

BÁO CÁO NGẮN- CTCP HÀNG KHÔNG VIETJET (VJC-HSX)

Báo cáo chi tiết 15/09/2017

Khuyến nghị	Phù hợp thị trường
Giá hợp lý (VND)	146.800
Tiềm năng tăng giá	6,6%
Cổ tức (VND)	
Lợi suất cổ tức	

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 15/09/2017

Giá hiện tại (VND)	137.700
Số lượng CP niêm yết	322.388.060
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3223,88
Vốn hóa TT(tỷ VND)	43.039
Khoảng giá 52 tuần (VND)	106.500-135.500
% Sở hữu nước ngoài	24,28%
% Giới hạn sở hữu NN	49%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2014	2015	2016
EPS (vnd)	4.505	8.071	8.319
BVPS (vnd)	12.083	14.810	15.780
Cổ tức (vnd)			1.000
ROA(%)	6,78	11,87	15,55
ROE(%)	45,86	75,16	72,53

Hoạt động kinh doanh chính

Được thành lập vào năm 2007, hãng hàng không Vietjet khai thác chuyến bay đầu tiên từ TP.HCM đến Hà Nội vào tháng 12/2011. VJC đã có những bước phát triển thần tốc chỉ sau một thời gian ngắn. Áp dụng thành công mô hình hàng không giá rẻ, sử dụng nguồn vốn hiệu quả để mở rộng đội bay và quảng bá thương hiệu bài bản đã giúp công ty khai phá thị trường nội địa tiềm năng mà những doanh nghiệp đi trước không làm được.

Nguồn: MBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG KINH DOANH KHẢ QUAN

Được thành lập vào năm 2007, hãng hàng không Vietjet khai thác chuyến bay đầu tiên từ TP.HCM đến Hà Nội vào tháng 12/2011. VJC đã có những bước phát triển thần tốc chỉ sau một thời gian ngắn. Áp dụng thành công mô hình hàng không giá rẻ, sử dụng nguồn vốn hiệu quả để mở rộng đội bay và quảng bá thương hiệu bài bản đã giúp công ty khai phá thị trường nội địa tiềm năng mà những doanh nghiệp đi trước không làm được.

Sau 5 năm hoạt động, thị phần của Vietjet đã tăng lên từ 8% năm 2012 lên mức 2 con số là 41,5% vào năm 2016. Vietjet hiện là 1 trong 2 hãng hàng không lớn nhất của thị trường hàng không Việt Nam, cạnh tranh trực tiếp với hãng hàng không quốc gia Vietnam Airlines – là hãng hàng không đã nắm thế độc quyền tại Việt Nam trong thời gian dài.

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	6T2017
Doanh thu	3,793	8,706	19,845	27,532	16,423
Lợi nhuận gộp	281	873	2,110	3,902	2,519
Lợi nhuận ròng	32	360	1,170	2,496	1,796
Biên LNG	7.4%	10.0%	10.6%	14.2%	15.3%
Biên LNR	0.8%	4.1%	5.9%	9.1%	10.9%
EPS	453	4,505	8,071	8,319	5,737
VĐL	800	800	1,450	3,000	3,224

Chúng tôi khuyến nghị nắm giữ với cổ phiếu VJC với mức giá mục tiêu là 146.800 đ/cp, tương ứng mức tăng giá tiềm năng là 6,6% so với thị giá hiện tại với các luận điểm chính sau:

■ VJC đang từng bước vượt qua tăng thị phần cả trong nước và quốc tế

Tính đến năm 2016, Vietjet có 30 máy bay Airbus A320 và 15 Airbus A321 trong đội tàu bay của mình. Vietjet còn có 3 máy bay đang cho Thái – Vietjet thuê khai thác. Thái – Vietjet là công ty nhượng quyền thương mại của Vietjet tại Thái Lan, được Vietjet sở hữu 9%. Vietjet đang sở hữu đội tàu bay trẻ nhất Việt Nam với độ tuổi trung bình là 3,12 năm. Vietjet hiện đang vận hành 38 tuyến nội địa và 35 tuyến quốc tế. Công ty đã đưa vào khai thác thêm 11 tuyến nội địa mới và 3 tuyến quốc tế mới vào năm 2016. Trong nửa đầu năm 2017, công ty đã khai thác 21 tuyến bay quốc tế mới.

Để bắt kịp với dự báo đà tăng trưởng của ngành hàng không, VJC đã đặt mua 77 máy bay A320/321 với quyền được chọn thuê thêm và 100 chiếc Boeing B737Max200 trị giá 11,3 tỷ USD. Cả 2 đơn hàng dự kiến sẽ được giao trong giai đoạn 2019-2023. VJC cũng ký hợp đồng mua 20 Airbus A320/321Neo cho giai đoạn 2017-2020. Hợp đồng này trị giá 2,39 tỷ USD. Nhìn chung, Vietjet dự kiến sẽ khai thác 78 máy bay vào năm 2019.

■ VJC Đang thành công với mô hình hàng không giá rẻ

Vietjet đã trở thành hãng hàng không nội địa hàng đầu Việt Nam chỉ sau 4 năm hoạt động. Các hãng hàng không của Việt Nam hiện nay bao gồm: Vietnam Airlines (HVN), Jestar Pacific Airlines (JPA), VietJet Air và VASCO. Trong đó, HVN theo đuổi mô hình hàng không truyền thống trong khi các hãng hàng không còn lại đều theo chiến lược chi phí thấp, tuy nhiên hiện chỉ có Vietjet Air thành công vượt bậc nhờ chiến lược marketing hiệu quả cùng với cơ cấu sở hữu tư nhân. VJC đã vượt trội hơn các đối thủ để khẳng định thương hiệu của mình thông qua các chương trình khuyến mãi như chương trình giá vé 0 đồng vào các dịp lễ tết, việc tài trợ cho các sự kiện lớn ở Việt Nam hay phủ rộng phương tiện truyền thông thông qua website của công ty, qua hay Youtube. Doanh thu và lợi nhuận của Vietjet đã tăng trưởng vượt bậc trong những năm qua.

Chính sách giá rẻ của VJC đã tạo ra nhu cầu mới cho ngành hàng không, tạo ra một thị trường khách hàng mới giúp VJC có thể tránh cạnh tranh trực tiếp với các đối thủ trong nước. Tính chung cho giai đoạn 2012-2016, mỗi năm có khoảng 70% lượng khách hàng mới lựa chọn VJC.

■ Triển vọng kinh doanh khả quan trong dài hạn

Từ 2014 đến 2016 ghi nhận thời kỳ tăng trưởng ngoạn mục của VJC khi doanh thu tăng mạnh từ 8.699 tỷ đồng năm 2014 lên mức 27.499 tỷ đồng năm 2016, lần lượt ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 128,1% trong năm 2015 và tăng trưởng 38,6% năm 2016. Mặc dù

năm 2016 đà tăng đã chững lại do quy mô doanh nghiệp đã đạt tới mức cao gần đạt tới giới hạn tăng trưởng của mảng vận tải hàng không nội địa, tuy nhiên mức tăng trưởng 38,6% năm 2016 vẫn là mức tăng trưởng cao đối với một công ty trong ngành hàng không như VJC.

Lợi nhuận gộp tăng mạnh từ mức 873 tỷ đồng năm 2014 lên 3.902 tỷ đồng năm 2016, ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận gộp năm 2015 đạt 141% và năm 2016 đạt 84,9%, cả 2 năm này đều ghi nhận mức tăng trưởng cao trong điều kiện VJC mở rộng nhanh chóng về quy mô hoạt động

Chúng tôi nhận thấy mảng bán máy bay ngày càng chiếm tỷ trọng cao hơn trong cơ cấu doanh thu của VJC, thực tế này cũng phản ánh sự phát triển mạnh mẽ của VJC trong những năm qua. Đặc điểm của các hãng hàng không lớn trong giai đoạn mở rộng mạnh mẽ thông qua việc tăng nhanh số lượng tàu bay và tuyến bay thì các hãng này thường đặt hàng mua máy bay với số lượng lớn, đến khi máy bay hoàn thành để đưa vào khai thác thì các hãng hàng không này thường sử dụng nghiệp vụ bán lại máy bay cho các công ty cho thuê tài chính và thuê lại chính các máy bay này để vận hành.

Thực hiện nghiệp vụ này giúp các hãng hàng không ghi nhận lợi nhuận từ chênh lệch giá mua và bán máy bay (thường thì giá máy bay có xu hướng tăng từ khi đặt mua cho đến khi nhận, bên cạnh đó việc mua với số lượng lớn tàu bay cũng sẽ được chiết khấu giảm giá lớn trong tổng giá trị mua, chênh lệch này chính là lợi nhuận cho các hãng hàng không sau này).

Trong những năm tới chúng tôi nhận thấy kế hoạch mở rộng đội tàu bay của VJC là khá lớn và do đó xu hướng gia tăng tỷ trọng đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận của mảng bán máy bay sẽ tiếp tục diễn ra.

▪ Định giá

Định giá theo phương pháp so sánh P/E

Chúng tôi đánh giá khả quan về kết quả kinh doanh của VJC trong năm 2017 và dự phóng VJC có thể đạt mức doanh thu 38.446 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 3.695 tỷ đồng, vượt 8,8% so với kế hoạch và ghi nhận mức tăng trưởng 48,1% so với lợi nhuận sau thuế năm 2016. Đạt được kết quả này giúp VJC đạt mức thu nhập trên cổ phần năm 2017 dự kiến là 11.464 đ/cp

Chúng tôi lấy so sánh các mức P/E của các hãng hàng không Châu Á để đưa ra mức P/E phù hợp đối với VJC, theo tính toán thì mức P/E bình quân của 21 hãng hàng không được lấy số liệu là 13,1 lần. Với quan điểm thận trọng chúng tôi đưa ra mức P/E hợp lý đối với VJC trong giai đoạn 2017 – 2018 là 11,5 lần, mức này thấp hơn so với mức bình quân ngành hàng không Châu Á (13,1 lần) và thấp hơn so với mức P/E bình quân thị trường chứng khoán Việt Nam (15,8 lần).

Với mức P/E là 11,5 lần và EPS2017 là 11.464 đ/cp thì mức giá hợp lý đối với VJC theo phương pháp so sánh là 131.836 đ/cp.

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (chi tiết phần dưới)

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền với các giả định cụ thể được trình bày theo bảng trên, chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý của VJC là 161.851 đ/cp.

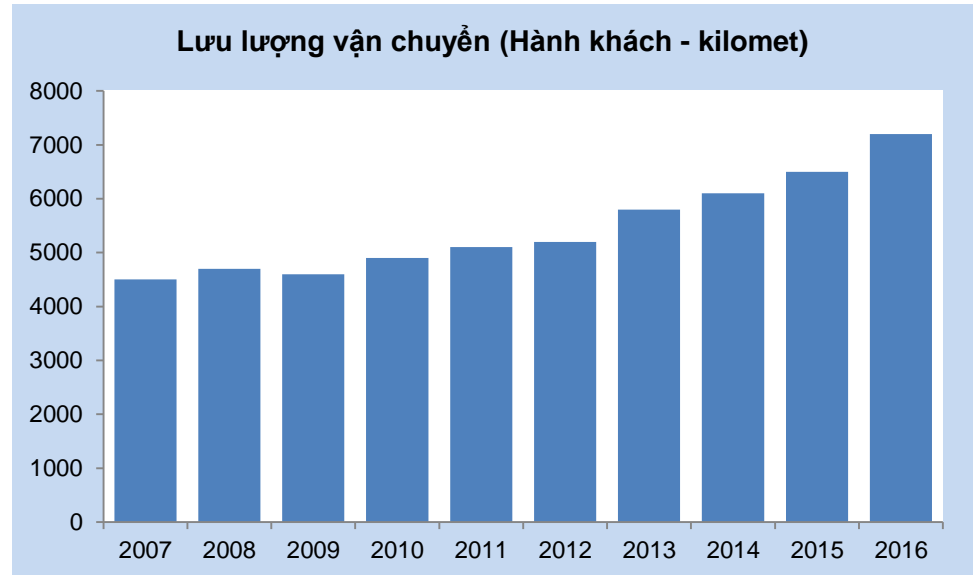
Kết luận định giá:

Tổng hợp 2 phương pháp định giá theo phương pháp so sánh và phương pháp chiết khấu dòng tiền với trọng số cho mỗi phương pháp là 50%, chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý của VJC trong giai đoạn 2017 – 2018 là 146.800 đ/cp.

TỔNG QUAN NGÀNH HÀNG KHÔNG

I. Hàng không khu vực Châu Á/ Thái Bình Dương và Đông Nam Á

Ngành hàng không thế giới vẫn tiếp tục giữ được tốc độ tăng trưởng nhanh trong năm 2016. Theo báo cáo của ICAO, năm 2016, tổng lượng hành khách tăng lên mức 3,8 tỷ lượt, tăng 6,8% so với năm trước. Lưu chuyển hành khách thể hiện ở chỉ tiêu RPKs (revenue passenger kilometers) tăng 7,4% đạt mức hơn 7 tỷ p-km. Khu vực Châu Á/ Thái Bình Dương duy trì là khu vực chiếm tỷ lệ lớn nhất là 33% tổng lượng hành khách, tăng trưởng 10,2% và đứng thứ 2 về mức RPKs với thị phần 29%, tăng trưởng 9,5% so với năm 2015.



Theo dự báo của Boeing giai đoạn 2015-2035, tốc độ tăng trưởng của ngành hàng không tiếp tục được duy trì ở mức trung bình 4,8%/năm. Đến năm 2035, RPKs sẽ tăng gần 3 lần và đạt mức 17 tỷ p-km.

Ngành hàng không khu vực Đông Nam Á là một trong những vùng phát triển nhanh trong khu vực Châu Á/ Thái Bình Dương với các yếu tố thúc đẩy như:

- Vị trí địa lý và phân bố dân số thuận lợi. Khu vực Đông Nam Á có dân số lớn và nằm ở giữa tuyến đường giao thương quan trọng giữa Châu Âu – Thái Bình Dương, Bắc Á – Nam Á, gần các nền kinh tế lớn, đông dân Trung Quốc, Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc, Australia. Dân số trong khu vực bán kính 5 giờ bay từ Đông Nam Á chiếm đến 50% dân số thế giới. Có 4 sân bay lớn (top 25 thế giới) nằm tại Đông Nam Á là Singapore, Bangkok, Kuala Lumpur, Jakarta.
- Các quốc gia Đông Nam Á có mức tăng trưởng GDP trung bình đạt hơn 5%.
- Đa số các quốc gia Đông Nam Á có xấp xỉ 35% - 45% dân số trong độ tuổi lao động (từ 25-54 tuổi)
- Sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành du lịch tại các quốc gia Đông Nam Á
- Chính sách tự do hóa và mở cửa thị trường hàng không khu vực

Khách du lịch quốc tế (Nghìn khách hàng)			
Quốc gia	2014	2015	2016
Vietnam	7.874	7.944	10.013
Thailand	24.809	29.881	32.558
Cambodia	4.503	4.775	5.012
Malaysia	27.437	25.271	26.757
Singapore	15.095	15.231	16.400
Indonesia	9.435	10.231	12.023
Philippines	4.833	5.361	5.900

Loại hình hàng không chi phí thấp (LCC – low cost carriers) tại Đông Nam Á phát triển mạnh với mức độ tăng trưởng nhanh trong một thập kỷ qua. Hiện có 22 hãng hàng không chi phí thấp (LCC) hoạt động tại các quốc gia Đông Nam Á với năng lực ghế cung ứng tăng từ 25 triệu ghế năm 2004 tới 200 triệu ghế năm 2014. Thị trường khu vực rất tiềm năng cho các hãng hàng không chi phí thấp do mức thu nhập đầu người hiện vẫn ở mức thấp và tỷ lệ lớn

người dân chưa đủ khả năng chi trả cho dịch vụ hàng không đầy đủ truyền thống.

II. Thị trường hàng không Việt Nam

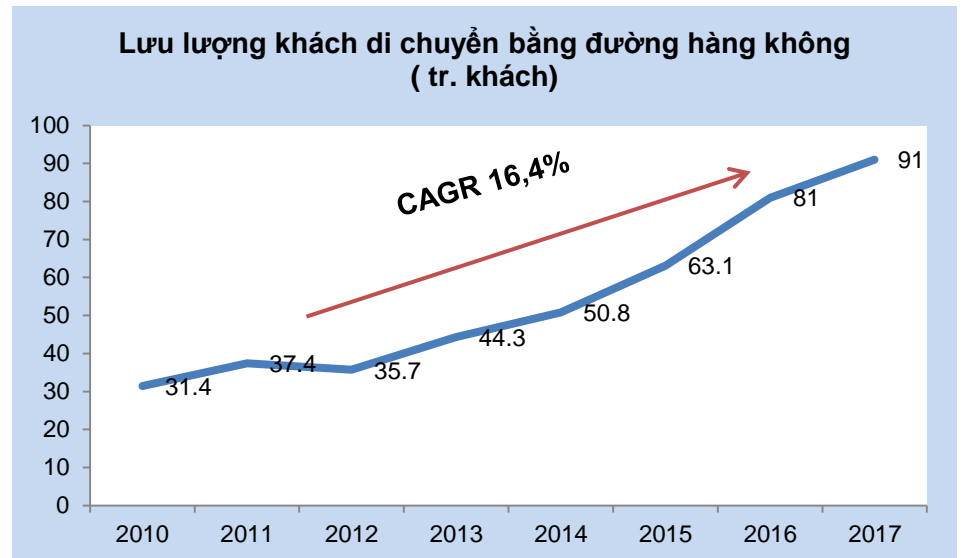
Việt Nam thuộc top 5 thị trường phát triển nhanh nhất

Việt Nam là thị trường hàng không tăng trưởng nhanh thứ ba thế giới trong thời gian từ 2001-2014 với mức tăng trung bình 16,6%. Hiện nay, Việt Nam là một trong 5 quốc gia tại Châu Á có tốc độ tăng trưởng mạnh nhất. Việt Nam có lợi thế vị trí chiến lược trong khu vực Đông Nam Á Việt Nam có lợi thế trung tâm chiến lược cho phép sử dụng máy bay thân hẹp bay đến tất cả các thành phố chính trong khu vực Bắc Á, Đông Nam Á, và Ấn Độ, với giờ bay trung bình khoảng 5 giờ tính từ Tp.HCM hoặc Hà Nội.

Top 5 thị trường hàng không phát triển nhanh nhất		
Quốc gia	Số hành khách mới giai đoạn 2015-2035 (tr.khách)	Tổng hàng khách năm 2035 (tr.khách)
China	817	1300
US	484	1100
India	322	442
Indonesia	135	242
Vietnam	112	150

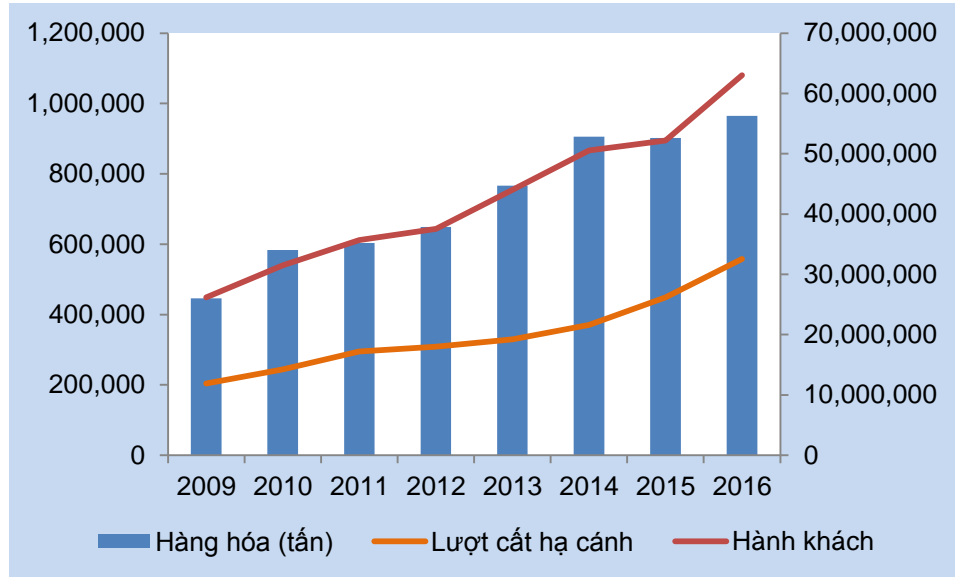
Nguồn: IATA

Theo cục hàng không Việt Nam (CAA), vận tải hành khách bằng đường hàng không của Việt Nam đạt tăng trưởng 5 năm là 5,1%, và đạt 81 triệu hành khách trong năm 2016, trong đó 57 triệu là khách nội địa. Tổng công ty cảng hàng không Việt Nam (ACV) ước năm 2017 Việt Nam sẽ đạt 91 triệu hành khách di chuyển bằng đường hàng không (+12,3%), trong đó 70,3% là hành khách trong nước (64 triệu khách).



Tốc độ tăng trưởng có thể thấy rõ qua lượng hành khách, hàng hóa cũng như lượt máy bay cất hạ cánh qua các sân bay của Việt Nam. Các chỉ tiêu này tăng đều đặn trong các năm 2009-2016 như số liệu bảng dưới:

Năm	Lượt cất hạ cánh	Hành khách	Hàng hóa (tấn)
2009	204.147	26.159.116	445.762
2010	244.288	31.507.846	583.560
2011	295.306	35.704.264	604.028
2012	308.990	37.532.267	648.995
2013	329.917	44.039.568	766.616
2014	370.450	50.527.820	905.398
2015	449.310	52.200.519	902.107
2016	558.504	63.017.277	964.644



Việc đi lại bằng máy bay tính theo đầu người ở Việt Nam về cơ bản còn thấp so với các quốc gia phát triển, và các nước đang phát triển khác trong khu vực. Điều này cho thấy rằng thị trường hàng không nước ta vẫn rất tiềm năng. Với mức GDP trên đầu người của Việt Nam thấp, đạt mức 2.053 USD so với mức trung bình của ASEAN là 9.159 USD vào năm 2014, Việt Nam có cơ hội để phát triển giao thông hàng không khi thu nhập đầu người tăng lên.

Tốc độ tăng dân số và đô thị hóa :Tốc độ tăng dân số có ảnh hưởng rất lớn tới các quốc gia đông dân nhất ở Châu Á khi mà một tỷ lệ tăng trưởng nhỏ tính theo phần trăm có thể dẫn tới sự gia tăng mạnh về con số tuyệt đối. Tăng dân số tại các quốc gia mà đã từng trải qua thời kỳ tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ sẽ dẫn tới việc gia tăng nhu cầu đi lại đường không. Tốc độ đô thị hóa có thể coi là chỉ số chỉ xu hướng đi lại đường không do cư dân thành thị có mức thu nhập cao hơn mức trung bình và thường cư trú tại khu vực gần với sân bay hơn là các cư dân nông thôn.

Theo Liên hợp quốc, Việt Nam hiện có mức độ đô thị hóa năm 2014 là 33%, và dự báo sẽ tăng 54% vào năm 2050. Khi hoạt động đô thị hóa diễn ra tại Việt Nam, dự tính rằng nhu cầu đi lại đường không tăng lên. Hoạt động đô thị hóa ở Việt Nam có thể là nhân tố đóng góp không nhỏ vào sự tăng trưởng nhu cầu đi lại đường không khi so sánh với các quốc gia khác do sự phân chia về địa lý của hai trung tâm đô thị lớn nhất của Việt Nam là Tp.HCM và Hà Nội.

Thời gian đi lại theo từng phương thức vận chuyển Đặc điểm địa lý của Việt Nam trải dài, hẹp và nhiều đồi núi gây bất lợi cho việc đi lại bằng đường bộ. Kết hợp với việc nước ta đang thiếu các cơ sở hạ tầng tốt cho hệ thống đường bộ và đường sắt kết nối các khu vực đông dân cư giữa 2 đầu Nam – Bắc, đặc điểm thời gian di chuyển ngắn, chi phí đi lại đường không ngày một giảm với sự phát triển mạnh mẽ của thị trường hàng không chi phí thấp, hoạt động đi lại đường không đã trở thành sự lựa chọn hấp dẫn và hiệu quả hơn là việc đi lại bằng đường bộ. Điều này được phản ánh bằng việc chiếm lĩnh thị phần ngày một tăng của vận chuyển hàng không với tư cách là một phương tiện vận chuyển ở mức 43% năm 2010 lên 54% năm 2014 theo số liệu của SAP.

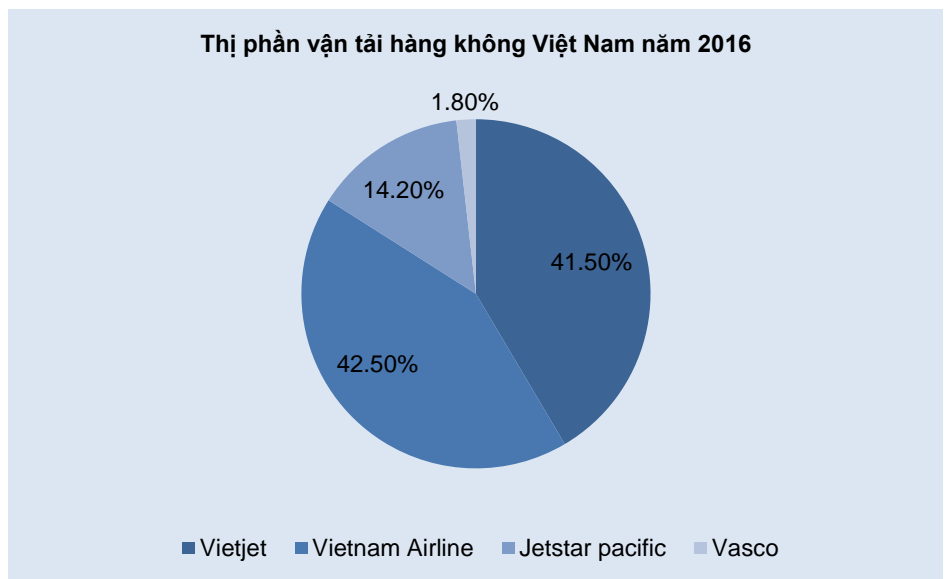
- Việc lựa chọn đi lại bằng máy bay hơn là các phương tiện khác là do đặc điểm địa hình của Việt Nam, vốn làm cho việc đi lại giữa các thành phố chính như từ TP.HCM tới Hà nội tốn khá nhiều thời gian.
- Đi lại bằng đường bộ hay đường sắt từ TP.HCM tới Hà nội mất hơn 30 giờ trong khi đi bằng đường không chỉ mất khoảng 2 giờ.
- Giá vé của các phương tiện vận chuyển khác nhau là tương đương nhau, với giá vé tàu hỏa đắt nhất, và giá vé đi lại bằng xe buýt chỉ thấp hơn giá trung bình của phương tiện vận chuyển máy bay.

Hình thức vận chuyển	Thời gian (giờ)	
	Tp.HCM – Hà Nội	Tp.HCM – Đà Nẵng
Bảng máy bay	2:05	1:20
Bảng ô tô	35:00	15:30
Bảng tàu hỏa	34:00	17:00

Trong báo cáo triển vọng 2016, IATA dự báo Việt Nam sẽ là thị trường hàng không phát triển nhanh thứ 5 thế giới với tổng số lượt hành khách vận chuyển đạt 150 triệu vào năm 2035. Nhân tố chính của sự tăng trưởng ấn tượng này là:

- (i) Hạ tầng hàng không đã có sự cải thiện đáng kể.
- (ii) Ngành du lịch trên đà tăng tốc mạnh mẽ, dẫn đến việc xây dựng hàng loạt khách sạn, khu nghỉ dưỡng và các cơ sở liên quan đến du lịch, giúp cho Việt Nam trở thành điểm đến du lịch hấp dẫn và ngành hàng không phát triển nhanh chóng.
- (iii) Tốc độ đô thị hóa tăng cao. Hạ tầng hàng không của Việt Nam có sự cải thiện đáng kể trong thời gian qua với việc mở rộng các nhà ga sân bay như: đầu tư xây dựng mới Nhà ga hành khách quốc tế T2-Cảng hàng không quốc tế Nội Bài (công suất giai đoạn 1 đạt 10 triệu hành khách/năm); mở rộng Nhà ga hành khách quốc tế và Nhà ga hành khách nội địa - Cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất (tổng công suất 02 nhà ga đạt 25 triệu hành khách/năm); đầu tư xây dựng mới nhà Nhà ga hành khách - Cảng hàng không quốc tế Cát Bi (công suất 04 triệu hành khách/năm); đầu tư xây dựng mới Nhà ga tại các cảng hàng không quốc tế Cần Thơ, Liên Khương, Buôn Ma Thuột; xây dựng mới Cảng hàng không quốc tế Phú Quốc, Cảng hàng không Vinh... Bên cạnh đó, thực hiện dự án mới như: Dự án đầu tư xây dựng mới Nhà ga hành khách quốc tế - Cảng hàng không quốc tế Đà Nẵng (công suất 04 triệu hành khách/năm, dự kiến hoàn thành trong năm 2017), Dự án đầu tư xây dựng mới Nhà ga hành khách quốc tế - Cảng hàng không quốc tế Cam Ranh (công suất 04 triệu hành khách/năm, dự kiến hoàn thành trong năm 2018), Dự án đầu tư xây dựng mới Cảng hàng không Vân Đồn... và tiếp tục phát triển nhiều cảng hàng không đến năm 2020, định hướng đến 2030.

■ **Thị trường vận tải hàng không Việt Nam: Cuộc chiến thị phần Vietnam Airline và Vietjet**



Nguồn: VJC và MBS tổng hợp

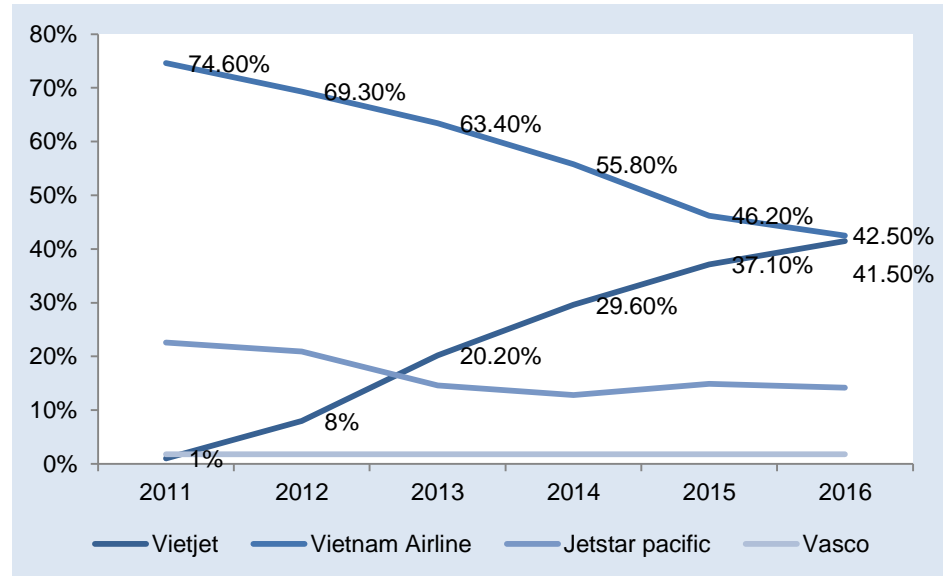
Thị trường nội địa Việt Nam đang được phục vụ bởi các hãng hàng không Vietnam Airlines, Vietjet Air, Jetstar Pacific Airlines và Công ty Dịch vụ Hàng không Việt Nam (VASCO). AirAsia đang tiến hành thành lập liên doanh tại Việt Nam và có thể phục vụ từ đầu năm 2018.

Hãng Vietnam Airlines có mạng đường bay quốc tế gồm 55 đường bay đến 29 điểm thuộc 17 quốc gia và vùng lãnh thổ, mạng đường bay nội địa gồm 41 đường bay đến 21 điểm. Đội tàu bay của tổng công ty hiện đang có 88 tàu bay, trong đó có 42 máy bay thuê ngoài và 46 máy bay sở hữu. Theo kế hoạch, hãng sẽ tiếp nhận 10 chiếc máy bay A350 và 8 chiếc B787 trong giai đoạn 2016-2019, nâng tổng số lượng tàu bay dự kiến là 115 chiếc trong 2019. Tổng công ty cũng sẽ thuê thêm 20 chiếc máy bay A321 NEO trong giai đoạn 2016-2020, để tăng năng lực khai thác và thay thế dần các dòng máy bay đã khai thác lâu.

Hãng VietJet, tính đến 31/12/2016 đang khai thác 37 đường bay nội địa, 23 đường bay quốc tế và nhiều tuyến bay thuê chuyến. VietJet dự kiến sẽ tăng số đường bay nội địa lên 45 vào năm 2019 và tăng số đường bay quốc tế lên 36 vào năm 2018. Đội máy bay của Công ty gồm 41 máy bay với độ tuổi trung bình là 3.03 tuổi, trong đó gồm 30 máy bay Airbus A320-200 và 11 máy bay Airbus A321-200. Cuối năm 2016, VietJet đặt hàng thêm 77 tàu Airbus dòng A320/A321 với quyền chọn thuê thêm và 100 tàu 737MAX 200, được giao từ 2019-

2023. Trước đó, tháng 9/2016, Công ty đã ký hợp đồng với Airbus mua thêm 20 máy bay, thời gian bàn giao dự kiến 2017-2020. Số lượng máy bay của VietJet dự kiến sẽ tăng từ 41 lên 78 vào năm 2019, và tăng lên khoảng 200 máy bay đến năm 2023 sau khi đơn hàng với Airbus và Boeing được hoàn tất, gấp đôi số lượng tàu bay hiện tại của Vietnam Airlines.

Thị phần các hãng hàng không tại Việt Nam giai đoạn từ năm 2011-2016:



Nguồn: VJC và MBS tổng hợp

Nhu cầu đi lại bằng phương tiện hàng không của người Việt và du khách đến Việt Nam ngày càng lớn nhưng hiện tại mới chỉ có 2 hãng hàng không chi phí thấp cung cấp dịch vụ nên nhu cầu vẫn còn rất lớn. Hiện nay, 3 hãng hàng không giá rẻ đang xúc tiến xin cấp phép để cung cấp dịch vụ trong thời gian tới. Việc thị trường có thêm nhiều nhà cung cấp sẽ gia tăng áp lực cạnh tranh nhưng cũng cho thấy dư địa tăng trưởng của thị trường còn rất lớn.

Hiện nay, các hãng hàng không tiếp tục gia tăng số lượng đôi bay để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của khách hàng

Tính đến cuối năm 2016, Việt Nam đang vận hành 150 máy bay tăng 10% so với năm 2015. Tổng đội tàu bay của cả nước sẽ đạt 218 máy bay vào năm 2020 theo lịch đặt và giao nhận máy bay của 4 hãng hàng không trong nước.

Tổng đội tàu bay của Việt Nam			
Hãng hàng không	Đội tàu bay hiện hành	Tuổi trung bình	Số máy bay đang đặt hàng
Vietnam Airline	97	6.2	33
Vietjet	45	3.1	193
Jetstar Pacific	14	6.2	10
Vasco	5	7.7	

Nguồn: Vietjet, Vietnam Airline

Quy hoạch giao thông vận tải hàng không, cơ sở hạ tầng để đáp ứng tốc độ tăng trưởng của ngành

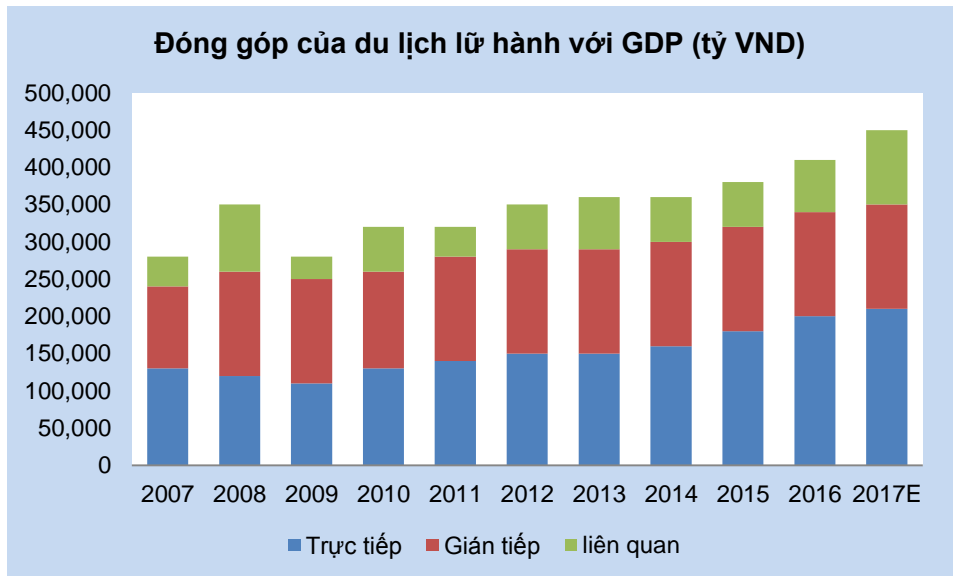
Việt Nam hiện có 11 sân bay quốc tế và 10 sân bay nội địa với tổng công suất đạt 70 triệu khách/năm. Với 81 triệu hành khách di chuyển bằng máy bay tại Việt Nam trong năm 2016, các sân bay Việt Nam đang bị quá tải. Sân bay Tân Sơn Nhất của TP.HCM hiện đang vận hành 128% công suất, trong khi sân bay Đà Nẵng, Hà Nội và Nha Trang phải vận hành ở mức 146%, 170% và 327%.

Để bắt kịp với sự phát triển nhanh chóng của ngành du lịch Việt Nam, quy hoạch phát triển giao thông vận tải hàng không giai đoạn đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030 được Chính phủ phê duyệt dự kiến Việt Nam sẽ có 26 sân bay với tổng mức đầu tư là 10,5 tỷ đô la Mỹ. Việt Nam hiện đang triển khai 11 dự án, trong đó 7 dự án sẽ hoàn tất trong 3 năm tới, tăng thêm 3 sân bay mới cho Việt Nam và nâng tổng công suất của Việt Nam lên 123 triệu khách/ năm vào năm 2020.

Dự án	Chi tiết	Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian
Đà Nẵng	Xây dựng khu VIP và nâng cấp lên 10-15 triệu khách/năm, 250.000 tấn hàng/năm	3.504	2017
Phú Quốc	Nâng cấp lên 6 triệu khách/năm và 300.000 tấn hàng/năm	2.000	2017
Quảng Ninh- Vân Đồn	Đầu tư xây dựng sân bay mới, công suất 2 triệu khách/năm và 10.000 tấn hàng/năm	7.494	2017
Hà Nội- Nội Bài	Bảo dưỡng nhà ga T1 và nâng cấp từ 10 triệu lên 50 triệu khách/năm	1.200	2018
Phan Thiết	Sân bay mới. Giai đoạn 1: 500 ngàn khách/năm và 10 ngàn tấn hàng/năm	5.760	2018-2019
Chu Lai	Mở rộng lên 4 triệu khách/năm và 5 triệu tấn hàng/năm. Giai đoạn 2: 8- 10 triệu khách/năm và 600 tấn hàng/năm.	22.700	2018-2030
Lào Cai	Sân bay mới. Giai đoạn 1: 560 ngàn khách/năm và 600 tấn hàng/năm. Giai đoạn 2: 1.585 triệu khách/năm và 2.880 tấn hàng/năm	5.789	2019-2030
Tân Sơn Nhất	Mở rộng từ 25 triệu lên 40-50 triệu khách/năm	2.000	2020
Long Thành	Sân bay mới. Giai đoạn 1: 25 triệu khách/năm và 1 triệu tấn hàng/năm. Giai đoạn 2: 100 triệu khách/năm và 5 triệu tấn hàng/năm	355	2025
Cát Bi	Mở rộng từ 5 triệu lên 8 triệu khách/năm	5.000	2025
Cam Ranh	Mở rộng từ 1.5 triệu lên 8 triệu khách/năm	3.735	2030
Qui Nhơn- Phù Cát	Nâng cấp lên 4 triệu khách/năm và 50 ngàn tấn hàng/năm		2020-2030
Cà Mau	Nâng cấp lên 500 ngàn khách/năm và 500 tấn hàng/năm		2030

■ **Ngành du lịch Việt Nam được dự báo tiếp tục tăng trưởng trong tương lai**

Theo đề án “Quy hoạch tổng thể phát triển du lịch Việt Nam đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2030”, đến năm 2020, Việt Nam sẽ thu hút được 10,5 triệu lượt khách quốc tế, phục vụ 47,5 triệu lượt khách nội địa; đến năm 2030 thu hút được 18 triệu lượt khách quốc tế và 71 triệu lượt khách nội địa. Năm 2020, tổng thu từ ngành du lịch đạt 18,5 tỷ USD, chiếm 7% GDP; đến năm 2030 đạt 35,2 tỷ USD, chiếm 7,5% GDP. Theo đề án, dự báo ngành du lịch sẽ đạt tốc độ tăng trưởng trung bình trên 30% về doanh thu và khoảng 20% về lượng khách.



TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tên doanh nghiệp: Công ty cổ phần Hàng không Vietjet (VJC-HSX)

Địa chỉ: Tầng 7 tòa nhà Nhật An, 30D Phố Kim Mã Thượng, Phường Cống Vị, Quận Ba Đình, Thành phố Hà Nội.

Nhóm ngành: Hàng không

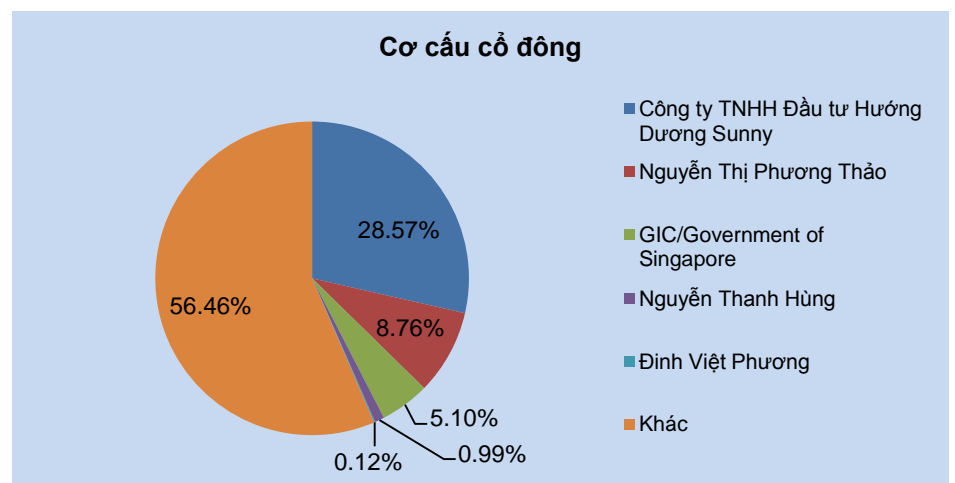
Vốn điều lệ: 3223,88 tỷ đồng

KLCP đang niêm yết: 322.388.060 cổ phiếu

Quá trình hình thành và phát triển: Công ty cổ phần Hàng không Vietjet được thành lập ngày 23 tháng 07 năm 2007 với mục tiêu thực hiện hoạt động khai thác vận chuyển hàng không mô hình hàng không thể hệ mới chi phí thấp cung cấp dịch vụ theo nhu cầu của hành khách. Những mốc sự kiện quan trọng đối với hoạt động kinh doanh của Công ty:

- **Năm 2007:** VietJet được cấp Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh vận tải hàng không số 01/0103018458 và là hãng hàng không tư nhân đầu tiên của Việt Nam được cấp phép hoạt động trên các đường bay trong nước và quốc tế
- **Năm 2011:** Ngày 24/12/2011, VietJet thực hiện chuyến bay thương mại đầu tiên từ Tp.Hồ Chí Minh đi Hà Nội
- **Năm 2012:** Cuối năm 2012, VietJet hoạt động đội bay gồm 5 máy bay và khai thác 10 đường bay nội địa
- **Năm 2013:** Ngày 10/2/2013, VietJet thực hiện chuyến bay quốc tế đầu tiên từ Tp.Hồ Chí Minh đến Bangkok, Thái Lan. Ngày 19/8/2013, VietJet ký thỏa thuận hợp tác với Lufthansa Technik AG. Lufthansa Technik sẽ cung cấp cho VietJet các giải pháp hàng đầu về công nghệ, dịch vụ bảo trì, tư vấn trong các dự án kỹ thuật, tập huấn kỹ thuật cho nhân viên và các dịch vụ tư vấn khác. Cuối năm 2013, VietJet đạt 20,2% thị phần hàng không nội địa.
- **Năm 2014:** Mở rộng hoạt động tại căn cứ khai thác thứ ba tại Đà Nẵng. Ngày 11/02/2014, VietJet ký kết hợp đồng mua 100 máy bay Airbus tại triển lãm hàng không diễn ra tại Singapore. Cuối năm 2014, đội bay của VietJet gồm 19 máy bay và đạt 29,6% thị phần hàng không nội địa
- **Năm 2015:** Ngày 25/1/2015, VietJet khánh thành Trung tâm Đào tạo. Trung tâm Đào tạo này giúp VietJet thực hiện hoạt động huấn luyện nhân sự hiệu quả hơn, kịp thời cung cấp đội ngũ nhân lực cho nhu cầu tăng trưởng của Công ty. Cuối năm 2015, đội bay của VietJet gồm 30 máy bay và đạt 37,1% thị phần hàng không Việt Nam.
- **Năm 2016:** Ngày 01/06/2016, VietJet khai trương đường bay Tp.Hồ Chí Minh – Kuala Lumpur tại thủ đô Kuala Lumpur (Malaysia). Ngày 06/09/2016, VietJet và Airbus đã ký kết đặt hàng mua thêm 20 máy bay thế hệ mới A321 CEO và NEO trị giá 2,39 tỷ đô la Mỹ. 20 máy bay mới này dự kiến sẽ được giao hàng từ năm 2017 đến năm 2020

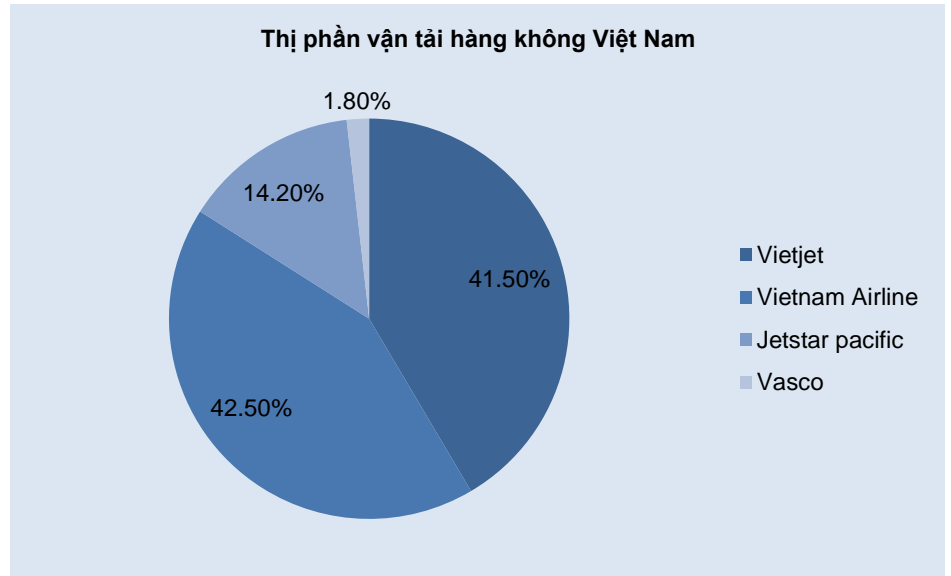
Cơ cấu cổ đông: Tính đến 17/03/2017, Công ty TNHH Đầu tư Hướng Dương Sunny đang nắm giữ 28,57% vốn điều lệ của Vietjet tương đương 92.107.239 cổ phiếu VJC. Phó Chủ tịch HĐQT Nguyễn Thị Phương Thảo nắm giữ 8,76% vốn điều lệ tương đương 28.256.497 cổ phiếu. Quỹ GIC/Government of Singapore nắm giữ 5,10% tương đương với 16.439.000 cổ phiếu.



Được thành lập vào năm 2007, hãng hàng không Vietjet khai thác chuyến bay đầu tiên từ TP.HCM đến Hà Nội vào tháng 12/2011. VJC đã có những bước phát triển thần tốc chỉ sau một thời gian ngắn. Áp dụng thành công mô hình hàng không giá rẻ, sử dụng nguồn vốn hiệu quả để mở rộng đội bay và quảng bá thương hiệu bài bản đã giúp công ty khai phá thị

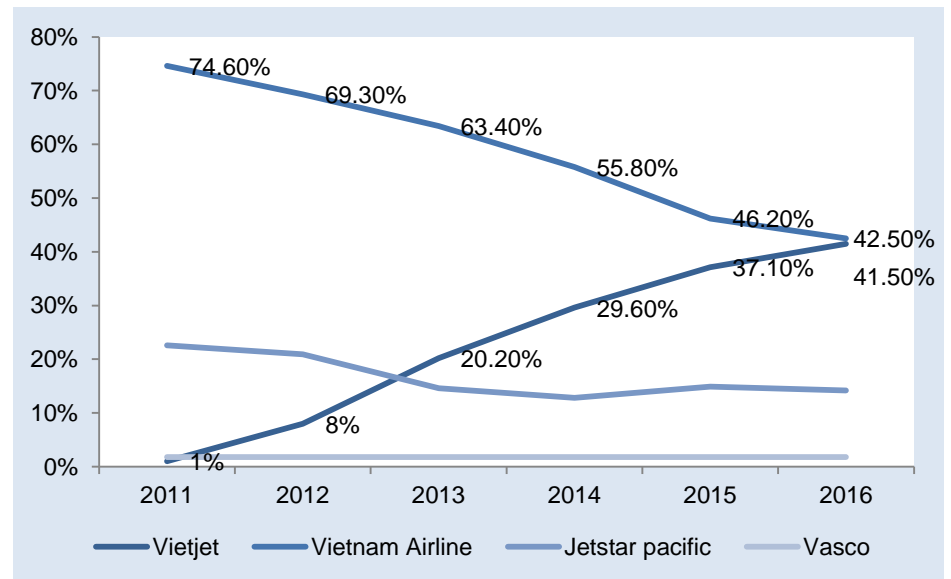
trường nội địa tiềm năng mà những doanh nghiệp đi trước không làm được.

Sau 5 năm hoạt động, thị phần của Vietjet đã tăng lên từ 8% năm 2012 lên mức 2 con số là 41,5% vào năm 2016. Vietjet hiện là 1 trong 2 hãng hàng không lớn nhất của thị trường hàng không Việt Nam, cạnh tranh trực tiếp với hãng hàng không quốc gia Vietnam Airlines – là hãng hàng không đã nắm thế độc quyền tại Việt Nam trong thời gian dài.



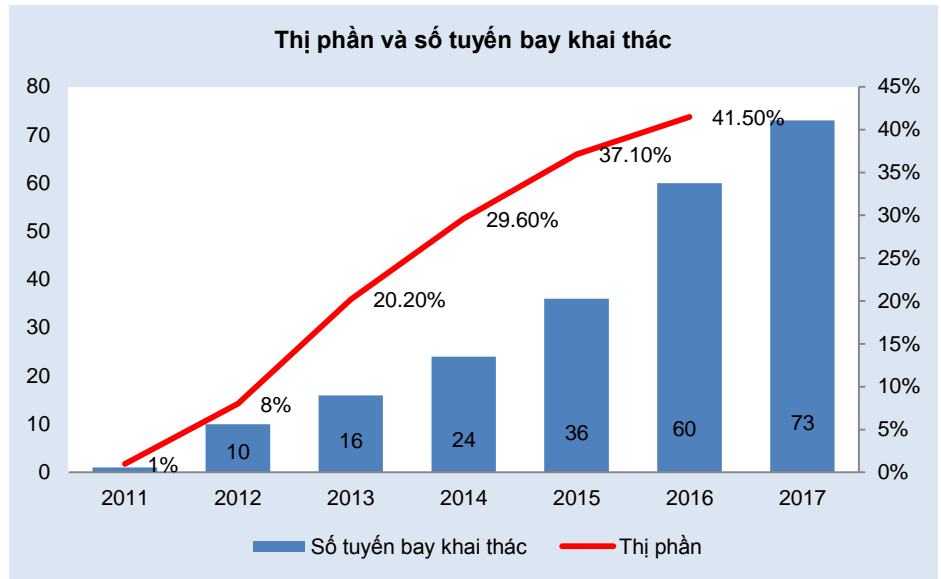
Nguồn: VJC

VJC ĐANG TỪNG BƯỚC GIA TĂNG THỊ PHẦN TRONG NƯỚC



Nguồn: VJC và MBS tổng hợp

Tính đến năm 2016, Vietjet có 30 máy bay Airbus A320 và 15 Airbus A321 trong đội tàu bay của mình. Vietjet còn có 3 máy bay đang cho Thái – Vietjet thuê khai thác. Thái – Vietjet là công ty nhượng quyền thương mại của Vietjet tại Thái Lan, được Vietjet sở hữu 9%. Vietjet đang sở hữu đội tàu bay trẻ nhất Việt Nam với độ tuổi trung bình là 3,12 năm. Vietjet hiện đang vận hành 38 tuyến nội địa và 35 tuyến quốc tế. Công ty đã đưa vào khai thác thêm 11 tuyến nội địa mới và 3 tuyến quốc tế mới vào năm 2016. Trong nửa đầu năm 2017, công ty đã khai thác 21 tuyến bay quốc tế mới.



Nguồn: VJC

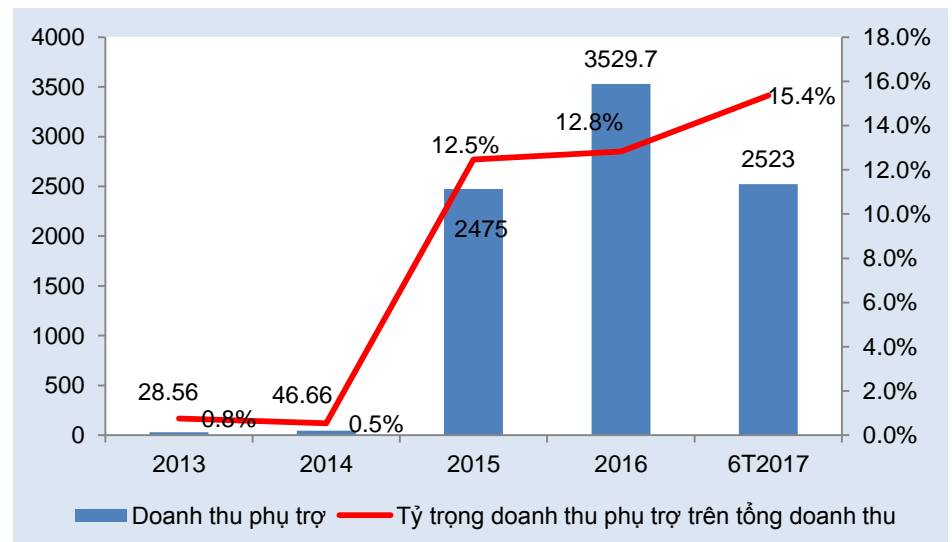
Vietjet cũng đang có kế hoạch tham gia vào thị trường các đường bay dài. Kế hoạch mở rộng này bị trì hoãn kể từ năm 2014 nhưng công ty vẫn giữ thị trường này trong tầm ngắm với mong muốn trở thành một hãng hàng không của khu vực châu Á. Chuyến bay dài nhất hiện nay của Vietjet là Hải Phòng – Incheon dài khoảng 5 giờ 25 phút.

Để bắt kịp với dự báo đà tăng trưởng của ngành hàng không, VJC đã đặt mua 77 máy bay A320/321 với quyền được chọn thuê thêm và 100 chiếc Boeing B737Max200 trị giá 11,3 tỷ USD. Cả 2 đơn hàng dự kiến sẽ được giao trong giai đoạn 2019-2023. VJC cũng ký hợp đồng mua 20 Airbus A320/321Neo cho giai đoạn 2017-2020. Hợp đồng này trị giá 2,39 tỷ USD. Nhìn chung, Vietjet dự kiến sẽ khai thác 78 máy bay vào năm 2019.

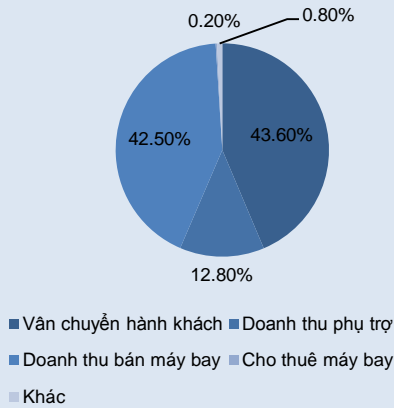
VJC ĐANG THÀNH CÔNG VỚI MÔ HÌNH HÀNG KHÔNG GIÁ RẺ

Vietjet đã trở thành hãng hàng không nội địa hàng đầu Việt Nam chỉ sau 4 năm hoạt động. Các hãng hàng không của Việt Nam hiện nay bao gồm: Vietnam Airlines (HVN), Jestar Pacific Airlines (JPA), VietJet Air và VASCO. Trong đó, HVN theo đuổi mô hình hàng không truyền thống trong khi các hãng hàng không còn lại đều theo chiến lược chi phí thấp, tuy nhiên hiện chỉ có Vietjet Air thành công vượt bậc nhờ chiến lược marketing hiệu quả cùng với cơ cấu sở hữu tư nhân. VJC đã vượt trội hơn các đối thủ để khẳng định thương hiệu của mình thông qua các chương trình khuyến mãi như chương trình giá vé 0 đồng vào các dịp lễ tết, việc tài trợ cho các sự kiện lớn ở Việt Nam hay phủ rộng phương tiện truyền thông thông qua website của công ty, qua hay Youtube. Doanh thu và lợi nhuận của Vietjet đã tăng trưởng vượt bậc trong những năm qua.

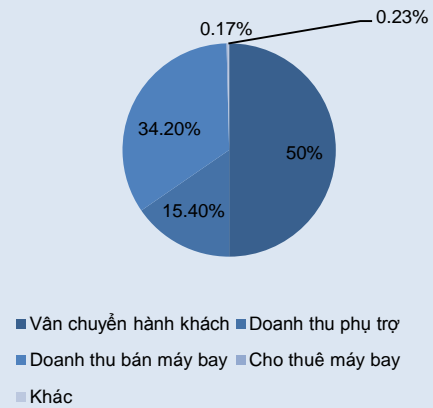
Bên cạnh doanh thu vận chuyển hành khách, doanh thu phụ trợ cũng là một nguồn thu chính và hết sức được coi trọng trong chiến lược phát triển của các hãng hàng không giá rẻ. Doanh thu phụ trợ của VJC tăng trưởng nhanh và chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong cơ cấu qua từng năm.



Tỷ trọng doanh thu năm 2016



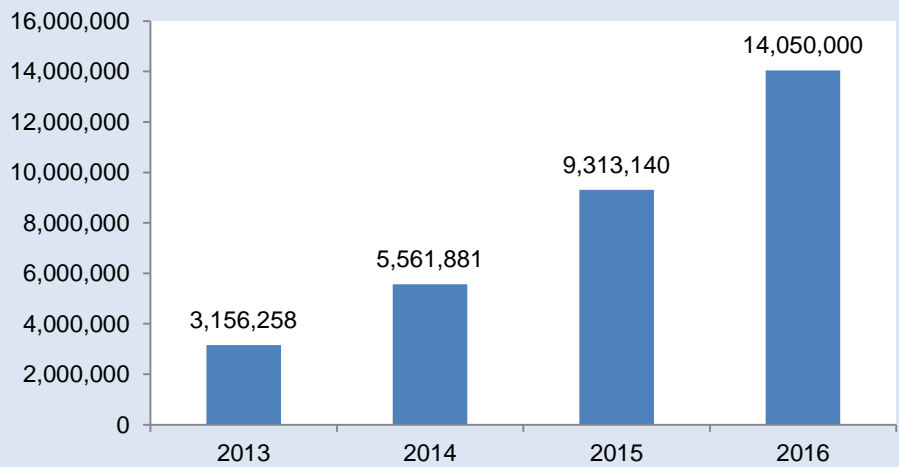
Tỷ trọng doanh thu 6T2017



Nguồn: VJC

Chính sách giá rẻ của VJC đã tạo ra nhu cầu mới cho ngành hàng không, tạo ra một thị trường khách hàng mới giúp VJC có thể tránh cạnh tranh trực tiếp với các đối thủ trong nước. Tính chung cho giai đoạn 2012-2016, mỗi năm có khoảng 70% lượng khách hàng mới lựa chọn VJC.

Số lượng hành khách của Vietjet



Nguồn: Vietjet

Hoạt động theo mô hình hàng không giá rẻ, VJC tối thiểu hóa các chi phí thông qua việc:

- Khai thác duy nhất một dòng tàu bay thân hẹp Airbus A320 và A321; từ đó, đồng cơ, linh kiện cũng như việc huấn luyện, vận hành và sửa chữa được đồng bộ. Sử dụng loại tàu bay tiên tiến nhất và duy trì tuổi đời đội bay trẻ giúp tiết kiệm tối đa chi phí xăng dầu và chi phí vận hành.
- Dòng máy bay này chuyên phục vụ các đường bay ngắn (tối đa từ 5-6h bay) có thể thực hiện quay vòng nhiều chuyến, đi và về trong cùng một ngày để tiết kiệm chi phí ăn ở của đội bay.
- Cắt giảm các chi phí hành lý đi kèm, suất ăn trên máy bay ra khỏi giá vé và đưa vào khung dịch vụ để phục vụ cho những ai có nhu cầu.

Nhờ giá vé luôn được giữ ở mức thấp nhất, người dân có sự lựa chọn tiện lợi hơn so với các phương tiện khác như xe khách, tàu hỏa mà vẫn tiết kiệm hơn việc sử dụng các hãng hàng không truyền thống. Việc hãng hàng không này từng bước chiếm lĩnh thị phần nội địa đã chứng minh tính hiệu quả của mô hình này. Bên cạnh đó, việc áp dụng nghiệp vụ sale and leaseback- bán và thuê lại đã giúp cho VJC phát triển đội bay một cách nhanh chóng để theo kịp với tăng trưởng hành khách.

■ SỰ PHÁT TRIỂN CỦA MÔ HÌNH KINH DOANH HÀNG KHÔNG GIÁ RẺ

Ý tưởng về mô hình hàng không giá rẻ được xuất phát từ Hoa Kỳ, lan đến châu Âu vào đầu thập niên 1990 và tiếp theo lan rộng toàn thế giới. Thuật ngữ hàng không giá rẻ (LCC) ngụ ý đề cập đến các hãng hàng không với cơ cấu chi phí vận hành thấp hơn các hãng hàng

không truyền thống (FSC). Trong đó, quản trị chi phí là vấn đề cốt lõi của mô hình hàng không giá rẻ.

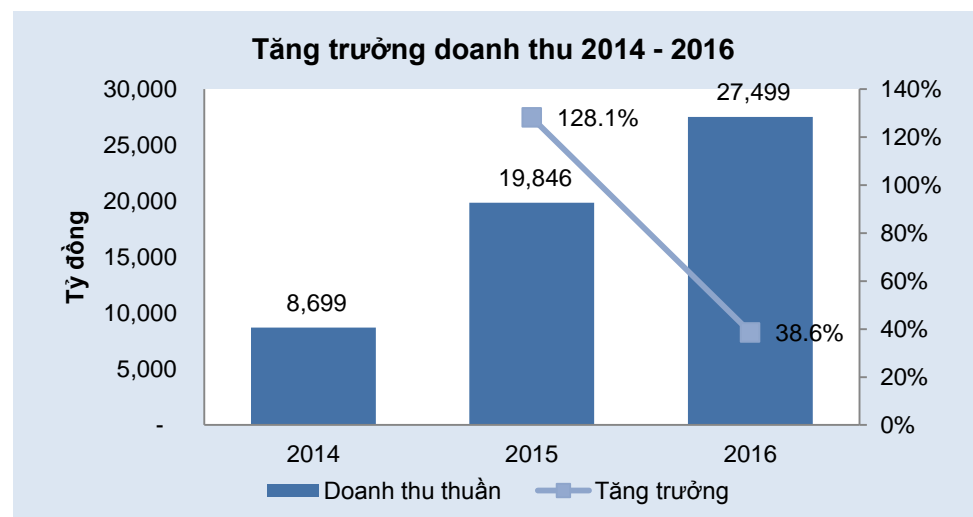
So sánh mô hình hàng không giá rẻ và hàng không truyền thống		
Tiêu chí	LCC	FSC
Định vị khách hàng	Hành khách có thu nhập trung bình và thấp	Đa dạng đối tượng khách hàng với các mức thu nhập khác nhau
Mạng lưới	Nội địa	Liên vùng
Giá vé	Rẻ hơn	Cao hơn
Đối tác	Không có chuyến bay liên doanh	Có sử dụng chuyến bay liên doanh, liên hãng
Kênh phân phối	Bán online hoặc trên Website	Phân phối qua GDS

Mô hình kinh doanh của Hàng không giá rẻ	
Máy bay	Chỉ có một hạng ghế hành khách, hầu hết là máy bay thân hẹp. Chỉ dùng một loại máy bay (thường là Airbus A320 hoặc Boeing 737) để giảm chi phí đào tạo và vận hành.
Chính sách giá	Chính sách vé đơn giản, thông thường là một mức giá cho tất cả các hành khách, thu vé một chiều với mức giá bằng ½ mức vé khứ hồi.
Kênh phân phối	Khuyến khích sử dụng vé điện tử hoặc không cần vé, kênh bán hàng chính qua Internet tránh trả phí hoa hồng cho các đại lý.
Nhân công	Nhân viên đảm nhận nhiều vai trò khác nhau nhằm hạn chế chi phí nhân sự.
Hoạt động phụ trợ	Dịch vụ phụ trợ như ăn uống, tạp chí miễn phí được loại bỏ, khách hàng sẽ chi thêm tiền nếu phát sinh nhu cầu; Hoạt động phụ trợ đóng góp tích cực vào doanh thu chung của các LCC.

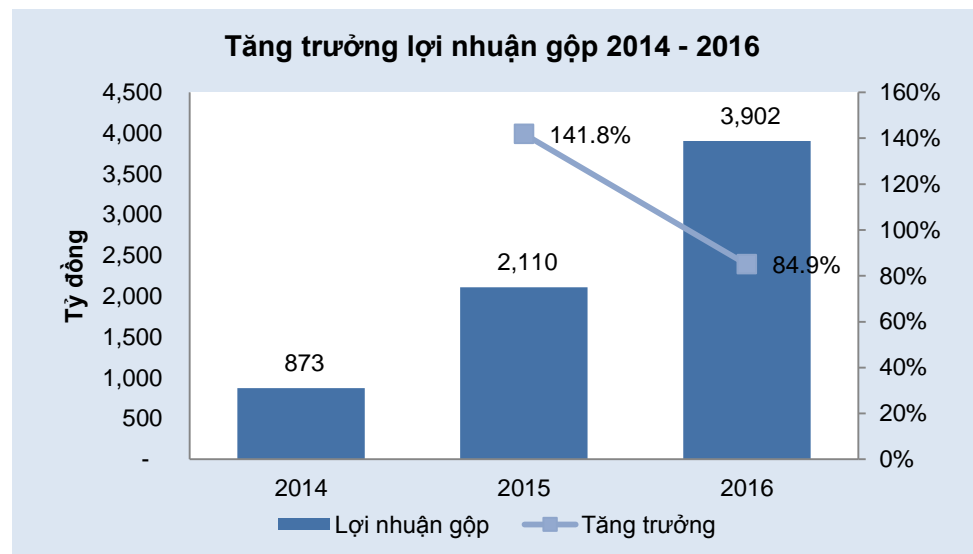
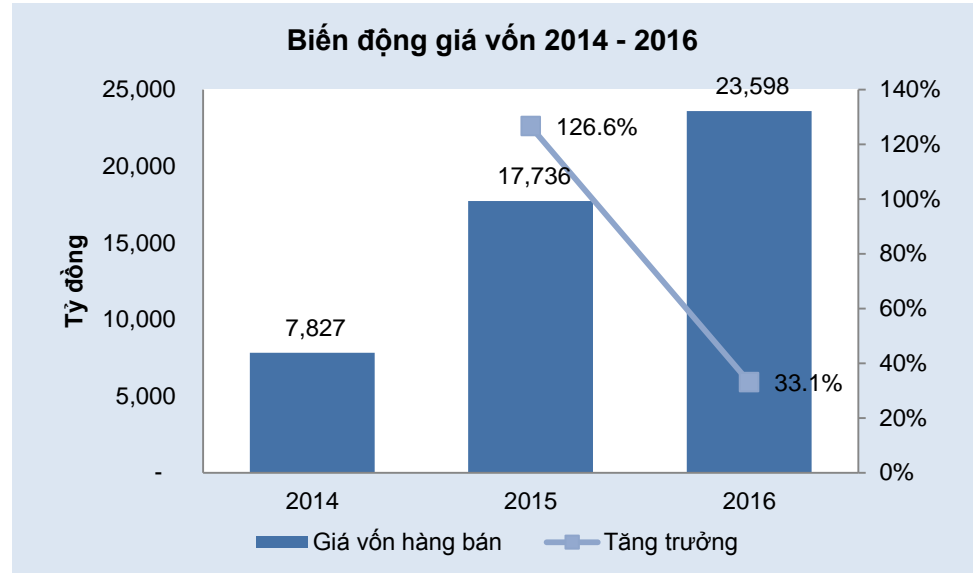
Tại Việt Nam, hàng không giá rẻ đang ngày càng chiếm ưu thế. Sự ra đời của mô hình hàng không giá rẻ đang dần thay đổi tư duy người Việt khi họ có thể di chuyển trên phương tiện nhanh hơn với chi phí bớt đắt đỏ hơn. Đối với các chuyến bay ngắn và chuyến bay nội địa, mô hình LCC (Hàng không giá rẻ) tỏ ra có hiệu quả hơn FSC (Hàng không truyền thống) nhờ chi phí thấp, do đó sự phát triển mô hình LCC phụ thuộc phần lớn vào nhu cầu đi lại nội địa. Số liệu từ IATA cho thấy Việt Nam là thị trường hàng không tăng trưởng nhanh thứ 3 thế giới với mức tăng trưởng bình quân giai đoạn 2011-2015 đạt 16,6%/năm. Tỷ lệ khách hàng di chuyển bằng đường hàng không trong tổng dân số Việt Nam đã tăng từ mức 0,5% của năm 2012 lên mức 0,8% cho năm 2016.

▪ **TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH VÀ TRIỂN VỌNG**

Giai đoạn 2014 – 2016 là giai đoạn tăng trưởng mạnh và đạt hiệu quả cao của VJC



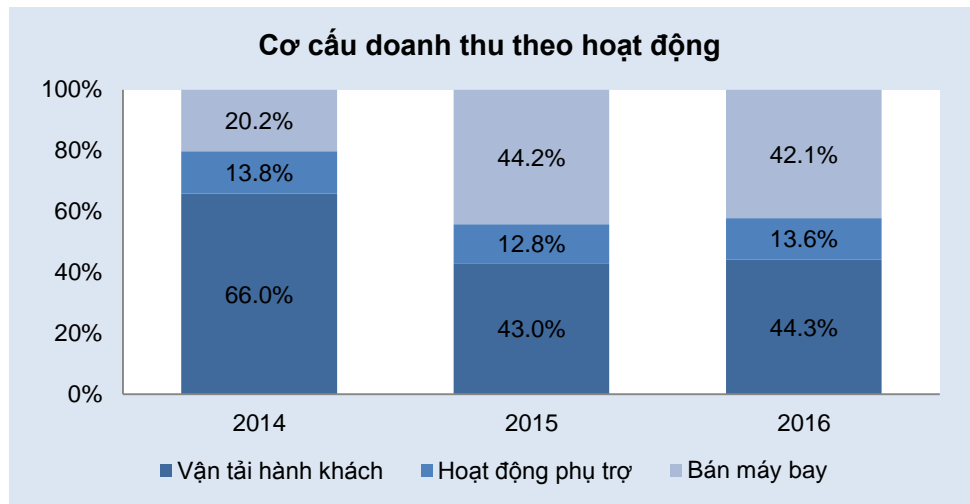
Từ 2014 đến 2016 ghi nhận thời kỳ tăng trưởng ngoạn mục của VJC khi doanh thu tăng mạnh từ 8.699 tỷ đồng năm 2014 lên mức 27.499 tỷ đồng năm 2016, lần lượt ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 128,1% trong năm 2015 và tăng trưởng 38,6% năm 2016. Mặc dù năm 2016 đã tăng đã chứng lại do quy mô doanh nghiệp đã đạt tới mức cao gần đạt tới giới hạn tăng trưởng của mảng vận tải hàng không nội địa, tuy nhiên mức tăng trưởng 38,6% năm 2016 vẫn là mức tăng trưởng cao đối với một công ty trong ngành hàng không như VJC.



Cũng trong giai đoạn 2014 – 2016, biến động giá vốn của VJC cũng có sự tăng trưởng mạnh cùng với sự tăng trưởng doanh thu, mặc dù vậy, tốc độ tăng trưởng giá vốn hàng năm vẫn thấp hơn tương đối so với tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm, cụ thể: năm 2015 VJC đạt mức tăng trưởng doanh thu 128,1% trong khi giá vốn biến động tăng 126,6%, năm 2016 tăng trưởng doanh thu đạt 38,6% trong khi giá vốn biến động tăng 33,1%. Với thực tế đó thì hiệu quả hoạt động của VJC có sự tăng trưởng tốt trong những năm này, thể hiện qua tăng trưởng lợi nhuận gộp.

Lợi nhuận gộp tăng mạnh từ mức 873 tỷ đồng năm 2014 lên 3.902 tỷ đồng năm 2016, ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận gộp năm 2015 đạt 141% và năm 2016 đạt 84,9%, cả 2 năm này đều ghi nhận mức tăng trưởng cao trong điều kiện VJC mở rộng nhanh chóng về quy mô hoạt động

Vận tải hành khách và Bán máy bay là các hoạt động chính đem lại lợi nhuận cho VJC



Đóng góp chính vào kết quả kinh doanh của VJC là các mảng hoạt động (1) **Vận tải hành khách (bao gồm cả phần cho thuê máy bay)**, (2) **Hoạt động phụ trợ** và (3) **Bán máy bay**. Trong giai đoạn 2014 – 2016 có thể thấy biến động kết quả kinh doanh của từng mảng hoạt động này, trong khi mảng vận tải hành khách và bán máy bay đóng góp phần lớn vào doanh thu của VJC và có biến động tăng giảm theo từng thời kỳ thì mảng Hoạt động phụ trợ lại tương đối ổn định.

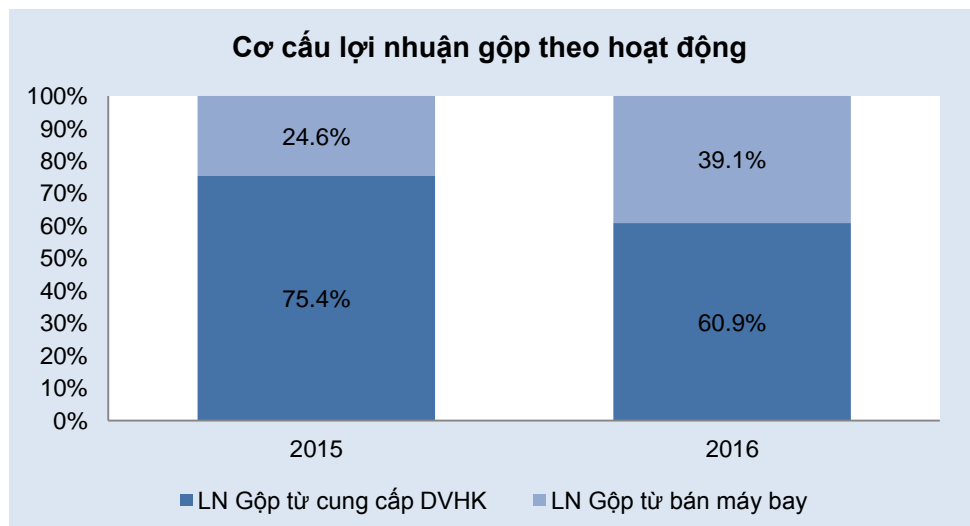
Chúng tôi nhận thấy mảng bán máy bay ngày càng chiếm tỷ trọng cao hơn trong cơ cấu doanh thu của VJC, thực tế này cũng phản ánh sự phát triển mạnh mẽ của VJC trong những năm qua. Đặc điểm của các hãng hàng không lớn trong giai đoạn mở rộng mạnh mẽ thông qua việc tăng nhanh số lượng tàu bay và tuyến bay thì các hãng này thường đặt hàng mua máy bay với số lượng lớn, đến khi máy bay hoàn thành để đưa vào khai thác thì các hãng hàng không này thường sử dụng nghiệp vụ bán lại máy bay cho các công ty cho thuê tài chính và thuê lại chính các máy bay này để vận hành.

Thực hiện nghiệp vụ này giúp các hãng hàng không ghi nhận lợi nhuận từ chênh lệch giá mua và bán máy bay (thường thì giá máy bay có xu hướng tăng từ khi đặt mua cho đến khi nhận, bên cạnh đó việc mua với số lượng lớn tàu bay cũng sẽ được chiết khấu giảm giá lớn trong tổng giá trị mua, chênh lệch này chính là lợi nhuận cho các hãng hàng không sau này).

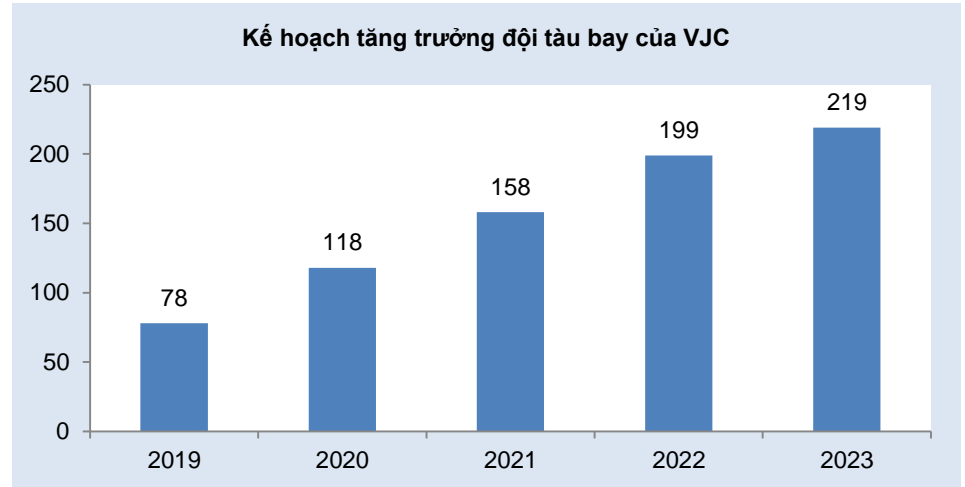
Việc thực hiện nghiệp vụ bán và thuê lại tàu bay đã giúp các hãng hàng không nói chung giảm mạnh áp lực vốn vay để đầu tư tài sản cố định, qua đó giúp bằng cân đối kế toán tương đối cân bằng, ma không bị mất cân đối trong quá trình phát triển đội tàu bay và mở rộng quy mô hoạt động.

Trong những năm qua VJC đã liên tục tăng mạnh số lượng tàu bay đưa vào khai thác và đó chính là lý do khiến cho tỷ trọng doanh thu từ hoạt động bán máy bay ngày càng lớn trong tổng cơ cấu doanh thu của VJC, việc này trực tiếp làm giảm cơ cấu doanh thu của mảng vận tải hành khách trong cơ cấu tổng doanh thu của VJC.

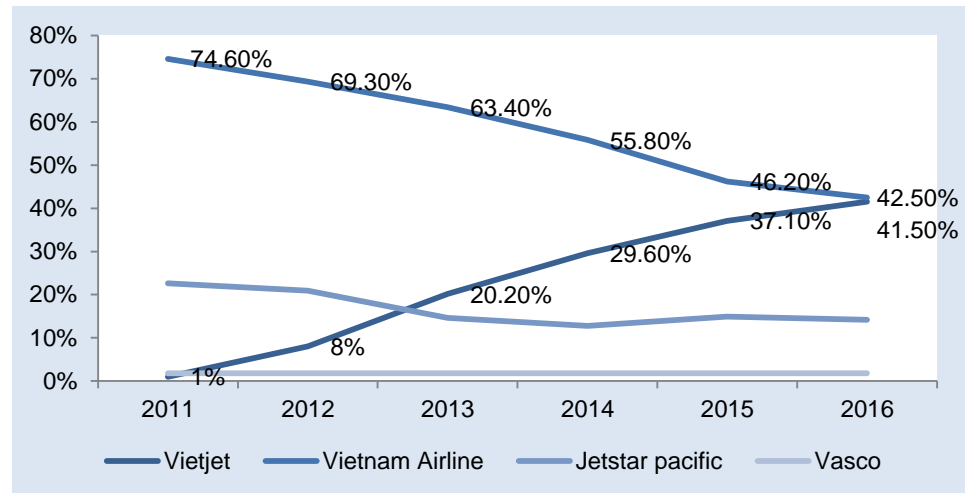
Trong cơ cấu lợi nhuận gộp theo hoạt động những năm gần đây thì tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận gộp của mảng bán máy bay đang có xu hướng tăng dần, trong khi tỷ trọng của mảng dịch vụ hàng không đang giảm dần. Biến động này phản ánh thực tế VJC đang trong quá trình mở rộng về quy mô đội bay nhằm chiếm lĩnh thị phần, gia tăng số lượng khách hàng.



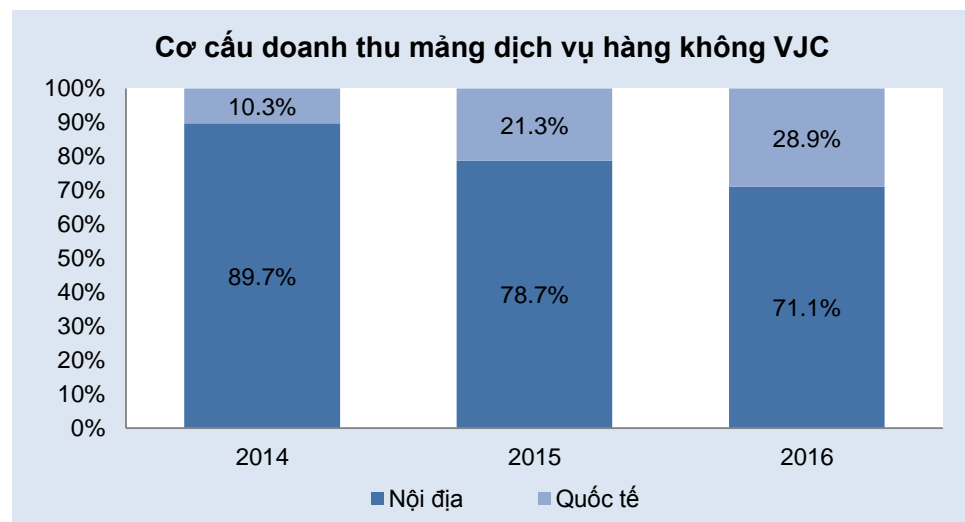
Trong những năm tới chúng tôi nhận thấy kế hoạch mở rộng đội tàu bay của VJC là khá lớn và do đó xu hướng gia tăng tỷ trọng đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận của mảng bán máy bay sẽ tiếp tục diễn ra.



VJC đã khai thác tốt thị trường nội địa và tương lai tăng trưởng phụ thuộc vào khả năng phát triển các thị trường quốc tế



Trong những năm qua VJC liên tục gia tăng chiếm lĩnh thị phần trong nước và cho đến nay VJC và Vietnam Airline là 2 hãng hàng không lớn nhất chia nhau phần lớn thị trường nội địa với mức thị phần cho mỗi đơn vị tương đương hơn 40%. Thực tế này phản ánh qua mô ngày càng lớn mạnh của VJC, mặc dù vậy thì hiện tại với cơ sở hạ tầng hàng không trong nước còn nhiều hạn chế và khó mở rộng thêm sẽ là rào cản lớn cho các DN hàng không trong nước muốn tăng trưởng mạnh về quy mô tàu bay và số tuyến bay. Chính vì vậy, mà để phát triển mạnh hơn nữa bắt buộc các hãng hàng không phải tìm cách phát triển các thị trường Quốc tế.



Đối với VJC, trong cơ cấu doanh thu mảng dịch vụ hàng không (DVHK) thì doanh thu từ thị trường nội địa đang chiếm tỷ trọng cao, tuy nhiên về xu hướng chúng tôi nhận thấy tỷ trọng đóng góp vào doanh thu từ thị trường nội địa đang có xu hướng giảm dần do VJC đã khai thác gần hết các tuyến bay trong nước dựa trên cơ sở hạ tầng hiện có, và để phát triển mạnh các tuyến mới thì gần như tất cả các hãng hàng không hiện tại cũng đều đang gặp khó khăn khi hạ tầng hàng không nội địa có nhiều hạn chế. Trong khi đó thì tỷ trọng doanh thu từ thị trường Quốc tế lại đang có sự gia tăng tích cực và chúng tôi cho rằng việc khai thác tốt các tuyến bay quốc tế trong những năm tới sẽ là chiến lược phù hợp cho tham vọng tăng trưởng mạnh của VJC trong dài hạn.

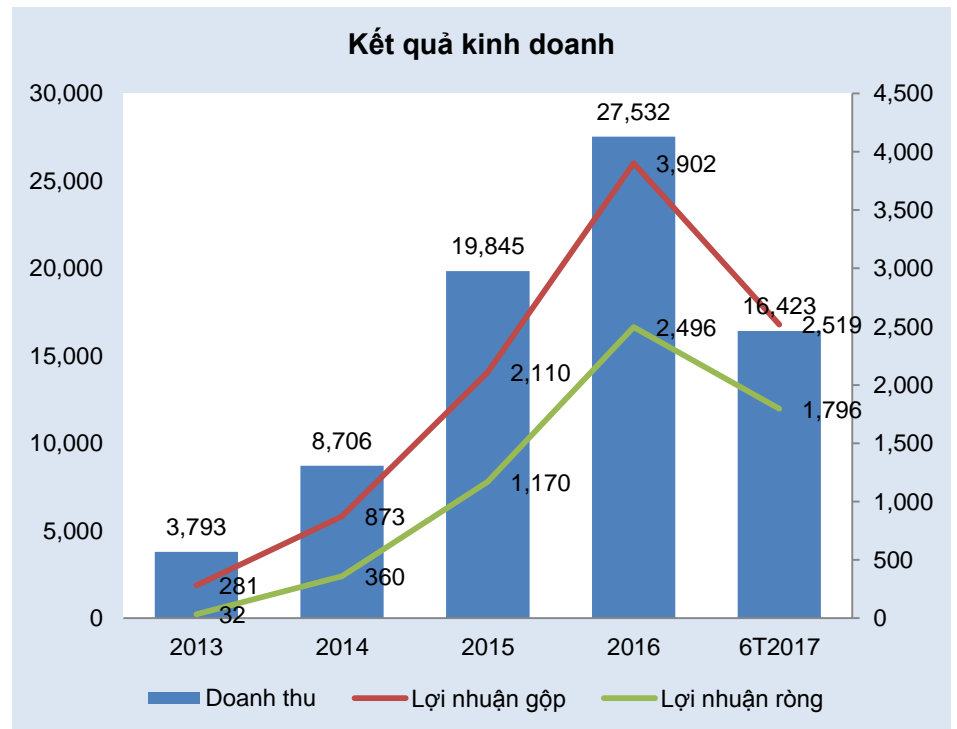
Tăng trưởng doanh thu của VJC được hỗ trợ bởi kế hoạch tăng trưởng đội tàu bay lên 78 chiếc vào năm 2019. Điều này tạo điều kiện cho VJC mở rộng các tuyến bay trong nước và quốc tế và thúc đẩy doanh thu từ mảng vận tải hành khách. Ngoài ra, do VJC sẽ tiếp tục ký kết các hợp đồng SLB chuyển giao sở hữu và thuê khai thác lại các máy bay mới sẽ nhận được trong giai đoạn 2017-2023, chúng tôi kỳ vọng rằng giao dịch này sẽ mang lại doanh thu cho VJC vào năm 2017 và những năm tiếp theo.

Bên cạnh việc mở rộng và tăng tần suất các đường bay nội địa, phát triển mạng đường bay quốc tế là điều kiện tiên quyết để VJC có thể duy trì tăng trưởng. Sản lượng hành khách quốc tế được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng nhanh nhờ vào những nỗ lực của Chính phủ trong việc thu hút khách du lịch như chính sách miễn visa cho một số nước Tây Âu (Anh, Pháp, Đức, Ý và Tây Ban Nha) hay áp dụng thị thực điện tử. Mục tiêu của ngành du lịch trong năm 2017 là thu hút 11,5 triệu lượt khách du lịch quốc tế, và tăng lên 17-20 triệu lượt vào năm 2020.

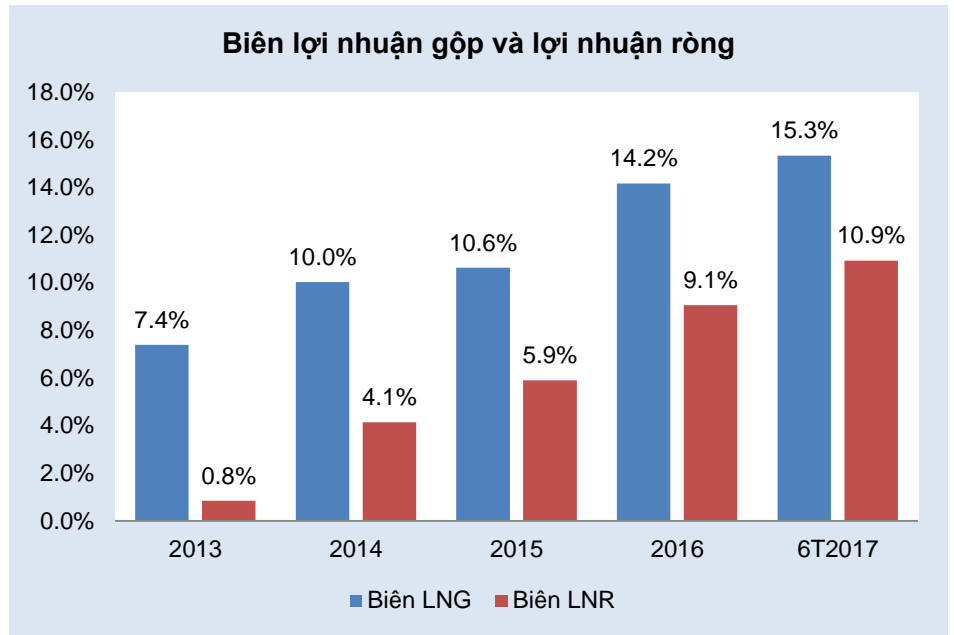
Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2017 tăng trưởng tích cực

Tính đến 6 tháng đầu năm 2017, VJC đạt 16.389,8 tỷ đồng doanh thu thuần tăng 30,5% và lợi nhuận trước thuế đạt hơn 1.900 tỷ đồng tăng 44,7% so với cùng kỳ, lần lượt hoàn thành 39,0% và 52,4% kế hoạch cả năm. Lợi nhuận trước thuế đạt mức tăng trưởng mạnh hơn do tỷ suất lợi nhuận gộp của VJC đạt 15,5% cao hơn so với nửa đầu năm 2016. Cụ thể, doanh thu từ mảng vận tải hành khách đạt 8.191 tỷ đồng tăng 46%; doanh thu từ hoạt động phụ trợ đạt 5.578 tỷ đồng tăng 45% so với cùng kỳ. Công ty cũng ghi nhận gần 5.621 tỷ đồng từ việc chuyển giao sở hữu 4 chiếc máy bay A321 trong quý 2/2017.

Chúng tôi đánh giá khả quan về kết quả kinh doanh của VJC trong năm 2017 và dự phóng VJC có thể đạt mức doanh thu 38.446 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 3.695 tỷ đồng, vượt 8,8% so với kế hoạch và ghi nhận mức tăng trưởng 48,1% so với lợi nhuận sau thuế năm 2016. Đạt được kết quả này giúp VJC đạt mức thu nhập trên cổ phần năm 2017 dự kiến là 11.464 đ/cp



Ngoài sự tăng trưởng ấn tượng về doanh thu và lợi nhuận trong những năm qua và 6 tháng đầu năm 2017, chúng tôi nhận thấy biên lợi nhuận của VJC cũng đang có xu hướng tăng dần qua các năm và đang đạt mức cao nhất trong 6 tháng đầu năm 2017 vừa qua, tương ứng mức biên lợi nhuận gộp 15,3% và biên lợi nhuận ròng 10,9%, thực tế này phản ánh hiệu quả hoạt động của VJC đang gia tăng tích cực.



ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Định giá theo phương pháp so sánh P/E

Chúng tôi đánh giá khả quan về kết quả kinh doanh của VJC trong năm 2017 và dự phóng VJC có thể đạt mức doanh thu 38.446 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 3.695 tỷ đồng, vượt 8,8% so với kế hoạch và ghi nhận mức tăng trưởng 48,1% so với lợi nhuận sau thuế năm 2016. Đạt được kết quả này giúp VJC đạt mức thu nhập trên cổ phần năm 2017 dự kiến là 11.464 đ/cp

Chúng tôi lấy so sánh các mức P/E của các hãng hàng không Châu Á để đưa ra mức P/E phù hợp đối với VJC, theo tính toán thì mức P/E bình quân của 21 hãng hàng không được lấy số liệu là 13,1 lần. Với quan điểm thận trọng chúng tôi đưa ra mức P/E hợp lý đối với VJC trong giai đoạn 2017 – 2018 là 11,5 lần, mức này thấp hơn so với mức bình quân ngành hàng không Châu Á (13,1 lần) và thấp hơn so với mức P/E bình quân thị trường chứng khoán Việt Nam (15,8 lần).

Với mức P/E là 11,5 lần và EPS2017 là 11.464 đ/cp thì mức giá hợp lý đối với VJC theo phương pháp so sánh là 131.836 đ/cp.

TÊN HÃNG HÀNG KHÔNG	PE
VIETJET AVIATION JSC	12.4
AIRASIA BHD	9.3
JUNEYAO AIRLINES CO LTD-A	16.1
CEBU AIR INC	7.4
AIRASIA X BHD	9.1
ANA HOLDINGS INC	12.4
JAPAN AIRLINES CO LTD	10.7
EVA AIRWAYS CORP	18.5
CHINA AIRLINES LTD	9.7
GARUDA INDONESIA PERSERO TBK	24.8
CHINA EASTERN AIRLINES CO-H	8.8
SINGAPORE AIRLINES LTD	27.9
AIR NEW ZEALAND LTD	9.4
THAI AIRWAYS INTERNATIONAL	17.4
ASIANA AIRLINES	14.7
KOREAN AIR LINES CO LTD	7.9
AIR CHINA LTD-A	13.2
HAINAN AIRLINES HOLDING CO-B	14.9
JET AIRWAYS INDIA LTD	13.0
CHINA SOUTHERN AIRLINES CO-H	9.0

QANTAS AIRWAYS LTD	9.2
Average	13.1
Median	12.3

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Doanh thu thuần	27,532	38,446	42,491	47,817	70,977	88,974
EBIT	2,822	4,573	3,924	4,213	6,180	7,503
Thuế TNDN						
Khấu hao	41	80	82	84	88	93
(+) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	(283)	(69)	(73)	(76)	(80)	(84)
(+) Thay đổi VLD ngoài tiền mặt	661	260	265	431	592	604
FCFE	-	4,710	3,805	3,647	5,387	6,607
WACC	8.98%					
Kỳ chiết khấu	0	1	2	3	4	5
Hệ số chiết khấu		0.92	0.84	0.77	0.71	0.65
Giá trị hiện tại của dòng tiền		4,323	3,204	2,818	3,820	4,299
Tổng PV (FCF)	56,165					
(+) Tiền và đầu tư	2,811					
(-) Nợ vay	(6,797)					
Giá trị VCSH (Tỷ VND)	52,179					
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	322					
Giá trị cổ phần (VND)	161,851					
				Tỷ suất chiết khấu		
				Beta		0.70
				Lãi suất trái phiếu		5.5%
				Tỷ suất sinh lời thị trường		12,50%
				chi phí vốn vay		4%
				WACC		8.98%

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền với các giả định cụ thể được trình bày theo bảng trên, chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý của VJC là 161.851 đ/cp.

Kết luận định giá: Tổng hợp 2 phương pháp định giá theo phương pháp so sánh và phương pháp chiết khấu dòng tiền với trọng số cho mỗi phương pháp là 50%, chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý của VJC trong giai đoạn 2017 – 2018 là 146.800 đ/cp.

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Thực hiện báo cáo:

Phạm Văn Quỳnh

Email: Quynh.phamvan@mbs.com.vn

Đỗ Bảo Ngọc

Email: Ngoc1.dobao@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

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

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

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

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

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

MBS tự hào được nhìn nhận là:

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

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

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn