt 12T | Cổ tức tiền mặt |
| HVN                   | 12,0% | 5,3%  | 19,2          | 800 đ           |
| VJC                   | 43,3% | 16,7% | 14,9          | 4.000 đ         |

Nguồn: MBS Research

Nguyễn Nam Khoa

Chuyên viên phân tích ngành hàng không  
091 2323 051

[Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn](mailto:Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn)

## Thị trường quốc tế tạo đà tăng trưởng

### Xu thế tăng trưởng ngành

Ngành vận tải hàng không Việt Nam thể hiện tính ưu việt về tương quan thời gian – giá thành vận chuyển so với các loại hình như đường bộ, đường sắt và đường thủy, ngoài ra được hưởng lợi không nhỏ từ địa hình Việt Nam trải dài, chủ yếu là đồi núi thấp, nhiều sông ngòi. Mặc dù tiềm năng tăng trưởng tươi sáng, trong ngắn hạn, tăng trưởng ngành vận tải hàng không sẽ giảm tốc do (i) **thị trường nội địa chứng lại** bất chấp tỷ lệ hành khách so với dân số còn thấp và (ii) **du lịch Việt Nam có dấu hiệu kém thu hút khách du lịch Trung Quốc**.

### Khả năng đầu tư vào ngành vận tải hàng không

Giai đoạn quý 2/2018 tới quý 1/2019 chứng kiến nhịp điều chỉnh mạnh của cổ phiếu hãng hàng không cũng như thị trường chung từ mức đỉnh tạo lập cuối quý 1/2018. Mức định giá hiện tại của cổ phiếu nhóm ngành vận tải hàng không Việt Nam thấp hơn đôi chút so với các hãng hàng không trong khu vực và trên thế giới mặc dù Việt Nam được đánh giá là quốc gia có tốc độ tăng trưởng hành khách hàng đầu thế giới.

Với tốc độ tăng trưởng tiếp tục được duy trì trong tương lai của thị trường hành khách Việt Nam cùng mức độ cạnh tranh ở mức trung bình, chúng tôi đánh giá rằng các cổ phiếu nhóm ngành này có thể đưa vào danh sách theo dõi để lựa chọn đầu tư khi mức giá trở nên phù hợp cũng như những rủi ro ngành, cùng các rủi ro đặc thù riêng được thị trường đánh giá rõ ràng hơn.

### Rủi ro chính

Ngành vận tải hàng không Việt Nam đang có tiềm năng tăng trưởng rất lớn, tuy nhiên cũng đang đối mặt với những rủi ro khó kiểm soát với quy mô ảnh hưởng lớn:

- ❖ **Rủi ro giá nhiên liệu bay** ảnh hưởng mạnh đối với các hãng vận tải hàng không nói chung, do tính biến động bất định và tỷ trọng chính chiếm khoảng 35% cơ cấu chi phí hoạt động của hãng;
- ❖ **Rủi ro bất ổn chính trị - xã hội** tác động lên tính an toàn cùng tâm lý của hành khách hàng không, bên cạnh đó thị trường du lịch là động lực cho ngành hàng không rất nhạy cảm với những bất ổn chính trị - xã hội của quốc gia đó;
- ❖ **Rủi ro tỷ giá** ảnh hưởng nhiều hơn tới những hãng hàng không vay nợ để tài trợ đội tàu bay thông qua nghiệp vụ thuê tài chính, ngoài ra các nhóm chi phí chính như nhiên liệu bay, chi phí sở hữu máy bay được thanh toán bằng USD.

### Các doanh nghiệp đáng quan tâm

Các doanh nghiệp chúng tôi đánh giá nên đưa vào danh sách theo dõi là:

- Tổng công ty Hàng không Việt Nam – HSX: HVN
- Công ty Cổ phần Hàng không Vietjet – HSX: VJC

Các yếu tố để lựa chọn các doanh nghiệp phù hợp bao gồm: (i) khả năng tăng trưởng, (ii) khả năng sinh lời, (iii) định giá hấp dẫn và (iv) tính thanh khoản tốt.

## MỤC LỤC

|                                                                      |           |
|----------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Chú thích thuật ngữ .....</b>                                     | <b>3</b>  |
| <b>Ngành vận tải hàng không Việt Nam .....</b>                       | <b>4</b>  |
| Sự vươn lên của mô hình hàng không giá rẻ .....                      | 4         |
| Phân tích SWOT.....                                                  | 7         |
| Mô hình cạnh tranh 5 nhân tố ngành vận tải hàng không Việt Nam ..... | 7         |
| Quan điểm của MBS về ngành vận tải hàng không Việt Nam .....         | 8         |
| <b>Cơ hội đầu tư ngành vận tải hàng không Việt Nam .....</b>         | <b>12</b> |
| Tổng công ty Hàng không Việt Nam (HVN) .....                         | 12        |
| Công ty Cổ phần Hàng không Vietjet (VJC) .....                       | 14        |
| <b>Phụ lục .....</b>                                                 | <b>16</b> |
| Nghiep vụ chuyển giao và thuê lại tài sản (Sale-Lease Back) .....    | 16        |
| Đội tàu bay Việt Nam .....                                           | 17        |
| Ngành vận tải hàng không thế giới .....                              | 19        |

## THUẬT NGỮ NGÀNH VẬN TẢI HÀNG KHÔNG

**Bảng 1: Chú giải thuật ngữ chuyên ngành**

| Thuật ngữ                                                                   | Viết tắt     | Chú giải                                                                                                                                                                                     |
|-----------------------------------------------------------------------------|--------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Full-services Carrier                                                       | FSC          | Hãng hàng không truyền thống/dịch vụ đầy đủ                                                                                                                                                  |
| Low-cost Carrier                                                            | LCC          | Hãng hàng không giá rẻ                                                                                                                                                                       |
| Average Stage Length                                                        |              | Quãng đường trung bình một chuyến bay thực hiện                                                                                                                                              |
| Available Seat Kilometers                                                   | ASK          | <b>Ghế luân chuyển:</b> Số ghế cung ứng * quãng đường trung bình (km)                                                                                                                        |
| Revenue Passenger Kilometers                                                | RPK          | <b>Khách luân chuyển:</b> Số hành khách trả phí * quãng đường trung bình (km)                                                                                                                |
| Available Freight Tonne Kilometers                                          | AFTK         | Tài cung ứng luân chuyển: Tấn hàng hóa có thể chuyên chở * quãng đường trung bình (km)                                                                                                       |
| Freight Tonne Kilometers                                                    | FTK          | Hàng hóa luân chuyển: Tấn hàng hóa * quãng đường trung bình (km)                                                                                                                             |
| Passenger yield                                                             | Yield        | Doanh thu trung bình trên một khách luân chuyển (Doanh thu vận tải hành khách không bao gồm hoạt động cho thuê chuyên bay)                                                                   |
| Revenue per Available Seat Kilometers                                       | RASK         | Tổng doanh thu hoạt động trên một ghế luân chuyển                                                                                                                                            |
| Cost per Available Seat Kilometers                                          | CASK         | Tổng chi phí hoạt động trên một ghế luân chuyển                                                                                                                                              |
| Ex-fuel Cost per Available Seat Kilometers                                  | Ex-fuel CASK | Chi phí hoạt động ngoại trừ chi phí nhiên liệu bay trên một ghế luân chuyển                                                                                                                  |
| Load Factor                                                                 |              | Tỷ lệ lấp đầy chuyến bay                                                                                                                                                                     |
| Block Hours (h/aircraft/day)                                                |              | Giờ bay: Hiệu năng sử dụng đội tàu bay trên ngày                                                                                                                                             |
| On-time Performance                                                         |              | Tỷ lệ đúng giờ các chuyến bay                                                                                                                                                                |
| Sale-Lease Back                                                             | SLB          | Nghiệp vụ chuyển giao sở hữu và thuê lại tàu bay                                                                                                                                             |
| Code-share Flight                                                           |              | Chuyến bay liên danh: cho phép các hãng hàng không đối tác sử dụng tuyến bay của nhau với số hiệu chuyến bay riêng của từng hãng hoặc nối chuyến                                             |
| Charter Flight                                                              |              | Chuyến bay thuê chuyến: được các đơn vị lẻ hành thuê toàn bộ chuyến bay theo năm hoặc theo mùa vụ                                                                                            |
| Dry Lease                                                                   |              | Thuê khô tàu bay: không bao gồm đội phi hành đoàn, theo thời gian ngắn, có tính mùa vụ                                                                                                       |
| Wet Lease                                                                   |              | Thuê ướt tàu bay: có bao gồm cả đội phi hành đoàn, thời hạn thuê thường tính theo năm                                                                                                        |
| Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization, and rent costs | EBITDAR      | Lợi nhuận hoạt động kinh doanh ngoại trừ chi phí khấu hao và chi phí thuê tàu bay: mục đích so sánh các hãng hàng không khác nhau sử dụng tàu bay thông qua thuê hoạt động và thuê tài chính |
| International Air Transport Association                                     | IATA         | Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế                                                                                                                                                          |
| International Civil Aviation Organization                                   | ICAO         | Tổ chức Hàng không Dân dụng Quốc tế                                                                                                                                                          |
| Airport Council International                                               | ACI          | Hội đồng Sân bay Quốc tế                                                                                                                                                                     |
| U.S. Energy Information Administration                                      | EIA          | Cơ quan Quản lý Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ                                                                                                                                                  |
| Vietnam Airlines                                                            | VNA          | Hãng hàng không quốc gia Việt Nam                                                                                                                                                            |
| VietjetAir                                                                  | VJA          | Hãng hàng không giá rẻ Vietjet                                                                                                                                                               |
| Jestar Pacific Airlines                                                     | JPA          | Hãng hàng không giá rẻ Jetstar Pacific                                                                                                                                                       |
| Bamboo Airways                                                              | Bamboo       | Hãng hàng không hybrid Bamboo Airways                                                                                                                                                        |

## NGÀNH VẬN TẢI HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

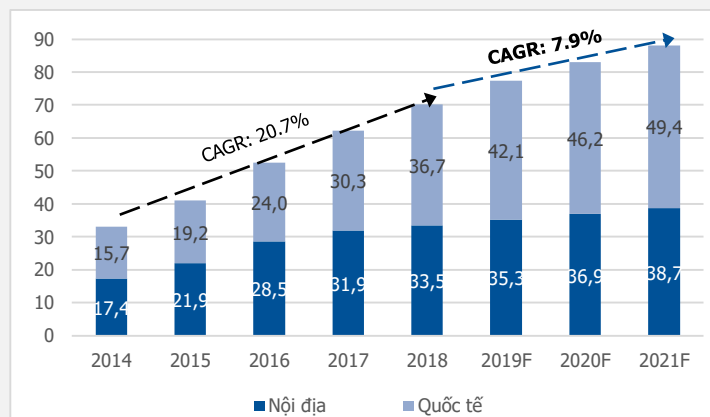
### Sự vươn lên của mô hình hàng không giá rẻ

Sự phát triển của mô hình hàng không giá rẻ (LCC), đặc biệt là từ đầu thế kỷ 21, đóng một vai trò quan trọng trong quá trình mở rộng phi thường của ngành hàng không thế kỷ 21, khiến cho chi phí du lịch hàng không hợp túi tiền hơn. Hàng không giá rẻ liên tục tăng trưởng nhanh hơn mức trung bình toàn ngành trong năm 2018 và thị phần theo đó được gia tăng tại cả thị trường đã phát triển và mới nổi. Hàng không giá rẻ vận chuyển khoảng 1,3 tỷ lượt khách năm 2018, ước tính chiếm 31% tổng hành khách vận chuyển toàn cầu. Thị phần hàng không giá rẻ chiếm cao nhất tại Châu Âu với 36%, theo sau là khu vực Mỹ La-tinh/ Caribbean với 35%, Bắc Mỹ với 30% và Châu Á – Thái Bình Dương với 29%.

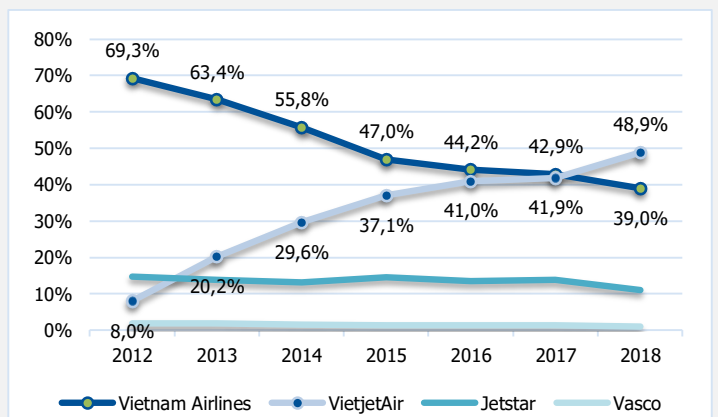
Mặc dù có nhiều mô hình hàng không giá rẻ khác nhau, phổ biến cho tất cả là tập trung vào khách hàng bao gồm xác định hành khách có giá trị gì - họ sẵn sàng trả tiền cho những gì, và cung cấp cho họ sản phẩm để đáp ứng nhu cầu đó. Đối với một ngành công nghiệp theo chu kỳ chịu ảnh hưởng của chi phí nhiên liệu, chưa kể đến khủng hoảng như khủng bố và dịch bệnh, hàng không giá rẻ nắm bắt chính xác đặc điểm ngành vận tải hàng không, nhằm vào việc duy trì lợi thế cạnh tranh bằng cách không ngừng cắt giảm chi phí, mở rộng doanh thu thông qua các loại hình dịch vụ mới và tối đa hóa hiệu quả hoạt động. Hàng không giá rẻ được dự báo sẽ tiếp tục dẫn dắt thị trường hành khách hàng không vươn tới tầm cao mới.

**Câu chuyện tăng trưởng thần tốc của VietjetAir là minh chứng rõ rệt cho sự phát triển dẫn dắt của mô hình hàng không giá rẻ.** Giai đoạn 2012-2016 đánh dấu bước phát triển nhảy vọt của Vietjet với việc liên tục gia tăng thị phần hành khách nội địa. Vietjet từ một hãng hàng không non trẻ sau 5 năm hoạt động đã vươn lên mạnh mẽ, tỏ rõ vị thế với hãng hàng không quốc gia Vietnam Airlines tại thị trường nội địa. Trước sự ra đời của Vietjet, giá vé máy bay khá đắt đỏ so với mức thu nhập của đại bộ phận người tiêu dùng bởi giá thành chuyến bay (chi phí nhiên liệu, độc quyền trong nhóm HVN) cao, mô hình hàng không dịch vụ đầy đủ không cho phép hành khách loại trừ những dịch vụ không cần thiết. Nắm bắt nhu cầu khách hàng về giá vé, Vietjet xuất hiện với hàng loạt chương trình ưu đãi, mô hình cho phép khách hàng lựa chọn dịch vụ phụ trợ như suất ăn, hành lý ký gửi nhằm hạ giá vé trở nên hấp dẫn, hợp túi tiền đại bộ phận người tiêu dùng hơn. Chiến lược thâm nhập thị trường bằng chính sách giá rẻ của Vietjet nhằm tới những khách hàng lần đầu đi máy bay đã thành công vang dội thể hiện qua tốc độ gia tăng thị phần nhanh chóng của Vietjet.

Biểu 1: Lưu lượng vận tải hành khách



Biểu 2: Thị phần nội địa các hãng hàng không Việt Nam



Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam, MBS Research

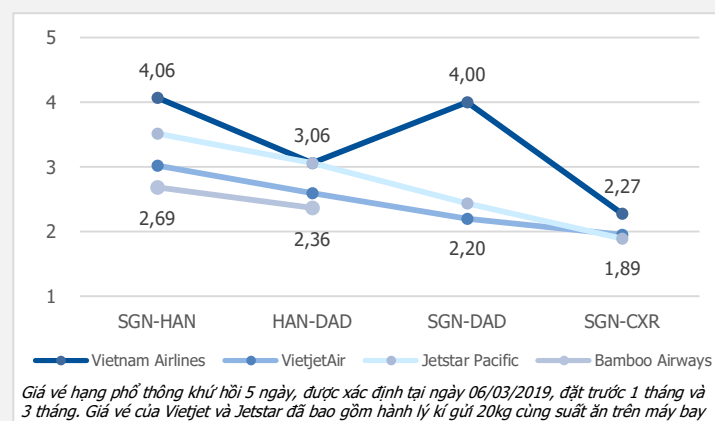
**Sự xuất hiện của Vietjet đã biến thị trường hàng không Việt Nam nằm trong nhóm tăng trưởng nhanh nhất thế giới ở cả thị trường nội địa và quốc tế.** Không còn tính độc quyền vận tải hàng không khi VJA gia nhập cuộc chơi cùng Tổng công ty Hàng không Việt Nam – HVN, thị trường hàng không Việt Nam chứng kiến giai đoạn bùng nổ nhất. Tốc độ tăng trưởng tổng vận tải hành khách giai đoạn 2013-2018 đạt mức tăng trưởng kép CAGR 19,0%/năm, thị trường nội địa đạt mức 18,4%/năm

trong khi đó thị trường quốc tế tăng trưởng nhanh hơn đạt tốc độ 19,6%/năm. Năm 2018, thị trường hành khách đạt 70,2 triệu lượt, tăng 12,8% cùng kỳ, động lực tăng trưởng từ thị trường hành khách người Việt du lịch nước ngoài trong khi thị trường quốc tế tiếp tục giảm tốc do quá tải nhà ga nội địa tại các sân bay trực. Thị trường du lịch ra nước ngoài là điểm sáng trong năm 2018. Ước tính lượng người Việt Nam đi du lịch nước ngoài tăng mạnh 38,3%, so với mức tăng chỉ 13,4% năm 2017. Du khách quốc tế đến Việt Nam bằng đường không tăng trưởng chậm lại ở mức 14,4%, đạt 12,5 triệu lượt khách động lực từ khu vực Đông Bắc Á tăng trưởng 27,5% bao gồm Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan và Hồng Kông.

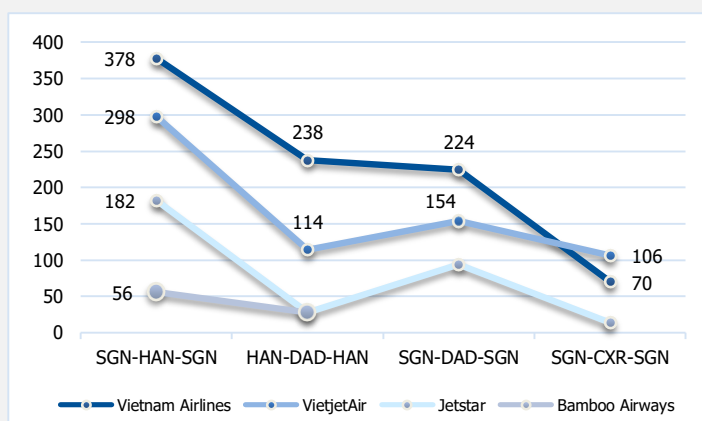
**Thị trường nội địa có sự thay đổi đáng kể.** Năm 2018, Vietjet trở thành hãng hàng không có thị phần nội địa cao nhất đạt 48,9% thị phần, vượt xa hãng hàng không quốc gia Việt Nam với thị phần đạt 39,0%. Chính sách giá vé giữ vai trò chiến lược cho thành công của Vietjet. Tính trung bình, Vietjet luôn cung cấp giá vé rẻ nhất, đã bao gồm dịch vụ phụ trợ - suất ăn và hành lý ký gửi 20kg. Năm 2018, giá nhiên liệu bay tăng mạnh khoảng 30% gây áp lực khiến các hãng hàng không buộc phải tăng giá vé để bù đắp chi phí nhiên liệu. Trong bối cảnh đó, Vietjet chấp nhận mức tăng giá vé thấp hơn so với các hãng hàng không còn lại, biên lợi nhuận tuy thấp hơn nhưng lượng hành khách vận chuyển tăng đáng kể trong khi thị trường toàn ngành tăng trưởng chậm lại. Trong những năm tới, thị trường nội địa sẽ tiếp tục có thêm những sự xáo trộn đáng kể với sự xuất hiện của Bamboo Airways. Mục tiêu ban đầu của Bamboo là xâm nhập thị trường, tăng nhận diện thương hiệu bằng chiến lược giá rẻ. Hiện tại, Bamboo đang đưa ra mức giá vé thấp nhất trong các hãng hàng không. Do đó, Vietjet nhiều khả năng sẽ mất khoảng 3-4% thị phần nội địa trong vài năm tới.

Tại thị trường nội địa, trên các chặng bay vàng kết nối sân bay chính Tân Sơn Nhất – Nội Bài – Đà Nẵng, Vietnam Airlines có lợi thế hơn so với Vietjet về tần suất chuyến bay trên tuần, ghế cung ứng nhiều hơn với việc sử dụng đội tàu bay thân rộng cho chặng HAN-SGN. Đây cũng là 3 chặng bay có giá trị kinh tế cao nhất trên thị trường nội địa với lượt khách cao cùng tỷ lệ lấp đầy tốt. Các nhà ga nội địa sân bay trực chính vượt mức công suất thiết kế đã cản trở các hãng mở thêm đường bay nội địa mới cũng như tiếp tục tăng tần suất chuyến bay. Bamboo Airways gặp khó khăn trong việc gia tăng hiện diện tại các chặng bay này do thiếu hụt slot bay; do vậy, sự thay đổi thị phần nội địa sẽ diễn ra trong khoảng 1-2 năm tới và sẽ duy trì sự cân bằng trong giai đoạn tiếp sau.

**Biểu 3: Giá vé nội địa các chặng bay nội địa chính (triệu đồng)**



**Biểu 4: Tần suất các chặng bay nội địa chính (chuyến bay/tuần)**



Nguồn: Trang đặt vé các hãng hàng không, MBS Research

**Hiệu quả hoạt động ngành vận tải hàng không đã tăng lên rõ rệt sau sự xuất hiện của VietjetAir.** Hành khách là nhóm đối tượng được hưởng lợi chính từ sự cạnh tranh trong ngành tăng lên, thể độc quyền được xóa bỏ. VietjetAir với mô hình hàng không giá rẻ, thâm nhập thị trường bằng cách cạnh tranh trực tiếp giá vé, đã hạ thấp mặt bằng giá vé, cụ thể giai đoạn 2014-2017, giá vé bình quân của VNA và VJA lần lượt giảm 7% và 16%/năm. Bên cạnh việc chi phí đi lại hàng không được cắt giảm, mạng lưới đường bay cũng đa dạng hơn, đáp ứng nhiều hơn nhu cầu đi lại của hành khách, đặc biệt là các đường bay quốc tế. Sự xuất hiện của VietjetAir, tuy rằng khiến hoạt động kinh doanh vận tải hành khách của Vietnam Airlines gặp trở ngại, giống một cú hích đối với Hãng hàng không Quốc gia Việt Nam

để thay đổi, tự cải thiện hiệu quả hoạt động. Bộ chỉ số hoạt động gồm có tỷ lệ lấp đầy, số giờ bay, chi phí hoạt động trên ghế luân chuyển mặc dù thấp hơn đáng kể so với VJA, nhưng đã cho thấy sự cải thiện của VNA. Hiệu quả hoạt động được thể hiện lên kết quả tài chính của VNA, biên EBITDAR được cải thiện mạnh, lợi nhuận ròng giai đoạn 2016-2017 tăng đáng kể so với giai đoạn trước đó. **VNA có quy mô hoạt động lớn, do đó việc cải thiện biên lợi nhuận thông qua cải thiện hiệu quả hoạt động đặc biệt quan trọng với kết quả kinh doanh của VNA so với việc tăng trưởng hành khách.**

**Biến động giá nhiên liệu tác động tiêu cực nhiều hơn với Vietnam Airlines hay VietjetAir?** Giá nhiên liệu bay có ảnh hưởng khá tương đồng đối với tất cả các hãng hàng không, trường hợp của VNA và VJA tại thị trường Việt Nam cũng không phải ngoại lệ. Năm 2016, giá nhiên liệu tạo đáy giúp ngành vận tải hàng không ghi nhận lợi nhuận tốt, biên EBITDAR, biên lợi nhuận ròng, tỷ suất ROIC đều đạt đỉnh. Tác động của giá nhiên liệu không thể hiện qua tỷ trọng của nó trong cơ cấu tổng chi phí hoạt động, mà nằm ở chỉ số fuel-CASK (chi phí nhiên liệu trên ghế luân chuyển), chỉ số này của VJA nhìn chung thấp hơn khoảng 10% so với VNA (năm 2018, VJA 1,92 so với VNA 2,15). VJA có tỷ trọng chi phí nhiên liệu cao hơn VNA (40% so với 30%), bởi các nhóm chi phí hoạt động còn lại được VJA kiểm soát thấp hơn nhiều so với VNA. Do đó, với biến động tăng giá của nhiên liệu bay, VNA sẽ chịu tác động nhiều hơn so với VJA. Quy mô lớn hơn cũng sẽ khiến VNA thiệt hại nhiều hơn về giá trị.

**Bảng 1: Kết quả hoạt động của VNA và VJA qua các năm**

| Chi tiêu                                     | Vietnam Airlines |              |              | VietjetAir   |              |              |
|----------------------------------------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                              | 2016             | 2017         | 2018         | 2016         | 2017         | 2018         |
| <b>Tổng lượt vận tải khách (triệu khách)</b> | <b>20,63</b>     | <b>21,91</b> | <b>21,94</b> | <b>14,05</b> | <b>17,11</b> | <b>23,06</b> |
| <i>Nội địa</i>                               | <i>12,60</i>     | <i>13,69</i> | <i>13,05</i> | <i>11,69</i> | <i>13,38</i> | <i>16,36</i> |
| <i>Quốc tế</i>                               | <i>8,03</i>      | <i>8,22</i>  | <i>8,89</i>  | <i>2,37</i>  | <i>3,73</i>  | <i>6,70</i>  |
| Số đường bay thẳng                           | 96               | 90           | 94           | 60           | 82           | 86           |
| <i>Nội địa</i>                               | <i>41</i>        | <i>38</i>    | <i>40</i>    | <i>37</i>    | <i>38</i>    | <i>39</i>    |
| <i>Quốc tế</i>                               | <i>55</i>        | <i>52</i>    | <i>54</i>    | <i>23</i>    | <i>44</i>    | <i>47</i>    |
| Số chuyến bay thực hiện trong năm            | 138.764          | 142.110      | 141.324      | 84.455       | 98.805       | 118.555      |
| Đội tàu bay                                  | 97               | 94           | 110          | 41           | 51           | 64           |
| Số đơn đặt hàng máy bay 2019-2025            |                  |              | 77-127       |              |              | 315          |
| Tỷ lệ lấp đầy                                | 80,3%            | 81,5%        | 81,4%        | 88,2%        | 88,1%        | 88,1%        |
| Giờ bay (giờ/tàu bay/ngày)                   | 10,0             | 10,2         | NA           | 13,1         | 13,8         | NA           |
| Tỷ lệ đúng giờ                               | NA               | 89,7%        | 89,2%        | 83,6%        | 85,6%        | 84,2%        |
| Ghế cung ứng (triệu)                         | 25,52            | 26,90        | 26,97        | 16,04        | 19,43        | 26,19        |
| CASK (U.S cents)                             | 5,84             | 6,27         | 6,54         | 4,07         | 4,08         | 4,39         |
| Ex-fuel CASK (U.S cents)                     | 4,38             | 4,55         | 4,39         | 2,54         | 2,45         | 2,47         |
| Passenger yield (U.S cents)                  | 6,43             | 6,65         | 7,08         | 2,92         | 2,82         | 2,70         |
| Biên EBITDAR (core)                          | 30,4%            | 27,7%        | 26,2         | 27,1%        | 26,6%        | 29,4%        |
| Lợi nhuận ròng (core, tỷ đồng)               | 1.703            | 1.816        | 2.111        | 969          | 1.673        | 2.387        |
| Biên lợi nhuận ròng (core)                   | 3,0%             | 2,9%         | 3,0%         | 6,1%         | 7,4%         | 7,1%         |

Nguồn: HVN, VJC, MBS Research

Phân tích SWOT

Biểu 5: Phân tích SWOT ngành vận tải hàng không



Nguồn: MBS Research

Mô hình cạnh tranh 5 nhân tố ngành vận tải hàng không Việt Nam

Mức độ cạnh tranh trong ngành vận tải hàng không Việt Nam thấp hơn mức trung bình thế giới. Số lượng các hãng hàng không cạnh tranh trực tiếp trong ngành vận tải tại thị trường Việt Nam thấp hơn so với các quốc gia khác. Thực chất sự cạnh tranh chỉ diễn ra giữa hai đơn vị HVN và VietjetAir. So sánh trong khu vực Đông Nam Á, các quốc gia có thường có tới trên 4 đối thủ cạnh tranh trực tiếp, con số này tăng lên theo quy mô thị trường. Sự cạnh tranh gay gắt của khu vực còn được thể hiện qua xu hướng các cuộc sát nhập, thôn tóm trong ngành vận tải hàng không như Scoot-TigerAir, Air France-KLM, American Airlines-US Airways. Đối với thị trường phát triển nhanh như Việt Nam, việc tồn tại chỉ 2 đối thủ cạnh tranh trong ngành tạo lợi thế cho các hãng hàng không nội địa duy trì hoạt động.

Biểu 6: Mô hình cạnh tranh Porter



Source: MBS Research

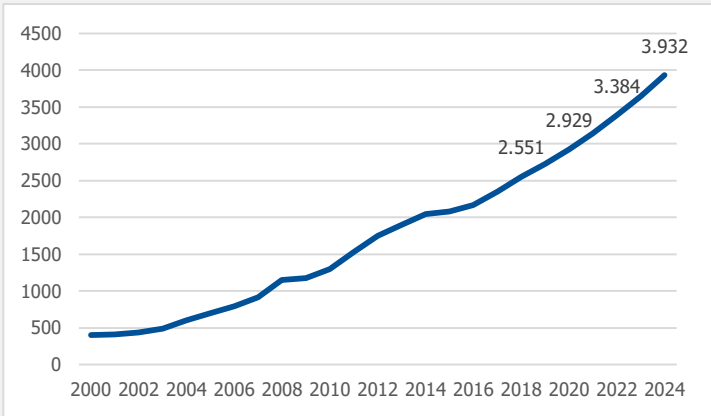
Rào cản gia nhập ngành là tương đối cao đặc biệt với các hãng hàng không nước ngoài. Cho đến nay, chỉ có duy nhất Qantas – hãng hàng không quốc gia Australia có đơn vị hàng không hợp tác kinh doanh tại Việt Nam thông qua việc góp vốn 30% tại thương hiệu Jestar Pacific. AirAsia – hãng hàng không giá rẻ tốt nhất thế giới, từng nỗ lực thành lập hãng hàng không tại Việt Nam nhưng đã thất bại 4 lần liên. Chúng tôi nhận định Chính phủ Việt Nam có thể sẽ từ chối những yêu cầu thành lập hãng hàng không mới trong tương lai bởi Tổng công ty Hàng không Việt Nam hiện gặp khó khăn với việc thị phần vận tải hành khách liên tục sụt giảm trước áp lực từ VietjetAir. Sự xuất hiện của một thương hiệu hàng không quốc tế như AirAsia tại thị trường Việt Nam sẽ gây thêm khó khăn hơn nữa cho Vietnam Airlines, đặc biệt khi lợi thế của Vietnam Airlines nằm ở thị trường hành khách quốc tế.

**Bamboo Airways, kẻ liều lĩnh hay đối thủ không thể xem nhẹ?** Bamboo Airways là hãng hàng không mới nhất được thành lập năm 2018, thực hiện chuyến bay thương mại đầu tiên vào đầu năm 2019. Sự xuất hiện của Bamboo góp phần mở rộng thị trường hàng không đặc biệt là thị trường ngách chủ yếu kết nối tới các địa điểm nghỉ dưỡng của tập đoàn FLC như Thanh Hóa, Quy Nhơn, Quảng Ninh và Quảng Bình. Hiện tại, những đường bay này có tần suất bay còn thấp, thậm chí Vietnam Airlines thường xuyên chịu lỗ. Cả Vietnam Airlines và Vietjet đều sẵn sàng nhường miếng bánh thị phần này cho Bamboo để tập trung vào những đường bay chính có giá trị kinh tế cao hơn khi mà họ đã có sẵn slot bay được cấp từ trước. Bamboo với sự thể hiện trong vòng 6 tháng đã chứng tỏ tham vọng để trở thành một trong những hãng hàng không hàng đầu Việt Nam. Hiện tại, Bamboo Airways vận hành 9 tàu bay, 24 đường bay, đang đặt hàng 24 mẫu A321-Neo giao giai đoạn 2022-2025 và 20 mẫu B787-9 Dreamliner giao giai đoạn 2020-2021, dự kiến mở đường bay quốc tế vào cuối năm 2019. Gần đây, Bamboo đã được Cục Hàng không cấp phép vận hành 30 tàu bay cho đến năm 2023, thấp hơn đề xuất 40 tàu bay của chính họ, nhưng đủ để Bamboo xây dựng vị thế trên thị trường hàng không. Vào những năm đầu, Bamboo Airways chủ yếu cạnh tranh với Vietjet trên thị trường nội địa bằng chiến lược vé giá rẻ. Tuy nhiên, khi bắt đầu tiếp nhận tàu bay B787, hãng sẽ phải áp dụng mô hình hàng không đầy đủ, định hướng dịch vụ 5-sao, và khai thác trên tuyến SGN-HAN hoặc các tuyến quốc tế tới Nhật Bản và Hàn Quốc. Do vậy, Bamboo Airways sẽ cạnh tranh trực tiếp với Hãng hàng không Quốc gia Vietnam Airlines. Cung cấp dịch vụ tương đồng, giá vé thấp hơn, thu hút sự chú ý từ dư luận, Bamboo có thể giành được thị phần quốc tế từ Vietnam Airlines. Việc đưa vào vận hành B787-9 là một canh bạc với một hãng hàng không non trẻ như Bamboo Airways, chúng tôi cho rằng hãng sẽ thành công trên con đường của một ông lớn với cách tiếp cận khách hàng hợp lý.

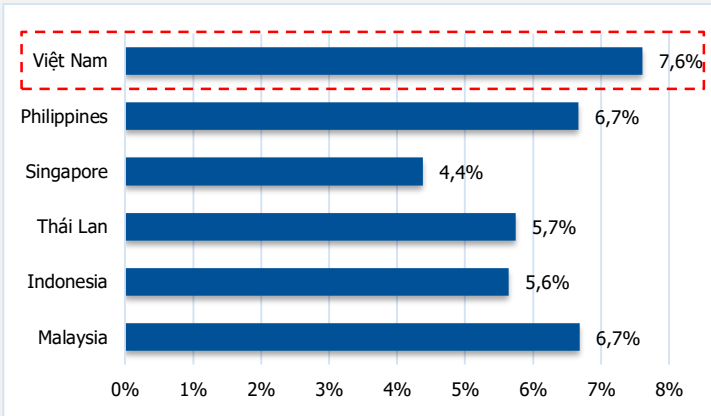
## Quan điểm của MBS về ngành vận tải hàng không Việt Nam

**Thị trường hành khách nội địa được MBS dự báo tăng trưởng CAGR 5.9%/năm cho giai đoạn 2018-2025** với động lực tăng trưởng đến từ mức thu nhập người dân tăng lên, cơ cấu dân số vàng với tỷ trọng tầng lớp trung lưu tăng lên, và tỷ lệ hành khách nội địa trên tổng dân số vẫn ở mức thấp. Trong bối cảnh các hãng hàng không lựa chọn chiến lược vé giá rẻ để cạnh tranh, tăng trưởng GDP bình quân đầu người sẽ kích thích nhu cầu di chuyển bằng đường không cao hơn so với các loại hình di chuyển khác, cùng với đó sức mua của người dân cũng tăng lên. Theo báo cáo tháng 04/2019 của Quỹ Tiền tệ Quốc tế, GDP per capita của Việt Nam giai đoạn 2018-2024 được dự báo tăng trưởng CAGR đạt 7,6%/năm, tốc độ tăng trưởng nhanh nhất khu vực Đông Nam Á.

Biểu 7: GDP bình quân đầu người Việt Nam 2000-2024F (USD)



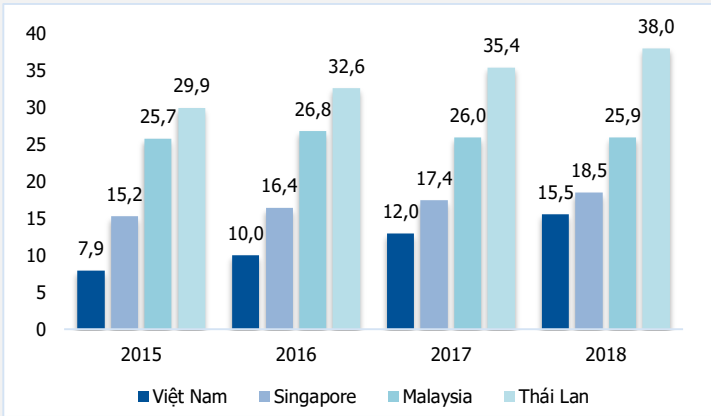
Biểu 8: Tăng trưởng GDP bình quân đầu người 2018-2024F



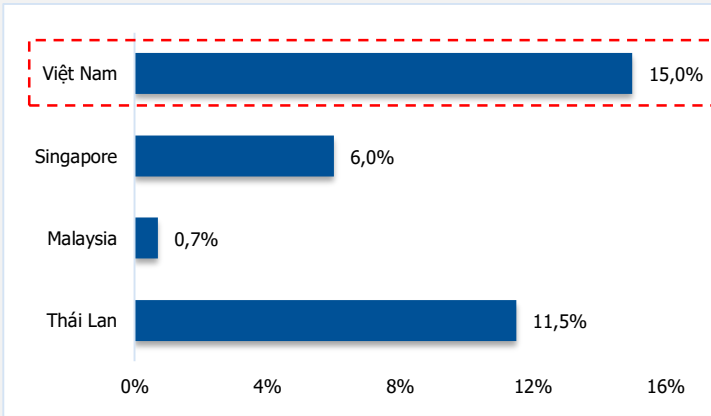
Nguồn: Quỹ tiền tệ quốc tế - Triển vọng kinh tế thế giới 04/2019

**Thị trường hành khách quốc tế được MBS dự báo tăng trưởng CAGR 11.4%/năm cho giai đoạn 2018-2025**, động lực tăng trưởng từ thị trường du lịch đi và đến Việt Nam. Du lịch Việt Nam ngày càng được biết đến nhiều hơn trên thế giới, thể hiện qua sự gia tăng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam. Vẻ đẹp cảnh quan Việt Nam được du khách thế giới bình chọn trong 20 quốc gia đẹp nhất thế giới theo công bố của tạp chí du lịch Roughguides. So với các quốc gia du lịch lớn trong khu vực như Thái Lan, Malaysia, Singapore, du lịch Việt Nam còn tồn tại nhiều hạn chế về sức cạnh tranh, môi trường tự nhiên - xã hội, rào cản về vấn đề thị thực. Tuy nhiên, đó cũng là những cơ hội cho du lịch Việt Nam cải thiện, phát triển tương xứng với tiềm năng vốn có. Chiến lược phát triển của Chính phủ giai đoạn tới sẽ tập trung đưa du lịch Việt Nam vươn xa, tiếp tục đà tăng trưởng du khách quốc tế ấn tượng thời gian qua.

Biểu 9: Khách du lịch quốc tế đến (triệu khách)



Biểu 10: Tăng trưởng khách du lịch quốc tế 2010-2018



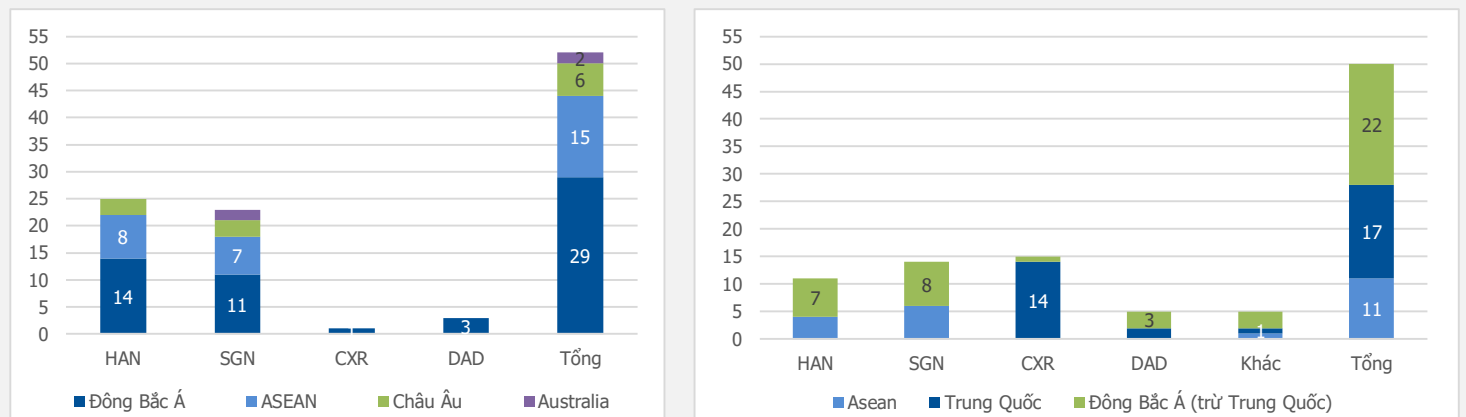
Nguồn: Tổng cục Du lịch Việt Nam, MBS Research

Sự phát triển của các hãng hàng không trong tương lai sẽ tập trung sang thị trường quốc tế khi thị trường nội địa tăng trưởng chậm lại, rào cản thị phần lớn. **Vietnam Airlines có lợi thế về chất lượng dịch vụ trên thị trường quốc tế với thương hiệu Hãng hàng không Quốc gia, tiêu chuẩn Skytrax 4 sao.** Là thành viên của liên minh hàng không SkyTeam, liên minh hàng không lớn thứ 2 thế giới với 20 thành viên, VNA có khả năng khai thác tập khách hàng của các thành viên trong liên minh thông qua hình thức bay liên danh (codeshare agreement), cho phép các hãng hàng không đối tác sử dụng các tuyến bay của nhau (chuyến bay thẳng) hoặc tham gia vào các chặng bay nối chuyển. Ví dụ, hành khách Việt Nam có nhu cầu bay tới Pháp đặt vé một lần thông qua Vietnam Airlines, bay trên chuyến bay VNA cung cấp tới trạm chuyển (Hong Kong) và bay tiếp chuyến bay do AirFrance-KLM cung cấp; và ngược lại. Thị trường quốc tế coi trọng hơn chất lượng dịch vụ trên các yếu tố khác do thời gian bay dài hạn, hành khách thuộc nhóm thu nhập trung bình – cao. Giá vé hạng phổ thông của Vietnam Airlines so với giá vé các hãng hàng không nội địa và khu vực (giá vé hàng không giá rẻ có cộng hành lý ký gửi 20kg và suất

ăn) ở mức tương đồng, do đó chất lượng dịch vụ sẽ là yếu tố tiên quyết tới lựa chọn của hành khách trên thị trường quốc tế.

**Mặc dù vậy, MBS đánh giá Vietnam Airlines hưởng ít lợi hơn so với VietjetAir từ nhóm du khách quốc tế đến Việt Nam.** VNA tập trung khai thác tại 2 sân bay căn cứ Nội Bài và Tân Sơn Nhất, trong khi đó VJA xây dựng Cam Ranh và hướng tới Đà Nẵng là 2 sân bay căn cứ đối với thị trường quốc tế. Mặc dù Nội Bài và Tân Sơn Nhất là 2 sân bay lớn nhất tuy nhiên gặp cản trở từ quá tải công suất nhà ga và công suất đường băng khiến tốc độ tăng trưởng chậm hơn toàn ngành cảng hàng không. Trong khi đó, nhà ga quốc tế T2 Đà Nẵng mới đưa vào khai thác nửa cuối năm 2017, và nhà ga quốc tế T2 Cam Ranh được đưa vào khai thác từ nửa cuối năm 2018 còn nhiều dư địa về công suất. Bên cạnh đó, lợi thế về phát triển du lịch của Nha Trang và Đà Nẵng vượt trội hơn so với Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh.

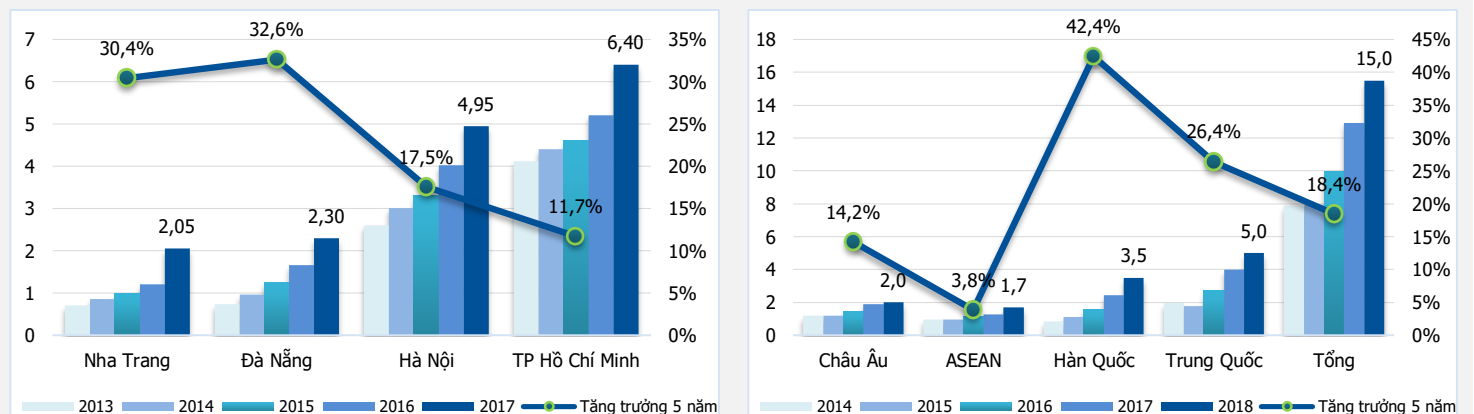
**Biểu 11: Mạng lưới đường bay thẳng quốc tế, so sánh Vietnam Airlines (trái) và Vietjet (phải) (04/2019)**



Nguồn: Trang đặt vé các hãng hàng không, MBS Research

Thị trường Đông Bắc Á như Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu du khách quốc tế đến Việt Nam. VietjetAir nắm bắt xu hướng này tốt hơn so với Vietnam Airlines khi liên tục mở mới đường bay nhằm tới thị trường Trung Quốc, Hàn Quốc, và Nhật Bản thông qua các đường bay thẳng và chặng bay thuê chuyến tới các sân bay địa phương của Trung Quốc. Trong cơ cấu mạng lưới đường bay quốc tế đối với thị trường Đông Bắc Á, VNA dành 55,8%, con số bên VJA là 78,0%; có thể thấy VJA chú trọng tập trung phát triển thị phần Đông Bắc Á có tốc độ tăng trưởng cao hơn so với VNA. Thị trường du lịch Nha Trang đón phần lớn du khách Trung Quốc, đối với thị trường Đà Nẵng là nhóm du khách Hàn Quốc. Hai nhóm hành khách này có tốc độ tăng trưởng cao nhất, đóng vai trò dẫn dắt thị trường du lịch Việt Nam. Đón đầu xu hướng này, MBS nhận định **phương hướng xây dựng Cam Ranh, Đà Nẵng thành các "international hub" của VJA sẽ giúp VJA tiếp tục gia tăng thị phần hành khách quốc tế trong các năm tới, là động lực tăng trưởng cho VJA.**

**Biểu 12: Khách du lịch quốc tế đến theo điểm đến và quốc gia (triệu khách)**



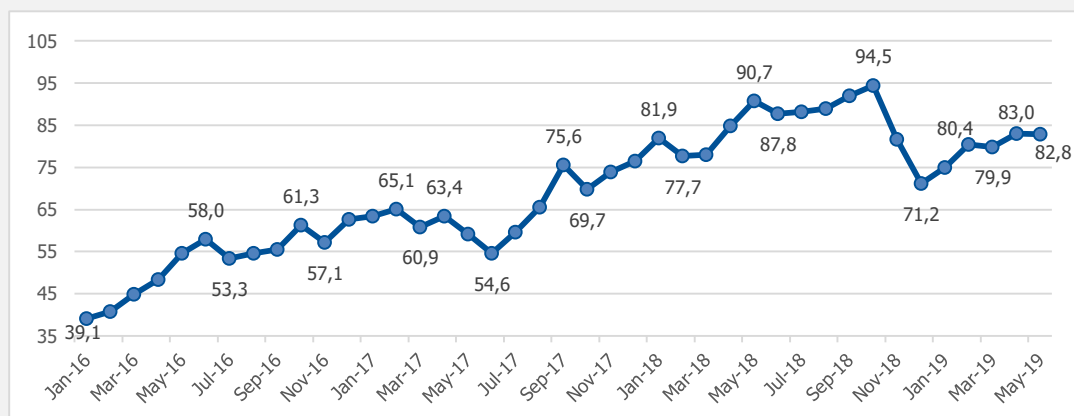
Nguồn: Sở du lịch các tỉnh, thành phố

Nguồn: Tổng cục Du lịch Việt Nam

**Giá nhiên liệu đang hỗ trợ cho các hãng hàng không.** Lợi nhuận của các hãng vận tải hàng không khá nhạy cảm với biến động của giá nhiên liệu bay với hệ số hơn 1. Giá nhiên liệu bay có xu hướng tăng trở lại theo giá dầu thô sau khi tạo đáy cuối năm 2015. Việc giá nhiên liệu được giữ ở mức thấp so với giai đoạn 2011-2014 đã tạo điều kiện cho ngành vận tải hàng không báo lãi trong 3 năm liên tiếp 2015-2017. MBS dự phóng kết quả kinh doanh các hãng hàng không trên cơ sở giá nhiên liệu bay trung bình năm 2019 đạt 81,1 USD/thùng, giảm 4,3% cùng kỳ. Phân tích độ nhạy với 1USD giá nhiên liệu tăng lên, MBS dự phóng Vietnam Airlines lỗ 244 tỷ đồng và Vietjet lỗ 141 tỷ đồng.

Dự phóng giá dầu thô là một thách thức lớn ngay cả với những chuyên gia năng lượng hàng đầu. Khi giá dầu Brent đạt đỉnh 86 USD/thùng vào tháng 10 năm 2018, cả thị trường liên tục xuất hiện nhận định về việc giá dầu tăng lên 100 USD/thùng. Tuy nhiên, ngay sau đó, giá dầu lại chứng kiến cú sụt giảm mạnh về mức 58 USD/thùng. Ngay lập tức, thị trường thay đổi quan điểm với nhận định giá dầu có thể rơi tiếp về 50 USD/thùng, trái ngược hoàn toàn với quan điểm đưa ra vài tháng trước đó. Do vậy, MBS không đưa ra dự phóng giá dầu mà dự phóng báo cáo tài chính dựa trên những kịch bản giá nhiên liệu khác nhau. Kịch bản cơ sở, trong dài hạn, giá dầu Brent sẽ chạy quanh mốc 70 USD/thùng bởi OPEC, Hoa Kỳ và Nga có thể sẽ duy trì nguồn cung tương ứng để hưởng lợi từ giá dầu cao, duy trì giá dầu không quá thấp. Qua đó, MBS tin rằng giai đoạn 2018-2019 sẽ là đáy tăng trưởng lợi nhuận các hãng hàng không; giá nhiên liệu tăng chậm giai đoạn sau sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận khi nhu cầu đi lại gia tăng nhanh hơn.

**Biểu 13: Giá nhiên liệu Jet kerosene (USD/thùng)**



Nguồn: Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ - EIA

Cơ hội đầu tư ngành vận tải hàng không  
Tổng công ty Hàng không Việt Nam (HSX: HVN)

Chiến lược phát triển đội tàu bay quá tham vọng

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** với cổ phiếu HVN, giá mục tiêu **40.400 đ/cp**

- VNA đang thực hiện tái cơ cấu đội bay thông qua cả thuê hoạt động và thuê tài chính nhằm nâng cao hiệu suất vận hành. Trong ngắn hạn, VNA có thể giảm gánh nặng nợ vay nhưng áp lực nợ sẽ tăng trở lại khi áp dụng thuê tài chính trong tương lai. Mặt khác, đội tàu bay mới cần thời gian để đạt được hiệu suất vận hành tối ưu. Tác động của hai hiệu ứng lên chi phí hoạt động sẽ bù trừ lẫn nhau trong cả ngắn hạn và dài hạn.
- Chúng tôi duy trì quan điểm giá nhiên liệu thấp hơn trong năm 2019 sẽ hỗ trợ kết quả kinh doanh của các hãng hàng không.

Tiêu điểm đầu tư

- HVN đặt mục tiêu năm 2019 lợi nhuận sau thuế hợp nhất của công ty mẹ đạt 2.680 tỷ đồng**, tăng 5,8% cùng kỳ, dựa trên (i) VNA vận chuyển 24,7 triệu hành khách, tăng 13,7% và (ii) giá nhiên liệu bay A1 trung bình 85 USD/thùng. HVN kỳ vọng cao về thị trường hàng không tăng trưởng 16,3% và 12,0% tương ứng với thị trường quốc tế và nội địa; thị phần được duy trì. Chúng tôi cho rằng kỳ vọng trên là hết sức lạc quan. 5 tháng đầu năm, thị trường nội địa chỉ tăng trưởng 6,2% trong đó tăng trưởng tháng 3 lần đầu tiên âm trong 6 năm trở lại. Thị trường quốc tế chậm lại đạt 13,0%, du khách Trung Quốc suy giảm nhẹ. Do đó, chúng tôi dự phóng VNA sẽ vượt kế hoạch mục tiêu nhưng chỉ vận chuyển 22,2 triệu hành khách trong bối cảnh thị trường toàn ngành chững lại, thị phần hàng không tiếp tục suy giảm.
- Giai đoạn 2021-2025, VNA có kế hoạch đặt hàng 50 tàu bay thân hẹp cùng điều khoản lựa chọn mua thêm 50 chiếc**, mẫu Airbus Neo hoặc Boeing 737 Max, thay thế cho những tàu bay cũ có tuổi đời trên 12 năm. Số lượng tàu bay sẽ thực hiện tài trợ vốn theo cấu trúc mua/thuê mua tối đa không quá 50% tàu bay của dự án. Điều này sẽ gia tăng áp lực về vốn đối với HVN.
- Kế hoạch thoái vốn có nguy cơ thất bại lần nữa**. Theo quan điểm của chúng tôi, ban lãnh đạo HVN ngụ ý sẽ thoái vốn thông qua chào bán quyền mua cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu. Phương án này kém thu hút nhà đầu tư mới bởi tỷ lệ sở hữu thấp hơn phương án thoái vốn trực tiếp. Trong trường hợp giá thoái vốn quá cao so với mặt bằng định giá hiện tại, HVN nhiều khả năng lại lỡ hẹn thoái vốn.

Định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** với cổ phiếu HVN, giá mục tiêu 12 tháng 40.400 đ/cp. Hiện tại, hệ số P/E forward 2019 là 22,2x và EV/EBITDAR là 4,0x. Chúng tôi cho rằng HVN đang được giao dịch tại vùng định giá hợp lý. Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng từ ngành vận tải hàng không và từ hiệu quả hoạt động được cải thiện mạnh của VNA.

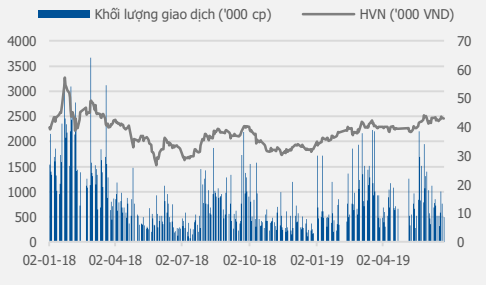
| Công ty mẹ (tỷ đồng)        | FY17   | FY18    | FY19F  | FY20F  |
|-----------------------------|--------|---------|--------|--------|
| Doanh thu                   | 63.375 | 70.742  | 73.805 | 78.387 |
| EBIT                        | 2.639  | 3.445   | 3.368  | 3.408  |
| Lợi nhuận sau thuế          | 1.816  | 2.111   | 2.338  | 2.721  |
| Lợi nhuận sau thuế hợp nhất | 2.371  | 2.335   | 2.656  | 3.021  |
| EPS (VND)                   | 1.931  | 1.715   | 1.873  | 2.130  |
| Tăng trưởng EPS (%)         |        | (11,2%) | 9,2%   | 13,7%  |
| P/E (x)                     | 20,2   | 19,2    | 21,7   | 19,1   |
| P/E mục tiêu (x)            |        |         | 21,6   | 19,0   |
| EV/EBITDAR (x)              | 5,3    | 4,0     | 4,0    | 3,8    |
| Cổ tức tiền mặt (VND)       | 600    | 1.000   | 1.000  | 1.000  |
| P/S (x)                     | 0,8    | 0,6     | 0,7    | 0,8    |
| ROE (%)                     | 10,9   | 12,0    | 12,4   | 13,6   |
| Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu (%)  | 237,4% | 172,7%  | 132,7% | 85,4%  |

Nguồn: MBS Research

Năm giữ (duy trì)

|                            |                |
|----------------------------|----------------|
| Thị giá ngày báo cáo       | 41.550 VND/cp  |
| Giá mục tiêu               | 40.400 VND/cp  |
| Tăng/(giảm)                | -2,8%          |
| Mã Bloomberg               | HVN VN Equity  |
| Vốn hóa                    | 59.852 tỷ VND  |
|                            | 2,53 tỷ USD    |
| Biến động 52 tuần          | VND 28,550 –   |
|                            | VND 44,000     |
| KLQDBQ                     | 34,71 tỷ VND   |
|                            | 1,49 triệu USD |
| Giới hạn sở hữu nước ngoài | 30%            |
| Sở hữu nước ngoài          | 9.9%           |

Biểu đồ giá cổ phiếu



| Diễn biến giá | 1M    | 3M    | 12M   |
|---------------|-------|-------|-------|
| HVN (%)       | 2,4%  | 5,4%  | 27,6% |
| VNIndex (%)   | -0,7% | -2,6% | -2,8% |

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu cổ đông (trên 5%)

|                             |        |
|-----------------------------|--------|
| Ủy ban quản lý vốn Nhà nước | 86,19% |
| ANA Holdings Inc.           | 8,77%  |

## Tóm tắt dự phóng báo cáo tài chính và định giá

| Báo cáo kết quả kinh doanh<br>(tỷ đồng)               | 2017   | 2018   | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
|-------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần                                       | 63.375 | 70.742 | 73.805 | 78.387 | 82.079 |
| Giá vốn hàng bán                                      | 54.930 | 61.401 | 64.269 | 68.511 | 71.953 |
| Lợi nhuận gộp                                         | 8.444  | 9.341  | 9.536  | 9.876  | 10.126 |
| Doanh thu tài chính                                   | 671    | 1.195  | 1.247  | 1.391  | 1.433  |
| Chi phí tài chính                                     | 1.885  | 2.185  | 1.844  | 1.577  | 1.256  |
| Chi phí bán hàng và quản lý<br>doanh nghiệp           | 5.805  | 5.896  | 6.169  | 6.469  | 6.750  |
| Lợi nhuận trước thuế                                  | 1.911  | 2.418  | 2.598  | 3.023  | 3.447  |
| Lợi nhuận sau thuế                                    | 1.816  | 2.111  | 2.338  | 2.721  | 3.103  |
| Lợi nhuận sau thuế hợp nhất<br>của cổ đông công ty mẹ | 2.371  | 2.335  | 2.656  | 3.021  | 3.407  |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)        | 2017          | 2018          | 2019F         | 2020F         | 2021F         |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>               | <b>10.060</b> | <b>10.561</b> | <b>12.464</b> | <b>11.598</b> | <b>11.483</b> |
| I. Tiền và các khoản tương đương tiền | 4.100         | 4.252         | 5.904         | 6.271         | 7.426         |
| II. Phải thu ngắn hạn                 | 2.687         | 2.940         | 3.033         | 3.221         | 3.373         |
| III. Hàng tồn kho                     | 536           | 538           | 563           | 600           | 630           |
| IV. Tài sản ngắn hạn khác             | 2.737         | 2.831         | 2.963         | 1.506         | 54            |
| <b>Tài sản dài hạn</b>                | <b>69.137</b> | <b>62.982</b> | <b>59.132</b> | <b>55.197</b> | <b>51.442</b> |
| I. Tài sản trả trước                  | 8.538         | 6.862         | 7.712         | 8.221         | 8.634         |
| II. Tài sản cố định                   | 53.012        | 48.657        | 44.175        | 39.951        | 35.979        |
| 1. Tài sản cố định hữu hình           | 52.919        | 48.574        | 44.094        | 39.871        | 35.900        |
| 2. Tài sản cố định vô hình            | 93            | 82            | 81            | 80            | 78            |
| III. Đặt cọc thuê máy bay và động cơ  | 2.227         | 2.026         | 2.026         | 2.026         | 2.026         |
| IV. Đầu tư tài chính                  | 4.917         | 4.824         | 4.598         | 4.368         | 4.162         |
| V. Tài sản dài hạn khác               | 441           | 613           | 621           | 632           | 641           |
| <b>Tổng tài sản</b>                   | <b>79.197</b> | <b>73.543</b> | <b>71.595</b> | <b>66.796</b> | <b>62.925</b> |
| <b>Nợ phải trả</b>                    | <b>62.266</b> | <b>55.275</b> | <b>52.206</b> | <b>46.092</b> | <b>40.848</b> |
| <b>Nợ ngắn hạn</b>                    | <b>24.323</b> | <b>23.974</b> | <b>26.895</b> | <b>26.470</b> | <b>27.245</b> |
| I. Phải trả ngắn hạn                  | 16.077        | 16.710        | 17.474        | 18.628        | 19.563        |
| II. Doanh thu chưa thực hiện          | 927           | 1.118         | 1.167         | 1.239         | 1.298         |
| III. Nợ vay ngắn hạn                  | 7.319         | 6.145         | 8.254         | 6.603         | 6.384         |
| <b>Nợ dài hạn</b>                     | <b>37.943</b> | <b>31.301</b> | <b>25.311</b> | <b>19.622</b> | <b>13.603</b> |
| I. Phải trả dài hạn                   | 975           | 1.647         | 1.926         | 2.265         | 2.630         |
| II. Nợ vay dài hạn                    | 36.968        | 29.655        | 23.385        | 17.357        | 10.973        |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                 | <b>16.931</b> | <b>18.267</b> | <b>19.389</b> | <b>20.704</b> | <b>22.078</b> |
| I. Vốn cổ phần và thặng dư vốn        | 13.496        | 15.404        | 15.404        | 15.404        | 15.404        |
| II. Lợi nhuận giữ lại                 | 2.366         | 2.863         | 3.985         | 5.300         | 6.674         |
| III. Nguồn vốn khác                   | 1.069         | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>                 | <b>79.197</b> | <b>73.543</b> | <b>71.595</b> | <b>66.796</b> | <b>62.925</b> |

| Chỉ số                              | 2018  | 2019F | 2020F |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|
| <b>Định giá</b>                     |       |       |       |
| Lợi nhuận trên cổ phần (EPS)        | 1.715 | 1.873 | 2.130 |
| P/E                                 | 19,2  | 21,7  | 19,1  |
| P/S                                 | 0,6   | 0,7   | 0,8   |
| <b>Khả năng sinh lời</b>            |       |       |       |
| Biên lợi nhuận gộp                  | 13%   | 13%   | 13%   |
| Biên EBITDAR                        | 26%   | 29%   | 29%   |
| Biên lợi nhuận ròng                 | 3%    | 3%    | 3%    |
| ROE                                 | 12%   | 12%   | 14%   |
| ROA                                 | 5%    | 6%    | 6%    |
| <b>Tăng trưởng</b>                  |       |       |       |
| Doanh thu thuần                     | 12%   | 4%    | 6%    |
| Lợi nhuận trước thuế                | 27%   | 7%    | 16%   |
| Lợi nhuận sau thuế                  | 16%   | 11%   | 16%   |
| Lợi nhuận trên cổ phần (EPS)        | (11%) | 9%    | 14%   |
| Tổng tài sản                        | (7%)  | (3%)  | (7%)  |
| Vốn chủ sở hữu                      | 8%    | 6%    | 7%    |
| <b>Tính thanh khoản</b>             |       |       |       |
| Hệ số thanh toán hiện hành          | 0,4   | 0,4   | 0,5   |
| Hệ số thanh toán nhanh              | 0,3   | 0,3   | 0,3   |
| Nợ vay/Tổng tài sản                 | 56%   | 49%   | 44%   |
| Nợ vay/Vốn chủ sở hữu               | 262%  | 196%  | 163%  |
| Khả năng thanh toán lãi vay         | 1     | 2     | 2     |
| <b>Hiệu quả hoạt động</b>           |       |       |       |
| Hệ số quay vòng khoản phải thu      | 24,1  | 24,3  | 24,3  |
| Thời gian thu hồi khoản phải thu    | 15    | 15    | 15    |
| Hệ số quay vòng hàng tồn kho        | 114,2 | 114,2 | 114,2 |
| Thời gian quay vòng hàng tồn kho    | 3     | 3     | 3     |
| Hệ số quay vòng khoản phải trả      | 3,7   | 3,7   | 3,7   |
| Thời gian thanh toán khoản phải trả | 99    | 99    | 99    |

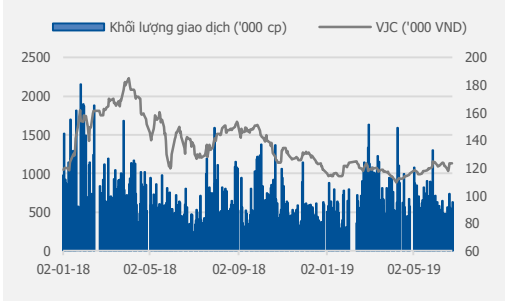
| <b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ<br/>(tỷ đồng)</b> | <b>2018</b>    | <b>2019F</b> | <b>2020F</b> |
|-------------------------------------------------|----------------|--------------|--------------|
| Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh   | 8.749          | 7.071        | 9.476        |
| Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư       | (1.593)        | (276)        | (295)        |
| Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính    | (9.301)        | (5.143)      | (8.814)      |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>           | <b>(2.145)</b> | <b>1.652</b> | <b>367</b>   |

Nguồn: HVN, MBS Research

NĂM GIỮ (duy trì)

|                            |                |
|----------------------------|----------------|
| Thị giá ngày báo cáo       | 124.200 VND/cp |
| Giá mục tiêu               | 120.000 VND/cp |
| Tăng/(giảm)                | -3,4%          |
| Mã Bloomberg               | VJC VN Equity  |
| Vốn hóa                    | 67.106 tỷ VND  |
|                            | 2,88 tỷ USD    |
| Biến động 52 tuần          | VND 109.500 –  |
|                            | VND 153.400    |
| KLQDBQ                     | 68,03 tỷ VND   |
|                            | 2,92 triệu USD |
| Giới hạn sở hữu nước ngoài | 30%            |
| Sở hữu nước ngoài          | 19,88%         |

Biểu đồ giá cổ phiếu



| Diễn biến giá | 1M    | 3M    | 12M    |
|---------------|-------|-------|--------|
| VJC (%)       | 3,0%  | 4,8%  | -12,4% |
| VNIndex (%)   | -0,7% | -2,6% | -2,8%  |

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu cổ đông (trên 5%)

|                          |        |
|--------------------------|--------|
| Đầu tư Hướng Dương Sunny | 28,57% |
| Nguyễn Thị Phương Thảo   | 8,76%  |
| CTCP Sovico              | 7,59%  |

CTCP Hàng không Vietjet (HSX: VJC)

Chuỗi sự vụ ngoài ý muốn

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** với **cổ phiếu VJC**, **giá mục tiêu 120.000 đ/cp**

- VietjetAir là một trong những hãng hàng không hàng đầu về tuổi đời đội tàu bay, hiệu năng hoạt động, và tăng trưởng lợi nhuận. Bảy năm sau chuyển bay thương mại đầu tiên, Vietjet vươn lên dẫn đầu thị phần nội địa và đang nhắm tới mở rộng thị phần quốc tế.
- Tuy nhiên, đã đến lúc để Vietjet tập trung hơn vào chất lượng dịch vụ thay vì tăng trưởng nóng. Với thương hiệu, vị thế hiện tại, Vietjet nên tập trung vào phát triển bền vững, cải thiện hơn nữa chất lượng dịch vụ, đào tạo tác phong chuyên nghiệp. Ngành hàng không khá nhạy cảm, ấn tượng xấu từ hành khách có thể châm ngòi một sự sụt giảm đáng kể.

Tiêu điểm đầu tư

- Quý 1/2019, Vietjet ghi nhận lợi nhuận sau thuế đạt 1.463 tỷ đồng, tăng trưởng 7,1%** đến từ các yếu tố (i) vận chuyển 5,81 triệu hành khách, tăng 14,1%, (ii) không thực hiện hoạt động SLB trong kỳ so với 4 nghiệp vụ cùng kỳ năm 2018, và (iii) Vietjet giới thiệu mảng kinh doanh mới từ việc bán 8 quyền mua máy bay, đem về 3.565 tỷ đồng doanh thu, biên lợi nhuận gộp 25,9%.
- Quý 2/2019, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của VJC đạt 1.263 tỷ đồng, tăng 99,6%** trên cơ sở (i) lợi nhuận hoạt động chính tăng 12,0%, (ii) trích lập dự phòng cho cổ phiếu OIL 85 tỷ đồng, (iii) thực hiện 3 nghiệp vụ SLB, cùng kỳ năm 2018 Vietjet không thực hiện SLB, và (iv) không ghi nhận doanh thu từ bán quyền mua máy bay.
- Hàng loạt chuyến bay bị chậm hoặc hủy chuyến trong 2 ngày 14-15/06** do thiếu hụt máy bay và phi công. Ngay sau đó, Vietjet đã gia tăng thuê ướm tàu bay để bù đắp thiếu hụt máy bay nhận trễ và xin cấp nhân nhượng bay cho phi công trong tháng 06. Nhân nhượng cho phép giới hạn bay của phi công VJ tăng lên 200 giờ bay trong 56 ngày liên tiếp thay vì 100 giờ bay trong 28 ngày để Vietjet tinh chỉnh hệ thống phần mềm quản lý giờ bay mới. Từ phản ứng của Vietjet, với đánh giá kỹ lưỡng, chúng tôi duy trì triển vọng tăng trưởng của Vietjet. Trong kịch bản xấu, lượng hành khách của Vietjet có thể chỉ suy giảm nhẹ trong vài tháng tới do hiệu ứng tâm lý và sẽ hồi phục trở lại sau đó.

Định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** và **giá mục tiêu 120.000 đ/cp** với **VJC**

| Đơn vị: tỷ đồng                     | FY17          | FY18          | FY19F         | FY20F         |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>              | <b>42.303</b> | <b>53.577</b> | <b>58.042</b> | <b>68.955</b> |
| EBIT                                | 5.745         | 6.484         | 7.399         | 9.235         |
| Lợi nhuận trước thuế                | 5.303         | 5.816         | 6.762         | 8.465         |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>           | <b>5.073</b>  | <b>5.335</b>  | <b>5.889</b>  | <b>7.340</b>  |
| <b>Lợi nhuận sau thuế (cột lõi)</b> | <b>1.673</b>  | <b>2.387</b>  | <b>3.487</b>  | <b>4.481</b>  |
| EPS (VND)                           | 11.419        | 9.850         | 10.873        | 13.552        |
| Tăng trưởng EPS (%)                 |               | -13,7%        | 10,4%         | 24,6%         |
| <b>P/E (x)</b>                      | <b>13,3</b>   | <b>14,0</b>   | <b>10,6</b>   | <b>8,5</b>    |
| <b>P/E mục tiêu (x)</b>             |               |               | <b>11,0</b>   | <b>8,9</b>    |
| EV/EBITDAR (x)                      | 5,9           | 4,0           | 3,0           | 2,6           |
| Cổ tức tiền mặt (VND)               | 3.000         | 4.000         | 4.000         | 4.000         |
| P/B (x)                             | 6,3           | 5,7           | 3,5           | 2,7           |
| <b>ROE (%)</b>                      | <b>66,2</b>   | <b>43,3</b>   | <b>37,0</b>   | <b>36,3</b>   |
| Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu (%)          | 6,2           | -17,5         | -18,0         | -26,5         |

Nguồn: MBS Research

## Tóm tắt dự phóng kết quả kinh doanh và định giá

| Báo cáo kết quả kinh doanh<br>(tỷ đồng)     | 2017          | 2018          | 2019F         | 2020F         | 2021F         |
|---------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                      | <b>42,303</b> | <b>53,577</b> | <b>58,042</b> | <b>68,955</b> | <b>79,371</b> |
| Giá vốn hàng bán                            | 35,753        | 46,085        | 49,453        | 58,364        | 67,527        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                        | <b>6,549</b>  | <b>7,492</b>  | <b>8,589</b>  | <b>10,591</b> | <b>11,844</b> |
| Doanh thu tài chính                         | 74            | 246           | 256           | 303           | 420           |
| Chi phí tài chính                           | 515           | 692           | 843           | 1,029         | 1,231         |
| Chi phí bán hàng và quản lý<br>doanh nghiệp | 805           | 1,008         | 1,190         | 1,356         | 1,485         |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                 | <b>5,303</b>  | <b>5,816</b>  | <b>6,761</b>  | <b>8,460</b>  | <b>9,502</b>  |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                   | <b>5,073</b>  | <b>5,335</b>  | <b>5,889</b>  | <b>7,340</b>  | <b>8,268</b>  |
| <b>Lợi ích không kiểm soát</b>              | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)         | 2017          | 2018          | 2019F         | 2020F         | 2021F         |
|----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>                | <b>10,434</b> | <b>14,064</b> | <b>14,758</b> | <b>18,005</b> | <b>22,947</b> |
| I. Tiền và các khoản tương đương tiền  | 6,864         | 7,982         | 8,260         | 11,002        | 15,678        |
| II. Phải thu ngắn hạn                  | 2,771         | 5,483         | 5,757         | 6,131         | 6,264         |
| III. Hàng tồn kho                      | 267           | 469           | 597           | 703           | 811           |
| IV. Tài sản ngắn hạn khác              | 533           | 130           | 143           | 169           | 195           |
| <b>Tài sản dài hạn</b>                 | <b>21,224</b> | <b>25,022</b> | <b>32,277</b> | <b>39,408</b> | <b>46,032</b> |
| I. Tài sản trả trước                   | 5,938         | 7,483         | 8,314         | 9,538         | 10,737        |
| II. Tài sản cố định                    | 1,751         | 2,879         | 7,462         | 12,003        | 16,488        |
| 1. Tài sản cố định hữu hình            | 1,746         | 2,876         | 7,458         | 12,000        | 16,484        |
| 2. Tài sản cố định vô hình             | 5             | 3             | 3             | 3             | 4             |
| III. Đặt cọc thuê và mua máy bay       | 8,298         | 6,929         | 7,570         | 8,324         | 9,002         |
| IV. Đóng góp vào quỹ bảo dưỡng máy bay | 4,552         | 6,646         | 7,847         | 8,458         | 9,485         |
| V. Đầu tư tài chính                    | 68            | 68            | 68            | 68            | 68            |
| VI. Tài sản dài hạn khác               | 617           | 1,017         | 1,017         | 1,017         | 253           |
| <b>Tổng tài sản</b>                    | <b>31,658</b> | <b>39,086</b> | <b>47,035</b> | <b>57,413</b> | <b>68,979</b> |
| <b>Nợ phải trả</b>                     | <b>21,064</b> | <b>25,048</b> | <b>29,274</b> | <b>34,749</b> | <b>40,755</b> |
| <b>Nợ ngắn hạn</b>                     | <b>13,912</b> | <b>14,941</b> | <b>16,502</b> | <b>18,533</b> | <b>20,577</b> |
| I. Phải trả ngắn hạn                   | 3,126         | 4,651         | 5,401         | 6,354         | 7,330         |
| II. Doanh thu chưa thực hiện           | 2,421         | 3,421         | 4,193         | 4,857         | 5,502         |
| III. Dự phòng ngắn hạn                 | 1,467         | 1,911         | 2,343         | 2,756         | 3,180         |
| IV. Nợ vay ngắn hạn                    | 6,897         | 4,958         | 4,565         | 4,565         | 4,565         |
| <b>Nợ dài hạn</b>                      | <b>7,153</b>  | <b>10,107</b> | <b>12,772</b> | <b>16,216</b> | <b>20,178</b> |
| I. Phải trả dài hạn                    | 6,364         | 9,144         | 11,779        | 15,197        | 19,140        |
| II. Nợ vay dài hạn                     | 627           | 572           | 507           | 442           | 376           |
| III. Nợ dài hạn khác                   | 161           | 391           | 486           | 578           | 662           |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                  | <b>10,594</b> | <b>14,039</b> | <b>17,761</b> | <b>22,664</b> | <b>28,224</b> |
| I. Vốn cổ phần và thặng dư vốn         | 4,759         | 5,662         | 5,662         | 5,662         | 5,662         |
| II. Lợi nhuận giữ lại                  | 5,809         | 8,256         | 11,978        | 16,881        | 22,441        |
| III. Lợi ích cổ đông không kiểm soát   | 2             | 2             | 2             | 2             | 2             |
| IV. Nguồn vốn khác                     | 24            | 119           | 119           | 119           | 119           |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>                  | <b>31,658</b> | <b>39,086</b> | <b>47,035</b> | <b>57,413</b> | <b>68,979</b> |

| Chỉ số                              | 2018   | 2019F  | 2020F  |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|
| <b>Định giá</b>                     |        |        |        |
| Lợi nhuận trên cổ phần (EPS)        | 9,850  | 10,873 | 13,552 |
| Giá trị sổ sách trên cổ phần        | 25,917 | 32,789 | 41,841 |
| P/E                                 | 14.9   | 10.6   | 8.5    |
| P/B                                 | 5.7    | 3.5    | 2.7    |
| <b>Khả năng sinh lời</b>            |        |        |        |
| Biên lợi nhuận gộp                  | 14%    | 15%    | 15%    |
| Biên EBITDAR                        | 29%    | 34%    | 33%    |
| Biên lợi nhuận ròng                 | 10%    | 10%    | 11%    |
| ROE                                 | 43%    | 37%    | 36%    |
| ROA                                 | 17%    | 15%    | 16%    |
| <b>Tăng trưởng</b>                  |        |        |        |
| Doanh thu thuần                     | 27%    | 8%     | 19%    |
| Lợi nhuận trước thuế                | 10%    | 16%    | 25%    |
| Lợi nhuận sau thuế                  | 5%     | 10%    | 25%    |
| Lợi nhuận trên cổ phần (EPS)        | (14%)  | 10%    | 25%    |
| Tổng tài sản                        | 23%    | 20%    | 22%    |
| Vốn chủ sở hữu                      | 33%    | 27%    | 28%    |
| <b>Tính thanh khoản</b>             |        |        |        |
| Hệ số thanh toán hiện hành          | 0.9    | 0.9    | 1.0    |
| Hệ số thanh toán nhanh              | 0.9    | 0.8    | 0.9    |
| Nợ vay/Tổng tài sản                 | 14%    | 11%    | 9%     |
| Nợ vay/Vốn chủ sở hữu               | 39%    | 29%    | 22%    |
| Khả năng thanh toán lãi vay         | 9      | 9      | 9      |
| <b>Hiệu quả hoạt động</b>           |        |        |        |
| Hệ số quay vòng khoản phải thu      | 6.2    | 7.3    | 8.1    |
| Thời gian thu hồi khoản phải thu    | 59     | 50     | 45     |
| Hệ số quay vòng hàng tồn kho        | 62.4   | 60.0   | 60.0   |
| Thời gian quay vòng hàng tồn kho    | 6      | 6      | 6      |
| Hệ số quay vòng khoản phải trả      | 6.3    | 6.6    | 6.6    |
| Thời gian thanh toán khoản phải trả | 58     | 55     | 55     |

| <b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ<br/>(tỷ đồng)</b> | <b>2018</b> | <b>2019F</b> | <b>2020F</b> |
|-------------------------------------------------|-------------|--------------|--------------|
| Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh   | 4,429       | 8,562        | 11,217       |
| Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư       | (178)       | (5,660)      | (5,972)      |
| Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính    | (4,015)     | (2,624)      | (2,503)      |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>           | <b>236</b>  | <b>278</b>   | <b>2,742</b> |

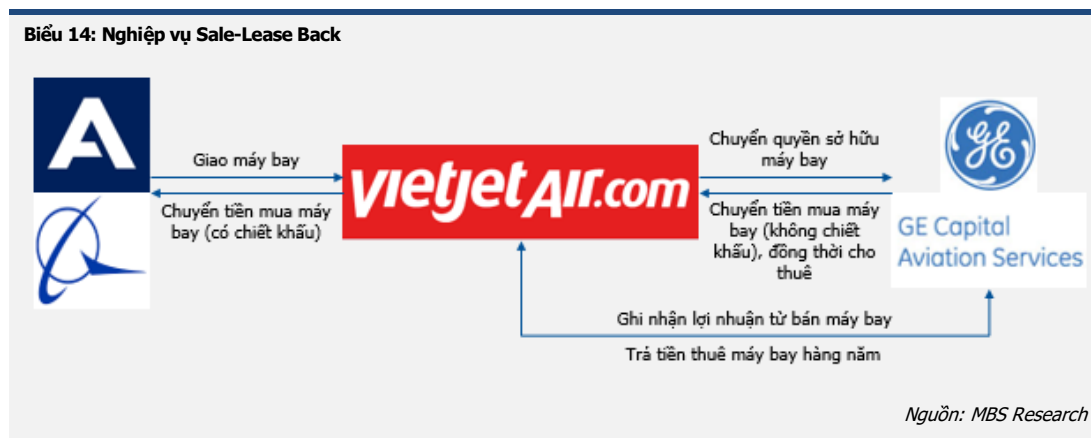
Nguồn: VJC, MBS Research

## PHỤ LỤC

### Phụ lục 1: Nghiệp vụ chuyển giao và thuê lại tài sản (Sale-Lease Back)

Nghiệp vụ Sale-Lease Back (SLB - chuyển giao và thuê lại) là một hình thức hết sức phổ biến trong ngành hàng không, đặc biệt là với các hãng hàng không giá rẻ, mới thành lập. SLB là hoạt động mua bán tài sản khi bên bán ngay lập tức thuê lại tài sản từ bên mua thông qua hợp đồng thuê tài sản dưới hình thức thuê hoạt động (operating lease) hoặc thuê tài chính (financing lease).

Theo hình thức thuê hoạt động, bên đi thuê sử dụng tài sản và trả chi phí thuê, hạch toán vào chi phí hoạt động, định kì theo thời hạn hợp đồng, quyền sở hữu tài sản thuộc về bên cho thuê do vậy bên đi thuê chỉ ghi nhận các khoản mục ngoài bảng cân đối kế toán. Theo hình thức thuê tài chính, điểm khác biệt là quyền sở hữu thuộc về bên đi thuê do vậy phải ghi nhận tài sản và nợ vay trên bảng cân đối kế toán, chi phí thuê chia thành 2 phần: chi phí khấu hao tài sản và chi phí lãi vay. So với chi phí thuê hoạt động cố định hàng năm, chi phí thuê tài chính lớn hơn vào những năm đầu và giảm dần theo thời hạn hợp đồng.



Một nghiệp vụ Sale-Lease Back được tiến hành theo các bước sau:

- ❖ Bước 1: Hãng vận tải hàng không (VietjetAir) kí hợp đồng mua máy bay từ nhà sản xuất (Airbus, Boeing), trả trước một khoản tiền như “đặt cọc”, thông thường khoảng 5-10% giá trị máy bay.
- ❖ Bước 2: Hãng vận tải hàng không tiến hành bán và chuyển giao quyền sở hữu máy bay cho công ty cho thuê (Gecas), đồng thời dùng số tiền nhận được từ việc bán máy bay thanh toán cho các nhà sản xuất máy bay. Sau đó hãng vận tải hàng không sẽ thuê lại máy bay từ chính các công ty cho thuê trên và trả chi phí thuê định kì. Thời hạn thuê tùy thuộc vào cam kết giữa hai bên, thường kéo dài 5-15 năm.
- ❖ Bước 3: Sau khi hết thời hạn hợp đồng, máy bay sẽ được trả lại cho công ty cho thuê. Với trường hợp kết thúc hợp đồng sớm, bên đi thuê sẽ phải chịu một khoản phạt.

Ghi nhận lợi nhuận từ SLB đối với bên đi thuê tài sản theo các chuẩn mực kế toán:

- ❖ GAAP: Đối với trường hợp thuê tài chính, bên đi thuê giữ lại lợi nhuận của việc mua bán tài sản và ghi nhận trong thời gian thuê tài sản
- ❖ IAS 17: Lợi nhuận được ghi nhận ngay lập tức với hình thức thuê hoạt động
- ❖ FAS 13: Lợi nhuận được khấu hao trong thời gian thuê tài sản
- ❖ IFRS 16: áp dụng từ 01/2019 thay thế IAS 17, việc ghi nhận lợi nhuận như IAS 17. Đối với hợp đồng thuê hoạt động, bên đi thuê phải ghi nhận trên bảng cân đối giá trị quyền sử dụng tài sản và nợ thuê.

## Phụ lục 2: Đội tàu bay Việt Nam

Bảng 2: Thống kê đội tàu bay Việt Nam (25/06/2019)

| Hãng hàng không  | Mẫu máy bay         | Số lượng | Số lượng đặt hàng | Tuổi đời (năm) |           |          | Số ghế |
|------------------|---------------------|----------|-------------------|----------------|-----------|----------|--------|
|                  |                     |          |                   | Trung bình     | Thấp nhất | Cao nhất |        |
| Vietnam Airlines | A321-Ceo            | 56       | 0                 | 8,5            | 3,5       | 15,0     | 184    |
|                  | A321-Neo            | 11       | 9                 | 0,4            | 0,1       | 0,6      | 204    |
|                  | A330 <sup>a</sup>   | 2        | 0                 | 7,8            | 7,7       | 7,8      | 280    |
|                  | A350-900            | 14       | 0                 | 2,3            | 0,1       | 4,0      | 305    |
|                  | B787-9 <sup>b</sup> | 11       | 0                 | 3,3            | 2,2       | 3,9      | 274    |
|                  | B787-10             | 0        | 8                 |                |           |          |        |
| VietjetAir       | A320-Ceo            | 22       | 0                 | 6,3            | 3,1       | 10,4     | 180    |
|                  | A321-Ceo            | 34       | 0                 | 1,8            | 0,6       | 4,5      | 230    |
|                  | A321-Neo            | 10       | 106               | 0,6            | 0,1       | 1,5      | 230    |
|                  | B737-Max            | 0        | 200               |                |           |          | 210    |
| Jetstar Pacific  | A320-Ceo            | 15       | 0                 | 4,4            | 1,5       | 13,8     | 180    |
|                  | A319                | 1        | 0                 | 13,7           |           |          | 128    |
| Bamboo Airways   | A320                | 5        | 0                 | 10,0           | 4,0       | 13,3     | 146    |
|                  | A321-Neo            | 3        | 20                | 0,9            | 0,6       | 1,1      | 204    |
|                  | B787                | 0        | 24                |                |           |          |        |

a: VNA tiếp tục kế hoạch thay thế toàn bộ đội tàu bay A330 bằng A350-900 trong giai đoạn 2018-2019

b: VNA có 2 mẫu B78-9 311 ghế

Nguồn: HVN, VJC, Planespotters, MBS Research

Dòng máy bay thân hẹp một lối đi (single-aisle narrow body) **A320-A321Ceo** là dòng máy bay phổ biến nhất trong đội tàu bay Việt Nam. Được sản xuất bởi hãng Airbus S.A.S (Société par Actions Simplifiée), A320-A321 là dòng máy bay đầu tiên áp dụng các hệ thống điều khiển máy bay bằng các giao diện kỹ thuật số kết hợp với hệ thống máy tính (fly-by-wire) trước đó chỉ được trang bị cho các máy bay chiến đấu quân sự. Việc áp dụng hệ thống này lên các máy bay thương mại sẽ làm giảm được một lượng lớn trọng lượng và chi phí cho máy bay, hệ thống này còn giúp các chuyến bay được thực hiện một cách an toàn hơn. Với kích cỡ tương đương Boeing 727, A320 tiêu thụ lượng nhiên liệu ít hơn Boeing 727 đến 50% bằng các đặc tính như hệ thống fly-by-wire, cấu trúc cabin bằng vật liệu composite, sử dụng nhiên liệu để kiểm soát trọng tâm, khoang điều khiển bằng màn hình (EFIS) và bảng điều khiển bay hai người.

Mẫu **A321Neo (New engine option)** ra mắt tháng 12/2010. Dòng Neo cho phép lựa chọn giữa 2 động cơ CFM International LEAP-1A hoặc Pratt & Whitney PW1000G, được kết hợp cùng với các cải tiến ở khung máy bay mới và bổ sung thêm các cánh nhỏ mà Airbus đặt tên Sharklets. So sánh với dòng Ceo (Current engine option), **các mẫu Neo tăng hiệu suất tiêu thụ nhiên liệu với việc cắt giảm 15-20% tiêu hao nhiên liệu trên một ghế bay**, thân thiện môi trường hơn và giảm khoảng 50% tiếng ồn khi hạ cánh. VietjetAir tự hào là đơn vị đưa vào khai thác A321Neo đầu tiên ở Đông Nam Á, và trong tương lai sẽ tiếp tục tiếp nhận hơn 120 chiếc cho giai đoạn 2018-2025. Vietnam Airlines cũng có kế hoạch tiếp nhận 20 chiếc A321Neo trong giai đoạn 2018-2019, tuy nhiên đơn hàng hiện bị chậm và có thể cuối năm 2018 VNA chỉ có thể tiếp nhận 1 chiếc. Cho giai đoạn phát triển đội tàu bay tới năm 2025, VNA có kế hoạch thay thế đội tàu bay A321 hiện tại và nhiều khả năng sẽ là dòng A321Neo với những ưu thế về hiệu năng hoạt động.

**A350-900XWB** – niềm tự hào của đội tàu bay Vietnam Airlines, hiện là dòng máy bay thân rộng hiện đại nhất của đội bay Việt Nam. Đặc tính về thiết kế, thân máy bay của nó được chế tạo bằng nhựa gia cố bằng sợi carbon (CFRP) - hỗ trợ đốt nhiên liệu thấp hơn, bảo trì dễ dàng hơn và tăng khả năng chống ăn mòn. Cánh máy bay cũng hiệu quả hơn và yên tĩnh hơn, cho phép chúng thích nghi trong khi trên không - điều chỉnh cho hiệu quả khí động học tối đa trong các giai đoạn bay khác nhau. **A350-900XWB có trọng lượng cất cánh tối đa (MTOW) 280 tấn, giúp đảm bảo VNA có lãi khi đưa vào khai**

**thác đường bay thẳng đến Hoa Kỳ;** trong khi B777-200LR, B787-9s, và A350-900s (4 mẫu nhận năm 2016 với MTOW 268 tấn) không đảm bảo lợi nhuận chặng bay SGN-LAX của Vietnam Airlines. Năm 2019, VNA sẽ tiếp nhận thêm 2 mẫu A350 thông qua nghiệp vụ Sale-Lease Back.

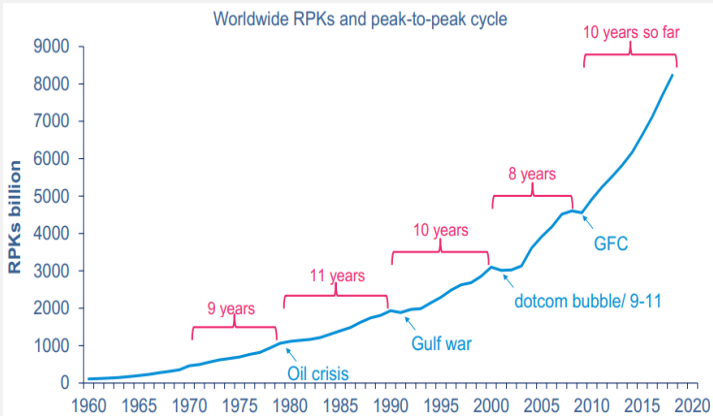
**B737Max-200**, Boeing 737Max là thế hệ thứ 4 của dòng máy bay thương mại 737 nổi tiếng của Boeing, được trang bị động cơ CFM International LEAP-1B. Có 4 biến thể của 737Max bao gồm 737Max7, 737Max8, 737Max9, và 737Max10, trong đó, chiếc 737Max200 được VietjetAir đặt mua là phiên bản biến thể "đặc" của 737Max8 với nhiều chỗ ngồi hơn trong một không gian không đổi. Kết quả là 737Max200 tăng thêm 20% hiệu suất và tiết kiệm chi phí hơn so với phiên bản 737 hiện tại, đồng thời có chi phí vận hành thấp hơn 727Max8 tiêu chuẩn tới 5%. Theo thử nghiệm của nhóm AirInsight, **mẫu B737Max8 cho hiệu suất chi phí trên một dặm ghế (Cost per Available Seat Miles) tốt hơn mẫu A320Neo khoảng 2,6%.** Qua đó thế hệ tàu bay B737Max trở thành dòng thân hẹp có hiệu suất hoạt động tốt nhất trên thị trường hiện nay. Năm 2016, Vietjet ký biên bản ghi nhớ (MOU) đặt mua 100 mẫu B737Max-200 cho giai đoạn 2019-2023, năm 2019 nhận 4 máy bay, các năm sau mỗi năm nhận 24 máy bay. Năm 2018, tại Farnborough Airshow, Vietjet tiếp tục ký mới MOU đặt mua 100 mẫu B737Max trong đó 80 mẫu B737Max10 – 230 ghế và 20 mẫu B737Max8 – 210 ghế cho giai đoạn 2022-2025.

Nhìn chung, đội bay Việt Nam chủ yếu là các mẫu thân hẹp phù hợp cho các chặng bay nội địa, và các chặng quốc tế trong vòng 5-6h kết nối khu vực Đông Nam Á và Đông Bắc Á. Các hãng hàng không Việt Nam đều sở hữu đội tàu bay hiện đại, tuổi đời thấp với hiệu suất vận hành cao. Vietnam Airlines sẽ tiếp tục triển khai kế hoạch trẻ hóa đội tàu bay bắt đầu ở đội thân rộng và đội thân hẹp cho giai đoạn sau 2020. VietjetAir luôn duy trì đội bay trẻ, liên tục tiếp nhận tàu bay mới và trong tương lai sẽ là những tàu bay hiện đại nhất khu vực. Jetstar cho thấy nỗ lực thay đổi hình ảnh đội bay khi mới tiếp nhận 10 tàu bay mới thông qua SLB trong năm 2016, cải thiện hiệu suất hoạt động của hãng. MBS nhận định, đội bay Việt Nam sẽ tiếp tục được nâng tầm, hiện đại hóa, trẻ hóa, thuộc top đầu đội bay các nước khu vực.

Phụ lục 3: Ngành vận tải hàng không thế giới

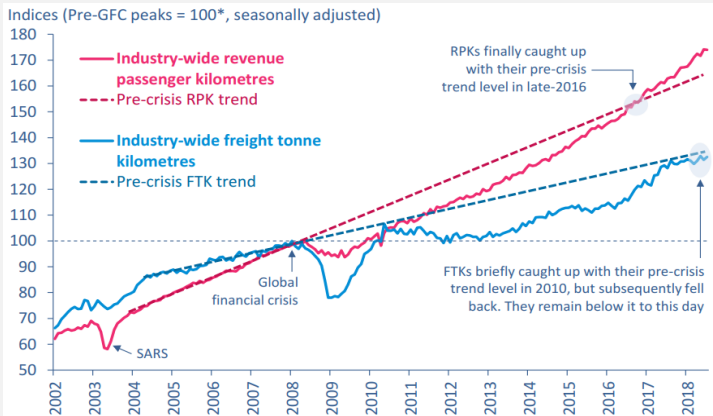
Nghiên cứu xuyên suốt lịch sử ngành hàng không cho thấy lượng vận tải hàng không có tốc độ tăng trưởng gấp đôi mỗi mười lăm năm, và đã trải qua tăng trưởng tốt hơn hầu hết các ngành khác. Từ năm 1960, nhu cầu về dịch vụ vận tải hàng khách và hàng hóa tăng lên, sự kết hợp trong tiến bộ công nghệ và hoạt động đầu tư phát triển là động lực tăng trưởng cho ngành vận tải hàng không, tạo tiền đề cho ngành vận tải hàng không tăng trưởng gấp 5 lần so với GDP thực tế so sánh cùng kỳ. Dữ liệu quá khứ còn chỉ ra rằng lưu lượng hàng không gia tăng không ngừng bất chấp chu kỳ suy thoái. Ngành vận tải hàng không chống lại những cuộc suy thoái một cách chính xác bởi vai trò như một trong những công cụ hiệu quả nhất để kết thúc quá trình suy giảm kinh tế - một đề xuất đáng lưu ý đối với chính phủ các quốc gia trong một môi trường kinh tế đầy thách thức.

Biểu 15: Tăng trưởng ngành vận tải hàng không toàn cầu



Nguồn: GAPS 2018 – The passenger outlook, IATA

Biểu 16: 10 năm sau khủng hoảng tài chính 2007-2008

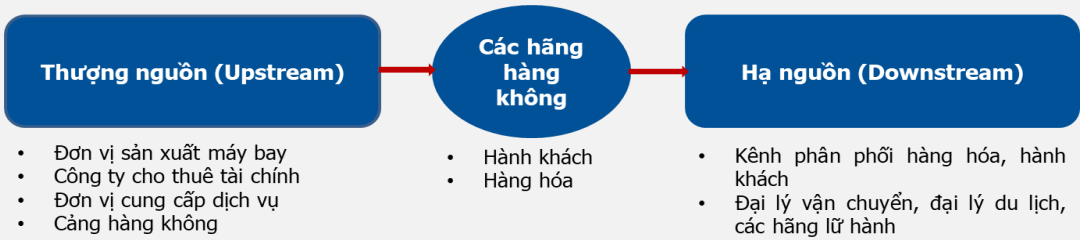


Nguồn: IATA Economics

Mặc dù ngành vận tải hàng không ít chịu tác động từ chu kỳ kinh tế, các yếu tố liên quan đến mức độ an ninh hàng không như chiến tranh, khủng bố, dịch bệnh có tác động tương đối tiêu cực, bởi chúng ảnh hưởng trực tiếp đến tâm lý, tính mạng hành khách, tác động dây chuyền lên quyết định của khách hàng, nhu cầu đi lại bằng đường không. Đáng chú ý nhất có thể kể đến như vụ khủng bố 11/9/2001, sau đó là bùng nổ đại dịch SARS đầu năm 2003. Đến năm 2004, doanh thu và lượng vận tải ngành hàng không mới vượt qua được kết quả năm 2000, mất 3 năm để phục hồi \$22 tỷ doanh thu sụt giảm trong năm 2001, tương đương mức giảm 6,7%. Đối với đại dịch SARS, ngành vận tải hàng không chứng kiến mức giảm mạnh 15,8% từ đỉnh RPKs, tuy nhiên thị trường chỉ mất 5 tháng sau đại dịch để phục hồi lại mức đỉnh cũ.

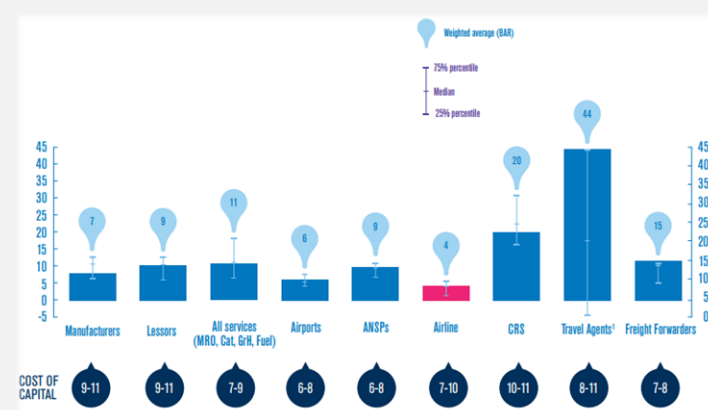
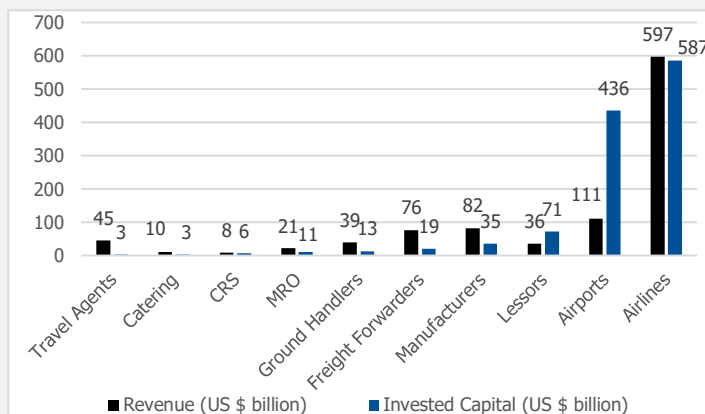
Ngành hàng không là ngành dịch vụ, lấy trọng tâm là vận tải hành khách – hàng hóa, do vậy, chuỗi giá trị ngành hàng không lấy các hãng hàng không làm trung tâm của chuỗi, được hỗ trợ bởi hai nhóm thượng nguồn và hạ nguồn. Nhóm thượng nguồn đóng vai trò như các đơn vị đầu vào, hỗ trợ hoạt động vận tải bao gồm các nhà sản xuất máy bay, phụ tùng; công ty cho thuê tài chính; các dịch vụ phụ trợ như sửa chữa – bảo dưỡng, suất ăn hàng không, dịch vụ mặt đất; các cảng hàng không và quản lý không lưu. Nhóm hạ nguồn đóng vai trò kết nối hành khách, hàng hóa bao gồm các kênh phân phối hàng khách – hàng hóa, đại lý vận chuyển, đại lý du lịch và các hãng lữ hành.

Biểu 17: Chuỗi giá trị ngành hàng không



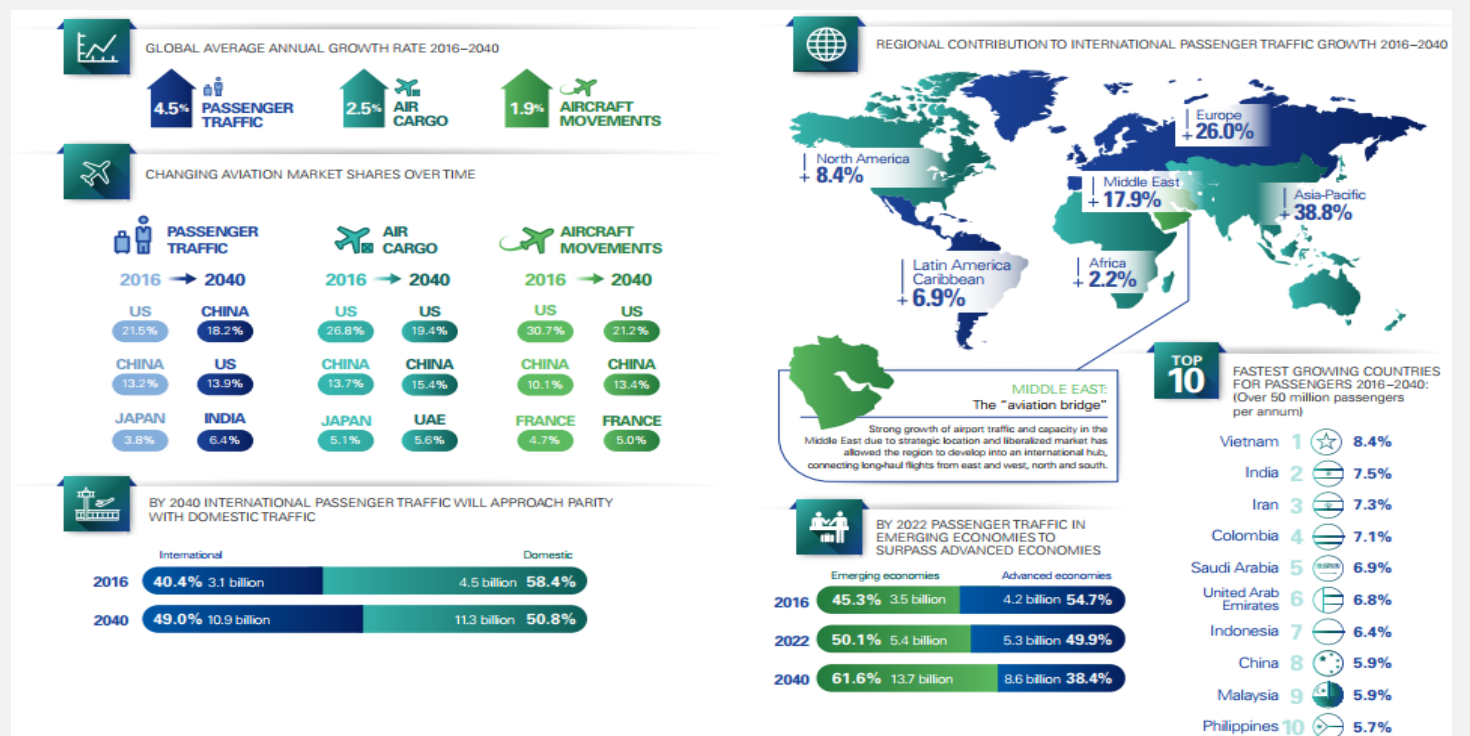
Nguồn: MBS Research

Mặc cho sự phát triển không ngừng của lượng vận tải ngành hàng không và vai trò trung tâm của chuỗi giá trị, **ngành vận tải hàng không gặp khó trong việc tạo lợi nhuận tương xứng với vị thế**. So với các nhóm toàn chuỗi, các hãng hàng không có tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư (ROIC – Return on invested capital – lợi nhuận được tính trước chi phí lãi vay) ở mức thấp nhất và kéo dài, thậm chí thấp hơn chi phí vốn đầu tư (WACC – Weighted average cost of capital). Nguyên nhân chính bởi các ngành vận tải hàng không đòi hỏi mức vốn đầu tư cố định để tài trợ cho đội tàu bay lớn, máy bay là một trong những sản phẩm sản xuất đắt đỏ nhất thế giới, ngoài ra biên lợi nhuận của hoạt động vận tải liên tục ở mức thấp 1-3%. Tổng nguồn vốn các hãng hàng không bỏ ra để tài trợ đội tàu bay tương đương tổng cộng các đơn vị còn lại trong ngành, thậm chí cả đầu tư cảng hàng không. Nhóm thượng nguồn và nhóm hạ nguồn với điểm chung về vốn đầu tư thấp, biên lợi nhuận cao, đều có mức sinh lời ROIC cao hơn chi phí vốn WACC, đặc biệt là nhóm hạ nguồn..

**Biểu 18: Tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư**

**Biểu 19: Mức đầu tư và doanh thu từng ngành**


Source: Profitability and the air transport value chain, IATA June 2013

**Thị trường hàng không châu Á và Thái Bình Dương đã liên tục ghi nhận tăng trưởng lưu lượng hành khách cao hơn mức trung bình của thế giới kể từ năm 2009.** Ngày nay, một phần ba RPK trên toàn thế giới được thực hiện bởi các hãng hàng không đến từ khu vực Châu Á - Thái Bình Dương. Năm trong mười nước hàng đầu về du lịch thuộc Châu Á - Thái Bình Dương. Xu hướng tự do hoá mở rộng hơn có khả năng sẽ thúc đẩy hơn nữa cho ngành du lịch mở rộng, kết nối thương mại và kết nối không lưu của khu vực. Dự báo lưu lượng vận tải tới năm 2040, Hội đồng Sân bay Quốc tế (ACI) nhận định thị trường Châu Á – Thái Bình Dương tiếp tục giữ vai trò dẫn dắt tăng trưởng lưu lượng toàn cầu. ACI cũng chỉ ra danh sách 10 quốc gia có tốc độ tăng trưởng hành khách giai đoạn 2016-2040 nhanh nhất thế giới, trong đó toàn bộ là các nền kinh tế mới nổi đang phát triển, 6/10 quốc gia thuộc khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, thị trường Việt Nam dẫn đầu tốc độ tăng trưởng hành khách đạt CAGR 8,4%/năm.

**Biểu 20: Dự phóng lưu lượng hàng không 2017-2040**

Nguồn: World Airport Traffic Forecasts 2017, ACI

Liên hệ: Equity Research

MBS Equity Research

Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn – Tel: 0982268088) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Thị Huyền Dương  
(Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn – Tel: 0982268088)

Nghân hàng

Nguyễn Thị Quế Anh  
(Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn – Tel: 0908762227)

Vật liệu xây dựng

Nguyễn Bảo Trung  
(Trung.NguyenBao@mbs.com.vn – Tel: 0988739505)

Hàng không

Nguyễn Nam Khoa  
(Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn – Tel: 0912323051)

Dược phẩm, Cao su thiên nhiên

Nguyễn Đăng Thiện  
(Thien.NguyenDang@mbs.com.vn – Tel: 0909917939)

Bất động sản, Xây dựng

Nguyễn Tiến Dương  
(Duong.NguyenTien@mbs.com.vn – Tel: 0911225869)

Chứng khoán

Phạm Việt Duy  
(Duy.PhamViet@mbs.com.vn – Tel: 0986696617)

Năng lượng

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc  
(Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn – Tel: 0774701272)

Logistics

Lê Khánh Tùng  
(Tung.LeKhanh@mbs.com.vn – Tel: 0335699989)

Thủy sản

Nguyễn Thanh Danh  
(Danh.NguyenThanh@mbs.com.vn – Tel: 0354358427)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

| Xếp hạng | Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại |
|----------|------------------------------------------------|
| MUA      | >=15%                                          |
| NẮM GIỮ  | Từ -15% đến +15%                               |
| BÁN      | <= -15%                                        |

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601  
Webiste: www.mbs.com.vn

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.