

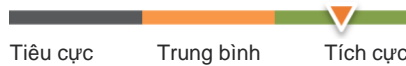
## CTCP HÀNG KHÔNG VIETJET (VJC) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b> VND137.600	<b>Giá mục tiêu</b> VND142.200	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 2,2%	<b>Khuyến nghị</b> NĂM GIỮ	<b>Ngành</b> Hàng không
-------------------------------------	-----------------------------------	-------------------------------	-------------------------------	----------------------------

### Triển vọng ngắn hạn



### Triển vọng dài hạn



### Định giá



Ngày 07/10/2019

Nguyễn Thanh Tuấn

tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	143.730
Thấp nhất 52 tuần (VND)	110.500
KLGBQ 3 tháng (cp)	1,0 triệu
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	92.771
Thị giá vốn (tỷ VND)	72.080
SL CP đang lưu hành (tr)	524
Free float (%)	50
P/E trượt (x)	13,9x
P/B hiện tại (x)	5,3x

### Cơ cấu sở hữu

Sunflower Sunny Investment Co. Ltd	29,5%
Nguyen Thi Phuong Thao	9,1%
Sovico JSC	7,9%
Khác	53,5%

Nguồn: VND RESEARCH

### Dành sự chú ý vào tiến độ bàn giao máy bay

**Mãng kinh doanh cốt lõi ghi nhận kết quả kém khả quan trong 6T2019.** Trong 6T2019, VJC ghi nhận doanh thu tăng 15,7%, giảm đáng kể so với mức tăng trưởng trong 6T2018 và 6T2017 (lần lượt là 29,2% và 30,8% yoy), chỉ hoàn thành 45,8% kế hoạch cả năm. LNST ghi nhận mức tăng trưởng nhẹ 4,3%; hoàn thành 38,6% kế hoạch cả năm.

**Doanh thu cốt lõi giảm tốc do tốc độ mở rộng đội bay chậm.** Công suất của VJC (ghế luân chuyển – ASK) chỉ tăng 15% trong 6T đầu năm, thấp hơn nhiều con số 45% cùng kỳ năm 2018, theo ước tính của chúng tôi. Doanh thu cốt lõi tăng 16,8% chủ yếu nhờ doanh thu phụ trợ tăng mạnh (+42.8% yoy) và bù đắp cho tăng trưởng thấp của doanh thu vận chuyển hành khách (+8,9%).

**Chúng tôi tin rằng việc mở rộng đội bay chậm sẽ khó cải thiện trong tương lai gần.** Theo quan sát của chúng tôi, nguồn cung máy bay thân hẹp sẽ tiếp tục không đáp ứng đủ nhu cầu và ảnh hưởng đến những hãng hàng không với đặt hàng lớn (đặc biệt với A321neo và 787 Max). Chúng tôi kỳ vọng VJC có thể nhận thêm 4 máy bay A321neo trong 4 tháng cuối năm (tổng cộng 8 máy bay cho cả năm 2019), qua đó tăng quy mô đội bay lên 71. Cho giai đoạn 2019-2022, chúng tôi kỳ vọng VJC có thể tăng quy mô đội bay lên 23 chiếc (rộng), tương đương với CAGR ở mức 12%, thấp hơn nhiều so với 42% giai đoạn 2014-2018.

**Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LN tốt hơn trong nửa sau năm 2019 và tăng trưởng vừa phải trong giai đoạn 2020.** Chúng tôi dự báo LNTT cốt lõi 6T cuối năm tăng 3% sau khi giảm 29% trong nửa đầu năm nhờ nhận bàn giao nhiều máy bay hơn. Cho cả năm, chúng tôi kỳ vọng LN cốt lõi giảm 12,5% trong khi doanh thu từ chuyển nhượng máy bay tăng 20%, đóng góp vào con số 3% tăng trưởng LNST cả năm. Cho năm 2020, chúng tôi dự báo việc bàn giao máy bay tốt hơn giúp cải thiện biên LNG và doanh thu S&LB tăng trưởng tốt hơn. Qua đó, LNST 2020 được dự báo tăng 18,1% yoy.

**Duy trì khuyến nghị NĂM GIỮ với giá mục tiêu VND142.200/cp.** Chúng tôi duy trì quan điểm trung tính cho triển vọng năm 2019 của VJC và kỳ vọng năm 2020 tích cực hơn. Tuy nhiên, đợt tăng giá gần đây của giá CP sau khi DN mua lại cổ phiếu quỹ và được thêm vào danh mục ETF khiến định giá hiện đã ở mức hợp lý. Động lực tăng giá bao gồm: các nhà sản xuất máy bay cải thiện hiệu suất giao hàng. Rủi ro chính đối với khuyến nghị của chúng tôi: (1) biến động giá nhiên liệu, (2) cạnh tranh gay gắt từ các doanh nghiệp mới.

Tổng quan tài chính (VND)	12-17A	12-18A	12-19E	12-20E
Doanh thu thuần (tỷ)	42,303	53,577	56,057	66,942
Tăng trưởng DT thuần	53.8%	26.7%	4.6%	19.4%
Biên lợi nhuận gộp	15.5%	14.0%	13.9%	13.7%
Biên EBITDA	13.1%	11.3%	12.7%	13.2%
LN ròng (tỷ)	5,073	5,335	5,497	6,492
Tăng trưởng LN ròng	103.3%	5.2%	3.0%	18.1%
Tăng trưởng LN cốt lõi	105.4%	5.1%	2.4%	18.1%
EPS cơ bản	9,367	9,850	10,149	11,987
EPS điều chỉnh	7,962	8,373	8,627	10,189
BVPS	23,469	25,917	31,924	39,020
ROAE	66.2%	43.3%	35.1%	33.8%

**Chậm bàn giao máy bay mới ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh trong 6 tháng đầu năm**

Hình 1: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng

Đơn vị: tỷ đồng	6T18	6T19	yoy	% so với kế hoạch	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>21.222</b>	<b>24.556</b>	<b>15,7%</b>	<b>45,8%</b>	
Doanh thu vận tải	16.259	18.992	16,8%	56,2%	
- Vận tải hành khác	12.452	13.555	8,9%		Tăng trưởng chậm chủ yếu do tốc độ tăng đội bay chậm, ảnh hưởng đến kế hoạch bay.
- Doanh thu phụ trội	3.807	5.437	42,8%		
DT chuyển nhượng máy bay	4.702	5.052	7,4%	25,5%	Việc bàn giao máy bay chậm ảnh hưởng đến doanh thu từ bán và thuê lại máy bay (S&LB), tuy nhiên VJC bắt đầu ghi nhận doanh thu chuyển nhượng quyền mua máy bay (SAT)
<b>LN gộp</b>	<b>2.999</b>	<b>3.452</b>	<b>15,1%</b>		
Biên LN gộp	14,1%	13,1%	-1,0% pts		
BLNG mảng vận tải	13,0%	9,7%	-3,4% pts		
BLNG chuyển nhượng máy bay	18,0%	31,0%	13,0% pts		Các giao dịch SAT có biên lợi nhuận cao hơn so với S&LB
Doanh thu tài chính	137	255	85,6%		
Chi phí tài chính	494	618	25,3%		
LN thuần hoạt động kinh doanh	1.708	1.218	-28,7%		
Chi phí bán hàng	320	487	52,4%		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	126	182	44,9%		
CP bán hàng/doanh thu	1,5%	1,9%	0,3% pts		
CP QLDN/doanh thu	0,6%	0,7%	0,1% pts		
<b>LN trước thuế</b>	<b>2.159</b>	<b>2.398</b>	<b>11,0%</b>	<b>38,6%</b>	
<b>LN ròng</b>	<b>1.999</b>	<b>2.085</b>	<b>4,3%</b>		
Biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh	10,3%	6,2%	-4,1% pts		
Biên LN ròng	9,4%	7,9%	-1,5% pts		
Số chuyến bay	59.944	68.821	14,8%	47,2%	
Số hàng khách (triệu)	11,1	13,5	21,8%	48,7%	
Số máy bay	55	66			
Tỷ lệ lấp đầy	86,8%	88,0%	1,2% pts		

Nguồn: VNDIRECT, Fiinpro

**Doanh thu vận tải chịu tác động từ bàn giao máy bay chậm trễ và sự cố trong vận hành hệ thống**

Trong 6T2019, VJC ghi nhận doanh thu tăng 15,7%, giảm đáng kể so với mức tăng trưởng 29,2% trong 6T2018 và 30,8% năm 6T2017. Nguyên nhân đến từ chậm trễ bàn giao máy bay ảnh hưởng đến cả doanh thu vận tải (+15,7% yoy) và mua bán máy bay (+7,4% yoy).

Vào tháng 6, Vietjet đã ghi nhận tỷ lệ hủy chuyến bay và chậm giờ ở mức cao do sự cố kỹ thuật khi vận hành phần mềm mới và trì hoãn giao máy bay. Chỉ trong 2 ngày 15-16/6/2019, 134 chuyến bay của VJC đã bị trì hoãn và hủy bỏ. Việc gộp chuyến bay sau khi bị hủy đã dẫn đến hệ số tải tăng lên trong 6T2019 so với năm ngoái (88,0% so với 86,8%). Theo ước tính, yield hành khách giảm 8,8% ở mức 843 đồng/hành khách/km, khiến cho doanh thu từ vé sụt giảm (8,9% trong 6T19 so với 51,6% trong 6T19). Điểm sáng là đà tăng mạnh của doanh thu phụ trội (+42,8% yoy) nhờ vào đóng góp nhiều hơn của các chuyến bay dài.

**Lợi nhuận cốt lõi giảm mạnh do cạnh tranh cao hơn và việc phải bù đắp công suất bằng máy bay thuê ướt**

Biên lợi nhuận vận tải giảm 3,4% do yield hoạt động thấp hơn (-3,4% yoy) trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt với sự xuất hiện của Bamboo Airlines và chi phí vận hành tăng do 4 máy bay được thuê ướt để bổ sung vào đội bay trong mùa cao điểm quý 2. Ngoài ra, VJC mở thêm

9 chặng bay quốc tế mới trong 6T2019 dẫn đến chi phí quảng cáo và thiết lập tăng đáng kể. Vì vậy, chi phí bán hàng & QLDN tăng 50% và gây áp lực lớn lên biên lợi nhuận hoạt động (-4,1%).

**Doanh thu chuyển nhượng máy bay đóng góp nhiều hơn lợi nhuận trước thuế**

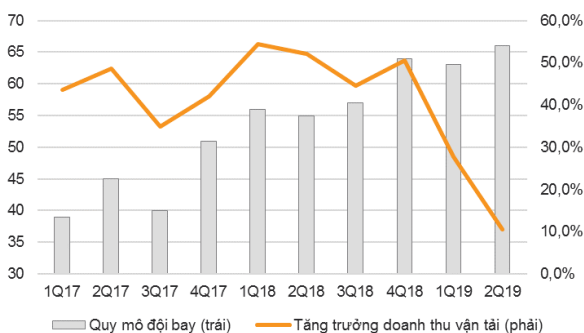
Trong Q1/2019, VJC ghi nhận doanh thu nhượng quyền mua thứ cấp (SAT), hình thức chuyển nhượng máy bay mới, trong khi đó trong Quý 2/19 VJC chỉ ghi nhận doanh thu từ 3 giao dịch bán và thuê lại (S&LB), thấp hơn nhiều so với kế hoạch ban đầu là 12 giao dịch của cả năm 2019. Chúng tôi thấy rằng hầu hết các hãng hàng không thường ký hợp đồng đặt mua số lượng lớn (~100) với các nhà sản xuất máy bay (Boeing, Airbus) để nhận được mức chiết khấu lớn. Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS), doanh thu từ nhượng quyền được ghi nhận khi VJC chuyển nhượng quyền được mua máy bay với giá thấp nói trên cho đối tác của bên thứ 3. Theo chúng tôi, giá vốn chủ yếu của các giao dịch SAT là chi phí đặt cọc và khoản phí tài chính có liên quan. Theo quan điểm của chúng tôi, điểm khác biệt chính giữa 2 loại chuyển nhượng máy bay đó là việc doanh thu S&LB chỉ có thể được ghi nhận khi nhà sản xuất bàn giao máy bay, trong khi doanh thu SAT có thể được ghi nhận trước cho những chiếc máy bay sẽ được mua và chuyển giao trong tương lai.

Theo ước tính, biên lợi nhuận của doanh thu SAT cao hơn so với S&LB. Qua đó mảng chuyển nhượng máy bay (bán và thuê lại, SAT) đạt doanh thu VND5.052 tỷ đồng (+7,4%), đóng góp 68,2% lợi nhuận trước thuế trong 6T2019. VJC cho rằng doanh thu từ các hợp đồng SAT là không thường xuyên. Tuy nhiên chúng tôi nghĩ rằng SAT có thể là phương án dự phòng trong tương lai cho VJC nếu như tình hình bàn giao máy bay gặp khó khăn.

**Tốc độ mở rộng đội bay chậm lại là bài toán chính của VJC**

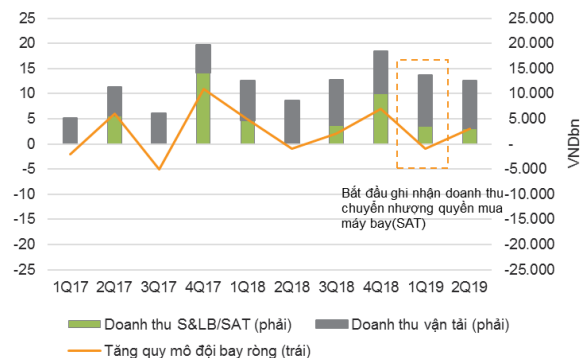
**Việc mở rộng đội bay đóng vai trò quan trọng đối với VJC trong 3 năm qua**

Hình 2: Tăng trưởng doanh thu vận tải bị ảnh hưởng mỗi khi tốc độ mở rộng đội bay chậm lại



Nguồn: VJC, VND RESEARCH

Hình 3: Mối liên hệ giữa tốc độ mở rộng đội bay và biến động doanh thu của VJC



Nguồn: VJC, VND RESEARCH

Theo chúng tôi, việc mở rộng nhanh quy mô đội bay là một yếu tố cốt lõi tạo nên thành công của VJC trong vài năm qua. Nhờ sử dụng giao dịch bán và cho thuê lại để tài trợ cho hầu hết đội bay, VJC đã tăng gấp đôi số máy bay từ Q1/2017 đến Q2/2019 mà không phải chịu áp lực tài chính lớn. Đối với các hãng hàng không, quy mô đội bay lớn hơn đồng nghĩa với nhiều chuyến bay hơn, nhiều chỗ ngồi hơn, nhiều chặng bay hơn và đội bay trẻ hơn. Vì vậy, số lượng máy bay mới tăng

lên đã tạo ra doanh thu bán & thuê lại cho VJC, chiếm 51% đến 64% lợi nhuận trước thuế trong giai đoạn 2016-18.

#### **Lượng đặt hàng máy bay lớn đã ký với Boeing và Airbus**

VJC tập trung mở rộng đội bay vào thế hệ mới nhất của Boeing 737 (737 Max) và Airbus A321neo (A319, A320, A321). Theo Centre for Aviation (CAPA), các máy bay thân hẹp Boeing B737 và dòng Airbus A320 Families (A319, A320, A321) đang được vận hành phổ biến nhất, chiếm 55,0% tổng số máy bay thương mại đang vận hành về số lượng tính đến tháng 2/2019. Tính đến tháng 8/2018, VJC có đơn hàng 123 A321neo (new engine option) và 200 máy bay B737, được xem là những máy bay cỡ trung tiết kiệm nhiên liệu nhất hiện tại.

Đặc biệt, A321neo là máy bay thân hẹp lớn nhất và tầm bay xa nhất đến 7.400km, giúp VJC có thể khai thác những chặng bay xa hơn đến các điểm đến quan trọng ở châu Á (Nhật Bản, Bali, New Deli).

#### **Khi thị trường sản xuất máy bay độc quyền nhóm cho thấy sự hạn chế**

VJC đã nhận được 3 máy bay A321 trong 6T2019 và một chiếc khác trong Quý 3 (theo dữ liệu từ VJC và Airbus), cho thấy tốc độ thấp so với kế hoạch nhận 12 máy bay trong ĐHCĐ năm 2019. Gần đây, VJC cho biết đã điều chỉnh kế hoạch chỉ còn 8 máy bay mới cho năm 2019 vì 4 máy bay Boeing 737 Max khó có thể giao kịp theo kế hoạch cũ là Quý 4. Tính đến ngày 30/6/2019, đội bay của VJC có tổng cộng 66 chiếc bao gồm 22 chiếc A320, 34 chiếc A321ceo (tùy chọn động cơ hiện tại) và 10 chiếc A321neo (11 chiếc nếu tính đến ngày 11/8/2019).

Như đã nói ở trên, nhiều hãng hàng không lựa chọn dòng Boeing 737 Max và A320 để bổ sung đội bay và tất cả đều bị ảnh hưởng khi việc giao hàng gặp phải trở ngại.

- Boeing đã dừng tất cả các đợt giao hàng của 737 Max vào tháng 3 do 2 vụ tai nạn liên quan đến dòng máy bay này. Boeing và ban quản trị đang thử nghiệm và đảm bảo chiếc 737 Max an toàn để bay trở lại. Tuy nhiên ngay cả khi Boeing có thể đáp ứng thời gian dự kiến giao hàng vào cuối năm 2019, chúng tôi cho rằng sẽ cần thời gian để các cơ quan quản lý hàng không toàn cầu cấp phép cho 737 Max hoạt động trong không phận của họ.
- Trong khi đó, Airbus đang phải đối mặt với vấn đề sản xuất máy bay A320/21neo trong thời điểm nhu cầu đối với các máy bay thân hẹp trên toàn thế giới tăng vọt. Theo thông báo của các hãng hàng không, Airbus cho biết việc giao các đơn hàng A321neo sẽ bị trì hoãn. Tính từ đầu năm đến tháng 8 năm 2019, Airbus đã cung cấp 90 máy bay A321neo (tổng số 212 máy bay từ năm 2016) trên tổng 2.762 máy bay đặt hàng.

#### **Vấn đề tốc độ mở rộng đội bay chậm lại có thể không được giải quyết ngay**

Với tình hình thị trường hiện tại, chúng tôi cho rằng nguồn cung máy bay thân hẹp sẽ tiếp tục không đáp ứng được nhu cầu, điều này sẽ ảnh hưởng đến các hãng hàng không có đơn đặt hàng lớn (đặc biệt là A321neo và B787 Max). IATA dự báo tăng trưởng đội bay của các hãng hàng không toàn cầu sẽ ở mức 3,6% trong năm 2019, thấp hơn mức 4,7% trong năm 2018.

Chúng tôi kỳ vọng VJC có thể nhận thêm 4 máy bay A321neo trong 4 tháng cuối năm 2019 (tổng cộng 8 chiếc cho cả năm 2019) và nâng quy mô đội máy bay lên 71. Trong giai đoạn 2019-2022, chúng tôi cho rằng VJC có thể nhận thêm 23 máy bay và nâng tổng số lên 94 máy



bay. Điều này giúp công suất đạt tăng trưởng kép 12%, tuy nhiên con số này thấp hơn nhiều so với mức 42% trong giai đoạn 2014-2018.

Khi các máy bay Boeing 787 Max được giao trong tương lai, VJC sẽ có đội bay gồm 2 loại máy bay. Đối với các hãng hàng không giá rẻ, đội bay sẽ tối ưu hóa hơn với 1 loại máy bay vì có thể giảm chi phí đào tạo và chi phí bảo dưỡng. Với các máy bay Boeing 787 Max sắp được giao, VJC có thể sẽ chịu nhiều chi phí bảo dưỡng hơn trên mỗi chuyến bay.

**Cạnh tranh gay gắt từ các doanh nghiệp mới có thể gia tăng áp lực lên kế hoạch mở rộng và hoạt động của các hãng hàng không hiện tại**

Sau thành công của VJC, các hãng hàng không mới đều muốn nhảy vào giành miếng bánh thị phần. Bamboo Airways (chưa niêm yết) hoạt động chuyến bay đầu tiên vào tháng 1/2019 và chiếm 4% thị phần sau 6 tháng. Vào tháng 7/2019, Vietstar Airlines (chưa niêm yết), một doanh nghiệp trực thuộc quân đội, đã được cấp Chứng nhận Khai thác Máy bay (AOC) và trở thành hãng hàng không thứ sáu tại Việt Nam. Ngoài ra, sẽ có thêm nhiều hãng hàng không nữa gia nhập thị trường với việc một số doanh nghiệp du lịch lớn đang xin giấy phép để hoạt động hãng hàng không của riêng họ, bao gồm Viettravel, Tập đoàn Thiên Minh, VinAsia (công ty con của Vinroup - VIC VN, Không khuyến nghị). Trong khi đó, Air Asia (AAGB MK, Không khuyến nghị) vẫn chưa từ bỏ kế hoạch tham gia thị trường Việt Nam mặc dù trước đó đã hợp tác không thành công với các đối tác trong nước.

Ngoài cuộc chiến giành thị phần vận chuyển hành khách, chúng tôi cho rằng cạnh tranh cũng gia tăng trong việc thu hút các phi công và tiếp viên. Năng lực đào tạo của Việt Nam hiện ở mức 100 phi công mỗi năm với giai đoạn thực hành vẫn thực hiện ở nước ngoài. Theo BAA Training (Châu Âu), nhu cầu thị trường hàng không Việt Nam là 670 phi công mỗi năm. Với sự thiếu hụt nguồn cung, chúng tôi dự báo các hãng hàng không của Việt Nam sẽ phải đối mặt với áp lực có đủ phi công để vận hành các máy bay hiện tại và bổ sung cũng như tăng Vinpearl Air and Bamboo Airways đang bắt đầu mở các trường hàng không riêng nhưng điều này không thể giúp hạ nhiệt thị trường phi công và tiếp viên trong vài năm tới.

**Các chặng bay quốc tế trở thành động lực tăng trưởng chính**

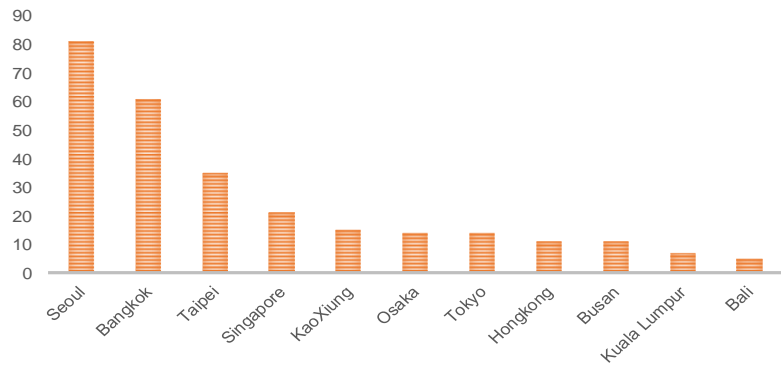
Trong 6T2019, các chặng bay quốc tế ghi nhận doanh thu tăng 50,6% yoy, vượt các chặng bay trong nước (-6,9% yoy) và đóng góp 51% vào doanh thu vận chuyển hành khách. Với máy bay A321neo mới có tầm bay xa nhất trong loại thân hẹp, VJC có thể bay xa hơn đến các trung tâm lớn của châu Á (Tokyo, Bali, New Delhi). VJC mở 9 chặng bay quốc tế mới trong 6T2019, chủ yếu tập trung vào các điểm đến tại thị trường chính Đông Bắc Á (Đài Loan, Hàn Quốc, Nhật Bản), cũng như thử nghiệm 1 số đường bay ở Nam Thái Bình Dương và Nam Á (Bali, New Delhi).

Hình 4: Các điểm đến hiện tại của VJC



Nguồn: Flightradar24

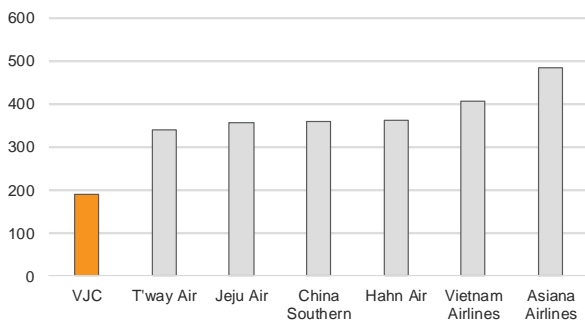
Hình 5: Số chuyến bay khứ hồi của VJC đến các điểm đến lớn trong khu vực



Nguồn: Flightradar24

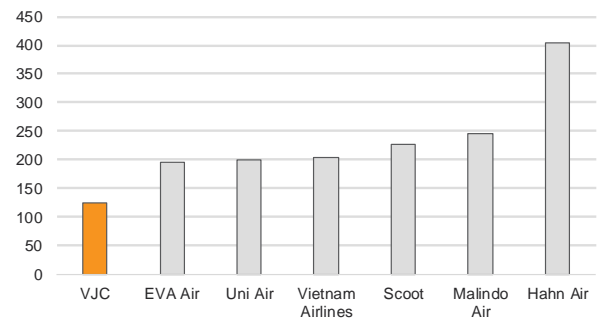
- Đông Bắc Á: Du lịch giữa Việt Nam và Đài Loan, Hàn Quốc và Nhật Bản bùng nổ trong 2 năm vừa qua (CAGR 34% theo lượt khách du lịch) và xu hướng này tiếp tục trong năm 2019 khi lượt khách quốc tế đến Việt Nam từ các quốc gia này tăng 21,9% trong 9 tháng đầu năm. Nắm bắt nhu cầu du lịch gia tăng, VJC hiện có 22 đường bay thường xuyên đến các quốc gia Đông Bắc Á và cung cấp mức giá vé thấp nhất ở những đường bay chính (Busan, Seoul, Tokyo). Chúng tôi kỳ vọng VJC sẽ tiếp tục mở thêm những đường bay mới kết nối các sân bay cấp 2 của Việt Nam (Nha Trang, Đà Nẵng, Phú Quốc, Vân Đồn) với những thành phố lớn (Busan, Seoul, Tokyo) hoặc gia tăng tần suất khai thác với những máy bay A321neo/B737 Max được thiết kế phù hợp với những chặng bay này.

Hình 6: Giá vé khứ hồi chặng Tp. Hồ Chí Minh – Seoul (US\$)



Nguồn: Skyscanner, data ngày 19/8

Hình 7: Giá vé khứ hồi chặng Tp. Hồ Chí Minh – Taipei (US\$)



Nguồn: Skyscanner, data ngày 19/8

- Đông Nam Á/Nam Á. Chúng tôi kỳ vọng VJC sẽ mở rộng một cách có chọn lọc vào thị trường Đông Nam Á, nơi đang chứng kiến sự thống trị của Air Asia và Lion Air trong phân khúc giá rẻ. Đường bay mới Tp. HCM – Bali, đường bay thẳng đầu tiên từ Việt Nam đến đảo du lịch nổi tiếng này, có thể là một gợi ý cho những chặng bay tương lai của hãng bay. VJC có thể mở thêm những đường bay thẳng đến các điểm du lịch nổi tiếng ở Philippines, Indonesia, Myanmar. Malaysia là một thị trường tương đối khó khăn do là quê nhà của Air Asia trong khi VJC đã có sẵn Thai Vietjet để khai thác mạng bay kết nối với Thái Lan.

Các chuyến bay dài hơn có thể mang lại nhiều doanh thu phụ trợ hơn nhưng rủi ro biến động nhiên liệu cũng cao hơn. Với các hãng hàng không giá rẻ, chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 30-40% tổng chi phí vận hành (tính theo CASK) và tỷ trọng chi phí nhiên liệu sẽ tăng lên với các chuyến bay dài hơn. Dựa trên kế hoạch khai thác thêm các chuyến bay trung bình và đường dài (bay 4-7 giờ) của VJC, chúng tôi lo ngại rằng hãng hàng không có thể bị ảnh hưởng nhiều hơn bởi biến động giá dầu.

### Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST tốt hơn trong nửa cuối năm 2019 và tăng nhẹ cho năm 2020

Chúng tôi kỳ vọng EBIT hoạt động cốt lõi của VJC sẽ đạt mức tăng trưởng 3% yoy trong nửa cuối năm 2019 từ mức âm 29% trong 6T2019 nhờ có nhiều máy bay được giao và sự kiện hủy chuyến bay hàng loạt vào tháng 5 khó có thể xảy ra lần nữa. Đối với cả năm 2019, chúng tôi ước tính lợi nhuận cốt lõi sẽ giảm 12,5% dựa trên doanh thu vận tải (doanh thu hành khách và phụ trợ) tăng 15,8% (bao gồm doanh thu vận chuyển hành khách, phụ trợ và doanh thu khác) và biên LNG cốt lõi giảm 2,5 điểm cơ bản. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trước thuế mảng thương mại (bán & thuê lại và SAT) sẽ tăng 20% trong năm 2019; điều này sẽ giúp LNST của VJC năm 2019 tăng trưởng 3% yoy.

Cho năm 2020, chúng tôi dự báo việc bàn giao máy bay tốt hơn giúp cải thiện biên LNG và doanh thu S&LB tăng trưởng tốt hơn. Lợi nhuận cốt lõi ở mức 20,4% vượt xa tăng trưởng doanh thu cốt lõi 16,4%. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng chuyển nhượng máy bay đạt mốc 21.380 tỷ đồng (+26,3% yoy) trong năm 2020. Qua đó, lợi nhuận cả năm 2020 dự báo tăng 18,1% yoy.

Hình 8: Tóm tắt dự báo cho VJC

	Đơn vị	2017	2018	2019F	2020F
Tỷ lệ lấp đầy		88,0%	88,1%	88,5%	88,0%
Lượt HK	Triệu	17,1	23,1	27,9	31,9
<b>Doanh thu thuần</b>	Tỷ đồng	<b>42.303</b>	<b>53.577</b>	<b>56.057</b>	<b>66.942</b>
Vận tải	Tỷ đồng	22.549	33.779	39.132	45.563
Chuyển nhượng máy bay	Tỷ đồng	19.754	19.798	16.925	21.380
LN Gộp	Tỷ đồng	6.549	7.492	7.807	9.153
Chi phí bán hàng	Tỷ đồng	579	713	842	957
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Tỷ đồng	226	295	332	371
EBIT hoạt động	Tỷ đồng	2.345	3.536	3.095	3.728
LNTT	Tỷ đồng	5.303	5.816	5.992	7.077
LNST	Tỷ đồng	5.073	5.335	5.497	6.492
LNTT cốt lõi	Tỷ đồng	<b>1.902</b>	<b>2.868</b>	<b>2.454</b>	<b>2.980</b>
Tăng trưởng ASK		40,6%	41,4%	20,0%	15,3%
Tăng trưởng RPK		40,7%	41,5%	20,6%	14,7%
Tăng trưởng hành khách		21,7%	35,1%	20,6%	14,7%
Tăng trưởng doanh thu		53,8%	26,7%	4,6%	19,4%
Tăng trưởng DT vận tải		41,7%	49,8%	15,8%	16,4%
Biên LN gộp		15,5%	14,0%	13,9%	13,7%
Vận tải		14,0%	13,5%	10,9%	11,1%
Chuyển nhượng máy bay		17,2%	14,9%	20,9%	19,2%
CPBH&QLDN/DTT		1,9%	1,9%	2,1%	2,0%
Biên EBIT		5,5%	6,6%	5,5%	5,6%
Tăng trưởng LNST		103,3%	5,2%	3,0%	18,1%
Tăng trưởng LNST cốt lõi		40,5%	50,8%	-12,5%	20,4%

Nguồn: VNDIRECT Research, VJC

### Mở rộng chuỗi giá trị hàng không

Danh mục đầu tư liên quan đến hàng không của VJC hiện bao gồm: PVOil (OIL VN), Dịch vụ Mặt đất Sài Gòn (SGN VN), Sân bay quốc tế Cam Ranh (CIA VN). Ngoài ra, VJC đề xuất lên Cục hàng không Việt Nam để sử dụng các dịch vụ mặt đất tại sân bay Nội Bài và Cam Ranh. Chúng tôi cho rằng VJC đang hướng đến sự kiểm soát tốt hơn đối với nhiên liệu và dịch vụ đầu vào, tuy nhiên chúng tôi chờ đợi kết quả rõ nét hơn từ quá trình chuyển đổi này.

### Duy trì khuyến nghị NĂM GIỮ

Chúng tôi duy trì quan điểm trung tính cho triển vọng năm 2019 của VJC và kỳ vọng năm 2020 tích cực hơn. Tuy nhiên, đợt tăng mạnh hiện tại của giá cổ phiếu sau khi doanh nghiệp mua lại cổ phiếu quỹ và VJC được thêm vào danh mục ETF khiến định giá hiện đã ở mức hợp lý. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ với giá mục tiêu 142.200 đồng/cp dựa trên sự kết hợp phương pháp FCFE (Chi phí vốn: 10,95%, tăng trưởng dài hạn: 2%) đối với mảng hàng không và phương pháp PV (Chi phí vốn: 20%) đối với mảng thương mại.

Hình 9: Phương pháp định giá FCFE cho mảng hàng không

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>EBIT</b>	<b>4.896</b>	<b>5.807</b>	<b>5.173</b>	<b>5.827</b>	<b>7.826</b>	<b>8.644</b>	<b>8.717</b>	<b>8.310</b>	<b>8.895</b>	<b>11.625</b>
(-) Thuế	-495	-585	-548	-611	-786	-863	-880	-860	-921	-1.156
<b>EBIAT</b>	<b>4.401</b>	<b>5.222</b>	<b>4.626</b>	<b>5.216</b>	<b>7.040</b>	<b>7.781</b>	<b>7.837</b>	<b>7.450</b>	<b>7.975</b>	<b>10.470</b>
(+) Khấu hao	200	219	238	258	277	297	316	335	355	374
(-) Capex	-194	-194	-194	-194	-194	-194	-194	-194	-194	-194
(-) Thay đổi vốn lưu động	689	677	230	60	155	83	20	6	63	215
(-) S&LB	-3.246	-3.759	-2.952	-3.427	-5.180	-5.775	-5.640	-4.987	-5.347	-7.782
<b>Unlevered FCFE</b>	<b>1.850</b>	<b>2.166</b>	<b>1.949</b>	<b>1.913</b>	<b>2.098</b>	<b>2.192</b>	<b>2.340</b>	<b>2.610</b>	<b>2.852</b>	<b>3.083</b>
(-) Chi phí lãi vay sau thuế	263	298	344	381	405	415	407	416	448	471
(+) Vay nợ ròng tăng thêm	-20	600	428	175	-158	-560	-893	286	112	-102
<b>Dòng tiền tự do cho CSH (FCFE)</b>	<b>1.566</b>	<b>2.468</b>	<b>2.033</b>	<b>1.708</b>	<b>1.535</b>	<b>1.217</b>	<b>1.039</b>	<b>2.481</b>	<b>2.516</b>	<b>2.510</b>
<b>Giá trị hiện tại của FCFE</b>	<b>1.566</b>	<b>2.225</b>	<b>1.651</b>	<b>1.250</b>	<b>1.013</b>	<b>724</b>	<b>557</b>	<b>1.199</b>	<b>1.096</b>	<b>985</b>
<b>Tổng GTHT của FCFE</b>	<b>12.267,1</b>									

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 10: Phương pháp định giá tổng thành phần cho VJC

Đơn vị: tỷ đồng	Giá trị
Định giá tại năm cuối chu kỳ (terminal value)	129.324
GTHT của terminal value	45.763
Tổng GTHT của FCFE	12.267
Giá trị vốn chủ sở hữu	58.030
Số cổ phiếu đang lưu hành	541.611.334
<b>Giá trị nội tại của cổ phiếu (đồng/CP)</b>	<b>107.143</b>
Giá trị mảng S&LB/cổ phiếu (chiết khấu 50%)	35.099
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/CP)	142.242
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>	<b>142.200</b>

Nguồn: VND Research

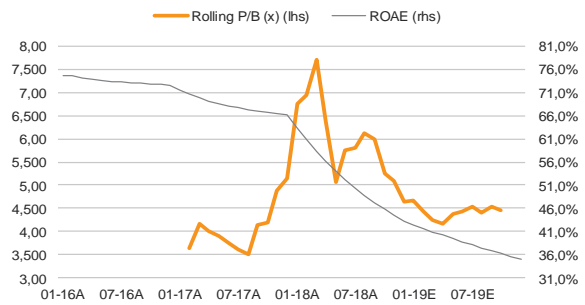
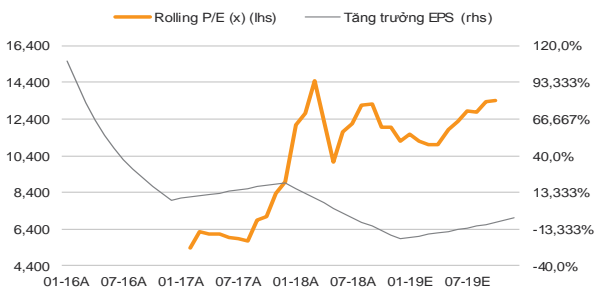


Hình 11: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CP	KN	Giá mục tiêu	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS			P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		D/E (x)	EV/EBIT DAR
					FY19F	FY20F	TTM	FY19F	TTM	FY19F	TTM	FY19F	TTM	FY19F			
<b>Các hãng hàng không giá rẻ</b>																	
SOUTHWEST AIR	LUV US		n/a	n/a	29.418	(0,2)	21,1	12,7	12,9	3,0	2,5	24,0	22,9	9,1	9,4	0,4x	4,9x
RYANAIR HLDGS	RYA ID		n/a	n/a	12.481	(21,8)	30,8	14,3	14,0	2,2	2,1	16,2	14,8	6,0	6,2	0,7x	7,9x
JETBLUE AIRWAYS	JBLU US		n/a	n/a	4.927	23,5	24,8	9,7	8,7	1,0	0,9	9,6	11,8	4,2	5,9	0,4x	3,7x
WESTJET AIRLINES	WJA CN		n/a	n/a	2.671	126,2	16,2	23,2	16,6	1,5	n/a	7,2	8,1	2,3	2,4	0,9x	n/a
AIR ARABIA PJSC	AIRARABI UH		n/a	n/a	1.550	n/a	-	n/a	8,8	1,1	1,3	(9,1)	12,6	(4,1)	6,3	0,8x	6,5x
AIRASIA GROUP BH	AAGB MK		n/a	n/a	1.445	(76,1)	28,6	9,5	12,4	0,8	1,2	7,4	7,9	2,5	3,4	0,2x	2,6x
CEBU AIR INC	CEB PM		n/a	n/a	1.058	119,0	17,8	7,0	6,4	1,3	1,2	18,7	20,4	5,4	6,8	1,3x	4,0x
ASIA AVIATION	AAV TB		n/a	n/a	488	797,4	50,0	n/a	25,2	0,7	0,7	(2,9)	2,9	(1,0)	1,4	0,7x	6,3x
AIRASIA X BHD	AAX MK		n/a	n/a	164	46,2	90,0	n/a	n/a	1,3	1,8	(59,9)	(42,2)	(6,3)	(3,1)	1,2x	1,7x
<b>Trung vị</b>								<b>11,2</b>	<b>12,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>7,4</b>	<b>11,8</b>	<b>2,5</b>	<b>5,9</b>	<b>0,7x</b>	<b>4,5x</b>
<b>Trung bình</b>								<b>12,7</b>	<b>13,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>6,6</b>	<b>2,0</b>	<b>4,3</b>	<b>0,7x</b>	<b>4,7x</b>
<b>Vietjet Air</b>	VJC VN Equity	<b>NĂM GIỮ</b>	<b>142.200</b>	3.091	3,0	18,1	13,9	13,5	5,3	4,3	43,3	37,8	15,1	13,9	0,4x	6,6x	

Nguồn: Bloomberg, VND Research

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-18A	12-19E	12-20E
Doanh thu thuần	53.577	56.057	66.942
Giá vốn hàng bán	(46.085)	(48.250)	(57.789)
Chi phí quản lý DN	(295)	(332)	(371)
Chi phí bán hàng	(713)	(842)	(957)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>6.484</b>	<b>6.634</b>	<b>7.826</b>
EBITDA thuần	6.484	7.488	9.275
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>0</b>	<b>(854)</b>	<b>(1.449)</b>
<b>LN HD trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>6.484</b>	<b>6.634</b>	<b>7.826</b>
Thu nhập lãi	332	561	669
Chi phí tài chính	(918)	(1.184)	(1.396)
Thu nhập ròng khác	7	42	50
TN từ các Cty LK & LD	(89)	(60)	(72)
<b>LN trước thuế</b>	<b>5.816</b>	<b>5.992</b>	<b>7.077</b>
Thuế	(481)	(495)	(585)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	(0)	(0)
<b>LN ròng</b>	<b>5.335</b>	<b>5.497</b>	<b>6.492</b>
Thu nhập trên vốn	5.335	5.497	6.492
Cổ tức phổ thông	(2.017)	(2.078)	(2.454)
<b>LN giữ lại</b>	<b>3.318</b>	<b>3.419</b>	<b>4.038</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-18A	12-19E	12-20E
Tiền và tương đương tiền	7.165	8.843	13.554
Đầu tư ngắn hạn	817	945	1.335
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.273	11.438	12.560
Hàng tồn kho	469	543	631
Các tài sản ngắn hạn khác	356	416	483
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>19.079</b>	<b>22.185</b>	<b>28.563</b>
Tài sản cố định	1.646	1.738	1.790
Tổng đầu tư	68	68	68
Tài sản dài hạn khác	18.293	21.980	23.118
<b>Tổng tài sản</b>	<b>39.086</b>	<b>45.971</b>	<b>53.538</b>
Vay & nợ ngắn hạn	4.958	5.052	5.822
Phải trả người bán	924	1.096	1.270
Nợ ngắn hạn khác	9.059	10.873	8.857
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>14.941</b>	<b>17.021</b>	<b>15.949</b>
Vay & nợ dài hạn	572	287	325
Các khoản phải trả khác	9.535	11.370	16.129
Vốn điều lệ và	5.416	5.416	5.416
LN giữ lại	8.256	11.454	15.200
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.037</b>	<b>17.291</b>	<b>21.134</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>39.086</b>	<b>45.971</b>	<b>53.538</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-18A	12-19E	12-20E
<b>LN trước thuế</b>	<b>5.816</b>	<b>5.992</b>	<b>7.077</b>
Khấu hao	147	200	219
Thuế đã nộp	(108)	(495)	(585)
Các khoản điều chỉnh khác	991	(1.945)	2
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(2.416)</b>	<b>402</b>	<b>352</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>4.429</b>	<b>4.154</b>	<b>7.066</b>
Đầu tư TSCĐ	(800)	(969)	(1.263)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1.546	187	281
Các khoản khác	(924)	405	481
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(178)</b>	<b>(377)</b>	<b>(501)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(1.998)	(20)	600
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2.017)	(2.078)	(2.454)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(4.015)</b>	<b>(2.099)</b>	<b>(1.854)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	6.862	7.165	8.843
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>237</b>	<b>1.678</b>	<b>4.711</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	7.098	8.843	13.554

**Các chỉ số cơ bản**

	12-18A	12-19E	12-20E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	10.0%	9.8%	9.7%
Vòng quay TS	1.51	1.32	1.35
ROAA	15.1%	12.9%	13.0%
Đòn bẩy tài chính	2.87	2.72	2.59
ROAE	43.3%	35.1%	33.8%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	19.8	20.9	16.3
Số ngày nắm giữ HTK	3.71	4.11	3.99
Số ngày phải trả tiền bán	7.32	8.29	8.04
Vòng quay TSCĐ	33.7	33.1	38.0
ROIC	27.3%	24.3%	23.8%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.28	1.30	1.79
Khả năng thanh toán nhanh	1.25	1.27	1.75
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.53	0.58	0.93
Vòng quay tiền	16.2	16.8	12.3
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	26.7%	4.6%	19.4%
Tăng trưởng LN từ HKKD	12.9%	2.3%	18.0%
Tăng trưởng LN ròng	5.2%	3.0%	18.1%
Tăng trưởng EPS	5.2%	3.0%	18.1%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	8,373	8,627	10,189
BVPS (VND)	25,917	31,924	39,020

Nguồn: VND RESEARCH

## **HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### **Khuyến nghị**

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

## **KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### **Trần Khánh Hiền - Phó Giám đốc Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### **Nguyễn Thanh Tuấn – Chuyên viên Phân tích**

Email: [tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn)

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>