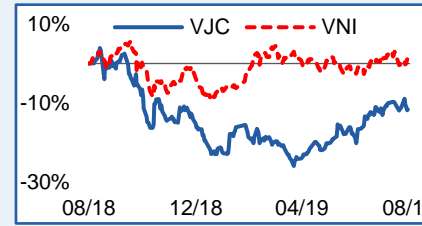


Ngành:	Hàng không	2018	2019F	2020F	2021F	
Ngày báo cáo:	21/08/2019	Tăng trưởng DT	26,7%	6,2%	46,5%	21,6%
Giá hiện tại:	130.900 VND	Tăng trưởng EPS	3,7%	12,8%	26,2%	27,0%
Giá mục tiêu:	156.900 VND	Tăng trưởng EPS cốt lõi*	30,6%	10,5%	43,2%	5,0%
Giá mục tiêu trước đây:	150.300 VND	Biên LN gộp	14,0%	15,4%	12,9%	13,4%
TL tăng:	+19,9%	Biên LN ròng	10,0%	10,6%	9,1%	9,5%
Lợi suất cổ tức:	3,8%	EV/EBITDA^	10,7x	8,6x	7,3x	5,5x
Tổng mức sinh lời:	+23,7%	P/E	13,2x	11,7x	9,3x	7,3x



		VJC	Peers	VNI	
GT vốn hóa:	3,1 tỷ USD	P/E (trượt)	12,2x	7,8x	NA
Room KN:	283,2 triệu USD	P/B (hiện tại)	13,3x	24,9x	16,8x
GTGD/ngày (30n):	3,6 tỷ USD	Nợ ròng/CSH	4,5x	2,8x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	ROE	38,8%	2,2%	14,7%
SL cổ phiếu lưu hành	541,6 triệu	ROA	13,5%	0,7%	2,5%
Pha loãng	541,6 triệu	^ EV được điều chỉnh theo thuế vốn hóa, EBITDAR điều chỉnh không tính lợi nhuận từ SALB; EV/EBITDAR 2018 là ước tính của chúng tôi; * EPS cốt lõi không tính SALB			
PEG 2018-2021	0,6				

**Tổng quan công ty**  
Vietjet Air hãng hàng không chi phí thấp lớn nhất Việt Nam và là một tên tuổi đang nổi lên trong khu vực. Kể từ chuyến bay đầu tiên năm 2011, VJC đã nhanh chóng tận dụng cơ hội ngành hàng không trong nước bùng nổ và trong năm 2018 đạt thị phần 48%. Tính đến cuối năm 2018, VJC có 64 máy bay, phục vụ trên 39 tuyến trong nước và 66 tuyến quốc tế.

Hoàng Nam  
Chuyên viên cao cấp

## Mở rộng các tuyến đường quay quốc tế sẽ là động lực tăng trưởng mới

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA dành cho CTCP Hàng không Viet Jet (VJC) và nâng giá mục tiêu thêm 4,4% lên 156.900 đồng.
- Chúng tôi nâng giá mục tiêu khi chúng tôi điều chỉnh tăng ước tính EBITDAR năm 2019 thêm 11,7% khi tính thêm 1,8 nghìn tỷ đồng phân bổ cho khoản trả trước dài hạn cho việc bảo dưỡng tàu bay. Diễn biến này phần nào bù đắp cho mức giảm dự báo LNST cốt lõi 2019, vốn thấp hơn khoảng 15,8% so với dự báo trước đây của chúng tôi, chủ yếu phản ánh sự kiện bất thường vào giữa tháng 6/2019 và chi phí cao hơn ước tính cho các đường bay quốc tế mới.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST cốt lõi 2019/2020 đạt lần lượt 10,5%/43,2% YoY nhờ tăng trưởng doanh thu phụ trợ và mảng kinh doanh vận tải hành khách quốc tế, cũng như tăng trưởng LNST 2019/2020 là 12,8%/26,2% YoY, chủ yếu đến từ giả định của chúng tôi cho 12/22 giao dịch bán và thuê lại máy bay (SALB).
- Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng triển vọng dài hạn của VJC sẽ được hưởng lợi từ bùng nổ ngành hàng không của Việt Nam, kế hoạch mở rộng các đường bay quốc tế của công ty, hiệu quả hoạt động cao và kiểm soát chi phí ấn tượng. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rủi ro gia tăng đến từ cạnh tranh gay gắt khi số lượng các hãng hàng không mới có khả năng tham gia thị trường đang gia tăng.
- Rủi ro: Tăng trưởng lợi nhuận từ các tuyến bay quốc tế thấp hơn dự kiến; cạnh tranh gay gắt hơn; giá dầu thô bất ngờ tăng mạnh.
- Yếu tố hỗ trợ: sự tham gia thị trường của các đối thủ cạnh tranh mới thấp hơn dự kiến; giá dầu thô giảm.

**Lợi suất hành khách trong 6 tháng đầu năm bị ảnh hưởng do sự kiện bất thường.** Chúng tôi điều chỉnh giảm giảm định lợi suất hành khách 2019 sau khi lợi suất hành khách 6 tháng đầu năm thấp hơn so với dự báo, giảm 10,8% so với cùng kỳ năm ngoái theo ước tính của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính là một loạt chuyến bay bị hủy vào giữa tháng 6. Chúng tôi dự báo tính chung cả năm, lợi suất hành khách chỉ giảm 5,5% từ mức 5% trước đây vì chúng tôi cho rằng lợi suất sẽ phục hồi trong 6 tháng cuối năm, đặc biệt là các tuyến trong nước.

**Các đối thủ mới có thể gây áp lực đối với lợi suất hành khách.** Chúng tôi điều chỉnh giảm giả định lợi suất hành khách những năm tới vì chúng tôi nhận thấy sự hiện diện của các hãng hàng không mới đặt ra rủi ro về cạnh tranh tăng lên. Theo kế hoạch, Vinpearl Air và Vietravel Air sẽ thực hiện những chuyến bay đầu tiên vào tháng 7 và 8/2020 và dự kiến sẽ có đội bay trên 30 chiếc với nhiều tuyến bay quốc tế. Đáng chú ý, Vinpearl Air, công ty con của Vingroup, dự kiến đến năm 2024 sẽ có 30 máy bay. Ngoài ra, Bamboo Airways gần đây đã được cấp phép tăng đội bay đến năm 2023 lên 30 chiếc.

**Boeing bàn giao máy bay chậm trễ sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến việc mở rộng đội bay của VJC.** VJC cho biết hãng vẫn có thể mở rộng đội bay trong năm 2020 dù việc bàn giao có thể bị trì hoãn nhờ đi thuê hoạt động máy bay. Công ty khẳng định từ 2020 đến 2027 sẽ nhận bàn giao 200 chiếc Boeing theo cam kết của Boeing trong hợp đồng ký tháng 07/2018 và 02/2019. Nhờ sự xác nhận của công ty về lịch bàn giao máy bay, trong dự báo hiện nay của chúng tôi, chúng tôi đưa vào thêm 100 máy bay vào ước tính hoạt động SALB giai đoạn 2020-2027, mà trong các ước tính trước đây của chúng tôi chưa đưa vào.

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)	2018	2019F	2020F	2021F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2018	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu</b>	<b>53.577</b>	<b>56.879</b>	<b>83.351</b>	<b>101.339</b>	Tiền và tương đương	7.165	2.178	1.310	8.010
Giá vốn hàng bán	-46.085	-48.119	-72.628	-87.718	Đầu tư TC ngắn hạn	817	817	817	817
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>7.492</b>	<b>8.760</b>	<b>10.723</b>	<b>13.621</b>	Các khoản phải thu	10.273	13.868	19.862	20.108
Chi phí bán hàng	-713	-863	-1.065	-1.236	Hàng tồn kho	469	258	626	434
Chi phí quản lí DN	-295	-360	-436	-527	TS ngắn hạn khác	356	574	676	822
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>6.484</b>	<b>7.537</b>	<b>9.223</b>	<b>11.859</b>	<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>19.079</b>	<b>17.696</b>	<b>23.292</b>	<b>30.190</b>
Doanh thu tài chính	332	333	398	460	TS dài hạn (gộp)	1.966	2.927	2.944	2.969
Chi phí tài chính	-918	-1.197	-1.297	-1.659	- Khấu hao lũy kế	-319	-518	-739	-997
Trong đó, chi phí lãi vay	-258	-218	-247	-302	TS dài hạn (ròng)	1.646	2.408	2.205	1.973
Lợi nhuận từ công ty					Đầu tư TC dài hạn	1.233	1.233	1.233	1.233
LDLK	-89	0	0	0	TS dài hạn khác	17.128	21.370	24.602	28.838
Lợi nhuận/(chi phí) khác	7	7	7	7	Tổng TS dài hạn	<b>20.007</b>	<b>25.011</b>	<b>28.040</b>	<b>32.043</b>
<b>LNTT</b>	<b>5.816</b>	<b>6.679</b>	<b>8.330</b>	<b>10.668</b>	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>39.086</b>	<b>42.707</b>	<b>51.331</b>	<b>62.234</b>
Thuế TNDN	-481	-662	-734	-1.020	Phải trả ngắn hạn	924	842	1.040	1.232
LNST trước CĐTS	<b>5.335</b>	<b>6.017</b>	<b>7.597</b>	<b>9.648</b>	Nợ ngắn hạn	4.958	5.037	5.921	7.183
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn khác	9.059	8.612	10.540	13.109
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>5.335</b>	<b>6.017</b>	<b>7.597</b>	<b>9.648</b>	Tổng nợ ngắn hạn	14.941	14.492	17.501	21.524
<b>LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>5.335</b>	<b>6.017</b>	<b>7.597</b>	<b>9.648</b>	Nợ dài hạn	572	500	437	373
EBITDA	6.631	9.571	11.688	14.834	Nợ dài hạn khác	9.535	11.992	16.032	20.909
EBITDAR điều chỉnh	9.121	13.190	15.637	20.587	<b>Tổng nợ</b>	<b>25.048</b>	<b>26.984</b>	<b>33.969</b>	<b>42.806</b>
EPS cốt lõi, VND	9.850	11.110	14.026	17.813	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
EPS báo cáo, VND	4.443	4.909	7.031	7.380	Vốn cổ phần	5.416	5.416	5.416	5.416
EPS điều chỉnh, VND	9.850	11.110	14.026	17.813	Thặng dư vốn CP	246	246	246	246
EPS pha loãng, VND	5.000	8.000	11.000	14.000	Lợi nhuận giữ lại	2	2	2	2
DPS, VND	50,8%	72,0%	78,4%	78,6%	Vốn khác	119	119	119	119
DPS/EPS (%)					Lợi ích CĐTS	2	2	2	2
<b>CHỈ SỐ</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.039</b>	<b>15.723</b>	<b>17.362</b>	<b>19.427</b>
<b>Tăng trưởng</b>					<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>39.086</b>	<b>42.707</b>	<b>51.331</b>	<b>62.234</b>
Tăng trưởng doanh thu	26,7%	6,2%	46,5%	21,6%	CP lưu hành cuối năm (triệu)	541,6	541,6	541,6	541,6
Tăng trưởng LN HĐKD	12,9%	16,2%	22,4%	28,6%					
Tăng trưởng LNTT	9,7%	14,8%	24,7%	28,1%					
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	3,7%	12,8%	26,2%	27,0%					
<b>Khả năng sinh lời</b>					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Biên LN gộp %	14,0%	15,4%	12,9%	13,4%	(triệu USD)				
Biên LN từ HĐ %	12,1%	13,3%	11,1%	11,7%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>5.809</b>	<b>8.256</b>	<b>9.940</b>	<b>11.579</b>
Biên EBITDA	12,4%	16,8%	14,0%	14,6%	Lợi nhuận sau thuế	5.708	6.017	7.597	9.648
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	10,0%	10,6%	9,1%	9,5%	Khấu hao	147	199	221	257
ROE %	43,3%	40,4%	45,9%	52,5%	Thay đổi vốn lưu động	409	877	-1.920	3.291
ROA %	15,1%	14,7%	16,2%	17,0%	Điều chỉnh khác	-1.834	0	0	0
					<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>4.429</b>	<b>7.094</b>	<b>5.897</b>	<b>13.197</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-800	-961	-18	-25
Số ngày tồn kho	3,8	3,8	3,8	3,8	Đầu tư, ròng	622	-9.251	-5.650	-4.966
Số ngày phải thu	54,1	54,1	54,1	54,1	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-178</b>	<b>-10.212</b>	<b>-5.667</b>	<b>-4.991</b>
Số ngày phải trả	8,9	8,9	8,9	8,9	Cổ tức đã trả	-2.017	-4.333	-5.958	-7.583
TG luân chuyển tiền	49,0	49,0	49,0	49,0	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-1.939	80	883	1.262
<b>Thanh khoản</b>					Tăng (giảm) nợ dài hạn	-55	-72	-63	-63
CS thanh toán hiện hành	1,28	1,22	1,33	1,40	Tiền từ các hoạt động TC khác	63	2.457	4.040	4.877
CS thanh toán nhanh	0,99	0,58	0,63	0,80	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-3.948</b>	<b>-1.868</b>	<b>-1.098</b>	<b>-1.506</b>
CS thanh toán tiền mặt	0,53	0,21	0,12	0,41	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>303</b>	<b>-4.986</b>	<b>-868</b>	<b>6.699</b>
Nợ/Tài sản	14,1%	13,0%	12,4%	12,1%	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>7.165</b>	<b>2.178</b>	<b>1.310</b>	<b>8.010</b>
Nợ/Vốn sử dụng	28,3%	26,0%	26,8%	28,0%					
Nợ/Vốn CSH	-11,6%	21,4%	29,1%	-2,3%					
Khả năng thanh toán lãi vay	25,2x	34,5x	37,4x	39,2x					

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoàng Nam, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP, HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Phòng Nghiên cứu và Phân tích**  
+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng và Chứng khoán

##### **Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123**

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Phạm Đức Trinh, Chuyên viên, ext 116

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### **Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143**

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### **Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120**

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

#### Khách hàng cá nhân

##### **Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363**

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài  
Nguyễn Quốc Dũng  
+84 28 3914 3588, ext 136  
dung.nguyen@vcsc.com.vn

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp, HCM  
+84 28 3914 3588

#### **Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105**

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

#### Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

#### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyễn, Chuyên viên, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### **Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140**

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### **Lucy Huỳnh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130**

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 6262 6999, ext 312  
quang.nguyen@vcsc.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.