

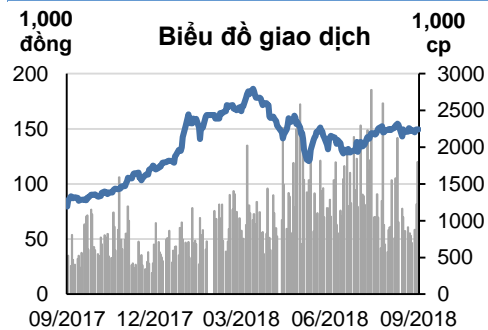
VJC (HOSE)

Công ty cổ phần Hàng không VietJet – Cập nhật KQKD

Đánh giá

TĂNG TỶ TRỌNG

	Hàng Không
Giá thị trường (VND):	149,600
Giá mục tiêu (VND) :	176,800
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:	19%
Suất sinh lợi cổ tức:	1.2%
Suất sinh lợi bình quân năm:	20%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	25%	0%	5%	87%
Tương đối	22%	-3%	1%	60%

Nguồn: Bloomberg, so với VNI

Thông kê

20/09/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	84.9k-186.5k
SL lưu hành (triệu cp)	542
Vốn hóa (tỷ đồng)	80,917
Vốn hóa (triệu USD)	3,468
% khối ngoại sở hữu	25%
SL cp tự do (triệu cp)	288
KLGD TB 3 tháng (cp)	626,884
VND/USD	23,335
Index: VNIndex / HNX	1,003/116

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu

20/09/2018

Nguyễn Thị Phương Thảo & cổ đông liên quan	52.0%
GIC/Government of Singapore	4.97%

Nguồn: Stoxplus

Võ Hoàng Bảo

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1460

Bao.vh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- Thị trường hàng không nội địa tăng trưởng chậm hơn so với các năm trước; nhưng toàn thị trường vẫn có tốc độ tăng trưởng nhanh thứ 5 thế giới cho đến năm 2035 với sự hỗ trợ chính từ du lịch và chiến lược tiến ra quốc tế của các hãng hàng không.
- Nhanh chóng mở rộng để chiếm lĩnh thị phần quốc tế, VJC tập trung vào các tuyến đường ngắn, nối tuyến, liên danh và các chuyến bay thuê để tiếp cận các thị trường Bắc Á.
- Giá vé sẽ vẫn ở mức thấp, nhưng lợi nhuận từ dịch vụ hàng không sẽ được tăng thêm nhờ tăng doanh thu dịch vụ phụ trợ và cho thuê chuyến bay khi mở rộng ra quốc tế. Nhìn chung, điều này có thể làm giảm đáng kể tác động của việc giá nhiên liệu tăng lên VJC.
- Chiến lược bán và thuê lại sẽ tiếp tục được sử dụng để mở rộng đội tàu của VJC trong thời gian tới, do đó mang lại thu nhập đáng kể (4,702 tỷ đồng và 845 tỷ đồng doanh thu và lợi nhuận gộp trong 6T.2018) và bổ sung lượng vốn ngắn hạn.
- KQKD 6T.2018 của VJC: số lượng hành khách đạt 11,1% (+33%/n/n); doanh thu thuần đạt 21,222 tỷ đồng (+29%/n/n), trong đó doanh thu thuần từ hoạt động kinh doanh cốt lõi đạt 16,520 tỷ đồng (+53%/n/n). LNST đạt 1,999 tỷ đồng (+11%/n/n).

Rủi ro:

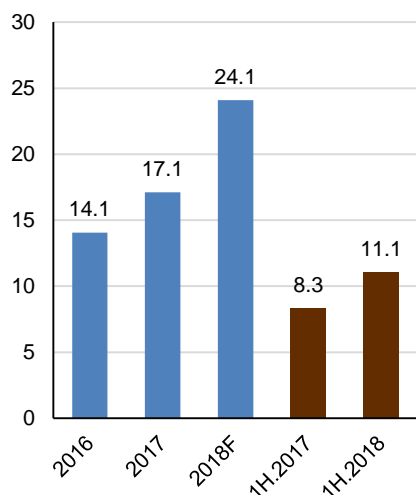
- Nhiên liệu (40% chi phí hoạt động của VJC trong 6T.2018) tăng 26% so với đầu năm, dẫn đến chi phí nhiên liệu của VJC tăng 57% trong 6T.2018 và ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của VJC.
- Biến động tỷ giá cũng có tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của VJC do các khoản nợ vay, phải trả và các khoản cam kết thuê lớn bằng USD.
- Mở rộng thị trường quốc tế gần như là bắt buộc để duy trì tốc độ tăng trưởng nhanh trong quá khứ, đáp ứng tốc độ phát triển về quy mô đội tàu và áp lực tài chính trong tương lai của chiến lược SLB.
- Gia tăng áp lực cạnh tranh khu vực với việc tự do hoá hàng không (ASEAN SAM) và các đối thủ cạnh tranh lớn như AirAsia, Cebu và Lion Air.
- Hạn chế về cơ sở hạ tầng ở các sân bay lớn trong nước.
- Khả năng pha loãng từ việc phát hành trái phiếu chuyển đổi.
- Rủi ro từ an toàn hàng không.

Định giá:

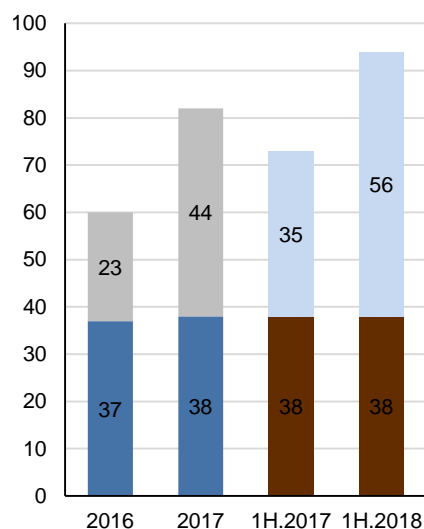
Chúng tôi giữ quan điểm về tác động tiêu cực của xu hướng tăng giá nhiên liệu đến kết quả kinh doanh của VJC, nhưng tác động này sẽ bị giảm thiểu nhờ doanh thu phụ trợ và cho thuê chuyến bay trong việc mở rộng sang thị trường quốc tế của VJC. Chúng tôi đánh giá lại cổ phiếu VJC ở mức **176,800 đồng** vào cuối năm 2019. Tổng mức sinh lợi kỳ vọng đạt **20%** (gồm cổ tức bằng tiền mặt 2,000 đồng/cp) với mức giá hiện tại là 149,600 đồng (20/09/2018). Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu VJC trong 1 năm.

Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F
DT Thuần	27,499	42,303	55,615	70,261
Tăng trưởng (%)	39%	54%	31%	26%
LN hoạt động	3,195	5,745	6,490	8,685
Biên lợi nhuận (%)	12%	14%	12%	12%
LNST (tỷ đồng)	2,496	5,074	5,111	6,516
Biên lợi nhuận (%)	9%	12%	9%	9%
SLCP lưu hành (triệu cp)	300	451	542	542
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4,608	9,367	9,437	12,031
Tăng trưởng (%)	113%	103%	1%	27%
ROE (%)	73%	66%	42%	40%
Nợ ròng/VCSH (%)	86%	6%	3%	-19%
PE (x)	32.47	15.97	15.85	12.43
PB (x)	7.90	5.31	4.92	3.53
EV/EBITDA (x)	12.12	8.25	5.30	3.68
Cổ tức (VND)	2,000	3,000	4,000	2,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.74%	1.67%	2.67%	1.34%

Số lượng hành khách của VJC (triệu lượt)



Số tuyến bay của VJC



Kết quả kinh doanh 6T.2018

Nhìn chung, ngành hàng không Việt Nam vẫn duy trì đà tăng trưởng tốt trong nửa đầu năm 2018 với tốc độ tăng trưởng 16.8% so với cùng kỳ. Tương tự như dự báo trước đây của chúng tôi, tăng trưởng về số lượng hành khách hàng không chủ yếu đến từ thị trường quốc tế. Tính đến 5T.2018, thị trường nội địa đã giảm tốc xuống mức tăng trưởng 1 con số 9.8%/n/n (khoảng 13.6 triệu hành khách) trong khi mức tăng trưởng của thị trường quốc tế là 22.5%/n/n (khoảng 12.3 triệu hành khách).

Vấn tập trung mở rộng thị phần quốc tế, từ cuối năm 2017 đến 6T.2018, VJC đã khai thác 12 tuyến bay quốc tế mới chủ yếu đến Đài Loan, Trung Quốc và Hàn Quốc, nâng tổng số tuyến quốc tế lên 56 khi vẫn duy trì 38 tuyến nội địa.

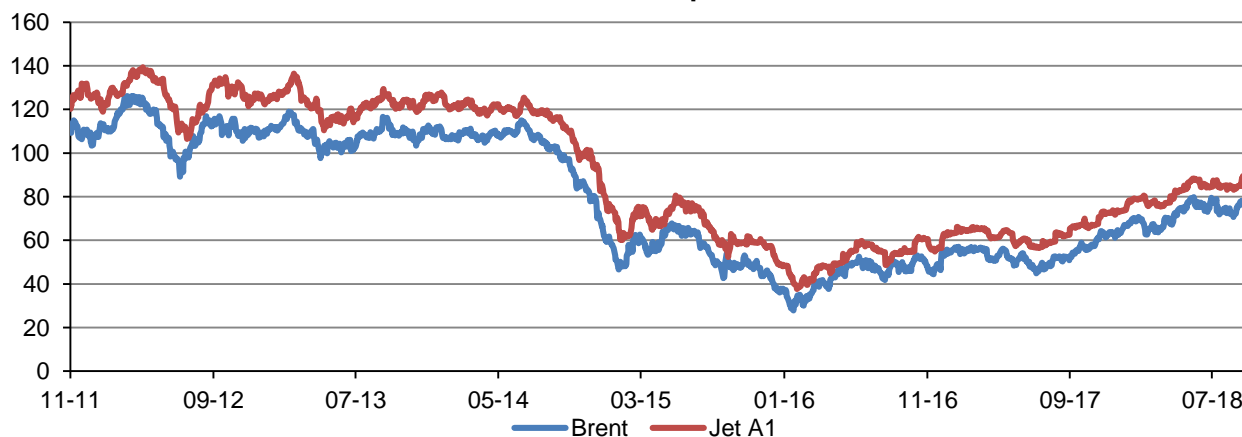
Trong đà tăng của thị trường, VJC cũng công bố kết quả kinh doanh khả quan. Số lượng hành khách đạt 11.1 triệu (+33%/n/n), trong đó số lượng khách quốc tế ước tính đạt 2.29 triệu lượt khách, chiếm 20.6% tổng số hành khách của VJC. Xét về thị phần, thị phần nội địa của VJC ở mức 45%, cao hơn mức 43% trong 6T.2017.

	2016	2017	6T.2017	6T.2018
Số lượng hành khách (triệu lượt)	14.05	17.11	8.3	11.08
<i>Tăng trưởng</i>		22%		33%
ASK (triệu)*	16,384	23,400	10,934	15,023
<i>Tăng trưởng</i>		43%		37%
Hệ số tải	88%	88%	88%	86%
RPK (triệu)	14,451	20,600	9,622	12,975
<i>Tăng trưởng</i>		43%		35%

*Nguồn: VJC, KISVN ước tính**

Liên quan đến mối lo ngại lớn nhất - chi phí nhiên liệu, chiếm đến 40.1% chi phí hoạt động của VJC trong nửa đầu năm 2018, giá nhiên liệu máy bay Jet A1 đã tăng 16% so với đầu năm từ 74 USD/thùng lên đến 88.56 USD/thùng vào cuối tháng 6 năm 2018. Trung bình, nhiên liệu máy bay tăng 31%/n/n và 10%YTD, đạt mức 81.09 USD/thùng trong 6T.2018. Điều đó đã làm tăng chi phí nhiên liệu đơn vị (chi phí nhiên liệu mỗi ASK) của VJC gần 15%/n/n. Ngoài ra, CASK Ex. Fuel (Chi phí hoạt động đơn vị ngoài nhiên liệu) của VJC cũng tăng 13%/n/n trong 6T.2018. Nhìn chung, chi phí đơn vị của hoạt động kinh doanh cốt lõi của VJC (CASK) tăng 13.8%/n/n.

Giá nhiên liệu



Nguồn: Bloomberg

Mặt khác, để hạn chế tác động từ việc tăng giá nhiên liệu, doanh thu trên mỗi hành khách (passenger yield) của VJC cũng được nâng lên 5%/n/n. Trong đó, giá vé chỉ tăng 2%/n/n, doanh thu đơn vị của dịch vụ phụ trợ (trên mỗi hành khách mỗi km) tăng 11% so với cùng kỳ nhờ việc gia tăng chặng bay quốc tế của hãng này. Do đó, doanh thu của mảng kinh doanh cốt lõi của VJC có mức tăng trưởng ấn tượng: dịch vụ vận tải hàng không đạt 12,579 tỷ đồng (+53%N/n) và dịch vụ phụ trợ đạt 4,702 tỷ đồng (+49%N/n).

Ngoài ra, bên cạnh dịch vụ vận tải hành khách, cho thuê chuyên bay thuê và cho thuê ướat đóng góp 20% (khoảng 3,314 tỷ đồng) trong tổng doanh thu dịch vụ hàng không của VJC trong 6T.2018 (con số này trong năm 2014 chỉ là 6%). Doanh thu đơn vị của phân khúc này đã tăng gần 67% so với cùng kỳ đến từ tình trạng thiếu hụt máy bay hiện tại ở các thị trường trong nước và khu vực.

Nhìn chung, doanh thu đơn vị của VJC (RASK) tăng 11%/n/n, do đó, giảm đáng kể tác động của giá nhiên liệu đã đề cập ở trên. Lợi nhuận đơn vị của hoạt động hàng không của VJC (RASK-CASK Spread) giảm 6%/n/n và biên lợi nhuận gộp giảm từ 16% trong 6T.2017 xuống còn 13% trong 6T.2018.

	2016	2017	1H.2017	1H.2018
RASK (VND)	971	964	988	1,100
Tăng trưởng (%)		-1%		11%
Passenger Yield (VND)	900	907	972	1018
Tăng trưởng (%)		1%		5%
Ancillary Yield (VND per RPK)	246	266	265	293
Tăng trưởng (%)		8%		11%
Non-Ancillary Passenger Yield (VND)	654	641	707	724
Tăng trưởng (%)		-2%		2%
Charter revenue per ASK	166	156	132	221
Tăng trưởng (%)		-6%		67%
CASK (VND)	870	863	867	986
Tăng trưởng (%)		-1%		14%
CASK Ex. Fuel (VND)	542	519	501	567
Tăng trưởng (%)		-4%		13%
Fuel/ASK (VND)	328	344	366	419
Tăng trưởng (%)		5%		15%
RASK-CASK Spread (VND)	102	100	121	114
Tăng trưởng (%)		-2%		-6%

Nguồn: VJC, KISVN

Về mảng bán và thuê lại máy bay (SLB), trong 6T.2018, VJC đã nhận và thực hiện các giao dịch SLB cho 4 máy bay A321 mới, trong đó có 01 chiếc A321neo tiên tiến nhất của Airbus. Từ đó, VJC ghi nhận doanh thu 3,857 tỷ đồng (-16%/n/n) và lợi nhuận là 845 tỷ đồng (+3%/n/n). Mặc dù số lượng máy bay bán ra trong nửa đầu năm 2018 thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái (5 máy bay), lợi nhuận từ SLB trên mỗi chiếc máy bay cao hơn 28% so với cùng kỳ năm ngoái. Đội tàu VJC đã được mở rộng đến 55 máy bay với độ tuổi trung bình 2.95 năm.

Loại máy bay	SL máy bay
Airbus A320-200	24
Airbus A321-200	30
Airbus A321neo	1
Tổng	55

Nguồn: VJC, KISVN

Như vậy, mặc dù chịu tác động tiêu cực từ giá nhiên liệu, VJC vẫn tiếp tục có kết quả kinh doanh khả quan trong 6 tháng đầu năm 2018: doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 21,222 tỷ đồng (+29%/n/n) và 1,999 tỷ đồng (+11%/n/n). Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của VJC thấp hơn một chút so với năm ngoái (13% và 9.4%).

	2016	2017	6T.2017	6T.2018
Doanh thu thuần	27,499	42,303	16,423	21,222
<i>Tăng trưởng (%)</i>	39%	54%		29%
<i>Từ dịch vụ hàng không</i>	15,917	22,549	10,803	16,520
<i>Từ SLB</i>	11,582	19,754	5,621	4,702
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	3,195	5,745	2,148	2,553
<i>Tăng trưởng (%)</i>	101%	80%		19%
Lợi nhuận ròng	2,496	5,074	1,797	1,999
<i>Tăng trưởng (%)</i>	113%	103%		11%
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	9%	12%	11%	9%

Nguồn: VJC, KISVN

Triển vọng 6 tháng cuối năm 2018 và năm 2019

Đà tăng trưởng sẽ tiếp tục

Tăng trưởng mạnh mẽ của thị trường hàng không Việt Nam dự kiến sẽ tiếp tục trong 6 tháng cuối năm 2018 và trong năm 2019 với động lực chính vẫn là từ du lịch. Tuy nhiên, một sự khác biệt so với những năm trước đó là thị trường trong nước sẽ bắt đầu bước vào giai đoạn bão hòa với tốc độ tăng trưởng chậm hơn khi các hãng chính (Vietjet - VJC, Vietnam Airline - HVN và Jetstar Pacific) đã và đang khai thác hầu hết các tuyến bay sinh lợi. Ở một số tuyến chính (ví dụ như Hà Nội-TP HCM), các hãng hàng không cũng đã nâng tần suất bay gần như lên mức cao nhất và không thể mở rộng thêm do tình trạng quá tải cơ sở hạ tầng của các sân bay trong trung hạn. Vì vậy, các hãng hàng không hiện chuyển sang thị trường quốc tế để duy trì tốc độ tăng trưởng của họ trong quá khứ. Thị trường quốc tế sẽ đóng một vai trò quan trọng trong sự tăng trưởng của toàn thị trường hàng không Việt Nam.

Như đã nêu trong báo cáo trước, VJC sẽ tiếp tục mở rộng hoạt động ra thị trường quốc tế và tập trung mạnh vào thâm nhập vào các thị trường Bắc Á, nơi sự cạnh tranh giữa các LCC thấp hơn nhiều so với khu vực Nam và Đông Nam Á. Ví dụ, theo VJC, hãng hiện đang khai thác 60 chuyến bay mỗi tuần đến Đài Loan, cao hơn các hãng khác (cả EVA và China Airlines có tổng cộng 56 chuyến bay mỗi tuần). Do đó, các thị trường mới có thể đảm bảo VJC đạt được các mục tiêu về số lượng hành khách.

Giá vé hầu như đi ngang và hệ số tải thấp hơn

Việc mở rộng ra thị trường quốc tế cũng tạo ra một số quan ngại đối với hoạt động kinh doanh của VJC. Thứ nhất, VJC không thể gia tăng giá vé quốc tế do cạnh tranh cao từ các hãng khác trong khu vực, đặc biệt là các hãng giá rẻ. Trong giai đoạn đầu thâm nhập thị trường mới, có khả năng VJC sẽ giữ nguyên hoặc thậm chí cắt giảm giá vé.

Mặt khác, với sự đóng góp lớn hơn từ thị trường quốc tế, hệ số tải trọng tổng thể của LCC khó có thể cao như trước khi hệ số tải của các chuyến bay quốc tế trước năm 2017 vào khoảng 83-84%, thấp hơn nhiều so với các chuyến bay nội địa. Hệ số tải thấp sẽ tạo áp lực cao hơn về hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lợi của VJC.

Nhiên liệu tăng giá

Là một trong những yếu tố chính ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của hãng hàng không, chúng tôi tin rằng xu hướng tăng giá nhiên liệu vẫn là rủi ro đáng kể đối với

lợi nhuận của các hãng hàng không nói chung và VJC nói riêng. Mặc dù giá dầu Brent trung bình 6T.2018 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi, nhưng sự bất ổn hiện tại về cân bằng cung-cầu dầu thế giới, quyết định của OPEC về cắt giảm nguồn cung và lệnh cấm vận lên Iran tạo điều kiện cho một kịch bản tăng giá nhiên liệu trong nửa cuối năm 2018 và trong năm 2019. Do đó, chúng tôi vẫn duy trì dự báo dầu Brent trung bình là 75 USD/thùng vào năm 2018 và 80 USD/thùng vào năm 2019.

Triển vọng tích cực từ các chuyến bay phụ trợ và cho thuê chuyên

Những lo ngại về việc mở rộng thị trường quốc tế có thể sẽ được khắc phục bằng những yếu tố sau:

1. *Dịch vụ phụ trợ*: Trong các báo cáo trước, chúng tôi đã nhấn mạnh vai trò quan trọng của phụ trợ trong lợi nhuận của VJC và tiềm năng tích cực trong việc gia tăng các chuyến bay quốc tế. Trong 6T.2018, doanh thu phụ trợ tăng cao hơn so với dự kiến của chúng tôi (+11%/n/n) và làm tăng đáng kể RASK của VJC. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng mảng dịch vụ phụ trợ sẽ đóng góp doanh thu 8,370 tỷ đồng (+53%/n/n) trong năm 2018 và 10,941 tỷ đồng (+31%/n/n) vào năm 2019.
2. *Đội bay trẻ và hiện đại*: Tính đến tháng 8 năm 2018, VJC đã nhận thêm hai chiếc A321neo mới nhất của Airbus. Đội bay hiện tại của VJC có 56 máy bay (bao gồm 3 chiếc A321neo) với độ tuổi trung bình là 3.1 năm. Đội tàu trẻ và máy bay hiện đại là lợi thế của VJC để cạnh tranh với các đối thủ trong khu vực. Là hãng hàng không đầu tiên ở Đông Nam Á có máy bay A321neo, VJC đang tiến một bước để cải thiện mức tiêu thụ nhiên liệu, hiệu quả hoạt động và phạm vi bay của hãng.
3. *Cho thuê chuyên*: Theo báo cáo của CAPA, trong khi nhu cầu vận chuyển hàng không (đối với cả hành khách và hàng hóa) tăng đáng kể thì số lượng máy bay trong khu vực hiện tại khá hạn chế, đặc biệt là loại A321 hoặc A320/A321neo mới. Hơn nữa, tại thị trường nội địa, từ tháng 6 năm 2018, kế hoạch bàn giao A321neo cho Vietnam Airline (HVN) đã bị trì hoãn ít nhất cho đến cuối năm 2018, và hãng hàng không này cũng đang tìm kiếm phương án thay thế. Với nhu cầu ngày càng tăng và chính sách quản lý đội tàu linh hoạt giữa vận hành/cho thuê, doanh thu đơn vị của phân khúc này có thể tăng đáng kể (+67%/n/n) vào năm 2018. Tuy nhiên, với số lượng đáng kể máy bay mới được giao vào năm 2019 của các đối thủ cạnh tranh của VJC, mức tăng trưởng này được ước tính giảm xuống còn 20-30% vào năm 2019.

Lợi nhuận cao hơn từ SLB nhưng không phải là điểm tích cực

Như trong báo cáo trước, VJC sẽ tiếp tục sử dụng chiến lược SLB để mở rộng đội tàu của mình, do đó, sẽ ghi nhận một khoản doanh thu và lợi nhuận đáng kể từ các giao dịch này trong những năm tiếp theo. Có thể thấy trong 6T.2018, biên lợi nhuận của các giao dịch SLB của VJC đã được gia tăng; theo VJC, đây là do VJC hiện đang có một vị thế tốt hơn để đàm phán với các nhà sản xuất máy bay và các bên cho thuê máy bay, từ đó có được các giao dịch tốt hơn. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng đây cũng là dấu hiệu cho sự gia tăng chi phí thuê trong tương lai, đồng nghĩa với áp lực tài chính cao hơn.

Hơn nữa, với việc IFRS 16 mới sẽ áp dụng từ tháng 1 năm 2019, lợi nhuận từ SLB sẽ không còn được ghi nhận trong báo cáo kết quả kinh doanh, đồng thời các cam kết cho thuê (hiện nằm ngoài bảng cân đối) sẽ được phản ánh vào bảng cân đối kế toán. Theo Quyết định số 480/QĐ-TTg của Bộ Tài chính, Chuẩn mực Kế toán Việt Nam (VAS) sẽ áp dụng một số chuẩn mực của IFRS với tất cả các công ty đại chúng từ năm 2018 đến năm 2020 và sau đó tiến đến áp dụng toàn bộ IFRS giai đoạn 2025-2030. Điều này dự kiến sẽ gây ra điều chỉnh mạnh mẽ đối với báo cáo tài chính của VJC từ tháng 1 năm 2020.

Loại máy bay	6T.2018	2018	2019	2020
A320	24	25	22	19
A321	31	41	52	42
737 Max 200	0	0	4	28
Tổng cộng	55	66	78	89

Nguồn: Kế hoạch nhận máy bay của VJC

Nguy cơ pha loãng

Ngoài kế hoạch nhận máy bay ở trên, VJC hiện đang đặt hàng 171 máy bay A320/321 với Airbus và 200 máy bay 737Max200 khác với Boeing (cao hơn mức 191 máy bay vào năm 2017); tất cả các đơn đặt hàng sẽ được hoàn thành vào cuối năm 2025. Do đó, đối với các hãng hàng không nói chung và VJC nói riêng, nguồn vốn cần thiết cho đội tàu và hoạt động là rất lớn. Mặc dù chiến lược SLB có thể giảm tình trạng thiếu vốn trong ngắn hạn, VJC vẫn cần phải chuẩn bị các khoản đặt cọc, các dự phòng bắt buộc đối với việc bảo trì máy bay, chi phí thuê, v.v...

Do đó, hiện tại, VJC đang xin ý kiến cổ đông về việc phát hành trái phiếu chuyển đổi nhằm tài trợ cho việc bổ sung thêm đơn hàng mua máy bay. Mặc dù, các chi tiết của trái phiếu chưa được công bố tại thời điểm của báo cáo này, điều này sẽ tạo ra một rủi ro pha loãng cho cổ phiếu VJC trong tương lai gần nếu việc phát hành riêng lẻ được thực hiện.

Dự phóng

Từ các tác nhân ở trên, chúng tôi điều chỉnh một số yếu tố của mô hình định giá cho VJC như sau:

- Giảm hệ số tải từ 88% xuống 86% vào năm 2018 và 2019.
- Nâng tăng trưởng doanh thu đơn vị của dịch vụ phụ trợ (trên mỗi ASK) từ 8% lên 11% cho năm 2018 và 2019.
- Nâng tăng trưởng doanh thu đơn vị từ cho thuê chuyển và cho thuê ước (trên ASK) từ 36% lên 67%/n/n vào năm 2018 và 20%/n/n vào năm 2019.
- Điều chỉnh mức tăng chi phí nhiên liệu trên mỗi ASK lên 15.4%/n/n vào năm 2018 và 2.8% vào năm 2019, tương ứng mức dầu Brent là 75 USD/thùng vào năm 2018 và 80 USD/thùng vào năm 2019.
- RASK-CASK Spread được ước tính có tốc độ tăng trưởng -12%/n/n vào năm 2018 và +29%/n/n vào năm 2019 (con số này trước đây là -16%/n/n và +39%/n/n).

Dự báo của chúng tôi cho năm 2018 và 2019 như sau:

Các khía cạnh hoạt động:

	2016	2017	2018F	2019F
Số lượng hành khách (triệu)	14.05	17.11	24.1	30
<i>Tăng trưởng (%)</i>		22%	41%	24%
ASK (triệu)	16,384	23,400	32,960	41,029
<i>Tăng trưởng (%)</i>		43%	41%	24%
Hệ số tải	88%	88%	86%	86%
RPK (triệu)	14,451	20,600	28,467	35,436
<i>Tăng trưởng (%)</i>		43%	38%	24%
RASK (VND)	971	964	1,081	1,168
<i>Tăng trưởng (%)</i>		-1%	12%	8%
PRASK (VND/ASK) (ex. Charter)	805	808	821	857

	<i>Tăng trưởng (%)</i>		0%	2%	4%
Passenger Yield (VND)	900	907	951	992	
	<i>Tăng trưởng (%)</i>		1%	5%	4%
Ancillary Yield (VND per RPK)	246	266	294	322	
	<i>Tăng trưởng (%)</i>		8%	11%	9%
Non-Ancillary Passenger Yield (VND)	654	641	657	670	
	<i>Tăng trưởng (%)</i>		-2%	2%	2%
Charter revenue per ASK	166	156	260	312	
	<i>Tăng trưởng (%)</i>		-6%	67%	20%
CASK (VND)	870	863	993	1,054	
	<i>Tăng trưởng (%)</i>		-1%	67%	20%
CASK Ex. Fuel (VND)	542	519	595	645	
	<i>Tăng trưởng (%)</i>		-4%	70%	20%
Fuel/ASK (VND)	328	344	398	409	
	<i>Tăng trưởng (%)</i>		5%	15%	6%
RASK-CASK Spread (VND)	102	100	88	114	
	<i>Tăng trưởng (%)</i>		-2%	-12%	29%

Về khía cạnh tài chính:

Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu tuần	27,499	42,303	55,615	70,261
<i>Tăng trưởng (%)</i>	39%	54%	31%	26%
<i>Dịch vụ hàng không</i>	15,917	22,549	35,630	47,925
<i>SLB</i>	11,582	19,754	19,985	22,336
EBITDAR	7,431	11,668	16,446	21,424
<i>Tăng trưởng (%)</i>	79%	57%	41%	30%
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	3,195	5,745	6,490	8,685
<i>Tăng trưởng (%)</i>	101%	80%	13%	34%
Lợi nhuận ròng	2,496	5,074	5,111	6,510
<i>Tăng trưởng (%)</i>	113%	103%	1%	27%
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	9%	12%	9%	9%

Định giá

Với các dự báo mới ở trên, chúng tôi đánh giá lại cổ phiếu VJC bằng việc sử dụng hệ số EV/EBITDAR và P/E. Trong khi giá nhiên liệu tăng vẫn đang có tác động xấu đến ngành này, hệ số tương đối của các hãng hàng không trong khu vực đã giảm nhẹ kể từ báo cáo cuối cùng của chúng tôi.

Sử dụng mức của EV/EBITDAR và P/E trung bình 1 năm của các hãng hàng không trong khu vực (lần lượt là **4.5** và **14.2**), giá trị cổ phiếu VJC được định giá ở mức **176,800 đồng** vào cuối năm 2019. Tổng lợi nhuận kỳ vọng là **20%** (bao gồm cổ tức bằng tiền mặt 2,000 đồng vào năm 2019) với mức giá hiện tại là 149,600 đồng (tính đến ngày 20 tháng 9 năm 2018).

Các hãng hàng không giá rẻ trong khu vực	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	1Y P/E	1Y EV / EBITDAR
AirAsia Group Bhd	MALAYSIA	2,477	6.5	4.0
Cebu Air Inc	PHILIPPINES	812	7.1	4.0
InterGlobe Aviation Ltd	INDIA	4,558	22.6	6.4
Jet Airways India Ltd	INDIA	358	5.1	3.7
Trung bình			14.2	4.5

Nguồn: Bloomberg

	Tỷ trọng	Giá kỳ vọng (VND)	Suất sinh lời
EV/EBITDAR	50%	184,700	23%
P/E	50%	170,900	14%
1YR Mục tiêu		177,800	19%
Lợi suất của cổ tức			1.3%
Tổng lợi nhuận kỳ vọng			20%

Phân tích độ nhạy

Giá nhiên liệu và tỷ giá có tác động đáng kể đến các dự phóng của chúng tôi; tuy nhiên, sự biến động của các hàng hóa này trong tương lai không thể dự đoán được do nhiều bất ổn toàn cầu. Do đó, bên cạnh các dự báo trên, chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy của LNST của VJC trong năm 2018 với các biến động về nhiên liệu và tỷ giá trong khi các thông số khác vẫn cố định. Kết quả như sau:

Đơn vị: Tỷ đồng		Dầu Brent (USD/barrel)			
		72	75	80	85
Biến động tỷ giá USD/VND (%)	-1%	5,410	5,168	4,763	4,359
	0%	5,392	5,149	4,744	4,340
	1%	5,373	5,130	4,726	4,321
	2%	5,354	5,111	4,707	4,302
	3%	5,335	5,092	4,688	4,283

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 80,917 tỷ VND			
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	27,499	42,303	55,615	70,261
Tăng trưởng (%)	39%	54%	31%	26%
Dịch vụ hàng không	15,917	22,549	35,630	47,925
Bán và thuê lại	11,582	19,754	19,985	22,336
GVHB	23,597	35,753	48,158	60,515
Biên LN gộp (%)	14%	15%	13%	14%
Chi phí BH & QLDN	707	805	967	1,061
EBITDAR	7,431	11,668	16,446	21,424
Biên lợi nhuận (%)	27%	28%	30%	30%
EBITDA	3,857	7,142	9,040	12,650
Biên lợi nhuận (%)	14%	17%	16%	18%
Khấu hao	661	1,398	2,550	3,965
Lợi nhuận từ HĐKD	3,195	5,745	6,490	8,685
Biên LN HĐKD (%)	12%	14%	12%	12%
Chi phí lãi vay ròng	125	167	149	78
% so với nợ ròng	4%	7%	29%	-5%
Khả năng trả lãi vay(x)	26	34	44	111
Lãi/lỗ khác	-367	-275	-880	-1,061
Thuế	207	229	350	1029
Thuế suất hiệu dụng (%)	8%	4%	6%	14%
Lợi nhuận ròng	2,496	5,074	5,111	6,516
Biên lợi nhuận ròng (%)	9%	12%	9%	9%
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LN cho công ty mẹ	2,496	5,073	5,111	6,516
Số lượng CP (triệu)	300	451	542	542
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,608	9,367	9,437	12,031
Tăng EPS (%)	3%	35%	-16%	27%
Cổ tức (VND)	2,000	3,000	4,000	2,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	43%	32%	39%	17%

EBITDAR = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
– Chi phí thuê máy bay

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
Thay đổi vốn lưu động	1,882	-352	1,165	1,095
Capex	3,146	2,622	4,096	4,209
Dòng tiền khác	-395	1,690	0	0
Dòng tiền tự do	-1,476	2,511	2,286	5,054
Phát hành cp	72	1,759	0	0
Cổ tức	300	877	1,986	1,083
Thay đổi nợ ròng	1,705	-3,393	-300	-3,971
Nợ ròng cuối năm	4,054	661	361	-3,610
Giá trị doanh nghiệp (EV)	71,577	68,184	67,884	63,913
Tổng VCSH	4,734	10,594	13,720	19,153
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	2	2	2
VCSH	4,733	10,592	13,717	19,150
Giá trị sổ sách/cp (VND)	15,775	23,469	25,327	35,358
Nợ ròng / VCSH (%)	86%	6%	3%	-19%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.1	0.1	0.0	-0.3
Tổng tài sản	20,063	31,658	31,203	32,665

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018F	2019F
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	73%	66%	42%	40%
ROA (%)	12%	16%	16%	20%
ROIC (%)	39%	52%	41%	44%
WACC (%)	9%	14%	15%	15%
PER (x)	32.5	16.0	15.9	12.4
PBR (x)	7.9	5.3	4.9	3.5
PSR (x)	2.5	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	18.6	9.5	7.5	5.1
EV/sales (x)	2.6	1.6	1.2	0.9
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.7%	1.7%	2.7%	1.3%

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3974 4448
Fax: (+84 24) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.