

TRIỂN VỌNG NGÀNH HÀNG KHÔNG NĂM 2022:

Thị trường trong nước phục hồi trước, trong khi thị trường quốc tế vẫn phải chờ đợi thêm

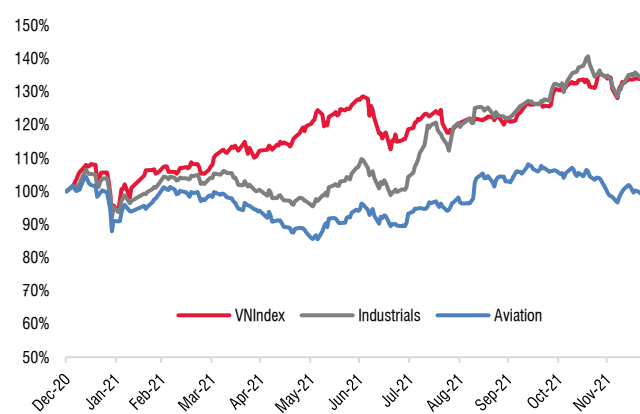
Điểm nhấn năm 2021

Diễn biến ngành trong năm: KÉM KHẢ QUAN

Ngành hàng không hoạt động kém khả quan hơn rất nhiều so với chỉ số VN-Index, do tổng vốn hóa thị trường của ngành đi ngang trong năm. Chỉ số VN-Index tăng +33,8% so với đầu năm (tính tại ngày 24/12/2021). Các hạn chế do ảnh hưởng của Covid-19 là yếu tố chính dẫn đến hoạt động kém khả quan của ngành.

Các cổ phiếu có diễn biến giá khả quan nhất bao gồm: NCT (+28%) và SCS (+24%). Các cổ phiếu có diễn biến giá kém khả quan bao gồm: AST (-8%) và VJC (-1%).

Diễn biến ngành trong năm 2021



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Những điểm chính của ngành trong năm 2021

- Trong năm 2021, nhu cầu toàn cầu phục hồi khá vững chắc với các chuyến bay nội địa, nhưng với các chuyến bay quốc tế vẫn còn khá yếu.** Theo IATA, RPK nội địa toàn cầu (doanh thu khách hàng trên mỗi km - thước đo lưu lượng khách hàng của các hãng hàng không) tiếp tục phục hồi lên mức 79% trước dịch Covid-19 và đã nổi lại hiệu suất cơ bản so với trước dịch Covid trong tháng 10/2021. Đây là mức cải thiện ổn định từ mức 60% trước Covid được ghi nhận trong tháng 10/2020. Một số quốc gia đã phân phối vắc xin Covid sớm hơn, do đó có thể nổi lại các chuyến bay nhanh hơn (như Mỹ/Châu Âu, Israel...), trong khi các hoạt động mở lại/bay chậm hơn được ghi nhận tại các quốc gia tuân theo chính sách không Covid (như Trung Quốc, Úc...). Trong khi đó, quá trình phục hồi quốc tế gặp nhiều khó khăn do các chính sách hạn chế biên giới không nhất quán giữa các quốc gia và hoạt động du lịch quốc tế đường dài vẫn yếu dẫn đến nguy cơ lây nhiễm Covid-19 cao hơn. So với mức trước dịch Covid-19, RPK quốc tế chỉ phục hồi lên 35% trong tháng 10/2021, đây vẫn là mức cải thiện vững chắc từ mức 13% trong năm 2020. Sự cải thiện về lưu lượng hành khách quốc tế có thể nhận thấy ở tất cả các khu vực ngoại trừ Châu Á - Thái Bình Dương, và chỉ dừng lại ở mức 7% lưu lượng trước dịch Covid. Các nước trong khu vực đã áp dụng chính sách biên giới chặt chẽ hơn so với các nước khác trên thế giới.
- Nguồn cung toàn cầu phục hồi mạnh mẽ trong năm 2021, do các hãng hàng không cạnh tranh thu hút khách hàng để cải thiện dòng tiền.** Theo IATA, ASK nội địa toàn cầu (ghế ngồi khả dụng trên mỗi km - thước đo cung cấp hàng không cho thị trường) đã cải thiện lên mức 85% trước dịch Covid, trong khi ASK quốc tế phục hồi lên mức 45% trước dịch Covid, cao hơn mức phục hồi của nhu cầu về chỉ số RPK. Kết quả có được nhờ các hãng hàng không nỗ lực khôi phục vị trí và tệp khách hàng của họ, điều này cho thấy

các hãng hàng không chấp nhận hệ số tải và lợi nhuận thấp hơn so với mức trước dịch Covid để đổi lấy tốc độ chi tiền thấp hơn. Các con số của IATA cho thấy dòng tiền thuần trên doanh thu giảm -0,9% trong Q3/2021 so với mức giảm -49% trong Q3/2020 đối với 55 hãng hàng không được khảo sát, gần như hòa vốn.

- **Nhu cầu của Việt Nam yếu hơn trong năm 2021 so với những năm trước dịch Covid do dịch bệnh bùng phát, giãn cách xã hội và các hạn chế về biên giới.** Trong năm 2021, tổng số hành khách đến sân bay nội địa của Việt Nam đạt 30 triệu lượt, tương đương 40% mức trước Covid. Các chuyến bay thương mại quốc tế ra/vào Việt Nam bị hạn chế hoàn toàn trong cả năm 2021. Và chỉ có các chuyến bay hồi hương cho công dân Việt Nam hay với mục đích công tác/chuyên gia đối với người nước ngoài và công dân Việt Nam được phê duyệt đặc biệt với thời gian cách ly từ 7-14 ngày. Về nguồn cung, các hãng hàng không giảm đội bay khá chậm, cụ thể HVN chỉ bán được 3-4 chiếc trong năm, trong khi VJC và Bamboo vẫn duy trì kết nối với đội bay, trong khi Vietravel Airlines tham gia thị trường từ năm 2020, giúp giữ nguyên đội bay của toàn Việt Nam (khoảng 210 máy bay) so với thời điểm trước dịch Covid năm 2019. Điều này rõ ràng tạo ra tình trạng cung vượt cầu trong thị trường nội địa, thậm chí còn nhiều hơn khi các chuyến bay quốc tế không thể thực hiện, khiến các hãng hàng không có hệ số tải và năng suất thấp.
- **Một số nhu cầu có thể mất đi vĩnh viễn (ví dụ đi công tác được thay thế bằng hội nghị trực tuyến).** Sau 2 năm xảy ra đại dịch, nền kinh tế dường như đang dần thích nghi với “trạng thái bình thường mới”, với những cách thức mới để thực hiện các hoạt động kinh tế/giải trí. Ví dụ như họp/hội thảo/hội nghị trực tuyến ngày càng được sử dụng nhiều hơn vì sự an toàn và tiện lợi. Du lịch đã có những hình thức mới, như du lịch chặng ngắn đến các vùng ngoại ô, thay vì phải bay đến các điểm đến xa hơn. Một số yếu tố bao gồm nhu cầu đi công tác và du lịch giải trí có thể không phục hồi sau đại dịch.
- **Sản phẩm qua đường hàng không là điểm sáng, với tổng lượng hàng hóa qua đường hàng không tăng khoảng 15% so với cùng kỳ trong năm, nhanh hơn mức 10% của năm trước.** Mức tăng trưởng tốt được ghi nhận trong tất cả các tháng ngoại trừ Q3 (giãn cách nghiêm ngặt), và sản lượng tăng mạnh trong tháng 11 và tháng 12 do các công ty sản xuất đẩy mạnh đặt hàng bằng vận tải hàng không (thay vì tàu biển) cho khách hàng ở Mỹ/Châu Âu để kịp thời gian cho kỳ nghỉ lễ, sau khi bị chậm tiến độ do gián đoạn trong Q3.
- **Nhiên liệu bay tăng là mối quan tâm, nhưng tác động không đáng kể do thiếu chuyến bay.** Giá nhiên liệu bay tăng 66% so với đầu năm, cao hơn 15% so với mức trước Covid. Kết hợp với tình trạng dư cung và năng suất thấp của các hãng hàng không, điều này có thể kéo dài thời gian phục hồi lợi nhuận của các hãng hàng không.
- **Lợi nhuận năm 2021 không cải thiện đáng kể nhưng dường như đã chạm đáy.** Do cả hành khách quốc tế và nội địa đều giảm trong năm 2021, SSI Research ước tính tất cả các công ty trong lĩnh vực hàng không (ngoại trừ các công ty vận tải hàng hóa) sẽ ghi nhận lợi nhuận giảm trong năm 2021. Tỷ lệ tiêu chủng hiện đã đạt gần 70% dân số và đã có sự thay đổi trong cách thức xử lý của Chính phủ với dịch bệnh. Do đó, chúng tôi cho rằng lợi nhuận ngành hàng không đã chạm đáy trong năm 2021 và sẽ bắt đầu phục hồi từ năm 2022.
- **Giá cổ phiếu đang đạt mức trước dịch Covid mặc dù lợi nhuận kém khả quan.** Giá cổ phiếu của các công ty lớn trong ngành (như ACV, HVN và VJC) đã gần đạt/cao hơn mức trước dịch Covid trong năm 2019. Tuy nhiên hệ số P/E và EV/EBITDA thấp do lợi nhuận thấp/thấp trong năm 2021/2022. Nếu nhìn sang năm 2024, thời điểm mà thị trường hàng không Việt Nam dự kiến sẽ đạt mức trước dịch Covid năm 2019, theo quan điểm của chúng tôi, các công ty lớn bao gồm ACV, đã đạt mức định giá khá hợp lý.

Triển vọng năm 2022

Triển vọng tăng trưởng năm 2022

- **Các ca nhiễm Covid-19 vẫn có thể tăng lên, nhưng cách xử lý đối với dịch Covid-19 đang thay đổi từ hướng đại dịch sang một bệnh đặc hữu.** Trong đại dịch, các đợt bùng phát vẫn sẽ xảy ra nhưng sẽ ngày càng thu hẹp theo thời gian, với tỷ lệ nhập viện/tử vong thấp. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các biện pháp hạn chế của Chính phủ sẽ giảm dần. Điều đó cho thấy, tâm lý cẩn trọng vẫn là một trở ngại cần vượt qua đối với các chuyến bay đường dài, đặc biệt là khi xuất hiện các biến thể mới.
- **Năm 2022, sản lượng hành khách nội địa của Việt Nam ước đạt 70% mức trước dịch Covid (từ 40% trong năm 2021), trong khi sản lượng hành khách quốc tế ước đạt 20% mức trước Covid (từ 0% trong năm 2021).** Cụ thể, chúng tôi giả định lượng hành khách nội địa đạt 52 triệu lượt (+75% so với cùng kỳ), lượng hành khách quốc tế đạt 8 triệu hành khách trong năm 2022. Chúng tôi cũng kỳ vọng sự phục hồi hoàn toàn về mức trước Covid đối với lượng hành khách nội địa trong năm 2023 và đối với hành khách quốc tế trong năm 2024, phù hợp với dự báo của IATA về lượng hành khách toàn cầu sau đại dịch. Các giả định của chúng tôi dựa trên thời hạn hiện tại của Chính phủ đối với việc mở lại đường bay quốc tế, các chuyến bay quốc tế chỉ được mở hoàn toàn từ nửa cuối năm 2022 và nhu cầu đi lại quốc tế có thể phục hồi dần cho đến cuối năm 2023 do vẫn còn sự khác biệt trong chính sách biên giới/các biện pháp kiểm dịch giữa các quốc gia.
- **Tình trạng dư cung trên thị trường hàng không vẫn còn tiếp diễn, gây áp lực giảm giá vé và hiệu suất.** Chúng tôi ước tính hệ số tải và hiệu suất thấp trong giai đoạn phục hồi ban đầu như ở các quốc gia khác và điều này sẽ không khác ở thị trường Việt Nam trong năm 2022, vì nguồn cung máy bay dư thừa và nhu cầu yếu sẽ là trọng điểm cho đến các giai đoạn phục hồi sau đó (từ năm 2023 trở đi).
- **Trong năm 2022, hàng hóa hàng không có thể vẫn ghi nhận kết quả khả quan khi chuỗi logistic container vẫn bị gián đoạn và nguồn cung không đáp ứng đủ, đi cùng với các hoạt động làm đầy hàng tồn kho của các nhà bán lẻ trên thế giới.** Trong năm 2022, đặc biệt là nửa đầu năm 2022, chúng tôi ước tính sản lượng hàng hóa hàng không vẫn được hưởng lợi từ nhu cầu cao do các nhà bán lẻ tích trữ hàng tồn kho, hiện đang ở mức thấp trong lịch sử. Tăng trưởng trong Q3 cũng có thể vẫn tốt do hiệu ứng cơ bản thấp và trở về mức bình thường Q4/2022.
- **Lợi nhuận hồi phục gần như là điều chắc chắn trong năm 2022, nhưng có thể không đạt kết quả quá khả quan trong nửa đầu năm 2022, vì việc mở cửa trở lại biên giới vẫn cần được quan sát sau khi thử nghiệm trong vài tháng đầu năm 2022.** Đối với cả sân bay và hãng hàng không, hành khách quốc tế chiếm một phần lớn lợi nhuận. Vì các chuyến bay quốc tế sẽ được nối lại theo từng giai đoạn với các giai đoạn thử nghiệm trong nửa đầu năm 2022, nên khả năng mở cửa trở lại toàn bộ chỉ được thực hiện trong nửa cuối năm 2022. Đồng thời, chúng tôi không nhận thấy sự bùng nổ mạnh mẽ về sản lượng nội địa như được quan sát trong nửa đầu năm 2021, vì khi đó chúng tôi cho rằng các ca nhiễm hàng ngày có thể gần bằng 0 và hầu hết các ca nhiễm đều được cách ly.
- **Nửa cuối năm 2022 sẽ chứng kiến sự phục hồi lợi nhuận mạnh mẽ hơn, do chúng tôi tính đến các yếu tố sau: hoàn tất mũi tiêm tăng cường đầu tiên; biên giới mở lại rộng hơn ở cả Việt Nam và các nước khác; hiệu suất/hệ số tải tốt hơn trong mùa lế; và giá nhiên liệu bay thấp hơn so với nửa cuối năm 2021.** Đối với cả công ty sân bay như ACV và AST, chúng tôi kỳ vọng triển vọng lợi nhuận mạnh bắt đầu từ nửa cuối năm 2022 vì hành khách quốc tế có thể sẽ chiếm phần lớn lợi nhuận cao như những năm trước dịch Covid gần đây. Đối với các hãng hàng không, chúng tôi kỳ vọng hệ số tải và hiệu suất thấp sẽ cản trở sự phục hồi lợi nhuận trong năm 2022 và các nhà đầu tư có thể kỳ vọng mức tăng trưởng có ý nghĩa hơn trong năm 2023.

Top cổ phiếu ưa thích:**Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam - CTCP (ACV: UPCOM):**

- **Giá tại ngày 24/12/2021:** 81.597 đồng/cp
- **Giá mục tiêu 1 năm:** 91.700 đồng/cp
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ Chúng tôi ước tính ACV sẽ duy trì tình hình tài chính vững mạnh trong suốt thời kỳ dịch bệnh, không phát sinh nợ hoặc phát hành cổ phiếu mới.
 - ✓ Hoạt động và lợi nhuận phục hồi nhanh từ với việc nối lại các chuyến bay quốc tế.
 - ✓ Niêm yết trên sàn HOSE trong năm 2022 như một yếu tố hỗ trợ. Để đủ điều kiện niêm yết trên sàn HOSE, ACV cần làm xóa được 2 ý kiến của kiểm toán viên đối với BCTC đã được kiểm toán bao gồm quyết toán giá trị cổ phần hóa và vấn đề về khu bay.
- **Rủi ro:** Các biến thể mới với khả năng lây nhiễm cao hơn có thể xâm nhập vào sự phòng vệ của vắc xin, đây sẽ là nguy cơ chính ảnh hưởng đến sự phục hồi; và nguy cơ pha loãng nếu Nhà nước quyết định sáp nhập khu vực bay vào công ty với hình thức phát hành riêng lẻ.

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	16,123	18,329	7,784	5,749	9,720	14,611	21,668
Tăng trưởng doanh thu thuần	16.6%	13.7%	-57.5%	-26.1%	69.1%	50.3%	48.3%
Lợi nhuận gộp	7,828	9,334	1,429	-895	2,014	5,472	11,984
Biên lợi nhuận gộp	48.5%	50.9%	18.4%	-15.6%	20.7%	37.5%	55.3%
Thu nhập tài chính	1,363	1,920	2,220	2,066	1,065	872	640
Chi phí tài chính	-756	-104	-957	-391	-670	-566	-706
SG&A	-1,218	-1,386	-776	-573	-969	-1,456	-2,159
Thu nhập ròng khác	65	9	9	7	11	17	25
Lợi nhuận trước thuế	7,618	10,156	2,088	388	1,712	4,655	10,130
Lợi nhuận ròng	6,185	8,214	1,712	310	1,369	3,724	8,104
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	50.1%	32.8%	-79.2%	-81.9%	341.5%	171.9%	117.6%
Biên lợi nhuận ròng	38.4%	44.8%	22.0%	5.4%	14.1%	25.5%	37.4%
EPS (VND)	2,518	3,450	789	128	566	1,539	3,350

Nguồn: SSI Research ước tính, ACV

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
phuonghv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Phó Giám đốc
hungpl@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô
trinhhtt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư
quyenlbn@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng
kientt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhtk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp
tuntt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp
tranglh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Phân tích Ngành Hàng không

Nguyễn Hoàng Giang, CFA

Trưởng phòng Phân tích cổ phiếu
giangnh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8703

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp
nganlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp
tamntd@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715