

CTCP HÀNG KHÔNG VIETJET (HSX: VJC)

Áp lực gia tăng từ cạnh tranh sẽ ảnh hưởng hưởng lợi nhuận

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY19	Q2-FY19	+/- qoq	Q3-FY18	+/- yoy
Doanh thu thuần	13.578	10.920	24%	12.713	7%
Lợi nhuận sau thuế	1.700	519	228%	1.682	1%
EBIT	1.712	793	116%	1.921	-11%
Tỷ suất EBIT	12,6%	7,3%	5,3 pps	15,1%	-2,5 pps

Nguồn: VJC, CTCK Rồng Việt

9T 2019 – Hoạt động kinh doanh cốt lõi suy yếu

- Doanh thu tăng 12% YoY đạt 38 ngàn tỷ đồng, trong đó: doanh thu phụ trợ +38% YoY; doanh thu dịch vụ hàng không +9% YoY; bán máy bay -1% YoY.
- VJC thực hiện nghiệp vụ mới liên quan tới bán quyền mua máy bay trong năm nay.
- Lợi nhuận gộp tăng trưởng với tốc chậm 5% YoY, chủ yếu bị ảnh hưởng bởi LN gộp từ hoạt động hàng không giảm 19% YoY.
- LNST đi ngang ở mức 3,7 ngàn tỷ đồng.

Triển vọng 2019-2020

- Tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi phần lớn sẽ đến từ mảng quốc tế và dịch vụ phụ trợ.
- Cạnh tranh đang nóng lên khi ngày càng nhiều người chơi mới gia nhập ngành.

Quan điểm và Định giá

Với sự triển vọng thuận lợi của du lịch Việt Nam cùng với việc đẩy mạnh mở rộng mạng đường bay quốc tế mạnh mẽ trong những năm gần đây, mảng phụ trợ và vận tải quốc tế được kỳ vọng sẽ tiếp tục phát triển mạnh mẽ và là động lực chính cho sự tăng trưởng của VJC. Mặc dù vậy, điều chúng tôi lo ngại là triển vọng của thị trường nội địa khi dư địa tăng trưởng dường như bị hạn chế khi hầu hết các tuyến có lợi nhuận đã được khai thác tối đa, chưa kể đến những hạn chế về hạ tầng tại các sân bay lớn. Đáng chú ý hơn, về dài hạn, cạnh tranh sẽ trở nên khốc liệt hơn khi nhiều hãng mới đang chuẩn bị để gia nhập ngành hàng không. Bamboo Airways đã bước vào sân chơi này đầu năm 2019 trong khi 4 hãng khác đang hoàn thiện thủ tục để được cấp phép bay. Do đó, chúng tôi lo ngại về rủi ro VJC có thể bị giảm thị phần tại thị trường nội địa trong những năm tới, qua đó, giảm hiệu suất hoạt động và gây áp lực lên khả năng sinh lợi của VJC. Tóm lại, chúng tôi có quan điểm thận trọng về triển vọng kinh doanh của VJC.

Trong năm 2019-2020, chúng tôi kỳ vọng doanh thu cốt lõi (không bao gồm các giao dịch liên quan tới máy bay) sẽ tăng 14%/15%. Tốc độ này thấp hơn nhiều so với CAGR 3 năm trong giai đoạn 2015-2018 (51%) và, quan trọng hơn là, thấp hơn so với mức tăng kỳ vọng của chúng tôi về chi phí khai thác bay trong tương lai. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng LNST hợp nhất năm 2019-2020 sẽ giảm lần lượt 8%/7%.

Chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBITDAR điều chỉnh để ước tính giá trị hợp lý của VJC. Áp dụng hệ số mục tiêu 6.5x, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VJC là 140.000 đồng. Tổng mức sinh lời kỳ vọng là -3% so với giá đóng cửa của ngày 28/11/2019. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị GIẢM TỶ TRỌNG đối với VJC.

GIẢM TỶ TRỌNG -3%

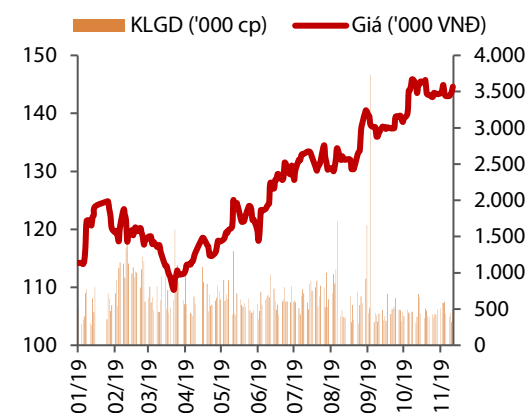
Giá thị trường (VND)	144.600
Giá mục tiêu (VND)	140.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng không
Vốn hóa (tỷ đồng)	75.747
SLCPĐLH (triệu cp)	524
KLGD bình quân 20 phiên	456,562
Free Float (%)	46.4
Giá cao nhất 52 tuần	145.900
Giá thấp nhất 52 tuần	109.538
Beta	0.4

	FY2018	Hiện tại
EPS	10.185	9.959
Tăng trưởng EPS (%)	5,2	-4,0
EPS điều chỉnh	10.185	9.959
P/E	12,1	14,4
P/B	4,6	5,1
EV/EBITDA	9,3	9,4
Tỷ suất cổ tức	3,3	0,7
ROE (%)	38,0	35,1

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Sunflower Sunny Ltd	29,5
Nguyễn Thị Phương Thảo	9,1
SOVICO JSC	7,9
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	10,2

Đỗ Thanh Tùng

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1521

tung.dt@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3/2019

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3- FY19	Q2-FY19	+/- (qoq)	Q3-FY18	+/- (yoy)
Doanh thu	13.578	10.920	24,3%	12.713	6,8%
Lợi nhuận gộp	2.060	1.124	83,4%	2.157	-4,5%
Chi phí bán hàng và quản lý	348	330	5,4%	236	47,5%
Thu nhập HĐKD	1.712	793	115,9%	1.921	-10,9%
EBITDA	1.754	833	110,6%	1.961	-10,6%
EBIT	1.712	793	115,9%	1.921	-10,9%
Chi phí tài chính	204	233	-12,3%	325	-37,2%
- Chi phí lãi vay	101	82	22,3%	78	28,6%
Khấu hao	42	39	5,7%	40	3,6%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	1.913	646	196,2%	1.709	11,9%
Lợi nhuận sau thuế	1.700	519	227,7%	1.682	1,0%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	1.700	519	227,7%	1.682	1,0%

Nguồn: VJC, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3/2019

Chỉ tiêu	Q3- FY19	Q2-FY19	+/- (qoq)	Q3-FY18	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	15,2	10,3	4,9 pps	17,0	-1,8 pps
EBITDA/Doanh thu	12,9	7,6	5,3 pps	15,4	-2,5 pps
EBIT/Doanh thu	12,6	7,3	5,3 pps	15,1	-2,5 pps
TS lợi nhuận ròng	12,5	4,8	7,8 pps	13,2	-0,7 pps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	12,5	4,8	7,8 pps	13,2	-0,7 pps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	78	62	16,2	133	-54,7
-Khoản phải thu	3,4	2,9	0,4	3,9	-0,5
-Khoản phải trả	1	1	0,2	1	-0,2
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	114,4	111,7	2,8 pps	116,3	-1,9 pps

Nguồn: VJC (*) thường niên hóa

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q4/2019

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY19	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	13.689	1%	-26%
LN gộp	1.715	-17%	-28%
EBIT	1.393	-19%	-31%
LNST	1.224	-28%	-20%

Nguồn: VJC, CTCK Rồng Việt

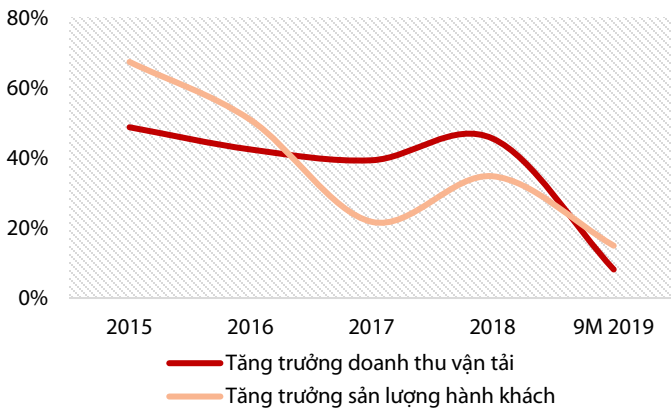
Cập nhật:

Hiệu quả của hoạt động cốt lõi suy giảm khi các chi phí khai thác bay tăng nhanh hơn so với doanh thu từ các dịch vụ hàng không

Mảng dịch vụ hàng không đã ghi nhận kết quả kinh doanh quý kém tích cực nhất kể từ khi niêm yết với lợi nhuận gộp giảm mạnh 19% YoY do phần lớn chi phí khai thác bay tăng mạnh so với doanh thu. Trong khi đó, mảng giao dịch máy bay lại chứng kiến lợi nhuận tăng đột biến (+71% YoY), tuy nhiên, điều này là không đủ để VJC có thể duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng như trong quá khứ.

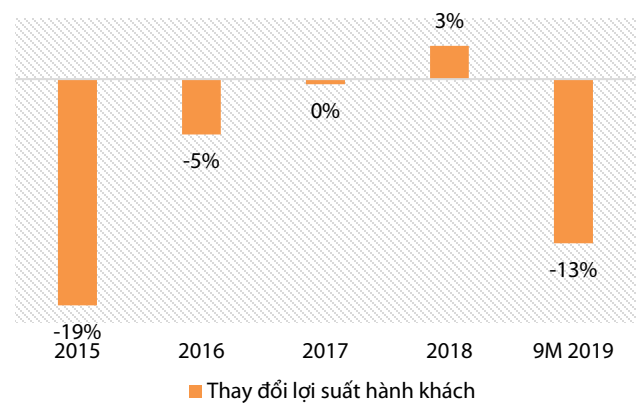
Mặc dù khối lượng hành khách tăng 15,5% YoY lên 19,5 triệu hành khách, tốc độ tăng trưởng của doanh thu vận tải đã giảm xuống mức một con số là 9% YoY, đạt 21 ngàn tỷ đồng, hàm ý rằng lợi suất hành khách đã sụt giảm (hình 2). Chúng tôi tin rằng việc suy giảm chủ yếu đến từ mảng nội địa khi cạnh tranh đã bắt đầu được đẩy lên với sự gia nhập ngành của Bamboo Airways. Trên thực tế, doanh thu nội địa trong 6T 2019 đã giảm 7% YoY. Một điểm đáng chú ý là doanh thu chưa thực hiện (vé đặt trước) tại cuối Q3 2019 ghi nhận mức thấp nhất kể từ khi niêm yết (hình 3).

Hình 1: Tăng trưởng doanh thu vận tải 9T 2019 giảm tốc và chậm hơn so với tăng trưởng khối lượng hành khách



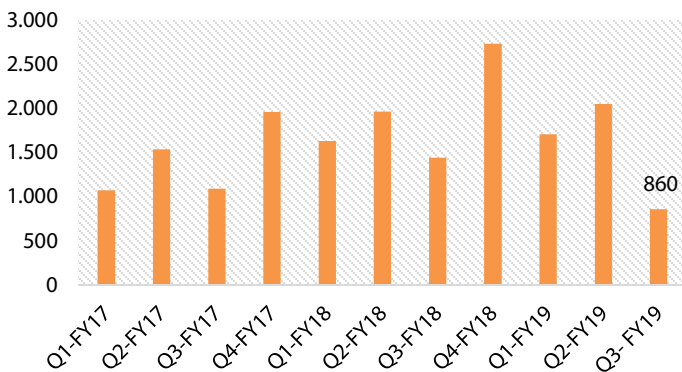
Nguồn: VJC, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 2: Lợi suất hành khách suy giảm trong 2019



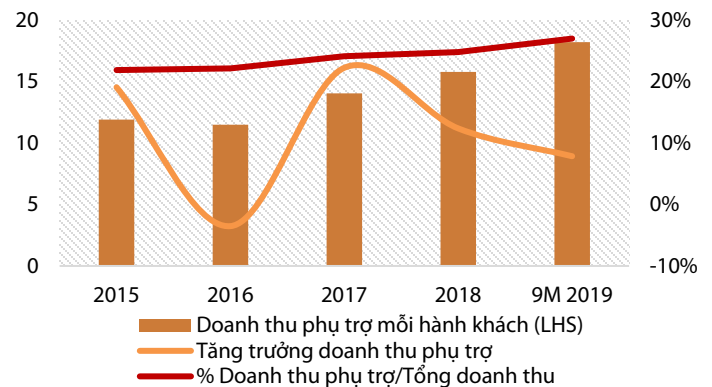
Nguồn: VJC, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 3: Doanh thu chưa thực hiện (tỷ VNĐ)



Nguồn: VJC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Doanh thu phụ trợ ước tính (bao gồm doanh thu vận chuyển hàng hóa hàng không) trên mỗi hành khách (USD)



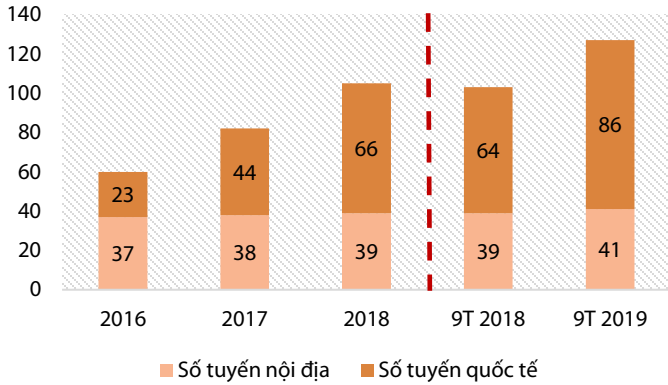
Nguồn: VJC, CTCK Rồng Việt ước tính

Doanh thu phụ trợ (bao gồm cả doanh thu vận chuyển hàng hóa) duy trì tăng trưởng vững chắc, tăng 38% YoY đạt 8,2 ngàn tỷ đồng.

Hiệu suất doanh thu phụ trợ ngày càng mạnh mẽ hơn khi VJC mở rộng mạnh mẽ các chuyến bay quốc tế vốn có chi phí phụ trợ cao hơn nhiều so với các chuyến bay nội địa. Chúng tôi ước tính doanh thu phụ trợ trên mỗi hành khách được cải thiện lên 18 USD (+20% YoY) (hình 4). Trong 12 tháng qua, VJC đã mở mới 22 tuyến quốc tế, nâng tổng số tuyến vận hành lên 127 (hình 5). Điều quan trọng là VJC tiếp tục tập trung vào khu vực Đông Bắc Á, thị trường trọng điểm chiếm gần 2/3 tổng số chuyến bay quốc tế hàng tuần của họ. Các chuyến bay tới Hàn Quốc đã được tăng tần suất, cùng với đó là mở thêm tuyến mới đến Nhật Bản. Điều này cùng với sự tăng trưởng tốt của khách du lịch từ các

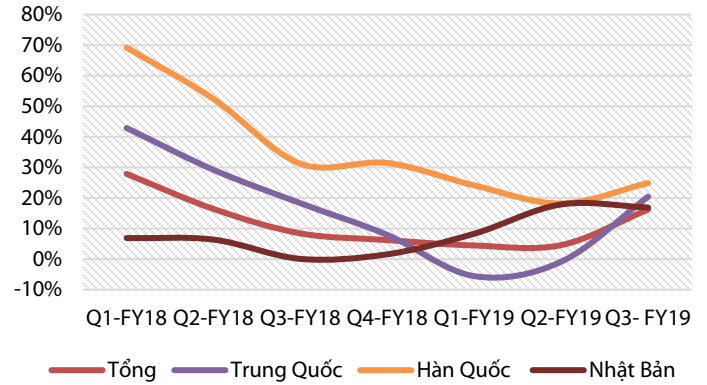
nước Đông Bắc Á tới Việt Nam trong 9T 2019 (hình 6) đã hỗ trợ tốt cho tăng trưởng của mảng quốc tế. Ngoài ra, VJC cũng đã bắt đầu khai thác những điểm đến mới như Bali (Indonesia) và New Delhi (Ấn Độ).

Hình 5: VJC ngày càng tập trung mở rộng mạng lưới chuyển bay quốc tế



Nguồn: VJC, CTCK Rồng Việt

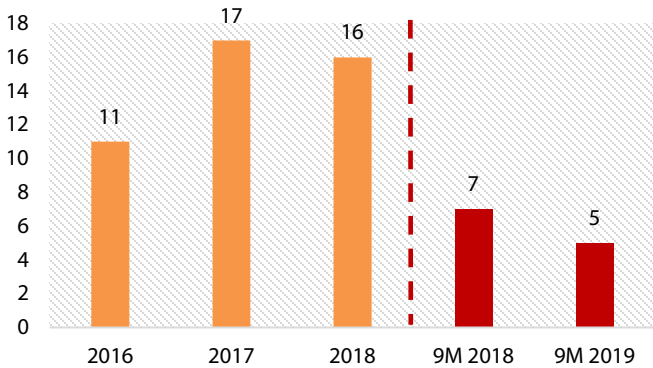
Hình 6: Tăng trưởng khách du lịch hàng không Việt Nam cải thiện trong Q3 2019 (%)



Nguồn: Tổng cục du lịch, CTCK Rồng Việt

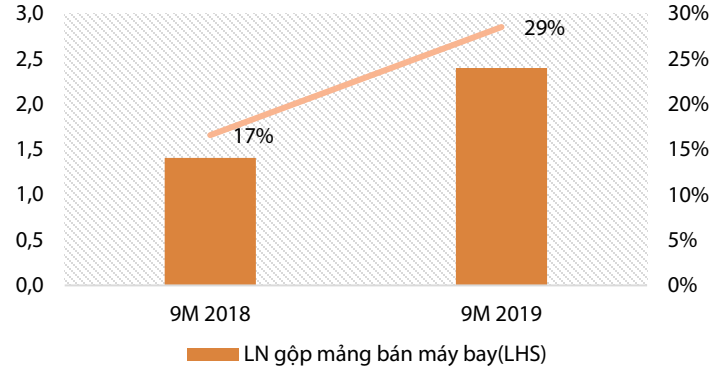
Mặc dù bàn giao ít máy bay hơn năm ngoái (hình 7), **lợi nhuận gộp của mảng bán máy bay trong 9T 2019 đã tăng đến 71% YoY, nhờ vào các giao dịch bán quyền mua máy bay**. Các giao dịch này đã mang lại biên gộp cao hơn so với các giao dịch bán và thuê lại trước của VJC. Theo đó, biên gộp của mảng này đã tăng lên 29% từ mức 17% trong năm ngoái (hình 8). Đến cuối Q3 2019, đội tàu bay của VJC đã được mở rộng lên 67 chiếc với độ tuổi trung bình là 3,21 năm. Ngoài các máy bay đang hoạt động này, lượng máy bay đặt hàng của VJC hiện là 326 chiếc từ cả Boeing và Airbus, dự kiến sẽ nhận được trong giai đoạn 2019-2025.

Hình 7: Số máy bay nhận mới trong năm nay thấp hơn so với cùng kỳ sau khi Boeing hoãn giao việc giao dòng 737 Max



Nguồn: Planespotters, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 8: LN gộp mảng bán máy bay (ngàn tỷ VNĐ) tăng 71% YoY



Nguồn: VJC, CTCK Rồng Việt

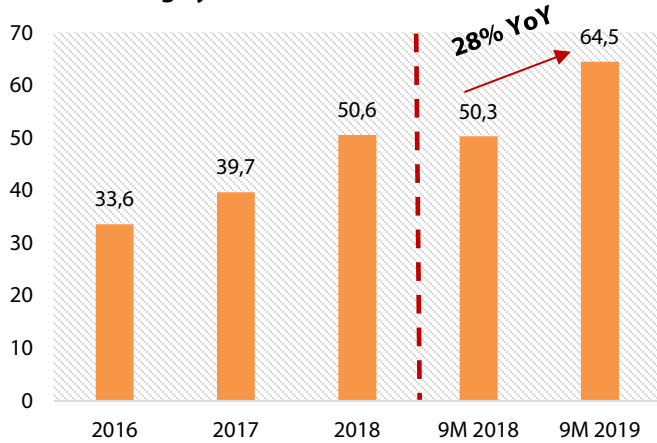
Bảng 1: VJC's fleet at end-Sept 2019 and large backlog orders

Loại máy bay	Đang hoạt động	Đơn còn lại	Thời gian giao
Airbus A320	22	-	Đã nhận hết
Airbus A321ceo	33	-	Đã nhận hết
Airbus A321neo	12	111	2019-2025
Airbus A321XLR	-	15	Từ 2023
Boeing B737 Max	-	200	Đang hoãn
Tổng	67	326	

Nguồn: Airbus, Boeing, VJC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

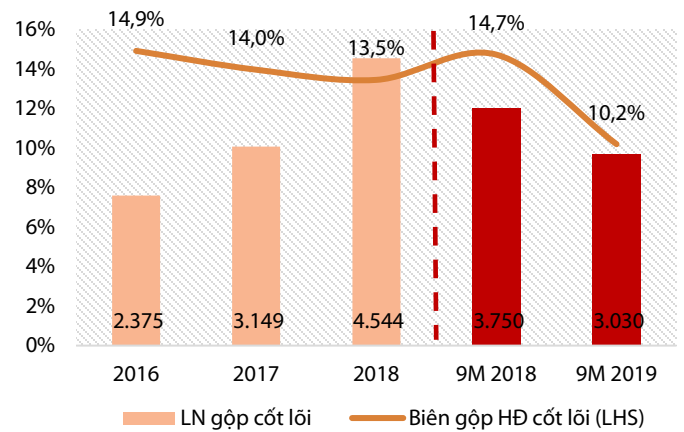
Biên lợi nhuận gộp của mảng cốt lõi giảm còn 10% (hình 10). Trong khi doanh thu từ hoạt động vận tải hàng không chứng kiến sự giảm tốc thì các chi phí khai thác bay vẫn tiếp tục tăng cao (+23% YoY), tương đồng với tốc độ mở rộng đội bay của VJC. Thực tế, số lượng máy bay vận hành trung bình trong 9T 2019 của VJC tăng tương đối nhanh 28% YoY, đạt 64,5 máy bay, sau khi nhận 9 chiếc vào cuối năm ngoái.

Hình 9: Số máy bay hoạt động trung bình trong 9T 2019 tăng nhanh so với cùng kỳ



Nguồn: VJC, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Biên gộp từ HĐ cốt lõi suy giảm



Nguồn: VJC, CTCK Rồng Việt

Nhìn chung, KQKD 9T của VJC cho thấy tín hiệu không mấy khả quan đến từ mảng hàng không khi tăng trưởng doanh thu vận tải đã giảm tốc mạnh và biên lợi nhuận gộp sụt giảm. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng hợp nhất đã tránh được sự sụt giảm và đi ngang với sự hỗ trợ đến từ (1) lợi nhuận của các giao dịch bán quyền mua máy bay và (2) ghi nhận ít lỗ tài chính ít hơn (9T 2019: -175 tỷ đồng so với 9T 2018: -570 tỷ đồng). Trong Q3 2019, VJC đã không ghi nhận khoản chi phí tài chính liên quan tới giá trị thời gian của dòng tiền đã được chiết khấu của khoản dự phòng cho các chi phí bảo dưỡng máy bay trong tương lai.

Bảng 2: KQKD 9M 2019 của VJC

Đơn vị: Tỷ VND	2017	2018	9T 2018	9T 2019
Doanh thu thuần	42,302	53,577	32,762	37,518
Dịch vụ hàng không	22,548	33,779	24,286	29,103
Growth	43%	50%		17%
Bán máy bay	19,754	19,798	8,476	8,415
LN gộp	6,549	7,492	5,155	5,430
Dịch vụ hàng không	3,149	4,544	3,750	3,030
Tăng trưởng	33%	44%		-19%
Bán máy bay	3,400	2,948	1,406	2,400
LN từ HĐKD	5,745	6,484	3,301	3,790
Tăng trưởng	80%	13%		15%
LN ròng	5,073	5,335	3,681	3,682
Tăng trưởng	103%	5%		0%
Biên ròng	12%	10%	11%	10%

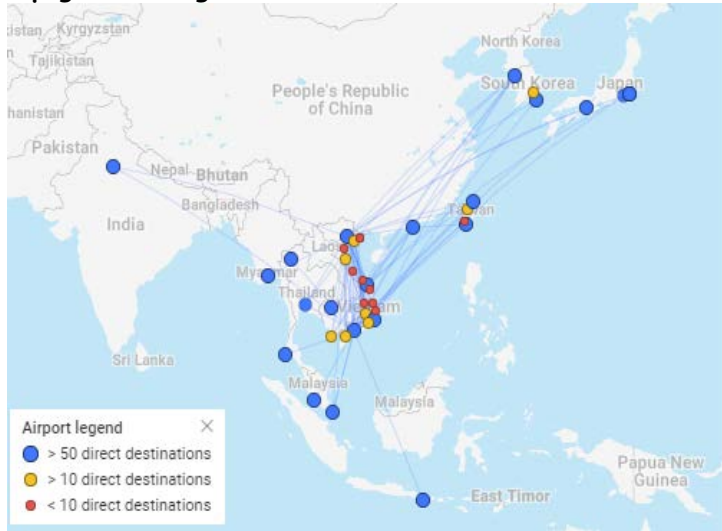
Nguồn: VJC, CTCK Rồng Việt

Triển vọng 2029-2020

Vận tải quốc tế và doanh thu phụ trợ sẽ đóng vai trò quan trọng cho sự tăng trưởng trong tương lai

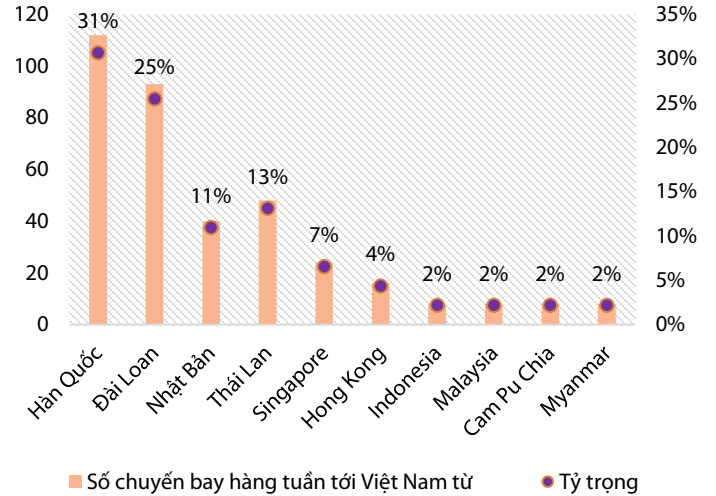
Xu hướng tăng trưởng mạnh của du khách quốc tế tới Việt Nam đã diễn ra liên tục trong những năm gần đây. Đóng góp phần lớn vào đó là hành khách Đông Bắc Á, như Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản và Đài Loan, nhờ vào khoảng cách địa lý ngắn, thủ tục visa dễ dàng và có nhiều nét tương đồng về văn hóa. Ngược lại, các quốc gia này cũng đã có chính sách visa cởi mở hơn với khách du lịch Việt Nam. Do đó, VJC đã tích cực tập trung vào việc mở rộng các tuyến quốc tế mới kết nối Việt Nam với các thị trường tiềm năng này.

Hình 11: Mạng bay quốc tế của VJC tập trung vào thị trường trọng điểm Đông Bắc Á



Nguồn: Flightconnections

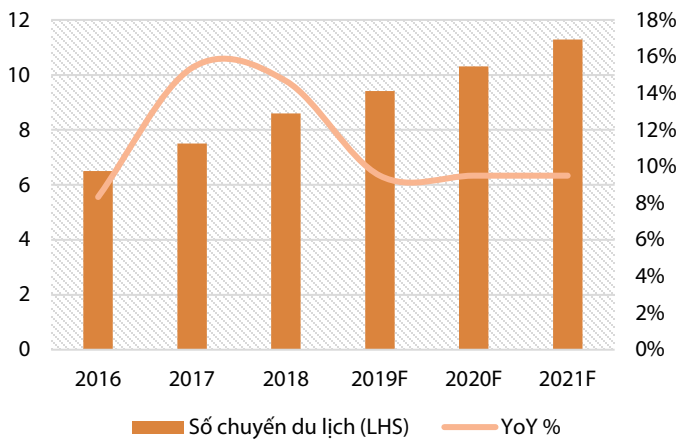
Figure 12: Hàn Quốc, Đài Loan, Nhật Bản chiếm gần 2/3 số chuyến bay quốc tế hàng tuần của VJC



Nguồn: Flightradar24, CTCK Rồng Việt

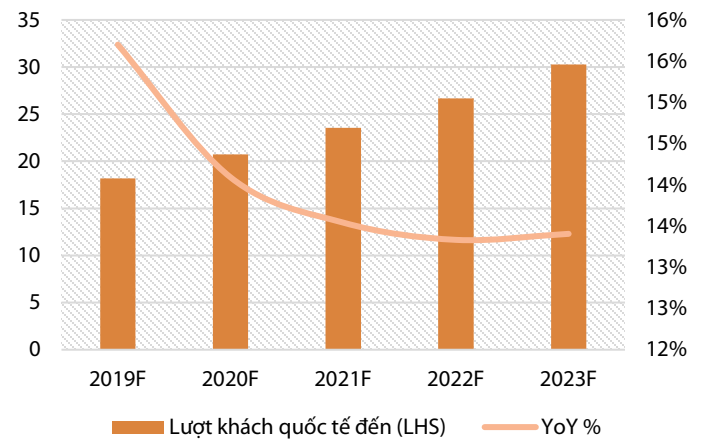
Theo quan sát của chúng tôi, VJC vẫn duy trì vị thế cạnh tranh của mình khi đưa ra giá vé máy bay thấp nhất trên các tuyến quốc tế chính ngay cả khi so sánh với các LCC khác (phụ lục 1). Lợi thế này cùng với triển vọng du lịch tích cực của Việt Nam (hình 12 và 13), chúng tôi kỳ vọng mảng quốc tế của VJC sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong những năm tới. Cùng với đó, doanh thu phụ trợ nhiều khả năng sẽ tiếp tục được cải thiện khi các chuyến bay quốc tế thường tạo ra nhiều doanh thu phụ trợ hơn so với các chuyến bay nội địa.

Hình 12: Số chuyến du lịch ra nước ngoài của người Việt Nam (triệu) dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 9,5% trong năm 2019-2021



Nguồn: ASEAN Travel, Outbox Consulting, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Việt Nam được dự báo sẽ đạt mức tăng trưởng cao nhất về lượt khách du lịch quốc tế đến so với các nước châu Á khác trong 5 năm tới



Source: PATA, CTCK Rồng Việt

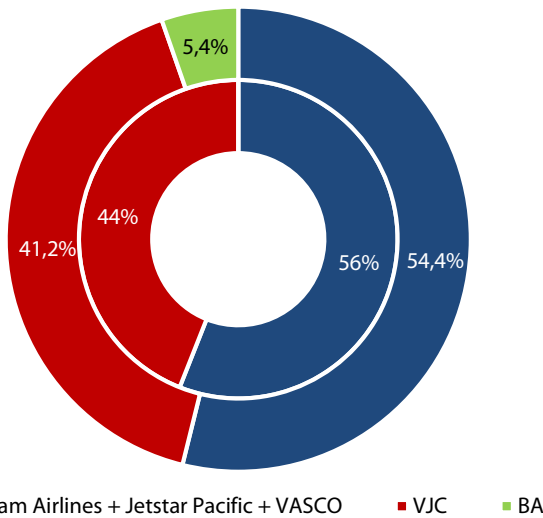
Triển vọng thị trường trong nước

Chúng tôi tin rằng thị trường hàng không trong nước sẽ bắt đầu bước vào giai đoạn tăng trưởng bình thường hóa, sau nhiều năm phát triển nhanh. Hai nguyên nhân cho nhận định trên: (1) Các tuyến đường bay nội địa sinh lời tốt đã được khai thác tối đa bởi các hãng hiện hữu. (2) Hạn chế về cơ sở hạ tầng tại một số sân bay lớn sẽ là trở ngại cho các hãng hàng không nếu muốn tăng thêm tần suất chuyến bay, ảnh hưởng tới tăng trưởng trong trung hạn.

Thị trường nội địa sẽ phải đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng tăng khi những hãng mới tham gia

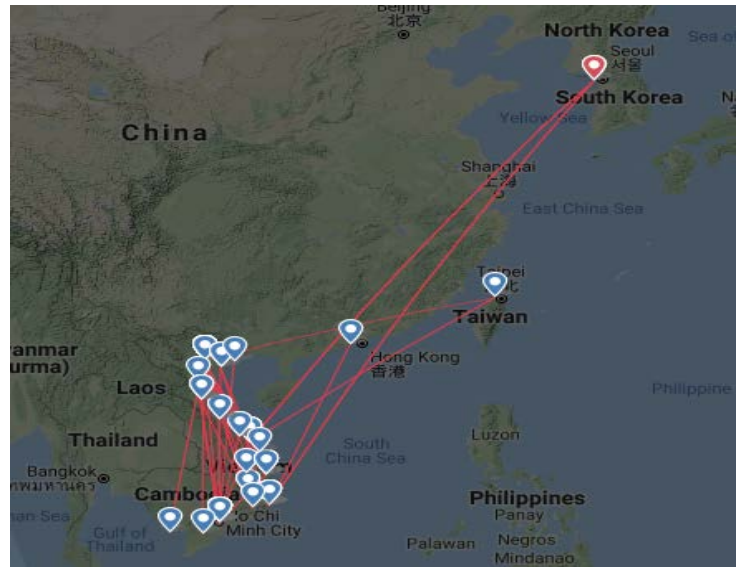
Mười tháng sau chuyến bay đầu tiên vào tháng 1 năm 2019, Bamboo Airways (BA) đã có được 5,4% thị phần trong nước. Cùng lúc, BA cũng đã tích cực mở rộng đội tàu của mình. Từ 3 máy bay ban đầu, đến cuối tháng 11 năm 2019, đội bay của hãng này gồm 17 chiếc Airbus A319/320. Vùng với việc nhận về nhiều máy bay, BA đã nhanh chóng mở rộng mạng đường bay của mình. Tính đến nay, BA đang vận hành gần 30 tuyến thường xuyên. Chưa kể, hãng này bắt đầu khai thác thường xuyên tuyến quốc tế vào tháng 10/2019 với hai đường bay tới Hàn Quốc.

Hình 14: Thị phần các hãng hàng không nội địa năm 2018 (vòng trong) và 10T 2019 (vòng ngoài)



Nguồn: CAAV, CTCK Rồng Việt

Hình 15: BA đã bắt đầu triển khai các đường bay quốc tế



Nguồn: Flightradar24

Với việc định vị thương hiệu là hãng hàng không Hybrid, BA cung cấp không chỉ giá vé cạnh tranh (so với các hãng hàng không giá rẻ khác) mà còn cả các dịch vụ tương đương như một hãng hàng không truyền thống. Thực tế, trong hạng vé Bamboo Plus, giá vé chỉ cao hơn một chút so với hãng hàng không giá rẻ là VJC và thấp hơn nhiều so với hãng dịch vụ đầy đủ như Vietnam Airlines (phụ lục 2). Ngoài ra, khách hàng được miễn phí hành lý ký gửi lên tới 20kg và được phục vụ suất ăn. Với những đặc điểm như vậy, chúng tôi cho rằng một bộ phận khách hàng đang sử dụng dịch vụ của các hãng hàng không giá rẻ sẽ có thể chuyển sang sử dụng dịch vụ của BA. Cùng với đó, nhiều khả năng BA sẽ tiếp tục tăng cường sự hiện diện của mình tại thị trường nội địa sau nhiều đợt giao hàng máy bay vào năm tới. Điều này sẽ gây áp lực lớn hơn đối với hiệu quả hoạt động và lợi nhuận của VJC.

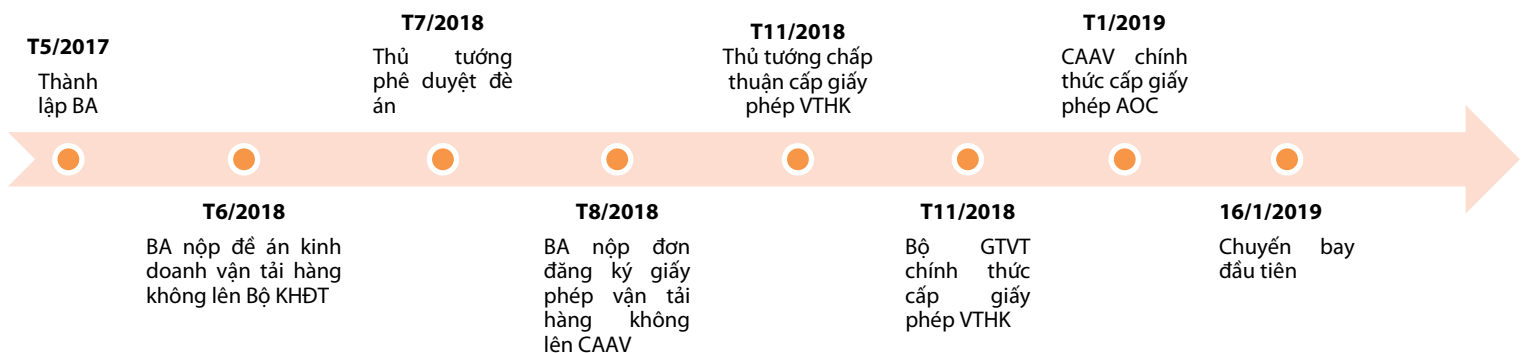
Trong dài hạn, bối cảnh cạnh tranh sẽ trở nên khó khăn hơn khi có bốn hãng hàng không mới, ngoài BA, đang chuẩn bị gia nhập ngành hàng không (bảng 3). Trong khi Viettravel Airlines và Vietstar Airlines nhắm đến các thị trường ngách (phục vụ các chuyến bay thuê bao và khai thác chuyên cơ), thì Vinpearl Air và Thiên Minh (Kite Air) được kỳ vọng sẽ tham gia vào thị trường hàng không thương mại chính. Trong đó, với việc đội bay dự kiến của Kite Air bao gồm các máy bay thân hẹp, chúng tôi kỳ vọng hãng này sẽ vận hành mô hình hàng không giá rẻ, và qua đó, cạnh tranh trực tiếp với VJC trong tương lai.

Bảng 3: Tổng quan về các hãng hàng không mới được thành lập

Hãng	Thời gian thành lập	Vốn điều lệ	Đội bay tối đa	Đội bay dự kiến
Bamboo Airways	T5/2017	1.300 tỷ	Trên 30	Airbus A319/A320, Boeing 787-9
Vinpearl Air	T4/2019	1.300 tỷ	Trên 30	Cả thân hẹp và thân rộng
Kite Air	T6/2019	1.000 tỷ	Trên 30	ATR72, A320s
Viettravel Airlines	T2/2019	700 tỷ	Trên 30	Airbus 320/321, Boeing 737
Vietstar Airlines	T4/2010	800 tỷ	Trên 30	Chuyên cơ: Embraer Legacy 600, Beechcraft King Air B300

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Sau khi thành lập, các hãng hàng không phải được cấp giấy chứng nhận nhà khai thác tàu bay (AOC) để đủ điều kiện bắt đầu bay. Đây là một nhiệm vụ mất nhiều thời gian. Theo hình 16, kể từ khi thành lập, BA đã phải trải qua một khoảng thời gian dài để xin cấp giấy chứng nhận này. Chúng tôi kỳ vọng các chuyến bay đầu tiên từ một trong những hãng hàng không mới có thể được thực hiện vào cuối giai đoạn 2020-2021.

Hình 16: Quá trình từ khi BA được thành lập đến khi thực hiện chuyến bay đầu tiên


Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Dự phóng

Bảng 4: Các giả định chính 2019-2020

Chi tiêu	2019F	2020F
Sản lượng hành khách (triệu người)	26.0	29.1
Thay đổi ASK	23,6%	24,0%
Thay đổi RPK	18,6%	17,5%
Thay đổi lợi suất hành khách	-7,2%	-4,6%
Thay đổi R/ASK	-5,2%	-4,5%
Thay đổi C/ASK	-1,9%	-2,7%
Số giao dịch bán và thuê lại	8	15

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Dự phóng 2019-2020

Đơn vị: Tỷ đồng	2018	2019F	2020F
Doanh thu	53.577	51.823	66.275
Dịch vụ hàng không	33.779	39.570	46.859
	YoY %	50%	17%
Bán máy bay	19.798	12.253	19.415
LN gộp	7.492	7.145	7.232
Dịch vụ hàng không	4.544	4.117	4.055
	YoY %	44%	-9%
Bán máy bay	2.948	3.028	3.177
LN từ HĐKD	6.484	5.799	5.826
	YoY %	13%	-11%
EBITDAR Điều chỉnh (Bao gồm CP phân bổ của CP bảo dưỡng trả trước)	14.630	15.431	17.347
	YoY %	32%	5%
LN ròng	5.335	4.906	4.577
	YoY %	5%	-8%

Nguồn: VJC, CTCK Rồng Việt

Định giá

Để ước tính giá trị hợp lý của VJC, chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBITDAR điều chỉnh. Hệ số này không bị ảnh hưởng bởi các phương thức tài trợ đội tàu bay cũng như quy mô của đội tàu bay vì đã được loại trừ chi phí thuê máy bay. Chúng tôi điều chỉnh (1) EBITDAR bằng cách thêm CP phân bổ của CP bảo dưỡng trả trước và (2) tăng nợ phải trả bằng một khoản tương ứng với giá trị hiện tại của các khoản tiền thuê máy bay trong tương lai. Các điều chỉnh này nhằm mục đích tăng tính tương đồng khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành khác. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 5% cho giá trị trung bình ngành do lo ngại về triển vọng kinh doanh trong tương lai. Qua đó, hệ số EV/EBITDAR mục tiêu là 6,5x.

Bảng 6: Tổng hợp định giá

Đơn vị: Tỷ VNĐ	Giá trị
EBITDAR điều chỉnh 2020F	17.347
Hệ số EV/EBITDAR	6,5x
Giá trị doanh nghiệp	112.757
- Nợ chiết khấu từ các khoản tiền thuê máy bay	41.086
- Vay nợ	7.559
+ Tiền mặt	9.153
= Giá trị vốn chủ sở hữu (Tỷ VNĐ)	73.265
Số cp đang lưu hành (triệu)	524
Giá trị hợp lý (VNĐ)	140.000
Giá thị trường hiện tại	144.600
Tổng mức sinh lời	-3%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

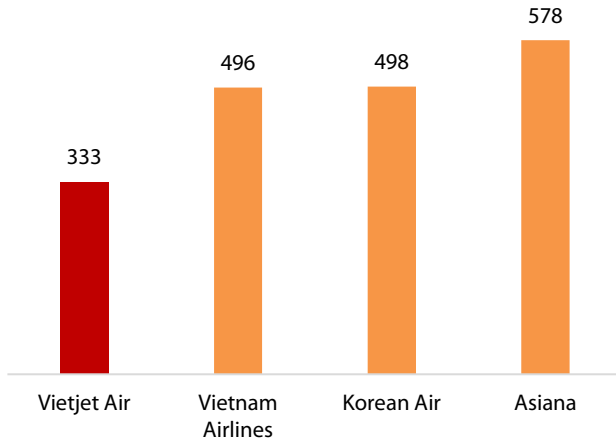
Bảng 7: So sánh với các hãng hàng không giá rẻ khác

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng doanh thu 12T YoY %	Tăng trưởng LN ròng 12 T YoY %	Nợ/Tổng TS %	ROE %	P/E (x)	EV/EBITDAR (x)
Spring Airlines	Trung Quốc	5.534	13,9	20,0	33,1	12,9	21,5	8,8
Air Arabia	UAE	1.906	17,2	55,4	30,6	-5,5	-	6,5
Cebu Air	Philippines	1.096	16,7	28,4	50,1	19,3	7,0	4,0
Interglobe Aviation	Malaysia	7.597	25,2	-93,0	9,7	2,2	345,7	7,8
Trung bình		4.033	18,2	2,7	30,9	7,2	124,7	6,8

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

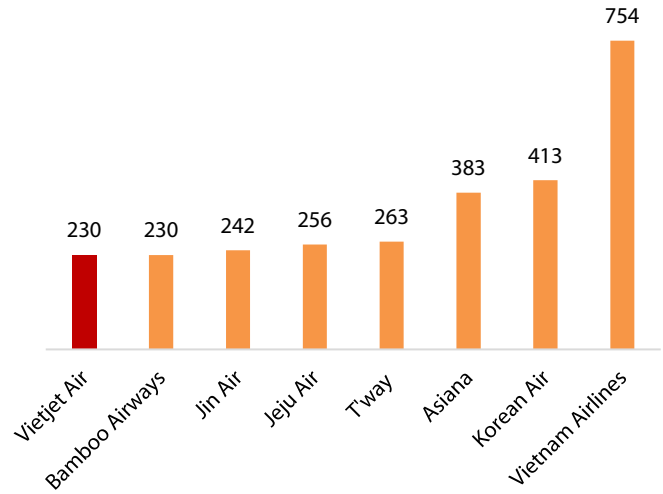
Phụ lục 1: VJC đang cung cấp giá vé cạnh tranh nhất so với các đối thủ trong khu vực trong các tuyến quốc tế quan trọng (bay thẳng, vé khứ hồi từ 9-16/12/2019, đơn vị: USD)

TP HCM - Seoul



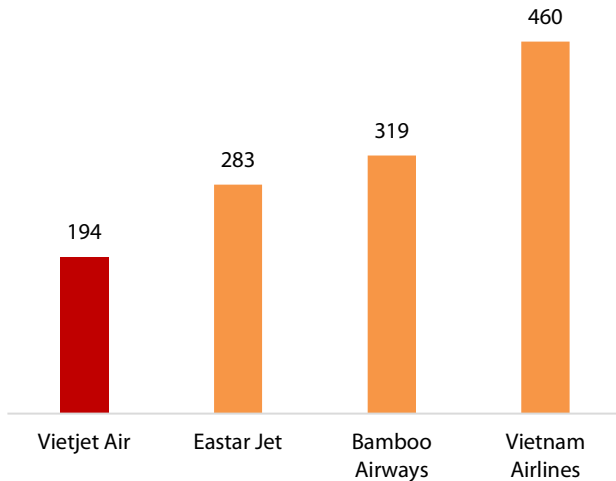
Nguồn: Google Flights, dữ liệu tại ngày 24/11/2019

Đà Nẵng - Seoul



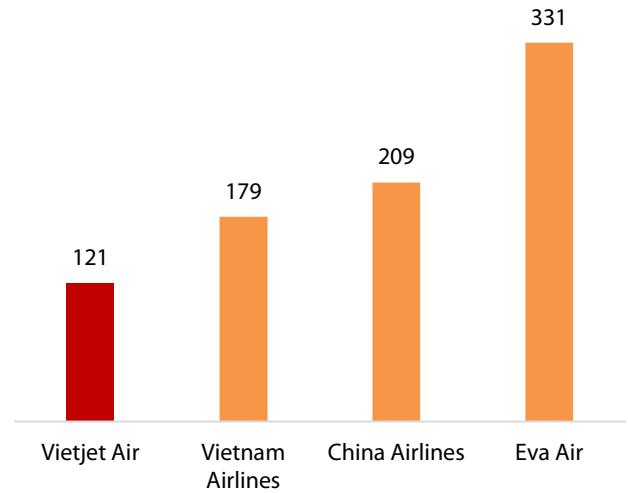
Nguồn: Google Flights, dữ liệu tại ngày 24/11/2019

Nha Trang - Seoul



Nguồn: Google Flights, dữ liệu tại ngày 24/11/2019

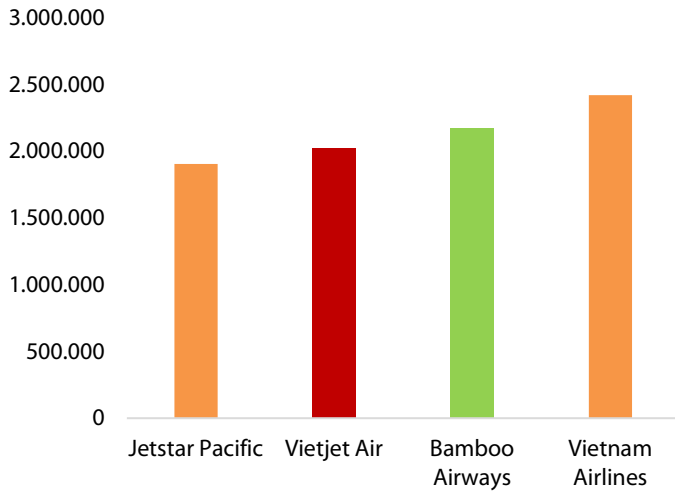
TP HCM - Đài Bắc



Nguồn: Google Flights, dữ liệu tại ngày 24/11/2019

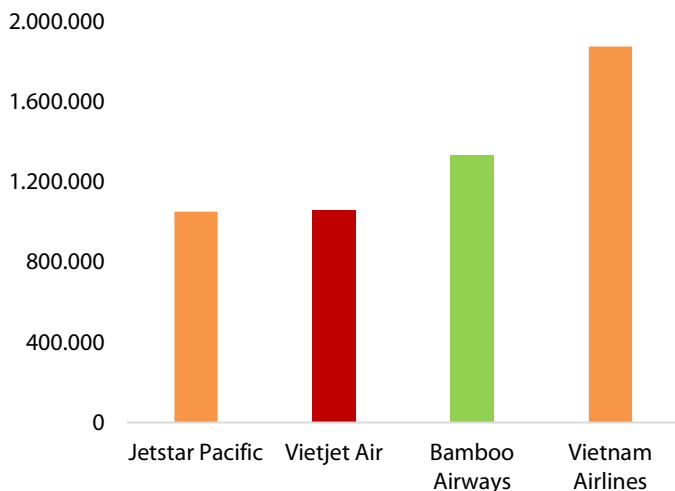
Phụ lục 2: So sánh của một số tuyến nội địa chính (khứ hồi từ 24-28/11/2019; khung giờ 9-15h; Đơn vị: VNĐ)

TP HCM – Hà Nội



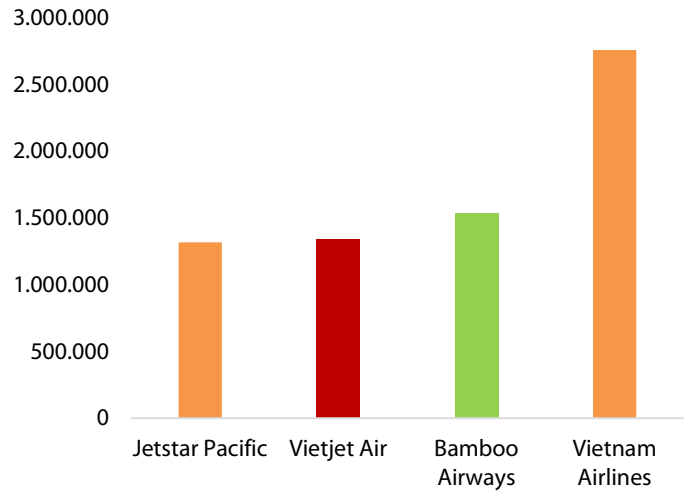
Nguồn: Google Flights, dữ liệu tại ngày 24/11/2019

Hà Nội – Đà Nẵng



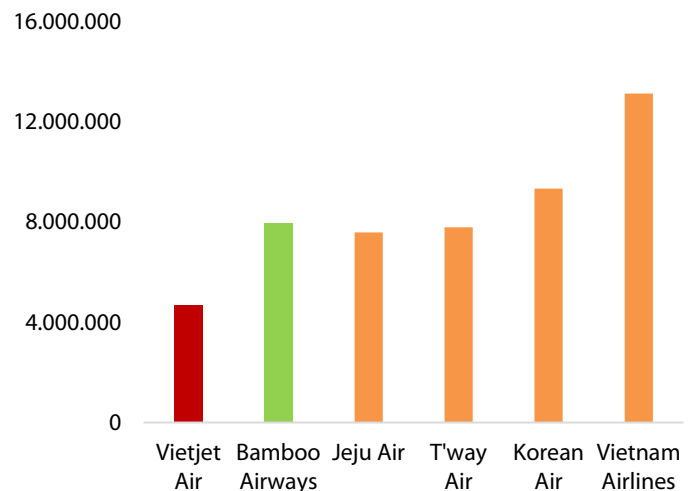
Nguồn: Google Flights, dữ liệu tại ngày 24/11/2019

TP HCM – Đà Nẵng



Nguồn: Google Flights, dữ liệu tại ngày 24/11/2019

Nha Trang - Seoul



Nguồn: Google Flights, dữ liệu tại ngày 24/11/2019

<i>KQ HKKD</i>	<i>tỷ đồng</i>			
	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
Doanh thu thuần	42.303	53.577	51.823	66.275
Giá vốn	35.753	46.085	44.678	59.043
Lãi gộp	6.549	7.492	7.145	7.232
Chi phí bán hàng	579	713	989	937
Chi phí quản lý	226	295	356	469
Thu nhập từ HĐTC	119	332	697	502
Chi phí tài chính	521	918	891	1.100
Lợi nhuận khác	4	7	25	0
Lợi nhuận trước thuế	5.303	5.816	5.555	5.163
Thuế TNDN	229	481	649	586
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	5.073	5.335	4.906	4.577
EBIT	5.745	6.484	5.799	5.826
EBITDA	5.840	6.631	5.938	6.050

%

<i>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</i>	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
Tăng trưởng				
Doanh thu				
Lợi nhuận HKKD	53,8	26,7	-3,3	27,9
EBIT	80,2	13,5	-10,4	1,9
Lợi nhuận sau thuế	79,8	12,9	-10,6	0,5
Tổng tài sản	103,3	5,2	-8,0	-6,7
Vốn chủ sở hữu	57,8	23,5	17,7	17,3
	123,8	32,5	14,5	25,2
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	15,5	14,0	13,8	10,9
EBITDA/ Doanh thu	13,8	12,4	11,5	9,1
EBIT/ Doanh thu	13,6	12,1	11,2	8,8
LNST/ Doanh thu	12,0	10,0	9,5	6,9
ROA	16,0	13,6	10,7	8,5
ROE	32,4	26,9	20,6	16,8
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	4,1	5,2	3,6	3,8
Vòng quay HTK	133,8	98,3	98,3	98,3
Vòng quay kh. phải trả	5,1	4,6	4,6	4,6
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,3	1,3	1,3	1,5
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	71,0	39,4	57,3	37,5
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	65,1	35,3	50,5	32,4
Vay dài hạn/ Vốn CSH	5,9	4,1	6,9	5,2

<i>BẢNG CĐKT</i>	<i>tỷ đồng</i>			
	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
Tiền	6.862	7.165	7.844	9.153
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1	817	817	817
Các khoản phải thu	10.223	10.273	14.382	17.258
Tồn kho	267	469	454	601
Tài sản ngắn hạn khác	315	356	344	441
Tài sản cố định hữu hình	1.746	2.876	3.695	4.471
Tài sản cố định vô hình	5	3	3	3
Đầu tư tài chính dài hạn	68	68	68	68
Tài sản dài hạn khác	12.170	17.059	18.395	21.170
TỔNG TÀI SẢN	31.658	39.086	46.004	53.981
Tiền hàng phải trả & ứng trước	7.014	9.983	9.678	12.790
Vay và nợ ngắn hạn	6.897	4.958	8.112	6.517
Vay và nợ dài hạn	627	572	1.107	1.042
Khoản phải trả ngắn hạn khác	6.526	9.535	11.027	13.496
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	0	0	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	21.064	25.048	29.924	33.844
Vốn đầu tư của CSH	4.759	5.662	3.315	3.315
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	5.809	8.256	12.620	16.673
Khoản thu nhập khác	24	119	143	147
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
TỔNG VỐN	10.592	14.037	16.078	20.135
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2	2

<i>CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ</i>	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
EPS (đồng/cp)	11.241	9.850	9.365	8.738
P/E (x)	12,6	12,1	15,3	16,4
BV (đồng/cp)	23.469	25.917	30.692	38.438
P/B (x)	5,0	4,6	4,7	3,7
DPS (đồng/cp)	3.000	4.000	1.000	1.000
Tỷ suất cổ tức (%)	2,5%	3,3%	0,7%	0,7%

<i>Mô hình định giá</i>	<i>Giá</i>	<i>Tỷ trọng</i>	<i>Bình quân</i>
2020F EV/EBITDAR @ 6.5x	140.000	100%	140.000
Giá mục tiêu (đồng/cp)			140.000

<i>Lịch sử định giá</i>	<i>Giá mục tiêu</i>	<i>Khuyến nghị</i>	<i>Thời gian</i>
T1/2019	140.000	Tích lũy	Dài hạn
T10/2019	169.000	Tích lũy	Dài hạn
T3/2017	65.570	Tích lũy	Dài hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHOẺ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam Deputy Manager

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Ngân hàng
- Thị trường

Lại Đức Dương Senior Analyst

duong.ld@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)

- Bất động sản
- Vật liệu xây dựng

Trần Hà Xuân Vũ Senior Analyst

vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1518)

- Dầu khí
- Phân bón

Nguyễn Hà Trinh Senior Analyst

trinh.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1551)

- Xây dựng
- Thép
- Tiện ích công cộng

Vũ Anh Tú Analyst

tu.va@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1511)

- Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Sơn Analyst

son.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1527)

- Thị trường
- Bán lẻ & Công nghệ
- Dược phẩm

Đỗ Thanh Tùng Analyst

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Cảng biển
- Dịch vụ hàng không

Đặng Thị Phương Thảo Analyst

thao.dtp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1529)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Dệt may

Phạm Thị Tố Tâm Analyst

tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Bảo hiểm
- Thủy sản

Nguyễn Thị Thúy Anh Analyst

anh2.ntt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Ngân hàng

Nguyễn Tiến Hoàng Analyst

hoang.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1538)

- Thị trường

Bùi Huy Hoàng Analyst

hoang.bh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1514)

- Cao su tự nhiên
- Nông dược

Phạm Minh Tú Analyst

tu.pm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1536)

- Thép

Bernard Lapointe Senior Consultant

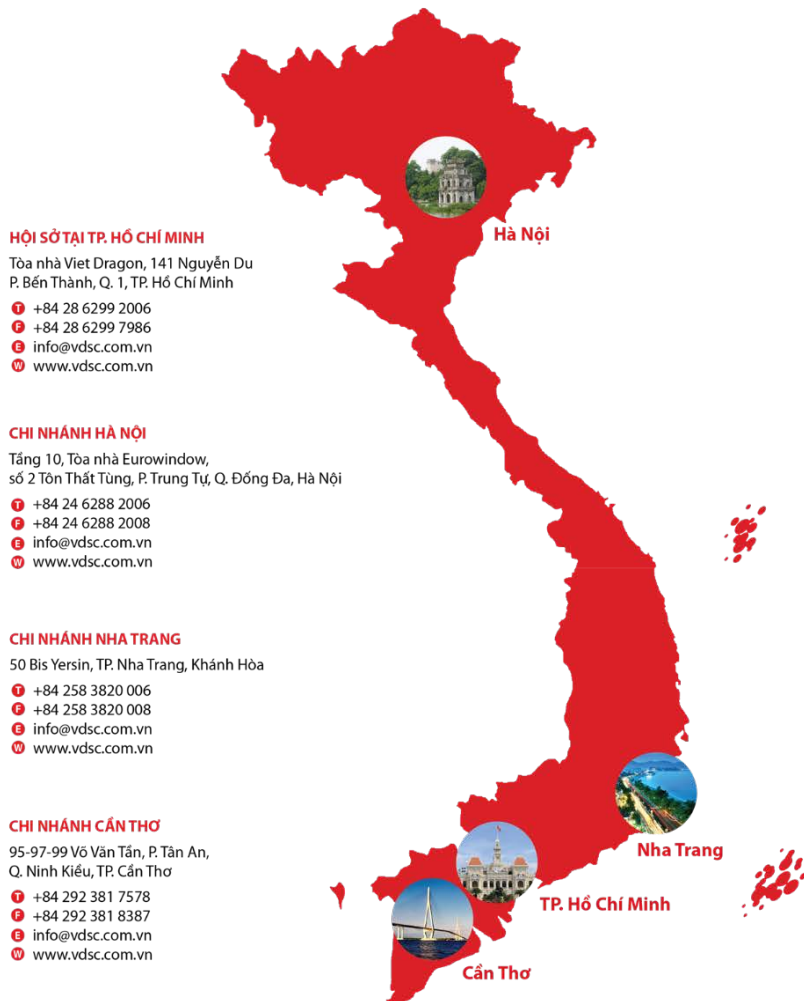
bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Ngọc Hà Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Trương Thị Thảo Vi Assistant

vi.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1517)



HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh

- T** +84 28 6299 2006
- F** +84 28 6299 7986
- E** info@vdsc.com.vn
- W** www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

- T** +84 24 6288 2006
- F** +84 24 6288 2008
- E** info@vdsc.com.vn
- W** www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

- T** +84 258 3820 006
- F** +84 258 3820 008
- E** info@vdsc.com.vn
- W** www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ

95-97-99 V6 Văn Tấn, P. Tân An,
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

- T** +84 292 381 7578
- F** +84 292 381 8387
- E** info@vdsc.com.vn
- W** www.vdsc.com.vn

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2019.**