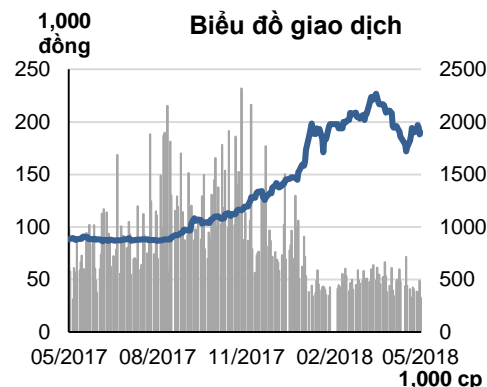


VJC (HOSE) CTCP Hàng Không Vietjet – Tác động từ nhiên liệu

Đánh giá TRUNG LẬP

Logistics – Hàng Không

Giá thị trường (VND):	190,000
Giá mục tiêu (VND) :	188,700
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:	-1%
Suất sinh lợi cổ tức:	1%
Suất sinh lợi bình quân năm:	0%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	31%	-9%	-4%	115%
Tương đối	25%	-1%	-3%	68%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 18-05-18

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	86.2k-226.9k
SL lưu hành (triệu cp)	451
Vốn hóa (tỷ đồng)	85,755
Vốn hóa (triệu USD)	3,765
% khối ngoại sở hữu	25%
SL cp tự do (triệu cp)	240
KLGD TB 3 tháng (cp)	769,950
VND/USD	22,775
Index: VNIndex / HNX	1,041/121

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 18-05-18

Nguyễn Thị Phương Thảo và các bên liên quan	52%
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 nội địa được dự báo sẽ dần chậm lại sau 2019 nhưng vẫn là một trong các thị trường tăng trưởng nhanh nhất thế giới đến 2035 với động lực từ du lịch và gia tăng thu nhập bình quân.
- VJC sẽ gia tăng nhanh chóng công suất đội bay và mở rộng thị phần quốc tế, tập trung mở các đường bay ngắn (dưới 5 giờ bay) hoặc bay liên danh, interline đến các thị trường Bắc Á, đặc biệt là thị trường inbound.
- Giá vé sẽ giữ ở mức thấp nhưng lợi nhuận từ dịch vụ hàng không của VJC sẽ có thể gia tăng do tăng trưởng ở các dịch vụ phụ trợ (ancillary) đến từ gia tăng chặng bay quốc tế.
- Hoạt động bán và thuê lại máy bay (SLB) sẽ được tiếp tục sử dụng, do đó sẽ mang lại lợi nhuận đáng kể (3,400 tỷ đồng LN gộp trong 2017) và bổ sung vốn ngắn hạn trong hoạt động của VJC.
- KQKD 2017 ấn tượng: Doanh thu và LNST lần lượt đạt 43,303 tỷ đồng (+54%/n) và 5,074 tỷ đồng (+103%/n), EPS đạt 10,679 đồng (+103%/n)

Rủi ro:

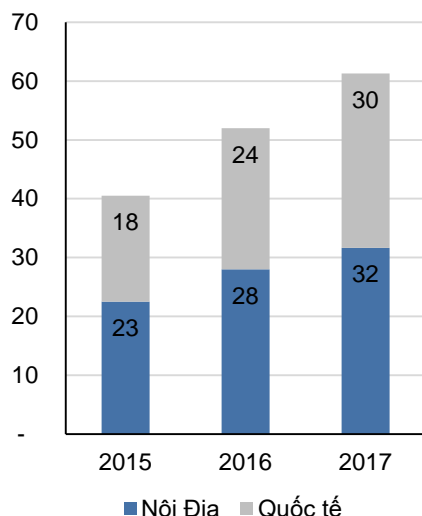
- Tăng giá nhiên liệu (chiếm 40% chi phí hoạt động của VJC trong 2017) có thể tác động lớn đến khả năng sinh lợi của VJC trong tương lai.
- Hướng mở rộng thị trường quốc tế xem như là bắt buộc để VJC duy trì mức tăng trưởng trong quá khứ, đáp ứng việc mở rộng đội bay và áp lực từ hoạt động SLB.
- Gia tăng cạnh tranh khu vực với các chính sách tự do hóa hàng không (ASEAN SAM) và chiến lược mở rộng của các đối thủ lớn như AirAsia, Cebu, Lion Air.
- Hạn chế về cơ sở hạ tầng các sân bay trong nước có thể giới hạn mức tăng trưởng.
- Gia tăng rủi ro liên quan đến tỷ giá với việc mở rộng thị trường quốc tế.

Định giá:

Cập nhật cho 2018, chúng tôi vẫn giữ kỳ vọng tích cực về ngành hàng không cùng chiến lược mở rộng thị phần quốc tế của VJC trong 3 năm tới. Tuy nhiên, khả năng sinh lời của VJC có thể bị suy giảm đáng kể, ít nhất trong 2018, với đà tăng hiện tại của giá nhiên liệu. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST 2018 của VJC có thể đạt 52,198 tỷ đồng (+23%/n) và 5,345 tỷ đồng (+5%/n). Chúng tôi định giá cổ phiếu VJC tại mức **188,700 đồng/cp** vào cuối 2018. Tổng mức sinh lợi kỳ vọng đạt **0%**, do đó chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị đối với cổ phiếu VJC: **TRUNG LẬP**.

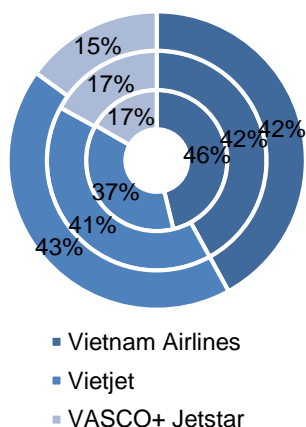
Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F
DT Thuần (tỷ đồng)	27,499	42,303	52,198	63,782
Tăng trưởng (%)	39%	54%	23%	22%
LN hoạt động (tỷ đồng)	3,195	5,745	6,161	8,567
Biên lợi nhuận (%)	12%	14%	12%	13%
LNST (tỷ đồng)	2,496	5,074	5,345	7,086
Biên lợi nhuận (%)	9%	12%	10%	11%
SLCP lưu hành (triệu cp)	300	451	451	451
EPS (hiệu chỉnh, VND)	5,529	11,241	11,841	15,699
Tăng trưởng (%)	113%	103%	5%	33%
ROE (%)	73%	66%	42%	39%
Nợ ròng/VCSH (%)	86%	6%	-4%	-20%
PE (x)	34.36	16.90	16.05	12.10
PB (x)	12.04	8.10	5.70	4.04
EV/EBITDA (x)	15.21	10.45	8.02	5.75
Cổ tức (VND)	1,000	2,000	2,000	2,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.35%	1.05%	1.05%	1.05%

Lượt hành khách hàng không Việt Nam



Nguồn: CAAV, CAPA, HVN

Thị phần hàng không nội địa năm 2015, 2016, 2017



Nguồn: CAAV, CAPA, HVN, VJC

KQKD 2017 tiếp tục ấn tượng

Với các nhân tố thuận lợi của ngành trong 2017 đặc biệt từ tăng trưởng du lịch Việt Nam cùng với chiến lược hướng đến quốc tế của VJC, VJC đã một lần nữa đạt mức tăng trưởng mạnh về kết quả kinh doanh. Trong đó, doanh thu thuần và LNST của VJC trong 2017 lần lượt đạt 42,303 tỷ đồng (+54%/n/n) và 11,241 tỷ đồng (+103%/n/n). EPS (hiệu chỉnh) đạt 11,241 đồng/cp (+103%/n/n).

Mảng dịch vụ vận tải hàng không

Mảng hoạt động cốt lõi của VJC đã có mức tăng trưởng đáng kể với số lượt khách tăng trưởng 22%/n/n, đạt 17.1 triệu lượt khách trong 2017. Trong khi đó tổng hành khách hàng không của thị trường Việt Nam tăng trưởng 17% trong 2017, thị phần nội địa của VJC đã nhỉnh hơn so với 2016, đạt 43% (2016: 41%).

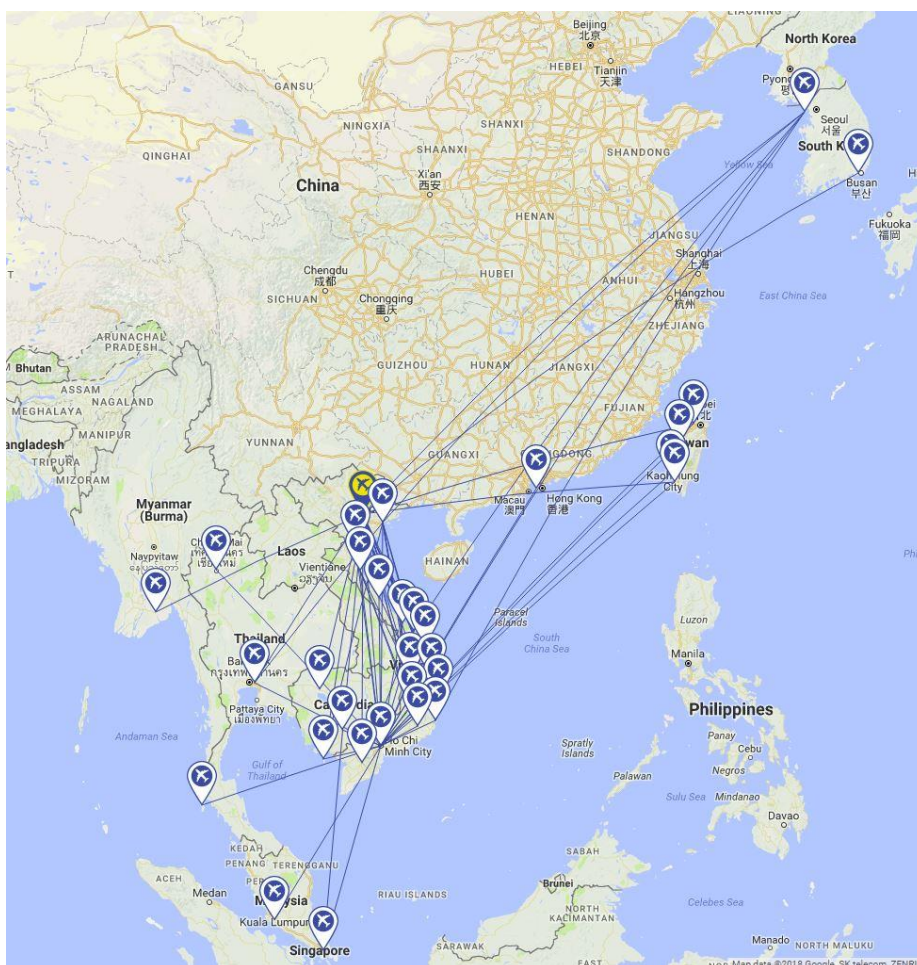
Mặt khác, với 17 máy bay mới trong đội bay, tổng số ghế cung ứng của VJC tăng 22%, đạt 19.43 triệu ghế. Hệ số tải của hãng này tiếp tục duy trì ở mức cao (88.19% trong 2017); nói cách khác, các chặng bay mới mở trong 2017 vẫn hỗ trợ được việc mở rộng quy mô đội bay.

Bên cạnh đó, như đề cập trong báo cáo trước, VJC trong 2017 phần lớn mở thêm đường bay quốc tế (21/22 đường bay mới trong 2017) trong bán kính 5 giờ bay và chuyển đổi mô hình sang “Consumer Airline”, hướng đến không chỉ tăng trưởng ở lượt khách mà còn gia tăng doanh thu từ hoạt động phụ trợ (ancillary). Chỉ số ghế luân chuyển (ASK – available seat kilomet) năm 2017 của VJC đạt 23,400 triệu (+43%/n/n); doanh thu mỗi hành khách mỗi kilomet (passenger yield) đạt 907 đồng (+1%/n/n), trong đó doanh thu phụ trợ đạt 266 đồng/khách/kilomet (+8%/n/n).

Nhìn chung, mảng vận tải hàng không của VJC đã có mức tăng trưởng nhanh trong 2017 với doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt ở mức 54%/n/n (đạt 22,549 tỷ đồng) và 33%/n/n (đạt 3,149 tỷ đồng). Tuy nhiên, do giá dầu/nhiên liệu bay tăng nhanh trong 2017, chi phí nhiên liệu mỗi ASK của VJC tăng 5%/n/n lên 344 đồng/ASK và thu hẹp biên lợi nhuận của mảng này từ 15% (2016) xuống 14% trong 2017.

	2015	2016	2017
Lượt khách (triệu khách)	9.3	14.1	17.1
Tăng trưởng (%)	67%	51%	22%
Số chặng bay	28	60	82
Nội địa	28	37	38
Quốc tế	-	23	44
ASK (triệu)	11,054	16,384	23,400
Tăng trưởng (%)	84%	48%	43%
Hệ số tải	88%	88%	88%
RPK (triệu)	9,689	14,451	20,600
Tăng trưởng (%)	82%	49%	43%
RASK (VND)	1,002	971	964
Tăng trưởng (%)	-13%	-3%	-1%
Doanh thu thuần (tỷ VND)	19,845	27,499	42,303
Tăng trưởng (%)	128%	38.6%	53.8%
Doanh thu từ vận tải hàng không (tỷ VND)	11,079	15,917	22,549
Tăng trưởng (%)	59%	44%	42%

Nguồn: VJC, KISVN



Các chặng bay của VJC tính đến 07/05/2018. Nguồn: CAPA.

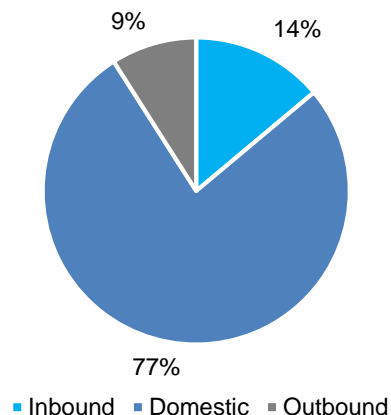
Hoạt động Bán và Thuê lại (Sales and Leaseback - SLB)

Nghiệp vụ bán và thuê lại (SLB) tiếp tục được sử dụng để mở rộng quy mô đội bay VJC. Trong 2017, VJC đã nhận và bán 17 chiếc máy bay (5 chiếc trong nửa đầu 2017 và 12 chiếc trong Q4.2017); số máy bay đã bán trong 2016 chỉ 11 chiếc. Do đó, mảng SLB đã ghi nhận mức tăng mạnh về doanh thu và lợi nhuận lần lượt 19,754 tỷ đồng (đóng góp 47% tổng doanh thu 2017, tăng 71%/n/n) và 3,400 tỷ đồng (đóng góp 52% LN gộp 2017, tăng 123%/n/n). Biên lợi nhuận của mảng này cũng tăng từ 13% năm 2016 lên 17%.

Dự phóng 2018

Quý 1. 2018

Theo báo cáo kinh doanh quý 1/2018 (chưa kiểm toán), doanh thu thuần và LNST của VJC đạt 12,560 tỷ đồng (+146%/n/n) và 1,366 tỷ đồng (+263%/n/n). Trong đó, mảng vận tải hàng không đạt mức tăng trưởng 54%/n/n và 37%/n/n ở doanh thu và lợi nhuận gộp. Bên cạnh mức tăng 2 chữ số ở mảng cốt lõi, hoạt động SLB đóng góp chính cho tăng trưởng mạnh trong KQKD quý 1 với việc bán 4 chiếc máy bay mới (theo ước tính của KISVN). Do đó, mảng này đóng góp 4,678 tỷ đồng doanh thu và 752 tỷ đồng lợi nhuận gộp trong khi đó cùng kỳ năm ngoái VJC không thực hiện hoạt động SLB nào. Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp của cả 2 mảng đều thấp hơn so với cả năm 2017 (12% và 16% lần lượt ở mảng vận tải hàng không và SLB).

Khách du lịch Việt Nam năm 2016

Nguồn: GSO, WTTC

Kỳ vọng cho 2018*Tăng trưởng thị trường nội địa giảm tốc*

Theo báo cáo về thị trường hàng không Châu Á – Thái Bình Dương của CAPA, mặc dù thị trường nội địa Việt Nam được kỳ vọng có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất trong khu vực Đông Nam Á, tăng trưởng lượt khách đã chậm lại từ 25% vào 2016 còn 13% 2017. CAPA kỳ vọng thị trường nội địa sẽ tiếp tục tăng trưởng chậm lại trong 2018, vào khoảng 10%, và khó có thể đạt mức tăng 20-30% trong quá khứ. Tuy nhiên thị trường trong nước vẫn là thị trường độc quyền lưỡng cực; VJC có thể chuyển một phần mức gia tăng (1) chi phí nhiên liệu, (2) phí hạ tầng và dịch vụ sân bay (ví dụ như: phí hạ cánh/cất cánh) cho hành khách nội địa.

Ngoài ra, VJC cho biết hãng này đang khai thác gần như tất cả các đường bay nội địa. Do đó, kế hoạch của hãng hàng không giá rẻ (LCC) này sẽ tập trung vào các thị trường quốc tế, đặc biệt là khu vực Bắc Á (Trung Quốc, Đài Loan và Hàn Quốc) với đường bay dưới 5 giờ bay và các hợp tác bay liên danh/interlink với đối tác để chiếm lĩnh thêm thị phần quốc tế trong nước cũng như nắm bắt sự tăng trưởng nhanh chóng của thị trường này.

Theo chúng tôi nhận định, chiến lược của VJC chủ yếu là ổn định thị phần nội địa của mình. Sự ảnh hưởng từ các đối thủ tiềm năng mới như JVs của AirAsia, Cebu Airway hoặc Bamboo Airway sẽ không gây ảnh hưởng đáng kể tới thị phần nội địa ít nhất là trong năm 2018.

Tăng cường cạnh tranh khu vực

Đối với thị trường quốc tế, theo dự báo mới nhất của tổ chức IATA và CAPA về thị trường hàng không toàn cầu từ 2018 trở đi, khu vực Châu Á – Thái Bình Dương có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất về lượt khách đi lại bằng đường hàng không cũng như công suất ghế cung ứng của các hãng hàng không khu vực, đặc biệt ở các thị trường nội địa Trung Quốc, Ấn Độ hay Nhật Bản. Tuy nhiên, các tổ chức này cũng chỉ ra rằng sự phát triển của các vùng trong khu vực này sẽ khác nhau.

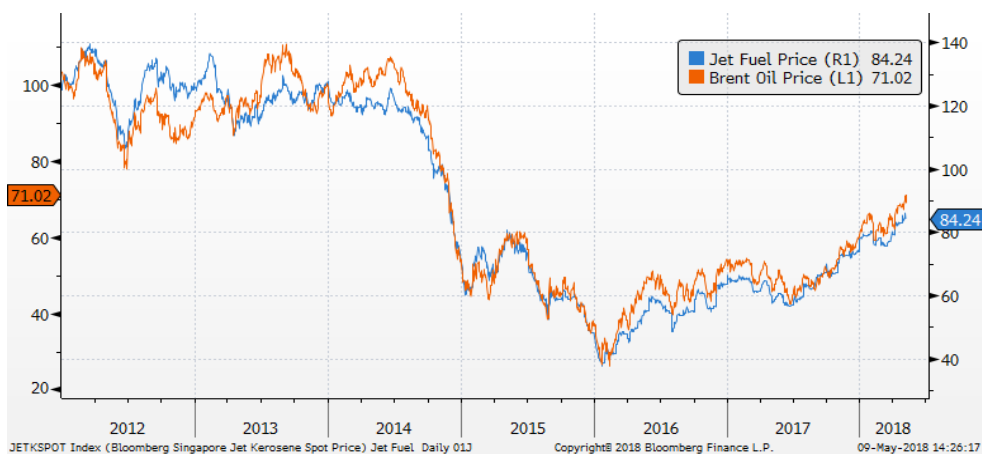
Đông Nam Á đang có sự cạnh tranh cao với nhiều hãng hàng không và không có khả năng hỗ trợ cho số lượng liên doanh (JVs) mới thành lập trong các năm qua. Việc mở rộng thị trường chiến lược và gia tăng thị phần được ưu tiên hơn khả năng sinh lợi. Do đó, các hãng hàng không giá rẻ lớn như là AirAsia hay Lion Group và các công ty con của họ đang tạo nên các lo ngại về tình hình tài chính, đặc biệt khi lợi nhuận của họ thấp hơn rất nhiều so với mức trung bình toàn cầu trong vài năm nay (CAPA).

Mặt khác, khu vực Bắc Á hiện đang có mức cạnh tranh và mức xâm nhập của LCC thấp hơn khu vực Đông Nam Á. Trong khi các thị trường nội địa tại đây hầu hết thuộc về các hãng nội địa và rào cản gia nhập của thị trường còn khá cao, tăng trưởng về nhu cầu di chuyển bằng đường hàng không ở các tuyến quốc tế đến/đi từ các thị trường này (như tuyến Trung Quốc-Nhật Bản hay Trung Quốc-Hàn Quốc, ...) đang là cơ hội tăng trưởng hấp dẫn cho các LCCs từ Trung Quốc hay Đông Nam Á, trong đó có Vietjet. Tuy nhiên, là hãng mới tham gia vào khu vực, giá vé của Vietjet ở các tuyến đến Bắc Á dự kiến sẽ duy trì ở mức thấp nhằm tập trung gia tăng nhận biết/ thị phần trước; bù lại thì doanh thu từ các dịch vụ phụ trợ sẽ tiếp tục cải thiện đáng kể trong 2017.

Xu hướng tăng giá xăng dầu và kế hoạch đối phó của VJC

Là một yếu tố tác động lớn đến KQKD của các hãng hàng không, xu hướng tăng giá nhiên liệu đang gây ra những quan ngại cho cả các hãng hàng không và nhà đầu

tự. Mức giá trung bình trong 4 tháng đầu năm của dầu Brent đạt mức 70 USD / thùng, tăng 26% so với đầu năm và tăng 30% so với cùng kỳ. Với yếu tố cung cầu hiện tại và các bất ổn ở khu vực Trung Đông, giá nhiên liệu được ước tính sẽ tiếp tục tăng trong năm 2018. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent trung bình đạt 75USD / thùng trong năm 2018, + 35% n/n.



Giá dầu Brent và nhiên liệu bay thế giới. Nguồn: Bloomberg

Trước biến động của giá nhiên liệu, VJC tiết lộ rằng họ đang vận hành các phương án phòng vệ (hedging) của mình bằng việc hợp tác với các nhà phân phối nhiên liệu lớn của Việt Nam: Tổng công ty Dầu Việt Nam và Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam; kế hoạch phòng vệ được mong chờ là có thể kiểm soát khoảng 30% mức tăng của giá nhiên liệu.

Về nội tại, các đội tàu VJC sẽ nhận được các máy bay mới A320/A321neo với động cơ tiết kiệm nhiên liệu hơn (-15% lượng nhiên liệu tiêu thụ trên mỗi ASK theo Airbus); và VJC dự kiến tiết giảm khoảng 5% chi phí CASK Ex Fuel vào năm 2018.

Các dự phóng

Chúng tôi vẫn giữ kỳ vọng tích cực đối với ngành hàng không trong 3 năm tới do tăng trưởng mạnh của nhu cầu vận tải hành khách trong khu vực; là hãng hàng không giá rẻ lớn nhất Việt Nam, sự tăng trưởng từ các thị trường quốc tế mới sẽ duy trì hệ số tải của VJC vào khoảng 88% trong các năm. Tuy nhiên, tác động tiêu cực từ tăng giá nhiên liệu sẽ tác động xấu đến lợi nhuận của VJC, ít nhất trong năm 2018. Với quy định hiện hành về giá xăng dầu của Chính phủ Việt Nam, chúng tôi ước tính rằng mức tăng trưởng của nhiên liệu trong nước của VJC sẽ bằng 50% mức tăng giá dầu Brent. Mặc dù VJC có các kế hoạch phòng vệ đối với nhiên liệu, nhưng hiệu quả từ những kế hoạch này cần được quan sát thêm. Đồng thời, lợi ích tiết kiệm nhiên liệu của dòng máy bay A320 / 321 neo có thể có tác động đáng kể từ 2019. Do đó, với giá dầu Brent trung bình dự kiến ở mức 75 USD/thùng trong năm 2018, chi phí nhiên liệu trên mỗi ASK ước tính ở 404 đồng (+17% n/n).

Với tình hình độc quyền nhóm tại thị trường hàng không Việt Nam hiện nay, VJC có thể chuyển một phần mức tăng giá của chi phí nguyên liệu sang khách hàng nội địa. Ngược lại, với sự cạnh tranh cao ở thị trường khu vực thì kịch bản tốt nhất sẽ là giá vé được giữ nguyên so với cùng kỳ. Mặc khác, sự gia tăng các tuyến đường quốc tế thuận lợi cho gia tăng tỷ trọng trong doanh thu của các hoạt động phụ trợ, tương tự như các LCC trên toàn thế giới.

Tính đến các nhân tố trên, chúng tôi đã thực hiện một số điều chỉnh dự phóng về kết quả kinh doanh của VJC trong năm 2018 và 2019 như sau:

	2016	2017	2018F	2019F
Lượt khách (triệu lượt)	14.05	17.11	24.1	30
Tăng trưởng %	51%	22%	41%	24%
ASK (triệu)	16,384	23,400	32,960	41,029
Tăng trưởng %	48%	43%	41%	24%
Hệ số tải	88%	88%	88%	88%
RPK (triệu)	14,451	20,600	29,005	36,105
Tăng trưởng %	49%	43%	41%	24%
RASK (VND)	971	964	984	1,016
Tăng trưởng %	-3%	-1%	2%	3%
PRASK (VND/ASK) (ex. Charter)	805	808	829	861
Tăng trưởng %	-9%	0%	3%	4%
Passenger Yield (VND)	900	907	942	978
Tăng trưởng %	-10%	1%	4%	4%
Doanh thu phụ trợ/RPK (VND)	246	266	288	311
Tăng trưởng %	-4%	8%	8%	8%
Non-Ancillary Passenger Yield (VND)	654	641	654	667
Tăng trưởng %	-12%	-2%	2%	2%
CASK (VND)	870	863	901	900
Tăng trưởng %	-4%	-1%	4%	0%
CASK Ex. Fuel (VND)	542	519	496	488
Tăng trưởng %	2%	-4%	-4%	-2%
Fuel/ASK (VND)	328	344	404	412
Tăng trưởng %	-13%	5%	17%	2%
RASK-CASK Spread (VND)	102	100	84	116
Tăng trưởng %	5%	-2%	-16%	39%
Doanh thu thuần (tỷ VND)	27,499	42,303	52,198	63,782
Sales Tăng trưởng % (%)	39%	54%	23%	22%
Dịch vụ hàng không (tỷ VND)	15,917	22,549	32,444	41,704
SLB (tỷ VND)	11,582	19,754	19,754	22,078
EBITDAR (tỷ VND)	7,431	11,668	14,013	17,988
Tăng trưởng % (%)	79%	57%	20%	28%
Lợi nhuận hoạt động (tỷ VND)	3,195	5,745	6,161	8,567
Tăng trưởng % (%)	101%	80%	7%	39%
LNST (tỷ VND)	2,496	5,074	5,345	7,086
Tăng trưởng % (%)	113%	103%	5%	33%
Biên lợi nhuận ròng (%)	9%	12%	10%	11%

Nguồn: KISVN dự phóng

Một số giả thiết được dùng trong dự phóng trên:

- Vì SLB vẫn được dùng để tài trợ cho việc mở rộng đội tàu của VJC, mảng SLB này sẽ mang lại cả doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền lớn ngay ngay trên báo cáo KQKD năm 2018 của VJC (theo cách hạch toán hiện tại của VJC) khi mà 16-17 chiếc máy bay mới sẽ được giao trong năm nay. Kế hoạch KD của VJC (được đưa ra vào Đại hội cổ đông 2018) chỉ có 14 chiếc máy bay được tính cho việc SBL, nhưng chúng tôi tin rằng VJC sẽ bán tất cả 17 chiếc máy bay mới. Tuy nhiên, việc mở rộng nhanh chóng phân khúc dịch vụ hàng không trong những năm gần đây phải được tiếp tục duy trì trong những năm tiếp theo và tốc độ tăng trưởng phải nhanh hơn việc mở rộng đội tàu của họ.
- Giá dầu Brent trung bình cho 2018 trong ước tính của chúng tôi được đặt ở mức \$75/thùng (+35%/n). Và chi phí nhiên liệu mỗi ASK của VJC dự kiến ở mức 404 đồng (+17%/n).
- Doanh thu phụ trợ mỗi RPK trong 2018 và 2019 được giả định tăng trưởng ổn định 8% mỗi năm; trong khi đó doanh thu từ vé mỗi RPK dự kiến tiếp tục tăng 2% do tăng giá vé nội địa.
- Hệ số tải của VJC được giả định vẫn giữ ở mức 88% trong 2018, 2019.

Định giá

Với dự phóng mới ở trên, chúng tôi định giá lại cổ phiếu của VJC bằng việc sử dụng chỉ số EV/EBITDAR và P/E. Do lo ngại từ tăng giá nhiên liệu đối với hầu hết các hãng hàng không, đặc biệt đối với khu vực Đông Nam Á, chỉ số Multiple của các hãng trong khu vực đã suy giảm trong Q1.2018. Sử dụng mức EV/EBITDAR và P/E trung bình của các hãng trong khu vực (lần lượt là 5 và 16), giá trị cổ phiếu VJC được ước tính trong khoảng 187,800 đồng đến 189,500 đồng vào cuối năm 2018. Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 0% (bao gồm lợi tức cổ tức 1%) ở mức giá hiện tại là 190,000 đồng (tính đến ngày 18 tháng 5 năm 2018).

	Vốn hóa (triệu USD)	P/E	EV / EBITDAR
AIRASIA GROUP BHD	2874	8.3	4.8
CEBU AIR INC	1060	8.5	3.7
INTERGLOBE AVIATION LTD	6728	25.6	5.3
JET AIRWAYS INDIA LTD	743	16.1	6.0
JUNEYAO AIRLINES CO LTD-A	4444	22.4	5.0
Trung bình		16	5.0

Nguồn: Bloomberg

	Tỷ trọng	Giá trị kỳ vọng	Mức sinh lợi
EV/EBITDAR	50%	187,800	-1%
P/E	50%	189,500	0%
Giá mục tiêu 1 năm		188,700	-1%
<i>Suất sinh lợi cổ tức</i>			<i>1%</i>
Tổng mức sinh lời kỳ vọng			0%

Phân tích độ nhạy

Như đã nêu ở trên, giá nhiên liệu đóng vai trò quan trọng trong các dự báo của chúng tôi cho kết quả kinh doanh của VJC; tuy nhiên, sự biến động rất khó dự đoán chính xác. Do đó, chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy của LNST của VJC vào năm 2018 ứng với sự thay đổi về chi phí nhiên liệu trên mỗi ASK trong khi các thông số khác vẫn được giữ nguyên. Kết quả như sau:

Biến động Chi phí nhiên liệu mỗi ASK (%/n/n)	LNST 2018 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNST 2018 (%/n/n)	Giá mục tiêu (VND/cp)
-5%	7,720	52%	250,200
-3%	7,507	48%	244,700
-1%	7,294	44%	239,200
1%	7,082	40%	233,700
3%	6,869	35%	228,100
5%	6,656	31%	222,600
7%	6,443	27%	217,100
9%	6,230	23%	211,600
11%	6,017	19%	206,100
13%	5,804	14%	200,600
15%	5,591	10%	195,000
17%	5,378	6%	189,500
19%	5,165	2%	184,000
21%	4,952	-2%	178,500

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH		Vốn hóa: 84,852 tỷ VND				ĐCKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)		2014	2015	2016E	2017E
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F							
Doanh thu thuần	27,499	42,303	52,198	63,782		Thay đổi vốn lưu động	1,882	-352	881	825	
Tăng trưởng (%)	39%	54%	23%	22%		Capex	3,146	2,622	4,070	4,159	
Vận tải hàng không	15,917	22,549	32,444	41,704		Dòng tiền khác	-395	1,690	0	0	
SLB	11,582	19,754	19,754	22,078		Dòng tiền tự do	-1,476	2,511	2,229	4,387	
GVHB	23,597	35,753	45,108	54,238		Phát hành cp	72	1,759	0	0	
Biên LN gộp (%)	14%	15%	14%	15%		Cổ tức	300	877	903	903	
Chi phí BH & QLDN	707	805	929	977		Thay đổi nợ ròng	1,705	-3,393	-1,326	-3,484	
EBITDAR	7,431	11,668	14,013	17,988		Nợ ròng cuối năm	4,054	661	-665	-4,149	
Biên lợi nhuận (%)	27%	28%	27%	28%		Giá trị doanh nghiệp (EV)	89,811	86,418	85,092	81,609	
EBITDA	3,857	7,142	8,130	11,018		Tổng VCSH	4,734	10,594	15,036	21,219	
Biên lợi nhuận (%)	14%	17%	16%	17%		Lợi ích cổ đông thiểu số	1	2	2	2	
Khấu hao	661	1,398	1,969	2,451		VCSH	4,733	10,592	15,034	21,217	
Lợi nhuận từ HĐKD	3,195	5,745	6,161	8,567		Giá trị sổ sách/cp (VND)	15,775	23,469	33,309	47,008	
Biên LN HĐKD (%)	12%	14%	12%	13%		Nợ ròng / VCSH (%)	86%	6%	-4%	-20%	
Chi phí lãi vay ròng	125	167	149	105		Nợ ròng / EBITDA (x)	1.1	0.1	-0.1	-0.4	
% so với nợ ròng (gồm lãi vay vốn hóa)	4%	7%	n.a.	-4%		Tổng tài sản	20,063	31,658	34,774	37,474	
Khả năng trả lãi vay(x)	26	34	41	82		Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền					
Lãi/lỗ khác	-367	-275	-313	-311		CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ		2014	2015	2016E	2017E
Thuế	207	229	354	1066		ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	73%	66%	42%	39%	
Thuế suất hiệu dụng (%)	8%	4%	6%	13%		ROA (%)	12%	16%	15%	19%	
Lợi nhuận ròng	2,496	5,074	5,345	7,086		ROIC (%)	39%	52%	43%	46%	
Biên lợi nhuận (%)	9%	12%	10%	11%		WACC (%)	9%	14%	15%	15%	
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0		PER (x)	34.4	16.9	16.0	12.1	
LN cho công ty mẹ	2,496	5,073	5,344	7,086		PBR (x)	12.0	8.1	5.7	4.0	
Số lượng CP (triệu)	300	451	451	451		PSR (x)	3.1	2.0	1.6	1.3	
EPS hiệu chỉnh (VND)	5,529	11,241	11,841	15,699		EV/EBITDA (x)	23.3	12.1	10.5	7.4	
Tăng EPS (%)	3%	35%	5%	33%		EV/sales (x)	3.3	2.0	1.6	1.3	
Cổ tức (VND)	1,000	2,000	2,000	2,000		Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.3%	1.1%	1.1%	1.1%	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	12%	17%	17%	17%							

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

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

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 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp**Hoàng Huy, CFA**

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Trần Nguyên Dương

Chuyên viên Phân tích cao cấp –
Vật liệu xây dựng & ICT
(+84 28) 3914 8585 (x1462)
duong.tn@kisvn.vn

Nguyễn Phong Danh

Chuyên viên Phân tích –
Dầu khí và Năng lượng
(+84 28) 3914 8585 (x1459)
danh.np@kisvn.vn

Võ Hoàng Bảo

Chuyên viên Phân tích –
Logistics, Hàng Không, Xe hơi
(+84 28) 3914 8585 (x1460)
bao.vh@kisvn.vn

Trần Thị Ngọc Mai

Chuyên viên Phân tích –
Bất Động Sản & Xây dựng
(+84 28) 3914 8585 (x1461)
mai.tt@kisvn.vn

Nguyễn Hoàng Hà

Chuyên viên Phân tích –
Dược và F&B
(+84 28) 3914 8585 (x1463)
ha.nh@kisvn.vn

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.