



**Vietjet Air là doanh nghiệp Vận tải Hàng không có thị phần lớn thứ 2 Việt Nam năm 2018**

Được thành lập từ năm 2007, chuyến bay đầu tiên cất cánh năm 2011, sau 7 năm hoạt động, VJC đã vươn lên là doanh nghiệp hàng không đứng thứ 2 Việt Nam. Năm 2018, VJC là hãng hàng không có thị phần chuyển bay lớn thứ 2, đạt 40.1%, xếp sau Vietnam Airline chiếm 43.1%.

**Mảng vận chuyển hành khách dự kiến tiếp tục tăng trưởng với động lực từ thị trường quốc tế.**

Doanh thu năm 2018 của mảng này đạt 25,031 tỷ VND, tăng 48.5% yoy, CAGR 4 năm đạt 44%. Chiến lược chuyển hướng đẩy mạnh hoạt động tại thị trường quốc tế của VJC có nhiều triển vọng với CAGR tăng trưởng giai đoạn 2014-2017 đạt 138.6%. Chi phí vận hành thấp là lợi thế cạnh tranh rõ ràng nhờ tuổi đời bay và chi phí nhân công thấp cùng với hiệu suất sử dụng máy bay cao.

**Mảng phụ trợ đang và sẽ duy trì tăng trưởng cao, hưởng lợi từ việc đẩy mạnh hoạt động thị trường quốc tế.**

Doanh thu mảng phụ trợ năm 2018 đạt 8,370 tỷ VND, tăng 52.8% yoy, CAGR 4 năm đạt 63.1%. Việc VJC tập trung đẩy mạnh thị trường quốc tế kéo theo đó sẽ thúc đẩy tăng trưởng dịch vụ phụ trợ do nhu cầu dịch vụ tại các chuyến quốc tế cao hơn so với tuyến nội địa.

**VJC sẽ tiếp tục ghi nhận lợi nhuận lớn từ hoạt động bán máy bay**

Doanh thu năm 2018 đến từ hoạt động bán máy bay đạt 18,512 tỷ VND, giảm 6.2% yoy, CAGR 4 năm đạt 80.1%. Dự kiến trong các năm tới, VJC sẽ vẫn tiếp tục ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động SLB khi tổng số lượng đơn hàng đặt mua chờ về của VJC là 270 máy bay bao gồm 200 chiếc Boeing 737 và 70 chiếc Airbus.

**Rủi ro**

Hoạt động kinh doanh của VJC gặp phải một số rủi ro sau: (1) Rủi ro giá nhiên liệu; (2) Rủi ro tài chính từ nghiệp vụ SLB và số lượng lớn máy bay đặt mua; (3) Rủi ro thay đổi chuẩn mực kế toán; (4) Rủi ro từ sự cố từ các nhà cung cấp máy bay.

## NĂM GIỮ

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>121,350 VND</b>
Tăng/giảm	4.20%
Giá hiện tại(29/03/2019)	116,500 VND
Giá mục tiêu	121,350 VND
Vốn hóa thị trường	63,098 tỷ VND (2,71 tỷ USD)
Tỷ giá ngày 01/04/2019: 1USD = 23,260 VND	

**Thông tin giao dịch**

Số lượng cổ phiếu lưu hành	541,611,334
KLGDTB(3M)	686,627
% sở hữu nước ngoài	21.65%
Lợi tức/cổ phiếu	334 VND

**% thay đổi giá**

(%)	1M	3M	6M	12M
VJC	-1.9%	5.6%	-1.9%	5.6%
VNINDEX	-8.1%	4.6%	-8.1%	4.6%

**Dự phóng kết quả kinh doanh**

FY-End	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	42,303	52,388	66,393	111,170
Tốc độ tăng trưởng(%)	53.83%	23.84%	26.73%	67.44%
Lợi nhuận gộp(tỷ VND)	6,549	7,536	9,462	13,607
Biên lợi nhuận gộp (%)	15.48%	14.39%	14.25%	43.81%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	5,074	5,217	6,061	8,054
Tốc độ tăng trưởng(%)	103.27%	2.82%	16.18%	32.88%
EPS (VND)	11,241	9,632	10,173	12,290
Tăng trưởng EPS	35.1%	-14.3%	5.6%	20.8%
P/E	10.66	12.44	11.78	9.75



Nguồn: KBSV

## I. THÔNG TIN TỔNG QUAN

### LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN



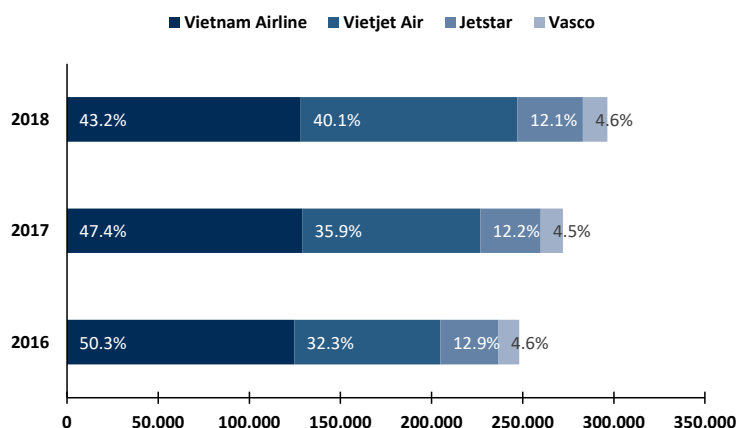
### VỊ THẾ NGÀNH

Được thành lập từ năm 2017 với chuyến bay đầu tiên cất cánh năm 2011, sau 7 năm hoạt động và khai thác thị trường hàng không giá rẻ, VJC đã vươn lên là doanh nghiệp hàng không đứng đầu Việt Nam. Theo số liệu của Cục hàng không Việt Nam (CAAV), VJC hiện là hãng hàng không có thị phần chuyến bay đứng thứ 2 toàn ngành, đạt 40.1%, tiến sát với Vietnam Airline đạt 43.2% và Jetstar Pacific chiếm 12.1% (Biểu đồ 1).

**VJC vươn lên dẫn đầu thị phần hàng không Việt Nam nhờ mô hình hàng không giá rẻ.**

Cuộc chiến thị phần giữa Vietjet và Vietnam Airline diễn ra gay gắt trong những năm gần đây và VJC đang có những bước tiến vượt bậc so với đối thủ. Nếu như trong năm 2012, thị phần hành khách của VJC chỉ chiếm 8% trong khi Vietnam Airline chiếm 68.7% thì tính đến hết năm 2016, thị phần của VJC đạt 41%, gần bằng với Vietnam Airline đạt 42%. Thị phần chuyến bay của VJC năm 2018 đạt 40.1%, gần đuổi kịp so với Vietnam Airline đạt 43.2%. Điểm nhấn trong thành công của VJC so với đối thủ đến từ mô hình hoạt động hàng không giá rẻ (LCC- Low cost carrier). Giá vé của mô hình LCC thấp hơn khá nhiều so với mô hình truyền thống – Full service carrier (FSC) và tỏ ra phù hợp với mặt bằng thu nhập còn thấp của người dân Việt Nam qua đó thu hút được lượng lớn khách hàng.

Biểu đồ 1: Thị phần chuyển bay các hãng hàng không Việt Nam 2018

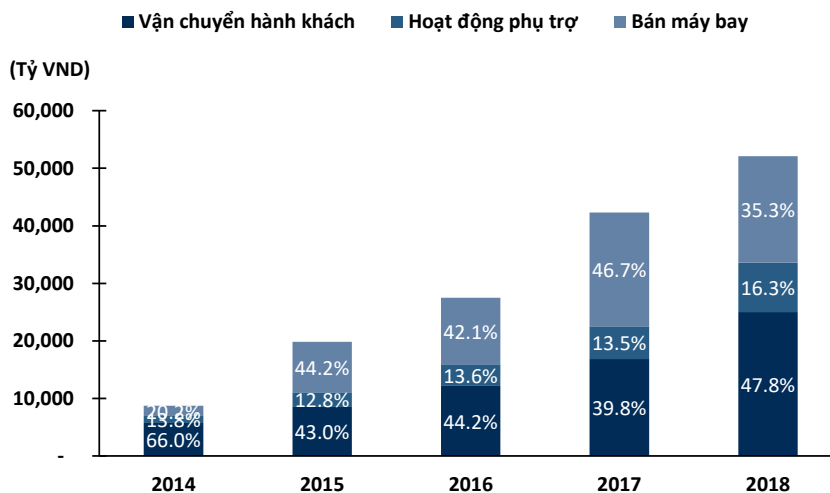


Nguồn: CAAV

### CƠ CẤU DOANH THU

VJC đang hoạt động trong mảng kinh doanh chính là vận tải hàng không giá rẻ với nguồn thu đến từ: (1) Mảng vận chuyển hành khách (2) Hoạt động phụ trợ; (3) Hoạt động bán tái thuê (Sale and lease back - SLB). Năm 2018, mảng vận chuyển hành khách đóng góp 47.8% doanh thu; mảng dịch vụ phụ trợ đóng góp 16.3%; Doanh thu từ bán máy bay đóng góp 35.3% doanh thu (Biểu đồ 2).

Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu VJC giai đoạn 2014-2018

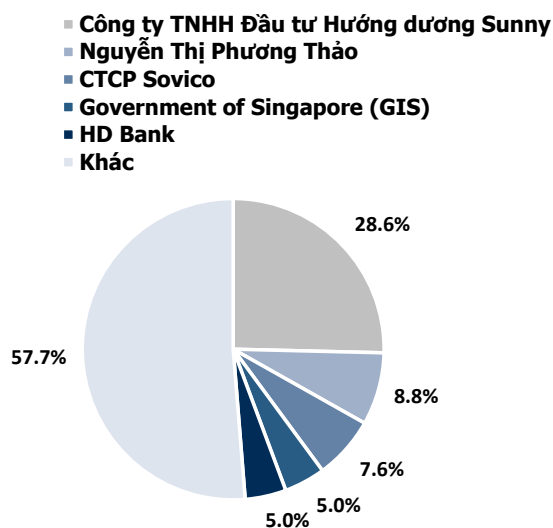


Nguồn: VJC

### CƠ CẤU SỞ HỮU

CTCP Hàng không Vietjet có vốn điều lệ tính tới thời điểm hiện tại là 5,416 tỷ VND trong đó cổ đông trong nước nắm giữ 78.35%, còn lại là cổ đông nước ngoài. Công ty TNHH Đầu tư Hướng Dương Sunny là cổ đông lớn nhất nắm giữ 28.6%. Phó chủ tịch Hội đồng Quản trị kiêm Tổng giám đốc Nguyễn Thị Phương Thảo nắm giữ 8.76% và Công ty cổ phần Sovico nắm giữ 7.59%. GIC/Government of Singapore là cổ đông ngoại lớn nhất của VJC, nắm giữ 4.97% cổ phần.

Biểu đồ 3: Cơ cấu sở hữu CTCP Vietjet Air



Nguồn: Fiinpro

## II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

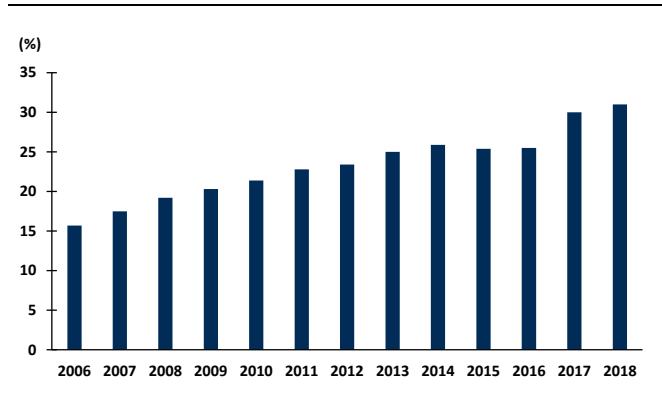
### MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG

Tốc độ tăng trưởng cao có được nhờ **VJC hoạt động theo mô hình máy bay hàng không giá rẻ (LCC)** với nhiều ưu điểm vượt trội so với mô hình truyền thống (FSC).

**Việt Nam nói riêng và các nước khối ASEAN nói chung có tốc độ tăng trưởng ngành LCC cao nhất thế giới**

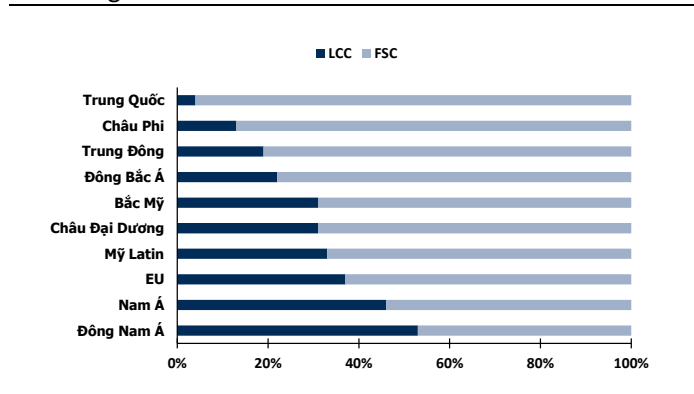
Mô hình hàng không giá rẻ đang ngày càng phát triển mạnh mẽ tại các quốc gia trên thế giới. Nếu như năm 2006 thị phần của các hãng LCC chỉ đạt 15.7% thì đến năm 2018, thị phần toàn ngành LCC đã đạt 31% (Biểu đồ 4). Ngành Hàng không giá rẻ tại Việt Nam nói riêng và các nước trong khối ASEAN nói chung có tốc độ phát triển cao nhất. Tính tới thời điểm hiện tại, ASEAN là nơi có thị trường LCC phát triển nhất, chiếm 53% thị phần ngành vận tải hàng không (Biểu đồ 5) với nhiều doanh nghiệp trong ngành có mức tăng trưởng tốt trên 2 chữ số trong các năm gần đây (Biểu đồ 6). Nguyên nhân chủ yếu cho sự phát triển này xuất phát từ việc ASEAN có số dân đông, chủ yếu người dân có mức thu nhập thấp- trung bình dẫn tới nhu cầu đối với sản phẩm hàng không giá rẻ cao hơn so với các khu vực khác. Theo dự báo của Airbus, tăng trưởng toàn ngành hàng không tại khu vực châu Á Thái Bình Dương trong giai đoạn 2016-2026 sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao thứ 2 thế giới, đạt trung bình 6.2%/năm cho thấy dự địa phát triển của ngành hàng không nói chung và hàng không giá rẻ nói riêng.

Biểu đồ 4: Thị phần toàn ngành LCC thế giới 2006-2018



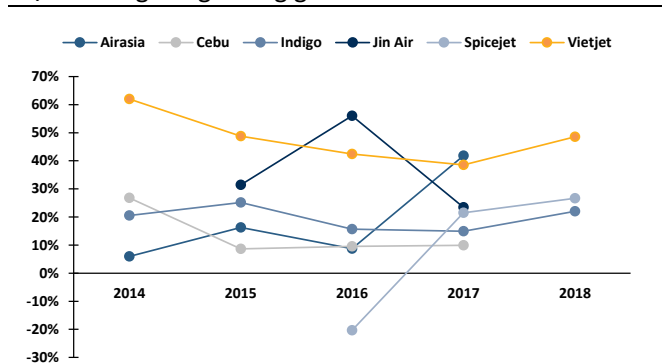
Nguồn: Statistic

Biểu đồ 5: Thị phần theo mô hình hoạt động các khu vực trên thế giới



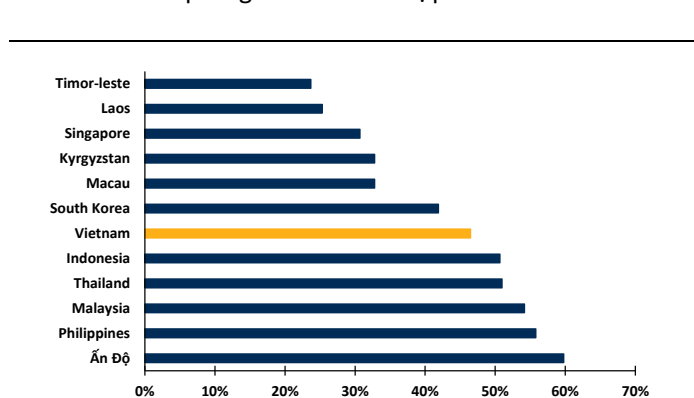
Nguồn: CAPA, Boeing

Biểu đồ 6: Tăng trưởng doanh thu vận chuyển hành khách một số hãng hàng không giá rẻ Châu Á.



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 7: Các quốc gia châu Á có thị phần LCC cao nhất

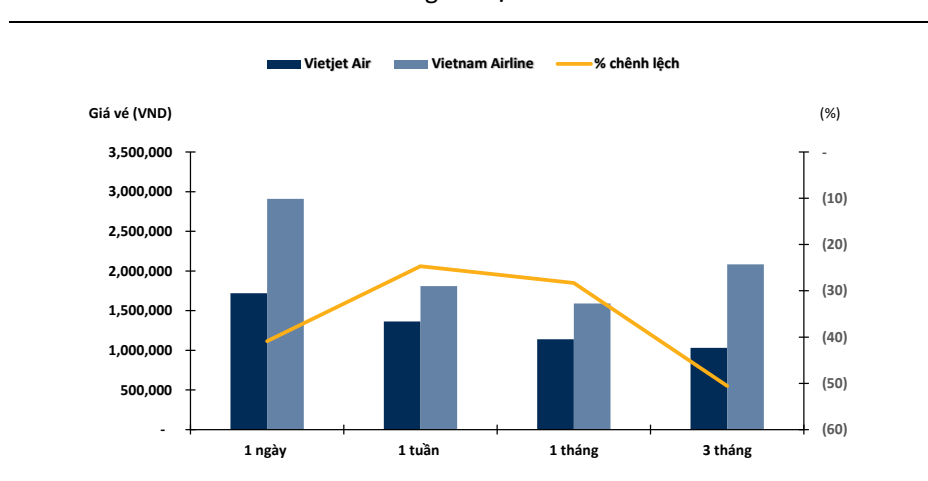


Nguồn: OAG Schedules Analyser

**Các doanh nghiệp LCC tập trung vào việc tối thiểu hóa chi phí nhằm cung cấp giá vé thấp.**

Mô hình hàng không giá rẻ tập trung vào việc tối thiểu hóa chi phí thông qua một số chiến lược riêng (bảng 9) nhằm cung cấp giá vé thấp thay vì chiến lược khác biệt hóa sản phẩm của nhóm hàng không truyền thống. Nhìn chung, chiến lược LCC chấp nhận hạ thấp chất lượng dịch vụ cung cấp, thay vào đó cung cấp cho khách hàng mức giá vé rẻ cùng với đó là sự linh hoạt trong việc lựa chọn sản phẩm dịch vụ. Theo số liệu tổng hợp của chúng tôi, giá vé của VJC thấp hơn trong khoảng từ 30 – 50% so với giá vé của HVN tùy thuộc vào thời điểm và thời gian đặt trước (Biểu đồ 8).

Biểu đồ 8: Giá vé VJC-HVN theo thời gian đặt vé



Nguồn: KBSV tổng hợp

Bảng 9: Đặc điểm hoạt động hàng không giá rẻ

Đặc điểm	Ảnh hưởng
Đối với máy bay có cùng kích cỡ, số lượng ghế trên máy bay của LCC nhiều hơn so với FSCs. Nguyên nhân đến từ: (1) LCC không có ghế cho hạng thương gia, vốn đòi hỏi không gian lớn, khoảng cách giữa các ghế xa; (2) kích cỡ ghế của LCC bé hơn so với FSC qua đó tiết kiệm được nhiều diện tích hơn.	Tăng doanh thu đối với mỗi chuyến bay. Các máy bay theo mô hình LCC có hệ số ASK cao hơn từ 30-40% so với máy bay có cùng kích cỡ của mô hình truyền thống
Chủ yếu vận hành các đường bay ngắn, Các chuyến bay đơn tuyến (Point to Point), không có chuyển tuyến, chuyển hàng hóa nhằm tăng vòng quay sử dụng máy bay/ngày	Các máy bay quãng ngắn có chi phí cố định/ASK thấp hơn nhiều so với máy bay quãng dài. Bên cạnh đó, quãng đường bay ngắn giúp đẩy nhanh vòng quay, tăng số giờ bay/ngày qua đó giảm chi phí cố định/ASK.  Máy bay quãng ngắn tiêu hao ít chi phí nguyên liệu hơn so với máy bay quãng dài do nhiên liệu phụ thuộc nhiều vào trọng tải máy bay. Hầu hết các máy bay quãng ngắn là máy bay cỡ nhỏ, diện tích hẹp, số lượng khách tải cũng như hàng hóa đi kèm ít hơn máy bay quãng dài.
Tính phí các dịch vụ đi kèm	Doanh thu giảm từ việc giá bán vé rẻ được bù đắp phần nào bằng các khoản phí dịch vụ đi kèm như phí hàng hóa mang theo, phí đồ ăn... Tổng chi phí trong trường hợp khách hàng sử dụng tất cả các dịch vụ sẽ gần bằng với tổng chi khi đi chuyến bay truyền thống tuy nhiên sẽ tạo sự linh hoạt cho việc chi tiêu của khách hàng hơn.
Chỉ sử dụng cố định một vài loại máy bay	Việc sử dụng cùng 1 loại máy bay giúp các hãng bay LCC: (1) Tiết kiệm chi phí đào tạo đội bay; (2) Tăng tính linh hoạt trong vận hành; (3) Ưu đãi giá bán từ phía nhà sản xuất khi đặt mua lượng lớn máy bay cùng loại.
Chủ yếu Bán hàng qua kênh online	Giảm chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp do không phải chi phí hoa hồng cho các đại lý bán hàng.

### **MẢNG VẬN CHUYỂN HÀNH KHÁCH**

Mảng vận chuyển hành khách của VJC có những bước tăng trưởng thần tốc kể từ khi đi vào hoạt động. Doanh thu năm 2018 của mảng này đạt 25,031 tỷ VND, tăng 48.5% yoy, CAGR 4 năm đạt 44% (Biểu đồ 11).

**Lượng hành khách của VJC vẫn duy trì tăng trưởng cao, CAGR tăng trưởng 5 năm đạt 48.9%, dự kiến tiếp tục tăng trong thời gian tới.**

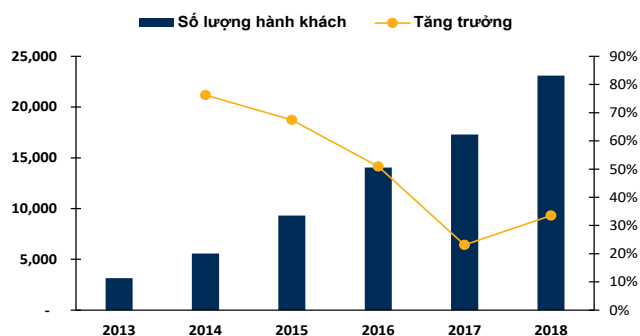
Tổng lượng hành khách của VJC năm 2018 đạt 23.1 triệu hành khách, tăng 34% yoy, CAGR tăng trưởng 5 năm đạt 48.9% (Biểu đồ 10). Chỉ số ASK (Available seat kilometers) được tính bằng số ghế nhân chặng đường bay năm 2018 đạt 26.2 triệu đơn vị, tăng 36% so với năm 2017. Tỷ lệ Load Factor luôn duy trì ở mức cao là 88%.

**Tốc độ tăng trưởng nội địa có dấu hiệu chững lại, VJC chuyển hướng đẩy mạnh hoạt động tại thị trường quốc tế.**

Tốc độ tăng trưởng của hoạt động nội địa đang có dấu hiệu chững lại. Tăng trưởng doanh thu từ vận chuyển hành khách nội địa cao trong giai đoạn 2013-2015 sau đó giảm dần, đạt 24.7% năm 2017 (Biểu đồ 11). Giai đoạn 2013-2016, VJC liên tục mở mới các tuyến bay nội địa, mỗi năm khoảng 8-9 tuyến bay mới. Trong 2 năm 2017, 2018, VJC chỉ mở mới thêm 2 tuyến bay, nâng tổng số tuyến bay nội địa lên con số 39 khiến cho động lực tăng doanh thu từ khối nội địa trong thời gian tới chủ yếu xuất phát từ việc tăng số lượng khách hàng. Cạnh tranh trong nước cũng diễn ra ngày càng gay gắt khi các hãng máy bay đã đẩy mạnh hết công suất trên các tuyến chính gây nên sự quá tải tại các sân bay. Nhận thấy dư địa tăng trưởng nội địa là không còn nhiều, VJC chuyển hướng đẩy mạnh hoạt động trên thị trường bay quốc tế với việc liên tục mở mới lần lượt 21 và 22 đường bay mới trong năm 2017-2018 đến các quốc gia Châu Á như Hàn Quốc, Nhật Bản, Trung Quốc..., nâng tổng số tuyến bay quốc tế lên 66 tuyến bay. Doanh thu vận chuyển hành khách quốc tế tăng trưởng mạnh với CAGR tăng trưởng giai đoạn 2014-2017 đạt 138.6%

(Biểu đồ 11).

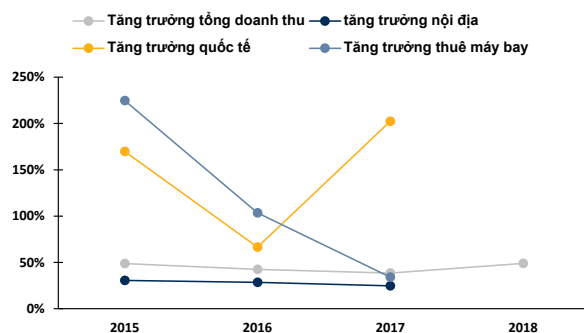
Biểu đồ 10: Tăng trưởng lượng khách hàng 2013-2018



Nguồn: VJC

**Động lực tăng trưởng dự kiến sẽ đến từ việc đẩy cao tần suất khai thác tuyến quốc tế hiện có và tăng công suất đội bay.**

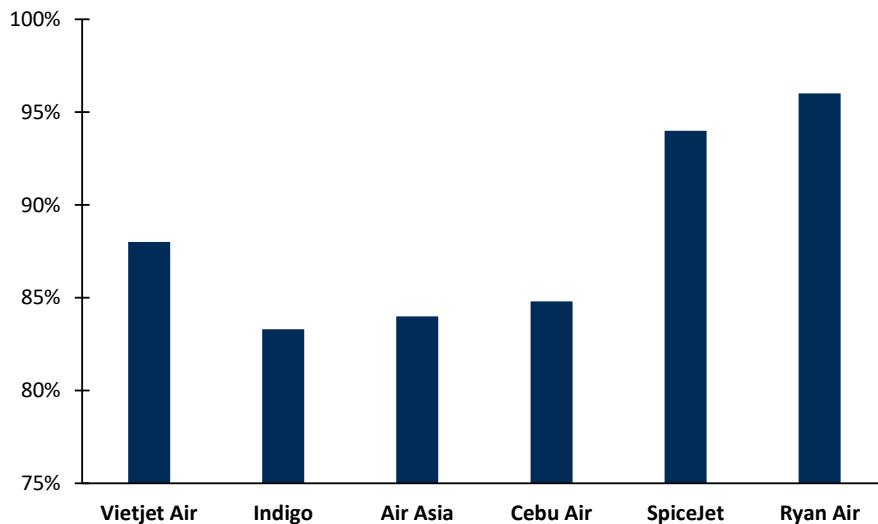
Biểu đồ 11: Tăng trưởng doanh thu vận chuyển hành khách 2014-2018



Nguồn: VJC

Chúng tôi cho rằng, VJC sẽ vẫn tiếp tục tăng số lượng tuyến quốc tế tuy nhiên dư địa không còn nhiều do đã khai thác khá nhiều trong châu Á trong khi đó các tuyến bay đến Châu Âu hay Châu Mỹ không phù hợp với loại máy bay VJC đang sử dụng cũng như định hướng kinh doanh của các hãng hàng không giá rẻ. Thay vào đó, động lực tăng trưởng sẽ đến từ việc đẩy cao tần suất khai thác của từng tuyến quốc tế đang có. Hiện tại, tỷ lệ load factor của VJC đang là 88%, ở mức trung bình cao so với các doanh nghiệp khác cho thấy VJC còn nhiều dư địa về lượng khách hàng để tăng số tuyến bay.

Biểu đồ 12: Tỷ lệ Load Factor một số doanh nghiệp hàng không giá rẻ



Nguồn: VJC

### DỊCH VỤ PHỤ TRỢ

Hoạt động phụ trợ đóng góp vai trò quan trọng trong chuỗi cung ứng dịch vụ hàng không giá rẻ. Các sản phẩm dịch vụ của Vietjet bao gồm: (1) Thực phẩm, đồ uống, quà lưu niệm trong sân bay và trên máy bay; (2) Cước Hành lý; (3) Bảo hiểm du lịch và các dịch vụ khác. Doanh thu phụ trợ tăng mạnh trong các năm gần đây. Sự khác biệt giữa các LCC và LSC là hầu hết tất cả các dịch vụ của LCC đều có thu phí, đặc biệt kể đến như phí đồ ăn và cước phí hành lý.

**Năm 2018, doanh thu tăng 52.8% yoy, CAGR 4 năm đạt 63.1%**

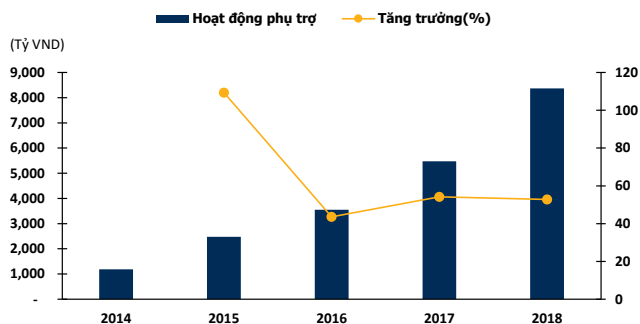
Doanh thu năm 2018 đạt 8,370 tỷ VND, tăng 52.8% yoy, CAGR 4 năm đạt 63.1% (Biểu đồ 13). Doanh thu tăng mạnh trong giai đoạn vừa qua nhờ: (1) Lượng khách

hàng, số chuyến bay tăng như đã trình bày ở trên; (2) Chiến lược chuyển hướng qua các tuyến bay quốc tế. Các tuyến quốc tế có thời gian bay cũng như chặng bay dài khiến nhu cầu về dịch vụ hành lý cũng như ăn uống tăng cao. Bên cạnh đó, giá dịch vụ dành cho khách quốc tế cũng cao hơn khoảng 30-50% so với khách nội địa cũng góp phần đẩy mạnh doanh thu dịch vụ phụ trợ.

**Doanh thu phụ trợ/ hành khách đạt 11.92 USD/PASK, cao hơn so với các hãng LCCs châu Á.**

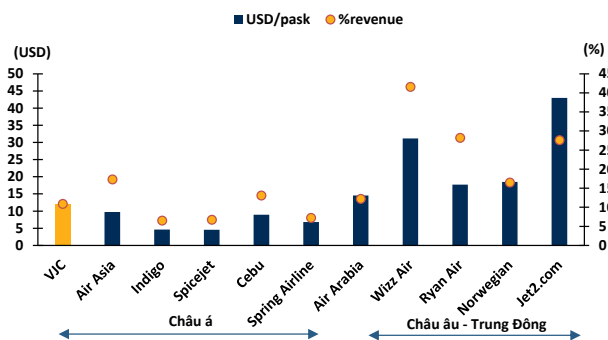
Mảng dịch vụ phụ trợ của VJC đang cho thấy độ hiệu quả cao hơn so với các hãng hàng không giá rẻ trong khu vực. Theo số liệu thống kê của IdeaWork, doanh thu phụ trợ/hành khách của VJC đạt 11.92 USD/pask, thấp hơn so với các hãng hàng không của châu Âu, Trung Đông tuy nhiên cao hơn tương đối so với nhiều hãng hàng không châu Á khác như Indigo, Air Asia, Cebu, SpiceJet... (Biểu đồ 14). Bên cạnh đó, tỷ trọng đóng góp của mảng phụ trợ/tổng doanh thu, của VJC đạt 10.9%, ở mức trung bình trong khu vực, cao hơn so với Indigo, Cebu, Spring Airline.

Biểu đồ 13: Tăng trưởng doanh thu phụ trợ 2014-2018



Nguồn: VJC

Biểu đồ 14: Doanh thu phụ trợ/hành khách



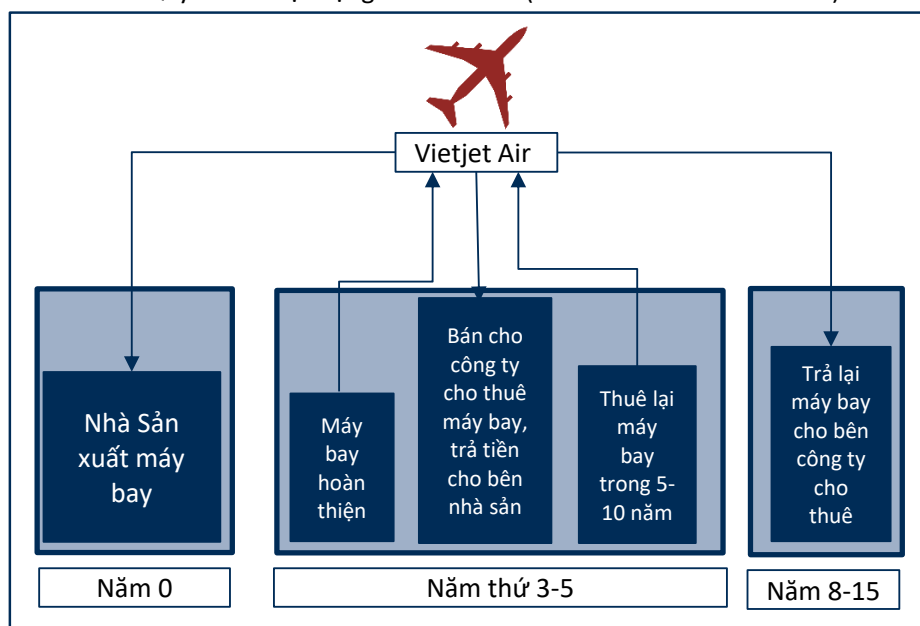
Nguồn: VJC, Idealwork

### HOẠT ĐỘNG BÁN TÁI THUÊ (Sale and Lease Back – SLB)

Trong những năm gần đây, Vietjet liên tục ghi nhận những khoản lợi nhuận lớn từ việc bán máy bay cho các bên thứ 3 và thuê hoạt động trở lại. Doanh thu năm 2018 đến từ hoạt động bán máy bay đạt 18,512 tỷ VND, giảm 6.2% yoy, CAGR 4 năm đạt 80.1% (Biểu đồ 16). Lợi nhuận gộp từ hoạt động bán máy bay năm 2018 ghi nhận 2,880 tỷ VND, giảm 15.2% yoy.



Biểu đồ 15: Quy trình hoạt động bán tái thuê ( Sale and Lease back – SLB)



Nguồn: KBSV

Nghiệp vụ Sale and Lease Back có nhiều ưu điểm bao gồm: (1) Mua được máy bay với giá chiết khấu; (2) Cải thiện các chỉ số kinh doanh; (3) Cung cấp giải pháp tăng số lượng máy bay cho doanh nghiệp; (4) Duy trì đội bay trẻ.

Hoạt động SLB dự kiến vẫn sẽ tiếp tục đóng góp lợi nhuận với các hợp đồng kí kết mua mới tổng cộng 250 máy bay tính đến năm 2025.

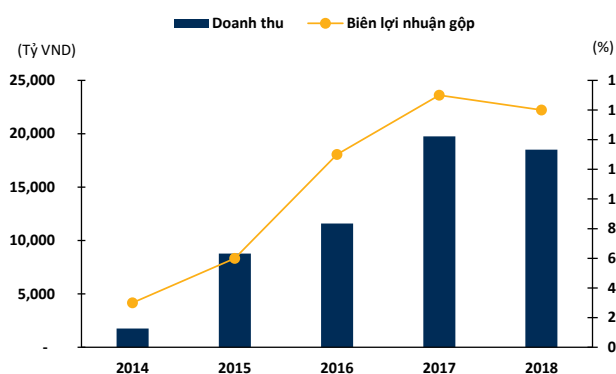
Lộ trình tăng trưởng đội bay vẫn ở mức hợp lý, dự kiến đến năm 2025 số máy bay vận hành là 165 máy bay.

Nghiệp vụ Sale and Lease Back có nhiều đặc điểm ưu việt đối với các hãng hàng không, đặc biệt là hãng hàng không giá rẻ bao gồm: (1) Mua được máy bay với mức giá chiết khấu. Với việc đặt mua số lượng lớn từ 50-250 máy bay, các hãng hàng không sẽ được hưởng chiết khấu giá giao động từ 40-60%. Sau đó số máy bay này sẽ được bán cho bên thứ 3 với giá cao hơn, hưởng lãi từ 10-20% tùy thỏa thuận trong hợp đồng và tỷ lệ thuận với mức chi phí thuê phải trả hàng năm. (2) Nghiệp vụ thuê hoạt động không cần ghi nhận vào bảng cân đối kế toán, qua đó cải thiện các chỉ số về cơ cấu nợ. Bên cạnh đó, doanh nghiệp chỉ cần ghi nhận chi phí thuê, tránh không phải ghi nhận chi phí lãi vay và chi phí khấu hao của máy bay qua đó cải thiện kết quả hoạt động kinh doanh. (3) Thông thường, chi phí mua một chiếc máy bay là rất cao, đặc biệt đối với các hãng hàng không giá rẻ. Nghiệp vụ SLB là giải pháp tài trợ vốn từ bên thứ 3 cho các hãng hàng không có thể tăng số lượng máy bay nhanh để đáp ứng nhu cầu tăng trưởng số lượng chuyến bay. (4) Nghiệp vụ SLB giúp VJC duy trì tuổi đội bay trẻ. Do thời hạn thuê chỉ trong khoảng từ 5-10 năm sau đó trả máy bay lại cho bên thứ 3 và thuê máy bay mới, VJC duy trì được tuổi đội bay trẻ, giảm chi phí bảo dưỡng.

VJC mới kí kết hợp đồng mua mới 100 máy bay Boeing 737 Max và 50 máy bay Airbus A321 Neo, nâng tổng số máy bay đặt mua mới lên 250 máy bay và tổng số máy bay chờ về thời gian tới là 270 máy bay. Trung bình 1 năm VJC sẽ nhận mới khoảng 35 máy bay qua đó nhiều khả năng sẽ tiếp tục ghi nhận lợi nhuận lớn từ hoạt động SLB như giai đoạn trước.

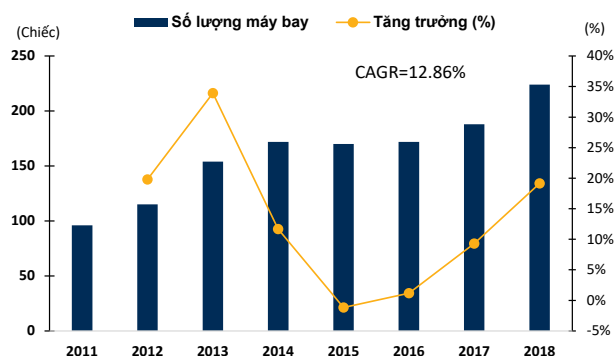
Tính tới năm 2025, tổng số máy bay đi vào vận hành của VJC đạt khoảng 165 chiếc với giá định thời gian thuê là 5 năm. Để duy trì mức hiệu quả như hiện nay thì số lượng khách hàng phải tăng tương ứng với số lượng máy bay, tương đương CAGR 7 năm đạt 14.5%, là mức tương đối hợp lý nếu so sánh tương đương với lượng tăng trưởng khách hàng của hãng hàng không Air Asia có CAGR khách hàng và CAGR số lượng máy bay 7 năm gần nhất đạt 13.9% và 12.86% (Biểu đồ 17).

Biểu đồ 16: KQKD từ mảng bán máy bay 2014-2018



Nguồn: VJC, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 17: Tăng trưởng số lượng máy bay của AirAsia 2011-2018



Nguồn: AirAsia, KBSV tổng hợp

**Doanh thu năm 2018 tăng 23.8% yoy, Lợi nhuận sau thuế tăng 2.8% yoy, CAGR 5 năm đạt 176.6%.**

**Tổng tài sản đạt 39,222 tỷ VND, tăng 23.9% so với đầu kỳ với hơn 7,000 tỷ VND tiền mặt.**

**Tỷ lệ nợ/tổng tài sản đạt 64.5%. Tổng nghĩa vụ trả nợ thuê hoạt động ngoại tệ đạt 49,682 tỷ VND trong đó phải trả 25,600 tỷ VND trong 5 năm tới.**

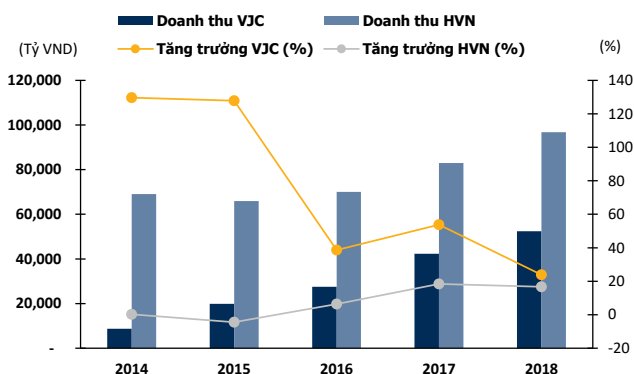
### III. KẾT QUẢ KINH DOANH & TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Doanh thu thuần năm 2018 đạt 52,388 tỷ, tăng 23.8% yoy, là năm tăng trưởng thứ 6 liên tiếp kể từ khi bắt đầu có chuyến bay đầu tiên năm 2012. CAGR doanh thu 5 năm đạt 69% (Biểu đồ 18). Tăng trưởng doanh thu năm 2018 có phần chững lại do giảm 6% yoy ở mảng bán máy bay, trong khi đó mảng vận tải hàng không và mảng dịch vụ phụ trợ tăng lần lượt 48.5% và 52.8% yoy. Biên lợi nhuận gộp năm 2018 đạt 14.4%, giảm 1% đơn vị so với năm 2017 do biên lợi nhuận gộp mảng bán máy bay giảm. Chi phí tài chính và chi phí quản lý doanh nghiệp & bán hàng duy trì ở mức 2% trên tổng doanh thu (Biểu đồ 19). Lợi nhuận sau thuế năm 2018 đạt 5,217 tỷ VND, tăng 2.8% yoy, CAGR LNST 5 năm đạt 176.6% (Biểu đồ 20).

Tổng tài sản tính đến hết Q4/2018 đạt 39,222 tỷ, tăng 23.9% so với đầu kỳ. Các khoản phải thu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng tài sản, chủ yếu là các khoản đặt cọc máy bay và quỹ bảo dưỡng máy bay. Năm 2018, mục đầu tư ngắn hạn phát sinh mới 990 tỷ đầu tư vào Tổng công ty Dầu Việt Nam. VJC hiện sở hữu lượng tiền mặt + tiền gửi ngân hàng khá lớn đạt hơn 7,000 tỷ tương đương 17.8% tổng tài sản, đảm bảo đủ khả năng tài trợ hoạt động kinh doanh khi cần thiết.

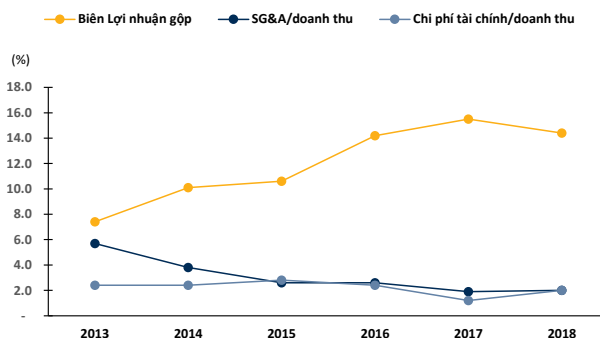
Kết thúc năm 2018, tỷ lệ nợ/tổng tài sản của VJC đạt 64.5%, giảm 2% đơn vị so với năm 2017 và giảm 11.9% đơn vị so với năm 2016. Nguyên nhân chủ yếu do lợi nhuận chưa phân phối tăng mạnh trong giai đoạn này khiến tổng vốn chủ sở hữu tăng. Chỉ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh của VJC lần lượt đạt 1.24 và 1.2 cho thấy VJC đủ khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn. Khoản mục ngoại bảng liên quan đến tổng nghĩa vụ trả nợ thuê máy bay đạt 49,682 tỷ VND, tăng 9% so với năm 2017 và 176% so với năm 2016. Trong đó VJC phải trả 25,600 tỷ VND trong 5 năm tới, trung bình 5,000 tỷ VND 1 năm (Biểu đồ 21). Đây đều là các hợp đồng nợ không được hủy ngang, chi phí được tính vào giá vốn đòi hỏi VJC phải duy trì được doanh thu cao để không gây ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp.

Biểu đồ 18: Tăng trưởng doanh thu VJC - HVN



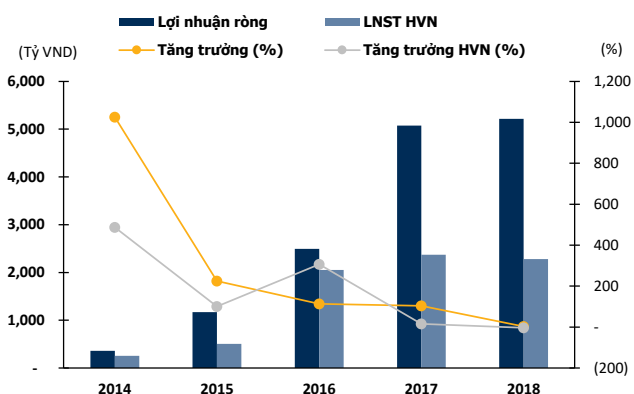
Nguồn: VJC, HVN

Biểu đồ 19: Biên lợi nhuận gộp & Chi phí 2013-2018



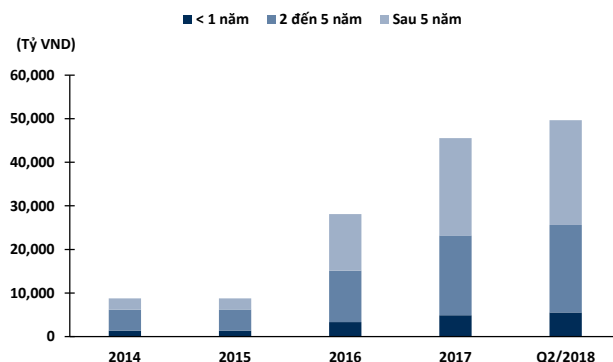
Nguồn: VJC

Biểu đồ 20: Tăng trưởng Lợi nhuận sau thuế VJC - HVN



Nguồn: VJC, HVN

Biểu đồ 21: Chi phí thuê máy bay phải trả 2014-2018



Nguồn: VJC

**Rào cản gia nhập ngành lớn tạo điều kiện để VJC tiếp tục duy trì tăng trưởng và vị thế.**

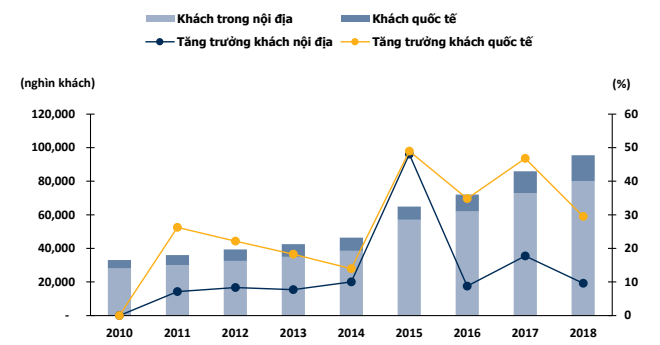
**Mảng vận tải hành khách dự kiến tiếp tục tăng trưởng trong 2-3 năm tới**

#### IV. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Thị trường vận tải hàng không của Việt Nam có tính tập trung cao với chỉ 5 hãng máy bay hoạt động tính cả Bamboo Airline mới bắt đầu hoạt động, ít hơn khá nhiều so với các quốc gia khác trong khu vực. Mặc dù triển vọng ngành rất tích cực tuy nhiên những thiếu hụt về cơ sở hạ tầng là rào cản gia nhập ngành đối với các doanh nghiệp nội địa. Có thể kể đến trường hợp của Vietstar bị hoãn cấp giấy phép kinh doanh cho đến khi cảng hàng không Tân Sơn Nhất hoàn thành việc mở rộng. Rào cản gia nhập ngành lớn đối với các hãng nội địa là cơ sở để VJC và HVN duy trì tăng trưởng.

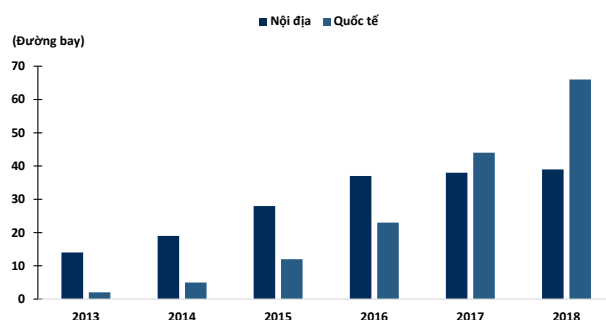
Theo quan điểm của chúng tôi, VJC sẽ tiếp tục duy trì được đà tăng trưởng cũng như cải thiện thị phần vận tải hành khách trong 2-3 năm tới dựa trên: (1) Hàng không giá rẻ phù hợp với thói quen tiêu dùng của người Việt; (2) Lượng khách du lịch nội địa và quốc tế của Việt Nam đang trong giai đoạn tăng trưởng mạnh. Theo số liệu của Tổng cục du lịch, năm 2018 lượng khách nội địa tăng 9.6% yoy, CAGR 5 năm đạt 18% trong khi đó lượng khách quốc tế tăng 19.9% yoy, CAGR 5 năm đạt 15.4% (biểu đồ 22); (3) Thị phần LCCs tại Việt Nam tăng mạnh trong những năm qua tuy nhiên vẫn đang thấp hơn nhiều nước trong khu vực như Ấn Độ, Malaysia, Philippines, Thái Lan... (Biểu đồ 7); (4) Cạnh tranh chưa lớn trong ngắn hạn. Hiện tại, VJC chỉ có 2 đối thủ ở mảng LCC là Jetstar Pacific và Bamboo Airline. Trong khi Jetstar không cho thấy độ hiệu quả và khả năng cạnh tranh lớn thì Bamboo Airline mới gia nhập ngành và cần thời gian để phát triển mạng lưới và đội bay.

Biểu đồ 22: Tăng trưởng khách du lịch Việt Nam 2010-2018



Nguồn: Tổng cục du lịch, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 23: Số đường bay nội địa và Quốc tế của VJC 2013 - 2018



Nguồn: VJC

**VJC có khả năng cạnh tranh trên thị trường quốc tế do có chi phí vận hành tương đối thấp hơn so với các đối thủ cạnh tranh nhờ lợi thế có đội bay trẻ và chi phí nhân công thấp**

Hiện tại VJC có chi phí vận hành tương đối thấp hơn so với các hãng LCCs khác, chỉ số CASK của VJC đạt 4 USD, chỉ cao hơn AirAsia và Ryan Air (Biểu đồ 24). Theo quan điểm của chúng tôi, VJC có 2 lợi thế cạnh tranh chính khiến chi phí vận hành thấp hơn bao gồm: (1) Tuổi đội bay trẻ giúp giảm chi phí bảo dưỡng hàng năm. Hiện tại, VJC nằm trong nhóm hãng hàng không có đội bay trẻ nhất với tuổi đội bay là 2.82 năm năm 2018, thấp hơn so với trung bình châu Á là 5.78 năm và châu Âu, Trung Đông là 5.46 năm (Biểu đồ 25). Trong các năm tới, VJC sẽ tiếp tục thay thế các máy bay cũ bằng các đơn hàng mới qua đó sẽ tiếp tục duy trì được tuổi đội bay thấp như giai đoạn hiện tại. (2) Chi phí nhân sự của VJC tương đối thấp so với các doanh nghiệp khác. Tỷ lệ chi phí nhân sự/doanh thu của VJC đạt 0.07 chỉ cao hơn Cebu Pacific và thấp hơn khá nhiều so với các hãng khác (Biểu đồ 26). Bên cạnh đó, hiệu quả quay vòng lượt bay của VJC là tốt hơn, trung bình 1 máy bay của VJC tạo ra 22.8 triệu USD/năm, cao hơn tương đối so với các doanh nghiệp cùng ngành (Biểu đồ 27).

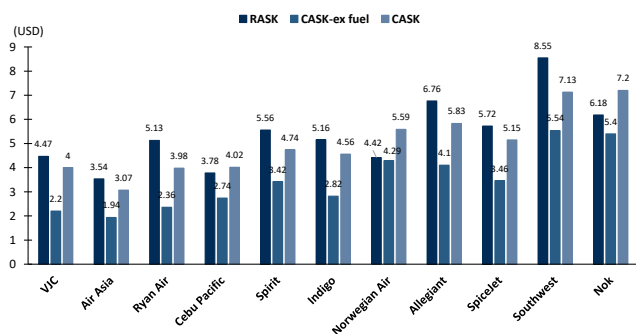
**Dịch vụ phụ trợ sẽ tiếp tục tăng trưởng cao nhờ đẩy mạnh khai thác các tuyến bay Quốc tế.**

Theo quan điểm của chúng tôi, mảng dịch vụ phụ trợ sẽ tiếp tục có mức tăng trưởng cao dựa trên việc VJC sẽ tiếp tục chú trọng phát triển các tuyến quốc tế. Như đã trình bày ở trên, dư địa tăng trưởng nội địa không còn nhiều và hoạt động khai thác các tuyến bay quốc tế sẽ là động lực tăng trưởng chính của VJC. Các dịch vụ phụ trợ đi kèm qua đó sẽ được thúc đẩy do nhu cầu sử dụng dịch vụ của khách quốc tế lớn hơn rất nhiều so với khách nội địa.

**Hoạt động SLB dự kiến vẫn sẽ tiếp tục đóng góp lợi nhuận với các hợp đồng kí kết mua mới tổng cộng 250 máy bay tính đến năm 2025.**

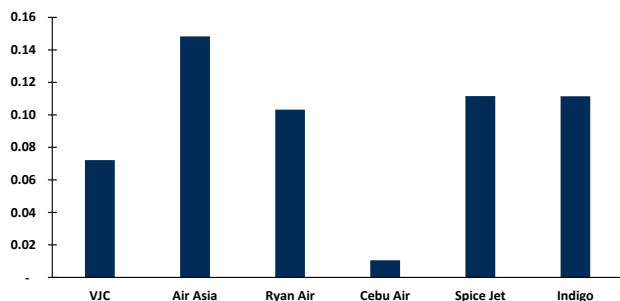
VJC mới kí kết hợp đồng mua mới 100 máy bay Boeing 737 Max và 50 máy bay Airbus A321 Neo, nâng tổng số máy bay đặt mua mới lên 250 máy bay và tổng số máy bay chờ về thời gian tới là 270 máy bay. Trung bình 1 năm VJC sẽ nhận mới khoảng 35 máy bay qua đó nhiều khả năng sẽ tiếp tục ghi nhận lợi nhuận lớn từ hoạt động SLB như giai đoạn trước.

Biểu đồ 24: RASK-CASK các hãng máy bay LCC



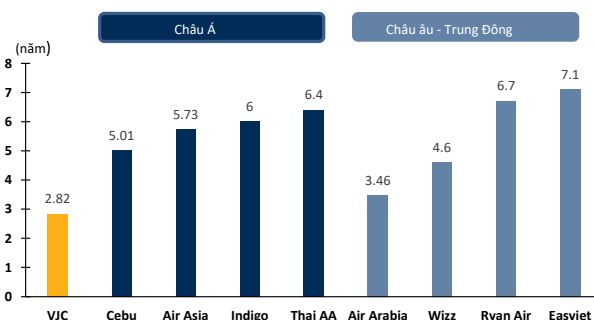
Nguồn: VJC

Biểu đồ 26: Chi phí nhân viên/doanh thu



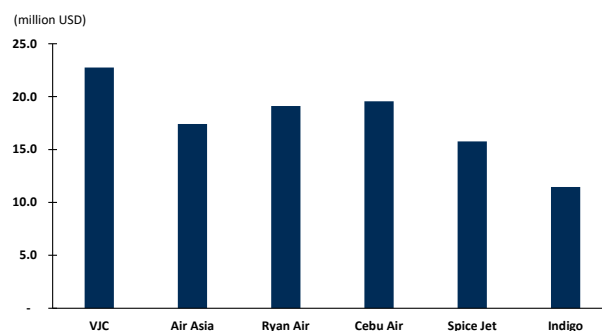
Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

Biểu đồ 25: Tuổi đội bay một số LCCs trên thế giới



Nguồn: VJC

Biểu đồ 27: Doanh thu/số lượng máy bay



Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

## V. RỦI RO

Chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của VJC sẽ chịu một số rủi ro chính như sau:

### Rủi ro biến động giá dầu

**Nghiệp vụ SLB với chi phí thuê cao cùng số đơn hàng máy bay mới sẽ gây áp lực tài chính lớn cho hoạt động của VJC.**

Chi phí nhiên liệu chủ yếu là dầu mỏ chiếm tỷ trọng lớn nhất, khoảng 42% trong cơ cấu chi phí hoạt động của VJC (Biểu đồ 28). Giá dầu hiện tại đang ở mức 65.3 USD/thùng. Diễn biến bất ổn về cân bằng cung cầu trên thế giới, các quyết định của OPEC về việc giảm nguồn cung và lệnh cấm vận IRAN có thể dẫn tới một xu hướng tăng giá của giá dầu trong năm 2019. Chúng tôi đánh giá tác động của giá dầu lên hoạt động kinh doanh của VJC ở mức trung bình. Nguyên nhân do hiện tại giá vé bán ra của VJC đang ở mức khá thấp so với các hãng hàng không giá rẻ khác. Chỉ số RASK của VJC năm 2018 đạt 4.47, cao hơn Air Asia và Cebu Pacific nhưng thấp hơn nhiều hãng khác như Ryan Air, Spice Jet, Nok. Giá vé thấp giúp VJC linh động trong việc điều chỉnh giá để cân đối lại sự biến động từ giá nhiên liệu. Tuy nhiên, việc điều chỉnh giá cần được cân nhắc kỹ lưỡng khi VJC đẩy mạnh hoạt động trên thị trường quốc tế. Bên cạnh đó, chi phí nhiên liệu/ASK các chặng quốc tế sẽ thấp hơn do không phải chịu thuế nhập khẩu và phí môi trường. Hiện tại, thuế nhiên liệu VJC phải chịu khi mua nội địa bao gồm thuế nhập khẩu nhiên liệu bay là 10% cùng với thuế môi trường là 3,000 vnd/lít tương đương 25,6%.

Theo quan điểm của chúng tôi, số đơn hàng hiện tại của VJC cho đến năm 2025 đạt 250 máy bay là khá hợp lý, đòi hỏi VJC phải duy trì tăng trưởng khách hàng trung bình trên 14.5% trong 7 năm tới. Tuy nhiên, trong bối cảnh nhiều hãng hàng không giá rẻ quốc tế có kinh nghiệm cũng như hệ thống phân phối mạnh như Air Asia đang tìm cách thâm nhập thị trường Việt Nam, cùng với đó là sự xuất hiện

**Rủi ro thay đổi chuẩn mực kế toán theo IFRS 16 là thay đổi cơ cấu nợ và cơ cấu doanh thu của VJC.**

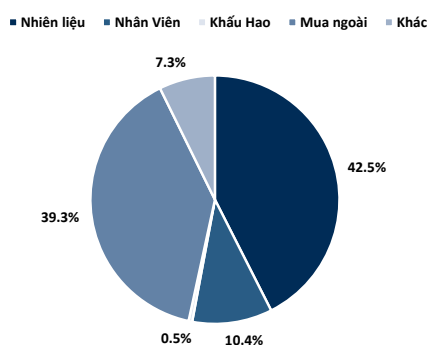
của Bamboo Airway cũng sẽ gây áp lực không nhỏ đến việc tăng trưởng lượng hành khách của VJC trong trung hạn. Cùng với đó, nếu sức khỏe nền kinh tế có dấu hiệu đi xuống, lượng khách sử dụng dịch vụ vận tải hàng không giảm dẫn tới tỷ lệ lấp đầy cũng như số chuyến bay giảm trong khi VJC vẫn phải gánh chi phí thuê máy bay cao khiến gánh nặng tài chính trở nên nghiêm trọng hơn, gây ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh cũng như dòng tiền của doanh nghiệp.

IFRS 16 hiệu lực từ ngày 01/01/2019 quy định đối với hoạt động SLB không kể hình thức sẽ đều phải hạch toán dưới dạng cho thuê tài chính. Quyết định số 480/QĐ-TTg của bộ Tài Chính, chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS) sẽ áp dụng một phần chuẩn mực IFRS (khoảng 30 chuẩn mực) trong giai đoạn 2020-2023 trước khi áp dụng hoàn toàn vào giai đoạn 2023-2025. Nếu áp dụng theo chuẩn mực của IFRS, cơ cấu nợ của VJC sẽ thay đổi mạnh do hiện tại khoản nợ ngoại bảng liên quan đến thuê hoạt động của VJC là 49,682 tỷ VND ( số liệu tính đến hết Q2/2018). Tỷ lệ nợ phải trả/tổng tài sản sau điều chỉnh đạt 84.7%, cao hơn rất nhiều so với tỷ lệ hiện tại là 64.5%. Bên cạnh đó, theo chuẩn mực IFRS 16, phần tiền nhận được từ việc bán máy bay trong hoạt động SLB sẽ ghi nhận dưới dạng khoản vay chứ không được ghi nhận doanh thu, qua đó khiến VJC không thể ghi nhận lợi nhuận từ nghiệp vụ SLB.

**Lộ trình tăng trưởng đội bay của VJC có thể bị ảnh hưởng lớn từ sự cố tai nạn máy bay của Boeing.**

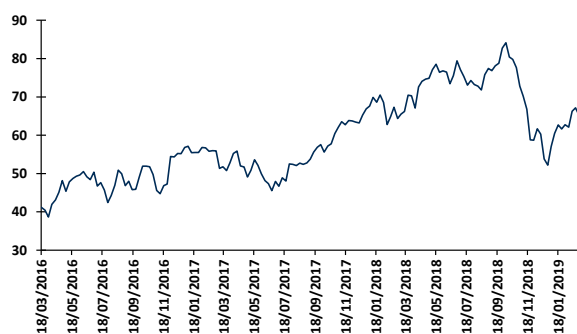
Trong 6 tháng vừa qua đã liên tiếp xảy ra 2 vụ tai nạn máy bay nghiêm trọng của 2 hãng Lion Air và Ethiopian Air, gây thiệt mạng gần 350 hành khách. Đáng lưu ý là loại 2 vụ tai nạn đều diễn ra với cùng 1 loại máy bay là Boeing 737 MAX mà trước đó. Đây là loại máy bay VJC đặt hàng 100 chiếc với Boeing và dự kiến bắt đầu nhận máy bay vào tháng 10/2019. Hiện tại, hàng loạt các nước như Mỹ, Trung Quốc, Singapore, Indonesia và Việt Nam đã đưa ra lệnh tạm thời cấm toàn bộ Boeing 737 Max bay trên vùng trời của các quốc gia này cho đến khi tìm ra nguyên nhân cụ thể dẫn tới các vụ tai nạn kể trên. Trong trường hợp tiêu cực là máy bay Boeing 737 thực sự có lỗi kỹ thuật và mất thời gian khắc phục, VJC sẽ không thể nhận mới máy bay Boeing vào cuối năm. Thay vào đó, doanh nghiệp có thể sẽ thuê máy bay từ những nguồn khác để đáp ứng nhu cầu đội bay, tuy nhiên phải chịu mức giá thuê cao hơn do nhu cầu thuê tăng khi hàng loạt các hãng máy bay khác cũng phải tạm dừng hoạt động dòng Boeing 737 MAX.

Biểu đồ 28: Cơ cấu chi phí VJC Q2/2018



Nguồn: VJC

Biểu đồ 29: Diễn biến giá dầu Brent 2016-2019



Nguồn: Bloomberg

## VI. ĐỊNH GIÁ

### DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2019

Năm 2019, chúng tôi ước tính doanh thu của VJC đạt 66,393 tỷ VND, tăng 26.73% yoy dựa trên các yếu tố:

**Lợi nhuận sau thuế của VJC năm 2019 dự kiến đạt 6,061 tỷ VND, tăng 16.2% yoy, EPS forward đạt 10,173 VND/cp.**

Doanh thu mảng vận chuyển hành khách tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao 40% dựa trên giả định: (1) số lượng máy bay tăng từ 64 máy bay lên 78 máy bay; (2) cải thiện hiệu suất đường bay quốc tế.

Doanh thu mảng dịch vụ phụ trợ đạt 12,839 tỷ VND, tăng trưởng 50% dựa trên tăng trưởng của số lượng hành khách cùng với việc đẩy mạnh hoạt động tại thị trường quốc tế cho tỉ lệ phí dịch vụ phụ trợ/ASK cao hơn.

Doanh thu từ hoạt động bán máy bay đạt 18,512 tỷ VND, giữ nguyên so với năm 2018 với giả định biên gộp từ hoạt động bán máy bay không đổi và VJC dự kiến nhận về mới 14 máy bay trong năm 2019 bằng với số lượng máy bay nhận về năm 2018.

Lợi nhuận trước thuế dự kiến đạt 6,773 tỷ VND, tăng 16.18% yoy. LNST của công ty mẹ dự kiến đạt 6,061 tỷ VND, tăng 16.2% yoy, EPS dự kiến đạt 10,173 VND/cp.

Bảng 30: Dự phóng kết quả kinh doanh 2019

Tỷ VND	2015	2016	2017	2018	2019F
Doanh thu thuần	19,845	27,499	42,303	52,388	66,393
Giá vốn hàng bán	17,736	23,597	35,753	44,852	56,932
Lợi nhuận gộp	2,110	3,902	6,549	7,536	9,462
Chi phí bán hàng	318	518	579	714	1,110
Chi phí quản lý doanh nghiệp	203	189	226	330	410
Chi phí/lợi nhuận tài chính	(408)	(509)	(402)	(589)	(1,136)
Lợi nhuận từ công ty liên kết	(21)	(15)	(44)	(81)	(34)
Lợi nhuận trước thuế	1,168	2,703	5,303	5,829	6,773
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	1,170	2,496	5,073	5,217	6,061

Source: KBSV

### ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá là chiết khấu dòng tiền chủ sở hữu (FCFE) và so sánh tương quan chỉ số EV/EBITDA các doanh nghiệp hàng không giá rẻ trên thế giới.

#### Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE qua đó loại bỏ được tác động của phần lợi nhuận tăng thêm từ hoạt động SLB đến dòng tiền tự do của doanh nghiệp. Mức giá dự phóng đạt 138,201 VND/cp. Chi phí vốn chủ sở hữu 14.2% dựa trên các giả định: Lãi suất phi rủi ro là 4.8% tương đương lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm; Mức lợi nhuận kỳ vọng của thị trường là 13.9% tương đương lợi suất trung bình của thị trường 8 năm; Beta của VJC là 1.03; tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%.

#### Phương pháp định giá so sánh theo EV/EBITDA

VJC hiện đang được giao dịch với mức EV/EBITDA là 10.6x và EV/EBITDA forward 2019 dự báo đạt 8.76x, là mức giá cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành hiện đạt 7.75x.

VJC là doanh nghiệp đầu ngành vận tải hàng không của Việt Nam. Chúng tôi đánh giá tiềm năng tăng trưởng của VJC còn rất lớn khi triển vọng phát triển du lịch của Việt Nam còn cao cùng với việc VJC chuyển hướng tập trung phát triển tại các đường bay quốc tế. Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như cần đối đánh giá các tác động rủi ro có thể xảy ra, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu VJC. Giá mục tiêu là 121,300 VND/cp, cao hơn 4.2% so với giá ngày 29/03/2019.

Bảng 31: Giá định theo phương pháp Chiết khấu dòng tiền (FCFE)

Giá định mô hình	Giá trị
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	14.2%
Lãi suất phi rủi ro	4.8%
Phần bù rủi ro	9.10%
Hệ số Beta	1.03
Tăng trưởng dài hạn	3%
Thời gian dự phóng	7 năm

Bảng 32: So sánh Tương quan EV/EBITDA ngành hàng không giá rẻ

Hãng hàng không	Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	EV/EBITDA	tỷ trọng	EV/EBITDA theo tỷ trọng
AirAsia Group Bhd	52,899	3.91	5%	0.201
easyJet PLC	143,646	4.86	14%	0.677
Jeju Air Co Ltd	20,259	3.15	2%	0.062
Cebu Air Inc	21,915	4.39	2%	0.093
Spring Airlines Co Ltd	111,563	10.14	11%	1.098
Norwegian Air Shuttle ASA	14,152	7.79	1%	0.107
SpiceJet Ltd	15,801	8.81	2%	0.135
JetBlue Airways Corp	119,688	4.05	12%	0.470
Ryanair Holdings PLC	361,919	7.84	35%	2.754
InterGlobe Aviation Ltd	168,838	13.14	16%	2.153
<b>EV/EBITDA trung bình</b>				<b>7.749</b>

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 33: Định giá VJC

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
EV/EBITDA	104,500	50%	52,250
FCFE	138,201	50%	69,101
<b>Giá khuyến nghị</b>			<b>121,351</b>

Nguồn: KBSV



## PHỤ LỤC

## Thông tin tài chính

Báo cáo Kết quả HĐKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)	2015	2016	2017	2018	(Tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Doanh số thuần	19,845.48	27,499.30	42,302.57	52,387.83	TÀI SẢN NGẮN HẠN	6,257.86	10,313.47	17,668.64	19,789.15
Giá vốn hàng bán	-17,735.54	-23,597.46	-35,753.18	-44,851.55	Tiền và tương đương tiền	923.51	2,741.34	6,861.60	7,164.92
Lãi gộp	2,109.94	3,901.84	6,549.40	7,536.28	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	270.00	1.40	1.40	816.90
Thu nhập tài chính	153.68	144.66	118.68	466.05	Các khoản phải thu	4,691.41	7,128.76	10,223.45	11,009.13
Chi phí tài chính	-561.57	-653.95	-520.76	-1,055.43	Hàng tồn kho, ròng	164.43	137.93	267.18	421.92
Trong đó: Chi phí lãi vay	-129.70	-180.73	-237.60	-257.51	TÀI SẢN DÀI HẠN	5,787.00	9,749.23	13,989.62	19,433.27
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-20.61	-14.61	-44.28	-80.58	Phải thu dài hạn	2,885.23	5,104.77	7,152.67	9,290.44
Chi phí bán hàng	-317.84	-517.79	-578.78	-713.66	Tài sản cố định	28.96	1,047.22	1,528.72	2,700.13
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-203.35	-188.80	-225.81	-330.41	Giá trị ròng tài sản đầu tư	0.00	0.00	0.00	0.00
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,160.24	2,671.35	5,298.45	5,822.25	Tài sản dở dang dài hạn	137.35	181.30	222.03	1,263.60
Thu nhập khác	8.38	31.85	5.75	7.86	Đầu tư dài hạn	8.42	68.42	68.42	68.42
Chi phí khác	-0.14	-0.05	-1.55	-0.83	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>12,044.86</b>	<b>20,062.70</b>	<b>31,658.27</b>	<b>39,222.42</b>
Thu nhập khác, ròng	8.24	31.80	4.19	7.03	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>9,897.42</b>	<b>15,328.68</b>	<b>21,064.13</b>	<b>25,297.81</b>
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00	Nợ ngắn hạn	6,393.87	10,570.08	13,911.51	15,916.14
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,168.48	2,703.15	5,302.64	5,829.28	Phải trả người bán	425.83	391.12	560.25	878.99
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	2.15	-207.16	-228.99	-612.51	Người mua trả tiền trước	169.27	306.91	456.36	688.67
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,170.63	2,495.99	5,073.65	5,216.77	Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	662.23	1,306.84	1,964.46	2,732.38
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.38	0.35	0.29	0.05	Vay ngắn hạn	3,543.47	6,102.39	6,897.23	5,852.14
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,170.25	2,495.64	5,073.36	5,216.71	Nợ dài hạn	3,503.56	4,758.60	7,152.62	9,381.66
					Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
					Doanh thu chưa thực hiện	0.00	0.00	0.00	0.00
					Vay dài hạn	0.00	694.84	626.91	572.23
					<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>2,147.44</b>	<b>4,734.02</b>	<b>10,594.13</b>	<b>13,924.61</b>
					Vốn góp	1,450.00	3,000.00	4,513.43	5,416.11
					Thặng dư vốn cổ phần	0.00	0.00	245.95	245.95
					Lãi chưa phân phối	685.72	1,702.86	5,809.06	8,137.19
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1.14	1.49	1.77	1.83
<b>Chỉ số hoạt động</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>Chỉ số chính</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.34%	10.10%	10.63%	14.19%	Chỉ số định giá				
Tỷ suất EBITDA	17.61%	6.48%	8.06%	11.79%	P/E	14.97	14.52	10.75	12.54
Tỷ suất EBIT	13.81%	6.34%	8.01%	11.62%	P/E pha loãng	14.97	14.52	10.75	12.54
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	12.65%	5.10%	5.89%	9.83%	P/B	8.16	7.66	5.15	4.70
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động KD	12.47%	4.70%	5.85%	9.71%	P/S	0.88	1.32	1.29	1.25
Tỷ suất lợi nhuận thuần	10.62%	4.14%	5.90%	9.08%	P/Tangible Book	8.20	7.67	5.15	4.70
					P/Cash Flow	20.56	22.15	9.77	13.88
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	12.59	12.43	9.45	9.75
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	12.67	12.61	9.61	9.96
					Hiệu quả quản lý				
					ROE%	0.75	0.73	0.66	0.43
					ROA%	0.12	0.16	0.20	0.15
					ROIC%	0.28	0.28	0.32	0.32
					<b>Cấu trúc tài chính</b>				
					Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.19	0.26	0.49	0.51
					Tỷ suất thanh toán nhanh	0.92	0.93	1.23	1.20
					Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.98	0.98	1.27	1.24
					Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.00	0.15	0.06	0.04
					Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.00	0.03	0.02	0.01
					Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	1.65	1.44	0.71	0.46
					Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.29	0.34	0.24	0.16
					Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	2.98	2.23	1.31	1.14
					Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.53	0.53	0.44	0.41
					Tổng công nợ/Vốn CSH	4.61	3.24	1.99	1.82
					Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.82	0.76	0.67	0.64
					<b>Chỉ số hoạt động</b>				
					Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	57.72	22.94	26.39	25.81
					Hệ số quay vòng HTK	137.46	156.09	176.51	130.17
					Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	46.97	57.77	75.16	62.33

Source: Fiiipro

## Hệ thống khuyến nghị đầu tư

**Mua:** +15% hoặc cao hơn

**Nắm giữ:** trong khoảng +15% và -15%

**Bán:** -15% hoặc thấp hơn

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Sài Gòn

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

## LIÊN HỆ

**Trung Tâm Khách hàng Tổ chức:** (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656

**Trung Tâm Khách hàng Cá nhân:** (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

**Hotmail:** [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

**Website:** [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)