

# CTCP Tổng công ty hàng không Việt Nam

Mã giao dịch: HVN

Bloomberg: HVN VN

## Kế hoạch tăng đội bay tạo áp lực lên giá vé 2019

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **44.828**

Giá thị trường (19/03/2019) 42.200

Lợi nhuận kỳ vọng 6,2%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	27.230-43.430
Vốn hóa	61.198 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	1.418.290.847 CP
KLGD bình quân 10 ngày	1.262.128 CP
% sở hữu nước ngoài	9,5%
Beta	1,38

Chuyên viên phân tích

**Chế Thị Mai Trang**

(84 4) 3928 8080 ext 202

chethimaitrang@baoviet.com.vn

**Tăng trưởng lượt khách đi ngang và thị phần tiếp tục giảm năm 2018.** Tổng lượt khách của Vietnam Airlines năm 2018 đạt 21,9 triệu lượt, đi ngang so với 2017. Với việc lượt khách đi ngang trong khi toàn ngành vẫn có tăng trưởng, thị phần của Vietnam Airlines tiếp tục sụt giảm trong năm 2018. Chúng tôi ước tính thị phần nội địa của Vietnam Airlines đạt 40% và thị phần quốc tế đạt 24% năm 2018, giảm so với mức 45% và 26% năm 2017.

**Tuy nhiên hiệu quả hoạt động đang được cải thiện.** Tỷ lệ chi phí quản lý và chi phí bán hàng trên doanh thu giảm trong 3 năm trở lại đây. Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của HVN năm 2018 ở mức 2,07 lần, giảm khá mạnh so với tỷ lệ 5,13 năm 2015. Biên lợi nhuận được duy trì mặc dù giá dầu bình quân tăng 25% yoy, do mức tăng của giá vé đủ bù đắp cho mức chi phí tăng từ giá dầu. Ngoài ra, trong năm 2018, với các biện pháp hỗ trợ về kỹ thuật và cải cách trong các khâu vận hành, Jetstar đã đạt điểm hòa vốn. Năm 2019, HVN dự kiến Jetstar sẽ tiếp tục có lãi.

**Kế hoạch mở rộng đội bay sẽ gây áp lực lên giá vé trong năm 2019.** Năm 2019, Vietnam Airlines dự kiến sẽ nhận mới 22 máy bay đồng thời trả 3 chiếc đưa tổng số máy bay lên 112 chiếc. Đây sẽ là năm kỷ lục về số lượng máy bay nhận mới trong vòng 5 năm gần nhất. Dựa trên số lượng máy bay nhận mới cao, HVN đặt mục tiêu lượt khách của Vietnam Airlines năm 2019 đạt 25 triệu lượt, tăng 14%yoy. Chúng tôi cho rằng HVN sẽ không đạt được kế hoạch tăng trưởng lượt khách đã đề ra dựa trên tăng trưởng chung của ngành hàng không Việt Nam đang ở mức thấp và tăng trưởng lượt khách không khả quan của Vietnam Airlines trong 3 năm trở lại đây. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng giá vé máy bay và tỷ lệ lấp đầy của Vietnam Airlines sẽ giảm trong năm 2019 do áp lực từ số lượng máy bay nhận mới tăng mạnh.

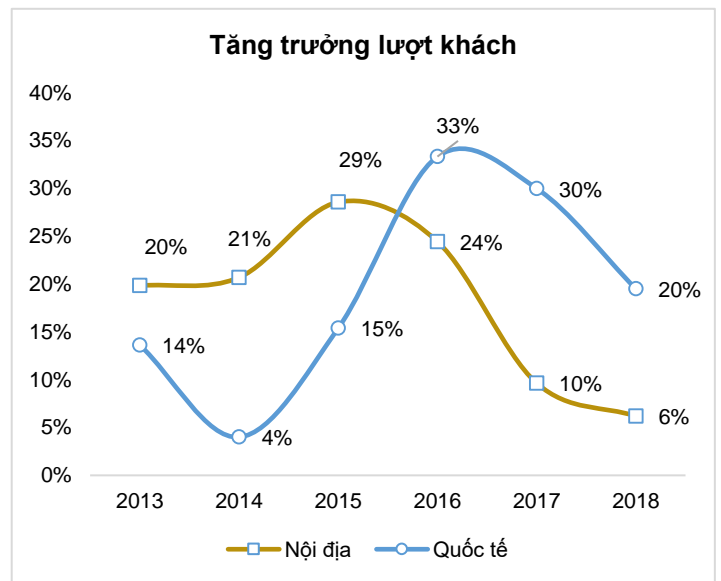
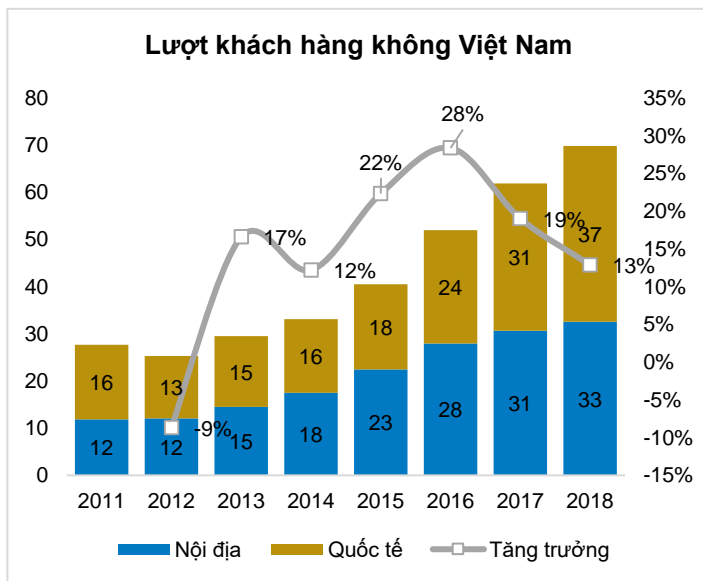
**Dự báo KQKD 2019.** Chúng tôi ước tính doanh thu thuần dự báo đạt 103.689 tỷ VNĐ, tăng 7%yoy. Lợi nhuận sau thuế dự báo tăng 15%yoy, đạt 2.924 tỷ VNĐ. Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ dự báo đạt 2.635 tỷ VNĐ, tăng 15% yoy.

**Kế hoạch chuyển sàn và thoái vốn Nhà nước.** HVN sẽ chuyển sàn từ UPCOM lên HOSE trong tháng 4/2019. Kế hoạch thoái vốn Nhà nước dự kiến sẽ triển khai vào 2020. HVN có thể nhận được sự quan tâm nhiều hơn của khối ngoại khi chuyển sàn HOSE.

**Duy trì khuyến nghị NEUTRAL.** Chúng tôi ghi nhận các biện pháp tích cực trong việc giảm chi phí và nợ vay của HVN trong thời gian qua. Tuy nhiên, tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam đang chậm lại và cạnh tranh gia tăng, với sự tham gia của Bamboo Airways và AirAsia cũng đã công bố về khả năng gia nhập thị trường hàng không nội địa Việt Nam. Việc chuyển sàn lên HOSE sẽ là yếu tố tâm lý tích cực trong ngắn hạn, tuy nhiên HVN sẽ chỉ đáp ứng được điều kiện để xét duyệt vào FTSE với thời điểm sớm nhất là tháng 9/2019. HVN không đủ điều kiện để được xét vào VN30 hay Market Vectors Vietnam ETF, chỉ trong điều kiện free float tăng lên do Nhà nước thoái vốn mà sớm nhất trong năm 2020. Ngoài ra, mức giá hợp lý của HVN dựa trên ước tính từ các yếu tố cơ bản ở mức **44.828 VNĐ/cổ phần**. Do đó chúng tôi duy trì khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu HVN.

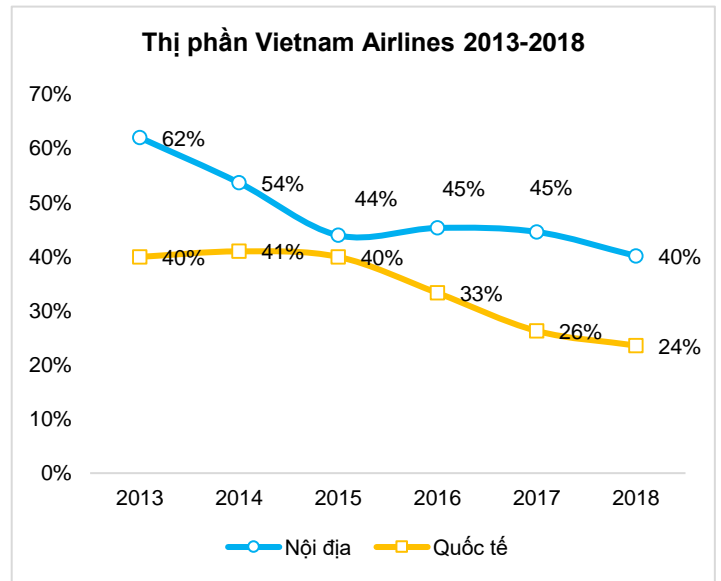
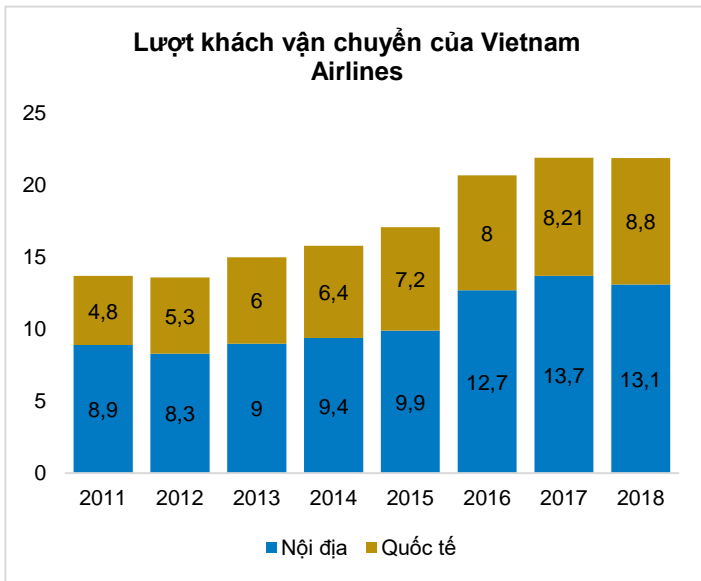
## Tăng trưởng lượt khách đi ngang và thị phần tiếp tục giảm năm 2018

**Ngành hàng không Việt Nam tăng trưởng chậm lại năm 2018.** Theo số liệu của Tổng cục Hàng không, tổng lượt khách của toàn thị trường Việt Nam chỉ tăng 12,6% so với năm 2017, thấp hơn nhiều so với mức tăng của các năm trước. Trong đó, mức tăng trưởng chủ yếu đến từ thị trường quốc tế, khi tăng trưởng lượt khách quốc tế năm 2018 vẫn đạt 20% trong khi nội địa chỉ đạt mức tăng trưởng khiêm tốn 6%. Tuy nhiên, nếu so sánh với các năm trước thì tăng trưởng thị trường quốc tế cũng đang có xu hướng giảm. Điều này có thể được lý giải bằng 2 yếu tố (1) việc mở rộng của hàng không giá rẻ trong giai đoạn 2013-2016 và (2) giá dầu giảm khiến giá vé trở nên hấp dẫn hơn và thúc đẩy tăng trưởng lượt khách. Trong giai đoạn 2017-2018, giá dầu tăng lên, giá vé tăng và lượt khách của Vietjet Air tăng trưởng chậm lại sau một giai đoạn tăng nhanh khiến toàn ngành có mức tăng trưởng thấp hơn.



*Nguồn: ACV, CAPA, BVSC tổng hợp*

**Thị phần của Vietnam Airlines tiếp tục sụt giảm năm 2018.** Tổng lượt khách của Vietnam Airlines năm 2018 đạt 21,9 triệu lượt, đi ngang so với 2017. Trong đó lượt khách nội địa giảm 4% so với 2017, đạt 13,1 triệu lượt. Lượt khách quốc tế tăng trưởng 8%, đạt 8,9 triệu lượt. Với việc lượt khách đi ngang trong khi toàn ngành vẫn có tăng trưởng, thị phần của Vietnam Airlines tiếp tục sụt giảm trong năm 2018. Chúng tôi ước tính thị phần nội địa của Vietnam Airlines đạt 40% và thị phần quốc tế đạt 24% năm 2018. Tính trên tổng thị phần, Vietnam Airlines đang giữ 31% tổng thị phần của hàng không Việt Nam. Thị phần của Jetstar không thay đổi nhiều trong năm 2018, giữ 9% thị phần toàn ngành. Theo đó, HVN đang giữ 40% tổng thị phần của hàng không Việt Nam.

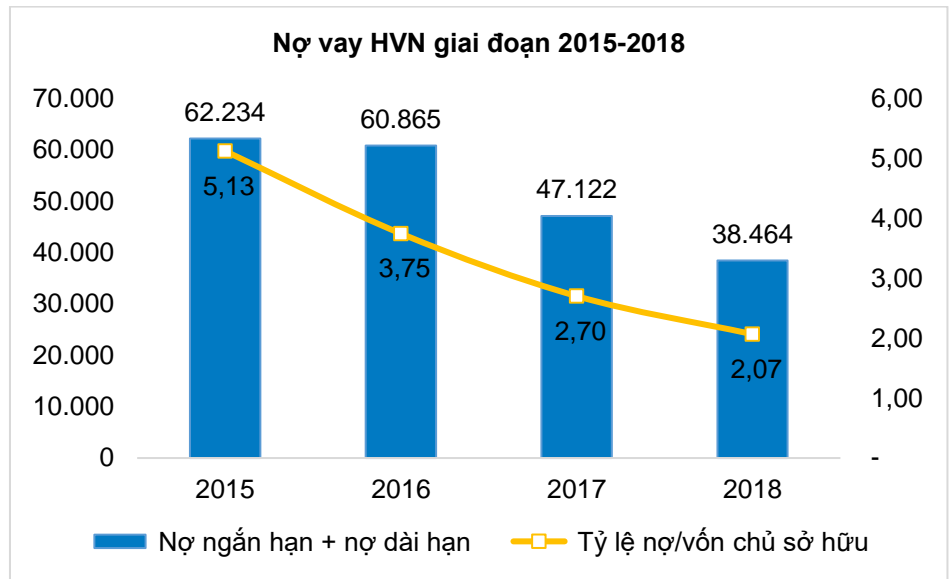


*Nguồn: ACV, CAPA, BVSC tổng hợp*

### Tuy nhiên hiệu quả hoạt động đang được cải thiện

**Tỷ lệ chi phí quản lý và chi phí bán hàng trên doanh thu giảm.** Chúng tôi nhìn nhận HVN đang có các nỗ lực trong việc cải thiện các chi phí hoạt động. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu đang giảm dần trong 3 năm trở lại đây, từ mức 9,56% năm 2016 xuống 7,61% năm 2018. Mặc dù tỷ lệ giảm 1,95% trên doanh thu thuần là một tỷ lệ khiêm tốn về mặt tương đối, tuy nhiên nếu xét trên tổng doanh thu 2018 (96.821 tỷ VNĐ) thì HVN đã tiết kiệm được đến 1.892 tỷ VNĐ, tương đương 58% lợi nhuận trước thuế của cả năm 2018, là mức rất tích cực về hiệu quả hoạt động. Điều này đạt được nhờ vào việc đẩy mạnh bán vé qua các kênh online, siết chặt chi phí trong các khâu quản trị, hạn chế trong việc tuyển mới lao động...

**Tỷ lệ nợ vay cải thiện.** Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của HVN năm 2018 ở mức 2,07 lần, giảm khá mạnh so với tỷ lệ 5,13 năm 2015. Tỷ lệ nợ vay giảm nhờ vào nguồn khấu hao lớn từ đội bay (4.000 – 5.000 tỷ VNĐ/năm), lợi nhuận để lại tốt và nguồn thu từ phát hành tăng vốn điều lệ. Ngoài ra, trong 3 năm trở lại đây (2016-2018) HVN đã thay đổi hình thức từ mua sở hữu hoặc thuê tài chính (vốn vẫn phải ghi nhận khấu hao và tăng nợ vay) sang hình thức SLB hoặc thuê vận hành khi muốn mở rộng đội bay. Do đó, tỷ lệ nợ vay không bị tăng và có thể ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động SLB.



*Nguồn: HVN, BVSC tổng hợp*

**Biên lợi nhuận được duy trì mặc dù giá dầu tăng.** Giá dầu Jet A1 bình quân năm 2018 tăng mạnh so với 2017 tuy nhiên biên lợi nhuận của HVN vẫn không bị ảnh hưởng đáng kể (12.61% so với 12.77% năm 2017). Nguyên nhân chính là do giá vé đã tăng lên đủ bù đắp cho mức chi phí tăng từ giá dầu. Tuy nhiên, điều này cũng ảnh hưởng phần nào tới tăng trưởng lượt khách của HVN năm 2018, khi tổng lượt khách đi ngang và không có tăng trưởng.

**Lợi nhuận từ hoạt động SLB đóng góp 18% lợi nhuận trước thuế năm 2018.** Năm 2018, HVN thực hiện SLB 2 máy bay A350 và 2 động cơ máy bay thuộc Vietnam Airlines, 1 chiếc A320 thuộc Jetstar. Tổng lợi nhuận ghi nhận từ hoạt động SLB đạt 577 tỷ VNĐ, giảm 25% so với 2017 nhưng vẫn đóng góp tích cực (18%) vào lợi nhuận trước thuế năm 2018.

**Jetstar đã hòa vốn trong năm 2018 so với mức lỗ gần 350 tỷ VNĐ năm 2017.** Trong năm 2018, với các biện pháp hỗ trợ về kỹ thuật và cải cách trong các khâu vận hành, Jetstar đã đạt điểm hòa vốn. Đây là điểm rất tích cực cho HVN khi tính đến cuối năm 2017, khoản lỗ lũy kế tại Jetstar lên đến 4.286 tỷ VNĐ. Năm 2019, HVN dự kiến Jetstar sẽ tiếp tục có lãi.

### Kế hoạch mở rộng đội bay sẽ gây áp lực lên giá vé trong năm 2019

**Số lượng máy bay nhận mới sẽ đạt kỷ lục trong vòng 5 năm trở lại đây.** Năm 2019, HVN dự kiến sẽ nhận mới 22 máy bay, bao gồm 17 chiếc A321 neo, 3 chiếc B787 -10, 2 chiếc A350; đồng thời trả 3 chiếc (2 chiếc A330 thuê vận hành, 1 chiếc A321 thuê), đưa tổng số máy bay của Vietnam Airlines lên 112 chiếc. Trong số 22 máy bay nhận mới thì chỉ có 2 chiếc A350 sẽ thực hiện theo hình thức SLB, theo đó sẽ đóng góp lợi nhuận cho HVN trong năm 2019. Tổng số 19 chiếc máy bay còn lại sẽ thực hiện thuê vận hành và không ảnh hưởng gì tới các chỉ tiêu nợ vay cũng như nguyên giá tài sản cố định của HVN. Tuy nhiên,

chúng tôi khá lo ngại về số lượng máy bay nhận mới khá lớn này. Nếu toàn bộ máy bay được nhận theo lịch trình thì 2019 sẽ là năm kỷ lục về số lượng máy bay nhận mới trong vòng 5 năm gần nhất. Nếu tính theo tổng số ghế của toàn bộ đội bay thì năm đến cuối năm 2019 tổng số ghế của Vietnam Airlines sẽ tăng 22% so với cuối 2018. Đây là mức tăng khá cao nếu so với tăng trưởng lượt khách trong vòng 3 năm gần nhất 2016-2018 chỉ đạt 2,8%/năm.

<b>Số lượng máy bay của Vietnam Airlines (chiếc)</b>						
<b>Năm</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>
Số lượng máy bay	80	86	90	93	93	112
Tăng thêm		6	4	3	0	19

*Nguồn: HVN, BVSC tổng hợp*

**Kế hoạch tăng trưởng lượt khách đặt ở mức cao (14%) năm 2019.** Dựa trên số lượng máy bay nhận mới cao, HVN đặt mục tiêu lượt khách 2019 đạt 25 triệu lượt, tăng 14%yoy. Doanh thu hợp nhất đặt kế hoạch 112 nghìn tỷ VNĐ, tăng 13% yoy. Công ty chưa công bố chính thức kế hoạch lợi nhuận năm 2019, tuy nhiên chúng tôi được biết nhiều khả năng kế hoạch lợi nhuận trước thuế sẽ tăng khoảng 10% so với 2018.

## Dự báo lợi nhuận 2019

**Chúng tôi cho rằng HVN sẽ không đạt được kế hoạch tăng trưởng lượt khách đã đề ra** dựa trên tăng trưởng chung của ngành hàng không Việt Nam đang ở mức thấp và tăng trưởng lượt khách không khả quan của Vietnam Airlines trong 3 năm trở lại đây. Chúng tôi dự báo tăng trưởng lượt khách nội địa đạt 8% và quốc tế đạt 7% năm 2019. Tổng lượt khách đạt 23,67 triệu lượt, tăng 8%yoy.

**Giá vé máy bay và tỷ lệ lấp đầy của HVN dự báo giảm trong năm 2019.** Kế hoạch thuê máy bay A321 neo có thể được đẩy lùi nếu tình hình tăng trưởng lượt khách không được như kỳ vọng, theo đó áp lực lên giá vé và tỷ lệ lấp đầy sẽ không cao so với việc bắt buộc phải nhận mới 22 chiếc theo lịch trình. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng giá vé sẽ vẫn giảm trong năm 2019, dựa trên kịch bản giá dầu giảm 8% yoy và áp lực từ việc số lượng máy bay tăng lên. Chúng tôi dự báo giá vé bình quân/ASK của HVN sẽ giảm khoảng 5% trong năm 2019. Tỷ lệ lấp đầy dự báo giảm xuống 80% so với mức 81,3% năm 2018 do số lượng máy bay tăng lên.

**Doanh thu thuần dự báo đạt 103.689 tỷ VNĐ, tăng 7%yoy.** Với tổng lượt khách tăng trưởng dự báo đạt 8%, chúng tôi dự báo ASK năm 2019 đạt 48.505 triệu ghế km, tăng 9%yoy. Doanh thu vận chuyển khách của Vietnam Airlines dự báo đạt 60.384 tỷ VNĐ, chỉ tăng 2% yoy do giá vé bình quân giảm. Tổng doanh thu thuần dự báo đạt 103.689 tỷ VNĐ, tăng 7% yoy, thấp hơn khoảng 8% so với kế hoạch của HVN.

**Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên tổng doanh thu có thể tiếp tục giảm năm 2019.** Chúng tôi giả định chi phí bán hàng/doanh thu sẽ tiếp

tục giảm xuống 4,7% năm 2019. Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu giả định tương tự 2018 (2,69%). Tổng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp dự báo đạt 7.666 tỷ VNĐ, tăng 4% yoy.

**Nợ vay dự báo tiếp tục giảm năm 2019.** Toàn bộ máy bay nhận về năm 2019 sẽ theo hình thức SLB hoặc thuê vận hành do đó không làm tăng vay nợ của HVN. Ngoài ra, với nguồn khấu hao khoảng 5000 tỷ VNĐ, nợ vay của HVN sẽ tiếp tục giảm trong năm 2019. Chúng tôi dự báo tổng nợ vay ngắn hạn và dài hạn cuối 2019 ở mức 33.669 tỷ VNĐ, giảm so với mức 38.464 tỷ VNĐ cuối năm 2018. Chi phí lãi vay dự báo ở mức 1.315 tỷ VNĐ, giảm 16%yoy.

**Lợi nhuận sau thuế dự báo tăng 15%yoy, đạt 2.924 tỷ VNĐ.** Dựa trên các giả định trên, chúng tôi dự báo năm 2019 HVN có thể đạt 2.924 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, tăng 15% so với 2018. Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ dự báo đạt 2.635 tỷ VNĐ, tăng 15% yoy.

## Kế hoạch chuyển sàn và thoái vốn Nhà nước

**HVN sẽ chuyển sàn từ UPCOM lên HOSE trong tháng 4/2019.** Các thủ tục hiện tại đã thực hiện gần như hoàn tất và không gặp vấn đề vướng mắc gì, dự kiến tháng 4/2019 HVN sẽ thực hiện chuyển sàn từ UPCOM lên HOSE.

**Kế hoạch thoái vốn Nhà nước dự kiến sẽ triển khai vào 2020.** Hiện tại Nhà nước đang giữ 86,19% vốn điều lệ tại HVN. HVN dự kiến sẽ bắt đầu tiến hành thoái vốn Nhà nước từ năm 2020. Hiện vẫn chưa quyết định phương án thoái vốn là phát hành cho cổ đông chiến lược hay cổ đông hiện hữu.

**HVN có thể nhận được sự quan tâm nhiều hơn của khối ngoại khi chuyển sàn HOSE.** Với số lượng cổ phiếu và vốn hóa cao, HVN sẽ được sự quan tâm của khối ngoại và các quỹ chỉ số. Tuy nhiên, tỷ lệ free float của HVN khá thấp (6,22%) và gặp nhiều trở ngại trong việc xét vào các bộ chỉ số này.

- ❑ Đối với Market Vectors Vietnam ETF: tỷ lệ free float tối thiểu là 10% do đó HVN không đủ điều kiện. Chỉ khi tiến hành thoái vốn Nhà nước xuống dưới 82,4% thì mới có khả năng được xét vào, tuy nhiên nếu trong trường hợp Nhà nước thoái vốn cho đối tác chiến lược tỷ lệ free float của HVN cũng sẽ không được cải thiện.
- ❑ Đối với các quỹ vận hành theo chỉ số VN30: HVN không đủ điều kiện free- float trên 10%. Mặc dù VN30 có điều kiện loại trừ: đối với các cổ phiếu có tỷ lệ free float dưới 10% nhưng đảm bảo điều kiện về giá trị vốn hóa nhân với tỷ lệ free – float (GTVH-f) lớn hơn trung vị của tập hợp 90% GTVH-f của rổ cổ phiếu vẫn được tham gia vào VN30. Tuy nhiên, nếu xét tham chiếu theo giá trị vốn hóa hiện tại, HVN cũng không đạt điều kiện này.
- ❑ Đối với FTSE Vietnam Index ETF: đây là chỉ số duy nhất HVN đủ điều kiện free float. Với quy định về thời gian niêm yết tối thiểu là 3 tháng, thời gian sớm nhất HVN được xét vào sẽ là kỳ tháng 9/2019.

Tiêu chí và khả năng HVN được vào các bộ chỉ số			
Quỹ ETF	Thời gian niêm yết tối thiểu	Tỷ lệ free float tối thiểu	Thời gian sớm nhất HVN được vào rổ
FTSE	3 tháng	5%	Tháng 9/2019
VNM	3 tháng	10%	Chỉ khi thoái vốn Nhà nước mới đủ điều kiện free float trên 10%
VN30	6 tháng	10%	Chỉ khi thoái vốn Nhà nước mới đủ điều kiện free float trên 10%

## Khuyến nghị đầu tư

**Mức giá kỳ vọng của HVN là 44.828 VNĐ/cổ phần.** Chúng tôi sử dụng phương pháp Adj. EV/EBITDAR để định giá HVN (phương pháp này được sử dụng phổ biến để định giá các hãng hàng không trên thế giới trong đó chi phí thuê máy bay được vốn hóa để phản ánh chính xác hơn giá trị công ty). Với mức Adj. EV/EBITDAR mục tiêu là mức trung bình của các hãng hàng không FSC trong khu vực (7,08 lần), giá trị hợp lý của HVN ở mức 44.828 VNĐ/cổ phần.

Định giá HVN		
STT	Chỉ tiêu	2019E
1.	EBITDAR (tỷ VNĐ)	26.038
2.	Hệ số nhân	7,17
3.	Chi phí thuê máy bay được vốn hóa (tỷ VNĐ)	186.692
4.	Nợ ròng (tỷ VNĐ)	96.447
5.	Giá trị cổ phần (tỷ VNĐ) $(=(1)*(2)-(3)-(4))$	26.670
6.	Số cổ phần (triệu cổ)	1.418.200.000
7.	<b>Giá cổ phần (VNĐ/cổ phần)</b>	<b>44.828</b>

Nguồn: BVSC research

Name	P/B	P/E	ROE	ROA	Adj. EV/EBTAR
SINGAPORE AIRLINES LTD	1,0	17,6	7,4	3,7	6,1
QANTAS AIRWAYS LTD	2,7	10,9	26,1	5,5	4,3
JUNEYAO AIRLINES CO LTD-A	2,5	15,7	16,3	7,1	7,8
HAINAN AIRLINES HOLDING CO-A	0,7	29,0	6,4	1,9	8,4
EVA AIRWAYS CORP	1,1	10,6	10,3	2,6	5,7
CHINA SOUTHERN AIRLINES CO-H	1,1	10,3	12,8	2,8	8,7
CHINA EASTERN AIRLINES CO-H	1,1	14,8	12,4	2,9	8,7
CHINA AIRLINES LTD	0,9	21,9	3,9	1,0	5,7
CATHAY PACIFIC AIRWAYS	0,8	22,6	3,8	1,2	7,4
AIR NEW ZEALAND LTD	1,3	8,5	18,7	5,2	4,7
AIR CHINA LTD-A	1,1	13,1	9,4	3,2	8,0
CHINA EXPRESS AIRLINES CO -A	4,2	35	15,1	3,7	10,3
<b>Trung bình</b>	<b>1,5</b>	<b>17,5</b>	<b>11,9</b>	<b>3,4</b>	<b>7,2</b>
<b>Vietnam Airlines</b>	<b>2,97</b>	<b>22,7</b>	<b>14,5</b>	<b>3,6</b>	<b>7,03</b>

**Duy trì khuyến nghị NEUTRAL.** Chúng tôi ghi nhận các biện pháp tích cực trong việc giảm chi phí và nợ vay của HVN trong thời gian qua. Tuy nhiên, tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam đang chậm lại và cạnh tranh gia tăng, với sự tham gia của Bamboo Airways và một đối thủ đáng ngại hơn là AirAsia cũng đã công bố về khả năng gia nhập thị trường hàng không nội địa Việt Nam. Việc chuyển sàn lên HOSE sẽ tạo yếu tố tâm lý tích cực trong ngắn hạn, tuy nhiên HVN chỉ đáp ứng được điều kiện để xét duyệt vào FTSE với thời điểm sớm nhất là tháng 9/2019. Với tỷ lệ free float hiện tại, HVN sẽ không đủ điều kiện để được xét vào VN30 hay Market Vectors Vietnam ETF. Chỉ trong điều kiện free float tăng lên do Nhà nước thoái vốn, sớm nhất trong năm 2020 thì HVN mới có khả năng lọt vào các bộ chỉ số này. Ngoài ra, mức giá hợp lý của HVN dựa trên ước tính từ các yếu tố cơ bản ở mức **44.828 VNĐ/cổ phần**. Do đó chúng tôi duy trì khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu HVN.



**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	86,19%
Sở hữu nước ngoài	9,5%
Sở hữu khác	4,3%

**CỔ ĐÔNG LỚN**

Bộ giao thông vận tải	86,19%
ANA Holdings Inc.	7,59%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018	2019E
Doanh thu	65.942	70.089	82.951	96.821	103.752
Giá vốn	56.918	59.246	72.278	84.614	90.544
Lợi nhuận gộp	9.023	10.843	10.673	12.207	13.207
Doanh thu tài chính	1.752	900	907	1.156	1.067
Chi phí tài chính	4.925	3.049	2.294	3.672	3.472
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>806</b>	<b>2.105</b>	<b>2.659</b>	<b>2.533</b>	<b>2.924</b>
<b>Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ</b>	<b>506</b>	<b>2.055</b>	<b>2.371</b>	<b>2.282</b>	<b>2.635</b>

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018	2019E
Tiền & khoản tương đương tiền	4.574	2.765	7.541	3.652	3.993
Các khoản phải thu ngắn hạn	12.169	15.623	9.608	9.437	10.582
Hàng tồn kho	1.727	2.712	3.234	3.683	4.015
Tài sản cố định hữu hình	13.809	21.182	17.950	17.039	15.212
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	41.332	40.075	36.975	33.824	30.747
<b>Tổng tài sản</b>	<b>89.182</b>	<b>96.480</b>	<b>88.550</b>	<b>82.165</b>	<b>80.405</b>
Nợ ngắn hạn	27.735	29.363	32.738	32.007	32.928
Nợ dài hạn	49.305	50.873	38.379	31.562	27.276
Vốn chủ sở hữu	12.142	16.245	17.433	18.606	20.177
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>89.182</b>	<b>96.480</b>	<b>88.550</b>	<b>82.165</b>	<b>80.405</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018	2019E
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-4%	6%	18%	17%	7%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	93%	161%	26%	-5%	15%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận gộp biên (%)	14%	15%	13%	13%	13%
Lợi nhuận thuần biên (%)	1%	3%	3%	3%	3%
ROA (%)	1%	2%	3%	3%	4%
ROE (%)	7%	13%	15%	14%	14%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	86%	83%	80%	77%	75%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	634%	494%	408%	342%	298%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	452	1.674	1.931	1.609	1.858
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	10.843	13.234	14.202	12.080	13.100

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, **Chế Thị Mai Trang** 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 Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

**Chế Thị Mai Trang**

Thép, Phân bón, Hàng không

chethimaitrang@baoviet.com.vn

**Nguyễn Bình Nguyễn**

Cao su tự nhiên, Dầu khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**

Dược, thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**

Xây dựng

trandangmanh@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

**Ngô Trí Vinh**

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Vật liệu xây dựng

lethanhhoa@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



## 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