

TCT Hàng không Việt Nam (UPCOM: HVN)

Báo cáo đại hội cổ đông 23/05/2018

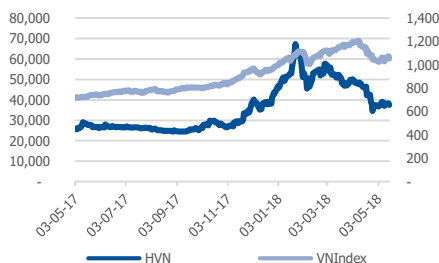
Giá mục tiêu	NA
12 tháng (VND)	
Tiềm năng tăng giá	NA
Thị giá hiện tại	32.800 VND
Vốn hóa (tỷ đồng)	46.534
Biến động 52 tuần (VND)	24.600 – 67.300
KLGDĐQ (cổ phiếu)	350.139
Sở hữu NĐTNN	8,97%

Nguồn: Bloomberg

Dự phóng thu nhập & định giá (hợp nhất)

Năm tài chính	2015	2016	2017	2018P
Doanh thu thuần (tỷ VND)	65.942	70.089	82.951	97.073
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	1.049	2.601	3.155	2.421
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	506	2.055	2.371	1.917
EPS (VND)	452	1.757	1.931	1.449
Tăng trưởng EPS (%)		288,7	9,9	(25,0)
P/E (x)	72,6	18,7	17	22,6
P/B (x)	2,9	2,4	2,4	NA
ROE (%)	4,2	14,5	14,1	NA
Nợ ròng/vốn CSH	4,8	3,5	2,3	NA

Diễn biến giá cổ phiếu



Diễn biến giá	1M	3M	12M
HVN (%)	(20,2)	(34,3)	28,8
VNIndex (%)	(8,7)	(0,5)	37,5

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu cổ đông (trên 5%)

Nhà nước (Bộ GTVT)	86,16%
ANA Holdings Inc	8,77%
Sở hữu nước ngoài	8,97%

Nguyễn Nam Khoa
Aviation Analyst

Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn

Khó khăn trở lại khi giá nhiên liệu tăng cao

Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2018

Chúng tôi đã tham dự Đại hội cổ đông thường niên 2018 của HVN và ghi nhận những thông tin chính sau:

- Năm 2017, Vietnam Airlines vận chuyển 21,91 triệu lượt khách (tăng 6,2% cùng kỳ), doanh thu thuần hợp nhất đạt 82.951 tỷ đồng (tăng 18,4% cùng kỳ), lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 2.371 tỷ đồng (tăng 15,4% cùng kỳ).
- Kế hoạch 2018, công ty đặt mục tiêu vận chuyển 24,3 triệu lượt khách (tăng 10,9% cùng kỳ), doanh thu hợp nhất đạt 97.073 tỷ đồng (tăng 16,2% cùng kỳ), lợi nhuận hợp nhất sau thuế đạt 1.917 tỷ đồng (giảm 27,9% cùng kỳ). Kế hoạch sản xuất kinh doanh của công ty phần nào phản ánh mối lo ngại từ ảnh hưởng của việc giá nhiên liệu tăng cao từ năm 2016.
- Công ty có kế hoạch bán ưu đãi cổ phần cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 15,5753% giá ưu đãi 10.000 đồng/cổ phiếu thực hiện quý 2/2018 để tài trợ vốn cho kế hoạch thay đổi đội tàu bay giai đoạn 2018-2020. Đồng thời, Bộ GTVT đăng kí chào bán quyền mua với giá khởi điểm 6.026 đồng/quyền mua. Dự kiến, các nhà đầu tư tham gia đấu giá phải bỏ ra ít nhất 48.660 đồng để sở hữu một cổ phiếu HVN phát hành mới (cao hơn 48,4% thị giá hiện tại). Trường hợp chào bán không thành công, Bộ GTVT sẽ thực hiện toàn bộ quyền mua để tài trợ vốn cho Vietnam Airlines.
- Sau khi kết thúc đợt phát hành cổ phiếu vào ngày 2/7, công ty sẽ tiến hành các thủ tục pháp lý để chuyển sang niêm yết trên sàn HOSE, dự kiến hoàn thành vào quý 4/2018.

Định giá

Cổ phiếu HVN hiện đang giao dịch ở mức multiple hợp lý so với các hãng hàng không dịch vụ đầy đủ trong khu vực với EV/EBITDAR trượt 12 tháng 4,4x và P/E trượt 12 tháng 16,5x.

Nhận định của MBS

Chúng tôi đánh giá kế hoạch sản xuất kinh doanh của Tổng công ty Hàng không Việt Nam (HVN) là hợp lý với diễn biến giá nhiên liệu tăng cao gây bất lợi không chỉ với Vietnam Airlines mà toàn ngành vận tải hàng không.

Tuy nhiên việc sở hữu danh mục các công ty con hoạt động trong ngành dịch vụ hàng không với mức sinh lời cao, chiếm thị phần lớn trong ngành sẽ hỗ trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của Tổng công ty. Danh mục các công ty con của HVN đáng chú ý có Skypac – dẫn đầu cung ứng nhiên liệu hàng không tại Việt Nam, TCS – thị phần lớn nhất tại cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất, NCT – dẫn đầu thị phần hàng hóa tại cảng hàng không quốc tế Nội Bài, Dịch vụ Mặt đất Sân bay Việt Nam VIAGS, Suất ăn Hàng không Việt Nam VACS, ... Lợi nhuận từ công ty con sẽ bù đắp một phần thiệt hại từ ảnh hưởng tiêu cực của giá nhiên liệu lên lợi nhuận hợp nhất Tổng công ty.

Tiêu điểm 1: Thị trường hàng không Việt Nam tiếp đà tăng trưởng

Thị trường hàng không Việt Nam tiếp tục được dự báo nằm trong nhóm thị trường tăng trưởng nhanh nhất trong giai đoạn đến năm 2030 theo IATA (Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế) và ACI (Hội đồng Cảng hàng không Quốc tế). Động lực tăng trưởng chính cho ngành hàng không Việt Nam đến từ lượng du khách quốc tế tiếp tục duy trì tăng trưởng trên 20%, chủ yếu là du khách từ khu vực Đông Bắc Á như Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản. Cảnh quan du lịch Việt Nam cùng chi phí du lịch thấp hơn so với các quốc gia trong khu vực như Thái Lan, Malaysia, Singapore, là những lợi thế để Việt Nam tiếp tục thu hút du khách quốc tế.

Thị trường hàng không nội địa sau giai đoạn bùng nổ tăng trưởng với xu hướng hàng không giá rẻ, kích thích nhu cầu đi lại bằng đường hàng không sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng chậm lại. Quá tải công suất thiết kế nhà ga hành khách là nguyên do chính khiến thị trường nội địa tăng trưởng chậm lại. Với danh mục kế hoạch đầu tư nâng cấp, mở rộng tại các cảng hàng không của ACV, cùng nhu cầu đi lại bằng đường hàng không hiện hữu, MBS có đồng quan điểm với ban lãnh đạo HVN rằng thị trường hành khách nội địa Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức 10%/năm.

Kế hoạch năm 2018, Vietnam Airlines đặt kế hoạch mở mới các đường bay Nha Trang – Phú Quốc, Sài Gòn – Chu Lai, tăng tần suất trên các đường bay trực và tần suất trên các đường bay trực lẻ với mục tiêu duy trì thị phần nội địa ở mức 42-43% (năm 2017 thị phần nội địa của Vietnam Airlines đạt 42,5%). Đối với thị trường quốc tế, công ty sẽ tiếp tục lộ trình đưa tàu thân rộng thế hệ mới vào các đường bay Châu Âu, Châu Úc, Đông Bắc Á. Mở mới đường bay Nha Trang – Seoul, Đà Nẵng – Busan, Đà Nẵng – Osaka. Riêng thị trường Trung Quốc, công ty sẽ chú trọng khai thác bang hình thức thuê chuyến bay bên cạnh việc đưa các tàu bay thân rộng thế hệ mới vào khai thác trên các đường bay thường lệ.

Đối với đường bay Mỹ, sớm nhất là cuối 2019, có thể đưa vào khai thác, tuy nhiên để chắc chắn chuẩn bị kỹ lưỡng khoảng thời gian này có thể chênh lệch thêm 6 tháng đến 1 năm. Và công ty xác định, để hòa vốn đầu tư, cần khai thác đường bay này 5-10 năm. Vietnam Airlines là hãng hàng không duy nhất tại Việt Nam có kế hoạch mở đường bay thẳng tới Mỹ, hiện tại các dòng máy bay thân hẹp mà các hãng hàng không giá rẻ sử dụng chưa đủ khả năng bay thẳng tới Mỹ. Năm 2017, du khách Mỹ đến Việt Nam đạt 614,1 nghìn lượt (tăng 15,3% cùng kỳ).

Tiêu điểm 2: Kế hoạch đổi mới đội tàu bay

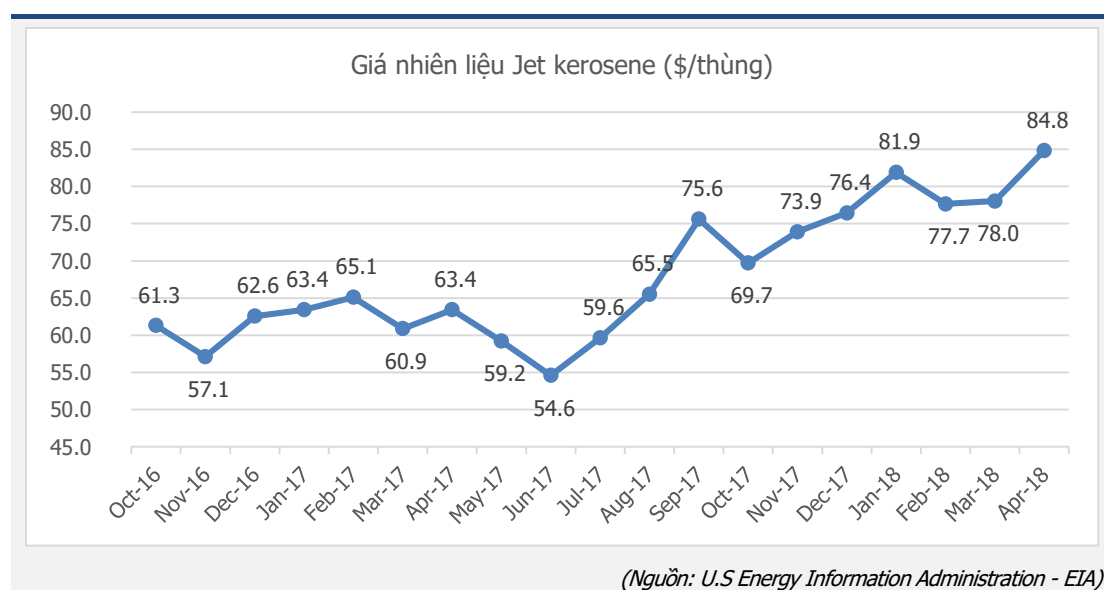
Cuối năm 2017, Vietnam Airlines sở hữu 6 mẫu ATR72, 41 mẫu A321; thuê 4 mẫu ATR72, 17 mẫu A321, 5 mẫu A330, 10 mẫu A350, và 4 mẫu B787; đội tàu bay hoạt động với tổng số 94 chiếc. Kế hoạch giai đoạn 2018-2020, công ty sẽ nhận 4 mẫu A350 giao giai đoạn 2018-2019 theo hình thức Sales-Leases Back, thuê hoạt động 8 mẫu B787-10 giai đoạn 2019-2021 và 20 mẫu A321Neo giai đoạn 2018-2019. Giai đoạn sau, công ty có nhu cầu đặt mua mới khoảng 50 tàu bay thân hẹp để thay thế cho đội tàu bay cũ / hết hạn thuê và bổ sung đáp ứng nhu cầu phát triển.

Năm 2018, Vietnam Airlines có kế hoạch nhận thêm 2 tàu A350, 9 tàu A321-Neo thuê; trả sớm 4 tàu thuê ATR72 và 3 tàu thuê A330 đến hạn. Tổng số tàu bay đến cuối năm 2018 là 98 tàu bay, tăng 4 chiếc so với năm 2017. Dự kiến tổng số tàu bay đi thuê năm 2018 sẽ tăng lên 44 chiếc.

Việc thay đổi đội tàu bay của Vietnam Airlines sẽ tạo ảnh hưởng tích cực cho tương lai, tuy nhiên lại gây gánh nặng hoạt động hiện tại. Năm 2018, với kế hoạch của công ty tài trợ (ASK) ước tính tăng 12,4% trong khi kế hoạch tăng trưởng hành khách tăng chậm hơn ở mức 10,9%, hoạt động vận hành đội tàu bay sẽ kém hiệu quả hơn so với năm 2017. Bên cạnh đó việc tăng lượng tàu bay đi thuê sẽ kéo theo tăng chi phí thuê máy bay với giá thuê (tính trên giá trị máy bay) của 2 mẫu A321NEO và A350 đều cao hơn so với ATR72 và A330. Về dài hạn, thay thế mới đội tàu bay hiện đại hơn sẽ giúp Vietnam Airlines tiết kiệm chi phí nhiên liệu bay và chi phí bảo dưỡng, 2 nhóm chi phí chiếm tỷ trọng cao đối với Vietnam Airlines.

Tiêu điểm 3: Giá nhiên liệu tăng cao

Chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 35% cơ cấu chi phí hoạt động của Vietnam Airlines. Công ty không công bố chính xác giá nhiên liệu cơ sở cho kế hoạch năm 2018, thay vào đó giá nhiên liệu được dự kiến duy trì trong ngưỡng (\$75-80/thùng). Từ đầu năm 2018, giá nhiên liệu liên tục tăng cao: giá Jet kerosene giao ngay ngày 14/05 tăng lên mức cao nhất trong 3 năm trở lại đây đạt mức \$92,4/thùng, giá Jet A1 ngày 23/05 công bố bởi Skyspec tăng cao ở mức \$91,96/thùng. Chia sẻ tại đại hội cổ đông, ông Trần Thanh Hiền, phụ trách Tài chính công ty chia sẻ, khi giá nhiên liệu tăng \$1 cho với kế hoạch, công ty sẽ thiệt hại khoảng 230 tỷ lợi nhuận. Các hãng hàng không có xu hướng mua trước giá nhiên liệu 3-6 tháng, trong kịch bản giá nhiên liệu giữ nguyên mức tháng 04/2018, giá nhiên liệu trung bình năm 2018 ước tính ở mức \$80,6/thùng, vượt ngưỡng kế hoạch của Vietnam Airlines.



Về các biện pháp phòng ngừa rủi ro (hedging), MBS nhận thấy sự không thống nhất trong câu trả lời của ban lãnh đạo Vietnam Airlines. Trước Đại hội Cổ đông, ngày 9/5/2018, fanpage của Vietnam Airlines đăng tải đoạn video Tổng giám đốc Dương Trí Thành trả lời phỏng vấn với Bloomberg TV. Khi được hỏi về các biện pháp phòng ngừa rủi ro giá nhiên liệu, ông Thành trả lời rằng công ty không thực hiện hiện phòng ngừa rủi ro mà thay vào đó việc cắt giảm chi phí nhiên liệu thông qua việc nâng cao hiệu quả vận hành hoạt động đội tàu bay. Trái ngược với câu trả lời trước đó, ban lãnh đạo công ty khẳng định có thực hiện phòng ngừa rủi ro từ năm 2010, với diễn biến bất lợi của giá nhiên liệu, công ty có thể thực hiện phòng ngừa rủi ro tối đa 35% tổng chi phí nhiên liệu với thời hạn hợp đồng tối đa là 18 tháng. Quan sát ngành vận tải hàng không, các công ty thường thực hiện phòng ngừa rủi ro giá nhiên liệu khoảng 30% chi phí; trong xu hướng tăng giá nhiên liệu, các hãng thực hiện phòng ngừa rủi ro sẽ đảm bảo lợi nhuận tốt hơn so với các hãng không thực hiện.

Liên hệ: Equity Research

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận
Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

Ngân hàng

Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)
Đỗ Ngọc Sơn (Son.DoNgoc@mbs.com.vn)

Vật liệu xây dựng, cao su tự nhiên

Nguyễn Bảo Trung (Trung.NguyenBao@mbs.com.vn)

Hàng không

Nguyễn Nam Khoa (Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn)

Dược phẩm

Nguyễn Đăng Thiện (Thien.NguyenDang@mbs.com.vn)

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)

Chứng khoán

Phạm Việt Duy (Duy.PhamViet@mbs.com.vn)

Dầu khí, Năng lượng

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)

Logistics

Lê Khánh Tùng (Tung.LeKhanh@mbs.com.vn)

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	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

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.