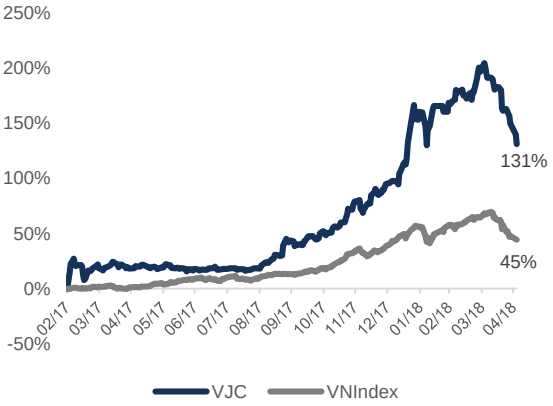
CÔNG TY CỔ PHẦN HÀNG KHÔNG VIETJET (VJC – HOSE)

Ngô Trúc Quỳnh
Chuyên viên phân tích
Email: quynhnt@fpts.com.vn
Tel: (84.28) - 6290 8686 - Ext : 7590

Biến động giá cổ phiếu VJC và VNIndex

(28/02/2017 – 03/05/2018)



Thông tin giao dịch (03/05/2018)	
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	173.000
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	229.400
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	85.714
Số lượng CP niêm yết (cp)	451.343.284
Số lượng CP lưu hành (cp)	451.343.281
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	850.227
% sở hữu nước ngoài	25,3%
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	4.513
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	81.061

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Hàng không Vietjet
Địa chỉ	Tầng 7 Tòa nhà Nhật An, 30D phố Kim Mã Thượng, phường Cống Vị, Quận Ba Đình, TP Hà Nội,
Doanh thu chính	Vận chuyển hàng không
Chi phí chính	Nhiên liệu và mua ngoài
Lợi thế cạnh tranh	Ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm, vị thế lớn trong ngành
Rủi ro chính	Chi phí nhiên liệu tăng

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ %
CT TNHH Đầu tư Hướng Dương Sunny	28,57%
GIC/Government	4,97%
Nội bộ & người có liên quan	17,91%

TIẾP TỤC VƯƠN XA RA THỊ TRƯỜNG QUỐC TẾ

Kết quả kinh doanh năm 2017 tăng trưởng mạnh nhờ lượng khách vận chuyển gia tăng và doanh thu từ bán máy bay cao nhất trong lịch sử. Lượng hành khách vận chuyển tăng 21,8% YoY, đạt 17,1 triệu nhờ Vietjet mở thêm 21 tuyến quốc tế và 1 tuyến nội địa. Ngoài ra, trong năm 2017 công ty đã bán và thuê lại 17 máy bay – mức cao nhất trong lịch sử. Hai yếu tố trên giúp doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt tăng 53,8% YoY (đạt 42.303 tỷ đồng) và 103,3% YoY (đạt 5.074 tỷ đồng).

Cổ tức năm 2017 công ty còn phải chi trả bao gồm: (1) Cổ tức tiền mặt 1.000 đồng/cp, ngày GDKHQ là ngày 9/5/2018 và ngày thanh toán là 25/5/2018 và (2) Cổ tức cổ phiếu tỷ lệ 20% được thực hiện trong năm 2018 với thời gian thực hiện sẽ do HĐQT quyết định.

Vietjet có thể vượt kế hoạch kinh doanh 2018. Công ty đặt kế hoạch doanh thu năm 2018 đạt 50.970 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế (LNTT) đạt 5.806 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo công ty có thể vượt 2,5% kế hoạch doanh thu và 2,4% kế hoạch LNTT. Công ty dự kiến sẽ chi trả cổ tức tỷ lệ 50% cho năm 2018.

Chúng tôi đánh giá khá cao lợi thế cạnh tranh và triển vọng kinh doanh của Vietjet trong ít nhất 2-3 năm tới, dựa vào: (1) Dư địa tăng trưởng ngành hàng không Việt Nam còn lớn; (2) Lợi thế trong quản lý chi phí của VJC; (3) Chiến lược tăng trưởng hợp lý và (4) Đội ngũ Ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm trong ngành.

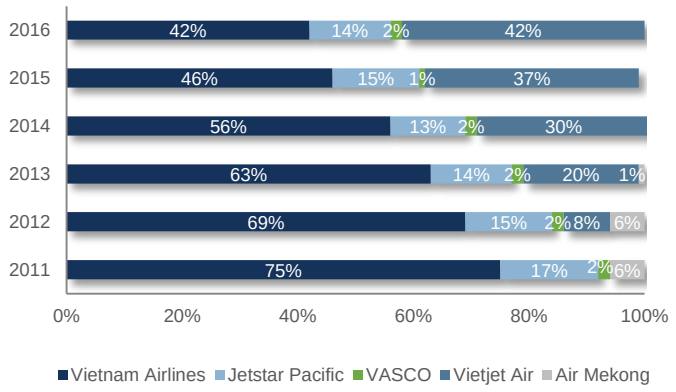
Với những ưu điểm trên, VJC là một trong những cổ phiếu ngành hàng không chúng tôi ưa thích. Tuy nhiên, do hoạt động đặc thù của ngành hàng không nên Vietjet cũng phải đối diện với khá nhiều rủi ro kinh doanh. Ngoài ra, cổ phiếu VJC hiện đang được giao dịch cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi nhận định **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu VJC ở thời điểm hiện tại.

Rủi ro đầu tư: (1) Rủi ro về sự suy thoái của nền kinh tế và dịch bệnh; (2) Rủi ro biến động của bộ ba giá dầu – tỷ giá – lãi suất; (3) Rủi ro cạnh tranh gia tăng; (4) Rủi ro dư thừa với số lượng máy bay đặt mua lớn; (5) Rủi ro pha loãng của cổ phiếu; (6) Rủi ro các dịch vụ tại cảng hàng không phụ thuộc vào ACV (Tổng Công ty Cảng hàng không – UpCom).

SƠ LƯỢC VỀ DOANH NGHIỆP

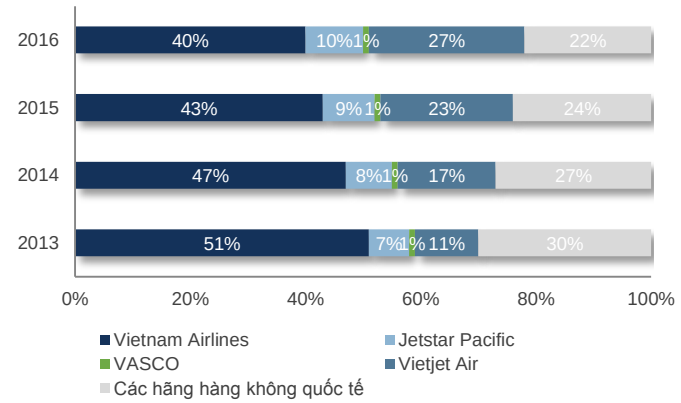
CTCP Hàng không Vietjet (VJC – HOSE) được thành lập vào tháng 11/2007 với vốn điều lệ ban đầu chỉ 600 tỷ đồng. Sau 11 năm hình thành phát triển, Vietjet Air hiện là hãng hàng không hoạt động theo mô hình hàng không giá rẻ (Low – Cost Carrier) lớn nhất Việt Nam với thị phần nội địa năm 2016 đạt 43%, chỉ sau Vietnam Airlines (44%). Tính đến cuối năm 2017, Vietjet đang có 51 máy bay, phục vụ 38 tuyến bay trong nước và 40 tuyến bay quốc tế.

BIỂU ĐỒ 1: **Thị phần vận tải hành khách hàng không nội địa Việt Nam 2011-2016**



Nguồn: CAPA, Air Mekong đã ngừng hoạt động từ năm 2013, FPTS Research

BIỂU ĐỒ 2: **Thị phần vận tải hành khách hàng không quốc tế 2011-2016**



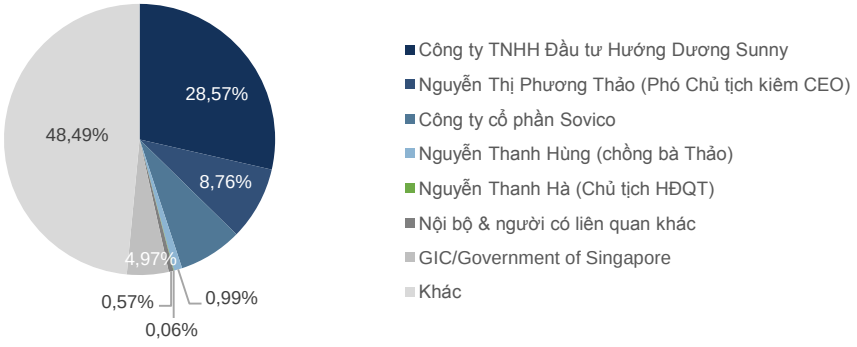
Nguồn: CAPA, FPTS Research

Kể từ khi niêm yết trên HOSE vào ngày 28/2/2017, giá cổ phiếu VJC đã tăng mạnh 150% từ giá tham chiếu phiên chào sàn. Tại mức giá đóng cửa ngày 27/04/2018 là 187.000 đồng, vốn hóa thị trường của VJC là 86.658 tỷ đồng; tương đương 4,1 tỷ USD và chiếm 2,1% vốn hóa VNIndex. Tính đến thời điểm cuối năm 2017, vốn điều lệ của Vietjet đã tăng gấp 7,5 lần lên 4.513 tỷ đồng tính từ lúc thành lập.

Cổ đông lớn nhất của VJC hiện tại là Công ty TNHH Đầu tư Hướng Dương Sunny với tỷ lệ sở hữu 28,57%. Nhắc đến Vietjet Air, không thể không nhắc đến bà Nguyễn Thị Phương Thảo – người sáng lập kiêm Phó Chủ tịch HĐQT và CEO của Vietjet Air, hiện tại bà đang sở hữu 8,76% cổ phần công ty. Ngoài ra, bà Thảo còn gián tiếp sở hữu cổ phần VJC thông qua hai công ty Công ty TNHH Đầu tư Hướng Dương Sunny và Công ty cổ phần Sovico, cụ thể:

- Công ty TNHH Đầu tư Hướng Dương Sunny: sở hữu 28,57% cổ phần VJC. Theo thông tin từ Cục Đăng ký doanh nghiệp, Công ty TNHH Đầu tư Hướng Dương Sunny thành lập vào tháng 11/2016 với vốn điều lệ chỉ 1 tỷ đồng và là doanh nghiệp thuộc sở hữu của bà Nguyễn Thị Phương Thảo.
- Công ty cổ phần Sovico: sở hữu 7,59% cổ phần VJC. Sovico là một tập đoàn lớn hoạt động ở nhiều lĩnh vực, như tài chính ngân hàng, bất động sản, hàng không ở Việt Nam được thành lập ở Nga vào những năm cuối thập niên 80. Bà Thảo cùng chồng là ông Nguyễn Thanh Hùng (hiện sở hữu 0,99% cổ phần VJC) là hai cổ đông sáng lập Sovico. Bà Thảo hiện tại cũng là Chủ tịch HĐQT của Sovico.

BIỂU ĐỒ 3: **Cơ cấu cổ đông của Vietjet Air**



Nguồn: VJC, FPTS Research

Vietjet có đội ngũ Ban lãnh đạo nhiều kinh nghiệm đa dạng trong ngành:

- **Chủ tịch HĐQT – Bà Nguyễn Thanh Hà:** Bà Hà là con gái thứ hai của Đại tướng Nguyễn Chí Thanh (1914-1967) và là chị gái của Thượng tướng Nguyễn Chí Vịnh. Bà Hà đã có 27 năm kinh nghiệm trong ngành hàng không, trước khi gia nhập Vietjet, bà nguyên là Phó Cục trưởng Cục hàng không Việt Nam (CAAV) từ năm 2001-2005. Trước đó, bà là Trưởng bộ phận Kế hoạch Đầu tư của Vietnam Airlines (1995-1998). Năm 2007, bà chính thức được bổ nhiệm chức danh Chủ tịch HĐQT của Vietjet Air.
- **Phó Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc – Bà Nguyễn Thị Phương Thảo:** Bà Thảo được bổ nhiệm làm Phó chủ tịch HĐQT thường trực của Vietjet vào năm 2007 và hiện đang là Tổng giám đốc của công ty. Ngoài việc là người sáng lập Công ty TNHH Đầu tư Hướng Dương Sunny và Công ty cổ phần Sovico, bà Thảo cũng đồng thời là Phó chủ tịch HĐQT của HDBank (Ngân hàng TMCP Phát triển TP.HCM).
- **Thành viên HĐQT và Giám đốc điều hành – Ông Lưu Đức Khánh:** Ông Khánh được bổ nhiệm chức danh Giám đốc Điều hành của Vietjet vào năm 2011. Ông Khánh cũng là Phó Chủ tịch HĐQT HDBank và là Chủ tịch HĐTV Quỹ đầu tư Năng động Việt Nam.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG & KẾT QUẢ KINH DOANH 2017

BẢNG 1: **Kết quả kinh doanh năm 2017 của VJC**

(Tỷ đồng)	2017A	2016A	%YoY
Doanh thu thuần	**42.303**	**27.499**	**53,8%**
Vận chuyển hành khách	16.854	12.168	38,5%
Doanh thu hoạt động phụ trợ	5.477	3.553	54,2%
Doanh thu cho thuê khô máy bay	97	57	69,7%
Doanh thu bán máy bay	19.754	11.582	70,6%
Doanh thu khác	121	139	-13,2%
Giá vốn hàng bán	35.753	23.597	51,5%
Lợi nhuận gộp	**6.550**	**3.902**	**67,9%**
Hoạt động kinh doanh chính	3.149	2.375	32,6%
Bán máy bay	3.400	1.527	122,7%
Chi phí bán hàng	579	518	11,8%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	226	189	19,6%
EBIT	**5.745**	**3.195**	**79,8%**
Hoạt động kinh doanh chính	2.345	1.669	40,5%
EBITDA	**5.840**	**3.241**	**80,2%**
EBITDA từ HĐKD	2.440	1.714	42,3%
EBITDAR	**10.287**	**6.816**	**50,9%**
EBITDAR từ HĐKD	6.887	5.289	30,2%
Doanh thu tài chính	119	145	-18,0%
Chi phí tài chính	521	654	-20,4%
Chi phí lãi vay	*238*	*181*	31,5%
Lãi (lỗ) trong công ty LDLK	(44)	(15)	n.m
Lợi nhuận khác	4	32	-86,8%
Lợi nhuận trước thuế (LNTT)	**5.303**	**2.703**	**96,2%**
Hoạt động kinh doanh chính	1.903	1.177	61,7%
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	**5.074**	**2.496**	**103,3%**
Hoạt động kinh doanh chính	1.673	969	72,6%
LNST thuộc về cổ đông mẹ	**5.073**	**2.496**	**103,3%**
EPS (VNĐ/cp)	**13.307**	**11.218**	**18,6%**
EPS từ HĐKD lõi (VND/cp)**	4.491	4.759	-5,6%

Các tỷ lệ biên	2017A	2016A
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,5%	14,2%
Hoạt động kinh doanh	14,0%	14,9%
Bán máy bay	17,2%	13,2%
Chi phí bán hàng/Doanh thu HĐKD	2,6%	3,3%
Chi phí QLDN/Doanh thu HĐKD	1,0%	1,2%
Tỷ suất EBITDAR/Doanh thu	24,3%	24,8%
Hoạt động kinh doanh chính	30,5%	33,2%
Tỷ suất EBITDA/Doanh thu	13,8%	11,8%
Hoạt động kinh doanh chính	10,8%	10,8%
Tỷ suất EBIT/Doanh thu	13,6%	11,6%
Hoạt động kinh doanh chính	10,4%	10,5%
Chi phí lãi vay/Doanh thu	1,1%	1,1%
Tỷ suất LNTT/Doanh thu	12,5%	9,8%
Hoạt động kinh doanh chính	8,4%	7,4%
Tỷ suất thuế suất TNDN/LNTT	4,3%	7,7%
Tỷ suất thuế suất thực TNDN/LNTT	12,0%	9,1%

(Tỷ đồng)	Doanh thu	LNTT
Thực hiện 2017	42.303	5.073
Kế Hoạch 2017	42.018	3.395
% Thực hiện/Kế hoạch	100,7%	149,4%

Nguồn: VJC, FPTS Research

** EBITDAR = EBITDA + Chi phí thuê đội bay trả hàng năm (Rent cost)*

*** EPS từ HĐKD cốt lõi đã điều chỉnh trích lập Quỹ khen thưởng, phúc lợi và trừ lợi nhuận từ bán máy bay*

Năm 2017 tiếp tục là năm thành công của Vietjet với kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh nhờ lượng hành khách gia tăng. Trong năm, VJC đã hoạt động ở 82 đường bay, bao gồm 38 đường bay nội địa (tăng 1 đường so với năm 2016) và 44 đường quốc tế (tăng 21 đường so với năm 2016). Doanh thu năm 2017 tăng 53,8% YoY, đạt 42.303 tỷ đồng. Trong đó:

- **Doanh thu vận chuyển hành khách tiếp tục tăng trưởng mạnh nhờ lượng khách vận chuyển tăng và mở thêm các tuyến bay quốc tế mới.** Năm 2017, doanh thu vận chuyển hành khách tăng 38,5% YoY, đạt 16.854 tỷ đồng (chiếm 39,8% tổng doanh thu) với động lực tăng trưởng chính đến từ:
  - Lượng hành khách vận chuyển tăng 21,8% YoY, đạt 17,1 triệu lượt. Trong đó, lượng hành khách quốc tế tăng 91% YoY, đạt 4,8 triệu lượt và khách nội địa tăng 12% YoY, đạt 12,3 triệu lượt.
  - Năm 2017, Vietjet mở thêm 21 tuyến bay quốc tế (tăng 91%yoy) và 1 tuyến bay nội địa.
  - Hệ số sử dụng ghế bình quân trên các chuyến bay (load factor) vẫn được duy trì ở mức 88% mặc dù tổng lượng ghế cung ứng tăng. Tần suất chuyến bay tăng (thời gian hoạt động – block hours – vẫn duy trì ở mức cao khoảng 13,8 giờ/tàu bay/ngày) giúp tổng số chuyến bay thực hiện trong năm 2017 tăng 17,0% YoY, đạt 98.805 chuyến.
- **Doanh thu hoạt động phụ trợ tăng mạnh nhờ mở rộng các tuyến bay quốc tế.** Doanh thu phụ trợ năm 2017 của công ty đạt 5.477 tỷ đồng (chiếm 12,9% tổng doanh thu), tăng 54,2% YoY nhờ lượng hành khách tăng 22% và doanh thu phụ trợ bình quân mỗi hành khách tăng 26% YoY, đạt 14,3 USD/hành khách. Chúng tôi nhận thấy doanh thu phụ trợ bình quân mỗi hành khách quốc tế có xu hướng cao hơn so với hành khách nội địa do thời gian bay dài hơn, hành khách sẽ có xu hướng sử dụng thêm các dịch vụ như đồ ăn, nước uống và mang nhiều hành lý hơn.

BẢNG 2: **Các dịch vụ phụ thu của Vietjet**

Dịch vụ phụ thu	Chi tiết
Dịch vụ giá trị gia tăng	Phí hành lý quá cước Phí đổi chuyến bay, hủy chuyến Phí lựa chọn chỗ ngồi Phí đặt vé hộ Dịch vụ trong chuyến ban: bán đồ ăn, nước uống, đồ lưu niệm, hàng miễn thuế…
Bán hàng lấy hoa hồng	Dịch vụ đặt phòng khách sạn, mua bảo hiểm du lịch, thuê xe ô tô, hàng tiêu dùng…
Dịch vụ quảng cáo	Vietjet cung cấp dịch vụ quảng cáo cho bên thứ ba trên tạp chí chuyến bay của hãng, không gian trong và ngoài máy bay, trên website

Nguồn: VJC, FPTS Research

- **Doanh thu bán máy bay đạt cao nhất trong lịch sử.** Doanh thu bán máy bay năm 2017 (chiếm 46,7% tổng doanh thu) đạt 19.754 tỷ đồng (+70,6% YoY), mức cao nhất trong lịch sử hoạt động của VJC. Trong năm 2017, VJC tiến hành bán và thuê lại 17 máy bay, bao gồm 16 máy bay A321-CEO[1] và 1 máy bay A321-NEO[2], cao hơn nhiều so với con số 11 chiếc của năm 2016. VJC có thể phải ghi nhận nghiệp vụ bán và thuê lại là chi phí thuê tài chính theo tiêu chuẩn IFRS từ năm 2020.

  Từ năm 2020, các công ty niêm yết tại Việt Nam sẽ buộc phải tuân thủ chặt chẽ chuẩn mực kế toán IFRS. Các công ty ghi nhận thuê hoạt động như Vietjet sẽ phải chuyển sang ghi nhận thuê tài chính, nghĩa là:

  1) Báo cáo đầy đủ nghĩa vụ thuê tài chính trên Bảng Cân đối kế toán (thay vì ghi ngoài bảng như hiện tại);

  2) Báo cáo riêng chi phí khấu hao và chi phí lãi vay từ thuê máy bay thay vì gộp chung các chi phí này trong chi phí thuê hoạt động.

[1] current engine option
[2] new engine option

Việc thay đổi chính sách kế toán sẽ không làm ảnh hưởng đến lợi nhuận hoạt động cốt lõi của Vietjet là dịch vụ vận tải và các dịch vụ phụ trợ hàng không. **Tuy nhiên, doanh thu và lợi nhuận từ bán máy máy bay sẽ không được phép ghi nhận.** Chúng tôi đánh giá cao điều này do chuẩn mực kế toán mới sẽ cải thiện tính minh bạch trong các hệ số đòn bẩy và lợi nhuận hoạt động chủ đạo. *(Xem thêm tác động của chuẩn mực IFRS 16 trong Báo cáo ngành hàng không của FPTS).*

Biên lợi nhuận gộp năm 2017 tăng chủ yếu nhờ biên lợi nhuận từ hoạt động bán máy bay tăng mạnh. Biên lợi nhuận gộp của VJC tăng từ mức 14,2% của năm 2016 tăng lên 15,5% năm 2017. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh (HĐKD) cốt lõi giảm nhẹ từ mức 14,9% năm 2016 còn 14,0% năm 2017. Nguyên nhân do giá xăng JetA1 (chiếm gần 40% chi phí đầu vào) đã tăng 22,3% YoY. Ngoài ra, lợi nhuận bình quân trên mỗi ghế luân chuyển (RASK – CASK) [3] giảm 2,1% YoY, chủ yếu do RASK giảm 1,15% YoY vì VJC đẩy mạnh chiến dịch giá vé 0 đồng để quảng bá cho các tuyến bay mới.

Ngược lại, biên lợi nhuận gộp từ các máy bay được bán của VJC tăng mạnh lên 17,2% từ mức 13,2% của năm 2016. Trong năm 2017, VJC tiến hành bán và thuê lại 17 máy bay, bao gồm 16 máy bay A321 CEO và 1 máy bay A321 NEO, cao hơn nhiều so với con số 11 chiếc của năm 2016. Đồng thời, 11 máy bay năm 2016 bao gồm 3 máy bay A320 CEO và 8 máy bay A321 CEO. Giá máy bay A321 CEO cao hơn khoảng 20% so với giá máy bay A320 CEO và giá máy bay A321 NEO cao hơn khoảng 15% so với giá máy bay A321 NEO. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng, việc Vietjet mua máy bay từ Airbus với số lượng lớn đã giúp cho VJC nhận được những khoản chiết khấu lớn hơn khi mua máy bay giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện rõ rệt. Lưu ý rằng, Vietjet tạo ra lợi nhuận từ các giao dịch SALB chủ yếu nhờ việc mua máy bay với số lượng lớn và nhận được mức chiết khấu cao trong giá mua từ Airbus, sau đó Vietjet bán lại các máy bay này cho các công ty cho thuê ở mức giá thị trường.

Nguyên nhân VJC có thể đặt hàng Airbus và Boeing với số lượng lớn trong khi các công ty cho thuê máy bay khác không lựa chọn giải pháp này mà phải mua lại máy bay từ VJC và sau đó cho VJC thuê lại là vì:

- Các tổ chức cho thuê máy bay như GE Capital Aviation, Jackson Aviation hay AVAP Leasing IV muốn nhận được mức chiết khấu cao cần phải đặt hàng số lượng lớn như các hãng hàng không LCC. Tuy nhiên, các công ty cho thuê này không thể đảm bảo được nhu cầu sử dụng của các công ty hàng không trong khi những loại tài sản như máy bay lại có giá trị rất lớn.
- Ngược lại, bản thân các công ty hàng không như VJC, với lợi thế am hiểu thị trường hoạt động và nội tại doanh nghiệp, có thể chủ động lập kế hoạch và xác định nhu cầu sử dụng tàu bay của mình.

Lợi nhuận sau thuế từ HĐKD lõi vẫn tăng mạnh dù biên lợi nhuận gộp HĐKD giảm nhờ tiết giảm chi phí hoạt động.

Nhờ tiết giảm chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (chủ yếu là chi phí nhân công và chi phí quảng cáo, tiếp thị), biên lợi nhuận HĐKD cốt lõi của VJC (không bao gồm lợi nhuận bán máy bay) chỉ giảm nhẹ từ mức 10,5% năm 2016 còn 10,4% năm 2017, dù biên lợi nhuận gộp của HĐKD chính giảm 0,9%. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu HĐKD và tỷ lệ Chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu HĐKD lần lượt đạt 2,6% và 1,0%, giảm so với mức 3,3% và 1,2% của năm 2016.

Lỗ tài chính năm 2017 chỉ còn 402 tỷ đồng, giảm 21,0% YoY. Nguyên nhân chính là giá trị thời gian của dòng tiền đã được chiết khấu của khoản dự phòng chi phí bảo dưỡng máy bay giảm 37,2% YoY xuống còn 277,6 tỷ đồng, do Vietjet đã trả lại sớm một số máy bay hết hạn thuê. Lưu ý rằng khi Vietjet thuê một chiếc máy bay, công ty phải hạch toán chi phí bảo dưỡng cho chiếc máy bay đó trong thời gian thuê (10-13 năm). Đây là chi phí trích trước được Vietjet hạch toán hàng năm bằng giá trị hiện tại của các khoản bảo dưỡng máy bay theo kế hoạch trong tương lai. Nếu VJC trả lại máy bay sớm hơn thời gian bảo dưỡng như kế hoạch và giảm chi phí bảo dưỡng thì

[3] RASK: Doanh thu bình quân trên mỗi ghế cung ứng; CASK: Chi phí bình quân trên mỗi ghế cung ứng

khoản dự phòng sẽ được hoàn nhập. Chi phí lãi vay đạt 238 tỷ đồng, tăng 31,5% YoY, dư nợ ngắn hạn tại thời điểm cuối năm 2017 khá lớn, đạt 6.897 tỷ đồng (con số này đầu năm là 6.102 tỷ đồng).

Biên lợi nhuận HĐKD giảm nhẹ, tuy nhiên nhờ lỗ tài chính thuần suy giảm dẫn đến tỷ suất LNTT/doanh thu HĐKD vẫn tăng lên 8,4% từ mức 7,4% năm 2016. Lợi nhuận trước thuế (không bao gồm lợi nhuận bán máy bay) theo đó cũng tăng lên 1.903 tỷ đồng (+61,7% YoY). Nếu tính cả lợi nhuận từ bán máy bay, Vietjet ghi nhận lợi nhuận trước thuế năm 2017 đạt 5.303 tỷ đồng, tăng đến 96,2% YoY.

Thuế suất TNDN thực năm 2017 giảm từ mức 7,7% còn 4,3% do tỷ lệ đóng góp LNTT của hoạt động bán máy bay cao hơn nhiều so với năm trước. Lợi nhuận từ bán máy bay của Vietjet hiện không phải chịu thuế TNDN. Do đó, lợi nhuận sau thuế năm 2017 hợp nhất đạt 5.074 tỷ đồng, tăng 103,3% YoY (cao hơn mức tăng của LNTT), **trong đó lợi nhuận sau thuế từ HĐKD của VJC được chúng tôi tính toán lại khoảng 1.673 tỷ đồng, tăng 72,6% YoY.** Đối với hoạt động vận chuyển hành khách và hàng hóa của công ty mẹ Vietjet, năm 2018 là năm cuối cùng công ty được giảm 50% số thuế TNDN phải nộp, tức mức thuế suất chỉ 10% (Vietjet được giảm thuế trong 2016-2018). Từ năm 2019, công ty sẽ chịu mức thuế suất TNDN là 20% theo quy định đối với hoạt động kinh doanh chính.

Về tình hình tài sản, nguồn vốn và dòng tiền của Vietjet

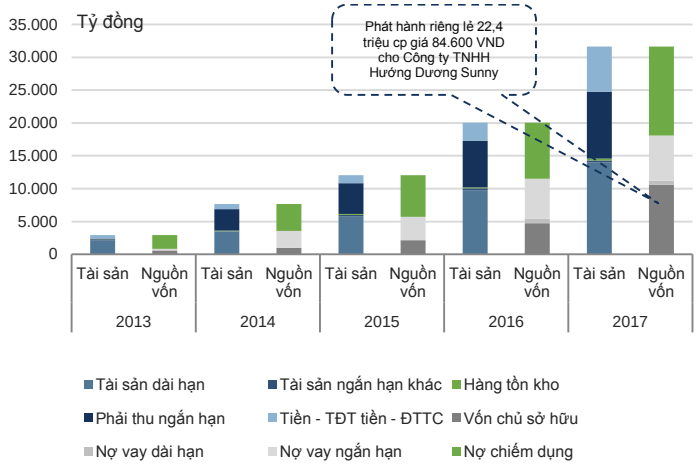
Tại thời điểm 31/12/2017, tiền và các khoản tương đương tiền đạt 6.862 tỷ đồng (chiếm 39% tài sản ngắn hạn), tăng hơn 1,5 lần so với đầu năm chủ yếu do dòng tiền HĐKD tăng mạnh (CFO). Ngoài ra, hai khoản mục phải thu ngắn hạn (chiếm 32% tổng tài sản) và phải thu dài hạn (chiếm 23% tổng tài sản) tăng mạnh, lần lượt đạt 10.223 tỷ đồng và 7.152 tỷ đồng, cao hơn nhiều so với con số 7.129 tỷ đồng và 5.105 tỷ đồng đầu năm. Hai khoản mục này tăng đột biến chủ yếu do khoản tiền VJC đặt cọc mua máy bay (xem chi tiết **Biểu đồ 6**) và đóng góp vào quỹ bảo dưỡng máy bay tăng mạnh.

Tổng dư nợ vay (ngắn & dài hạn) đạt 7.524 tỷ đồng, tăng 10,7% so với đầu năm. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ vay trên VCSH (D/E) giảm xuống mức 71,0% so với mức 143,6% hồi đầu năm. Chỉ số này giảm tương đối mạnh trong khi lượng vay nợ tăng do Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối tăng mạnh và trong năm 2017 VJC đã phát hành 22,4 triệu cổ phiếu cho Công ty TNHH Hướng Dương Sunny (thuộc kiểm soát của Phó Chủ tịch) vào tháng 3/2017 với giá 84.600 đồng/cổ phiếu.

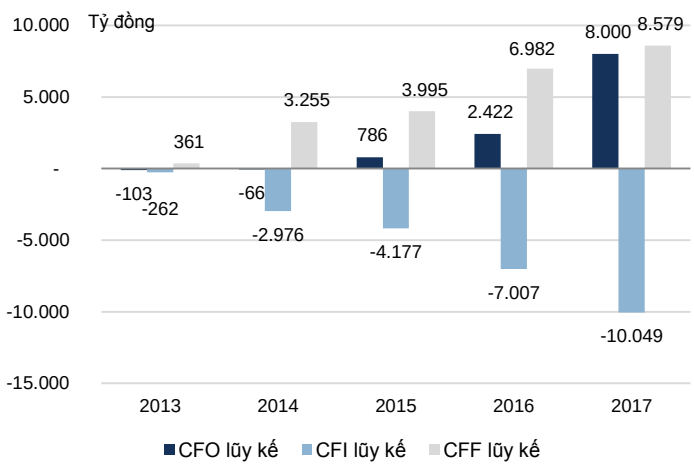
Tài sản thuê ngoài trong khoản mục ngoài Bảng Cân đối kế toán tăng mạnh 62,2% lên mức 45.555 tỷ đồng. Đây là các khoản tiền thuê tối thiểu mà Vietjet phải trả cho các hợp đồng thuê hoạt động máy bay không được hủy ngang.

Dòng tiền HĐKD (CFO) tăng hơn 3 lần so với năm 2016, lên 5.578 tỷ đồng chủ yếu nhờ lợi nhuận trước thuế tăng trưởng. Ngoài ra thay đổi của các khoản phải thu liên quan tới quỹ bảo dưỡng máy bay (tăng ròng 2.794 tỷ) và các khoản nợ chiếm dụng tăng 4.945 tỷ (chủ yếu tới từ các khoản dự phòng chi phí bảo dưỡng tăng 3.168 tỷ) cũng là nguyên nhân khiến dòng CFO tăng mạnh. Dòng tiền hoạt động đầu tư đạt -3.042 tỷ đồng và chủ yếu được dùng cho việc chi đặt cọc mua máy bay và chi đầu tư tài sản cố định (chiếm 86%). Dòng tiền hoạt động tài chính giảm 46% YoY, đạt 1.597 tỷ đồng. Trong năm 2017, công ty đã thu được 1.759 tỷ đồng từ phát hành cổ phần riêng lẻ cho công ty TNHH Hướng Dương Sunny (như chúng tôi đã trình bày ở trên) và chi trả cổ tức tiền mặt cho cổ đông (877 tỷ đồng). Dòng vay nợ ròng chỉ 714 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với con số 3.214 tỷ đồng năm 2016.

BIỂU ĐỒ 4: **Cơ cấu tài sản và nguồn vốn của VJC 2013-2017**



BIỂU ĐỒ 5: **CFO lũy kế, CFI lũy kế và CFF lũy kế của VJC 2013-2017**



Nguồn: CAPA, Air Mekong đã ngừng hoạt động từ năm 2013, FPTS Research

Với kết quả kinh doanh đạt được, Vietjet quyết định thực hiện **chính sách phân phối lợi nhuận năm 2017** như sau:

BẢNG 3: **Tình hình phân phối lợi nhuận 2016-2017 của VJC**

	Năm 2016	Năm 2017
	% LNST	% LNST
Lợi nhuận sau thuế		
Chi trả cổ tức		
Cổ tức tiền mặt	33% (3.500 đ/cp)	28% (4.000 đ/cp)
Cổ tức cổ phiếu	39% (Tỷ lệ thực hiện 100:93)	43% (Tỷ lệ thực hiện 100:60)
Trích lập các quỹ	**0%**	**0%**
Lợi nhuận giữ lại	**27,8%**	**28,8%**

Nguồn: VJC, FPTS Research

Công ty đã chi trả cổ tức tiền mặt 3.000 đồng/cp cho cổ đông 2 lần (vào tháng 5/2017 và tháng 7/2017) và 40% cổ tức bằng cổ phiếu (vào tháng 10/2017). Như vậy, công ty còn chi trả cổ tức 2017 còn lại như sau:

- Cổ tức tiền mặt 1.000 đồng/cp, ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 9/5/2018 và ngày thanh toán là 25/5/2018.
- Cổ tức cổ phiếu tỷ lệ 20% trong năm 2018 với thời gian thực hiện sẽ do HĐQT quyết định.

Chính sách phân phối lợi nhuận của VJC không có nhiều khác biệt so với năm 2016, chủ yếu dùng để chi trả cổ tức tiền cho cổ đông (28-33% LNST), phần còn lại được Vietjet giữ lại để tái đầu tư vào hoạt động kinh doanh thông qua các khoản chia cổ tức bằng cổ phiếu, trích lập các quỹ và lợi nhuận giữ lại (khoảng 70% LNST).

KẾ HOẠCH KINH DOANH 2018

Năm 2018, công ty đặt kế hoạch Doanh thu hợp nhất đạt 50.970 tỷ đồng, tăng 20,5% YoY, trong đó doanh thu từ HĐKD (không tính doanh thu bán máy bay) đạt 30.100 tỷ đồng, tăng 33,5% YoY. Lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt 5.806 tỷ đồng, tăng 9,5% YoY. Ban lãnh đạo giải thích mức tăng của LNTT thấp hơn nhiều so với mức tăng của doanh thu là do số máy bay bán và tái thuê của Vietjet trong năm 2018 giảm, trong khi lĩnh vực cốt lõi là vận tải hành khách vẫn sẽ tăng tốt, với kế hoạch lợi nhuận trước thuế năm 2018 đạt 120 triệu USD, tăng 33,3% YoY.

Vietjet đặt mục tiêu mở rộng mạng bay lên 102 đường bay, bao gồm 42 đường bay nội địa (tăng 4 đường bay) và 60 đường bay quốc tế (tăng 16 đường bay). Các khoản đặt cọc mua máy bay (sau đó có thể sẽ bán và tái thuê lại một số máy bay) nhằm phục vụ việc mở rộng này. Khu vực Bắc Á vẫn sẽ là thị trường quốc tế chủ chốt mà VJC tập trung hoạt động. Song song với mở rộng thị trường hiện tại (Trung Quốc, Đài Loan, Hàn Quốc), Vietjet sẽ khai thác các thị trường mới như Nhật Bản (Quý 3/2018), Indonesia, Ấn Độ.

Ban lãnh đạo thông qua **tỷ lệ chi trả cổ tức 50% cho năm 2018**, nhưng chưa có thời gian thanh toán cụ thể cũng như chi tiết hình thức chi trả cổ tức tiền mặt theo mệnh giá và cổ tức cổ phiếu.

Chúng tôi tiến hành dự báo Kết quả kinh doanh năm 2018 của VJC như sau:

BẢNG 4: **FPTS Dự phóng KQKD 2018 của Vietjet**

(Tỷ đồng)	2018E	2017A	%YoY
Doanh thu thuần	**52.223**	**42.303**	**23,5%**
Vận chuyển hành khách	25.896	16.854	53,6%
Doanh thu hoạt động phụ trợ	8.267	5.477	50,9%
Doanh thu bán máy bay	17.681	19.754	-10,5%
Doanh thu khác	380	218	74,6%
Giá vốn hàng bán	44.365	35.753	24,1%
Lợi nhuận gộp	**7.858**	**6.550**	**20,0%**
Hoạt động kinh doanh chính	4.867	3.149	54,5%
Bán máy bay	2.991	3.400	-12,0%
Chi phí bán hàng	887	579	53,2%
Chi phí quản lý	346	226	53,2%
EBIT	**6.625**	**5.745**	**15,3%**
Hoạt động kinh doanh chính	3.635	2.345	55,0%
EBITDA	**6.832**	**5.840**	**17,0%**
EBITDAR	**12.670**	**10.287**	**23,2%**
Lợi nhuận trước thuế (LNTT)	**5.948**	**5.303**	**12,2%**
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	**5.592**	**5.074**	**10,2%**

Các tỷ lệ biên	2018E	2017A
Tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM)	15,0%	15,5%
Hoạt động kinh doanh chính	14,1%	14,0%
Bán máy bay	16,9%	17,2%
Chi phí bán hàng/Doanh thu HĐKD	2,6%	2,6%
Chi phí QLDN/Doanh thu HĐKD	1,0%	1,0%
Tỷ suất EBITDA/Doanh thu	13,1%	13,8%
Tỷ suất EBIT/Doanh thu	12,7%	13,6%
Hoạt động kinh doanh chính	10,5%	10,4%
Tỷ suất LNTT/Doanh thu	11,4%	12,5%
Tỷ suất thuế suất TNDN/LNTT	6,0%	4,3%

Nguồn: Dự phóng của FPTS

Cho năm 2018, chúng tôi dự báo tổng doanh thu thuần hợp nhất của VJC đạt 52.223 tỷ đồng, tăng 23,5% YoY. Lợi nhuận sau thuế hợp nhất năm 2017 đạt 5.592 tỷ đồng, tăng 10,2% YoY dựa trên những giả định sau:

- Lượng khách vận chuyển ước đạt 24,16 triệu lượt, tăng 41,2% YoY. Mức dự báo này cao hơn so với con số 24,10 triệu lượt mà VJC đặt ra. Lượng khách luân chuyển (RPK) tăng 36,3% YoY chủ yếu nhờ tăng trưởng RPK của các tuyến quốc tế, hệ số sử dụng ghế bình quân (Load Factor) duy trì ổn định, đạt 88,19%.
- Ngoài ra, chúng tôi dự báo công ty có thể chuyển ít nhất 50% mức tăng chi phí nhiên liệu sang giá vé hành khách nếu giá dầu Brent tiếp tục dưới mức 85 USD/thùng, do Vietjet có giá vé đang ở mức cạnh tranh và cơ cấu chi phí tốt nhất ngành. FPTS giả định giá dầu Brent bình quân năm 2018 sẽ đạt 70 USD/thùng, tăng 29,2% YoY. Đây cũng là mức cơ sở mà Vietjet dựa vào để đặt ra kế hoạch kinh doanh 2018.

Theo đó, doanh thu từ hoạt động vận chuyển hành khách ước tính tăng 53,6% YoY, đạt 25.896 tỷ đồng. Doanh thu từ hoạt động phụ trợ đạt 8.267 tỷ đồng, tăng 50,9% YoY nhờ lượng hành khách vận chuyển tăng 41,2% YoY và doanh thu phụ trợ bình quân trên mỗi hành khách đạt 14,8 USD/hành khách, tăng 5,8% YoY.

Doanh thu từ bán máy bay giảm 10,5% YoY, đạt 17.6814 tỷ đồng do số lượng máy bay bán và tái thuê giảm từ 17 máy bay năm 2017 xuống còn 14 máy bay năm 2018. Trong số 14 máy bay VJC bán và thuê lại trong năm 2018, có 9 máy bay thuộc dòng A321 NEO, giá bán cao hơn 15% so với máy bay A321 CEO (năm 2017 là 16 máy bay A321 CEO và 1 máy bay A321 NEO).

Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ từ mức 15,5% năm 2017 còn 15,0% năm 2018. Trong đó, biên lợi nhuận gộp HĐKD tăng nhẹ lên 14,1% (năm 2017 là 14,0%) dù giá dầu Brent được chúng tôi giả định tăng 29,2% YoY do VJC chuyển 50% mức tăng chi phí nhiên liệu vào giá vé hành khách, đồng thời tiết giảm 30% chi phí bảo dưỡng thường xuyên đội bay (do VJC mua thêm nhiều máy bay mới khiến chi phí bảo dưỡng bình quân thấp hơn các năm trước). Biên lợi nhuận gộp từ bán may bay giảm nhẹ còn 16,9% từ mức là 17,2% năm 2017 do VJC nhận được mức chiết khấu thấp hơn từ Airbus so với năm 2017.

Chi phí bán hàng và quản lý tăng 53,2% YoY lên 1.233 tỷ đồng do các hoạt động quảng cáo marketing cho các tuyến bay mới; tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu (không tính doanh thu bán máy bay) duy trì ở mức 3,6%.

Lỗ ròng từ hoạt động tài chính tăng 52,5% lên 617 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo chi phí lãi vay sẽ tăng 20% YoY lên 285 tỷ đồng do công ty tăng vay nợ dài hạn để mua máy bay mới. Đồng thời, giá trị thời gian của dòng tiền đã được chiết khấu của khoản dự phòng chi phí bảo dưỡng máy bay cũng tăng 23,4% YoY, đạt 342 tỷ đồng do VJC nhận thêm các máy bay mới.

Theo đó, LNTT tăng trưởng 12,2% YoY, đạt 5.948 tỷ đồng. Nếu không tính lợi nhuận từ bán và cho thuê lại máy bay, thì LNTT từ hoạt động kinh doanh chính là 2.957 tỷ đồng (+55,4% YoY). LNST năm 2018 đạt 5.592 tỷ đồng, tăng 10,2% YoY. Nếu không tính lợi nhuận từ bán và cho thuê lại máy bay, thì LNST từ hoạt động kinh doanh chính là 2.601 tỷ đồng (+55,4% YoY).

BẢNG 5: **Ảnh hưởng của giá dầu brent và % mức tăng chi phí nhiên liệu chuyển vào giá vé đến LNST của Vietjet**

Lợi nhuận sau thuế 2018 *		Giá dầu Brent (USD/thùng)					
		60	65	70	75	80	85
% mức tăng chi phí nhiên liệu chuyển vào giá vé	0%	2.831	2.255	1.779	1.484	327	-153
	30%	2.918	2.460	2.130	1.776	1.423	1.169
	40%	3.049	2.632	2.347	1.934	1.622	1.309
	50%	3.190	2.803	**2.601** (Base case)	2.292	1.966	1.599
	60%	3.312	2.974	2.781	2.402	2.119	1.788
	70%	3.443	3.145	2.998	2.708	2.218	1.928

Nguồn: VJC, FPTS Research

** LNST không tính lợi nhuận từ bán máy bay*

Dựa vào kết quả kinh doanh chúng tôi dự báo và kế hoạch năm 2018 của công ty, chúng tôi có bảng đánh giá khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2018 của Vietjet như sau:

BẢNG 6: **Đánh giá khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2018 của Vietjet**

	Thực hiện 2017	Kế hoạch 2018	+/- KH 2018/ TH 2017	Dự phóng KQKD 2018 Vietjet	Khả năng hoàn thành KH của VJC theo dự phóng của FPTS
Đội tàu	51	66	29,4%	66	-
Chuyến bay khai thác	98.805	123.194	24,7%	123.506	100,3%
Lượng hành khách	17.110.207	24.100.000	40,9%	24.156.053	100,2%
Ghế cung ứng	19.432.376	27.327.361	40,6%	27.390.920	100,2%
Hệ số sử dụng ghế bình quân	88,05%	88,19%	0,2%	88,19%	-
Doanh thu vận tải hàng không (tỷ đồng)	22.548	30.100	33,5%	34.543	114,8%
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	42.303	50.970	20,5%	52.223	102,5%
Lợi nhuận trước thuế hợp nhất (tỷ đồng)	5.303	5.806	9,5%	5.948	102,4%

Nguồn: VJC, FPTS Research

Vietjet đã công bố kết quả kinh doanh Q1/2018. Doanh thu và lợi nhuận trước thuế hợp nhất lần lượt 12.560 tỷ đồng (+146% YoY) và đạt 1.481 tỷ đồng (+254% YoY). Trong đó, doanh thu và

lợi nhuận trước thuế đã loại trừ hoạt động bán máy bay lần lượt đạt 7.882 tỷ đồng (+54,3% YoY) và 681 tỷ đồng (+62,9% YoY). Lưu ý rằng, VJC đã bán và tái thuê 4 máy bay trong Q1/2018 trong khi Q1/2017, VJC không có lợi nhuận từ hoạt động bán máy bay. Với kết quả này, Vietjet đã hoàn thành 24,6% kế hoạch doanh thu và 25,5% kế hoạch lợi nhuận trước thuế năm 2018. Kết quả này bằng 24,0% tổng doanh thu và 24,9% dự báo lợi nhuận của chúng tôi.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀ ĐỊNH GIÁ

Để đưa ra khuyến nghị đầu tư đối với một doanh nghiệp, chúng tôi thường tập trung vào 4 yếu tố: (1) Tiềm năng tăng trưởng; (2) Đội ngũ Ban lãnh đạo; (3) Định giá và (4) Rủi ro:

Tiềm năng tăng trưởng và Đội ngũ Ban lãnh đạo

Vietjet có tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) trong giai đoạn 2014-2017 của doanh thu HĐKD cốt lõi (vận tải hành khách) là 48,1%/năm và LNST từ HĐKD cốt lõi là 75,4%/năm. Đây là mức tăng trưởng ấn tượng so với các doanh nghiệp trong ngành trên thế giới. Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá cao lợi thế cạnh tranh và triển vọng của hãng hàng không giá rẻ Vietjet trong ít nhất 2-3 năm tới dựa vào những phân tích ở phần Phụ lục. Ở đây, chúng tôi tóm tắt lại các điểm nhấn đầu tư của VJC như sau:

- Dư địa tăng trưởng ngành hàng không Việt Nam còn lớn (Nhà đầu tư có thể liên hệ Bộ phận Tư vấn đầu tư để xem thêm **Báo cáo ngành Hàng không tháng 04/2018 của FPTS**)
- Lợi thế độc quyền nhóm khá rõ rệt khi tại đường bay nội địa Việt Nam chỉ có hai hãng giá rẻ là Vietjet và Jetstar và hiện VJC đã chiếm lĩnh 43% thị phần. Rào cản gia nhập ngành cao vì yếu tố chính trị và các thủ tục liên doanh tương đối phức tạp.
- Lợi thế trong quản lý chi phí so với các hãng giá rẻ khác trong khu vực. Đây là yếu tố được Warren Buffett đánh giá là quan trọng nhất đối với cạnh tranh trong ngành hàng không.
- Doanh thu phụ trợ trên mỗi hành khách còn nhiều dư địa tăng trưởng.
- Chiến lược tăng trưởng khá sáng sủa với kế hoạch mở đường bay quốc tế và đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi để chiếm lĩnh thị phần.

Và quan trọng nhất là Vietjet có một đội ngũ Ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm trong ngành, gắn bó sâu sắc với công ty ngay từ những ngày đầu thành lập (xem ở trang 3).

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành lọc ra nhóm các cổ phiếu hàng không giá rẻ trong khu vực để so sánh các chỉ số tài chính và mức định giá giữa Vietjet với nhóm doanh nghiệp này. Đồng thời chúng tôi cũng kiểm tra cách các doanh nghiệp này ghi nhận doanh thu/lợi nhuận từ hoạt động bán và tái thuê máy bay và nhận thấy các điểm lưu ý sau:

- Phần lớn các doanh nghiệp so sánh đều thuê máy bay dưới cả hai hình thức: thuê tài chính và thuê hoạt động. Trong đó, số lượng máy bay thuê tài chính chiếm tỷ trọng lớn hơn (trên 85%), riêng Indigo hiện có đến 90% lượng máy bay là đi thuê hoạt động.
- Thu nhập từ hoạt động bán và tái thuê máy bay dưới hình thức thuê hoạt động đều được tất cả các doanh nghiệp ghi nhận trong khoản mục Thu nhập khác (Other Income) trên bảng Báo cáo kết quả kinh doanh. Do số lượng máy bay thuê hoạt động tương đối nhỏ nên lợi nhuận từ việc bán và thuê lại máy bay chiếm tỷ trọng tương đối thấp trong tổng lợi nhuận của các doanh nghiệp, ngoại trừ Indigo tương đối lớn. Lưu ý rằng, doanh thu từ hoạt động bán máy bay đang được Vietjet ghi nhận trong mục Doanh thu thuần (Revenue) trên bảng Báo cáo kết quả kinh doanh. Các máy bay được Vietjet tái thuê đều dưới hình thức là thuê hoạt động.

Vì thế, chúng tôi nhận thấy chỉ số EV/EBITDA là chỉ số thích hợp nhất và nhanh nhất dùng để so sánh về định giá. Trong nhóm các doanh nghiệp so sánh, EBITDA là lợi nhuận hoạt động kinh doanh trước lãi vay, khấu hao và thuế, vì vậy không bao gồm thu nhập từ bán máy bay. Riêng đối với Vietjet, chúng tôi sử dụng EBITDA từ hoạt động kinh doanh chính, tức là đã trừ đi thu nhập từ các máy bay đã bán.

BẢNG 7: **So sánh VJC và các công ty trong ngành trên thế giới**

Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (triệu USD)	DT 2017 (triệu USD)	LNST 2017 (triệu USD)	Tăng trưởng DT (%)	Tăng trưởng LNST (%)	Tăng trưởng EBITDA (%)	Biên LN gộp (%)	Biên EBITDA (%)	ROE (%)	D/E (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)
AIRASIA GROUP BHD	3.173	2,260	382	40	-23	30	n.a	33,9	21,1	145,8	7,6	1,5	6,1
CEBU AIR INC	1.037	1,350	155	10	-20	-7	n.a	25,0	21,4	103,0	6,7	1,3	4,6
SPRING AIRLINES	5.110	1,268	133	4	-25	n.a	9,9	n.a	11,5	133,0	21,4	2,6	n.a
AIRASIA X BHD	400	1,062	23	14	-57	-52	n.a	5,9	9,7	87,2	16,5	1,6	7,9
ASIA AVIATION PCL	911	1,060	44	11	-21	-11	13,6	12,3	6,8	61,9	19,5	1,3	11,5
INTERGLOBE AVIATION	6.779	2,751	229	15	-21	-31	n.a	11,6	47,3	68,7	20,1	6,4	11,6
SPICEJET LTD	1.103	910	62	22	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n,a	n.a	n.a	n.a
JEJU AIR CO LTD	1.172	882	65	33	45	75	22,2	12,7	24,4	16,4	16,1	3,8	7,6
JIN AIR CO LTD	893	786	66	23	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	19,7	n.a	n.a	5.7
NOK AIRLINES PCL	215	577	(60)	21	27	37	-7,5	-10,9	-263	101,3	n.a	5,7	n.a
Trung bình	**2.079**	**1.291**	**110**	**19**	**-12**	**6**	**9,6**	**12,9**	**-15,2**	**81,9**	**15,4**	**3,0**	**8,2**
Trung vị	**1.070**	**1.061**	**65**	**18**	**-21**	**-7**	**11,8**	**12,3**	**16,3**	**87,2**	**16,5**	**2,1**	**7,8**
VIETJET AVIATION JSC	**3.431**	**1.862**	**223**	**54**	**121**	**104**	**15,5**	**13,8**	**67,1**	**71,0**	**15,2**	**7,4**	**32,3 ****

Nguồn: Bloomberg, FPTS Research

*** EBITDA đã trừ lợi nhuận từ bày máy bay*

Các giá trị tính toán đều lấy cho năm 2017 hoặc thời điểm 31/12/2017. Thị giá cổ phiếu lấy theo thời điểm hiện tại.

Tại mức giá đóng cửa ngày 03/05/2018, EV/EBITDA từ hoạt động kinh doanh chính của Vietjet là 32,3x, cao hơn nhiều so với mức bình quân 8,2x của nhóm doanh nghiệp so sánh. Tuy nhiên, Vietjet là doanh nghiệp có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế từ hoạt động kinh doanh cũng như ROE cao nhất trong nhóm so sánh trong năm 2017.

RỦI RO

Do hoạt động kinh doanh khá đặc thù nên các doanh nghiệp hàng không nói chung và Vietjet nói riêng phải đối diện với khá nhiều rủi ro:

1) **Rủi ro về sự suy thoái của nền kinh tế và dịch bệnh:** như chúng tôi đã phân tích trong phần lịch sử ngành, ngành hàng không là ngành rất nhạy cảm đối với khủng hoảng và các dịch bệnh.

2) **Rủi ro nhiên liệu đầu vào:** Giá xăng Jet-A1 chiếm gần 40% chi phí đầu vào của Vietjet. Vì thế giá xăng Jet-A1 biến động ngoài dự báo sẽ gây ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp vận tải hàng không.

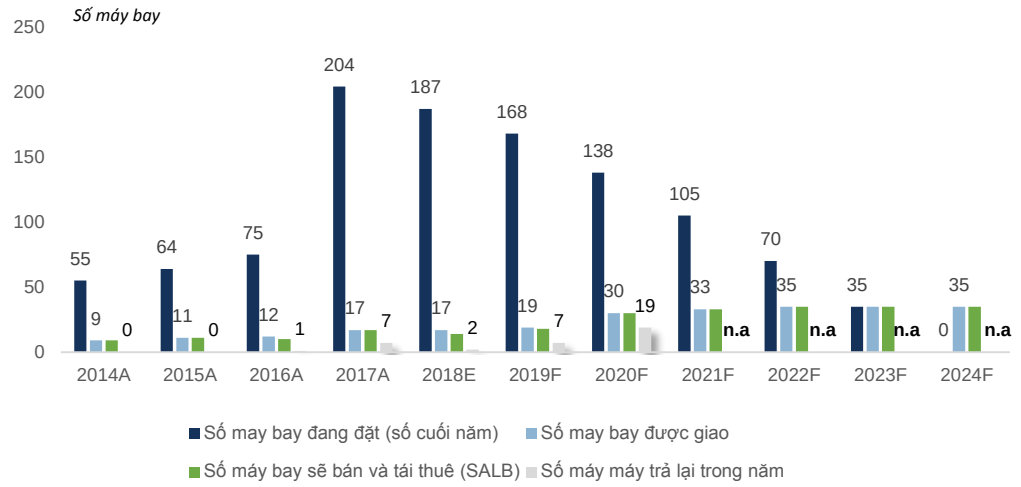
3) **Rủi ro tỷ giá:** Hiện các doanh nghiệp vận tải hàng không đều nhập máy bay và thuê máy bay từ nước ngoài bằng USD. Các chi phí như sửa chữa, bảo dưỡng cũng bằng USD. Bên cạnh đó, Vietjet đang có khoản vay ngoại tệ đồng USD (khoảng 48% tổng nợ vay). Vì thế, biến động tỷ giá có thể làm ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty.

4) **Rủi ro lãi suất:** Đặc điểm của ngành vận tải hàng không là cần một lượng vốn rất lớn đầu tư vào tài sản cố định và vốn lưu động. Điều này khiến các doanh nghiệp trong ngành vận tải hàng không phải phụ thuộc nhiều vào các khoản vay. Chỉ số nợ trên vốn chủ sở hữu (Debt/Equity – D/E) của VJC năm 2017 là 71%. Trong đó, khoảng 48% nợ vay là vay bằng đồng USD, còn lại là đồng VND. Do đó, nếu mặt bằng lãi suất tăng (và tỷ giá VND/USD tăng) có thể sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

5) **Rủi ro cạnh tranh:** Hiệp định mở cửa Bầu trời ASEAN và tiềm năng còn lớn sẽ khiến ngành trở nên cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn. Điển hình hai doanh nghiệp quốc tế là AirAsia và Lion; doanh nghiệp nội địa Vietstar Airlines đều dự kiến bay trong những năm tới.

6) **Rủi ro dư thừa với số lượng máy bay đặt mua lớn.** Hiện tại, VJC đã đặt mua 187 máy bay mới gồm 75 Airbus A321 neo, 12 Airbus A321 ceo và 100 Boeing 737 MAX và dự kiến cho đến năm 2024 toàn bộ số máy bay này sẽ được bàn giao. Lịch trình bàn giao được chúng tôi dự báo như hình dưới. Nếu tốc độ tăng trưởng của thị trường chậm lại, Vietjet có thể sẽ không sử dụng hết đội bay của mình hoặc hệ số sử dụng ghế bình quân suy giảm. Nếu điều đó xảy ra, VJC có thể trả lại các máy bay của mình đã thuê từ Nhà cho thuê tài chính, tuy nhiên VJC sẽ phải chịu một khoản phạt. Do đó, tỷ suất lợi nhuận có thể bị ảnh hưởng.

BIỂU ĐỒ 6: **Lịch trình bàn giao máy bay của Vietjet**



Nguồn: VJC, FPTS Research

7) **Rủi ro pha loãng của cổ phiếu:** ĐHCĐ năm 2017 đã thông qua phương án phát hành cổ phiếu ESOP cho giai đoạn năm 2017 – 2019. Số lượng cổ phiếu phát hành dự kiến sẽ không quá 3% vốn điều lệ của VJC tại thời điểm phát hành cho mỗi năm. Hiện tại, doanh nghiệp chưa có lịch trình cụ thể cho việc phát hành cổ phiếu ESOP mà sẽ thực hiện điều chỉnh tùy tình hình hoạt động cụ thể.

8) **Rủi ro các dịch vụ tại cảng hàng không phụ thuộc vào ACV (Tổng Công ty Cảng hàng không – UpCom):** Chủ trương của Bộ GTVT nhằm xã hội hóa hoạt động đầu tư và quản lý khai thác cảng hàng không. VJC các năm qua đang đẩy mạnh chính sách đầu tư vào các cảng hàng không (VJC đã đầu tư 10% vào Nhà ga quốc tế Cam Ranh và đang xin đầu tư mở rộng Nhà ga T3, T4 tại Tân Sơn Nhất). Việc tham gia vào đầu tư cảng hàng không sẽ tạo điều kiện cho VJC có quyền chi phối hoạt động cảng, cơ sở hạ tầng và trang thiết bị lúc đó sẽ được sẽ được thiết kế theo nhu cầu của hãng sao cho hiệu quả, phù hợp. Các năm qua, VJC vẫn phải thuê ngoài các dịch vụ mặt đất do phía ACV cung cấp vì hiện nay quá trình xã hội hóa đang diễn ra còn chậm. Đối tác chiến lược của ACV là ADP yêu cầu doanh nghiệp này phải xác lập nguyên tắc "một cảng hàng không – một nhà khai thác", tức là mỗi cảng hàng không chỉ có duy nhất một đơn vị tham gia khai thác, trước khi thực hiên mua cổ phần của ACV. Tuy nhiên, yêu cầu này từ phía ADP lại trái ngược với chủ trương xã hội hóa đã vạch ra từ trước của Bộ GTVT nên mặc dù việc chuyển nhượng vốn cho ADP đã được chấp thuận nhưng quá trình đàm phán hợp đồng giữa 2 bên vẫn chưa được hoàn thành.

Nếu ACV chấp thuận đề nghị của ADP thì VJC sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc cắt giảm chi phí giá vốn của mình vì VJC sẽ không còn được tham gia đầu tư vào các dự án cảng hàng không sắp tới. Trong chiều hướng ngược lại, nếu thỏa thuận giữa ACV và ADP bị hủy bỏ, VJC sẽ có điều kiện tham gia đầu tư vào các cảng hàng không. Qua đó, doanh nghiệp sẽ chủ động trong việc khai thác hạ tầng cảng và triển khai các dịch vụ của mình cho phù hợp với mô hình LCC. Thế nhưng, điều này gián tiếp tạo ra áp lực về vốn cho VJC khi chi phí đầu tư vào hạ tầng cảng là không nhỏ.

Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi đánh giá các rủi ro (1), (3), (4) và (6) sẽ khó có thể xảy ra trong ngắn và trung hạn vì:

- Nền kinh tế Việt Nam đang trong giai đoạn ổn đinh, vì thế rủi ro về sự suy thoái của nền kinh tế (1) khó có thể xảy ra.
- Yếu tố về lãi suất và tỷ giá (3 và 4) các năm qua được Chính phủ tập trung duy trì ổn định nhằm khuyến khích tăng trưởng kinh tế. Tỷ giá VND/USD trong những năm qua tăng 2-3% - mức có thể dự báo trước được, trong khi mặt bằng lãi suất vẫn đang được duy trì ở mặt bằng thấp.

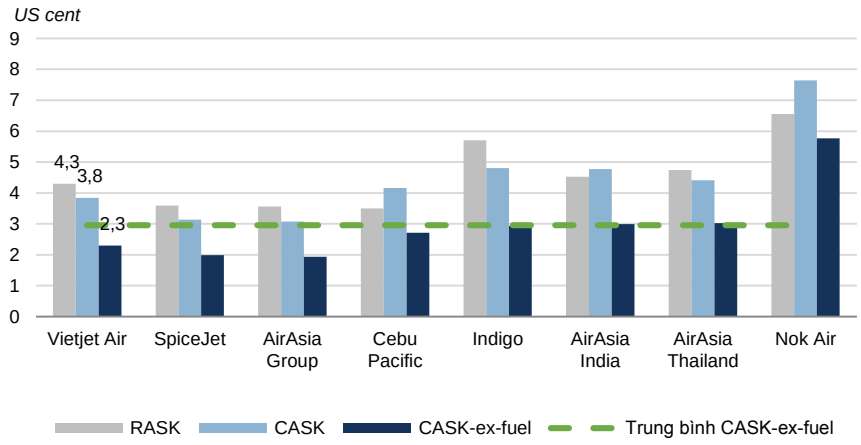
Như vậy, với tiềm năng tăng trưởng còn rộng mở trong ít nhất 2-3 năm tới, đội ngũ Ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm trong ngành trong và những rủi ro chúng tôi liệt kê trên khó có thể xảy ra ở thời điểm hiện tại, Vietjet là một trong những cổ phiếu nổi bật trong ngành hàng không mà chúng tôi ưa thích. Tuy nhiên, cổ phiếu VJC đang được giao dịch cao hơn đáng kể so với các công ty trong nhóm so sánh, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi nhận định **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu VJC ở thời điểm hiện tại.

PHỤ LỤC: ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ CỦA VIETJET (Trở lại)

Vietjet có công tác quản lý chi phí hiệu quả: Trong năm 2017, Vietjet cho biết chi phí bình quân trên mỗi ghế luân chuyển không bao gồm chi phí nhiên liệu (CASK-ex-fuel) là 2,30 cent, thấp hơn CASK-ex-fuel bình quân của các hãng hàng không giá rẻ ở Châu Á là 2,87 cent. Hơn nữa, CASK ex fuel của Vietjet cũng đã giảm 5,3% YoY từ mức 2,42 cent/ASK trong năm 2016. Một số yếu tố hỗ trợ bao gồm:

- Tần suất chuyến bay lớn: Trong năm 2017, tần suất chuyến bay của Vietjet là 13,8 giờ - cao hơn mức bình quân là 11,9 giờ của các hãng hàng không giá rẻ Châu Á.
- Chi phí nhân công thấp: Chi phí nhân công bình quân của Vietjet là 0,40 cent/ASK trong năm 2017 so với mức bình quân 0,53 cent/ASK của các hãng hàng không giá rẻ Châu Á.
- Chi phí vận hành sân bay thấp: Chi phí vận hành mặt đất bình quân của Vietjet là 0,32 cent/ASK trong năm 2017, thấp hơn khoảng 60% so với mức chi phí bình quân của các hãng hàng không giá rẻ Châu Á nhờ phí sân bay nội địa ở Việt Nam thấp. Chúng tôi lưu ý rằng phí cất hạ cánh nội địa hiện tại ở Việt Nam thấp hơn khoảng 30% so với các nước trong khu vực như Thái Lan và Indonesia.

BIỂU ĐỒ 7: **So sánh RASK, CASK và CASK-ex-fuel của Vietjet và các hãng hàng không giá rẻ trong khu vực**

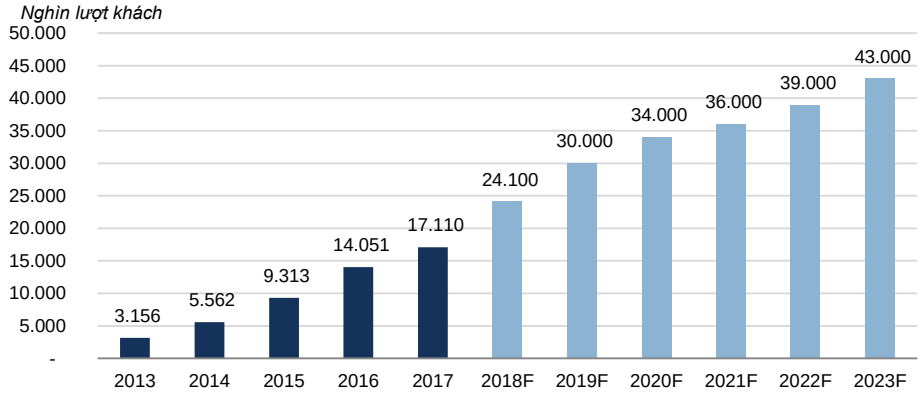


Nguồn: VJC, FPTS Research

Doanh thu hoạt động phụ trợ còn nhiều dư địa tăng trưởng. Trong năm 2017, doanh thu phụ trợ từ hành khách của VJC là khoảng 14,3 cent/hành khách, thấp hơn 30% so với mức bình quân của các hãng hàng không trên thế giới là 20,1 cent/hành khách. Tuy nhiên, doanh thu này chỉ đóng góp 24,2% tổng doanh thu cốt lõi của VJC trong khi đó mức tỷ trọng bình quân đối với các hãng hàng không giá rẻ trong khu vực và trên thế giới là khoảng 26%. Nguyên nhân chính dẫn đến sự chênh lệch ở đây là tỷ trọng đóng góp thấp từ mảng hành khách quốc tế. Hiện tại, hành khách quốc tế chiếm khoảng 20% tổng hành khách chuyên chở của VJC. Theo đó, hành khách bay các chuyến bay dài có xu hướng mang theo nhiều hành lý và sử dụng nhiều đồ ăn và thức uống hơn. Do đó, bằng cách mở rộng thị trường quốc tế, VJC sẽ cải thiện doanh thu phụ trợ từ hành khách. Ngoài ra, lợi nhuận và biên lợi nhuận của VJC cũng sẽ được cải thiện nhờ mở rộng các tuyến bay quốc tế. Công ty cho biết, **lợi nhuận từ các chuyến bay quốc tế cao hơn khoảng 20% so với các chuyến bay nội địa** chủ yếu nhờ:

- Doanh thu từ hoạt động phụ trợ cao hơn.
- Chi phí nhiên liệu bay thấp hơn. Nhiên liệu xăng JetA1 được bơm tại các sân bay quốc tế có giá thấp hơn khoảng 30% so với giá xăng JetA1 được bơm tại các sân bay trong nước do ở Việt Nam còn phải chịu thêm các loại thuế khi nhập khẩu xăng JetA1.
    - **Kế hoạch tăng trưởng đầy tham vọng.** VJC kỳ vọng lượng hành khách vận chuyển sẽ tăng 2,5 lần đến năm 2023, đạt 43 triệu lượt từ mức 17 triệu lượt năm 2017, tương đương với mức tăng trưởng kép CAGR 2018-2023 là 12,3%/năm.

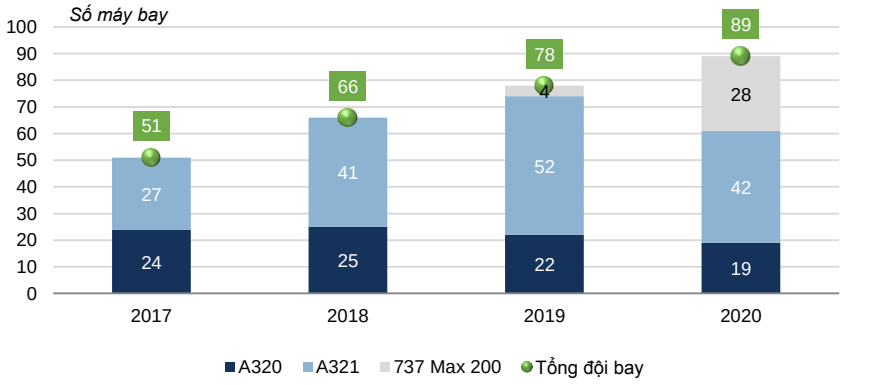
BIỂU ĐỒ 8: **Kế hoạch tăng trưởng lượng hành khách vận chuyển của Vietjet**



Nguồn: SGN, FPTS Research

- **Đội bay sẽ tăng thêm 71% cho đến năm 2020.** Công ty có kế hoạch mở rộng đội bay từ 51 máy bay hiện tại lên 89 máy bay đến cuối năm 2020. Trong đó, công ty sẽ sở hữu 2-3 máy bay. Bên cạnh đó, đội bay của VJC với các máy bay động cơ hiện tại sẽ dần được thay thế với các máy bay động cơ mới. Máy bay mới sẽ không chỉ tăng thêm số ghế (186 ghế trên máy báy A320 neo so với 180 ghế trên máy bay A320 ceo và 240 ghế trên máy bay A321 neo so với 231 ghế trên máy bay A321 ceo) mà còn giúp tiết kiệm khoảng 15%-17% nhiên liệu.

BIỂU ĐỒ 9: **Kế hoạch phát triển đội bay của Vietjet**



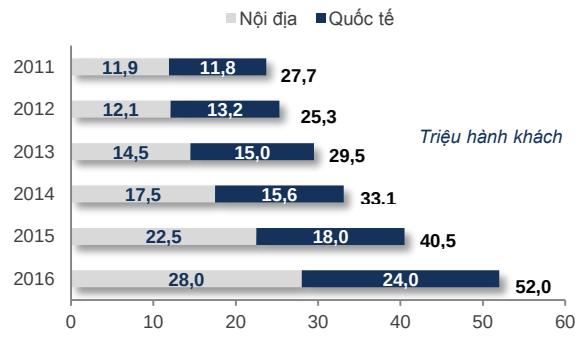
Nguồn: VJC, FPTS Research

Bức tranh toàn ngành đang diễn biến thuận lợi

Việt Nam là một trong những thị trường có ngành hàng không phát triển nhanh nhất khu vực, cụ thể số liệu từ IATA cho thấy Việt Nam đứng thứ 5 về tăng trưởng lượng hành khách di chuyển hàng không. Thị trường nội địa Việt Nam đã tăng từ 12 triệu hành khách năm 2012 lên 28 triệu hành khách năm 2016, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 23,6%/năm.

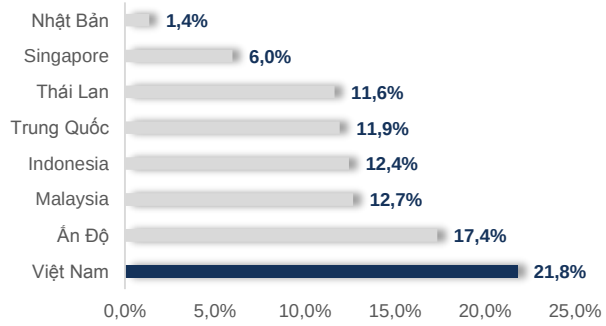
Quy mô thị trường hàng không Việt Nam (bao gồm hành khách nội địa và quốc tế) tăng gấp đôi từ năm 2012-2016, với 25 triệu hành khách năm 2012 đã tăng lên 52 triệu hành khách năm 2016. Việt Nam cũng là quốc gia có tăng trưởng hành khách cao nhất trong khu vực giai đoạn 2006-2016, với CAGR 21,8%/năm, cao nhất trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương.

BIỂU ĐỒ 10: **Quy mô thị trường hàng không Việt Nam 2011-2016**



Nguồn: CAPA, FPTS Research

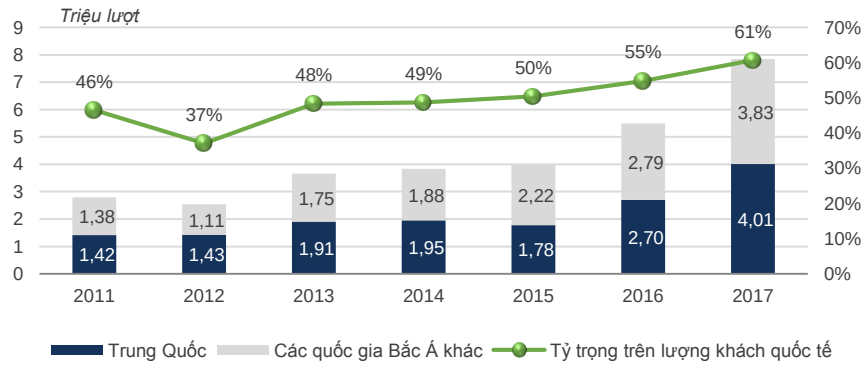
BIỂU ĐỒ 11: **Tăng trưởng hành khách 2006-2016**



Nguồn: WorldBank, FPTS Research

Bắc Á là thị trường quốc tế chủ chốt của các hãng hàng không Việt Nam. Theo kế hoạch được Thủ tướng phê duyệt, Bắc Á sẽ là thị trường chủ chốt đối với sự phát triển của các hãng hàng không của Việt Nam, đặc biệt là các quốc gia Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản. Năm 2017, Bắc Á là thị trường lớn nhất của các hãng hàng không của Việt Nam khi chiếm 61% tổng lượng khách du lịch nước ngoài vào Việt Nam trong năm 2017, đạt 7,9 triệu khách. Hơn nữa, lượng hành khách từ thị trường này tăng 43% trong năm 2017, là mức tăng trưởng mạnh nhất. Trong đó, khách du lịch Trung Quốc tăng vọt 48%, đạt 4,0 triệu lượt khách. Điều này cho thấy chiến lược tập trung phát triển thị trường Bắc Á của Vietjet là đúng đắn.

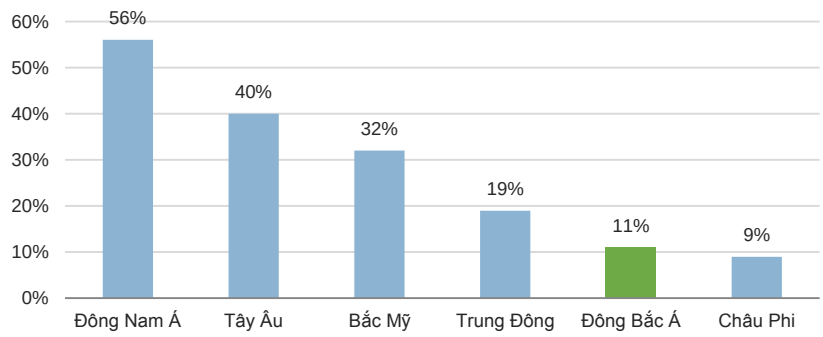
BIỂU ĐỒ 12: **Lượng khách du lịch từ khu vực Bắc Á đến Việt Nam**



Nguồn: VJC, FPTS Research

Mức thâm nhập ngành từ các hãng hàng không giá rẻ thấp. Vào thời điểm cuối năm 2016, mức độ thâm nhập vào thị trường Bắc Á của các hãng hàng không giá rẻ chỉ là khoảng 11% - thấp hơn nhiều so với mức 56% tại thị trường Đông Nam Á và 40% tại Đông Âu và 32% tại Bắc Mỹ. Do đó, tiềm năng tăng trưởng của các hãng hàng không giá rẻ tại Bắc Á là rất lớn.

BIỂU ĐỒ 13: **Thị phần của LCC tính theo số ghế cung ứng (số liệu từ 5/6/2016 - 11/6/2016)**



Nguồn: VJC, FPTS Research

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 0 cổ phiếu VJC và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cố phiếu này có thể được xem tại https://ezsearch.fpts.com.vn hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính
Số 52 đường Lạc Long Quân,
Quận Tây Hồ, thành phố Hà Nội
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh
Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng
100, Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888