

Hoàng Nam
Trưởng phòng

Phan Hà Gia Huy
Chuyên Viên

Lộ trình phục hồi rõ ràng hơn với hạn chế đi lại dần được nới lỏng

Tổng quan:

- Chúng tôi có quan điểm tích cực về sự phục hồi của ngành hàng không trong giai đoạn 2022-2026 khi chúng tôi bắt đầu nhận thấy (1) các hạn chế di chuyển giảm dần trong phân khúc vận tải hành khách bằng đường hàng không trong nước của Việt Nam và (2) triển vọng các hạn chế vận tải hàng không trên toàn cầu giảm dần.
- Các chuyến bay trong nước thường lệ đã tạm ngừng hoạt động vào cuối tháng 8/2021. Tuy nhiên, do chương trình tiêm chủng nhanh chóng và hiệu quả, Chính phủ Việt Nam đã cho phép dần nối lại các chuyến bay nội địa bắt đầu từ đầu tháng 10 năm 2021. Tần suất các chuyến bay trong nước tiếp tục tăng sau khi được Chính phủ phê duyệt, mặc dù số lượng các ca nhiễm COVID-19 hàng ngày vẫn duy trì ở mức khá cao. Do đó, chúng tôi tin rằng Việt Nam đang dần áp dụng các cơ chế phòng dịch phù hợp hơn (ví dụ: xét nghiệm trước chuyến bay và khai báo y tế & di chuyển). Chúng tôi tin rằng với các biện pháp phòng dịch hợp lý, các chuyến bay trong nước sẽ tiếp tục được hoạt động ngay cả khi tình hình dịch COVID-19 phức tạp
- Chính phủ Việt Nam đã chấp thuận nối lại các chuyến bay quốc tế thường lệ kết nối Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất của TP. HCM và Sân bay Quốc tế Nội Bài của Hà Nội đến các điểm đến có nguy cơ thấp vào giữa tháng 12/2021. Việc nối lại sẽ bắt đầu vào tháng 1/2022 với yêu cầu hành khách đã tiêm chủng đầy đủ tự cách ly tại nhà/nơi lưu trú chỉ 3 ngày. Với tỷ lệ tiêm chủng cao ở các nguồn hành khách chính đến Việt Nam, chúng tôi tin rằng các chuyến bay quốc tế sẽ có sự phục hồi mạnh mẽ bắt đầu từ nửa cuối 2022 khi tần suất các chuyến bay dự kiến sẽ tăng trở lại mức trước dịch COVID-19.
- Chúng tôi hiện dự báo số lượng chuyến bay trong nước của 2 hãng hàng không lớn tại Việt Nam sẽ phục hồi về mức khoảng trước dịch COVID-19 vào năm 2024, trong khi số lượng chuyến bay quốc tế của các hãng hàng không này sẽ xấp xỉ con số năm 2019 vào năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng rằng hãng hàng không giá rẻ CTCP Hàng không VietJet (HOSE: VJC) sẽ bắt đầu báo cáo lợi nhuận dương trong mảng vận tải vào năm 2022, trong khi hãng hàng không đầy đủ dịch vụ Vietnam Airlines (HOSE: HVN) sẽ bắt đầu ghi nhận lợi nhuận vào năm 2025.
- Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho VJC thêm 27% lên 130.600 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị của chúng tôi lên PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG từ mức KÉM KHẢ QUAN. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu là nhờ (1) hiệu ứng tích cực của việc cập nhật mô hình định giá mục tiêu của chúng tôi đến cuối năm 2022 và (2) chuyển năm cuối trong mô hình định giá thu nhập thặng dư của chúng tôi từ 2031 đến 2036. Chúng tôi dự báo mảng vận tải của VJC sẽ bắt đầu có lãi vào năm 2022 và chủ yếu sẽ được đóng góp bởi (1) sự phục hồi của lượng vận tải quốc tế - tương ứng bằng 41%/65%/82%/93%/101% số lượng năm 2019 vào các năm 2022/2023/2024/2025/2026 - và (2) sự phục hồi mạnh mẽ của mảng kinh doanh phụ trợ.
- Chúng tôi nâng giá mục tiêu đối với HVN thêm 30% lên 22.900 đồng/CP và nâng khuyến nghị của chúng tôi lên PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG từ mức KÉM KHẢ QUAN. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) hiệu ứng tích cực của việc cập nhật mô hình định giá mục tiêu của chúng tôi đến cuối năm 2022 và (2) tăng dự báo EBITDAR của chúng tôi lần lượt là 12% và 15% cho các năm 2022 và 2023. Trong năm 2022 và 2023, chúng tôi dự báo HVN sẽ tiếp tục ghi nhận lỗ 7,5 nghìn tỷ đồng và 1,4 nghìn tỷ đồng, do hoạt động kinh doanh vận tải quốc tế của công ty sẽ không phục hồi hoàn toàn và do hãng hàng không này có tỷ lệ đòn bẩy hoạt động cao.
- Chúng tôi đánh giá cao hãng hàng không giá rẻ VJC trong giai đoạn đầu phục hồi của ngành hàng không do: (1) hoạt động kinh doanh tương đối linh hoạt hơn - ngay cả khi tình huống đại

dịch phức tạp xảy ra - nhờ vào việc kiểm soát chi phí hiệu quả hơn, được thúc đẩy bởi khả năng quản lý chi phí vận hành vượt trội và đội tàu bay trẻ, tiết kiệm nhiên liệu; (2) nhu cầu từ khách du lịch - những người ưa chuộng giá vé máy bay tương đối thấp - được kỳ vọng sẽ phục hồi nhanh hơn so với nhu cầu từ khách hàng di chuyển cho công việc; và (3) tiềm năng tăng trưởng của hãng hàng không từ việc mở rộng các đường bay quốc tế từ ngắn đến trung bình khi dịch COVID-19 dần được kiểm soát.

Mục lục

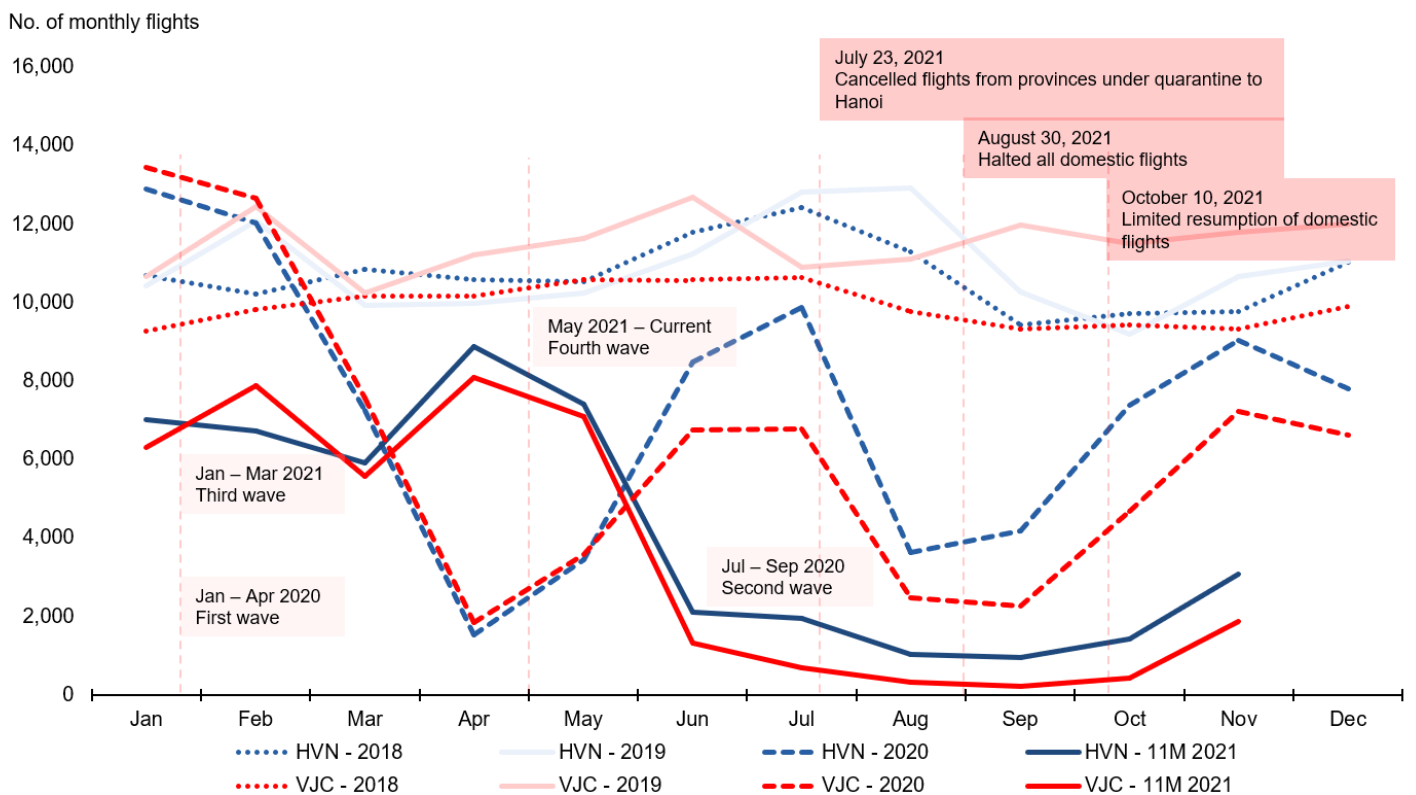
Làn sóng dịch COVID-19 thứ tư tại Việt Nam đã tác động mạnh đến ngành hàng không trong nước, nhưng chúng tôi tin rằng giai đoạn khó khăn nhất đã qua	4
Số lượng chuyến bay rơi xuống mức thấp nhất kể từ khi đại dịch khởi phát trong quý 3/2021 ..	4
Một phương pháp kiểm soát dịch COVID-19 mới đã được áp dụng khi tỷ lệ tiêm chủng tăng ...	4
Hạ tầng không còn là trở ngại đối với tăng trưởng của mảng hàng không nội địa	6
Chúng tôi dự báo mảng vận tải hàng không nội địa của HVN và VJC sẽ phục hồi hoàn toàn vào năm 2024	7
Mảng vận tải hàng không quốc tế có khả năng phục hồi ổn định từ năm 2022.....	8
Chính phủ đã phê duyệt việc nối lại các chuyến bay quốc tế thường lệ	8
Du lịch hàng không có khả năng phục hồi khi các thị trường nguồn khách chính của Việt Nam có tỷ lệ tiêm chủng cao	8
Mô hình “Du lịch hộp cát” sẽ củng cố triển vọng phục hồi của lượng khách quốc tế đến Việt Nam	10
Chúng tôi kỳ vọng những phân khúc quốc tế của các hãng hàng không sẽ phục hồi hoàn toàn vào năm 2026.....	10
Các hãng hàng không giá rẻ có vị thế tốt hơn để phát triển mạnh sau đại dịch	11
Cơ cấu đội bay là yếu tố then chốt trong việc tối ưu hóa chi phí hàng không	11
Rủi ro chi phí nhiên liệu tăng có thể được bù đắp một phần nhờ giá vé máy bay phục hồi	12
Thị trường vận tải hàng không của Việt Nam sẽ vẫn giữ vị thế chỉ có 2 đối thủ cạnh tranh chính trong giai đoạn phục hồi.....	13
CTCP Hàng không VietJet (VJC) [PHTT]	Error! Bookmark not defined.
Tổng CT Hàng không Việt Nam (HVN) [PHTT]	Error! Bookmark not defined.
Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC	21
Khuyến cáo	23

Làn sóng dịch COVID-19 thứ tư tại Việt Nam đã tác động mạnh đến ngành hàng không trong nước, nhưng chúng tôi tin rằng giai đoạn khó khăn nhất đã qua

Số lượng chuyến bay rơi xuống mức thấp nhất kể từ khi đại dịch khởi phát trong quý 3/2021

Làn sóng dịch COVID-19 thứ tư tại Việt Nam đến từ sự lây lan rộng rãi của biến thể Delta bắt đầu vào cuối tháng 4/2021. Việt Nam đã thành công kiểm soát dịch COVID-19 trong 3 đợt trước bằng cách áp dụng chiến lược “zero-COVID” với các hạn chế và yêu cầu kiểm dịch nghiêm ngặt. Ngoài ra, tỷ lệ tiêm chủng ở Việt Nam vẫn ở mức thấp vào đầu tháng 5/2021. Do đó, Chính phủ Việt Nam quyết định tiếp tục thực hiện chiến lược “zero-COVID” để ngăn chặn làn sóng thứ tư. Tuy nhiên, do khả năng lây lan cao của biến thể Delta, chiến lược này không thể giảm số lượng các ca nhiễm hàng ngày. Các hạn chế nghiêm ngặt - đặc biệt là đối với hoạt động giao thông vận tải - dẫn đến thiệt hại về kinh tế, trong đó vận tải hàng không là một trong những lĩnh vực chịu tác động tiêu cực nhất. Theo Cục Hàng không Việt Nam (CAAV), số lượng chuyến bay của các hãng hàng không tại Việt Nam đã giảm xuống mức thấp nhất kể từ khi đại dịch khởi phát trong quý 3/2021.

Hình 1: Số lượng chuyến bay hàng ngày trong 4 làn sóng dịch COVID-19 tại Việt Nam và các hạn chế trong làn sóng thứ tư



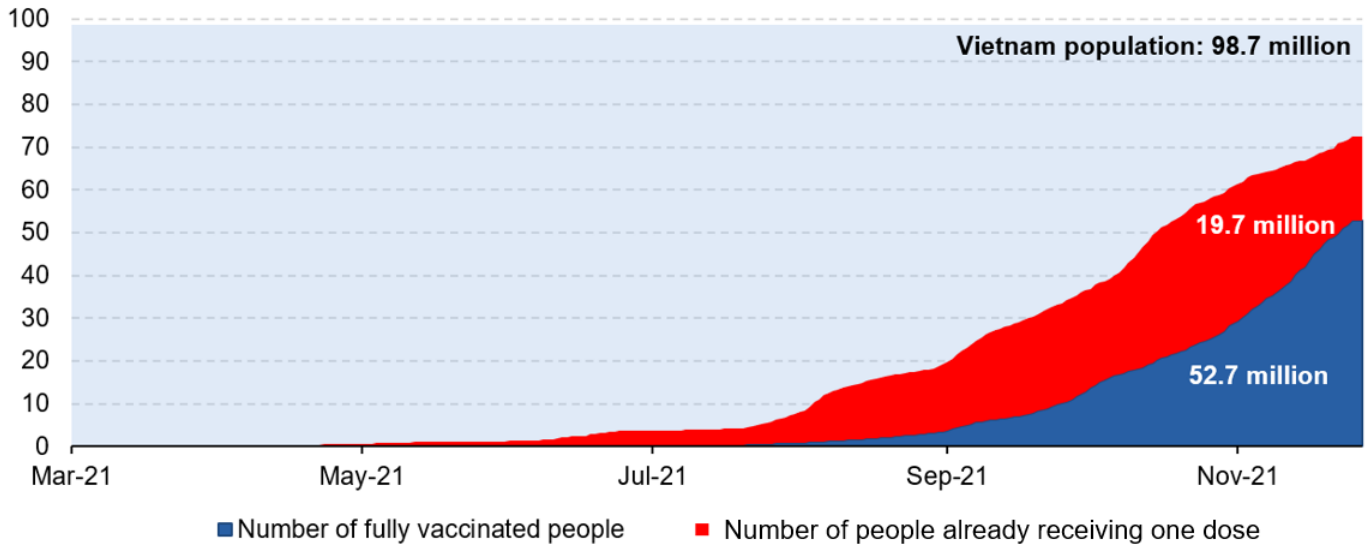
Nguồn: CAAV, VCSC tổng hợp

Một phương pháp kiểm soát dịch COVID-19 mới đã được áp dụng khi tỷ lệ tiêm chủng tăng

Việt Nam đã tiến hành một chiến dịch tiêm chủng nhanh chóng và hiệu quả. Tính đến ngày 09/12/2021, tỷ lệ tiêm chủng cho người từ 18 tuổi trở lên của Việt Nam là 96%, trong đó 76% tiêm đủ 2 liều, theo Bộ Y tế (MoH).

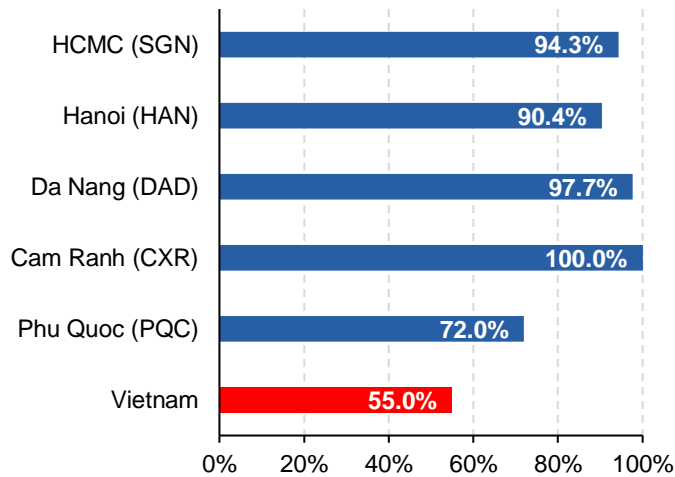
Đáng chú ý, tỷ lệ tiêm chủng tại các trung tâm kinh tế và vận tải hàng không lớn của Việt Nam ở mức cao đáng kể, chúng tôi tin rằng điều này sẽ thúc đẩy Chính phủ nới lỏng các hạn chế đi lại.

Hình 2: Số lượng người được tiêm chủng (*) tại Việt Nam từ tháng 5/2021 đến ngày 10/12/2021

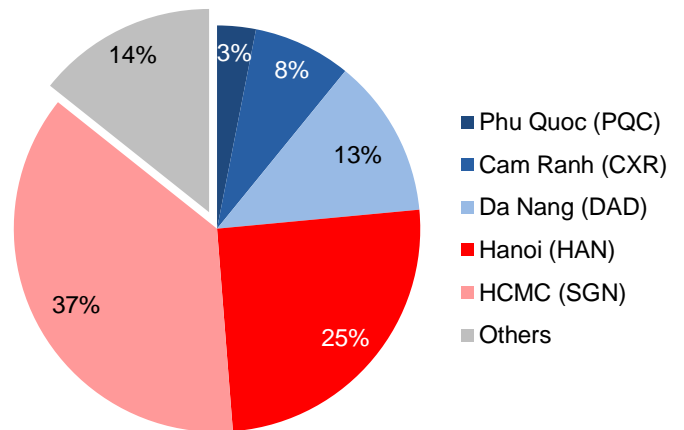


Nguồn: MoH, VCSC; (*) ở tất cả các nhóm tuổi

Hình 3: Tỷ lệ dân số trên 18 tuổi được tiêm chủng đầy đủ tại cảng hàng không chính của Việt Nam



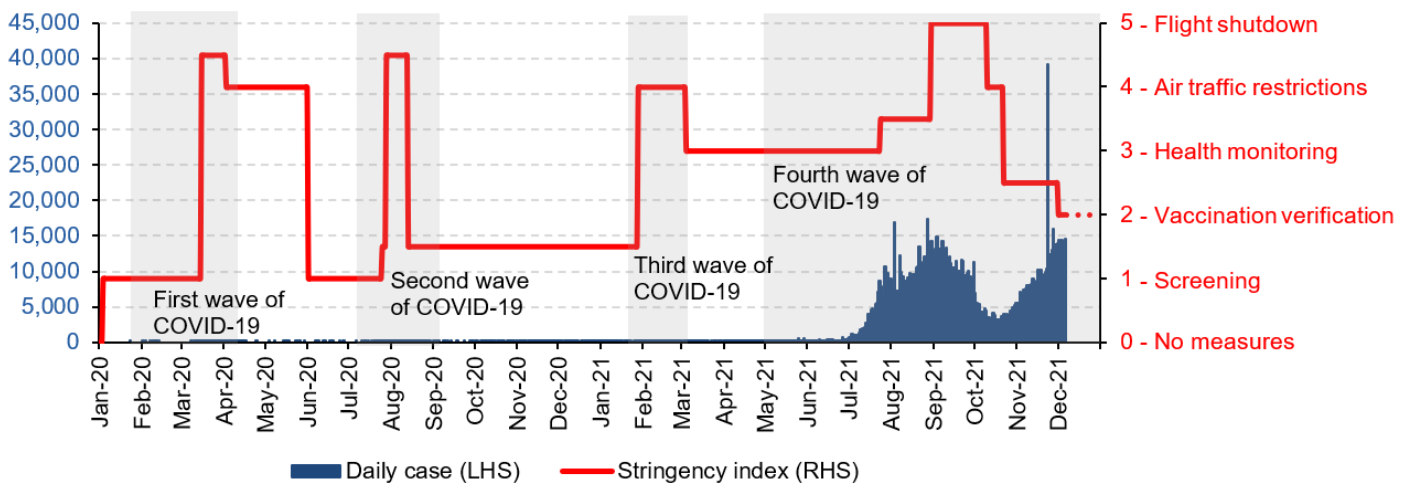
Hình 4: Thị phần trung bình của các cảng hàng không tại Việt Nam tính theo số lượng hành khách hàng năm trong giai đoạn 2017-2019



Nguồn: Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV), Cục HKVN, VCSC biên soạn.

Những hạn chế đối với các chuyến bay nội địa đã được nới lỏng từ giữa tháng 10/2021 khi các chuyến bay được nối lại. Sau đó, các biện pháp hạn chế (ví dụ: giới hạn số lượng chuyến bay hàng ngày, cách ly tại các cơ sở tập trung, và giãn cách trong khoang máy bay) đã dần được nới lỏng. CAAV đề nghị Bộ Giao thông Vận tải (Bộ GTVT) cho phép nối lại hoàn toàn các chuyến bay nội địa vào cuối tháng 12/2021. Trong khi đó, số ca nhiễm COVID-19 hàng ngày tại Việt Nam đã tăng mạnh kể từ tháng 11/2021. Việc nới lỏng các hạn chế đối với vận tải hàng không trong bối cảnh số ca nhiễm COVID-19 hàng ngày gia tăng cho thấy Chính phủ đã thực hiện 1 phương pháp mới để thích ứng với “bình thường mới”. Do đó, chúng tôi tin rằng giai đoạn khó khăn nhất của mảng vận tải hàng không nội địa đã qua khi chúng tôi cho rằng các hạn chế sẽ vẫn duy trì ở mức hợp lý - ngay cả khi số ca nhiễm COVID-19 hàng ngày tăng cao.

Hình 5: Các hạn chế đối với vận tải hàng không trong 4 làn sóng dịch COVID-19 của Việt Nam



Nguồn: MoH, VCSC. * Chỉ số mức độ nghiêm ngặt được VCSC ước tính dựa trên các quy định về phòng chống dịch COVID-19 tại Việt Nam trong 1 giai đoạn cụ thể và nằm trong khoảng từ 0 đến 5. Chỉ số này thể hiện các chính sách nghiêm ngặt nhất tại Việt Nam tại 1 thời điểm cụ thể: 0 – không có các biện pháp cần thiết trước khi lên máy bay; 1 – sàng lọc thông qua khai báo y tế tự nguyện; 1,5 – bắt buộc khai báo y tế; 2 - yêu cầu tiêm chủng; 2,5 – giãn cách xã hội trên máy bay; 3 - theo dõi sức khỏe tại nơi ở; 3,5 – cách ly tập trung; 4 - hạn chế một phần đối với vận tải hàng không; 4,5 - hạn chế hoàn toàn đối với vận tải hàng không; và 5 - không cho phép các chuyến bay thương mại.

Hình 6: Ứng dụng di động PC-COVID được sử dụng để hỗ trợ quá trình lên máy bay



Nguồn: Bộ Thông tin và Truyền thông, VCSC

Áp dụng công nghệ tạo điều kiện thuận lợi cho việc nới lỏng các hạn chế đối với vận tải hàng không nội địa. Ngày 13/11/2021, Bộ Thông tin và Truyền thông, Bộ Y tế và Bộ Công an đã đi đến thống nhất về việc sử dụng ứng dụng PC-COVID trên điện thoại di động như 1 công cụ duy nhất để khai báo y tế, theo dõi thông tin tiêm chủng và thông tin xét nghiệm. Trải nghiệm đối với ứng dụng trên điện thoại di động này đã được đơn giản hóa với việc áp dụng mã QR. Trước khi lên máy bay, hành khách trong nước phải có (1) tờ khai y tế & di chuyển và (2) kết quả xét nghiệm COVID-19 âm tính trong vòng 72 giờ (xét nghiệm nhanh hoặc PCR), có thể nhận được bằng cách đến các trung tâm xét nghiệm tại các tỉnh/thành phố của Việt Nam. Dữ liệu này được đồng bộ hóa và lưu trữ trong ứng dụng PC-COVID với mã QR được yêu cầu trình báo trong quá trình lên máy bay.

Hạ tầng không còn là trở ngại đối với tăng trưởng của mảng hàng không nội địa

Trước dịch COVID-19, cơ sở hạ tầng là trở ngại lớn cho sự phát triển của ngành vận tải hàng không tại Việt Nam. Tình trạng ùn tắc diễn ra khá thường xuyên tại Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất (SGN) của TP. HCM - một trong những trung tâm giao thông lớn của Việt Nam. Ngoài ra, đường băng

xuống cấp tại sân bay này hạn chế sự tăng trưởng của mảng hàng không nội địa - đặc biệt là đối với đường bay nhộn nhịp và có lợi nhuận cao nhất Việt Nam là Hà Nội - TP.HCM.

Các dự án bảo dưỡng đường băng lớn tại SGN và Sân bay Quốc tế Nội Bài (HAN) của Hà Nội bắt đầu được triển khai vào năm 2020 sau khi được Chính phủ phê duyệt nhanh chóng trong bối cảnh dịch COVID-19. Năm 2021, 2 dự án này đã hoàn thành giai đoạn đầu, khắc phục tình trạng đường băng xuống cấp ở cả 2 sân bay.

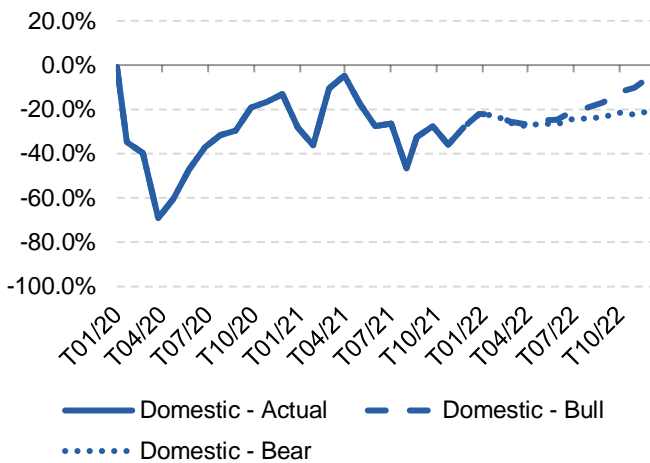
Công suất nhà ga tại TP. HCM và vùng phụ cận cũng đã được phê duyệt nâng cấp vào năm 2020, bao gồm việc phát triển (1) nhà ga mới tại SGN (nhà ga T3) và (2) sân bay quốc tế Long Thành (LTA) giai đoạn 1 mới. Do tiến độ phát triển chậm của 2 dự án này vào năm 2021, chủ yếu do dịch COVID-19, chúng tôi dự báo rằng các dự án T3 và LTA sẽ đi vào hoạt động lần lượt vào năm 2024 và 2025, giúp giải quyết triệt để tình trạng tắc nghẽn tại trung tâm vận tải hàng không của miền Nam.

Kế hoạch phát triển các sân bay vừa và nhỏ mới cũng đang được xem xét. Kế hoạch quy hoạch tổng thể phát triển cảng hàng không giai đoạn 2021-2030 đã được trình Thủ tướng Chính phủ phê duyệt. Kế hoạch quy hoạch tổng thể đã được Bộ Xây dựng đề xuất và bao gồm 6 sân bay mới được phát triển trong giai đoạn 2021-2030, sẽ nâng tổng số sân bay của Việt Nam lên 28. 6 sân bay mới bao gồm LTA và các sân bay ở Nà Sản (tỉnh Sơn La), tỉnh Lai Châu, Sa Pa (Tỉnh Lào Cai) cũng như tỉnh Quảng Trị và Phan Thiết (tỉnh Bình Thuận). Ngoài các sân bay trọng điểm như LTA, Chính phủ có kế hoạch khuyến khích các chương trình hợp tác công tư (PPP) cho các sân bay mới khác.

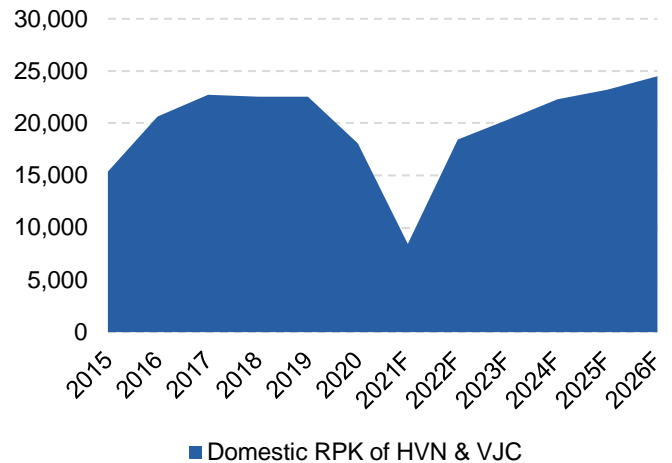
Chúng tôi dự báo mảng vận tải hàng không nội địa của HVN và VJC sẽ phục hồi hoàn toàn vào năm 2024

Trong báo cáo gần nhất được công bố vào tháng 12/2021, Tổ chức Hàng không Dân dụng Quốc tế (ICAO) dự báo rằng công suất ghế trên các chuyến bay nội địa của các hãng hàng không trong khu vực Châu Á - Thái Bình Dương có thể phục hồi vào năm 2022, đạt 95% và 79% mức của năm 2019 lần lượt trong kịch bản tích cực và tiêu cực. Theo dự báo của chúng tôi, tổng sản lượng nội địa (tính theo RPK) của 2 hãng hàng không lớn tại Việt Nam sẽ đạt 82% con số trước dịch COVID-19 vào năm 2022. Trong các đợt dịch trước làn sóng thứ 4 của COVID tại Việt Nam, chúng tôi nhận thấy vận tải hàng không trong nước hồi phục mạnh mẽ mỗi khi dịch bệnh được kiểm chế và các biện pháp hạn chế được nới lỏng. Do đó, chúng tôi cho rằng sự phục hồi vào năm 2022 sẽ chủ yếu được thúc đẩy bởi tỷ lệ tiêm chủng cao ở các trung tâm giao thông trọng điểm và nhu cầu đi lại tăng sau khi các hạn chế được nới lỏng. Trong các năm tiếp theo, chúng tôi dự báo RPK của mảng vận tải trong nước của HVN và VJC lần lượt đạt 82%/90%/100% và 81%/91%/99% con số của năm 2019 vào năm 2022/2023/2024.

Hình 7: Tăng trưởng công suất ghế trên các chuyến bay nội địa của các hãng hàng không tại Châu Á – Thái Bình Dương (tháng 1/2021 - tháng 12/2022 so với năm 2019)



Hình 8: Tổng sản lượng nội địa (đơn vị: triệu RPK) của HVN và VJC trong giai đoạn 2015-2025 (*)



Nguồn: ICAO; (*) dự báo của VCSC

Mảng vận tải hàng không quốc tế có khả năng phục hồi ổn định từ năm 2022

Chính phủ đã phê duyệt việc nối lại các chuyến bay quốc tế thường lệ

Bộ GTVT (MoT) và Bộ Văn hóa, Thể thao và Du lịch (MoCST) đã đề xuất mở lại các chuyến bay thương mại thường lệ chở khách quốc tế vào Việt Nam. Vào ngày 10/12/2021, Chính phủ Việt Nam đã ban hành Thông báo 334/TB-VPCP, trong đó xác nhận Phó Thủ tướng Phạm Bình Minh đồng ý việc Việt Nam bắt đầu nối lại các chuyến bay thương mại quốc tế thường lệ theo chương trình thử nghiệm từ ngày 01/01/2022, sau khi Bộ Y tế ban hành quy trình y tế bắt buộc để cho phép khách quốc tế đến Việt Nam.

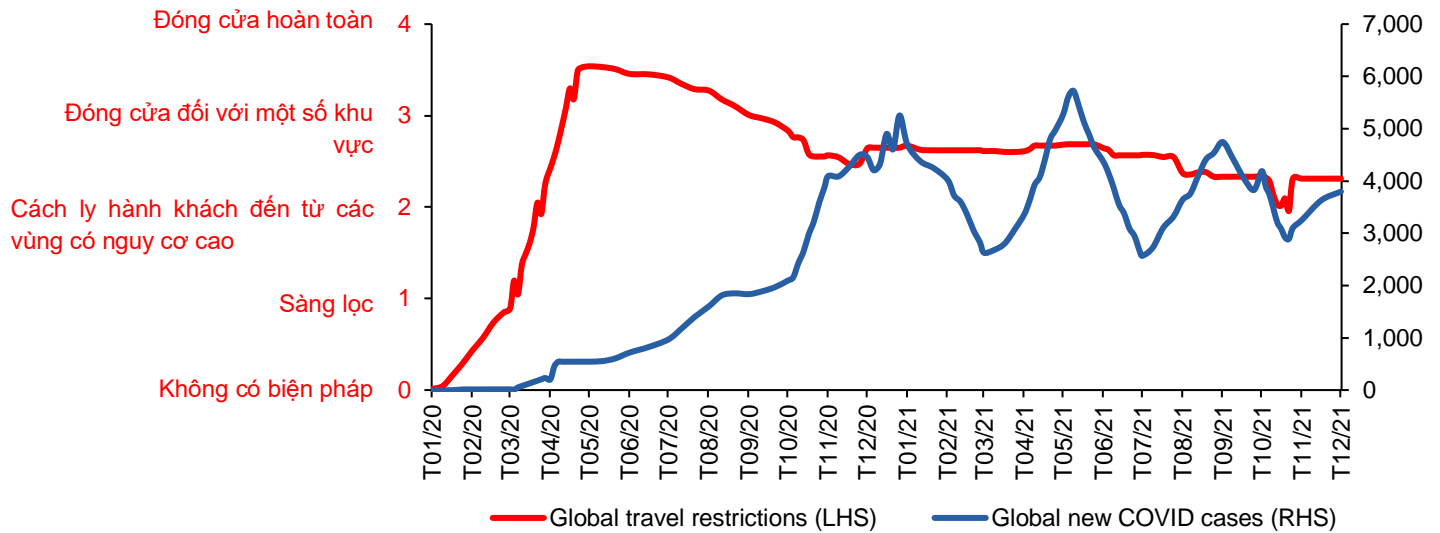
Đây là lần đầu tiên Chính phủ Việt Nam chính thức phê duyệt kế hoạch nối lại các chuyến bay quốc tế thường lệ sau khi các chuyến bay này bị tạm dừng vào tháng 4/2020. Trước đây, Việt Nam chỉ cho phép một số chuyến bay hồi hương và chuyến bay dành cho chuyên gia và nhà đầu tư. Quá trình thử nghiệm sẽ bắt đầu với các chuyến bay từ SGN và HAN đến Bắc Kinh, Quảng Đông, Tokyo, Seoul, Đài Bắc, Bangkok, Singapore, Vientiane, Phnom Penh và San Francisco/Los Angeles.

Vào ngày 16/12/2021, Bộ Y tế đã ban hành các quy trình y tế mới cho khách quốc tế. Các thủ tục mới nhất quy định rằng những hành khách quốc tế đã được tiêm chủng đầy đủ sẽ chỉ phải cách ly tại nhà/nơi lưu trú trong 3 ngày. Hiện tại, khách quốc tế phải được cách ly tại các cơ sở được chỉ định để tuân thủ các quy trình y tế do Bộ Y tế ban hành vào tháng 8/2021.

Du lịch hàng không có khả năng phục hồi khi các thị trường nguồn khách chính của Việt Nam có tỷ lệ tiêm chủng cao

Các hạn chế đi lại trên toàn cầu đã dần được nới lỏng vào năm 2021. Tuy nhiên, bắt đầu từ giữa tháng 7/2021, các hạn chế đi lại trên toàn cầu đã giảm bớt dù sự xuất hiện của các đợt bùng phát dịch COVID-19 mới. Tuy nhiên, các biện pháp hạn chế đã tăng trở lại do xuất hiện biến thể Omicron mới của COVID-19.

Hình 9: Số ca nhiễm COVID-19 mới trên toàn cầu (đơn vị: '000 ca) so với chỉ số mức độ nghiêm ngặt của các chính sách ứng phó với dịch COVID-19 của Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA)

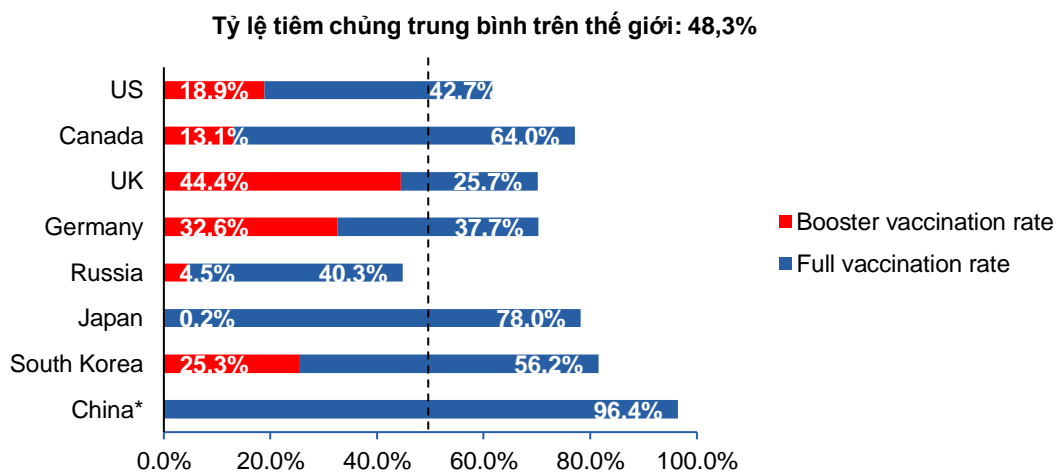


Nguồn: IATA, VCSC

Tuy nhiên, việc tăng cường các hạn chế đi lại có dấu hiệu sẽ sớm hạ nhiệt khi các báo cáo ban đầu cho thấy biến thể Omicron có các triệu chứng nhẹ hơn biến thể Delta. Ngoài ra, Tiến sĩ Anthony Fauci - cố vấn y tế của Chính phủ Mỹ chỉ ra rằng những mũi tiêm tăng cường sẽ gia tăng đề kháng đối với biến thể mới. Ngoài ra, Vương quốc Anh đã dỡ bỏ lệnh cấm du lịch đối với Nam Phi - nơi biến thể Omicron được phát hiện - chỉ sau 17 ngày.

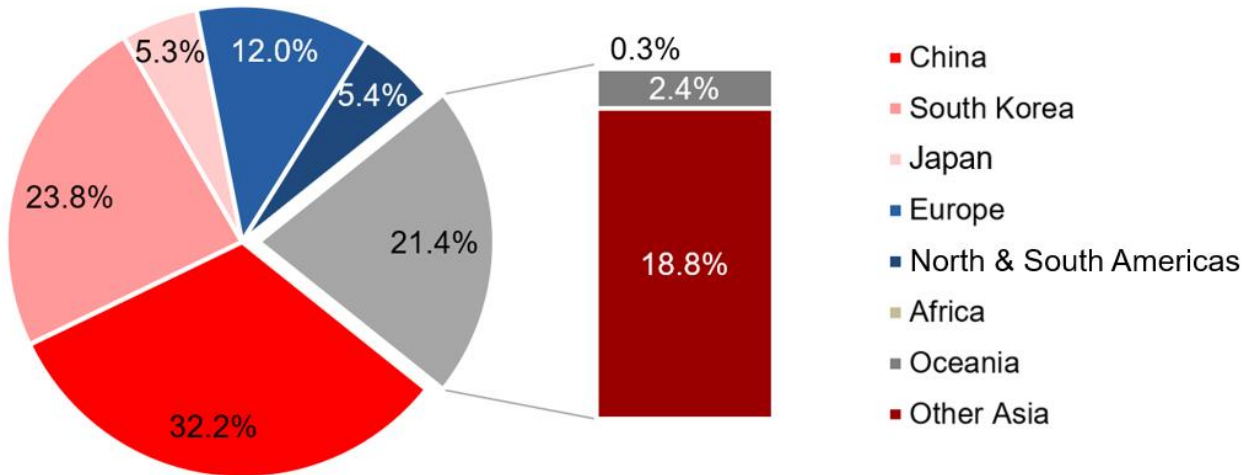
Trước dịch COVID-19, 2 nguồn khách quốc tế hàng đầu của Việt Nam là Trung Quốc và Hàn Quốc. Theo MoCST, 2 quốc gia này chiếm tổng cộng 56% tổng lượng hành khách quốc tế đến Việt Nam vào năm 2019. 2 quốc gia này hiện có lần lượt 90% và 73% dân số được tiêm chủng đầy đủ (Hình 10), điều này có giúp lượng hành khách quốc tế đến Việt Nam phục hồi mạnh khi Trung Quốc và Hàn Quốc dỡ bỏ các hạn chế đi lại. Mặc dù kế hoạch mở cửa trở lại của Trung Quốc vẫn chưa chắc chắn do quốc gia này đang theo đuổi chiến lược “zero-COVID”, chúng tôi tin rằng Trung Quốc sẽ nới lỏng một phần các hạn chế nghiêm ngặt hiện tại vào năm 2022 khi chào đón các nước tham dự Thế vận hội Mùa đông tại Bắc Kinh.

Hình 10: Tỷ lệ tiêm chủng đầy đủ tại các nguồn hành khách chính đến Việt Nam tính đến ngày 21/12/2021



Nguồn: Our World in Data, Reuters. (*) Tỷ lệ tiêm chủng đầy đủ của Trung Quốc được tính toán dựa trên giả định rằng mỗi người nhận được 2 liều vaccine. Không có dữ liệu về tỷ lệ tiêm mũi tăng cường của Trung Quốc.

Hình 11: Tổng số lượng hành khách quốc tế đến Việt Nam bằng tất cả các phương thức vận tải vào năm 2019



Nguồn: Tổng cục du lịch, MoCST

Mô hình “Du lịch hộp cát” sẽ củng cố triển vọng phục hồi của lượng khách quốc tế đến Việt Nam

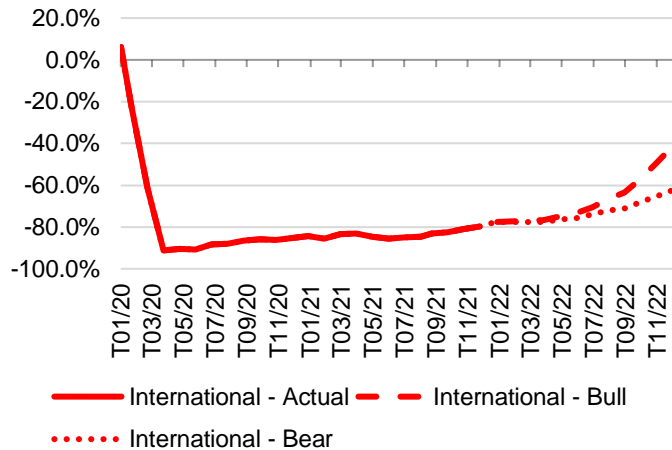
Vào cuối tháng 10/2021, MoCST đã đề xuất phương án “du lịch hộp cát” để đón hành khách nước ngoài đã được tiêm chủng vào Việt Nam. Chương trình này sẽ được áp dụng tại 6 tỉnh/thành: Phú Quốc, Khánh Hòa, Quảng Nam, Đà Nẵng và Quảng Ninh. Theo kế hoạch, từ tháng 11/2021 đến tháng 3/2022, mỗi điểm đến sẽ trở thành một “hộp cát” khi du khách nước ngoài được phép vào nhưng chỉ được tham gia các hoạt động du lịch tại các địa điểm đã xác định trước. Từ tháng 3 đến tháng 6/2022, du khách có thể chọn di chuyển giữa các thành phố hộp cát. Nhờ kế hoạch này, Việt Nam đã đón khách du lịch nước ngoài bắt đầu từ tháng 11/2021 sau 1 thời gian dài không có khách du lịch quốc tế.

Mô hình “du lịch hộp cát” bắt đầu được triển khai trước khi các chuyến bay quốc tế thương mại thường lệ được phê duyệt. Chúng tôi tin rằng ngay cả trong kịch bản tiêu cực mà Việt Nam sẽ lại tăng cường các hạn chế nhập cảnh nếu tình hình dịch COVID-19 diễn biến nghiêm trọng, mô hình “du lịch hộp cát” vẫn sẽ giúp bổ sung một số lượng lớn các chuyến bay quốc tế vì các tỉnh/thành phố vẫn có thể đón khách du lịch nước ngoài thông qua các chuyến bay thuê bao có yêu cầu sàng lọc và kiểm dịch thích hợp.

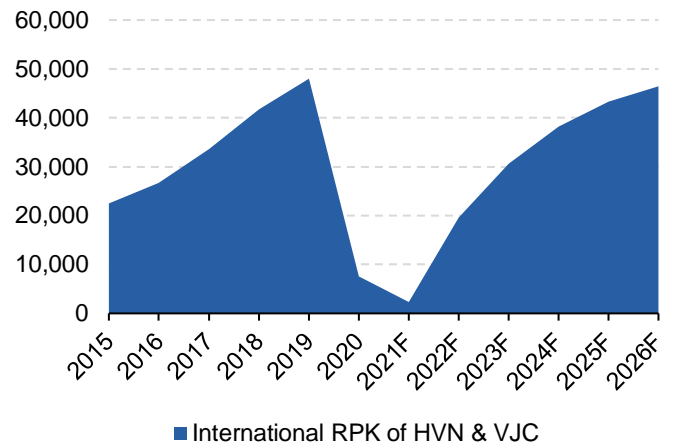
Chúng tôi kỳ vọng những phân khúc quốc tế của các hãng hàng không sẽ phục hồi hoàn toàn vào năm 2026

Trong báo cáo gần nhất được công bố vào tháng 12/2021, ICAO dự báo rằng công suất ghế trên những chuyến bay quốc tế của các hãng hàng không trong khu vực Châu Á - Thái Bình Dương sẽ tiếp tục phục hồi nhẹ vào năm 2022, đạt 59% và 38% mức của năm 2019 lần lượt trong kịch bản tích cực và tiêu cực. Theo dự báo của chúng tôi, tổng sản lượng quốc tế (tính theo RPK) của HVN và VJC sẽ đạt 41% con số trước dịch COVID-19 vào năm 2022. Chúng tôi dự báo RPK quốc tế của HVN và VJC lần lượt đạt 63%/78%/89%/96% và 65%/81%/91%/99% mức của năm 2019 vào năm 2023/2024/2025/2026.

Hình 12: Tăng trưởng công suất ghế trên các chuyến bay quốc tế của các hãng hàng không tại Châu Á – Thái Bình Dương (tháng 1/2021 - tháng 12/2022 so với năm 2019)



Hình 13: Tổng sản lượng quốc tế (đơn vị: triệu RPK) của HVN và VJC trong giai đoạn 2015-2025 (*)



Nguồn: ICAO, VCSC; (*) dự báo của VCSC

Các hãng hàng không giá rẻ có vị thế tốt hơn để phát triển mạnh sau đại dịch

Cơ cấu đội bay là yếu tố then chốt trong việc tối ưu hóa chi phí hàng không

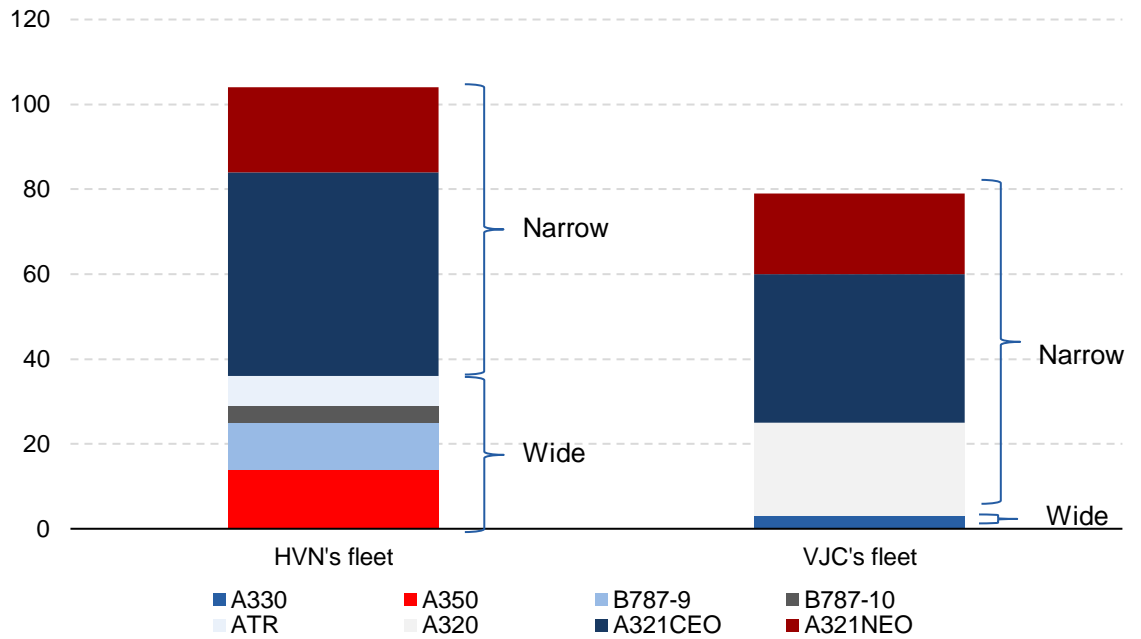
Theo KPMG Aviation Finance, du lịch quốc tế dường như giảm mạnh do dịch COVID-19 đã dẫn đến tình trạng dư thừa máy bay thân rộng - đặc biệt là các mẫu cũ hơn. Do đó, một lượng lớn máy bay thân rộng tương đối cũ đã được ngừng hoạt động trong giai đoạn 2020-2021. Một số máy bay ngừng khai thác đã được chuyển đổi thành máy bay chở hàng do nhu cầu từ mảng vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không phục hồi trong bối cảnh đại dịch.

Trong trung hạn, các hãng hàng không và bên cho thuê ưa chuộng các mẫu máy bay tương đối nhỏ hơn với khả năng vận hành và tiết kiệm nhiên liệu cao hơn. Các mẫu máy bay cho các tuyến đường ngắn nổi tiếng là Airbus A321neo và Boeing 737 MAX.

Theo CDB Aviation, bên cho thuê hàng đầu toàn cầu, các hãng hàng không chiến thắng sau đại dịch sẽ là các hãng hàng không giá rẻ với (1) đội máy bay trẻ, tiết kiệm nhiên liệu và (2) vị thế thống lĩnh trên thị trường trong nước và quốc tế chặng ngắn. Ngoài ra, số lượng hành khách du lịch - những người thích các hãng hàng không giá cực rẻ và giá rẻ - dự kiến sẽ phục hồi nhanh hơn số lượng hành khách là doanh nhân khi đại dịch được kiểm soát.

Vào đầu năm 2019 - ngay trước khi đại dịch bùng phát - Vietnam Airlines đã hoàn thành việc tái cơ cấu đội máy bay thân rộng, chủ yếu bao gồm các loại máy bay thân rộng như Airbus A350 và Boeing 787. Trong khi đó, đội máy bay thân hẹp của hãng chủ yếu bao gồm Airbus A321ceo cũ hơn. Với cơ cấu đội bay này, Vietnam Airlines đã phải đối mặt với những thách thức trong việc tối ưu hóa chi phí khai thác máy bay và hệ số tải trong thời kỳ đại dịch. Mặt khác, đội bay của VJC chủ yếu bao gồm các loại máy bay thân hẹp và chi phí vận hành thấp. Ngoài ra, 54% đội bay Airbus A321 của VJC là phiên bản mới, có hiệu suất nhiên liệu vượt trội so với tỷ lệ 42% của đội bay A321 của HVN. Trong tương lai, nguồn cung cấp máy bay của VJC chủ yếu bao gồm dòng máy bay A321neo, trong khi HVN vẫn đang trong quá trình lên kế hoạch thay thế dòng máy bay A321ceo cũ hơn của hãng bằng dòng máy bay mới. Chúng tôi cho rằng kế hoạch nâng cấp đội bay của HVN sẽ mất nhiều thời gian do quá trình phê duyệt kéo dài đối với các Tập đoàn Nhà nước.

Hình 14: Cơ cấu đội bay của HVN và VJC theo loại tính đến tháng 11/2021 (Đơn vị: số lượng máy bay)



Nguồn: HVN, VJC, VCSC tổng hợp

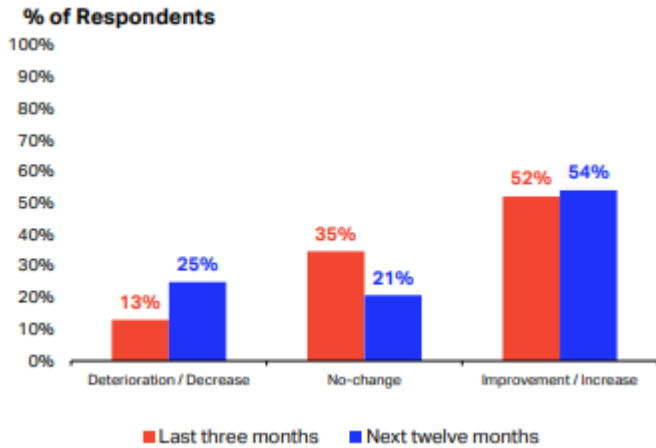
Rủi ro chi phí nhiên liệu tăng có thể được bù đắp một phần nhờ giá vé máy bay phục hồi

Chi phí nhiên liệu là khoản chi phí lớn nhất của các hãng hàng không tại Việt Nam, lần lượt chiếm 29% và 43% tổng chi phí trung bình của HVN và VJC trong giai đoạn 2015-2019.

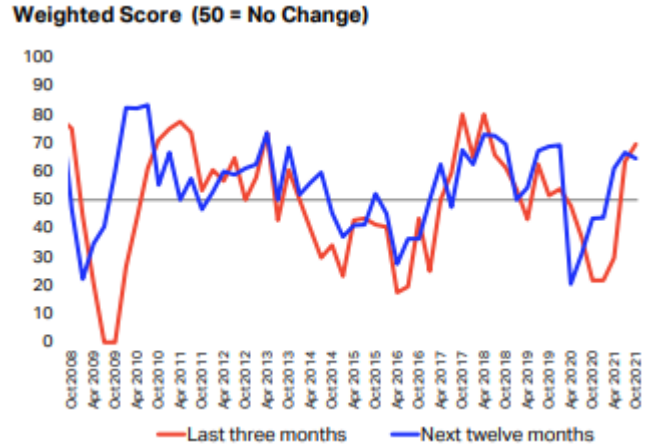
IATA dự báo giá dầu nhiên liệu máy bay sẽ tăng 4% YoY trong năm 2022 lên 78 USD/thùng. Chúng tôi cho rằng việc giá dầu nhiên liệu máy bay tăng vào năm 2022 chủ yếu do chênh lệch giá dầu thô và giá dầu nhiên liệu máy bay dự kiến cao hơn khi nhu cầu đối với dầu nhiên liệu máy bay dự kiến phục hồi dần trong năm. Trong dự báo giá dầu trong nước của chúng tôi, giá dầu Brent là 70/70/65/65/65 USD/thùng và mức chênh lệch là 5/8/8,5/8,5/8,5 USD/thùng tương ứng vào các năm 2021/2022/2023/2024/2025. IATA dự báo mức tiêu thụ nhiên liệu máy bay toàn cầu sẽ tăng 23% YoY vào năm 2022, đạt 74% con số của năm 2019.

Rủi ro giá dầu nhiên liệu tăng có thể được giảm thiểu thông qua (1) tái cơ cấu đội bay bằng cách bổ sung các mẫu máy bay tiết kiệm nhiên liệu và (2) tăng giá vé máy bay để chuyển chi phí cho hành khách. Theo các chuyên gia trong ngành và các nhà sản xuất máy bay, các mẫu máy bay mới hơn tiết kiệm nhiên liệu thêm ít nhất 15% so với các mẫu cũ. Ngoài ra, cuộc khảo sát vào tháng 10/2021 của IATA với các CFO ngành hàng không cho thấy rằng các hãng hàng không đã có sự cải thiện về năng suất trong giai đoạn đầu phục hồi trong khi vẫn tự tin về khả năng gia tăng năng suất trong ngắn hạn. Lý do chính cho các câu trả lời tích cực là du khách ít nhạy cảm về giá hơn khi nhu cầu gia tăng sau khi các hạn chế đi lại được nới lỏng, trong khi những câu trả lời tiêu cực chủ yếu đề cập đến nhu cầu không đủ và cạnh tranh cao hơn.

Hình 15: Kết quả khảo sát của IATA về sự thay đổi gần đây và dự kiến trong lợi suất tính đến tháng 10/2021



Hình 16: Kết quả khảo sát của IATA về sự thay đổi gần đây và dự kiến trong lợi suất trong giai đoạn 2008-2021



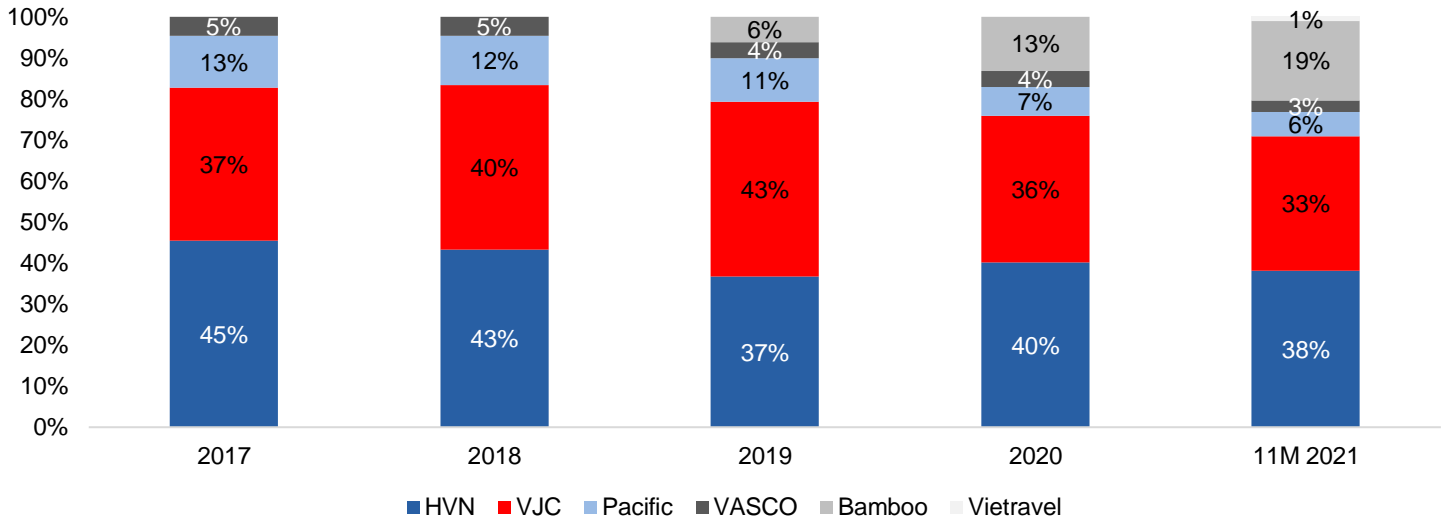
Nguồn: IATA

Giữa 2 hãng hàng không lớn của Việt Nam, VJC linh hoạt hơn trong việc đối phó với giá dầu nhiên liệu gia tăng vì hãng có thể sử dụng chiến lược phòng ngừa rủi ro. Ngược lại, HVN do Nhà nước sở hữu không thể tự bảo vệ danh mục trước biến động của thị trường. VJC cũng có đội bay trẻ và tiết kiệm nhiên liệu hơn.

Thị trường vận tải hàng không của Việt Nam sẽ vẫn giữ vị thế chỉ có 2 đối thủ cạnh tranh chính trong giai đoạn phục hồi

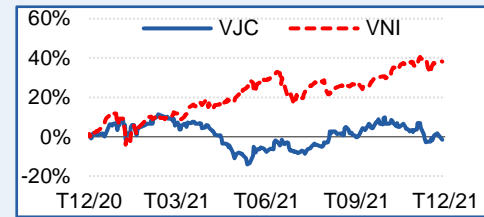
Thị trường vận tải hàng không của Việt Nam vẫn là thị trường chỉ có 2 đối thủ cạnh tranh chính. Mặc dù có 2 hãng hàng không mới tham gia vào thị trường trong giai đoạn 2019-2020, nhưng đại dịch đã hạn chế khả năng mở rộng của các hãng hàng không mới này. Trong giai đoạn 2019-2021, Bamboo Airways nhanh chóng mở rộng đội bay và tăng thị phần (về số lượng chuyến bay) từ 6% vào năm 2019 lên 19% vào 11 tháng đầu năm 2021, theo số liệu của CAAV. Tuy nhiên, do ảnh hưởng nặng nề của đại dịch, các cơ quan chức năng của Việt Nam đã từ chối đề xuất mở rộng của các hãng hàng không mới. Vào tháng 8/2021, CAAV đã từ chối kế hoạch tăng đội bay từ 22 lên 100 máy bay trong giai đoạn 2023-2028 của Bamboo. CAAV thông báo sẽ chỉ xem xét lại kế hoạch mở rộng đội bay khi sản lượng của thị trường vận tải hàng không quay về mức trước dịch COVID-19. Do đó, chúng tôi cho rằng sự cạnh tranh sẽ ít gay gắt hơn trong giai đoạn phục hồi ban đầu của ngành này, cho phép các hãng hàng không định giá vé máy bay của hãng ở mức hợp lý. Vẫn là một hãng hàng không giá rẻ và chiếm thị phần thống trị, VJC có thể có lợi thế hơn về mặt định giá bán. Trong khi đó, các hãng hàng không mới tham gia như Bamboo Airways và Vietravel có quy mô kinh tế thấp hơn và sự hỗ trợ thấp hơn từ chủ nợ và bên cho thuê khó có thể cạnh tranh về giá.

Hình 17: Thị phần của các hãng hàng không tại Việt Nam (về số lượng chuyến bay) trong giai đoạn 2017 – 11 tháng năm 2021



Nguồn: CAAV

Ngành	Hàng không		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	23/12/2021	Tăng trưởng DT	-64,0%	-23,0%	168,0%	39,2%
Giá hiện tại	123.900VND	Tăng trưởng EPS	-98,2%	125,3%	11,6x	123%
Giá mục tiêu	130.600VND	TT EPS cốt lõi*	-147%	N,M,	N,M,	151%
Giá mục tiêu gần nhất	102.800VND	Biên LN gộp	-7,7%	-40,1%	9,2%	12,1%
TL tăng	+5,4%	Biên LN ròng	0,4%	1,1%	4,9%	7,9%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EV/EBITDAR^	0,4%	1,1%	4,9%	7,9%
Tổng mức sinh lời	+5,4%	P/E	20,2x	362,6x	13,5x	10,5x



		VJC	Peers	VNI
GT vốn hóa	2,9 tỷ USD	13,8x	29,6x	N/A
Room KN	279,0tr USD	422,1x	27,2x	17,8x
GTGD/ngày (30n)	3,9tr USD	3,8x	3,7x	2,9x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	7,5%	-99,3%	15,9%
SL cổ phiếu lưu hành	541,6tr	2,4%	-0,7%	2,5%
Pha loãng	541,6tr			

^ EV được điều chỉnh theo các khoản thuế vốn hóa, EBITDAR được điều chỉnh theo lợi nhuận từ SALB, EV/EBITDAR là ước tính của chúng tôi; * EPS cốt lõi không bao gồm SALB

Tổng quan công ty

Vietjet Air hãng hàng không chi phí thấp lớn nhất Việt Nam và là một tên tuổi đang nổi lên trong khu vực. Kể từ chuyến bay đầu tiên năm 2011, VJC đã nhanh chóng tận dụng cơ hội ngành hàng không trong nước bùng nổ và trong năm 2019 đạt thị phần 41%. Tính đến cuối năm 2019, VJC có 79 máy bay, phục vụ trên 139 tuyến bay.

Nâng khuyến nghị với kỳ vọng phục hồi

Hoàng Nam

Trưởng phòng

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho CTCP Hàng không Vietjet (VJC) thêm 27% lên 130.600 đồng/CP và nâng khuyến nghị từ KÉM KHẢ QUAN lên PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG. Giá cổ phiếu của VJC đã giảm 3% trong 3 tháng qua.
- Chúng tôi tăng giá mục tiêu chủ yếu nhờ (1) cập nhật mô hình định giá của chúng tôi đến cuối năm 2022 và (2) chuyển năm cuối trong mô hình định giá thu nhập thặng dư của chúng tôi từ 2031 đến 2036.
- Đối với năm 2021, chúng tôi giữ nguyên dự báo cho khoản lỗ của mảng vận tải (không bao gồm thu nhập tài chính) ở mức khoảng 7 nghìn tỷ đồng khi tác động tiêu cực từ dự báo sản lượng nội địa thấp hơn được bù đắp bởi dự báo chi phí thuê máy bay giảm của chúng tôi.
- Chúng tôi dự báo mảng vận tải của VJC sẽ bắt đầu sinh lời từ năm 2022, chủ yếu được đóng góp bởi (1) sản lượng vận tải quốc tế phục hồi, chúng tôi kỳ vọng sản lượng quốc tế đạt 41%/65%/82%/93%/101% con số của năm 2019 trong các năm 2022/2023/2024/2025/2026 và (2) sự phục hồi mạnh mẽ của các mảng kinh doanh phụ trợ.
- Chúng tôi tin tưởng vào sự phục hồi của ngành hàng không Việt Nam khi ngành này đã thể hiện sự phục hồi mạnh mẽ sau các đại dịch và cú shock kinh tế trong quá khứ. VJC đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất trong đại dịch và có khả năng hưởng lợi từ sự phục hồi của ngành vận tải và du lịch.
- Yếu tố hỗ trợ/rủi ro: Tiến độ nối lại các chuyến bay quốc tế nhanh hơn/chậm hơn dự kiến; giá dầu thô thấp hơn/cao hơn.

Mảng vận tải hàng không nội địa của VJC chịu ảnh hưởng nghiêm trọng vào cuối năm do làn sóng dịch COVID-19 thứ tư tại Việt Nam. Do các hạn chế về chuyến bay quốc tế vẫn còn nghiêm ngặt, phân khúc trong nước đã đóng góp chính vào lợi nhuận cốt lõi của các hãng hàng không tại Việt Nam. Tuy nhiên, do dịch COVID-19 tái bùng phát vào quý 3/2021, số lượng chuyến bay nội địa của VJC đã giảm 89% YoY trong quý 3/2021, theo Cục Hàng không Việt Nam (CAAV). Chúng tôi cho rằng số lượng chuyến bay nội địa của VJC sẽ vẫn ở mức thấp trong quý 4/2021 khi số lượng các chuyến bay đã giảm 81% YoY tính riêng trong tháng 10 và tháng 11/2021.

Sản lượng hành khách quốc tế dự kiến bắt đầu phục hồi đáng kể từ nửa cuối năm 2022. Chính phủ Việt Nam đã cho phép nối lại các chuyến bay quốc tế thường lệ bắt đầu từ tháng 1/2022. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tần suất các chuyến bay sẽ thấp ở giai đoạn đầu. Chúng tôi kỳ vọng rằng Chính phủ sẽ loại bỏ các giới hạn đối với tần suất chuyến bay bắt đầu từ nửa cuối năm 2022.

Các biến thể virus mới có thể ảnh hưởng việc nối lại các chuyến bay. Sự lây lan của các biến thể COVID-19 mới có thể là rủi ro đối với quan điểm tích cực hiện tại của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn nhận thấy Chính phủ Việt Nam kiên trì trong việc nối lại các chuyến bay quốc tế với

tần suất hạn chế và yêu cầu kiểm dịch thấp. Ngoài ra, các báo cáo ban đầu cho thấy các triệu chứng đối với biến thể Omicron mới nhẹ hơn so với biến thể Delta.

Báo cáo Tài chính

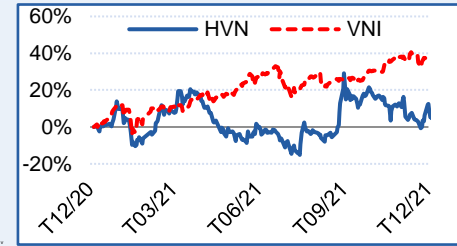
KQLN (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	18.220	14.027	37.588	52.321	Tiền và tương đương	2.926	5.599	2.480	6.965
Giá vốn hàng bán	-19.632	-19.652	-34.134	-45.989	Đầu tư TC ngắn hạn	604	604	604	604
Lợi nhuận gộp	-1.412	-5.625	3.454	6.332	Các khoản phải thu	12.784	21.902	17.254	15.527
Chi phí bán hàng	-764	-670	-624	-794	Hàng tồn kho	712	434	1.350	785
Chi phí quản lý DN	-375	-375	-372	-410	TS ngắn hạn khác	8.356	3.854	5.739	7.936
LN thuần HĐKD	-2.551	-6.670	2.458	5.128	Tổng TS ngắn hạn	25.383	32.394	27.428	31.817
Doanh thu tài chính	970	7.351	285	254	TS dài hạn (gộp)	1.155	1.405	1.444	1.461
Chi phí tài chính	-419	-520	-690	-530	- Khấu hao lũy kế	-304	-760	-966	-1.174
Trong đó, chi phí lãi vay	-453	-539	-598	-437	TS dài hạn (ròng)	850	645	478	287
Lợi nhuận từ công ty LDLC	-18	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	804	804	804	804
Lợi nhuận/(chi phí) khác	1.773	0	0	0	TS dài hạn khác	18.159	17.364	19.024	20.222
LNTT	-244	161	2.054	4.851	Tổng TS dài hạn	19.814	18.813	20.307	21.313
Thuế TNDN	313	0	-201	-718	Tổng Tài sản	45.197	51.206	47.735	53.131
LNST trước CĐTS	69	161	1.853	4.133	Phải trả ngắn hạn	3.422	3.077	5.085	5.823
Lợi ích CĐ thiểu số	0	-1	-1	-1	Nợ ngắn hạn	10.095	13.075	4.375	5.195
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	69	160	1.852	4.132	Nợ ngắn hạn khác	6.317	4.281	3.942	4.505
LNST mảng vận tải	-2.253	-7.206	1.153	3.036	Tổng nợ ngắn hạn	19.834	20.432	13.401	15.523
EBITDA	-1.684	-5.975	2.973	5.623	Nợ dài hạn	1.347	4.284	5.784	4.784
EBITDAR điều chỉnh	4.219	657	9.857	12.869	Nợ dài hạn khác	9.038	9.276	9.484	9.624
EPS báo cáo, VND	131	297	3.421	7.631	Tổng nợ	30.218	33.992	28.669	29.931
EPS cốt lõi, VND	-2.774	-12.924	2.296	5.771	Vốn cổ phần	5.416	5.416	5.416	5.416
EPS pha loãng, VND	131	297	3.421	7.631	Cổ phiếu quỹ	-2.347	0	0	0
DPS, VND	0	0	0	0	Thặng dư vốn CP	246	246	246	246
DPS/EPS (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Lợi nhuận giữ lại	11.589	11.749	13.602	17.734
					Vốn khác	74	74	74	74
CHỈ SỐ	2020	2021F	2022F	2023F	Lợi ích CĐTS	1	1	1	1
Tăng trưởng					Vốn chủ sở hữu	14.978	17.486	19.338	23.471
Tăng trưởng doanh thu	-64,0%	-23,0%	168,0%	39,2%	Tổng cộng nguồn vốn	45.197	51.206	47.735	53.131
Tăng trưởng LN HĐKD	-161,0%	N.M.	N.M.	108,6%	CP lưu hành cuối năm (triệu)	541,6	541,6	541,6	541,6
Tăng trưởng LNTT	N.M.	N.M.	102x	136,2%					
Tăng trưởng EPS	N.M.	N.M.	366,4%	123,0%					
Khả năng sinh lời									
Biên LN gộp %	-7,7%	-40,1%	9,2%	12,1%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (triệu USD)	2020	2021F	2022F	2023F
Biên LN từ HĐ %	-14,0%	-47,6%	6,5%	9,8%	Tiền đầu năm	5.364	2.926	5.599	2.480
Biên EBITDA	-9,2%	-42,6%	7,9%	10,7%	Lợi nhuận sau thuế	-499	161	1.853	4.133
LN ròng sau CĐTS điều chỉnh	0,4%	1,1%	4,9%	7,9%	Khấu hao	141	184	206	208
ROE % ^	0,5%	1,0%	10,1%	19,3%	Thay đổi vốn lưu động	-2.039	-8.956	6.339	3.566
ROA % ^	0,1%	0,3%	3,7%	8,2%	Điều chỉnh khác	-811	0	0	0
Chỉ số hiệu quả vận hành *					Tiền từ hoạt động KD	-3.208	-8.611	8.399	7.907
Số ngày tồn kho	14,6	14,6	14,6	14,6	Chi mua sắm TSC, ròng	-294	-250	-40	-16
Số ngày phải thu	196,0	621,7	237,2	121,0	Đầu tư, ròng	1.437	3.032	-4.486	-3.366
Số ngày phải trả	53,3	84,4	64,2	76,3	Tiền từ HĐ đầu tư	1.143	2.782	-4.525	-3.383
TG luân chuyển tiền	157,3	551,9	187,6	59,4	Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,28	1,59	2,05	2,05	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	2.980	-8.700	820
CS thanh toán nhanh	0,61	1,28	1,16	1,04	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-369	2.937	1.500	-1.000
CS thanh toán tiền mặt	0,18	0,30	0,23	0,49	Tiền từ các hoạt động TC khác**	-3	2.585	208	141
Nợ/Tài sản	25,3%	33,7%	21,2%	18,7%	Tiền từ hoạt động TC	-373	8.502	-6.992	-39
Nợ/Vốn sử dụng	43,3%	49,8%	34,4%	29,8%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-2.438	2.672	-3.119	4.485
Nợ/Vốn CSH	56,9%	67,3%	39,7%	12,8%	Tiền cuối năm	2.926	5.599	2.480	6.965
Khả năng thanh toán lãi vay	N.M	N.M	4,1x	11,7x					

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC. * Chỉ số hiệu quả vận hành được tính trên mảng kinh doanh cốt lõi của VJC, ^ ROE và ROA được tính dựa theo vốn chủ sở hữu và tài sản trung bình, ** Tiền từ các hoạt động TC khác chủ yếu bao gồm tiền thu được từ việc thanh lý cổ phiếu quỹ

Tổng CT Hàng không Việt Nam (HVN) [PHTT -0,9%]

Cập nhật

Ngành	Hàng không		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	23/12/2021	Tăng trưởng DT	-58,7%	-43,5%	113,7%	31,2%
Giá hiện tại	23.100VND	Tăng trưởng EPS	-870%	N.M.	N.M.	N.M.
Giá mục tiêu	22.900VND	Tăng trưởng EPS (VNA)	-462%	N.M.	N.M.	N.M.
Giá mục tiêu gần nhất	17.600VND	Biên LN gộp	-18,3%	-46,9%	-6,3%	5,7%
TL tăng	-0,9%	Biên LN ròng	-27,0%	-54,8%	-15,5%	-2,2%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EV/EBITDAR	10,1x	33,1x	7,6x	4,9x
Tổng mức sinh lời	-0,9%	P/E	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.



			HVN	Peers	VNI
GT vốn hóa	2,2 tỷ USD	EV/EBITDAR	N.M.	13,0x	N/A
Room KN	368tr USD	P/E (trượt)	N.M.	N.M.	17,4x
GTGD/ngày (30n)	2tr USD	P/B (hiện tại)	15,6x	1,4x	2,8x
Cổ phần Nhà nước	86,2%	ROE	-14,9%	-24,1%	15,9%
Pha loãng	2,2 tỷ	ROA	-0,9%	-7,1%	2,5%

Tổng quan về Công ty
 Tổng Công ty Hàng không Việt Nam (UPCoM:HVN) bao gồm công ty mẹ là hãng hàng không truyền thống Vietnam Airlines (VNA), 5 công ty liên kết và 15 công ty con tại nhiều phân khúc khác nhau của ngành hàng không, bao gồm gần 70% cổ phần tại hãng hàng không chi phí thấp Pacific Airlines (PA).

Hoàng Nam

Trưởng phòng

Bắt đầu chặng đường phục hồi 4 năm

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho Tổng Công ty Hàng không Việt Nam (HVN) thêm 30% lên 22.900 đồng/CP và nâng khuyến nghị từ KÉM KHẢ QUAN lên PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG. Giá cổ phiếu của HVN đã tăng 9% trong 3 tháng qua.
- Chúng tôi tăng giá mục tiêu chủ yếu hiệu ứng tích cực của việc cập nhật mô hình định giá của chúng tôi đến cuối năm 2022 và tăng dự báo EBITDAR của chúng tôi thêm 12% và 15% lần lượt đối với năm 2022 và 2023.
- Trong năm 2021, chúng tôi dự báo HVN sẽ ghi nhận lỗ ròng 12,5 nghìn tỷ đồng - tương đương 115% mức lỗ của năm 2020 nhưng thấp hơn 33% so với dự báo trước đây của chúng tôi do chúng tôi nhận thấy công ty cắt giảm chi phí hiệu quả hơn trong quý 3/2021 - đặc biệt đối với chi phí thuê ngoài và chi phí thuê. Ngoài ra, chúng tôi phản ánh việc HVN bán 11 máy bay vào năm 2021 sau khi hãng hàng không tiết lộ tiến độ tích cực của các thương vụ này trong ĐHCĐ bất thường diễn ra vào tháng 12/2021.
- Trong năm 2022 và 2023, chúng tôi dự báo HVN sẽ tiếp tục lỗ 7,5 nghìn tỷ đồng và 1,4 nghìn tỷ đồng, do mảng vận tải quốc tế chưa hồi phục hoàn toàn và hãng hàng không có tỷ lệ đôn bẫy hoạt động cao.
- Chúng tôi tin tưởng vào sự phục hồi của ngành hàng không Việt Nam khi ngành này đã thể hiện sự phục hồi mạnh mẽ sau các đại dịch và cú shock kinh tế trong quá khứ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lộ trình phục hồi của HVN sẽ còn dài với nhiều bất ổn. Cổ đông của HVN cũng sẽ đối mặt với rủi ro pha loãng cổ phiếu do hãng hàng không có kế hoạch tăng vốn bổ sung.
- Yếu tố hỗ trợ: Tiến độ nối lại các chuyến bay quốc tế nhanh hơn dự kiến; giá dầu tiếp tục giảm.

Làn sóng thứ tư của COVID-19 tại Việt Nam sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến KQKD của HVN trong nửa cuối 2021 do làn sóng này đặc biệt tấn công vào trung tâm giao thông lớn của Việt Nam là TP. HCM. Số lượng các chuyến bay nội địa của HVN đã giảm 78% YoY trong quý 3/2021, theo Cục Hàng không Dân dụng Việt Nam (CAAV). Mặc dù các chuyến bay nội địa đã được nối lại từ tháng 10/2021, số lượng chuyến bay của HVN vẫn phục hồi chậm trong tháng 10 và tháng 11, giảm 73% YoY.

Con đường phục hồi dự kiến sẽ vẫn còn dài. Chúng tôi dự báo lượng hành khách quốc tế của HVN sẽ đạt 41%/64%/80%/91% con số của năm 2019 trong năm 2022/2023/2024/2025. Với đôn bẫy hoạt động cao và khả năng định giá thấp do nhu cầu từ khách du lịch ưa chuộng vé máy bay giá rẻ dự kiến sẽ phục hồi nhanh hơn nhu cầu di chuyển cho công việc trong giai đoạn phục hồi ban đầu, chúng tôi dự báo HVN sẽ sinh lời vào năm 2024 với LNST sau lợi ích CETS thấp, đạt 261 tỷ đồng.

Nguy cơ hủy niêm yết trên sàn HOSE vẫn còn. Tại ĐHCĐ gần đây, HVN đã cho thấy những tiến bộ tích cực trong việc cắt giảm chi phí cho thuê và bán máy bay. Do đó, chúng tôi dự báo HVN sẽ chỉ lỗ 707 tỷ đồng trong quý 4/2021, giữ vốn chủ sở hữu cổ đông ở mức dương trong năm 2021.

Tuy nhiên, chúng tôi dự báo HVN sẽ tiếp tục lỗ trong các năm 2022 và 2023, điều này có thể khiến cổ phiếu không đủ tiêu chuẩn niêm yết trên sàn HOSE do lỗ trong 3 năm liên tiếp. Mặc dù HVN đã đề xuất Chính phủ đưa ra một ngoại lệ đối với hãng hàng không nhưng vẫn chưa có sự chấp thuận chính thức nào. Do đó, chúng tôi vẫn nhận thấy rủi ro HVN sẽ phải chuyển niêm yết sang sàn UPCoM vào năm 2023.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F	
Doanh thu	40.538	22.890	48.912	64.172	Tiền và tương đương	1.654	11.024	1.916	6.533	
Giá vốn hàng bán	-47.975	-33.634	-51.975	-60.485	Đầu tư TC ngắn hạn	487	487	487	487	
Lợi nhuận gộp	-7.437	-10.744	-3.064	3.687	Các khoản phải thu	3.430	3.888	4.641	5.632	
Chi phí bán hàng	-2.049	-1.416	-2.484	-2.555	Hàng tồn kho	1.849	1.499	1.955	2.142	
Chi phí quản lí DN	-1.468	-1.601	-1.517	-1.890	TS ngắn hạn khác	829	406	931	1.243	
LN thuần HĐKD	-10.954	-13.760	-7.064	-758	Tổng TS ngắn hạn	8.249	17.305	9.930	16.036	
Doanh thu tài chính	882	927	155	196	TS dài hạn (gộp)	83.208	87.484	89.267	90.703	
Chi phí tài chính	-1.669	-1.639	-1.299	-1.541	- Khấu hao lũy kế	-39.230	-46.339	-49.755	-52.411	
Trong đó, chi phí lãi vay	-926	-1.230	-931	-943	TS dài hạn (ròng)	43.978	41.145	39.511	38.292	
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-157	-134	-34	-16	Đầu tư TC dài hạn	404	404	404	404	
Lợi nhuận/(chi phí) khác	938	1.784	573	586	TS dài hạn khác	9.931	7.818	5.217	6.323	
LNTT	-10.960	-12.822	-7.670	-1.532	Tổng TS dài hạn	54.313	49.367	45.132	45.019	
Thuế TNDN	-218	0	-74	-2	Tổng Tài sản	62.562	66.672	55.063	61.055	
LNST trước CĐTS	-11.178	-12.822	-7.744	-1.534	Phải trả ngắn hạn	13.307	21.011	18.203	19.125	
Lợi ích CĐ thiểu số	251	288	174	116	Nợ ngắn hạn	11.194	9.484	14.135	4.200	
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	-10.927	-12.534	-7.570	-1.418	Nợ ngắn hạn khác	8.205	6.489	8.299	11.097	
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh^	-10.927	-12.534	-7.570	-1.418	Tổng nợ ngắn hạn	32.705	36.984	40.637	34.422	
EBITDA	-7.993	-11.279	-3.648	1.898	Nợ dài hạn	22.857	28.029	18.566	33.237	
EPS báo cáo, VND	-4.926	-5.650	-3.413	-639	Nợ dài hạn khác	927	160	1.931	886	
EPS điều chỉnh, VND	-4.926	-5.650	-3.413	-639	Tổng nợ	56.490	65.173	61.134	68.545	
EPS pha loãng, VND	-4.935	-5.660	-3.419	-641	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	
DPS, VND	0	0	0	0	Vốn cổ phần	14.183	22.143	22.143	22.143	
DPS/EPS (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Thặng dư vốn CP	1.221	1.221	2.143	2.143	
^ điều chỉnh cho quỹ khen thưởng và phúc lợi					Lợi nhuận giữ lại	-9.329	-21.863	-29.433	-30.851	
CHỈ SỐ	2020	2021F	2022F	2023F	Vốn khác	256	256	256	256	
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	-259	-259	-259	-259	
Tăng trưởng doanh thu	-58,7%	-43,5%	113,7%	31,2%	Vốn chủ sở hữu	6.072	1.499	-6.071	-7.490	
Tăng trưởng LN HĐKD	-396,9%	N.M.	N.M.	N.M.	Tổng cộng nguồn vốn	62.562	66.672	55.063	61.055	
Tăng trưởng LNTT	-423,4%	N.M.	N.M.	N.M.	CP lưu hành cuối năm (triệu)	1.418,3	2.214,3	2.214,3	2.214,3	
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-775,1%	N.M.	N.M.	N.M.	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	(tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
Khả năng sinh lời					Tiền đầu năm	2.957	1.654	11.024	1.916	
Biên LN gộp %	-18,3%	-46,9%	-6,3%	5,7%	Lợi nhuận sau thuế	-11.316	-12.534	-7.570	-1.418	
Biên LN từ HĐ %	-27,0%	-60,1%	-14,4%	-1,2%	Khấu hao	2.961	2.482	3.416	2.656	
Biên EBITDA	-19,7%	-49,3%	-7,5%	3,0%	Thay đổi vốn lưu động	3.132	6.304	-2.732	2.232	
LN ròng sau CĐTS điều chỉnh	-27,0%	-54,8%	-15,5%	-2,2%	Điều chỉnh khác	-1.233	0	0	0	
ROE %	-88,6%	-331%	331,1%	20,9%	Tiền từ hoạt động KD	-6.456	-3.748	-6.886	3.469	
ROA %	-15,7%	-19,4%	-12,4%	-2,4%	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-516	351	-1.783	-1.436	
Chỉ số hiệu quả vận hành					Đầu tư, ròng	3.868	2.112	2.601	-1.106	
Số ngày tồn kho	20,6	18,2	12,1	12,4	Tiền từ HĐ đầu tư	3.353	2.464	818	-2.542	
Số ngày phải thu	51,0	58,3	31,8	29,2	Cổ tức đã trả	-398	0	0	0	
Số ngày phải trả	115,2	188,2	136,5	112,3	Tăng (giảm) vốn	0	7.960	0	0	
TG luân chuyển tiền	-43,5	-111,7	-92,5	-70,7	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	-1.710	4.651	-9.935	
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ dài hạn	5.414	5.172	-9.462	14.671	
CS thanh toán hiện hành	0,3	0,5	0,2	0,5	Tiền từ các hoạt động TC khác	-3.217	-767	1.771	-1.045	
CS thanh toán nhanh	0,2	0,4	0,2	0,4	Tiền từ hoạt động TC	1.798	10.655	-3.040	3.690	
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,3	0,1	0,2	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.304	9.370	-9.108	4.617	
Nợ/Tài sản	54,4%	56,3%	59,4%	61,3%	Tiền cuối năm	1.653	11.024	1.916	6.533	
Nợ/Vốn sử dụng	84,9%	96,2%	122,8%	125,0%						
Nợ/Vốn CSH	5,3	N.M.	N.M.	N.M.						
Khả năng thanh toán lãi vay	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.						

Nguồn: báo cáo tài chính công ty, VCSC dự báo

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

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

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

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

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

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

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