

**Ngành HÀNG KHÔNG Làn sóng du lịch từ Bắc Á**

**Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG**

**Nội dung**

- 1. Du lịch là động lực tăng trưởng ..... 2
- 2. Giá dầu ổn định ..... 3
- 3. Dịch vụ phụ trợ nâng cao doanh thu hành khách ..... 4
- 4. Yếu tố rủi ro ..... 6
- 5. Cổ phiếu theo dõi ..... 8
- 6. Cổ phiếu khuyến nghị: CTCP Hàng không VietJet (HSX: VJC) ..... 8

**Cổ phiếu khuyến nghị**

VJC: Tăng tỷ trọng (162,800 đồng/ +33%)

	2018E	2019F	2020F
PE (x)	11.7	10.5	6.8
PB (x)	3.9	2.9	2.0
EV/EBITDAR (x)	4.1	3.0	1.9
DY (%)	3.2	1.6	1.6
EPS (VND)	10,575	11,776	18,363
BPS (VND)	26,465	36,241	52,604

- Tăng trưởng cao của nhu cầu du lịch hàng không từ thị trường Bắc Á.
- Chiến lược giá năng động, đội tàu trẻ.
- Doanh thu phụ trợ có thể bù đắp áp lực lên giá vé và hệ số tải.
- Giá nhiên liệu thuận lợi trong năm 2019

**Quan điểm đầu tư:**

- Du lịch sẽ thúc đẩy tăng trưởng các hãng hàng không của Việt Nam 12-15%/n về lượt hành khách trong năm 2019. Tăng trưởng chủ yếu đến từ các thị trường quốc tế, đặc biệt là các thị trường Bắc Á, trong khi thị trường nội địa sẽ tiếp tục chậm lại.
- Giá nhiên liệu trung bình kỳ vọng ở mức thấp hơn là một tín hiệu tích cực cho về biên lợi nhuận của các hãng hàng không cũng như mức định giá. Sau đợt tăng giá trong 9T2018 làm ảnh hưởng đáng kể đến biên lợi nhuận, giá nhiên liệu đã có xu hướng giảm mạnh. Theo ước tính của chúng tôi, giá nhiên liệu có thể đi ngang (hoặc thậm chí là giảm) trong năm 2019.
- Doanh thu phụ trợ sẽ bù đắp cho việc gia tăng công suất mạnh trong năm 2019. Việc mở rộng thị trường quốc tế có thể là biện pháp duy nhất để các hãng hàng không triển khai hết lượng máy bay tăng thêm. Giá vé khó có thể tăng do sự cạnh tranh khốc liệt trong khu vực. Tuy nhiên, chiến lược giá linh hoạt và doanh thu phụ trợ có thể là cách phù hợp để nâng cao mức doanh thu hành khách (passenger yield), đặc biệt với hãng hàng không giá rẻ (LCC) - VJC, trong quá trình mở rộng ra quốc tế.
- Những hãng mới tham gia sẽ không thay đổi đáng kể tình hình của thị trường trong nước.

**Rủi ro:**

- Biến động mạnh của giá nhiên liệu có thể gây ra tác động đáng kể đến các dự báo của chúng tôi.
- Quy trình xét duyệt, thời gian, khả năng được phê duyệt và cấp phép hàng không là những sự kiện quan trọng cần được xem xét.
- Mọi thay đổi trong quy định hải quan và du lịch của các quốc gia khu vực Đông Nam Á và Bắc Á có thể thay đổi đáng kể triển vọng tương lai của các hãng hàng không Việt Nam.

**Kết luận:**

- Áp lực giảm hệ số tải của các hãng hàng không đến từ việc nhận một lượng lớn máy bay mới vào năm 2019 và cạnh tranh khốc liệt trên các tuyến quốc tế đang tạo nên những lo ngại về khả năng sinh lợi của các hãng hàng không. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng hai con số về lượt khách, kỳ vọng ổn định về giá dầu và thế “độc quyền lưỡng cực” ở thị trường nội địa sẽ hỗ trợ sự tăng trưởng của các hãng hàng không Việt Nam, đặc biệt là hãng giá rẻ trong năm 2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** với ngành này trong năm 2019.
- Cổ phiếu khuyến nghị: **VJC**

**Võ Hoàng Bảo**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1460

bao.vh@kisvn.vn

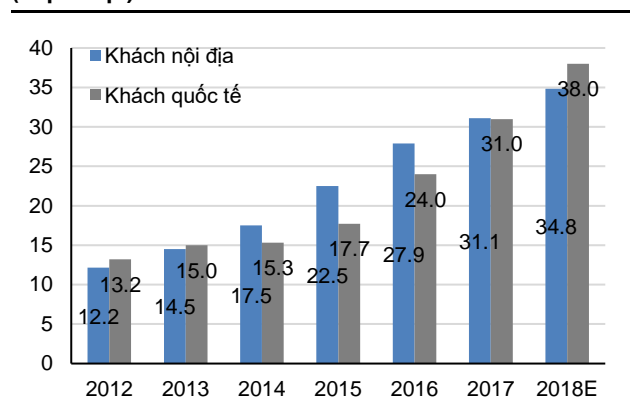
www.kisvn.vn

## 1. Du lịch là động lực tăng trưởng

### 1.1. Thị trường trong nước dần bão hòa

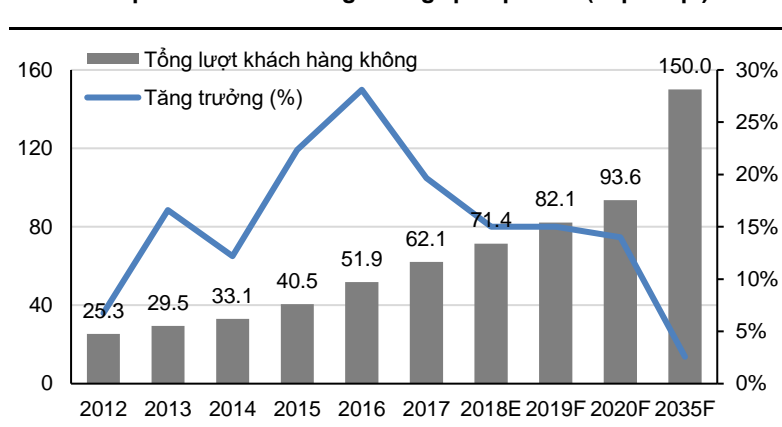
Kể từ năm 2017, tốc độ tăng trưởng của thị trường nội địa đã chậm lại đáng kể sau khoảng “thời gian vàng” từ năm 2013 đến 2017. Theo Ban lãnh đạo của Vietjet, các hãng hàng không địa phương đang khai thác tất cả các tuyến nội địa, trong đó các tuyến sinh lời hiện khó có thể mở rộng thêm do tần suất chuyến bay những tuyến này hầu hết đã chạm đỉnh. Theo kỳ vọng của CAPA, thị trường trong nước sẽ bước vào giai đoạn bão hòa và có mức tăng trưởng hữu cơ khoảng 10% trong khoảng 3 năm tới trước khi giảm tốc độ tăng trưởng về 1 chữ số trong dài hạn.

Hình 1. Lượt hành khách hàng không tại Việt Nam (triệu lượt)



Nguồn: IATA, CAPA, CAA, ASEANStats, VJC, HVN, KISVN

Hình 1. Lượt hành khách hàng không tại Việt Nam (triệu lượt)

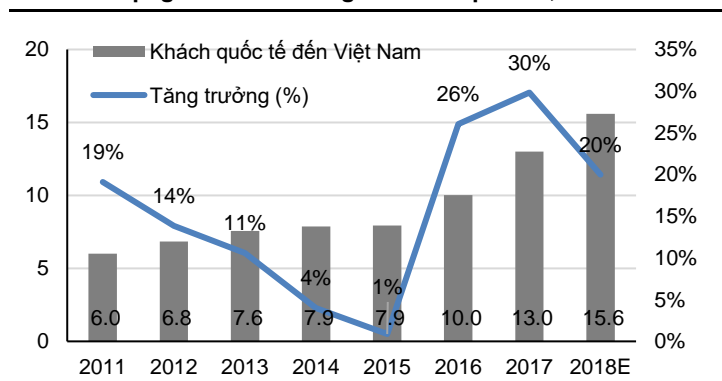


Nguồn: IATA, CAPA, CAA, ASEANStats, VJC, HVN, KISVN

### 1.2. Nhu cầu quốc tế gia tăng - chìa khóa từ du lịch

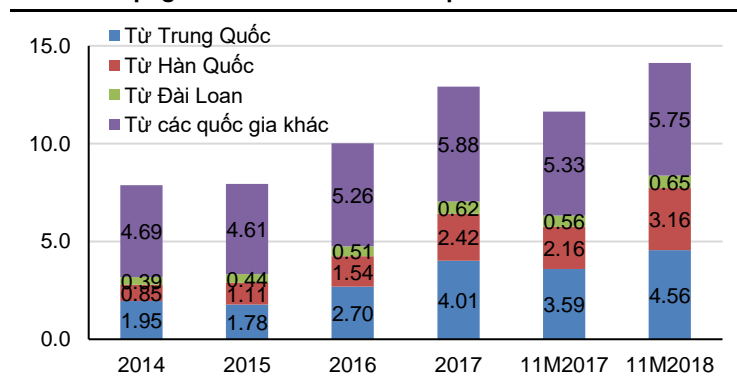
Với sự chững lại tại thị trường nội địa, các hãng hàng không Việt Nam đã chuyển hướng sang các tuyến quốc tế từ cuối năm 2017. Năm 2018, việc mở rộng các tuyến quốc tế của các hãng (đặc biệt là Vietjet) đã đóng góp một lượng hành khách quốc tế đáng kể, chiếm hơn 50% tổng số hành khách hàng không của Việt Nam. Ngoài ra, sự gia tăng mạnh mẽ của hành khách quốc tế là nhờ sự phát triển các tuyến du lịch “inbound” (khách quốc tế đến Việt Nam), đặc biệt là từ các thị trường Bắc Á như Trung Quốc, Đài Loan và Hàn Quốc, đóng góp hơn 50% tổng số du khách nước ngoài đến Việt Nam trong 11T2018.

Hình 2. Lượng khách nước ngoài đến Việt Nam, 2011-2018E



Nguồn: GSO, KISVN

Hình 3. Lượng khách đến VN từ khu vực Bắc Á

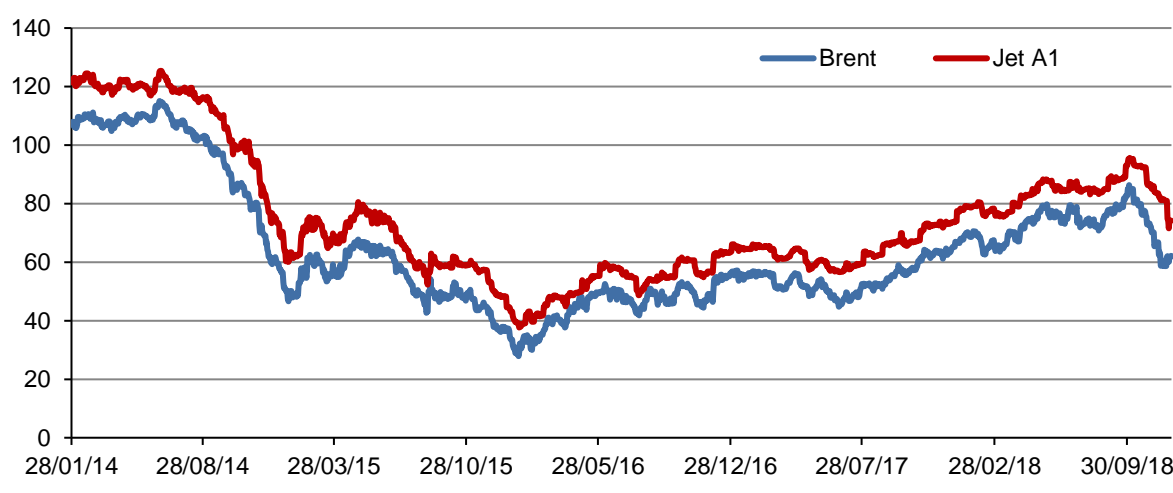


Vào tháng 12/2018, Chính phủ Hàn Quốc tuyên bố nới lỏng quy định thị thực đối với du khách Việt Nam. Theo đó, từ năm 2019, du khách Việt Nam có hộ khẩu tại các thành phố lớn (Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh và Đà Nẵng) có thể được cấp visa vào Hàn Quốc nhiều lần với thời hạn 5 năm. Đây là một yếu tố đáng chú ý cho ngành hàng không Việt Nam khi việc dỡ bỏ các rào cản pháp lý sẽ tăng cường nhu cầu đi lại giữa hai nước. Chúng tôi kỳ vọng rằng du lịch sẽ giữ vai trò là động lực thúc đẩy tăng trưởng hành khách cho hàng không Việt Nam từ 12-15% hàng năm trong năm 2019 và 2020.

## 2. Giá dầu ổn định

Do các động thái của các quốc gia và nhóm sản xuất/xuất khẩu dầu mỏ (chủ yếu là Mỹ, Nga và nhóm OPEC), giá dầu Brent đã tăng mạnh trong 6T2018 trước khi đạt mức cao nhất 86.29 USD/thùng vào tháng 10/2018. Điều này đã gây ra một tác động tiêu cực lớn đối với tất cả các hãng hàng không, đặc biệt là khi mà các hãng hầu như không có kế hoạch hedging cho các biến động về nhiên liệu đáng kể nào. Biên lợi nhuận của các hãng ở Việt Nam đều bị ảnh hưởng tiêu cực. Tuy nhiên, dầu Brent chỉ phá vỡ mức 80USD trong một khoảng thời gian ngắn trong 4Q2018 trước khi lao dốc. Từ đầu năm đến nay, giá dầu Brent trung bình (tính đến ngày 24/12/2018) là khoảng 73 USD/thùng. Một mặt, điều này cho thấy giá dầu 2018 đã tăng +33% so với mức giá trung bình cùng kỳ năm 2017 nhưng vẫn thấp hơn một chút so với dự báo cho 2018 trước đây của chúng tôi (75USD/thùng).

**Hình 4. Lịch sử biến động giá dầu Brent/JetA1 (USD/thùng)**



Nguồn: Bloomberg, KISVN

Theo EIA, giá dầu Brent trung bình được dự báo sẽ vào khoảng 61USD/thùng vào năm 2019 (-17%/n/n). Bất chấp thỏa thuận cắt giảm sản lượng của OPEC+ vào năm 2019, việc tăng sản xuất dầu đá phiến của Mỹ sẽ “nuốt trọn” thỏa thuận của OPEC+. Bên cạnh đó, những lo ngại về tốc độ tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong năm 2019 đã dẫn đến tăng trưởng dự kiến thấp hơn về nhu cầu dầu mỏ. Do đó, các triển vọng ở cả cung và cầu dầu mỏ được ước tính sẽ gây áp lực giảm đáng kể lên giá dầu (để biết thêm chi tiết về dự báo dầu, vui lòng xem trong Báo cáo Triển vọng năm 2019 cho ngành DẦU KHÍ của KISVN).

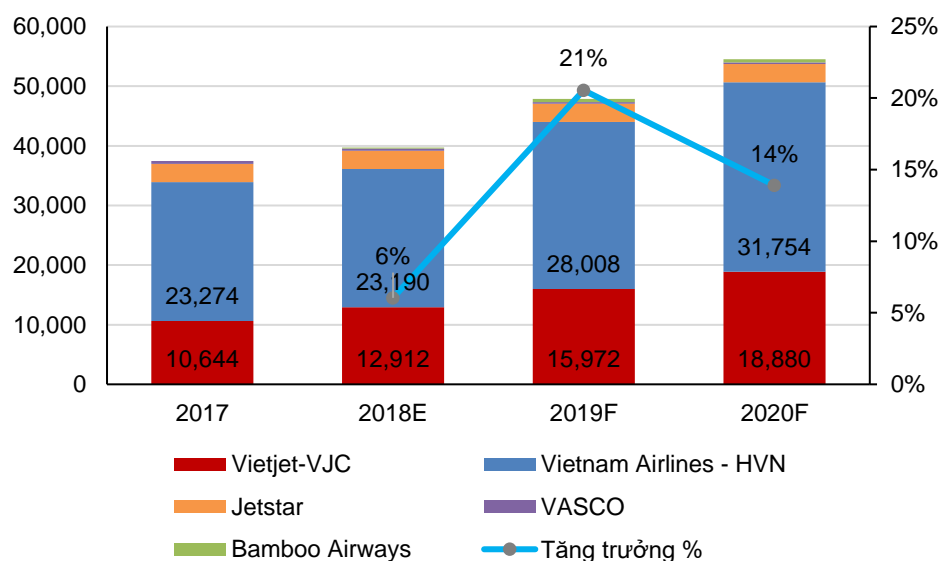
Việc giá trung bình nhiên liệu dự kiến thấp hơn được coi là một tín hiệu tích cực cho các hãng hàng không trong năm 2019 trong cả kết quả kinh doanh dự kiến và định giá khi áp lực về tỷ suất lợi nhuận có thể giảm đáng kể.

### 3. Dịch vụ phụ trợ nâng cao doanh thu hành khách

#### 3.1. Công suất gia tăng trong năm 2019

Các hãng hàng không lớn của Việt Nam (Vietnam Airline và Vietjet Air) đang chờ đợt giao lượng lớn máy bay tiếp theo vào năm 2019. Vietnam Airline (UpCom: HVN), sau khi các máy bay A321neo bị hoãn giao vào năm 2018 do một số trục trặc trong việc vận chuyển động cơ Whiney, sẽ nhận được tổng cộng khoảng 20 máy bay vào năm 2019. Cũng trong năm này, một lượng máy bay tương tự cũng sẽ được giao cho Vietjet. Nếu việc giao nhận máy bay được thực hiện theo kế hoạch, chúng tôi ước tính rằng công suất ghế cung ứng của các hãng hàng không địa phương sẽ tăng tốc đáng kể lên tới +21% n/n và đạt 47,868 ghế vào năm 2019.

**Hình 5. Công suất ghế cung ứng ước tính của các hãng hàng không VN**



Nguồn: Báo cáo công ty, Planespotter, KISVN ước tính

Thiết lập các tuyến bay khu vực/quốc tế mới, thực hiện các chuyến bay thuê (charter), các chương trình liên danh với các hãng hàng không khác cũng như tìm kiếm những thị trường tiềm năng là chiến lược hiện tại của cả HVN và VJC để triển khai hết máy bay mới trong đội tàu bay của họ. Tuy nhiên, vì tốc độ tăng trưởng dự kiến của số lượng hành khách cho năm 2019 là khoảng 15%, chúng tôi ước tính rằng hệ số tải của các hãng hàng không có thể sẽ giảm trong năm 2019 với việc gia tăng mạnh công suất đội tàu.

Về mặt tích cực, tăng trưởng công suất ghế sẽ chậm lại vào năm 2020; với sự phát triển mạnh mẽ về nhu cầu di chuyển hàng không đã đề cập ở trên, công suất ghế tăng thêm sẽ có thể được hấp thụ, giúp các hãng hàng không duy trì hệ số tải tốt hơn từ 2020; kết hợp với tăng trưởng về lượt khách sẽ giúp các hãng hàng không dự kiến sẽ có được mức tăng trưởng tốt về doanh thu vào năm 2020.

### 3.2. Thêm hãng hàng không nhưng thay đổi không đáng kể

Bên cạnh những “ông lớn” VJC, HVN và các công ty con Jetstar, VASCO (SkyViet), thị trường hàng không Việt Nam sẽ có hai đối thủ cạnh tranh mới từ năm 2019:

- **Bamboo Airways:** một LCC mới, được hỗ trợ bởi tập đoàn FLC (HSX: FLC), được thành lập vào giữa năm 2017 với số vốn điều lệ là 700 tỷ đồng. Mặc dù Bamboo Airways chính thức nhận được giấy phép kinh doanh vận tải hàng không từ Bộ Giao thông vận tải Việt Nam vào tháng 11/2018, hãng hàng không giá rẻ mới vẫn đang chờ Chứng chỉ khai thác máy bay (AOC) và các giấy phép khác liên quan đến slot cất cánh/hạ cánh, bán vé, v.v... để có thể chính thức ra mắt và cất cánh vào ngày 27-29/12/2018 theo kế hoạch của chủ tịch Trịnh Văn Quyết. Vào ngày 16/12, CEO của Bamboo Airways tiết lộ rằng chiếc máy bay đầu tiên của họ, một chiếc Airbus A319 được thuê từ WWTAI AIROPCO II DAC trong 48 tháng, đã đến Sân bay quốc tế Nội Bài. Đây là chiếc máy bay đầu tiên trong số 3 máy bay trong đội bay dự kiến của hãng hàng không Bamboo cho các chuyến bay thương mại vào năm 2019, tập trung vào các tuyến nội địa từ Quy Nhơn và các thành phố cấp 2 khác nơi có các khu nghỉ dưỡng FLC như Quảng Ninh, Hải Phòng, v.v...
- **Liên doanh của AirAsia (30% cổ phần) và Tập đoàn Thiên Minh (70%)** - nỗ lực thứ 3 của AirAsia tại thị trường Việt Nam. Vào tháng 12/2018, CEO của Tập đoàn Thiên Minh dự kiến liên doanh sẽ bắt đầu hoạt động từ tháng 08/2019 với đội bay ban đầu gồm 5 hoặc 6 chiếc Airbus A320 và A321 sẽ khai thác các tuyến nội địa giữa các thành phố lớn Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh cũng như các chuyến bay quốc tế đi/đến Thành phố Hồ Chí Minh, Hà Nội và Đà Nẵng.

Theo ước tính của chúng tôi, những hãng hàng không mới sẽ bổ sung một lượng công suất ghế nhất định cho thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thị phần hàng không nội địa năm 2019 có thể không thay đổi đáng kể do:

- (1) **Về trường hợp Bamboo Airway**, như đã nói ở trên, mục đích ban đầu của hãng này là tập trung vào các tuyến cấp 2, không có nhu cầu đi lại không cao và ổn định như những tuyến “vàng” (ví dụ Hà Nội, Hồ Chí Minh). Hơn nữa, hiện tại, cả Vietjet và hai công ty con của Vietnam Airline - VASCO và Jetstar - đều đang khai thác các chuyến bay trên các tuyến này với một tần suất chuyến bay nhất định, đủ để phục vụ nhu cầu hiện tại (theo quản lý của Vietjet). Do đó, hãng LCC mới với đội tàu nhỏ có thể gặp khó khăn khi cạnh tranh với các đối thủ hiện tại để giành được một thị phần đáng kể cũng như duy trì hệ số tải và khả năng sinh lợi. Mặt khác, Bamboo Airways tham gia thị trường có thể giúp nâng cao tiếng nói của các LCC tại Việt Nam trong các vấn đề về chính sách giữa các hãng hàng không truyền thống (FSC) và LCC trong khi hiện tại chỉ có VJC.
- (2) **Tình hình với Liên doanh của AirAsia** có thể hơi khác vì AirAsia có thể được coi là LCC lớn nhất ở Đông Nam Á với mạng lưới liên doanh, danh tiếng và cơ sở khách hàng rộng ở các nước trong khu vực để hỗ trợ các tuyến bay quốc tế mới đến và đi từ Việt Nam. Tuy nhiên, rào cản đầu tiên đối với liên doanh này tại Việt Nam là quy trình pháp lý. Vẫn chưa thể xác định rõ ràng về ngày hoạt động chính thức của liên doanh này (dự kiến là vào tháng 08/2019) khi phải mất một

khoảng thời gian khá dài để liên doanh có được giấy phép kinh doanh vận chuyển hàng không cũng như AOC và các giấy phép khác từ Bộ Giao thông Vận tải và Cục Hàng không Việt Nam (CAAV). Hơn nữa, giả sử rằng liên doanh có thể nhận được các giấy phép cần thiết đúng hạn, họ vẫn cần tìm/đấu thầu cho slot bay tại các sân bay nội địa. Do vấn đề quá tải hiện nay ở các sân bay lớn như Tân Sơn Nhất (TP HCM) hay Nội Bài (Hà Nội), việc có được tần suất chuyến bay cao sẽ là một thách thức đáng kể đối với các hãng hàng không mới. Do đó, trong kịch bản này, chúng tôi tin rằng Liên doanh có khả năng gây áp lực cho các hãng hàng không hiện tại trên các tuyến quốc tế, chứ không phải các tuyến nội địa.

### 3.3. Cạnh tranh khu vực ngày càng khốc liệt

Tại thị trường nội địa với tình trạng gần như độc quyền lưỡng cực hiện tại, các hãng hàng không Việt Nam có quyền lực định giá cao hơn khách hàng. Tuy nhiên, như đã nêu ở trên, tăng trưởng tiềm năng từ các tuyến nội địa sẽ không thể hỗ trợ cho công suất ghế đang tăng của các đội tàu. Mặt khác, khả năng thương lượng của các hãng trong nước lại khá hạn chế trên thị trường quốc tế, vốn gần như là lựa chọn duy nhất để duy trì một hệ số tải có thể sinh lợi.

Đối với Vietjet, LCC này đã tập trung chủ yếu vào việc mở rộng sang các thị trường Bắc Á, nơi ít cạnh tranh hơn trong khi các khu vực Nam và Đông Nam Á được gần như được “thuộc về” các hãng hàng không khu vực, đặc biệt là các LCC như AirAsia, Indigo hoặc Cebu, v.v...

Tuy nhiên, các đối thủ trong khu vực cũng đang tìm kiếm cơ hội thâm nhập vào các thị trường Bắc Á để triển khai lượng máy bay sẽ nhận trong tương lai. Theo CAPA, độ nhạy cảm về giá của khách hàng ở các thị trường trong khu vực này nhìn chung khá cao; điều này khiến các hãng hàng không gần như không thể nâng giá vé mà không phải trả một cái giá nhất định.

### 3.4. Dịch vụ phụ trợ giúp tăng doanh thu hành khách

Như trong các báo cáo trước đây, chúng tôi đã nhấn mạnh vai trò của dịch vụ phụ trợ đối với doanh thu trên mỗi hành khách của các hãng hàng không (passenger yield), đặc biệt là với Vietjet. Với việc mở rộng tuyến quốc tế, doanh thu phụ trợ không chỉ tăng do nhu cầu dịch vụ này cao hơn trong các chuyến bay quốc tế dài hơn mà giá các dịch vụ phụ trợ còn có thể được điều chỉnh dễ dàng hơn thông qua chiến lược linh hoạt giá của từng hãng. Chẳng hạn, khi giá nhiên liệu tăng trong 6T2018, doanh thu đơn vị từ dịch vụ phụ trợ (doanh thu phụ trợ trên mỗi RPK) của VJC đã tăng khoảng 11% n/n trong khi giá vé đơn vị chỉ có thể tăng 2% n/n; điều này giúp tăng lợi suất hành khách của VJC 5% n/n và giảm thiểu ảnh hưởng từ nhiên liệu. Trong 9T2018, VJC đã báo cáo tốc độ tăng trưởng 16.6% n/n trong doanh thu phụ trợ trên mỗi khách và doanh thu phụ trợ chiếm 24.2% tổng doanh thu vận tải hàng không của VJC.

## 4. Yếu tố rủi ro

### 4.1. Rủi ro từ biến động giá dầu

Giá nhiên liệu có thể đi chệch khỏi dự báo của chúng tôi. Vì chi phí nhiên liệu có ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của các hãng hàng không, việc giá nhiên liệu tăng mạnh có thể dẫn đến chênh lệch lớn giữa dự báo của chúng tôi và kết quả kinh doanh thực tế.

#### 4.2. Việc cấp giấy phép cho hãng hàng không mới

Mặc dù sự gia nhập của những hãng mới ít tác động đến thị trường nội địa, việc mở rộng ra quốc tế và doanh thu hành khách của các hãng hàng không có thể bị ảnh hưởng bởi những sự kiện này. Tuy nhiên, thủ tục xét duyệt, thời gian, khả năng được cấp phép và phê duyệt cũng là những sự kiện quan trọng cần được xem xét.

#### 4.3. Chính sách du lịch khu vực

Trong số các yếu tố có thể tác động đến lượt khách du lịch vào khu vực Bắc Á và Đông Nam Á, đặc biệt là dòng khách đến và đi từ Việt Nam, các quy định về hải quan cũng như chính sách phát triển du lịch của các quốc gia trong các khu vực này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến tăng trưởng tiềm năng của các hãng hàng không Việt Nam. Mặt khác, những thay đổi này có liên quan đến chiến lược địa chính trị của các quốc gia, một yếu tố vốn không thể kiểm soát được đối với các công ty.

## 5. Cổ phiếu theo dõi

Khuyến nghị & Giá mục tiêu				Thu nhập và Định giá									
Công ty				D.Thu (tỷ đồng)	EBIT (tỷ đồng)	NPAT (tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PE (x)	PB (x)	ROE (%)	EV/EBITDAR (x)	DY (%)
<b>VJC</b> (HOSE: VJC)	Khuyến nghị	<b>MUA</b>	2016	27,499	3,195	2,496	4,608	15,775	27.0	6.6	72.6	10.2	0.9
	Giá mục tiêu (đồng)	162,800	2017	42,303	5,745	5,074	9,367	23,469	13.3	4.4	66.2	6.9	2.0
	Giá hiện tại (đồng)	124,200	2018E	56,129	7,151	5,728	10,575	26,465	11.7	3.9	46.0	4.1	3.2
	Vốn hoá (tỷ đồng)	56,057	2019F	69,652	8,500	6,378	11,776	36,241	10.5	2.9	37.6	3.0	1.6
			2020F	94,640	12,633	9,946	18,363	52,604	6.8	2.0	41.3	1.9	1.6
<b>HVN</b> (UpCOM: HVN)	Khuyến nghị	<b>MUA</b>	2016	70,089	4,142	2,105	1,307	12,776	25.2	2.6	15.0	4.9	1.1
	Giá mục tiêu (đồng)	49,400	2017	82,951	3,475	2,659	1,417	13,681	23.2	2.4	14.6	3.8	2.5
	Giá hiện tại (đồng)	32,900	2018E	96,825	4,432	2,508	1,282	14,628	25.7	2.2	12.3	3.4	2.4
	Vốn hoá (tỷ đồng)	40,386	2019F	116,182	4,688	2,689	1,347	15,963	24.4	2.1	12.0	2.2	1.5
			2020F	123,188	4,504	3,378	1,720	17,806	19.1	1.8	13.9	1.9	1.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN. Dữ liệu ngày 24-12-2018

## 6. Cổ phiếu khuyến nghị: CTCP Hàng không VietJet (HSX: VJC)

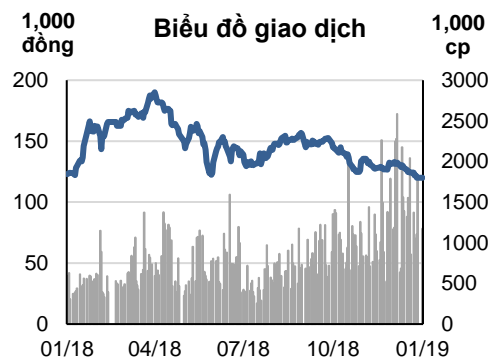


## Cổ phiếu

## VJC Vươn ra ngoài biên giới Việt Nam

## Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

Giá thị trường (VND)	120,000
Giá mục tiêu (VND)	162,800
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	31%
Suất sinh lợi cổ tức	2%
Suất sinh lợi bình quân năm	33%



## Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	0%	-8%	-17%	0%
Tương đối	0%	-5%	-6%	8%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

## Thống kê

24-12-2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	120.0k-190.1k
SL lưu hành (triệu cp)	542
Vốn hóa (tỷ đồng)	64,993
Vốn hóa (triệu USD)	2,801
% khối ngoại sở hữu	23%
SL cp tự do (triệu cp)	288
KLGD TB 3 tháng (cp)	612,679
VND/USD	23,175
Index: VNIndex/HNX	896/104

Nguồn: Bloomberg

## Cơ cấu sở hữu

24-12-2018

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

## Quan điểm đầu tư:

- VJC dự kiến sẽ có tiếp tục có tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ và cao hơn so với ngành về lượt hành khách trong năm 2019, chủ yếu từ các tuyến quốc tế mới được thành lập, đặc biệt từ thị trường Bắc Á.
- Thị phần nội địa của VJC dự kiến sẽ duy trì ổn định khoảng 42% khi những hãng mới có thể chưa có tác động đáng kể mặc dù thị trường nội địa dự kiến sẽ tiếp tục chậm lại.
- Sự gia tăng mạnh về công suất đội tàu của các hãng hàng không trong nước và sự cạnh tranh khốc liệt từ các hãng giá rẻ trong khu vực như AirAsia, Cebu Airline, v.v... sẽ gây áp lực giảm đáng kể đối với giá vé của VJC và hệ số tải trong 2019. Tuy nhiên, VJC có thể bù vào doanh thu hành khách của mình bằng doanh thu từ các dịch vụ phụ trợ, khi đóng góp của mảng này vào doanh thu của VJC dự kiến sẽ tăng khi thực hiện các chuyến bay quốc tế dài hơn.
- Giá nhiên liệu dự kiến giảm là một dấu hiệu tích cực cho VJC vào năm 2019 khi có thể cải thiện lợi nhuận của hoạt động cốt lõi và mặt định giá.
- Chúng tôi dự báo năm 2019 hoạt động cốt lõi của VJC có thể đạt tổng doanh thu thuần là 47,316 tỷ đồng (+31% n/n) và LNST là 2,363 tỷ đồng (+11% n/n). Tổng cộng, LNST dự kiến của chúng tôi trong năm 2019 là 6,378 tỷ đồng. (+11% n/n)

## Rủi ro:

- Biến động giá nhiên liệu có thể gây ra tác động lớn đến dự báo của chúng tôi về kết quả kinh doanh của VJC khi chi phí nhiên liệu chiếm tỷ trọng cao trong chi phí hoạt động của mảng cốt lõi của LCC này.
- Những thay đổi trong quy định hải quan và chính sách du lịch của các quốc gia ở khu vực Đông Nam Á và Bắc Á có thể thay đổi đáng kể triển vọng tương lai của VJC.
- Những sự cố hàng không được xem là sự kiện cực đoan khó có khả năng xảy ra nhưng sẽ gây thiệt hại nghiêm trọng cho hình ảnh và kế hoạch mở rộng ra quốc tế của VJC.

## Khuyến nghị:

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** với cổ phiếu VJC. Chúng tôi định giá lại cổ phiếu VJC ở mức **162,800 đồng** trong 1 năm bằng cách sử dụng tỷ số EV/EBITDAR và PER trung bình của các LCC trong khu vực (EV/EBITDA là **4.2x** và PE là **12.9x**). Kể từ 9T2018, mặc dù biên lợi nhuận của mảng vận tải hàng không của VJC giảm chủ yếu do giá nhiên liệu tăng mạnh, VJC vẫn ghi nhận tốc độ tăng trưởng LNST mạnh mẽ của hoạt động cốt lõi (không bao gồm lợi nhuận từ giao dịch SLB) đạt 17% n/n, cao hơn kỳ vọng của chúng tôi. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng của du lịch, chiến lược giá năng động, đội tàu trẻ và giá nhiên liệu thuận lợi có thể tiếp tục tăng thu nhập cốt lõi của VJC và cũng phục hồi định giá của hãng hàng không "bikini" trong 2019.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 56,057 tỷ đồng			
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018E	2019F	2020F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>42,303</b>	<b>56,129</b>	<b>69,652</b>	<b>94,640</b>
Tăng trưởng (%)	54%	33%	24%	36%
Dịch vụ hàng không	22,549	36,145	47,316	58,197
SLB	19,754	19,985	22,336	36,443
<b>GVHB</b>	<b>35,753</b>	<b>48,011</b>	<b>60,091</b>	<b>80,948</b>
Biên LN góp (%)	15%	14%	14%	14%
Chi phí BH & QLDN	805	967	1,061	1,060
<b>EBITDAR</b>	<b>11,668</b>	<b>17,159</b>	<b>21,351</b>	<b>28,262</b>
Biên lợi nhuận (%)	28%	31%	31%	30%
<b>EBITDA</b>	<b>7,142</b>	<b>9,753</b>	<b>12,577</b>	<b>19,032</b>
Biên lợi nhuận (%)	17%	17%	18%	20%
Khấu hao	1,398	2,602	4,077	6,400
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>5,745</b>	<b>7,151</b>	<b>8,500</b>	<b>12,633</b>
Biên LN HĐKD (%)	14%	13%	12%	13%
Chi phí lãi vay ròng	167	149	58	-61
% so với nợ ròng	7%	74%	-3%	1%
Khả năng trả lãi vay (x)	34	48	147	(207)
Lãi/lỗ khác	-275	-880	-1,061	-1,353
Lãi/lỗ ngoại hối	63	-40	-41	0
Giá trị thời gian của dòng tiền dự phòng chiết khấu	-278	-840	-1,020	-1,353
Thuế	229	394	1,003	1,395
Thuế suất hiệu dụng (%)	4%	6%	14%	12%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>5,074</b>	<b>5,728</b>	<b>6,378</b>	<b>9,946</b>
Biên lợi nhuận (%)	12%	10%	9%	11%
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>5,073</b>	<b>5,727</b>	<b>6,378</b>	<b>9,946</b>
Số lượng CP (triệu)	451	542	542	542
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>9,367</b>	<b>10,575</b>	<b>11,776</b>	<b>18,363</b>
Tăng EPS (%)	35%	-6%	11%	56%
Cổ tức (VND)	3,000	4,000	2,000	2,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	32%	35%	17%	11%

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

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)	2017	2018E	2019F	2020F
Thay đổi vốn lưu động	-352	1,211	995	969
Capex	2,622	4,100	4,204	4,322
Dòng tiền khác	1,690	0	0	0
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>2,511</b>	<b>2,905</b>	<b>5,133</b>	<b>10,919</b>
Phát hành cổ phiếu	1,759	0	0	0
Cổ tức	877	1,986	1,083	1,083
Thay đổi nợ ròng	-3,393	-919	-4,050	-9,836
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>661</b>	<b>-258</b>	<b>-4,308</b>	<b>14,143</b>
Giá trị doanh nghiệp	<b>56,720</b>	<b>55,801</b>	<b>51,751</b>	<b>41,916</b>
<b>Tổng VCSH</b>	<b>10,594</b>	<b>14,336</b>	<b>19,631</b>	<b>28,494</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2	3
<b>VCSH</b>	<b>10,592</b>	<b>14,334</b>	<b>19,629</b>	<b>28,491</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	23,469	26,465	36,241	52,604
Nợ ròng / VCSH (%)	6%	-2%	-22%	-50%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.1	0.0	-0.3	-0.7
<b>Tổng tài sản</b>	<b>31,658</b>	<b>31,200</b>	<b>32,446</b>	<b>31,473</b>

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ VÀ ĐỊNH GIÁ	2017	2018E	2019F	2020F
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	66%	46%	38%	41%
ROA (%)	16%	18%	20%	32%
ROIC (%)	52%	46%	44%	67%
WACC (%)	14%	15%	15%	15%
PER (x)	13.3	11.7	10.5	6.8
PBR (x)	4.4	3.9	2.9	2.0
PSR (x)	1.3	1.0	0.8	0.6
EV/EBITDA (x)	6.9	4.1	3.0	1.9
EV/Sales (x)	1.3	1.0	0.7	0.4
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	2.0%	3.2%	1.6%	1.6%

## Liên hệ

### Trụ sở chính HCM

Tầng 3, TNR Tower

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

### 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**.