Cập Nhật VJC – MUA

Ngày 12/11/2018

Phòng Phân Tích ACBS
Tel: (+84) (28) 3823 4159 (ext: 354)
www.acbs.com.vn
Bloomberg: ACBS <GO>

Nguyễn Bỉnh Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 250

giaonbt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

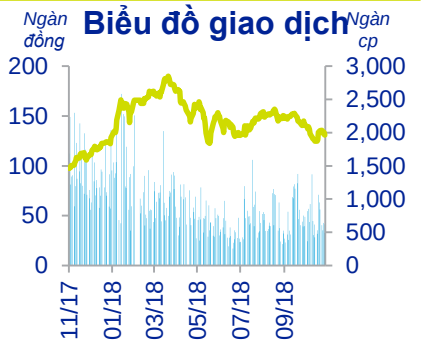
Khuyến nghị	**MUA**
	HOSE: VJC
	Hạ tầng vận tải
Giá hiện tại (VND)	**130.900**
Giá mục tiêu (VND)	**148.500**
Tỷ lệ tăng giá	13,4%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	2,3%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	**15,7%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	7,9	-8,5	-11,7	37,3
Tương đối	14,1	-0,3	-7,1	28,9

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH đầu tư Hướng Dương Sunny	28,57%
Nguyễn Thị Phương Thảo	8,76%
Sovico	7,59%

Thống kê 12/11/18

Mã Bloomberg	**VJC VN**
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	96.333-191.167
SL lưu hành (triệu cp)	542
Vốn hóa (tỷ đồng)	69.814
Vốn hóa (triệu USD)	2.985
Room khối ngoại còn lại (%)	6,1
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	53,2
KLGD TB 3 tháng (cp)	721.194
VND/USD	23.390
Index: VNIndex / HNX	907,98/102,73

CTCP Hàng không Vietjet (VJC VN)

Biên lợi nhuận giảm trong quý 3/2018

Sự kiện: KQKD 9 tháng đầu năm của VJC cho thấy sự tăng trưởng 50,1% n/n về DT và 29,7% n/n về LNTT, tương ứng đạt 33.934,8 tỷ đồng và 3.868,6 tỷ đồng, hoàn thành 65,5% và 64,2% dự phóng cả năm 2018 của chúng tôi. VJC đã ghi nhận 7 giao dịch SLB trong 9 tháng đầu năm. Loại trừ các giao dịch này, VJC đạt mức DT tăng trưởng 50,0% n/n và LNTT tăng 18,3% n/n. Riêng trong quý 3/2018, VJC ghi nhận DT tăng trưởng mạnh 105,5% n/n với mảng vận chuyển hành khách tăng 41,7% n/n và hoạt động phụ trợ tăng 53,4% n/n. LNTT trong quý 3/2018 tăng trưởng chậm hơn và đạt 59,0% n/n do 1) biên LN gộp giảm 6,2 ptđ, đạt 17,0% và 2) VJC ghi nhận thêm 23,7 tỷ đồng dự phòng giảm giá cho khoản đầu tư 4,59% vào PV OIL (Upcom: OIL).

Tác động và triển vọng: DT tăng trưởng mạnh nhờ vào 11 đường bay quốc tế (QT) mới và 1 đường bay nội địa (NĐ) mới trong 9M18. VJC sẽ mở thêm 3 đường bay mới đến Nhật và Ấn Độ vào thời điểm tháng 11-12/2018. Các đường bay này là các đường bay dài trên 6 giờ bay. Mô hình LCC đường dài mới này sẽ mở ra cho VJC nhiều cơ hội bằng cách tiếp cận được nhiều điểm đến trên thế giới. Qua khảo sát lịch bay của VJC chúng tôi nhận thấy hơn 20 tuyến bay QT không có chuyến bay, mà theo VJC là do các công ty du lịch đã đặt kín lịch từ nhiều tháng trước. Hầu hết các tuyến bay này có điểm đến là Trung Quốc. Điều này cho thấy khả năng cao VJC sẽ tăng tần suất các tuyến bay này trong năm sau, tăng DT từ các đường bay QT. Chúng tôi cũng nhận thấy có 23/39 tuyến NĐ có tần suất thấp hơn so với lần khảo sát trước vào tháng 4-5/2018 mặc dù sắp vào mùa lễ với Giáng Sinh, Tết dương lịch và Tết âm lịch. Áp dụng các thay đổi này vào mô hình dự phóng, DT dự phóng giảm 1,8%, đạt 50.902,9 tỷ đồng (+20,3% n/n) cho năm 2018. Sang 2019, chúng tôi kỳ vọng DT từ các tuyến QT sẽ tăng 88,1% n/n và các tuyến NĐ sẽ ghi nhận DT tăng trưởng 1 chữ số, đạt 5,7% n/n. VJC đã giữ biên LNG gần như không đổi trong quý 2/2018 nhờ vào hoạt động hedging. Trong quý 3/2018, biên LNG giảm 6,2 ptđ so với quý 3/2017 do giá nhiên liệu tiếp tục tăng 29,7% n/n, đỉnh điểm đạt 93,5 USD/thùng trong tháng 10/2018. Chúng tôi điều chỉnh giá nhiên liệu dự phóng thêm 4,5% lên 82,6 USD/thùng và dự phóng biên LNG của VJC cả năm 2018 sẽ đạt 14,7%. Do giá nhiên liệu vẫn kỳ vọng sẽ được giữ ở mức cao, chúng tôi kỳ vọng mức biên LNG này sẽ được giữ trong năm 2019. Mức LNR dự phóng cho cả năm là 5.282,3 tỷ đồng (+4,2% n/n và giảm 8,4% so với dự phóng trước). LNR năm 2019 sẽ tăng trưởng mạnh hơn, đạt 22,6% n/n nhờ vào sự phát triển của các tuyến bay QT và biên LNG không đổi.

Khuyến nghị: Tiếp tục định giá VJC dựa trên phương pháp DCF, mức giá mục tiêu mới đạt được là **148.500 đ/cp (+15,7% TSR)** và chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **MUA**. Tuy nhiên, mức giá nhiên liệu cao sẽ là một trở ngại lớn cho VJC trong năm 2019.

	2015	2016	2017	2018E	2019E
DT Thuần (tỷ đồng)	19.845,5	27.499,3	42.302,6	50.902,9	60.412,9
Tăng trưởng (%)	*127,9*	*38,6*	*53,8*	*20,3*	*18,7*
EBITDA (tỷ đồng)	1.610,7	3.258,0	5.835,5	6.644,2	7.992,0
Tăng trưởng (%)	*172,0*	*102,3*	*79,1*	*13,9*	*20,3*
LN ròng (tỷ đồng)	1.170,3	2.495,6	5.073,4	5.282,3	6.476,5
Tăng trưởng LN (%)	*224,7*	*113,3*	*103,3*	*4,1*	*22,6*
EPS (hiệu chỉnh, VND)	3.361	5.468	9.464	9.753	11.958
Tăng trưởng (%)	*63,5*	*62,7*	*73,1*	*3,1*	*22,6*
ROE (%)	75,2	72,6	66,2	43,2	39,7
ROA (%)	11,9	15,5	19,6	15,5	16,9
Nợ ròng/EBITDA (x)	1,5	1,2	0,1	1,4	0,7
EV/EBITDA (x)	30,5	19,2	12,1	12,0	9,5
PER (lần)	38,9	23,9	13,8	13,4	10,9
PBR (lần)	15,5	14,5	6,7	5,1	3,8
Cổ tức (đồng)	-	570	3.333	3.000	3.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0,0	0,4	2,5	2,3	2,3

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ GMD	Giá hiện tại (đồng):	130.900	Giá mục tiêu (đồng):	148.500	Vốn hóa (tỷ đồng):	69.814
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	**2015**	**2016**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
Doanh thu thuần	19.845,5	27.499,3	42.302,6	50.902,9	60.412,9	71.703,6
Tăng trưởng (%)	*127,9%*	*38,6%*	*53,8%*	*20,3%*	*18,7%*	*18,7%*
GVHB trừ khấu hao	17.713,6	23.534,7	35.662,5	43.246,7	51.246,6	60.737,8
Chi phí bán hàng và QLDN	521,2	706,6	804,6	1.014,2	1.175,4	1.352,6
Chi phí bán hàng và QLDN/DTT	*2,6%*	*2,6%*	*1,9%*	*2,0%*	*1,9%*	*1,9%*
EBITDA	1.610,7	3.258,0	5.835,5	6.644,2	7.992,0	9.613,6
Tỷ suất EBITDA (%)	*8,1%*	*11,8%*	*13,8%*	*13,1%*	*13,2%*	*13,4%*
Khấu hao	21,9	62,8	90,6	182,5	262,8	324,0
Lợi nhuận từ HĐKD	1.588,7	3.195,2	5.744,8	6.461,7	7.729,2	9.289,6
Biên LN HĐKD (%)	*8,0%*	*11,6%*	*13,6%*	*12,7%*	*12,8%*	*13,0%*
Chi phí lãi vay ròng	114,7	125,2	167,0	266,8	353,6	329,6
Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình	*3,7%*	*2,4%*	*2,3%*	*3,0%*	*3,9%*	*3,9%*
Thuế	(2,1)	207,2	229,0	238,4	292,3	363,4
Thuế suất thực tế (%)	*-0,2%*	*7,7%*	*4,3%*	*4,3%*	*4,3%*	*4,3%*
Lợi ích CĐTS	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5
Lợi nhuận ròng	1.170,3	2.495,6	5.073,4	5.282,3	6.476,5	8.050,9
Biên lợi nhuận ròng (%)	*5,9%*	*9,1%*	*12,0%*	*10,4%*	*10,7%*	*11,2%*
Tiền mặt đạt được	1.192,2	2.558,4	5.164,0	5.464,8	6.739,3	8.374,9
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	145	300	451,3	541,6	541,6	541,6
EPS (VND)	3.361	5.468	9.464	9.753	11.958	14.865
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EPS hiệu chỉnh (VND)	3.361	5.468	9.464	9.753	11.958	14.865
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	*63,5%*	*62,7%*	*73,1%*	*3,1%*	*22,6%*	*24,3%*

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	561,7	1.478,4	-244,9	4.965,9	504,5	4.678,9
Capex	161,1	1.859,4	325,5	1.003,4	997,7	1.001,6
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	20,9	60	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	1.204,1	1.037,5	3.223,0	7.329,3	997,2	4.833,5
Dòng tiền tự do	879,0	360,0	4.846,5	395,8	6.156,0	3.532,0
Phát hành cp	65,0	155,0	151,3	90,3	-	-
Cổ tức đã trả	-	-	876,8	1.985,9	1.624,8	1.624,8
Thay đổi nợ ròng	544,5	1.704,5	-3.393,4	8.640,3	-3.867,7	2.525,2
Nợ ròng cuối năm	2.350,0	4.054,5	661,1	9.301,5	5.433,7	7.959,0
Giá trị doanh nghiệp	21.330,1	43.324,1	59.741,7	80.198,1	76.330,3	78.855,4
Vốn CSH	2.146,3	4.732,5	10.592,4	13.888,7	18.740,4	25.166,5
Giá trị sổ sách/cp (VND)	8.443	8.998	19.557	25.643	34.601	46.466
Nợ ròng / VCSH (%)	*109,5%*	*85,7%*	*6,2%*	*67,0%*	*29,0%*	*31,6%*
Nợ ròng / EBITDA (x)	*1,5*	*1,2*	*0,1*	*1,4*	*0,7*	*0,8*
Tổng tài sản	12.044,9	20.062,7	31.658,3	36.682,7	39.787,9	49.053,5

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ROE (%)	*75,2%*	*72,6%*	*66,2%*	*43,2%*	*39,7%*	*36,7%*
ROA (%)	*11,9%*	*15,5%*	*19,6%*	*15,5%*	*16,9%*	*18,1%*
ROIC (%)	*12,8%*	*16,2%*	*20,1%*	*16,1%*	*17,7%*	*18,7%*
WACC (%)	*12,2%*	*11,2%*	*11,2%*	*11,3%*	*11,6%*	*11,6%*
EVA (%)	*0,6%*	*5,0%*	*9,0%*	*4,8%*	*6,1%*	*7,1%*
PER (x)	*38,9*	*23,9*	*13,8*	*13,4*	*10,9*	*8,8*
EV/EBITDA (x)	*30,5*	*19,2*	*12,1*	*12,0*	*9,5*	*8,2*
EV/FCF (x)	*24,3*	*120,3*	*12,3*	*202,6*	*12,4*	*22,3*
PBR (x)	*15,5*	*14,5*	*6,7*	*5,1*	*3,8*	*2,8*
PSR (x)	*1,0*	*1,4*	*1,4*	*1,4*	*1,2*	*1,0*
EV/sales (x)	*1,1*	*1,6*	*1,4*	*1,6*	*1,3*	*1,1*
Suất sinh lợi cổ tức (%)	*0,0%*	*0,4%*	*2,5%*	*2,3%*	*2,3%*	*2,3%*

LIÊN HỆ

Trụ sở chính
41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội
10, Phan Chu Trinh Q.Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích cơ bản
Nguyễn Bỉnh Thanh Giao
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Ngân hàng, tài chính
Trần Thị Hải Yến
(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Truyền thông
Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Xe
Nguyễn Trí Cường
(+84 28) 3823 4159 (ext: 218)
cuongnt@acbs.com.vn

NVPT- Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp
Trần Trí An Phúc
(+8428) 3823 4159 (ext: 325)
phuctta@acbs.com.vn

NVPT – Phái sinh, Vĩ mô
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – PTKT
Lương Duy Phước
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
phuocld@acbs.com.vn

NVPT – Định lượng
Nguyễn Lê Hồng Ngọc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
ngocnlh@acbs.com.vn

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế
Tyler Cheung
(+84 28) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế
Patrick Mitchell
(+84 28) 54 046 632
patrick@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH
Phan Hồng Diệp
(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)
diepph@acbs.com.vn

Chuyên viên PTKH
Tống Thị Hồng Hà
(+84 28) 3823 4159 (ext: 306)
hatth@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận - GDKHĐC
Chu Thị Kim Hương
(+84 28) 54046630 (ext:308)
huongctk@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Lý Ngọc Dung
(+84 28) 54046630
dungln.hso@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Thị Thanh Nhà
(+84 28) 38234159 (ext: 311)
nhanntt.sgn@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 54046626
thanhtt@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.
GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.
BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi,các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích,bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường.Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau,nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo,không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS.Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo.ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó**. Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS,các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.
Bản báo cáo có chứa đựng các giả định,quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo,đưa ra các giả định, quan điểm.Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích,các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS.Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể,cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.
Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân,tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.
Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.
ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.
Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.
© Copyright ACBS (2018).Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích,Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép,toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.