

MUA

CTCP HÀNG KHÔNG VIETJET (HSX: VJC)

Báo cáo lần đầu 07/05/2018

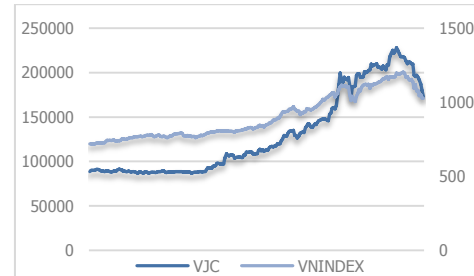
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	VND 231.100
Tiềm năng tăng giá	26,3%
Thị giá hiện tại	VND 183.000
Vốn hóa (tỷ đồng)	82.596
Biến động 52 tuần (VND)	104.400 - 228.100
KLGDBQ (cổ phiếu)	821.117
Sở hữu NĐTNN	25,13%

Nguồn: Bloomberg

Dự phóng thu nhập và định giá

Năm tài chính	2017	2018F	2019F	2020F
Doanh thu (tỷ VND)	42.303	52.027	64.180	79.919
EBIT (tỷ VND)	5.745	6.959	7.990	10.336
Lợi nhuận (tỷ VND)	5.073	6.030	6.821	8.868
EPS (VND)	11.419	13.361	15.112	19.648
Tăng trưởng EPS (%)		17,0	13,1	30,0
P/E (x)	16,0	13,7	12,1	9,3
EV/EBITDAR (x)	7,3	5,6	4,0	3,3
Tỷ suất cổ tức (%)	2,2	2,2	2,2	2,2
P/B (x)	7,7	5,4	4,0	2,9
ROE (%)	66,2	46,6	37,9	36,2
Nợ ròng/Vốn CSH (%)	6,2	(27,7)	(36,4)	(43,6)

Diễn biến giá cổ phiếu



Diễn biến giá	1M	3M	12M
VJC (%)	(23,1%)	(6,5%)	95,0%
VNIndex (%)	(13,6%)	(2,1%)	42,7%

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu cổ đông (trên 5%)

Đầu tư Hướng dương Sunny	28,57%
Nguyễn Thị Phương Thảo	8,76%
CTCP Sovico	7,59%
Sở hữu nước ngoài	25,13%

 Nguyễn Nam Khoa
 Aviation Analyst

Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn

Câu chuyện tăng trưởng từ hiệu quả hoạt động

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với cổ phiếu VJC với mức chênh lệch giá dự kiến 33,6% so với thị giá hiện tại 173.000 đồng/cp. Vị thế quản trị hoạt động hiệu quả của VJC được thể hiện ngay từ những năm đầu cất cánh, Vietjet là một trong các hãng hiếm hoi trên thế giới có lãi ngay từ năm thứ 2 hoạt động. Sau 6 năm hoạt động, VJC nằm trong nhóm các hãng có chi phí hoạt động trên ghế luân chuyển thấp nhất thế giới, cùng với đó là hiệu năng hoạt động đội tàu bay được duy trì ở mức cao. Chúng tôi cho rằng, với bộ máy hoạt động hiệu quả, hoạt động kinh doanh của Vietjet sẽ tiếp tục được ghi nhận khả quan dựa trên những luận điểm sau: (i) thị trường vận tải hành khách Việt Nam tiếp tục đà tăng trưởng 2 chữ số; (ii) Vietjet chuyển hướng sang mở rộng thị phần hành khách quốc tế đặc biệt là việc kết nối các điểm du lịch Việt Nam tới thị trường Đông Bắc Á; (iii) đội tàu bay thế hệ mới sẽ giúp Vietjet duy trì hiệu quả hoạt động tốt hiện tại.

Tiêu điểm đầu tư (catalysts)

Vietjet đón đầu lượt khách du lịch quốc tế đến Việt Nam. Hai năm 2016-2017 vừa qua, lượt khách du lịch quốc tế đến Việt Nam theo đường không đạt mức tăng kỉ lục 31,9%/năm, đóng góp lớn từ thị trường Đông Bắc Á như Trung Quốc (50,0%/năm), Hàn Quốc (47,3%/năm), Hồng Kông (52,0%/năm). Đón đầu xu thế, Vietjet liên tục mở mới đường bay thẳng kết nối các điểm du lịch như Nha Trang, Đà Nẵng tới thị trường Đông Bắc Á đặc biệt là Trung Quốc đại lục. Trong năm 2017, Vietjet đã mở mới 21 đường bay quốc tế, nâng tổng số đường bay quốc tế khai thác lên 44 đường. Nửa đầu năm 2018, Vietjet tiếp tục đưa vào khai thác 11 đường bay quốc tế mới, nâng tổng số đường bay lên 55, trong đó có tới 22 đường bay thẳng sân bay Cam Ranh tới Trung Quốc (21) và Hàn Quốc (1).

Định giá

Giá trị hợp lý của cổ phiếu VJC được xác định ở mức 231.100 đồng/cp dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp FCFE (WACC 13,4%). Biến động dòng tiền chính của Vietjet nằm ở các khoản đặt/nhận cọc mua máy bay và trả trước chi phí bảo dưỡng máy bay. Năm 2017, Vietjet đã triển khai đặt cọc mua máy bay vượt mức trung bình các năm; do đó, chúng tôi ước tính việc hoàn cọc vào các năm tiếp theo sẽ cải thiện tốt hơn dòng tiền cho Vietjet. Mức giá cổ phiếu VJC 231.100 đồng/cp, tương đương mức P/E forward 2018 đạt 17,3 lần và EV/EBITDAR 7,1 lần, ở mức cao trong nhóm hàng không giá rẻ. Chúng tôi cho rằng mức định giá cao cho cổ phiếu VJC là hợp lý với vị thế doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng của thị trường hàng không Việt Nam cao hơn so với khu vực.

Rủi ro chính

Chúng tôi cho rằng VJC chịu rủi ro đặc thù về ngành vận tải hàng không, cùng với đó là rủi ro nội tại riêng: (i) Chi phí nhiên liệu chiếm tỷ trọng chính, biến động nhỏ của giá nhiên liệu có thể ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của Vietjet. (ii) **Rủi ro từ hoạt động chuyển giao và thuê lại máy bay (Sales-Leases Back), việc ghi nhận doanh thu, lợi nhuận ngay tại thời điểm chuyển giao tài sản thay vì ghi nhận dần phần lợi nhuận đó hàng năm là một thủ thuật kế toán giúp Vietjet đạt lợi nhuận vượt trội trong những năm đầu, tuy nhiên điều này đồng nghĩa với việc tạo áp lực tăng trưởng lợi nhuận cho các năm tiếp theo.** (iii) Việc VJC có thể tiếp tục cải thiện hiệu suất hoạt động vận hành sẽ gặp khó khăn khi các chỉ số hoạt động đã nằm trong nhóm tốt nhất trong khu vực cũng như thế giới.

MỤC LỤC

Luận điểm đầu tư	3
Điểm nhấn và tiêu điểm đầu tư	3
Rủi ro chính	8
Định giá và cơ sở giá mục tiêu	9
MBS khác với quan điểm chung	10
Phân tích tài chính và dự phóng	11
Phân tích kết quả kinh doanh và dự phóng	11
Bảng cân đối kế toán và phân tích dòng tiền	12
Phụ lục	13
Phụ lục 1: Phân tích cạnh tranh ngành vận tải hàng không Việt Nam	13
Phụ lục 2: Nghiệp vụ chuyển giao và thuê lại tài sản (Sales-Leases Back)	14
Phụ lục 3: Bảng dự phóng báo cáo tài chính	15

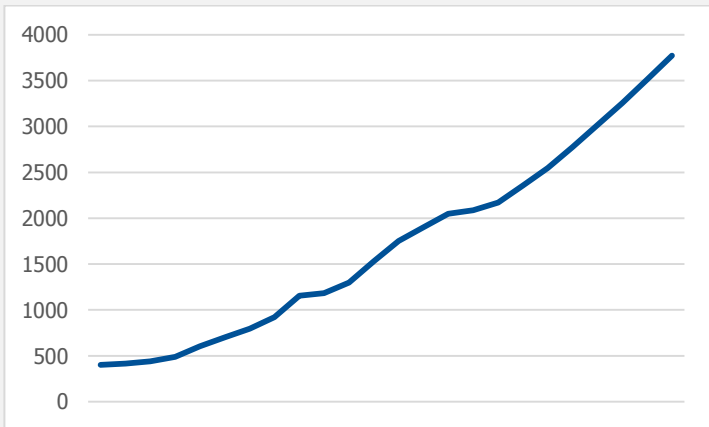
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Điểm nhân và tiêu điểm đầu tư

Tổng lượng vận tải hành khách bằng đường hàng không tiếp tục tăng trưởng. Giai đoạn 2010-2017, tốc độ tăng trưởng hành khách thị trường Việt Nam đạt mức tăng trưởng kép CAGR 16,7%/năm, cao nhất khu vực Châu Á - Thái Bình Dương. Đà tăng trưởng tiếp tục được khẳng định khi Hội đồng Sân bay Quốc tế ACI đưa ra dự báo Việt Nam là thị trường tăng trưởng hành khách nhanh nhất thế giới trong nhóm thị trường trên 50 triệu hành khách giai đoạn 2016-2040.

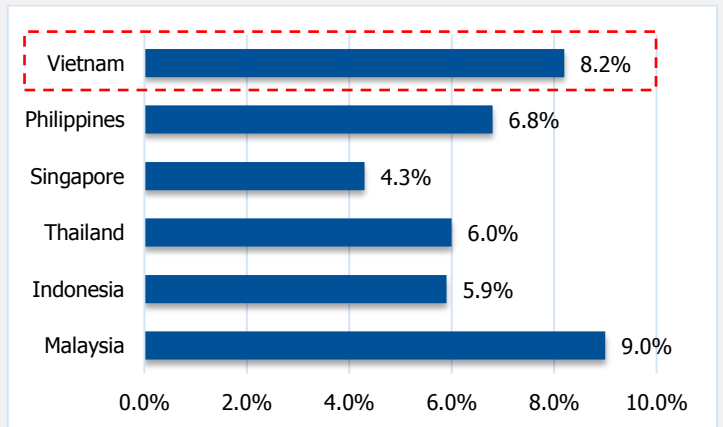
Ngành hàng không có mối tương quan cùng chiều với tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người. Trong bối cảnh các hãng hàng không lựa chọn chiến lược về giá để cạnh tranh, tăng trưởng GDP bình quân đầu người sẽ kích thích nhu cầu di chuyển bằng đường không cao hơn so với các loại hình di chuyển khác với ưu thế lớn về thời gian đi lại. Theo số liệu của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF, 04/2018), GDP per capita của Việt Nam đạt mức tăng trưởng CAGR 11,1%/năm giai đoạn 2000-2016; dự báo giai đoạn 2017-2023 tăng trưởng CAGR sẽ đạt mức 8,2%/năm, thuộc nhóm các nước có tốc độ tăng trưởng thu nhập nhanh nhất Đông Nam Á. Vì thế, ngành hàng không Việt Nam được kì vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ mức sống của người dân được cải thiện.

Biểu 1: GDP bình quân đầu người Việt Nam 2000-2023F (USD)



Nguồn: IMF, World Economic Outlook 04/2018

Biểu 2: CAGR của GDP bình quân đầu người 2017E-2023F



Nguồn: IMF, World Economic Outlook 04/2018

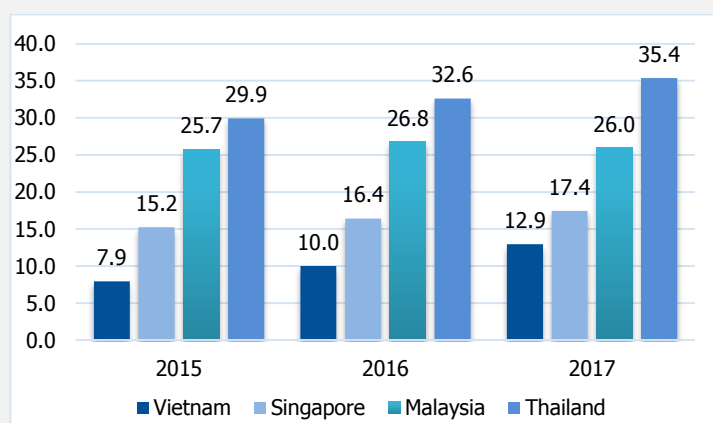
Thị trường vận tải hành khách hàng không Việt Nam nằm trong nhóm tăng trưởng nhanh nhất thế giới. Tốc độ tăng trưởng tổng vận tải hành khách giai đoạn 2013-2017 đạt mức tăng trưởng kép CAGR 20,5%/năm, bên cạnh đó thị trường vận tải hàng hóa cũng đạt tốc độ tăng trưởng tương đương ở mức CAGR 21,3%/năm. Năm 2017, thị trường hành khách nội địa có sự chững lại do các nhà ga nội địa tại sân bay chính đạt hoặc vượt mức công suất thiết kế. Bù lại, khách quốc tế đến Việt Nam năm 2017 tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao, chủ yếu là khách quốc tế đến theo đường hàng không từ khu vực Đông Bắc Á như Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản.

Bảng 1: Thị trường vận tải hàng không Việt Nam

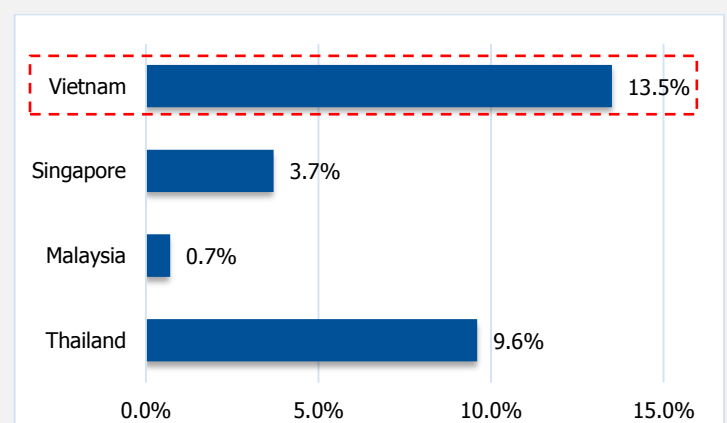
	2013	2014	2015	2016	2017	2018P
Lượt khách qua cảng (triệu)	43,9	50,5	63,1	81,0	94,1	101,8
% tăng trưởng		15,0	25,0	28,3	16,2	8,2
Thị trường hành khách (triệu)	29,5	33,1	41,1	52,5	62,2	68,1
Nội địa	14,4	17,4	22,0	28,5	31,9	33,7
% tăng trưởng		20,5	26,5	29,5	11,9	5,6
Quốc tế	15,0	15,7	19,1	24,0	30,3	34,4
% tăng trưởng		4,4	21,7	25,6	26,3	13,5
Lượt khách quốc tế đến VN (triệu)	7,6	7,9	7,9	10,0	12,9	15,0
% tăng trưởng		4,0	0,9	26,0	29,1	16,1
Hàng hóa – Bưu kiện (nghìn tấn)	630,0	869,9	973,4	1.121,0	1.366,0	1.512,0
% tăng trưởng		38,1	11,9	15,2	21,9	10,7

Nguồn: ACV, Tổng cục du lịch Việt Nam

Du lịch Việt Nam ngày càng được biết đến nhiều hơn trên thế giới, thể hiện qua sự gia tăng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam. Về đẹp cảnh quan Việt Nam được du khách thế giới bình chọn trong 20 quốc gia đẹp nhất thế giới theo công bố của tạp chí du lịch Roughguides. So với các quốc gia du lịch lớn trong khu vực như Thái Lan, Malaysia, Singapore, du lịch Việt Nam còn tồn tại nhiều hạn chế về sức cạnh tranh, môi trường tự nhiên và xã hội, rào cản về vấn đề cấp thị thực. Tuy nhiên, đó cũng là những cơ hội cho du lịch Việt Nam cải thiện, phát triển tương xứng với tiềm năng vốn có. Chiến lược phát triển của Chính phủ giai đoạn tới sẽ tập trung đưa du lịch Việt Nam vươn xa, tiếp tục đà tăng trưởng du khách quốc tế ấn tượng thời gian qua.

Biểu 3: Du khách quốc tế đến các nước trong khu vực (triệu)

Nguồn: MBS tổng hợp

Biểu 4: CAGR tăng trưởng du khách quốc tế 2012-2017

Nguồn: MBS Research

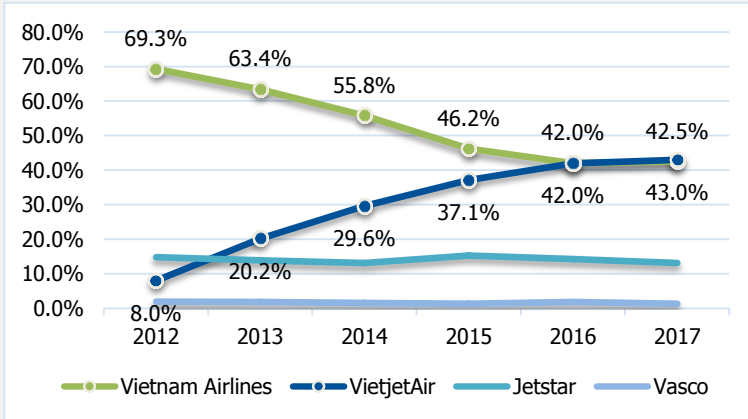
Năm 2018, Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) đặt mục tiêu khá thận trọng khi tốc độ tăng trưởng các chỉ tiêu chính bằng một nửa so với năm 2017. Nền kinh tế Việt Nam giới chuyên gia dự báo tiếp tục phát triển ổn định, cùng với đó là thu nhập người dân được cải thiện sẽ là động lực tăng trưởng cho thị trường hành khách nội địa, tuy nhiên, quá tải công suất nhà ga nội địa tại các sân bay trực chính sẽ kìm hãm đà tăng trưởng như năm 2017. Vấn đề sẽ được cải thiện khi ACV triển khai hàng loạt dự án nâng cấp, mở rộng nhà ga từ năm 2018. Chúng tôi dự phóng giai đoạn 2017-2022, thị trường vận tải hành khách nội địa sẽ tăng trưởng đạt mức CAGR 10%/năm. Động lực tăng trưởng toàn ngành đến từ nhóm khách du lịch quốc tế đến Việt Nam. 4M2018, khách quốc tế đến Việt Nam ước đạt 5,5 triệu lượt, hoàn thành 36,7% kế hoạch, tăng 29,5% cùng kì. Khách du lịch Trung Quốc tăng trưởng chậm lại với mức tăng 39,7% cùng kì. Chúng tôi dự phóng giai đoạn 2017-2022, thị trường vận tải hành khách quốc tế sẽ tăng trưởng chậm dần đạt mức CAGR 18,5%/năm. Dự phóng năm 2018, thị trường hành khách đạt 72,1 triệu lượt, trong đó hành khách nội địa và quốc tế đạt lần lượt 35,1 và 37,0 triệu lượt.

Duy trì thị phần hành khách nội địa, gia tăng thị phần quốc tế. Năm 2017, tổng lượng vận tải hành khách của Vietjet đạt 17,11 triệu lượt, chiếm 27,5% thị phần toàn ngành, trong đó, thị phần hành khách nội địa và quốc tế của Vietjet năm 2017 ước tính lần lượt đạt 43,0% và 11,2%. Thị phần vận tải hành khách quốc tế của Vietjet vẫn còn thấp so với các hãng hàng không nước ngoài và Vietnam Airlines, sẽ tạo dư địa cho tăng trưởng các năm tới, đặc biệt khách hàng mục tiêu Vietjet nhắm tới là khách du lịch quốc tế khu vực Đông Bắc Á có tốc độ tăng trưởng cao hơn trung bình toàn thị trường.

Giai đoạn 2012-2016 đánh dấu bước phát triển nhảy vọt của Vietjet với việc liên tục gia tăng thị phần hành khách nội địa. Vietjet từ một hãng hàng không non trẻ sau 5 năm hoạt động đã vươn lên mạnh mẽ, tỏ rõ vị thế với hãng hàng không quốc gia Vietnam Airlines tại thị trường nội địa. Trước sự ra đời của Vietjet, giá vé máy bay khá đắt đỏ so với mức thu nhập của đại bộ phận người tiêu dùng bởi giá thành chuyến bay (chi phí nhiên liệu) cao, mô hình hàng không dịch vụ đầy đủ không cho phép hành khách loại trừ những dịch vụ không cần thiết. Năm bắt nhu cầu khách hàng, Vietjet xuất hiện với hàng loạt chương trình ưu đãi, giá vé 0 đồng thu hút người tiêu dùng, mô hình dịch vụ lựa chọn khiến cho việc đi lại bằng đường không trở nên hợp túi tiền hơn. Chiến lược thâm nhập thị trường bằng chính sách giá rẻ của Vietjet nhắm tới những khách hàng lần đầu đi máy bay đã thành công vang dội thể hiện qua tốc độ gia tăng thị phần nhanh chóng của Vietjet.

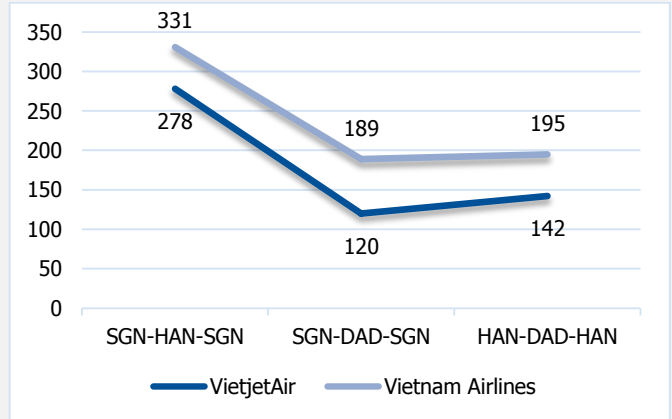
Năm 2017, thị trường nội địa có sự cân bằng về thị phần, Vietnam Airlines lần đầu tiên trong vòng 6 năm gần đây đã gia tăng thị phần thay vì sụt giảm. Tại 3 tuyến bay đông đúc nhất kết nối sân bay chính Tân Sơn Nhất – Nội Bài – Đà Nẵng, Vietnam Airlines có lợi thế vượt trội hơn so với Vietjet về tần suất chuyến bay trên tuần. Bù lại, Vietjet với đội tàu bay thân hẹp duy trì được tỉ lệ lấp đầy tốt hơn ở các chặng bay nhánh, hoạt động hiệu quả hơn ở các chặng bay ngắn. Các nhà ga nội địa sân bay chính vượt mức công suất thiết kế đã hạn chế các hãng mở thêm đường bay mới cũng như tiếp tục tăng tần suất chuyến bay, thị phần hành khách nội địa sẽ tiếp tục duy trì tính cân bằng cho giai đoạn tiếp sau.

Biểu 5: Thị phần hành khách nội địa 2012-2017



Nguồn: CAAV, MBS ước tính

Biểu 6: Tần suất tuyến SGN-HAN-DAD (số chuyến/tuần)



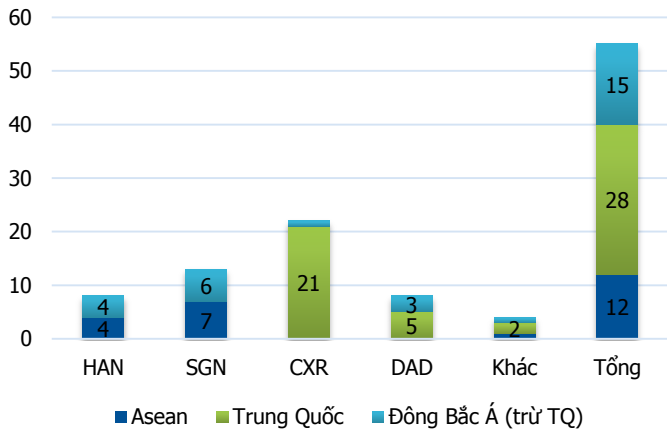
Nguồn: VJC, Vietnam Airlines

Thị phần hành khách quốc tế của Vietjet được cải thiện nhờ mạng lưới đường bay thẳng quốc tế liên tục được mở rộng từ 3 đường bay năm 2013 lên 44 đường bay năm 2017. Nửa đầu năm 2018, Vietjet sẽ khai thác thêm 11 đường bay mới, tập trung vào thị trường Trung Quốc, Hàn Quốc. Năm 2017, thị phần hành khách quốc tế của VJC ước đạt 11,2% (+2,5%), trong khi đó thị phần của Vietnam Airlines ước đạt 28,9% (-7,2%). Trên thị trường quốc tế, Vietnam Airlines có vị thế cao hơn Vietjet bởi thương hiệu hãng hàng không quốc gia, thành viên liên minh Sky Team giúp Vietnam Airlines tận dụng được hành khách từ các hãng thành viên với thỏa thuận bay liên danh (code-share).

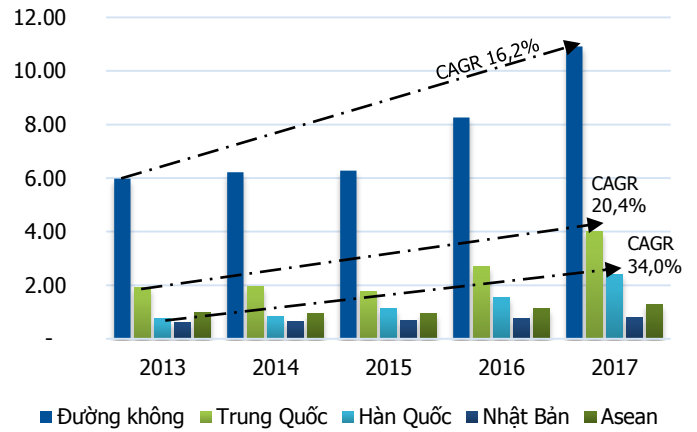
Tuy nhiên, chúng tôi nhận định Vietjet sẽ hưởng lợi tốt hơn Vietnam Airlines từ thị trường khách du lịch quốc tế bởi: (i) khách quốc tế từ Đông Bắc Á chiếm tỷ trọng chính tại thị trường Việt Nam cả về quy mô và tốc độ tăng trưởng; (ii) mạng lưới đường bay thẳng khu vực Đông Bắc Á của Vietjet cao hơn so với Vietnam Airlines (43/55 vs 29/58); (iii) Vietjet tập trung mở đường bay kết nối các điểm du lịch như Nha Trang (sân bay Cam Ranh là căn cứ quốc tế của VJC) và Đà Nẵng (2 cảng hàng không có tốc độ tăng trưởng lượt khách cao nhất toàn quốc) trong khi đó Vietnam Airlines chọn Tân Sơn Nhất – Nội Bài là 2 căn cứ chính với tổng số đường bay 54/58 đường; (iv) Vietjet tập trung khai thác cơ hội từ khách du lịch Trung Quốc gia tăng trong hai năm qua với số đường bay thẳng tới Trung Quốc chiếm 28/55 đường bay, con số của Vietnam Airlines chỉ đạt 9/58 đường bay. Chúng tôi đánh giá, thị trường quốc tế với giá trị kinh tế cao sẽ tạo động lực tăng trưởng cho Vietjet trong giai đoạn sau, bù đắp lại sự chững lại từ thị trường hành khách nội địa.

Biểu 7: Đường bay thẳng quốc tế của VJC 2018

Biểu 8: Khách quốc tế đến Việt Nam 2013-2017 (triệu lượt)



Nguồn: VJC



Nguồn: Tổng cục Du lịch Việt Nam

Bộ máy hoạt động của Vietjet hiện nằm trong nhóm tốt nhất thế giới. Chi phí hoạt động của Vietjet được quản trị hiệu quả xuyên suốt thông qua 2 chỉ số chi phí CASK và Ex-fuel CASK giảm liên tục qua các năm đặc biệt là tổng chi phí hoạt động. Kết quả trên đạt được bởi VJC sở hữu đội tàu bay mới có tuổi đời thấp nhất thế giới. Duy trì tuổi đời thấp cho phép Vietjet tiết kiệm chi phí nhiên liệu và chi phí bảo dưỡng bao gồm bảo dưỡng hàng ngày, kiểm tra A (400-600 giờ bay), kiểm tra B (6-8 tháng), kiểm tra C (20-24 tháng), và kiểm tra D (6-10 năm). Bên cạnh đó, số giờ bay của đội bay VJC mặc dù ở mức cao nhưng vẫn được cải thiện qua các năm qua việc tăng tần suất các chuyến bay đêm đặc biệt là chặng bay quốc tế, cùng với đó là tỷ lệ lấp đầy cao được duy trì trên 88%.

Bảng 2: Kết quả hoạt động của VJC qua các năm

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017
Tổng lượt vận tải khách (triệu lượt)	3,16	5,56	9,31	14,05	17,11
Số đường bay thẳng		24	40	60	82
Đội tàu bay	10	19	30	41	51
Tuổi đời đội tàu bay				3,03	2,75
ASKs (triệu) *	3.341	6.019	11.055	16.498	19.432
% tăng trưởng		80,2%	83,7%	49,2%	17,8%
RPKs (triệu) *	2.945	5.322	9.690	14.451	17.110
% tăng trưởng		80,7%	82,1%	49,1%	18,4%
Tỷ lệ lấp đầy (%)	88,2%	88,6%	88,1%	88,2%	88,1%
Giờ bay (h/tàu bay/ngày)	11,9	12,4	13,3	13,1	13,8
CASK (U.S cents) *	5,30	5,04	4,14	3,90	3,79
Ex-fuel CASK (U.S cents) *	2,57	2,48	2,42	2,43	2,25
Passenger yield (U.S cents) *	5,1	4,7	3,4	3,0	3,4

* ASKs (Available Seat Kilometres): Ghế luân chuyển (số ghế * quãng đường bay đơn vị km)
 RPKs (Revenue Passenger Kilometres): Khách luân chuyển (Số hành khách trả phí * quãng đường bay km)
 CASK (Cost per ASK): Tổng chi phí hoạt động trên một ghế luân chuyển
 Ex-fuel CASK: Chi phí hoạt động trên một ghế luân chuyển đã loại trừ chi phí nhiên liệu
 Passenger yield: Doanh thu vận tải hành khách trên RPK đã loại trừ doanh thu cho thuê chuyến bay

Nguồn: VJC

Hiệu quả hoạt động của Vietjet được thể hiện rõ nét khi so sánh với Vietnam Airlines. Đội tàu bay mặc dù chỉ bằng một nửa so với Vietnam Airlines, nhưng hiệu năng hoạt động lên tới 13,8h/tàu/ngày đã giúp gia tăng số chuyến bay của Vietjet. Năm 2017, trung bình một máy bay VJC thực hiện 1.937 chuyến/năm trong khi con số của VNA là 1.457 chuyến/năm, gấp gần 33%. Điều hành bay hiệu quả hơn đồng thời Vietjet cũng duy trì tỷ lệ lấp đầy cao được duy trì suốt 4 năm qua so với Vietnam Airlines. Chúng tôi đánh giá, với hiệu quả hoạt động của Vietjet đã thể hiện giai đoạn trước, tới năm 2021, VJC sẽ vượt qua VNA về tổng lượt vận tải hành khách. Ngoại trừ chi phí nhiên liệu có tính đồng nhất giữa các hãng hàng không, các nhóm chi phí còn lại được VJC kiểm soát tốt hơn so với VNA, đánh giá ở bộ chỉ số CASK và Ex-fuel CASK. Điểm trừ cần khắc phục đối với VJC nằm ở tỷ lệ đúng giờ chuyến

bay, mặc dù đã được cải thiện tuy nhiên VJC thường xuyên chậm giờ, trễ chuyến bay so với Vietnam Airlines và Jetstar. Vietjet thực sự cần cải thiện chỉ tiêu trên khi công ty chuyển hướng nâng cao chất lượng dịch vụ khách hàng.

Bảng 3: So sánh hoạt động giữa Vietjet và Vietnam Airlines

Chỉ tiêu	2016		2017	
	Vietnam Airlines	Vietjet	Vietnam Airlines	Vietjet
Tổng lượt vận tải khách (triệu lượt)	20,63	14,05	22,30	17,11
Số đường bay thẳng	96	60	94	82
<i>Nội địa</i>	41	37	39	38
<i>Quốc tế</i>	55	23	55	44
Số chuyến bay thực hiện trong năm	138.764	84.455	138.454	98.805
Đội tàu bay	99	41	95	51
Tỷ lệ lấp đầy	80,3%	88,2%	80,8%	88,1%
Giờ bay (h/tàu bay/ngày)	10,0	13,1	10,2	13,8
Tỷ lệ đúng giờ	NA	83,6%	89,7%	85,6%
ASKs (triệu)	40.630	16.498	41.555	19.432
CASK (U.S cents)	5,89	3,90	6,43	3,79
Ex-fuel CASK (U.S cents)	4,42	2,43	4,67	2,25

Nguồn: VJC, Vietnam Airlines

Tuổi đời non trẻ song vị thế quản trị hoạt động của VietjetAir không thua kém các hãng hàng không giá rẻ trong khu vực và thế giới. Chỉ số khách luân chuyển (RPKs) của Vietjet trong tương quan với quy mô đội tàu bay ở mức cao nhất trong nhóm, và dư địa tăng trưởng cho các năm tiếp theo tương đối khả quan khi thị trường hành khách Việt Nam tiếp tục tăng trưởng mạnh. So sánh với AirAsia – hãng hàng không giá rẻ tốt nhất thế giới liên tiếp 9 năm, mặc dù thông số của Vietjet tốt hơn nhưng AirAsia hiện điều hành đội tàu bay gấp 4 lần Vietjet, khả năng mở rộng trong khi vẫn duy trì chỉ tiêu hoạt động ở mức thấp khiến AirAsia vẫn được đánh giá là hãng hàng không giá rẻ hoạt động hiệu quả nhất. Kế hoạch mở rộng đội tàu bay và mạng lưới đường bay sẽ đặt thách thức lên khả năng duy trì hiệu quả hoạt động của VJC nhưng khả thi như trường hợp của AirAsia.

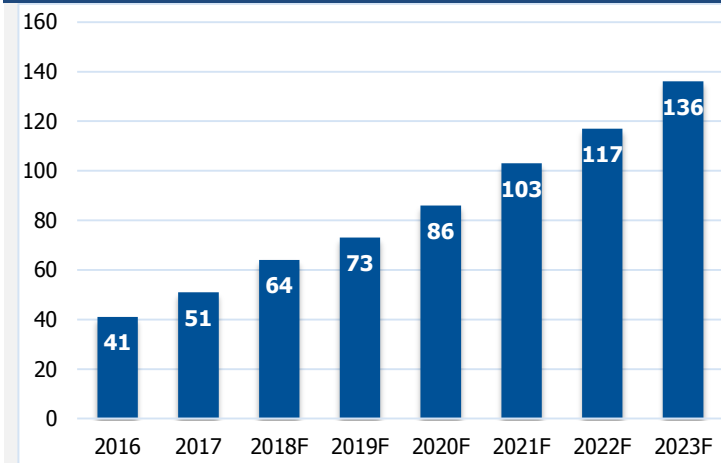
Bảng 4 – Kết quả hoạt động của các hãng hàng không giá rẻ so sánh với VJC năm 2017

Chỉ tiêu	AirAsia Group	Pegasus	Cebu Pacific	Spirit	VietjetAir
Hoạt động chính thức *	12/2001	11/2005	03/1998	03/2007	12/2011
RPKs (triệu)	55.270	27.661	21.301	39.600	17.110
% tăng trưởng	20,2%	15,6%	0,4%	14%	18,4%
Tỷ lệ lấp đầy (%)	88,0%	84,6%	84,0%	83,1%	88,1%
Giờ bay/tàu/ngày	13,1	12,1	12,5	11,6	13,8
CASK (U.S cents)	3,91	4,38	4,38	4,72	3,79
Ex-fuel CASK (U.S cents)	2,47	3,04	2,90	3,42	2,25
Đội tàu bay	196	76	63	112	51

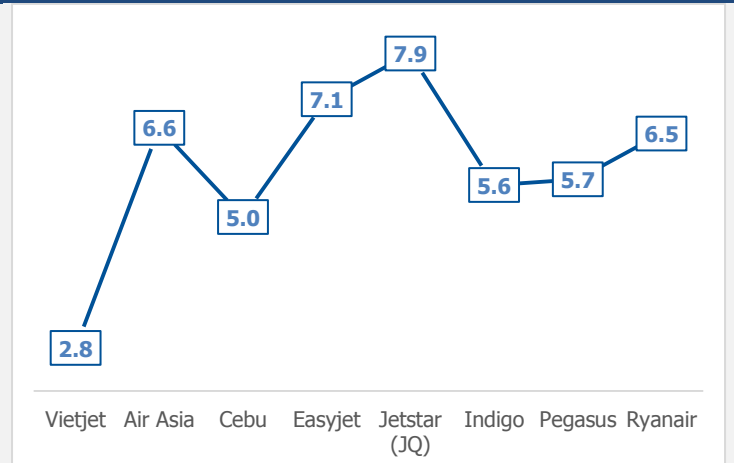
* Ngày hoạt động chính thức được xác định khi công ty thực hiện chuyến bay đầu tiên, hoặc có sự thay đổi lớn về bộ máy điều hành, chiến lược kinh doanh như M&A (AirAsia, Pegasus), thay đổi mô hình hàng không (Spirit)

Nguồn: Báo cáo kết quả hoạt động các công ty

Đội tàu bay trẻ, hiện đại hơn sẽ nâng cao vị thế của Vietjet. Cuối năm 2017, đội tàu bay 51 chiếc của Vietjet tuổi đời trung bình 2,75 năm bao gồm 24 tàu bay A320 và 27 tàu bay A321, trong đó có 1 mẫu A321Neo hiện đại đầu tiên của Đông Nam Á. Ngoài ra Vietjet đã kí biên bản ghi nhớ (MOU) với Boeing về việc mua 100 mẫu B737-Max200 giao giai đoạn 2019-2022, cả 2 mẫu máy bay trên đều đạt hiệu quả vận hành cao nhất trong dòng thân hẹp của từng hãng.



Nguồn: MBS Research



Nguồn: MBS Research

VietjetAir thể hiện tham vọng lớn trong việc mở rộng đội tàu bay đến năm 2023 với các hợp đồng mua máy bay số lượng lớn kí kết với Airbus và Boeing. Giai đoạn 2018-2023, tổng đơn hàng đặt mua máy bay của Vietjet gồm 184 chiếc: 73 mẫu A321Neo, 11 mẫu A321XLR, và 100 mẫu B737Max200. Đánh giá các trường hợp mở rộng đội bay tương đồng như của AirAsia và Pegasus, chúng tôi cho rằng kế hoạch trên sẽ tạo dư thừa vận hành đội bay của Vietjet trong tương lai. Tuy nhiên, Vietjet có thể điều chỉnh kế hoạch trên với việc giảm lượng nhận đơn hàng với Boeing được kí bằng thỏa thuận ghi nhớ (MOU - Memorandum of Understanding). Đây là hình thức phổ biến mà các hãng hàng không sử dụng khi đặt hàng với Airbus hoặc Boeing, và tùy thuộc vào từng trường hợp mà các điều khoản cụ thể được coi là bị ràng buộc về mặt pháp lý hay không.

Mẫu A321Neo (New Engine Option) là dòng máy bay cho phép lựa chọn giữa 2 động cơ CFM International LEAP-1A hoặc Pratt & Whitney PW1000G, được kết hợp cùng với các cải tiến ở khung máy bay mới và bổ sung thêm các cánh nhỏ Sharklets. Mẫu A321Neo được thiết kế với tối đa 240 ghế, cao nhất trong dòng thân hẹp một lối đi của Airbus hiện nay. So sánh với dòng Neo (Current engine option), dòng Neo tăng hiệu suất tiêu thụ nhiên liệu với việc cắt giảm 15-20% mức tiêu thụ nhiên liệu trên ghế luân chuyển, thân thiện môi trường hơn và giảm khoảng 50% tiếng ồn khi hạ cánh. Qua đó, A321Neo là mẫu máy bay có hiệu suất tiêu thụ nhiên liệu tốt nhất trong các dòng máy bay đang được vận hành hiện nay.

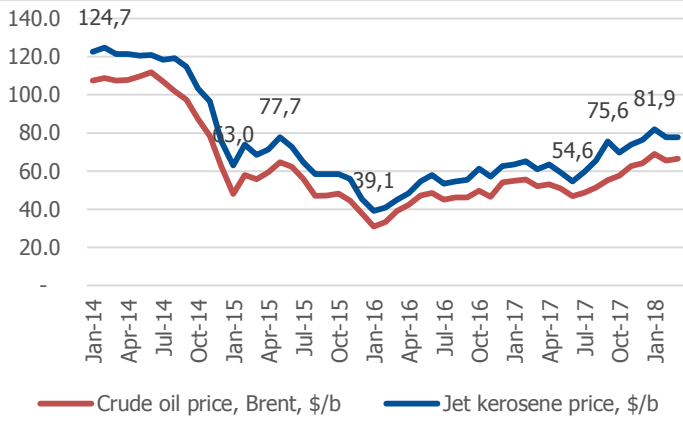
Mẫu Boeing 737Max-200, Boeing 737Max là thế hệ thứ 4 của dòng máy bay thương mại 737 nổi tiếng của Boeing, được trang bị động cơ CFM International LEAP-1B. Có 3 biến thể của 737Max bao gồm 737Max7, 737Max8 và 737Max9, trong đó, chiếc 737Max200 – 210 ghế được VietjetAir đặt mua là phiên bản biến thể "đặc" của 737Max8 với nhiều chỗ ngồi hơn trong một không gian không đổi. Kết quả là 737Max200 tăng thêm 20% hiệu suất và tiết kiệm chi phí hơn so với phiên bản 737 hiện tại, đồng thời có chi phí vận hành thấp hơn 737Max8 tiêu chuẩn tới 5%. Theo thử nghiệm của nhóm AirInsight, mẫu B737Max8 cho hiệu suất chi phí trên ghế luân chuyển (CASM - Cost per Available Seat Miles) tốt hơn mẫu A320Neo khoảng 2,6%. Qua đó thế hệ tàu bay B737Max trở thành dòng thân hẹp có hiệu suất hoạt động tốt nhất trên thị trường hiện nay.

Rủi ro chính

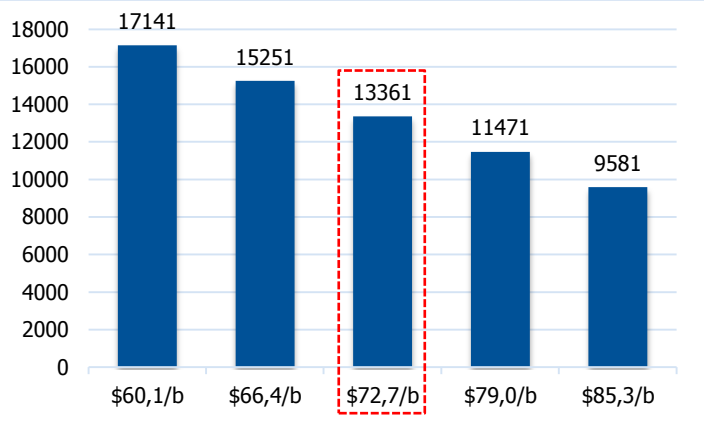
Rủi ro chi phí nhiên liệu bay, chi phí nhiên liệu chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu chi phí của Vietjet (khoảng 40%), biến động nhỏ của giá nhiên liệu có thể ảnh hưởng lớn hơn đến lợi nhuận của Vietjet. Giá nhiên liệu bay có xu hướng tăng trở lại theo giá dầu thô sau khi tạo đáy cuối năm 2015. Việc giá nhiên liệu được giữ ở mức thấp so với giai đoạn 2011-2014 đã tạo điều kiện cho ngành vận tải hàng không báo lãi trong 3 năm liên tiếp 2015-2017. Mặc dù xu hướng tăng trở lại, giá nhiên liệu được IATA dự báo không vượt quá \$80/thùng trong năm 2018 và không quá \$90/thùng cho các năm tiếp theo. Việc giá nhiên liệu tăng chậm cho giai đoạn sau sẽ tạo điều kiện để các hãng hàng không tạo lợi nhuận tốt hơn từ gia tăng doanh thu theo tính kinh tế quy mô (economies of scale).

Biểu 11: Biến động giá nhiên liệu

Biểu 12: Phân tích độ nhạy của EPS 2018 trên giá nhiên liệu



Nguồn: U.S Energy Information Administration



Nguồn: MBS Research

Rủi ro từ hoạt động Sales-Leases Back (SLB), Vietjet hiện ghi nhận doanh thu, lợi nhuận một lần ngay tại thời điểm chuyển giao tài sản đối với nghiệp vụ SLB thay vì ghi nhận dần hàng năm phần lợi nhuận đó trong thời gian hợp đồng thuê máy bay, đồng nghĩa với việc sẽ tạo áp lực về lợi nhuận cho các năm tiếp theo. Theo báo cáo cuối năm 2017, tổng giá trị các khoản phải trả tiền thuê tài sản của Vietjet là 45.556 tỷ thời hạn kéo dài trên 5 năm. Đánh giá lại báo cáo tài chính, nếu VJC ghi nhận lợi nhuận nghiệp vụ SLB chia đều trong vòng 5 năm thay vì ghi nhận 1 lần đồng thời ghi nhận quyền sử dụng tài sản và nợ thuê lên bảng cân đối kế toán như một khoản đi vay thì EPS 2018 và EPS 2019 lần lượt đạt 4.543 và 10.402 đồng/cổ phiếu. EPS đánh giá lại sẽ tăng dần tiệm cận với kịch bản VJC tiếp tục giữ nguyên phương thức hạch toán hiện tại.

Chúng tôi đánh giá, trong trường hợp ổn định, Vietjet hoàn toàn có thể kiểm soát được chi phí thuê tài sản hàng năm từ hoạt động kinh doanh cốt lõi đang tăng trưởng tốt; tuy nhiên, khi thị trường có chuyển biến tiêu cực, đặc biệt là những tác động bất lợi ảnh hưởng tới lượt khách du lịch đến Việt Nam như căng thẳng chính trị Việt Nam – Trung Quốc, suy thoái kinh tế, lợi nhuận của Vietjet sẽ suy giảm bởi chi phí thuê máy bay là chi phí cố định trả hàng năm.

Rủi ro đặc thù đối với Vietjet, kết quả tăng trưởng của Vietjet những năm qua đến từ việc liên tục gia tăng thị phần nội địa, nâng cao hiệu quả bộ máy hoạt động cũng như ghi nhận lợi nhuận từ nghiệp vụ SLB. Thị trường nội địa hiện tăng trưởng chậm, thị phần các hãng nội địa cân bằng, ít biến động, hiệu quả vận hành đội tàu bay của Vietjet đã đạt mức cao trong ngành; do đó, Vietjet khó có thể duy trì tốc độ tăng trưởng thần tốc như các năm trước đó. Thách thức đối với Vietjet trong giai đoạn mở rộng quy mô đội tàu bay, mạng lưới đường bay quốc tế đó là tiếp tục duy trì hiệu quả vận hành như hiện tại.

Định giá và cơ sở giá mục tiêu

Giá trị hợp lý của cổ phiếu VJC được định giá ở mức 231.100 đồng/cổ phiếu dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF): (i) hoạt động cốt lõi là vận tải hành khách và bán hàng phụ trợ tiếp tục đà tăng trưởng tạo dòng tiền ổn định, (ii) năm 2020, Vietjet sẽ hoàn thành việc đặt cọc mua máy bay giai đoạn 2018-2023 và bắt đầu thu cọc trong các năm tiếp theo, (iii) chi phí vốn WACC ở mức 13,4% và giả định tăng trưởng dài hạn 1% sau 6 năm.

Bảng 5: Chi phí vốn bình quân

Chỉ tiêu	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	5,4%
Beta	0,84

Bảng 6: So sánh các hãng hàng không

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ \$)	ROE	EV/EBITDAR	P/E
AirAsia Group	Malaysia	3,16	22,2%	5,0	7,5
Cebu Air	Phillipines	1,04	21,4%	3,7	6,8
Easyjet	Anh	8,77	11,8%	8,3	21,1
JetBlue	Mỹ	6,12	13,4%	4,2	10,9

Phần bù rủi ro	10,3%	Ryanair	Ai-len	21,99	29,9%	8,3	13,3
Chi phí vốn (Re)	14,0%	Southwest	Mỹ	30,27	24,4%	7,2	14,4
Chi phí nợ (Rd)	7,7%	Westjet	Canada	2,02	13,15	3,3	9,6
Tỷ lệ vốn (E/V)	92,1%	Aeromexico	Mexico	0,96	8,9%	3,0	16,8
Tỷ lệ nợ (D/V)	7,9%	Air New Zealean	New Zealean	2,60	17,8%	4,0	10,3
Chi phí vốn bình quân (WACC)	13,4%	Copa Holdings	Panama	4,96	18,6%	7,0	13,6
Số năm dự phóng	6	Jet Airways	Ấn Độ	0,89	NA	3,7	13,5
Tăng trưởng dài hạn	1%	Singapore Airlines	Singapore	9,91	5,0%	4,1	23,0
		Trung bình				5,2	13,4
		Trung vị				4,2	13,6
		VietjetAir	Việt Nam	3,43	66,2%	7,3	13,8 *

* P/E trailing cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2018

Nguồn: MBS Research

Nguồn: Bloomberg

Mức giá cổ phiếu VJC 231.100 đồng/cổ phiếu, tương đương mức P/E 2018 đạt 17,3 lần và EV/EBITDAR 2018 đạt 7,1 lần, cao hơn trung bình nhóm so sánh. Chúng tôi cho rằng mức định giá trên là hợp lý với những lý do sau: (i) tốc độ tăng trưởng lợi nhuận dự phóng 2017-2022 đạt mức CAGR 23,3%/năm, (ii) Vietjet có vị thế hiệu suất hoạt động trong nhóm tốt nhất thế giới, (iii) thị trường hàng không Việt Nam cùng khu vực Châu Á – Thái Bình Dương tiếp tục được dự báo đạt tốc độ tăng trưởng hành khách nhanh nhất thế giới.

MBS khác với quan điểm chung

Về doanh nghiệp, so với nhận định chung trên thị trường về VJC, chúng tôi có quan điểm lạc quan hơn trong năm 2018 (kế hoạch doanh nghiệp ở mức 12.851, EPS 2018 ước tính trung bình của thị trường ở mức 11.000 – 12.000, của MBS ở mức 13.361 đồng/cổ phiếu), do những nhận định lạc quan hơn của chúng tôi về những điểm sau:

- ❖ Thị phần vận tải nội địa của Vietjet được duy trì cân bằng trong khi thị phần quốc tế được mở rộng đến từ việc tận dụng tốt hơn lượt khách du lịch quốc tế tăng trưởng mạnh.
- ❖ Vietjet tăng giá vé máy bay theo biểu phí dịch vụ hàng không mới, tuy nhiên vẫn ở mức cạnh tranh so với các hãng hàng không khác.
- ❖ Doanh thu phụ trợ trên một hành khách tiếp tục tăng trưởng mạnh khi Vietjet cung cấp thêm các sản phẩm dịch vụ và tỷ trọng hành khách quốc tế của Vietjet tăng so với hành khách nội địa.

Về phương pháp định giá cổ phiếu VJC, chúng tôi sử dụng một phương pháp - chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) sau đó so sánh lại hệ số P/E, EV/EBITDAR dựa trên giá hợp lý từ phương pháp chiết khấu dòng tiền thay vì kết hợp cả 2 phương pháp trên, để có thể đánh giá cả tiềm năng dài hạn cũng như việc tham chiếu lại mức giá hiện tại.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG

Phân tích kết quả kinh doanh và dự phóng

Bảng 7: Kết quả kinh doanh VJC

Tỷ đồng	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	19.845	27.499	42.303	52.027	64.180	79.919	96.567	115.164
<i>% tăng trưởng</i>	<i>128,1%</i>	<i>38,6%</i>	<i>53,8%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,4%</i>	<i>24,5%</i>	<i>20,8%</i>	<i>19,3%</i>
Doanh thu vận tải	8.600	12.225	16.951	23.087	29.025	34.904	40.872	48.011
Doanh thu phụ trợ	2.453	3.553	5.477	8.361	11.619	15.668	20.162	25.091
Doanh thu từ SLB	8.766	11.582	19.754	20.500	23.438	29.225	35.385	41.886
Giá vốn	17.736	23.597	35.753	43.998	54.860	67.977	81.328	96.176
Lợi nhuận gộp	2.110	3.902	6.549	8.029	9.320	11.942	15.239	18.988
<i>% tăng trưởng</i>		<i>84,9%</i>	<i>67,9%</i>	<i>22,6%</i>	<i>16,1%</i>	<i>28,1%</i>	<i>27,6%</i>	<i>24,6%</i>
Chi phí bán hàng & quản lý	521	707	805	1.070	1.330	1.607	1.893	2.219
EBIT	1.589	3.195	5.745	6.959	7.990	10.336	13.345	16.769
Lợi nhuận trước thuế	1.168	2.703	5.303	6.552	7.647	9.989	13.023	16.506
Lợi nhuận sau thuế	1.170	2.496	5.073	6.030	6.821	8.868	11.480	14.461
<i>% tăng trưởng</i>		<i>113,3%</i>	<i>103,3%</i>	<i>18,9%</i>	<i>13,1%</i>	<i>30,0%</i>	<i>29,5%</i>	<i>26,0%</i>
EPS	8.071 đ	8.184 đ	11.419 đ	13.361 đ	15.112 đ	19.648 đ	25.434 đ	32.040 đ
<i>% tăng trưởng</i>		<i>1,4%</i>	<i>39,5%</i>	<i>17,0%</i>	<i>13,1%</i>	<i>30,0%</i>	<i>29,5%</i>	<i>26,0%</i>
BVPS	14.802 đ	15.775 đ	23.840 đ	33.830 đ	45.942 đ	62.590 đ	85.024 đ	113.064 đ
ROE	75,2%	72,6%	66,2%	46,6%	37,9%	36,2%	34,5%	32,3%
ROA	13,2%	16,5%	20,4%	18,8%	17,6%	17,8%	18,1%	18,1%

Nguồn: VJC, MBS Research

Kết quả kinh doanh năm 2017, VietjetAir ghi nhận doanh thu thuần đạt 42.303 tỷ đồng (+53,8% yoy), trong đó: doanh thu vận tải hàng không đạt 16.951 tỷ đồng (+38,7% yoy), doanh thu phụ trợ đạt 5.477 tỷ đồng (+54,2% yoy), doanh thu từ nghiệp vụ chuyển giao và thuê lại máy bay đạt 19.754 tỷ đồng (+70,6% yoy). Trong năm, VJC đã vận chuyển 17,11 triệu lượt khách (+21,8% yoy), đạt doanh thu phụ trợ trên một hành khách \$14,2 (+24,6% yoy), nhận 17 máy bay so với 10 máy bay năm 2016.

Điểm nhấn nổi bật trong kết quả kinh doanh của VJC năm 2017 là công ty đạt lợi nhuận sau thuế 5.073 tỷ đồng (+103,3% yoy). Bên cạnh tăng trưởng doanh thu, trong năm 2017, công ty đã kiểm soát tốt chi phí hoạt động, bao gồm cải thiện biên lợi nhuận gộp đạt 15,5% (14,2% năm 2016) và biên chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp đạt 1,9% (2,6% năm 2016)

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2018

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1, Vietjet ghi nhận doanh thu thuần đạt 12.560 tỷ đồng (+145,9% qoq), lợi nhuận sau thuế đạt 1.366 tỷ đồng (+263,3% qoq). Tăng trưởng quý 1 của VJC đến từ: (i) hoạt động vận tải hành khách cốt lõi tăng 51,9% cùng quý, (ii) hoạt động phụ trợ tăng 64,3% cùng quý, (iii) trong kì, công ty nhận thêm máy bay qua đó ghi nhận doanh thu SLB khi Q1/2017 không thực hiện nghiệp vụ SLB nào. Tác động bất lợi từ giá nhiên liệu tăng đã thể hiện trên biên lợi nhuận gộp hoạt động cốt lõi quý 1 giảm từ 14,0% năm 2017 xuống 12,9%. Với nguồn tiền mặt lớn, VJC ghi nhận tiền tiền gửi tăng mạnh cùng việc giảm nợ giảm lãi vay tài chính.

Năm 2018, MBS dự phóng doanh thu đạt 52.027 tỷ đồng (+23,0% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 6.030 tỷ đồng (+18,9% yoy) qua đó EPS ở mức 13.361 đồng/cổ phiếu, dựa trên các giả định sau:

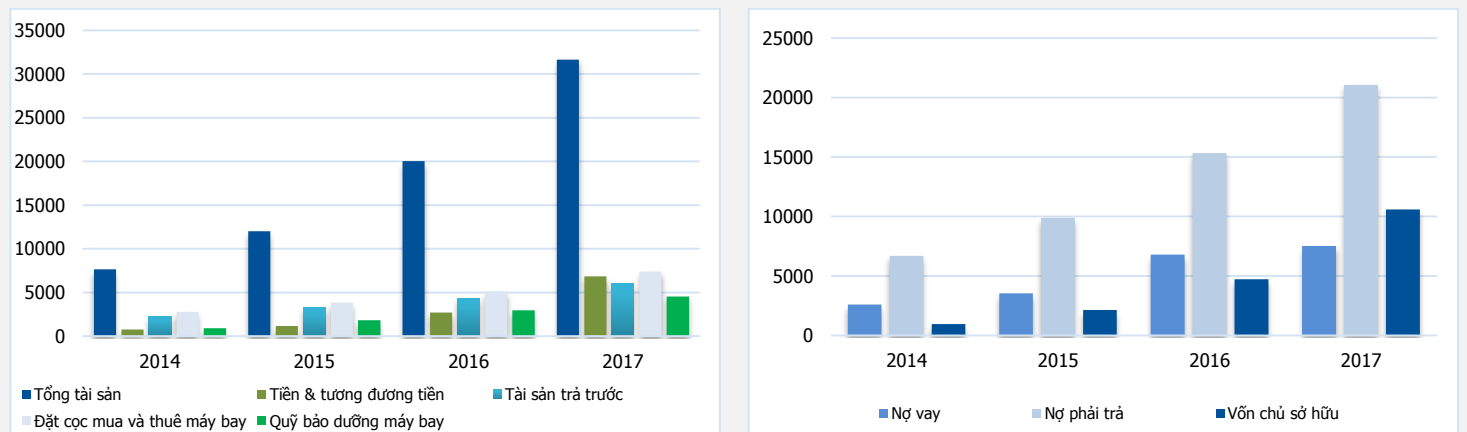
- ❖ Hoạt động vận tải hàng không đạt 23.087 tỷ đồng (+44,4% yoy), dự phóng VJC vận chuyển 20,9 triệu lượt khách, trong đó khách nội địa đạt 15,4 (+12,6% yoy) và khách quốc tế đạt 5,4 (+60,5% yoy). Giá vé máy bay của VJC cũng sẽ điều chỉnh tăng trong năm đối với cả 2 mảng nội địa và quốc tế.

- ❖ Doanh thu phụ trợ trên một hành khách ước tăng 25,1% đi cùng với tốc độ tăng khách quốc tế bởi hành khách quốc tế có nhu cầu mua dịch vụ phụ trợ như hành lý kí gửi và suất ăn cao hơn so với hành khách nội địa.
- ❖ VJC nhận thêm 16 máy bay mới trong năm, trong đó có mẫu A321Neo có giá trị cao hơn so với dòng Airbus Ceo
- ❖ Giá nhiên liệu bay trung bình được dự phóng ở mức \$72,6/thùng

Bảng cân đối kế toán và phân tích dòng tiền

Chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu tài sản của Vietjet là khoản đặt cọc mua và thuê máy bay, cũng là khoản tạo biến động dòng tiền lớn của VJC, tiếp sau đó là tài sản trả trước (chủ yếu cho hoạt động bảo dưỡng động cơ máy bay) và quỹ bảo dưỡng máy bay. Trong năm 2017, tiền và tương đương tiền của công ty tăng đột biến đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi và công ty nhận về lượng lớn khoản đã đặt cọc mua máy bay trước đó. Chúng tôi dự phóng lượng tiền mặt của công ty sẽ tiếp tục tăng mạnh đặc biệt vào giai đoạn 2021-2023 khi công ty đã hoàn tất các khoản cọc trước đó. Đội máy bay của VJC hoạt động theo mô hình thuê hoạt động (operating lease) do vậy giá trị quyền sử dụng máy bay cũng như chi phí thuê phải trả không được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán. Giá trị ngoài bảng đối với các khoản phải trả chi phí thuê tài sản của VJC cuối năm 2017 ở mức 45.556 tỷ đồng.

Biểu 13: Bảng cân đối kế toán VJC



Nguồn: VJC

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của Vietjet duy trì ở mức dương tích cực, vì vậy VGC không có rủi ro về vốn lưu động và duy trì được hoạt động kinh doanh ổn định. Dòng tiền cho hoạt động đầu tư chủ yếu từ việc công ty đặt/nhận hoàn cọc mua và máy bay. MBS giả định giá trị khoản đặt cọc bằng 8% giá trị máy bay đặt mua trong vòng 4 năm, VJC sẽ đặt cọc hết đơn hàng cho giai đoạn 2018-2023 vào năm 2020. Với lượng dư tiền mặt từ năm 2017, VJC có đủ khả năng thanh toán hết hoặc một phần các khoản nợ vay qua đó giảm bớt gánh nặng tài chính giai đoạn sau.

Bảng 8: Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Chỉ tiêu	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
LCTT từ HĐ kinh doanh	1.636	5.578	7.027	7.973	9.793
LCTT từ HĐ đầu tư	(2.830)	(3.042)	(776)	(3.314)	(3.666)
LCTT từ HĐ tài chính	2.986	1.597	(8.251)	(1.419)	(1.419)
LCTT trong kì	1.792	4.133	(2.000)	3.340	4.708
Tiền/tương đương tiền đầu kì	924	2.741	6.864	4.864	8.103
Ảnh hưởng khác	26	(13)	0	0	0
Tiền/tương đương tiền cuối kì	2.741	6.861	4.864	8.103	12.811

Nguồn: VJC, MBS Research

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Phân tích cạnh tranh ngành vận tải hàng không Việt Nam

Ngành vận tải hàng không Việt Nam hiện nay có 4 đơn vị hoạt động khai thác bao gồm Vietnam Airlines, VietjetAir, Jetstar Pacific, và Vasco. Hãng hàng không quốc gia Việt Nam, Vietnam Airlines, được thành lập năm 1993 theo mô hình hàng không cung cấp đầy đủ dịch vụ. Vasco, đơn vị thành viên trực thuộc Tổng công ty Hàng không Việt Nam, chủ yếu phục vụ các đường bay từ thành phố Hồ Chí Minh đến các địa phương miền Nam và hải đảo. Jetstar Pacific, hãng hàng không giá rẻ đầu tiên tại Việt Nam, được thành lập năm 1990 dưới tên Pacific Airlines; năm 2007, công ty hoạt động dưới tên Jetstar Pacific bằng hoạt động góp 30% vốn từ tập đoàn Qantas (Úc); năm 2012, Vietnam Airlines nhận chuyển giao 70% vốn và trở thành công ty mẹ của Jetstar Pacific. VietjetAir, hãng hàng không tư nhân đầu tiên tại Việt Nam, được thành lập năm 2007, chính thức cất cánh vào tháng 12/2011, công ty hoạt động theo mô hình hàng không giá rẻ. Như vậy, thị trường vận tải hàng không Việt Nam tính chung bao gồm 2 đơn vị độc lập: Tổng công ty Hàng không Việt Nam (HVN – thuộc sở hữu Nhà nước) và CTCP Hàng không Vietjet (VJC – đơn vị tư nhân).

Mức độ cạnh tranh trong ngành vận tải hàng không Việt Nam thấp hơn mức trung bình thế giới. Số lượng các hãng hàng không cạnh tranh trực tiếp trong ngành vận tải tại thị trường Việt Nam thấp hơn so với các quốc gia khác. Thực chất sự cạnh tranh chỉ diễn ra giữa hai đơn vị HVN và VietjetAir. So sánh trong khu vực Đông Nam Á, các quốc gia có thường có tới trên 4 đối thủ cạnh tranh trực tiếp, con số này tăng lên theo quy mô thị trường. Sự cạnh tranh gay gắt của khu vực còn được thể hiện qua xu hướng các cuộc sát nhập, thâu tóm trong ngành vận tải hàng không như Scoot-TigerAir, Air France-KLM, American Airlines-US Airways. Đối với thị trường phát triển nhanh như Việt Nam, việc tồn tại chỉ 2 đối thủ cạnh tranh trong ngành tạo lợi thế cho các hãng hàng không nội địa duy trì hoạt động.

Biểu 14: Mô Hình cạnh tranh 5 nhân tố của Michael Porter



Rào cản gia nhập ngành là tương đối cao đặc biệt với các hãng hàng không nước ngoài. Cho đến nay, chỉ có duy nhất Qantas – hãng hàng không quốc gia Australia có đơn vị hàng không hợp tác kinh doanh tại Việt Nam thông qua việc góp vốn 30% tại thương hiệu Jetstar Pacific. Trước đó, AirAsia – hãng hàng không giá rẻ tốt nhất thế giới từng nỗ lực thành lập hãng hàng không tại Việt Nam nhưng đã thất bại 3 lần liên. Lần thứ 4 trở lại Việt Nam, AirAsia dự kiến thành lập liên danh hàng không cuối năm 2018; tuy nhiên, chúng tôi nhận định Chính phủ Việt Nam có thể sẽ từ chối yêu cầu của hãng bởi Tổng công ty Hàng không Việt Nam hiện gặp khó khăn với việc thị phần vận tải hành khách liên tục sụt giảm trước áp lực từ VietjetAir. Sự xuất hiện của một thương hiệu hàng không quốc tế như AirAsia

tại thị trường Việt Nam sẽ gây thêm khó khăn hơn nữa cho Vietnam Airlines, đặc biệt khi lợi thế của Vietnam Airlines nằm ở thị trường hành khách quốc tế.

Bên cạnh liên danh của AirAsia, hãng hàng không Bamboo Airways cũng dự kiến cất cánh cuối năm 2018. MBS khác với quan điểm chung về tác động của Bamboo Airways tới Vietjet ở những quan điểm sau: (i) Chiến lược phát triển của Bamboo Airways là một hãng hàng không kết hợp (hybrid carrier) giữa hàng không giá rẻ và truyền thống, tập trung khai thác thị trường ngách với ưu tiên mở đường bay nội địa và quốc tế từ các sân bay trực tới các điểm du lịch có hoạt động kinh doanh của tập đoàn FLC như Thanh Hóa, Quy Nhơn, Quảng Ninh, Quảng Bình, đây đều là các chặng bay mà cả VNA và VJC đều có tần suất chuyến bay rất thấp, (ii) Quy mô của Bamboo Airways về cả đội bay, mạng lưới đường bay đều thấp hơn đáng kể so với VNA và VJC, (iii) Các hãng hàng không mới thành lập thường gặp khó khăn trong những năm đầu bởi các yếu tố về chi phí đầu tư cũng như độ tin cậy kĩ thuật không cao như các hãng đã có thương hiệu. Chúng tôi đánh giá sự xuất hiện của Bamboo Airways sẽ không gây trở ngại hoạt động cho VNA và VJC mà còn góp phần mở rộng thị trường hàng không Việt Nam.

Phụ lục 2: Nghiệp vụ chuyển giao và thuê lại tài sản (Sales-Leases Back)

Nghiệp vụ Sales-Leases Back (SLB - chuyển giao và thuê lại) là một hình thức hết sức phổ biến trong ngành hàng không, đặc biệt là với các hãng hàng không giá rẻ, mới thành lập. SLB là hoạt động mua bán tài sản khi bên bán ngay lập tức thuê lại tài sản từ bên mua thông qua hợp đồng thuê tài sản dưới hình thức thuê hoạt động (operating lease) hoặc thuê tài chính (financing lease).

Theo hình thức thuê hoạt động, bên đi thuê sử dụng tài sản và trả chi phí thuê, hạch toán vào chi phí hoạt động, định kì theo thời hạn hợp đồng, quyền sở hữu tài sản thuộc về bên cho thuê do vậy bên đi thuê chỉ ghi nhận các khoản mục ngoài bảng cân đối kế toán. Theo hình thức thuê tài chính, điểm khác biệt là quyền sở hữu thuộc về bên đi thuê do vậy phải ghi nhận tài sản và nợ vay trên bảng cân đối kế toán, chi phí thuê chia thành 2 phần: chi phí khấu hao tài sản và chi phí lãi vay. So với chi phí thuê hoạt động cố định hàng năm, chi phí thuê tài chính lớn hơn vào những năm đầu và giảm dần theo thời hạn hợp đồng.

Biểu 15: Hoạt động Sales-Leases Back



Một nghiệp vụ Sales-Leases Back được tiến hành theo các bước sau:

- ❖ Bước 1: Hãng vận tải hàng không (VietjetAir) kí hợp đồng mua máy bay từ nhà sản xuất (Airbus, Boeing), trả trước một khoản tiền như “đặt cọc”, thông thường khoảng 5-10% giá trị máy bay.
- ❖ Bước 2: Hãng vận tải hàng không tiến hành bán và chuyển giao quyền sở hữu máy bay cho công ty cho thuê (Gecas), đồng thời dùng số tiền nhận được từ việc bán máy bay thanh toán cho các nhà sản xuất máy bay. Sau đó hãng vận tải hàng không sẽ thuê lại máy bay từ chính các công ty cho thuê trên và trả chi phí thuê định kì. Thời hạn thuê tùy thuộc vào cam kết giữa hai bên, thường kéo dài 5-15 năm.
- ❖ Bước 3: Sau khi hết thời hạn hợp đồng, máy bay sẽ được trả lại cho công ty cho thuê. Với trường hợp kết thúc hợp đồng sớm, bên đi thuê sẽ phải chịu một khoản phạt.

Ghi nhận lợi nhuận từ SLB đối với bên đi thuê tài sản theo các chuẩn mực kế toán:

- ❖ GAAP: Đối với trường hợp thuê tài chính, bên đi thuê giữ lại lợi nhuận của việc mua bán tài sản và ghi nhận trong thời gian thuê tài sản
- ❖ IAS 17: Lợi nhuận được ghi nhận ngay lập tức với hình thức thuê hoạt động

- ❖ FAS 13: Lợi nhuận được khấu hao trong thời gian thuê tài sản
- ❖ IFRS 16: áp dụng từ 01/2019 thay thế IAS 17, việc ghi nhận lợi nhuận như IAS 17. Đối với hợp đồng thuê hoạt động, bên đi thuê phải ghi nhận trên bảng cân đối giá trị quyền sử dụng tài sản và nợ thuê.

Nghiệp vụ Sales-Leases Back được Vietjet thực hiện qua các công ty con được thành lập ở nước ngoài. VietjetAir hiện có 5 công ty con sở hữu 100% hoạt động mua bán máy bay. Theo quan sát của chúng tôi, lợi nhuận từ hoạt động SLB của Vietjet được ghi nhận hợp nhất về công ty mẹ không chịu thuế thu nhập doanh nghiệp.

Phụ lục 3: Bảng dự phóng báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F	Chỉ số chính	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần	42,303	52,027	64,180	Định giá			
Giá vốn hàng bán	35,753	43,998	54,860	EPS	11,419	13,361	15,112
Lợi nhuận gộp	6,549	8,029	9,320	Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	23,840	33,830	45,942
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	805	1,070	1,330	P/E	16.0x	13.7x	12.1x
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	5,745	6,959	7,990	P/B	7.7x	5.4x	4.0x
Lợi nhuận trước thuế	5,303	6,552	7,647	P/S	1.9x	1.6x	1.3x
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	5,073	6,030	6,821	Khả năng sinh lời			
				Biên lợi nhuận gộp	15.5%	15.4%	14.5%
Bảng cân đối kế toán	2017A	2018F	2019F	Biên EBITDAR	26.9%	28.2%	32.0%
Tài sản ngắn hạn	10,344	8,726	12,801	Biên lợi nhuận ròng	12.0%	11.6%	10.6%
I. Tiền & tương đương tiền	6,864	4,863	8,103	ROE	66.2%	46.6%	37.9%
II. Phải thu ngắn hạn	2,771	3,455	4,162	ROA	20.4%	18.8%	17.6%
III. Hàng tồn kho	267	407	536	Tăng trưởng			
IV. Tài sản ngắn hạn khác	443	0	0	Doanh thu	53.8%	23.0%	23.4%
Tài sản dài hạn	21,314	24,806	31,333	Lợi nhuận trước thuế	96.2%	23.6%	16.7%
I. Tài sản trả trước	6,028	7,234	9,127	Lợi nhuận sau thuế	103.3%	18.9%	13.1%
II. Đặt cọc mua và thuê máy bay	7,429	7,697	9,255	EPS	39.5%	17.0%	13.1%
III. Đóng góp vào quỹ bảo dưỡng máy bay	4,552	6,365	8,166	Tổng tài sản	57.8%	5.9%	31.6%
IV. Tài sản cố định hữu hình	1,746	2,015	3,479	Vốn chủ sở hữu	123.8%	44.1%	35.8%
V. Đầu tư tài chính dài hạn	68	68	68	Thanh khoản			
VI. Tài sản dài hạn khác	1,390	1,289	1,060	Thanh toán hiện hành	0.7x	0.9x	1.1x
Tổng tài sản	31,658	33,532	44,133	Thanh toán nhanh	0.7x	0.9x	1.0x
Nợ phải trả	21,064	18,261	23,396	Nợ/tài sản	23.8%	1.9%	1.3%
Nợ ngắn hạn	13,912	9,332	11,711	Nợ/vốn chủ sở hữu	71.0%	4.1%	2.7%
I. Phải trả ngắn hạn	4,593	6,095	7,658	Khả năng thanh toán lãi vay	24.2x	54.1x	426.0x
II. Doanh thu chưa thực hiện	2,421	3,172	3,988	Hiệu quả hoạt động			
III. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	6,897	65	65	Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	45 ngày	40 ngày	37 ngày
Nợ dài hạn	7,153	8,929	11,684	Thời gian tồn kho bình quân	5 ngày	6 ngày	6 ngày
I. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	627	562	496	Thời gian trả tiền bình quân	86 ngày	84 ngày	80 ngày
II. Thuế thu nhập hoãn lại phải trả	148	206	267				
III. Các khoản dài hạn khác	6,378	8,161	10,921	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2017A	2018F	2019F
Vốn chủ sở hữu	10,592	15,269	20,736	LCTT từ HĐ kinh doanh	5,578	7,973	9,793
I. Vốn cổ phần	4,759	4,759	4,759	LCTT từ HĐ đầu tư	(3,042)	(776)	(3,314)
II. Lợi nhuận giữ lại	5,809	10,485	15,952	LCTT từ HĐ tài chính	1,597	(8,251)	(1,419)
III. Chênh lệch tỷ giá hối đoái	24	24	24	LCTT trong kỳ	4,133	(2,000)	3,240
Lợi ích của cổ đông không kiểm soát	2	2	2	Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	2,731	6,864	4,863
Tổng nguồn vốn	31,658	33,532	44,133	Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	6,864	4,863	8,103

Liên hệ: Equity Research

MBS Equity ResearchPhạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phậnNguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam**Bất động sản, Bảo hiểm**Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)**Ngân hàng**Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)Đỗ Ngọc Sơn (Son.DoNgoc@mbs.com.vn)**Vật liệu xây dựng, cao su tự nhiên**Nguyễn Bảo Trung (Trung.NguyenBao@mbs.com.vn)**Hàng không**Nguyễn Nam Khoa (Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn)**Dược phẩm**Nguyễn Đăng Thiện (Thien.NguyenDanq@mbs.com.vn)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘ SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.