

## Ngành hàng không

Báo cáo cập nhật Q2/2020

13 tháng 05, 2020

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **30.000**

Giá thị trường (13/05/2020) 27.950

Lợi nhuận kỳ vọng 7,3%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần	17.800-43.430
Vốn hóa	39.641 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	1.418.290.847 CP
KLGD bình quân 10 ngày	1.069.895 CP
% sở hữu nước ngoài	9,5%
Beta	1,15

Chuyên viên phân tích

**Đỗ Long Khánh**

(84 4) 3928 8080 ext 209

dolongkhanh@baoviet.com.vn

# CTCP Tổng công ty hàng không Việt Nam

Mã giao dịch: HVN

Bloomberg: HVN VN

**Kết quả kinh doanh quý 2 sẽ ảnh hưởng nhiều hơn.** Do quy định giãn cách xã hội được thực hiện trong 3 tuần đầu tháng 4 nên sẽ ảnh hưởng nhiều hơn đến số liệu quý 2. Hoạt động khai thác trong Q1 còn được hỗ trợ bởi kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán, trong khi quý 2 sẽ chỉ ghi nhận sự hồi phục nhẹ từ nhu cầu du lịch trong nước.

**Thị trường quốc tế Q1 và Q2 sụt giảm vì dịch bệnh Covid-19.** Theo thống kê, khoảng 25% sản lượng ngành hàng không Việt Nam khai thác tại thị trường Trung Quốc. Tính riêng VNA, công ty cũng khai thác 13 trên 98 chuyến bay kết nối Việt Nam tới các địa điểm tại quốc gia này. Lượng khách quốc tế đến Việt Nam bằng đường hàng không trong 3 tháng đầu năm 2020 đạt 2,99 triệu người (-15% yoy). Trong đó, lượng khách từ Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản giảm lần lượt 32%, 26% và 14%.

**Doanh thu nội địa phục hồi từ cuối Q2.** Sau ngày 17/05, các tuyến bay nội địa của HVN sẽ khai thác trở lại, giúp khôi phục lại toàn bộ mạng bay, tuy nhiên tần suất khai thác sẽ chưa thể quay trở về như thời điểm trước dịch. Các đường bay quốc tế đóng cửa vô thời hạn cũng khiến gia tăng nhu cầu du lịch nội địa trong thời điểm cuối Q2 – đầu Q3.

**Passenger yield suy giảm** do việc cạnh tranh giữa các doanh nghiệp buộc HVN phải điều chỉnh lại giá vé. Trong năm 2020 lợi suất sẽ tiếp tục giảm để kích thích nhu cầu đi lại sau dịch của người dân.

**Biên lợi nhuận gộp ảnh hưởng tích cực trong các quý cuối năm.** Chi phí nhiên liệu mỗi ASK trong năm 2020 sẽ thấp hơn năm ngoái do **(1)** đội tàu bay tiết kiệm nhiên liệu hơn và **(2)** ảnh hưởng tích cực từ diễn biến điều chỉnh giảm giá nhiên liệu máy bay.

**Dự báo KQKD 2020.** Chúng tôi ước tính doanh thu thuần 2020 đạt 61.125 tỷ VNĐ (- 38,31% yoy). Lợi nhuận sau thuế hợp nhất dự báo tăng -55,7% yoy, đạt 1.009 tỷ VNĐ.

### KHUYẾN NGHỊ

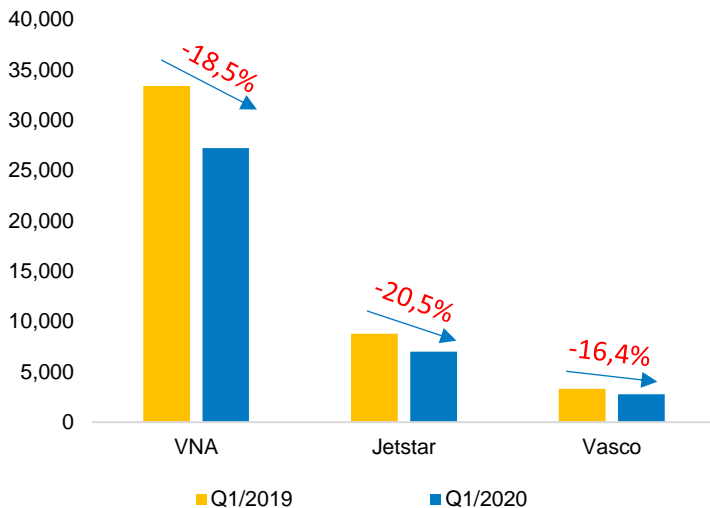
Dựa trên hai phương pháp P/E và EV/EBITDAR, chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý của HVN dựa trên ước tính từ các yếu tố cơ bản ở mức **30.000 VNĐ/cổ phần**. Do đó chúng tôi duy trì khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu HVN.

## Số chuyến bay khai thác chịu tác động mạnh hơn trong Q2

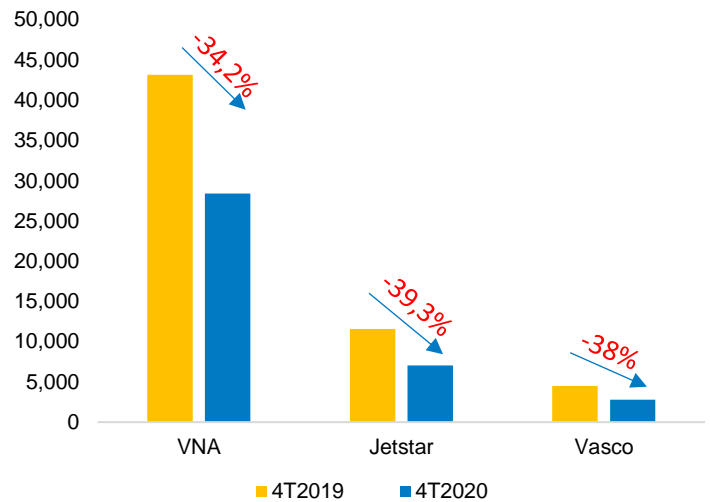
Covid-19 đã cho thấy những ảnh hưởng rõ rệt bắt đầu từ cuối Q2, tác động lên cả du khách nước ngoài cũng như nhu cầu nội địa. Việc dừng toàn bộ các đường bay quốc tế từ giữa tháng 3 và duy trì cầm chừng các đường bay nội địa ở mức tối thiểu từ đầu tháng tư với quy định giãn các hành khách, khiến số lượng chuyến bay khai thác của các thương hiệu trong tập đoàn đều ghi nhận sự sụt giảm so với cùng kỳ quý trước.

Sự ảnh hưởng của Covid-19 trong Q1/2020 phần nào được hỗ trợ bởi nhu cầu đi lại của người dân trong dịp Tết Nguyên Đán, trong khi quy định giãn cách xã hội bắt đầu được thực hiện trong tháng 4, do đó chúng tôi cho rằng mức độ ảnh hưởng của dịch bệnh sẽ nghiêm trọng hơn trong Q2 khi các hãng bay chỉ được phép khai thác các tuyến nội địa khi hết hiệu lực cách ly xã hội.

**Số chuyến bay khai thác Q1**



**Số chuyến bay khai thác 4 tháng đầu năm**

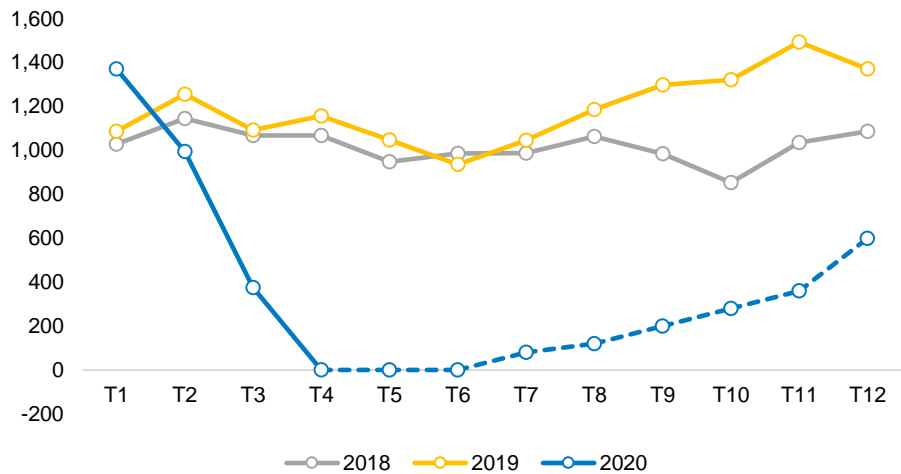


Hiện tại, Việt Nam đang kiểm soát dịch tương đối tốt, do đó chúng tôi cho rằng các tuyến bay sẽ từng bước được mở lại, tuy nhiên nhu cầu sẽ khó có thể hồi phục trở về như mức trước sụt giảm.

## Doanh thu từ khách quốc tế sụt giảm mạnh

Lượng khách quốc tế đến Việt nam bằng đường hàng không trong 3 tháng đầu năm 2020 đạt 2,99 triệu người (-15% yoy). Trong đó, lượng khách từ Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản giảm lần lượt -32%, -26% và -14%, đây đều là những thị trường quan trọng với Việt Nam do sự tương đồng về văn hóa và thuận lợi về mặt vị trí địa lý. Riêng 3 thị trường này đã chiếm hơn 50% tổng lượng khách quốc tế đến Việt nam trong 3 tháng đầu năm.

**Khách quốc tế đến Việt Nam bằng đường hàng không  
(nghìn người)**



Dựa trên số liệu của Tổng cục Du lịch Việt Nam, với giả định khách quốc tế đến Việt Nam bằng đường hàng không duy trì tỷ lệ 80%, chúng tôi cho rằng các chuyến bay quốc tế có thể từng bước được nối lại trong Quý 3, với du lịch công vụ có thể phục hồi trước do nhu cầu trên toàn thế giới khẩn trương khôi phục các hoạt động giao dịch, trao đổi thương mại, sản xuất.

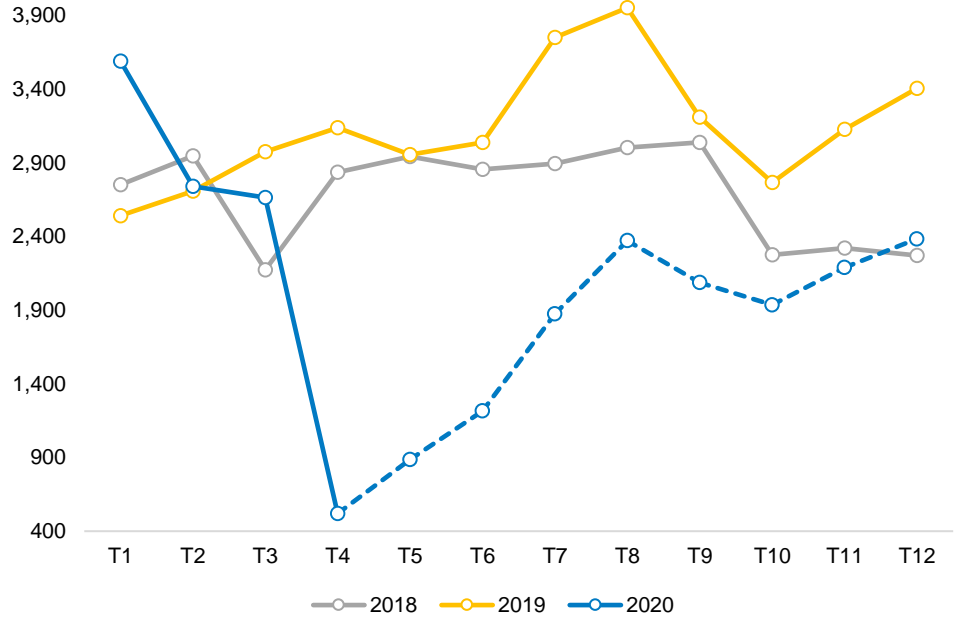
Với lượng khách quốc tế cả năm 2020 ước sụt giảm 69%, ASK quốc tế của HVN sẽ giảm 56% (với giả định HVN vận chuyển 70% lượng khách quốc tế đến Việt Nam bằng đường hàng không).

### Doanh thu nội địa phục hồi nhanh hơn nhờ nhu cầu đi lại và du lịch

Hiện tại HVN đang khai thác 116-166 chuyến bay/ngày, ước bằng khoảng 30% so với thời điểm trước dịch. Sau ngày 17/05, toàn bộ các chuyến bay nội địa sẽ được khai thác trở lại, nâng tổng số chuyến bay khai thác của HVN lên mức 142-196 chuyến/ngày.

Bên cạnh đó, nhằm thúc đẩy nhu cầu du lịch của mọi người, nhằm khai thác sâu hơn thị trường nội địa, HVN sẽ mở thêm 5 đường bay mới trong cuối tháng 5 với giá vé rẻ, bao gồm các chặng TP Hồ Chí Minh – Tuy Hòa, Hải Phòng – Nha Trang, Vinh – Đà Lạt, Vinh – Buôn Ma Thuột, Thanh Hóa – Buôn Ma Thuột.

**Vận chuyển khách nội địa bằng hàng không**  
(nghìn người)

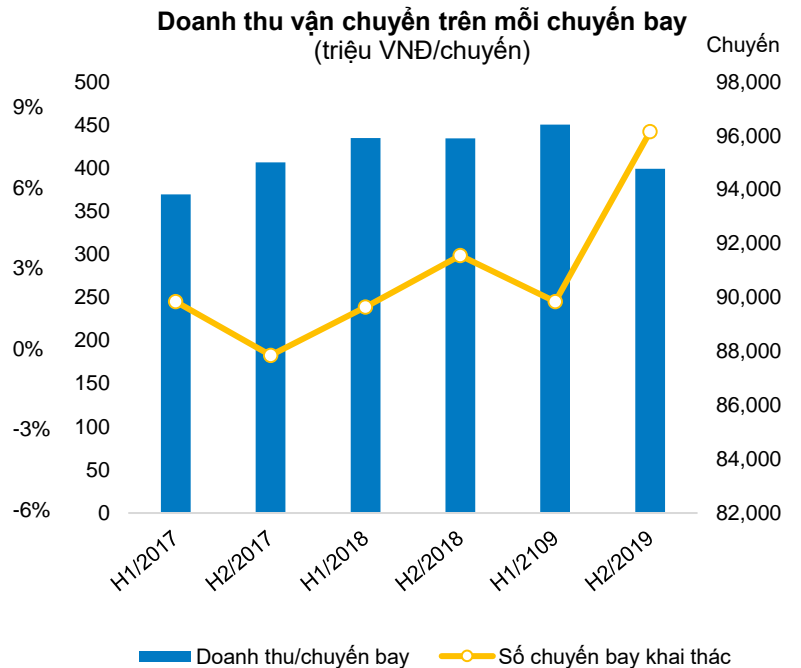
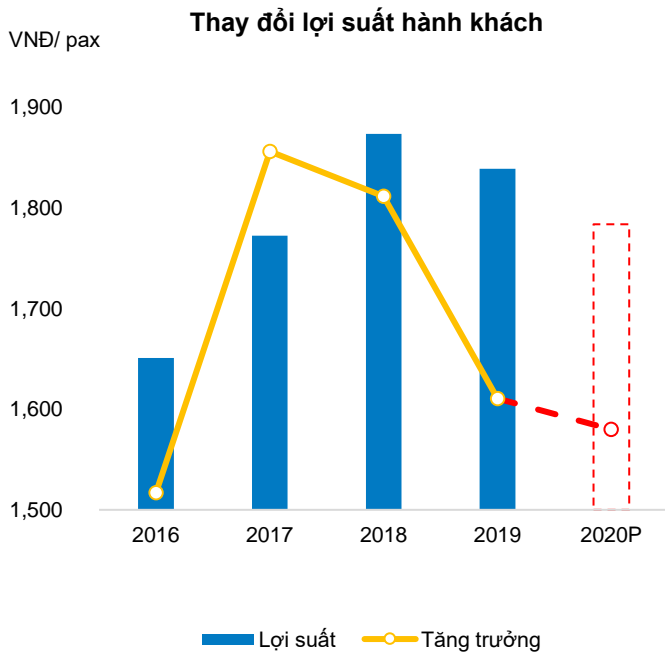


Với giả định dịch bệnh được kiểm soát tốt và không bùng phát trở lại ở Việt Nam, các chuyến bay nội địa sẽ dần hồi phục nhờ nhu cầu đi lại cho mục đích công việc và du lịch, và tăng mạnh hơn vào thời điểm cuối năm. Tuy vậy với tâm lý thận trọng của người dân, chúng tôi cho rằng nhu cầu đi lại sẽ không thể phục hồi ngay lập tức trở lại mức như trước khi có dịch bệnh. Dựa trên giả định của BVSC, tổng lượng khách di chuyển bằng đường hàng không sẽ giảm 34,8%, khiến lượng khách nội địa của HVN trong năm 2020 giảm xuống còn 24,46 triệu hành khách (-35,7% yoy), tương đương với mức ASK nội địa giảm 46,89% yoy, xuống còn 28.039 triệu HK.km.

### Passenger yield thấp nhằm thúc đẩy nhu cầu

Trong năm 2019, HVN đã giảm giá vé máy bay nhằm cạnh tranh với hãng hàng không Bamboo Airways. Chúng tôi tin rằng, trong năm nay, HVN sẽ tiếp tục giảm giá vé cho các tuyến nội địa nhằm nắm bắt nhu cầu đi lại sau khi dịch Covid-19 được kiểm soát, đáp trả lại các chương trình ưu đãi khách hàng do các hãng bay khác thực hiện. Mới nhất là việc Tổng công ty sẽ mở thêm 5 đường bay mới, với tần suất khai thác mỗi tuyến bay là 3 chuyến/tuần, với giá vé chỉ từ 99.000 VNĐ/chặng trong khoảng thời gian 13/05-30/06.

Cùng với ảnh hưởng của dịch bệnh khiến hiệu quả khai thác chung gặp nhiều khó khăn, thị trường quốc tế vẫn đang đóng cửa vô thời hạn, chúng tôi cho rằng passenger yield của HVN trong năm 2020 sẽ giảm khoảng 3% so với năm trước. Kết thúc năm 2019, passenger yield của HVN là 1.839 VNĐ/pax (-1,85% yoy).

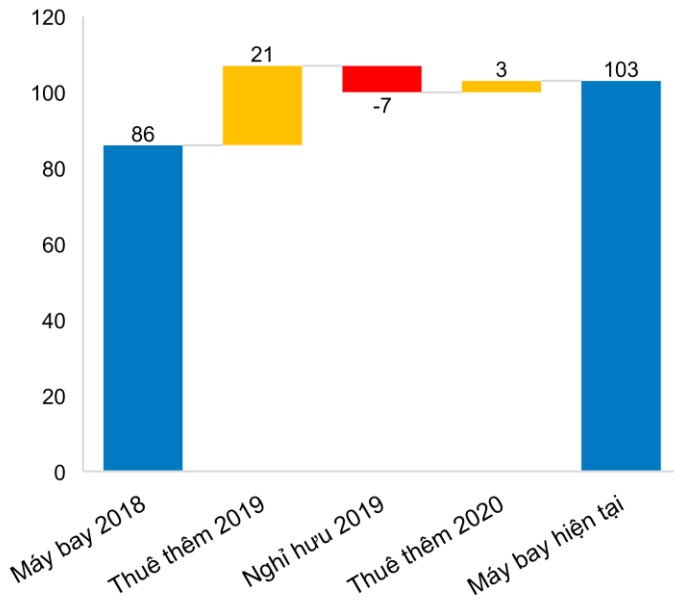
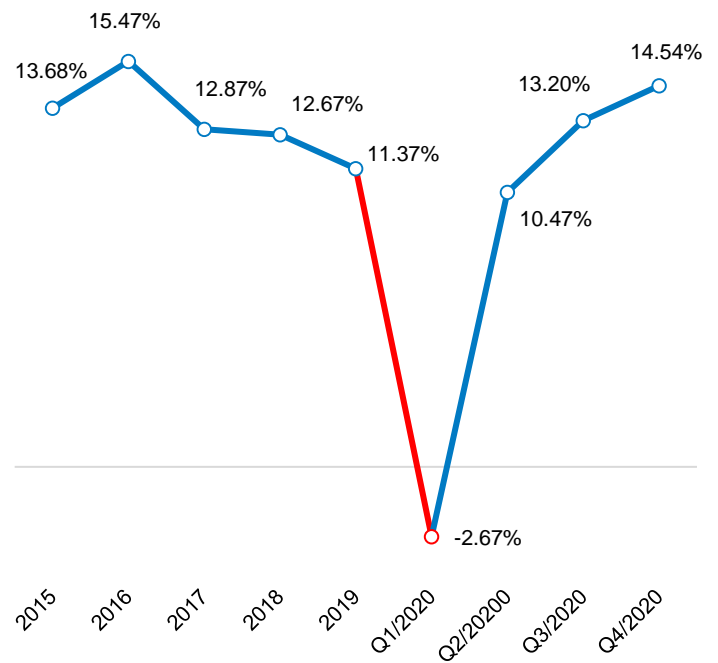


### Chi phí thuê và bảo trì máy bay cao ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp

Năm 2019, HVN bổ sung thêm 21 tàu bay, bao gồm 16 tàu bay thân hẹp A321Neo và 5 tàu bay thân rộng gồm A350-900 và A787-10, nhằm thay thế 7 tàu bay cũ và bổ sung thêm tàu bay vận hành. Cả 21 máy bay đều được công ty thực hiện dưới hình thức thuê khô, khiến chi phí đi thuê trong năm tăng thêm khoảng 1.700 tỷ đồng, tương ứng chi phí thuê vào khoảng 7 tỷ VNĐ/ máy bay/tháng. Với nhu cầu đi lại thấp trong năm nay do ảnh hưởng từ dịch bệnh, chúng tôi cho rằng trong 6 tháng cuối năm, HVN sẽ chỉ bổ sung thêm 2 tàu bay mới nhằm thay thế cho 2 tàu bay cũ đã vận hành được 16 năm. Tính chung cả năm, HVN có thể sẽ chỉ bổ sung thêm 5 tàu bay mới, nâng đội tàu bay lên 108 tàu, chi phí thuê máy bay trong năm tăng lên 14.911 tỷ đồng (+2,89% yoy).

Trong cuối Q1/2020 và đầu Q2/2020, lượng tàu bay lớn trong khi hoạt động kinh doanh bị ảnh hưởng bởi Covid-19 khiến biên lợi nhuận doanh nghiệp giảm mạnh. Tuy vậy, tác động tiêu cực đã phần nào được bù đắp bởi chi phí nhiên liệu mỗi ASK thấp hơn do (1) đội tàu bay tiết kiệm nhiên liệu hơn và (2) ảnh hưởng tích cực từ diễn biến điều chỉnh giảm giá nhiên liệu máy bay. Bên cạnh đó, chính sách nghỉ không lương, giảm lương và làm việc luân phiên cũng đã giúp công ty tiết kiệm được đáng kể chi phí khai thác trong thời điểm này.

Mặc dù giá dầu đang dần hồi phục từ đầu tháng 5, nhưng vẫn đang tương đối thấp so với mặt bằng giá năm 2019. Cùng với đội tàu bay trẻ, tác động tích cực lên biên lợi nhuận gộp sẽ rõ ràng hơn trong 2 quý cuối năm. Theo tính toán của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp trong năm 2020 của HVN giảm xuống 9,15% từ mức 11,37% trong năm 2019, do ảnh hưởng từ kết quả Q1.

**Thay đổi lượng máy bay**

**Thay đổi biên lợi nhuận gộp**


### Dự báo kết quả kinh doanh

VND (tỷ đồng)	2019	2020	Tăng trưởng	Cơ sở dự báo
Doanh thu thuần	99.100	61.125	- 38,31%	
Vận tải hàng không	78.88	49.611	- 37,1%	Lượng khách nội địa và quốc tế giảm lần lượt 35,7% và 69%, với hệ số lấp đầy là 75%. Passenger yield giảm 3% xuống còn 1.784 VND/pax. ASK quốc tế giảm 65% yoy, LF còn 70%. ASK nội địa giảm 46,89% yoy, xuống còn 28.039 triệu HK.km Thị phần nội địa giảm nhẹ do tiếp tục cạnh tranh với các hãng hàng không khác.
Hoạt động phụ trợ vận tải	5.188	3.026	- 41,66%	Triển khai dịch vụ truyền phát không dây trên các máy bay Airbus A321neo và dịch vụ internet trên chuyến bay bắt đầu từ tháng 10 năm 2019.
Bán hàng	14.022	8.089	- 42,31%	Ảnh hưởng do suy giảm các tuyến bay quốc tế, bằng 16,31% doanh thu vận chuyển hành khách.
Khác	1.001	397	- 60,25%	

Lợi nhuận gộp	11.162	5.586	- 49,95%	Đội bay trẻ hơn, đồng thời hưởng lợi từ sự sụt giảm từ giá dầu trong giai đoạn đầu năm giúp tiết kiệm chi phí nhiên liệu.  Chi phí thuê máy bay tăng thêm 2,89% so với cùng kỳ do bổ sung 5 thêm 5 máy bay mới.
SLB	165	22	-86,67%	Phần lớn đến từ việc SLB lại động cơ, trong khi nhu cầu cho các máy bay mới thời điểm hiện tại là chưa có. Đơn hàng vẫn sẽ được đặt để nhận máy bay trong các năm sau.
LNTT	3.389	1.500	-54,86%	Chi phí quản lý tiết kiệm được 49,3% so với năm 2019 nhờ giảm lương lãnh đạo hoặc không nhận lương trong vòng 1-2 tháng.
LNST	2.279	1.009	-55,7%	
EPS	1.723	763		

### Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NEUTRAL** đối với Tổng công ty Hàng không Việt Nam với giá mục tiêu là 30.000 VNĐ/cổ phiếu.

Sử dụng phương pháp so sánh P/E và EV/EBITDAR với doanh nghiệp so sánh là các hãng hàng không truyền thống trong khu vực Châu Á.

Với EPS là 763 VNĐ/cổ phiếu, giá trị cổ phiếu HVN tính bằng phương pháp P/E và EV/EBITDAR lần lượt là 43.562 VNĐ/cổ phiếu và 17.228VNĐ/cổ phiếu, tương ứng hệ số P/E trung bình là 22,58x và EV/EBITDAR là 4,36x.

#### Kết quả định giá cổ phiếu HVN

Định giá HVN	Giá trị	Tỷ trọng
P/E multiples	43.562	50%
EV/EBITDAR	17.228	50%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>		<b>30.395</b>

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Đỗ Long Khánh** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Bình Nguyên**

Đầu khí, Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Hoàng Bảo Ngọc**

Công nghệ thông tin

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Trần Thị Thu Nga**

Bán lẻ, ngân hàng

tranthithunga@baoviet.com.vn

**Đỗ Long Khánh**

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Ô tô &amp; Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Vật liệu xây dựng

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hòa**

Hạ tầng nước

thaianhhoa@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

**Ngô Trí Vinh**

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Phạm Tiến Dũng**

Phó Giám đốc khối

phamtiendung@baoviet.com.vn

**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

**Lê Hoàng Phương**

Chuyên viên chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Đức Hoàng**

Chuyên viên chiến lược thị trường

nguyenduchoang@baoviet.com.vn





## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888