

CTCP Hàng không VietJet (HSX: VJC)

Theo dõi sát sao đà tăng trưởng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY18	Q1-FY18	+/-qoq	Q2-FY17	+/-yoy
Doanh thu thuần	8.662	12.560	-31%	11.317	-23%
Lợi nhuận sau thuế	633	1.366	-54%	1.420	-55%
EBIT	970	1.583	-39%	1.571	-38%
Tỷ suất EBIT	11,2%	12,6%	-1%	13,9%	-3%

Nguồn: VJC, RongViet Securities

KQKD 1H 2018: Duy trì tăng trưởng thần tốc

- Doanh thu và LNST hoạt động cốt lõi tăng trưởng lần lượt 53% và 23% so với cùng kỳ.
- Hiệu suất khai thác tàu bay cao và doanh thu phụ trợ/hành khách cải thiện là chìa khóa chống lại đà tăng mạnh của nhiên liệu.
- Tăng trưởng ngày càng phụ thuộc nhiều hơn vào các đường bay quốc tế là yếu tố cần theo dõi sát sao.

2018-2019: Giai đoạn vàng của đội tàu bay

Lượng hành khách vẫn tăng trưởng tốt trong 2018 và 2019, và đảm bảo tần suất bay của VJC được duy trì ở mức cao. Thêm vào đó, việc tiếp tục nhận và khai thác các tàu bay A321 (từ 220-230 chỗ ngồi) thay thế cho tàu bay A320 (chỉ 180 chỗ) sẽ nâng cao hiệu suất khai thác của VJC. Điều này, cùng với sự cải thiện doanh thu phụ trợ sẽ giúp hãng chống chọi được đáng kể đà tăng của giá nhiên liệu. Đặt trong một kịch bản giá dầu giảm, VJC sẽ hưởng lợi rất lớn.

Quan điểm và Định giá: VJC là cổ phiếu siêu tăng trưởng hiếm hoi trên thị trường, với mức tăng trưởng của hoạt động kinh doanh cốt lõi liên tục được duy trì ở mức trên 40% trong 5 năm trở lại đây. Cổ phiếu cũng vì vậy được giao dịch ở mức P/E 2018F (đã điều chỉnh cho hoạt động bán tái mua) lên tới 26x. Dù vậy, chúng tôi lo ngại tăng trưởng hành khách kể từ 2020 có thể giảm tốc, trong khi hiệu quả hoạt động có thể suy giảm do đội bay mở rộng quá lớn, giá dầu tăng hay biến động tỷ giá.

Theo đó, chúng tôi cho rằng mức P/E 18x ở thời điểm 2019 là phù hợp với VJC. Kết hợp với mức Adj EV/EBITDAR 8x, giá mục tiêu của VJC là **170.000 đồng**. Chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với VJC với mức sinh lời kỳ vọng là **19%**.

Giá mục tiêu được điều chỉnh tăng so với báo cáo đầu năm của chúng tôi (sau khi đã điều chỉnh chia thưởng cổ phiếu) để phản ánh kết quả dự phóng của năm 2019 thay vì 2018 như báo cáo cũ.

TÍCH LŨY +19%

Giá thị trường (VND)	145.000
Giá mục tiêu (VND)	170.000

Cổ tức tiền mặt (VND) * 3.000

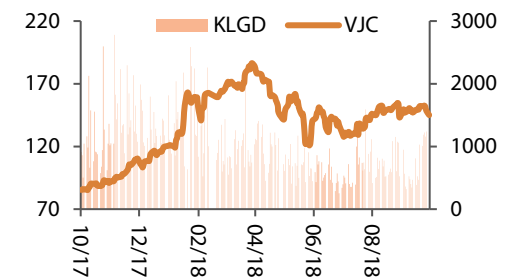
(* Dự kiến trong 12 tháng tới)

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng không thiết yếu
Vốn hóa (tỷ đồng)	78.642
SLCPDLH	541.612.000
Beta	1,1
Free Float (%)	53,2
Giá cao nhất 52 tuần	186.466
Giá thấp nhất 52 tuần	85.345
KLGD bq 20 phiên	703.335

	FY2017	FY2018E
EPS	9.367	10.631
EPS điều chỉnh	4.100	5.876
Tăng trưởng EPS (%)	83,8	43,3
P/E	29,8	25,9
P/B	6,3	5,8
EV/EBITDA	11,5	12,2
Cổ tức	4.000	4.000
ROE (%)	49,0	40,9

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Hướng Dương Sunny	28,6
Nguyễn Thị Phương Thảo (CEO)	8,8
Sovico	7,6
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	5,4

Nguyễn Đức Hiếu

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1514

hieu.nd@vpsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q2/2018

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY18	Q1-FY18	+/(QoQ)	Q2-FY17	+/(YoY)	1H-FY18	+/(YoY)
Doanh thu	8.662	12.560	-31,0%	11.317	-23,5%	21.222	29%
Lợi nhuận gộp	1.188	1.810	-34,3%	1.749	-32,0%	2.999	19%
Chi phí bán hàng và quản lý	218	227	-4,0%	177	23,1%	445	20%
Thu nhập HĐKD	970	1.583	-38,7%	1.571	-38,2%	2.553	14%
EBITDA	1.008	1.615	-37,6%	1.592	-36,7%	2.623	20%
EBIT	970	1.583	-38,7%	1.571	-38,2%	2.553	19%
Chi phí tài chính	294	199	47,9%	81	262,0%	494	91%
- Chi phí lãi vay	56	56	-1,2%	58	-3,5%	112	-5%
Khấu hao	38	32	16,4%	21	77,7%	70	87%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)	0	752		823		752	
Lợi nhuận trước thuế	678	1.481	-54,2%	1.489	-54,4%	2.159	11%
Lợi nhuận sau thuế	633	1.366	-53,7%	1.420	-55,4%	1.999	13%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	633	613	3,2%	597	6,0%	1.246	

Nguồn: VJC, RongViet Securities

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2/2018

Chỉ tiêu	Q2-FY18	Q1-FY18	+/(QoQ)	Q2-FY17	+/(YoY)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	13,7%	14,4%	-0,7%	15,5%	-1,7%
EBITDA/Doanh thu	11,6%	12,9%	-1,2%	14,1%	-2,4%
EBIT/Doanh thu	11,2%	12,6%	-1,4%	13,9%	-2,7%
TS lợi nhuận ròng	7,3%	10,9%	-3,6%	12,5%	-5,2%
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	7,3%	4,9%	2,4%	5,3%	2,0%
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	90,6	149,8	-59,2	230,6	-140,0
-Khoản phải thu	3,0	4,3	-1,3	5,3	-2,3
-Khoản phải trả	5,1	7,3	-2,2	9,1	-4,0
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	121,1%	113,2%	8,0%	162,8%	-41,7%

Nguồn: VJC (*) thường niên hóa

Bảng 3: Dự phóng KQKD 2018-2019

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	FY18	+/(YoY)	FY19
Doanh thu	54.152	28%	67.312
LN gộp	7.754	18%	9.881
EBIT	6.701	17%	8.405
LNST	5.426	14%	6.222

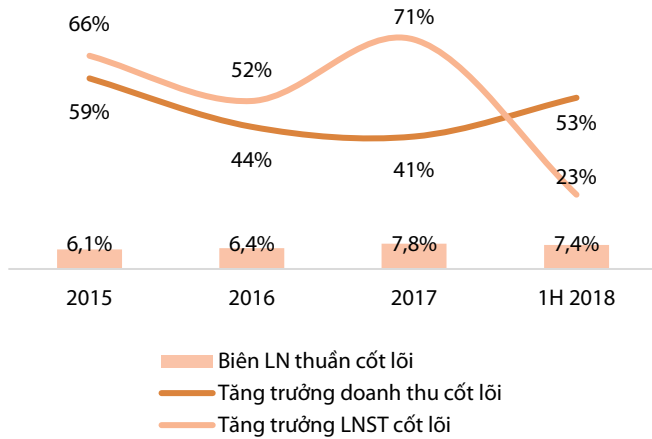
Nguồn: VJC, RongViet Securities

Cập nhật:

Duy trì tăng trưởng thần tốc. Doanh thu hoạt động cốt lõi 1H 2018 tăng trưởng 53% so với cùng kỳ, đạt 16.500 tỷ. Không nhiều doanh nghiệp niêm yết có thể duy trì mức tăng trưởng ấn tượng như vậy (Hình 1). Đóng góp trong đó nhờ vào:

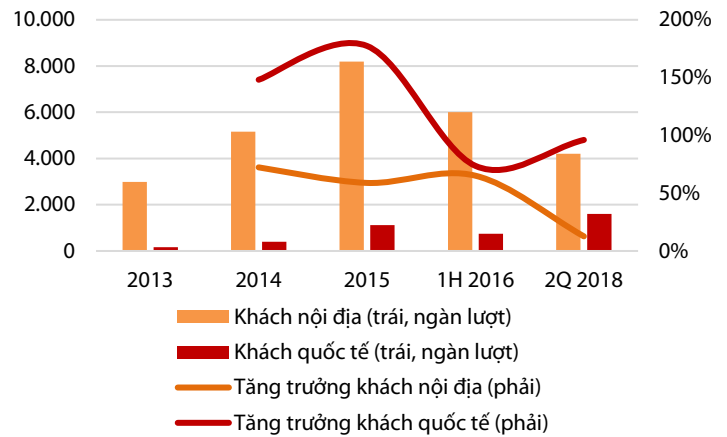
- **Sản lượng hành khách** trong 1H 2018 vẫn tăng trưởng cao 34%, đạt hơn 11 triệu lượt. Lưu ý rằng tăng trưởng khách nội địa đã có dấu hiệu chững lại, và được bù đắp bằng mức tăng cao của lượng hành khách quốc tế (Hình 2 và 3).
- **Doanh thu phụ trợ/hành khách** tiếp tục cải thiện, đạt 15,1 USD. Con số này so với các hãng hàng không khác cho thấy dư địa cải thiện vẫn còn (Hình 4 và phụ lục 1). Một cải thiện nhỏ cũng sẽ đóng góp rất lớn vào tăng trưởng của VJC. Trung bình từ 2013 đến nay, chỉ số này tăng trưởng khoảng 13%/năm.

Hình 1: VJC duy trì tăng trưởng doanh thu và LN ấn tượng



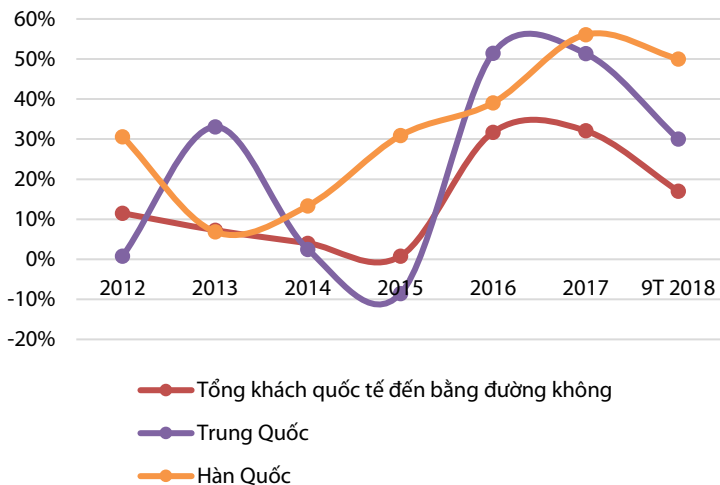
Nguồn: BCTC VJC

Hình 2: Tăng trưởng khách nội địa giảm sút



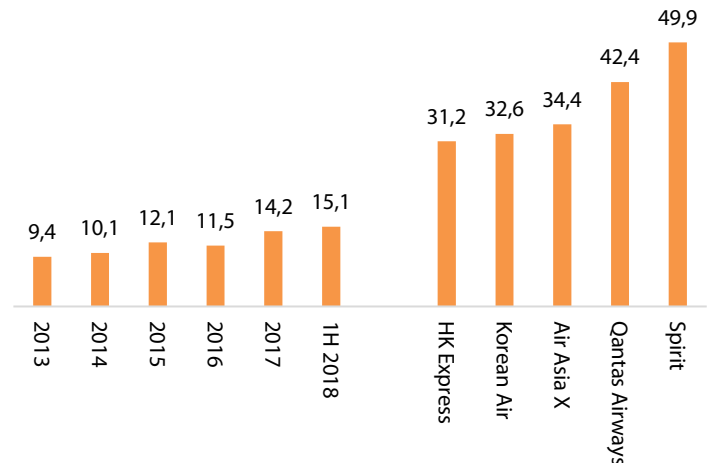
Nguồn: VJC

Hình 3: Tăng trưởng khách Đông Bắc Á đến Việt Nam (%)



Nguồn: Tổng cục du lịch

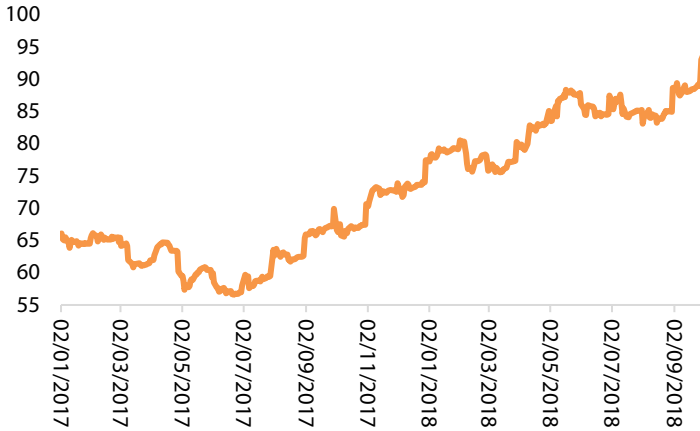
Hình 4: Doanh thu phụ trợ/hành khách (USD) của VJC so với các hãng giá rẻ dẫn đầu (trong năm 2016)



Nguồn: VJC, RongViet Securities

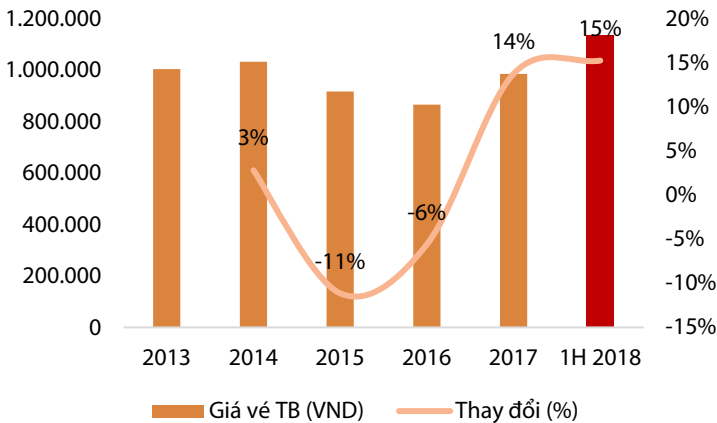
Giá dầu tăng cao phần nào ảnh hưởng tới biên LN. Giá nhiên liệu tăng tới 25% trong vòng một năm (Hình 5). Tuy nhiên, giá vé trung bình mỗi hành khách tăng lên (do điều chỉnh giá và thực hiện nhiều hơn các chuyến bay quốc tế), và hiệu suất hoạt động/chuyến bay được cải thiện (Hình 7 và 8) cũng phần nào hạn chế tác động của giá nhiên liệu đến biên LN của VJC (Hình 6).

Hình 5: Diễn biến giá Jet kerosene Singapore



Nguồn: Bloomberg

Hình 7: Giá vé trung bình 1 hành khách



Nguồn: VJC, RongViet Securities

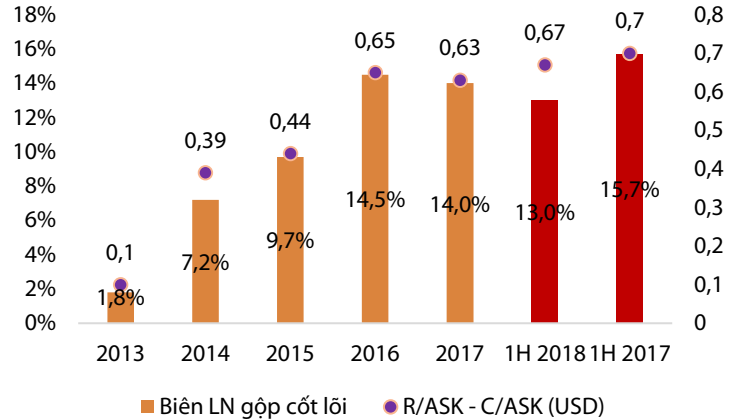
Cạnh tranh từ Bamboo Airline (tập đoàn FLC), nếu có, chưa đáng lo ngại.

Theo các thông tin công bố, Bamboo nhiều khả năng sẽ hoạt động theo mô hình “điểm tới điểm” (Point to point) thay vì mô hình “trục và nan hoa” (Hub and spoke). Hãng sẽ kết nối các thành phố cỡ vừa tại Việt Nam, và các địa điểm quốc tế trong khu vực (sau đó mở rộng thêm châu Âu và Mỹ) tới thẳng các quần thể nghỉ dưỡng của FLC. Như vậy, hãng đi vào thị trường ngách, và không cạnh tranh trực tiếp với những đường bay chính của VJC kết nối các trung tâm như Hà Nội, Hồ Chí Minh, Đà Nẵng.

Việc khai thác thị trường ngách khó có thể đảm bảo lưu lượng khách tương xứng với đội bay tầm cỡ mà Bamboo lên kế hoạch triển khai. Hãng đã đặt mua 20 chiếc Boeing 787-9 (trị giá 5,6 tỷ USD, giao trong 2020-2021) và 24 chiếc A321-Neo (3 tỷ USD, giao 2022-2025). Với một hãng mới, lựa chọn khai thác lượng lớn máy bay Boeing đường dài ngay trong những năm đầu là hết sức rủi ro. Nhìn chung, sự gấp rút của Bamboo cho chúng tôi cảm giác hãng chưa có một sự chuẩn bị kỹ lưỡng cần thiết, và khó trở thành một đối trọng trên thị trường.

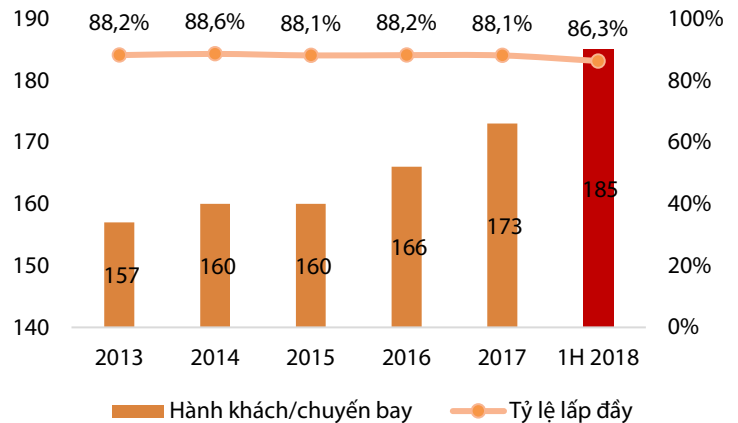
Tuy nhiên, sự xuất hiện của Bamboo Airline cũng cho thấy thị trường những năm tới đây hoàn toàn có thể có thêm những người chơi mới với kinh nghiệm và tiềm lực tài chính lớn hơn, và làm bài toán cạnh tranh thêm phần gay gắt.

Hình 6: Biên LNG và mức chênh lệch R/ASK-C/ASK 1H 2018 giảm so với cùng kỳ



Nguồn: VJC, RongViet Securities

Hình 8: Số lượng khách TB/chuyến bay và tỷ lệ lấp đầy



Nguồn: VJC, RongViet Securities

Triển vọng 2018-2019:

Tăng trưởng của VJC sẽ ngày càng phụ thuộc nhiều hơn vào các đường bay quốc tế.

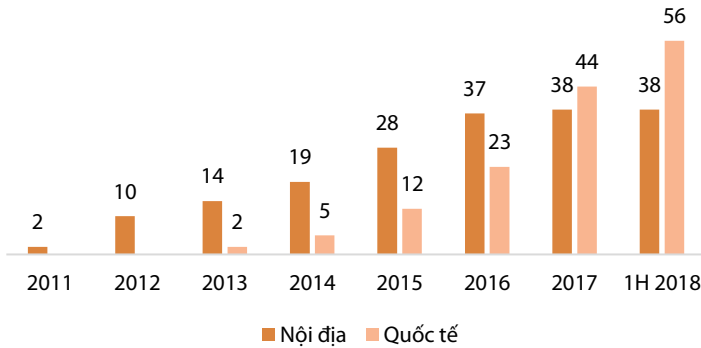
Thuận lợi là khách quốc tế đến Việt Nam nhiều khả năng vẫn sẽ tăng mạnh trong những năm tới. Tuy nhiên, đây là yếu tố cần theo dõi sát sao vì xu hướng này hoàn toàn có thể bị đảo ngược bởi các nhân tố bất ngờ. Dư địa mở các đường bay quốc tế cũng sẽ hẹp lại khi mà VJC đã phủ tương đối nhiều đường bay trong các năm vừa qua (Hình 9). Hãng sẽ cần tăng được tần suất của các đường bay hiện hữu.

Doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động bán tái mua (sale and leaseback) sẽ tiếp tục được duy trì trong thời gian dài.

Từ 2019, VJC sẽ nhận thêm 100 máy bay Boeing 737 Max 200 (4 chiếc trong 2019 và trung bình 24 chiếc trong 4 năm tiếp theo). Cộng thêm hợp đồng với Airbus, đội bay của VJC ước tính tăng từ 55 chiếc trong Q2/2018 lên tới gần 200 chiếc trong 2022. Trong khi đó, VJC ước tính chỉ sử dụng khoảng 120 máy bay cho thị trường Việt Nam vào 2022. Phần còn lại hãng dự kiến khai thác tại các thị trường khác trong khu vực (như Thái Vietjet) hoặc tiếp tục cho thuê lại (như đã từng hợp tác với hãng hàng không quốc gia Pakistan). **Tuy nhiên điều này cũng đòi hỏi nhu cầu lớn ở các thị trường khác.**

Theo đó, VJC vẫn sẽ tiếp tục các hoạt động bán tái mua, và đồng nghĩa tiếp tục ghi nhận doanh thu, lợi nhuận từ hoạt động này. Gần đây nhất, VJC đã đặt mua thêm 150 máy bay tại triển lãm Farnborough. Trước mắt, hãng sẽ tiếp nhận 13 tàu bay theo đúng kế hoạch 2H 2018.

Hình 9: Số đường bay VJC phục vụ theo từng năm



Nguồn: VJC, RongViet Securities

Bảng 1: Các hợp đồng/MoU đặt mua máy bay của VJC

Hợp đồng/MoU	Năm	Số lg	Giá trị	Bàn giao
Airbus A320 & A321	2013	100	9,1 tỷ USD	2014-2022
B737 Max 200	2016	100	11,3 tỷ USD	2019-2023
Airbus A321	2016	20	2,4 tỷ USD	2017-2020
B737 Max	2018	100	12,7 tỷ USD	2022-2025
Airbus A321 Neo	2018	50	6,5 tỷ USD	2022-2025

Nguồn: RongViet Securities

Chúng tôi cho rằng 2018-2019 là giai đoạn mà đội bay của VJC đạt được hiệu suất khai thác cao nhất. Điều này còn giúp VJC chống chịu ảnh hưởng của giá nhiên liệu tăng. Tuy nhiên, nhìn xa hơn có những rủi ro nhất định về việc tăng trưởng hành khách chậm lại, trong khi đội bay ngày càng mở rộng. Bên cạnh đó là các rủi ro về tỷ giá, lãi suất hay căng thẳng chính trị.

Chúng tôi giữ quan điểm khoản chênh lệch nhận được từ bên cho thuê máy bay không nên được ghi toàn bộ lợi nhuận một lần, và do vậy điều chỉnh phân bổ lợi nhuận cho 12 năm theo vòng đời thuê. Từ đó ước tính lại EPS và áp mức P/E tương ứng (Xem trang cuối).

Các giả định và dự phóng chính trong 2018 và 2019 như sau:

Chỉ tiêu	2017	2018F	2019F
Lượt hành khách (triệu lượt)	17,1	23,2	29,4
Doanh thu vận chuyển (tỷ đồng)	16.854	25.636	33.360
Doanh thu phụ trợ (tỷ đồng)	5.477	8.108	11.165
<i>Doanh thu phụ trợ/hành khách (USD)</i>	<i>14,2</i>	<i>15,1</i>	<i>16,0</i>
Doanh thu bán máy bay và khác (tỷ đồng)	19.972	20.408	22.786
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	42.302	51.153	67.312
Biên LNG cốt lõi	14,0%	12,9%	13,7%
LNST cốt lõi (tỷ đồng)	1.752	2.433 (+39%)	3.254 (+34%)
Biên LNST cốt lõi	7,8%	7,2%	7,3%

Chúng tôi hiện chưa ước tính trong model các tác động của kế hoạch phát hành 300 triệu USD trái phiếu chuyển đổi của VJC. Nếu có, phần cổ phiếu bị pha loãng trong trường hợp chuyển đổi sẽ là 5%.

Phụ lục 1: So sánh biểu phí doanh thu phụ trợ của VJC với một số hãng hàng không giá rẻ có doanh thu phụ trợ cao hơn

	VJC		Spirit (US)	Air Asia X		easyJet (EU)
Doanh thu phụ trợ/ hành khách 2017	\$14		\$51	\$22		\$16
Phí hành lý						
Hành lý xách tay	Miễn phí		\$35-100	Miễn phí		Miễn phí
Hành lý kí gửi	Dom	Int		Dom	Int	
Trả trước	\$6-18	\$12-60	Túi 1: \$30-100	\$8-29	\$25-46	\$10-39
Thanh toán ở sân bay	\$13/15 kg	\$30/20 kg	Túi 2: \$40-100	\$9-34	\$29-53	\$43-54
Phí quá cân	\$2/kg	\$14/kg	\$30-100/ bag	\$9/kg	\$12/kg	\$12/kg
Chọn chỗ ngồi						
Ghế tiêu chuẩn	\$1,3	\$2,1	\$1-50	\$2-3,3	\$10-13	\$2-9
Ghế đặc biệt	\$4	\$6,5	\$12-150	\$8-11	\$37-48	\$10-29
Hủy vé						
Trong 24h mua	\$11	\$25	Miễn phí	\$26	\$35	\$31-36
Sau 24h mua			\$90-\$100			Không hoàn phí
D.vụ trên máy bay						
Bữa ăn	\$5			\$5-5,5		\$5-7
Snacks	\$0,5-3,5		\$2,5-6,5	\$1,5-2		\$1,5-4,5
Nước ngọt	\$2-2,5		\$2-3	\$1-2		\$3-3,5
Bia, rượu vang, cocktail	Not available		\$7-8	\$4-7		\$8-9

Source: RongViet Research compiled

Chúng tôi đánh giá độ lớn của doanh thu phụ trợ phụ thuộc vào 3 yếu tố chính:

1. Giá phí

Các hãng hàng không hoạt động ở những khu vực có mức sống cao hơn thường tính phí phụ trợ cao hơn. Bảng trên cho thấy rõ hầu hết các phí của VJC thấp hơn so với các hãng còn lại. VJC có thể thực hiện tăng giá, nhưng dư địa tăng có lẽ không nhiều do phải phù hợp với mặt bằng thu nhập và chi phí tại Việt Nam.

2. Số lượng hành khách sử dụng dịch vụ

Đơn cử, các hãng như Spirit và Frontier tính phí với tất cả các hành lý xách tay cũng như ký gửi, trong khi đa phần các hãng khác cho phép hành khách được đem theo 1 hành lý xách tay. Do vậy, phí phụ trợ của Spirit rất cao.

Các hãng ở Mỹ và Châu Âu còn sử dụng chương trình bay thường xuyên (Frequent Flyer Program - FFP) để khuyến khích hành khách sử dụng dịch vụ của mình. Hành khách tích lũy dặm bay khi sử dụng thẻ ngân hàng/thẻ tín dụng đặt chuyến bay. Với mỗi dặm bay khách hàng tích lũy, hãng hàng không sẽ thu lợi nhuận từ các đối tác.

Airasia cũng có FFP. Hành khách của Airasia tích điểm dựa trên số tiền họ bỏ ra, và càng chi nhiều thì càng nhận được nhiều ưu đãi. Trong khi đó, VJC chưa có FFP.

3. Sự đa dạng của các dịch vụ phụ trợ

Bên cạnh các phí chính ở bảng trên, các hãng còn tính phí thêm các dịch vụ khác tùy theo chiến lược như dịch vụ trẻ em đi một mình, vận chuyển thú cưng ... Các dịch vụ VJC hiện cung cấp cũng tương tự như các hãng khác.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng sự cải thiện doanh thu phụ trợ của VJC chủ yếu sẽ tiếp tục đến từ việc thực hiện nhiều hơn các chuyến bay quốc tế, vốn có mức phí cao hơn nhiều so với chuyến nội địa. Sự cải thiện sẽ diễn ra từng bước, và không dễ để doanh thu phụ trợ của VJC sánh ngang top đầu trong thời gian ngắn.

Phụ lục 2: So sánh chỉ số các hãng hàng không giá rẻ

Hãng	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ VND)	Số tàu bay	Biên LN thuần	CAGR Doanh thu 2013-2017	CAGR LNST 2013-2017	P/E trượt	PV của các khoản thuê hoạt động (tỷ VND)	Adjust EV/EBITDAR
VietJet Air	Việt Nam	82.379		7,8%*	56%*	172%*		49.682	
Virgin Australia	Úc	33.631		-0,5%	6%	-217%		51.909	10,4x
Cebu Air	Philippin	19.225		11,5%	14%	98%	6,4x	15.783	5,0x
SpiceJet	Ấn Độ	15.842		7,2%	2%	222%		9.982	4,5x
WizzAir	Hungary	100.731	102	14,0%	17%	66%	8,6x	66.958	
RyanAir	Ireland	426.569	444	20,6%	8%	23%	12,1x	4.219	7,1x
EasyJet	Anh	185.193		6,4%	4%	-6%	13,9x	10.720	8,3x
Jet Blue	Mỹ	137.709	247	8,2%	7%	62%	12,5x	27.069	4,1x
SouthwestAirline	Mỹ	814.216	730	10,0%	5%	47%	16,7x	31.134	6,5x
Spirit Airline	Mỹ	72.946	119	8,8%	13%	24%	13,9x	34.304	6,8x
Trung bình							12,0x		6,6x

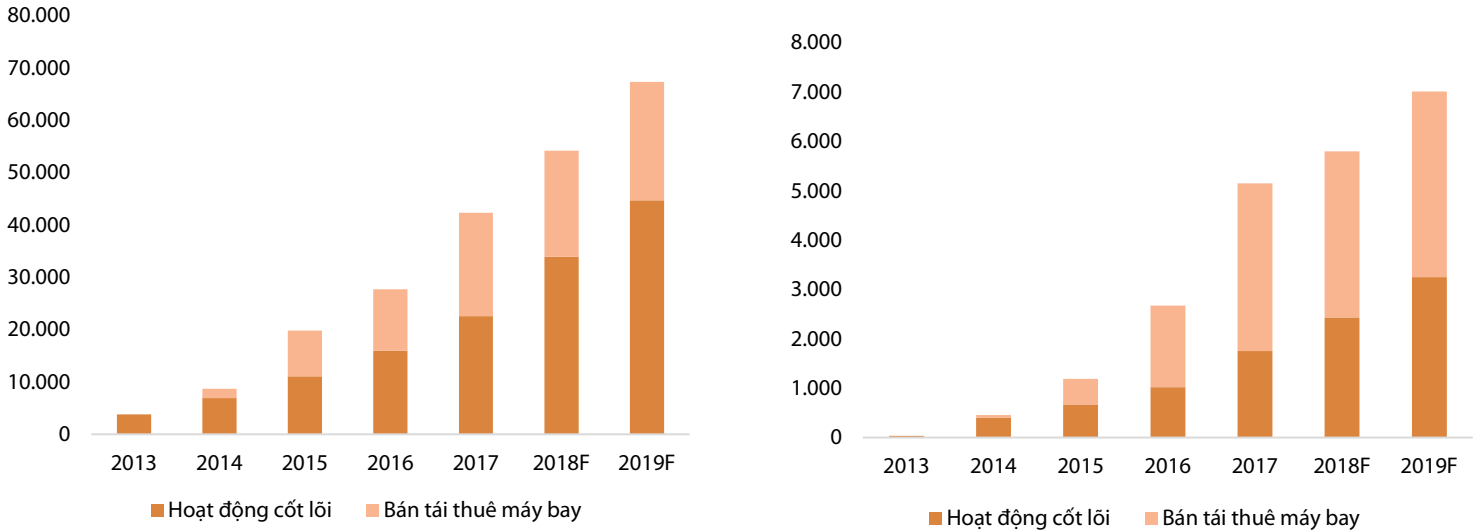
Nguồn: Bloomberg, RongViet Securities tính toán *Điều chỉnh chỉ tính hoạt động kinh doanh cốt lõi

Phụ lục 3: Top 5 hãng hàng không Đông Nam Á với lượng đặt mua máy bay lớn nhất tính đến 1/8/2018

Hãng	Lượng đặt mua	Đội tàu bay	Tỷ lệ
VietJet Air	328	59	5,6:1
Air Asia/Air AsiaX	494	243	2,0:1
Lion	449	304	1,5:1
Singapore Airlines	182	196	0,9:1
Garuda Indonesia	99	193	0,5:1

Nguồn: CAPA

Phụ lục 4: Cơ cấu doanh thu (trái) và LNST (phải) của VJC (tỷ đồng)



Nguồn: RongViet Securities

tỷ đồng

KQ HKKD	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019F
Doanh thu thuần	27.499	42.303	54.152	67.312
Giá vốn	23.597	35.753	46.399	57.431
Lãi gộp	3.902	6.549	7.754	9.881
Chi phí bán hàng	518	579	747	1.073
Chi phí quản lý	189	226	305	403
Thu nhập từ HĐTC	145	119	231	231
Chi phí tài chính	654	521	868	823
Lợi nhuận khác	32	4	5	5
Lãi/lỗ từ LDLK	-15	-44	-40	-40
Lợi nhuận trước thuế	2.703	5.303	6.029	7.778
Thuế TNDN	207	229	270	814
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	2.496	5.073	5.758	6.964
EBIT	3.195	5.745	6.702	8.405

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	38,6	53,8	28,0	24,3
Lợi nhuận HKKD	102,7	80,2	16,8	25,4
EBIT	101,1	79,8	16,7	25,4
Lợi nhuận sau thuế	113,3	103,3	13,5	20,9
Tổng tài sản	66,6	57,8	14,1	21,6
Vốn chủ sở hữu	120,5	118,6	36,2	37,9

Khả năng sinh lợi (%)

LN gộp / Doanh thu	14,2	15,5	14,3	14,7
EBITDA/ Doanh thu	11,8	13,8	12,6	12,7
EBIT/ Doanh thu	11,6	13,6	12,4	12,5
LNST/ Doanh thu	9,1	12,0	10,6	10,3
ROA	12,4	16,0	14,9	15,2
ROE	52,7	49,0	40,9	35,8

Hiệu quả hoạt động

Vòng quay kh, phải thu	3,9	4,1	4,3	4,9
Vòng quay HTK	171,1	133,8	166,7	166,7
Vòng quay kh, phải trả	5,3	5,1	5,0	4,9

Khả năng thanh toán

Hiện hành	1,0	1,2	1,2	1,4
-----------	-----	-----	-----	-----

Cấu trúc tài chính (%)

Tổng nợ/ Vốn CSH	143,6	72,7	57,8	34,2
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	128,9	66,7	53,8	31,6
Vay dài hạn/ Vốn CSH	14,7	6,1	4,0	2,6

tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019F
Tiền	2.741	6.455	5.918	8.895
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1	1	1.249	1.327
Các khoản phải thu	7.129	10.223	12.464	13.654
Tồn kho	138	267	278	345
Tài sản ngắn hạn khác	304	315	347	381
Tài sản cố định hữu hình	1.221	1.746	2.232	2.745
Tài sản cố định vô hình	7	5	1	2
Đầu tư tài chính dài hạn	68	68	68	68
Tài sản dài hạn khác	7.951	12.170	15.024	18.462
TỔNG TÀI SẢN	20.063	31.658	38.607	45.881
Tiền hàng phải trả & ứng trước	4.468	7.014	9.190	11.609
Vay và nợ ngắn hạn	6.102	6.897	7.582	6.150
Vay và nợ dài hạn	695	627	562	496
Khoản phải trả ngắn hạn khác	4.064	6.526	7.178	8.190
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	0	0	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	15.329	21.064	24.510	26.445
Vốn đầu tư của CSH	3.000	4.513	5.416	5.416
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	1.703	5.809	8.679	14.018
Khoản thu nhập khác	30	24	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
TỔNG VỐN	4.733	10.346	14.095	19.434
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	2	2	2

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019E
EPS điều chỉnh (đồng/cp)	2.230	4.100	5.876	7.971
P/E (x)		29,8	25,9	19,1
BV (đồng/cp)	15.775	22.924	26.024	35.882
P/B (x)		6,3	5,8	4,2
DPS (đồng/cp)		4.000	4.000	3.000
Tỷ suất cổ tức		2,7%	2,6%	1,9%

Mô hình định giá

	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
Adjusted EV/EBITDAR (8x)	196.650	50%	98.325
P/E điều chỉnh (18x)	143.471	50%	71.736

Giá mục tiêu (đồng/cp) 170.000

Lịch sử định giá

	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
06/03/2017	68.600	Trung lập	1 năm
06/02/2018	154.200	Trung lập	1 năm
03/10/2018	170.000	Tích lũy	1 năm

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.

KHOẢNG PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
Bernard Lapointe
Head of Research

bernard.lapointe@vdsc.com.vn
 + 84 28 62992006 (1525)

Nguyễn Thị Phương Lam
Senior Strategist

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

- Ngân hàng
- Thị trường

Nguyễn Đức Hiếu
Senior Analyst

hieud.nd@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1514)

- Thị trường
- Dược phẩm
- Dịch vụ hàng không

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

Phan Nguyễn Thanh Sơn
Analyst

son.pnt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1519)

- Tiềm ích công cộng
- Cao su tự nhiên

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
- Hóa chất tiêu dùng

Đỗ Thanh Tùng
Analyst

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

- Cảng biển
- Dịch vụ hàng không

Phạm Anh Thư
Analyst

thu.pa@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1520)

- Bất động sản khu công nghiệp

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

Nguyễn Thị Thúy Anh
Analyst

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

- Ngân hàng

Nguyễn Thị Khánh Vy
Analyst

vy.ntk@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1528)

- Ô tô & Phụ tùng

Lê Xuân Trinh
Analyst

trinh.lx@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1536)

- Công nghiệp

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.HCM

Tòa nhà Việt Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T +84 28 6299 2006
F +84 28 6291 7986
A info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

2C Thái Phiên, Q. Hai Bà Trưng, Hà Nội

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

CHI NHÁNH NHA TRANG

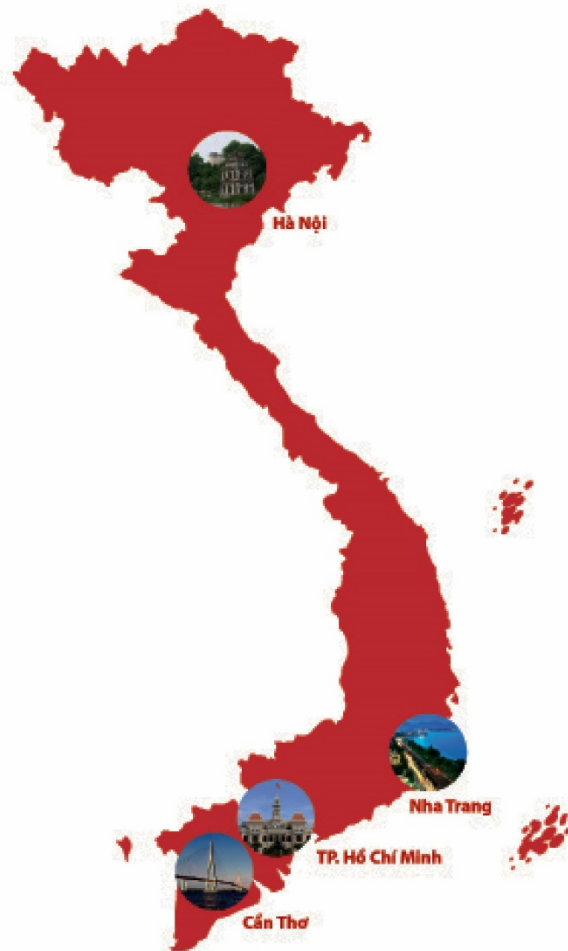
50Bis Yersin, Nha Trang, Khánh Hòa

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

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank,
số 95-97-99, Võ Văn Tần, P. Tân An,
Ninh Kiều, Cần Thơ

T +84.292 3817 578
F +84.292 3818 387
A 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, 2018.**