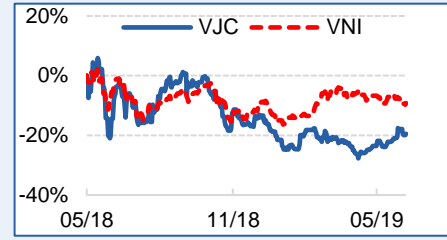


Ngành:	Hàng không		2018	2019F	2020F	2021F
Ngày báo cáo:	12/06/2019	Tăng trưởng DT	26,7%	11,0%	42,4%	16,6%
Giá hiện tại:	124.000 VND	Tăng trưởng EPS	3,7%	14,7%	19,0%	19,6%
Giá mục tiêu:	150.300 VND	Tăng trưởng EPS cốt lõi*	30,6%	31,1%	23,6%	17,3%
Giá mục tiêu trước đây:	149.200 VND	Biên LN gộp	14,0%	15,0%	12,2%	12,8%
TL tăng:	+21,2%	Biên LN ròng	10,0%	10,3%	8,6%	8,8%
Lợi suất cổ tức:	4,0%	EV/EBITDAR^	11,6x	8,9x	7,5x	5,9x
Tổng mức sinh lời:	+25,2%	P/E	12,6x	11,0x	9,2x	7,7x

		VJC	Peers	VNI	
GT vốn hóa:	2,9 tỷ USD	10,9x	8,9x	NA	
Room KN:	269,5 triệu USD	12,4x	24,7x	16,9x	
GTGD/ngày (30n):	3,9 triệu USD	4,3x	2,8x	2,5x	
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	ROE	40,0%	2,2%	14,8%
SL cổ phiếu lưu hành	541,6 triệu	ROA	14,6%	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	0,7				



#### 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.

Phạm Hoàng Thiên Phú  
Chuyên viên

Lucy Huynh, CFA  
Trưởng phòng Cao cấp

## Áp lực đối với giá vé thấp hơn so với dự báo

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA dành cho CTCP Hàng không VietJet (VJC) và điều chỉnh tăng giá mục tiêu thêm 0,7% lên 150.300VND/cổ phiếu.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu sau khi điều chỉnh tăng dự báo LNST 2019 và 2020 lần lượt thêm 2,5% và 9,6%. Lý do là chúng tôi điều chỉnh tăng giả định giá vé cho các năm 2019 và 2020 thêm lần lượt 4,3% và 5,4% vì giá vé của VJC cao hơn so với dự báo trong quý 1/2019. Tác động của việc điều chỉnh này phần nào bị giảm do chúng tôi điều chỉnh giảm giả định số thương vụ mua và thuê lại cho các năm 2019 và 2020.
- Chúng tôi dự báo LNST 2019 và 2020 đạt tăng trưởng lần lượt 31% và 24% nhờ VJC tiếp tục mở thêm nhiều tuyến bay quốc tế và doanh thu phụ trợ tăng trưởng, trong khi chúng tôi dự báo LNST 2019 và 2020 sẽ đạt lần lượt 15% và 19% trên cơ sở giả định số thương vụ SALB năm 2019 là 12 và năm 2020 là 28.
- Chúng tôi tiếp tục lạc quan về triển vọng dài hạn của VJC nhờ tiềm năng tăng trưởng mạnh, hiệu suất hoạt động tốt hơn và quản lý chi phí hiệu quả. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST 2018-2023F sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm lần lượt 16% và 9,1%, đồng thời cho rằng VJC có định giá hấp dẫn với PEG 2018-2021 là 0,7.
- Rủi ro: Lợi nhuận từ các tuyến quốc tế đạt tăng trưởng thấp hơn so với dự báo, cạnh tranh gay gắt hơn so với dự báo, công suất sân bay tại Việt Nam không kịp đáp ứng tốc độ mở rộng đội bay và giá dầu liên tục tăng mạnh.

**Giá vé của VJC ổn định hơn so với chúng tôi đã dự báo trong bối cảnh xuất hiện đối thủ cạnh tranh mới.** Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định giá vé vì giá vé trong quý 1/2019 chỉ giảm 2,4% so với cùng kỳ năm ngoái trong khi trước đây chúng tôi từng giả định cả năm sẽ giảm 7,3% do cạnh tranh gay gắt, đặc biệt do đối thủ mới xuất hiện Bamboo Airways (BA). Chúng tôi cho rằng VJC có thể đạt được kết quả nói trên là nhờ có các suất bay tại các giờ đỉnh đối với các tuyến trong nước cũng như quốc tế.

**Dự kiến các tuyến bay quốc tế mới sẽ vẫn chiết khấu giá vé.** Chúng tôi tiếp tục giả định lợi suất hành khách các tuyến quốc tế của VJC năm 2019 giảm 3,8% so với năm 2018, vì chúng tôi cho rằng VJC sẽ chiết khấu giá vé đối với các tuyến bay hiện nay và tuyến bay sẽ mở vì (1) trong năm nay hãng sẽ mở thêm 20 tuyến bay quốc tế và (2) duy trì năng lực cạnh tranh với Bamboo Airways, khi đối thủ này đang tìm cách mở thêm nhiều tuyến bay quốc tế, trong đó có một số trùng với các tuyến hiện nay của VJC.

**Boeing bàn giao máy bay chậm sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận các giao dịch máy bay.** Chúng tôi điều chỉnh giảm giả định số máy bay bàn giao năm 2019 từ 15 xuống 13 trên cơ sở mục tiêu mới của ban lãnh đạo và chúng tôi điều chỉnh giảm giả định số máy bay bàn giao năm 2020 từ 47 xuống 43 vì

chúng tôi cho rằng tiến độ bàn giao đơn hàng 737 MAX với Boeing sẽ chậm do mẫu máy bay này vẫn bị cấm bay sau khi xảy ra một số sự cố trong thời gian qua. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm lợi nhuận từ hoạt động bán và thuê lại (SALB) và điều chỉnh giảm LNST khác 2019 và 2020 lần lượt 14% và 19%. Chúng tôi xin lưu ý rằng VJC có thể tiếp tục thực hiện chiến dịch mở rộng dù tình hình bàn giao chậm lại vì hãng có thể thuê máy bay kèm theo phi hành đoàn, dịch vụ bảo dưỡng và bảo hiểm trong mùa cao điểm hoặc tăng cường sử dụng hình thức thuê hoạt động. Chúng tôi cho rằng Boeing có thể bồi thường cho VJC (dưới hình thức tiền mặt hoặc không phải tiền mặt) liên quan đến các chi phí phát sinh do chậm trễ trong bàn giao 737 MAX.

## Báo cáo Tài chính

KQLN (triệu USD)	2018	2019F	2020F	2021F	BẢNG CĐKT (triệu USD)	2018	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu</b>	<b>53.577</b>	<b>59.470</b>	<b>84.671</b>	<b>98.729</b>	Tiền và tương đương	7.165	864	1.344	11.367
Giá vốn hàng bán	-46.085	-50.562	-74.379	-86.087	Đầu tư TC ngắn hạn	817	817	817	817
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>7.492</b>	<b>8.908</b>	<b>10.291</b>	<b>12.642</b>	Các khoản phải thu	10.273	14.433	20.729	17.327
Chi phí bán hàng	-713	-809	-909	-1.041	Hàng tồn kho	469	253	675	353
Chi phí quản lí DN	-295	-357	-432	-522	TS ngắn hạn khác	356	565	718	808
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>6.484</b>	<b>7.742</b>	<b>8.951</b>	<b>11.079</b>	Tổng TS ngắn hạn	<b>19.079</b>	<b>16.932</b>	<b>24.283</b>	<b>30.672</b>
Doanh thu tài chính	332	350	394	454	TS dài hạn (gộp)	1.966	2.935	2.961	2.977
Chi phí tài chính	-918	-1.196	-1.315	-1.670	- Khấu hao lũy kế	-319	-519	-741	-999
Trong đó, chi phí lãi vay	-258	-217	-252	-308	TS dài hạn (ròng)	1.646	2.416	2.220	1.978
Lợi nhuận từ công ty LDLC	-89	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	1.233	1.233	1.233	1.233
Lợi nhuận/(chi phí) khác	7	7	7	7	TS dài hạn khác	17.128	22.043	24.484	26.993
<b>LNTT</b>	<b>5.816</b>	<b>6.903</b>	<b>8.038</b>	<b>9.870</b>	Tổng TS dài hạn	<b>20.007</b>	<b>25.693</b>	<b>27.937</b>	<b>30.204</b>
Thuế TNDN	-481	-786	-759	-1.163	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>39.086</b>	<b>42.624</b>	<b>52.221</b>	<b>60.876</b>
LNST trước CĐTS	<b>5.335</b>	<b>6.117</b>	<b>7.278</b>	<b>8.707</b>	Phải trả ngắn hạn	924	836	1.093	1.192
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	4.958	4.961	6.284	7.061
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>5.335</b>	<b>6.117</b>	<b>7.278</b>	<b>8.707</b>	Nợ ngắn hạn khác	9.059	8.517	11.029	12.979
<b>LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>5.335</b>	<b>6.117</b>	<b>7.278</b>	<b>8.707</b>	Tổng nợ ngắn hạn	14.941	14.314	18.405	21.231
EBITDA	6.631	7.941	9.173	11.337	Nợ dài hạn	572	500	437	373
EBITDAR điều chỉnh	9.214	11.843	14.001	17.866	Nợ dài hạn khác	9.535	11.987	16.236	21.004
EPS cốt lõi, VND	4.443	5.826	7.203	8.451	<b>Tổng nợ</b>	<b>25.048</b>	<b>26.801</b>	<b>35.077</b>	<b>42.608</b>
EPS báo cáo, VND	9.850	11.295	13.439	16.076	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
EPS điều chỉnh, VND	9.850	11.295	13.439	16.076	Vốn cổ phần	5.416	5.416	5.416	5.416
EPS pha loãng, VND	9.850	11.295	13.439	16.076	Thặng dư vốn CP	246	246	246	246
DPS, VND	5.000	8.000	11.000	14.000	Lợi nhuận giữ lại	8.256	10.040	11.361	12.485
DPS/EPS (%)	50,8%	70,8%	81,9%	87,1%	Vốn khác	119	119	119	119
	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	Lợi ích CĐTS	2	2	2	2
<b>Tăng trưởng</b>					<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.039</b>	<b>15.823</b>	<b>17.144</b>	<b>18.268</b>
Tăng trưởng doanh thu	26,7%	11,0%	42,4%	16,6%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>39.086</b>	<b>42.624</b>	<b>52.221</b>	<b>60.876</b>
Tăng trưởng LN HĐKD	12,9%	19,4%	15,6%	23,8%	CP lưu hành cuối năm (triệu)	541,6	541,6	541,6	541,6
Tăng trưởng LNTT	9,7%	18,7%	16,4%	22,8%					
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	3,7%	14,7%	19,0%	19,6%					
<b>Khả năng sinh lời</b>									
Biên LN gộp %	14,0%	15,0%	12,2%	12,8%	<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Biên LN từ HĐ %	12,1%	13,0%	10,6%	11,2%	Tiền đầu năm	5.809	8.256	10.040	11.361
Biên EBITDA	12,4%	13,4%	10,8%	11,5%	Lợi nhuận sau thuế	5.708	6.117	7.278	8.707
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	10,0%	10,3%	8,6%	8,8%	Khấu hao	147	199	222	258
ROE %	43,3%	41,0%	44,2%	49,2%	Thay đổi vốn lưu động	409	977	-2.648	5.219
ROA %	15,1%	15,0%	15,3%	15,4%	Điều chỉnh khác	-1.834	0	0	0
					<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>4.429</b>	<b>7.294</b>	<b>4.853</b>	<b>14.184</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-800	-969	-26	-16
Số ngày tồn kho	3,8	3,8	3,8	3,8	Đầu tư. ròng	622	-10.677	-3.896	-2.045
Số ngày phải thu	54,1	54,1	54,1	54,1	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-178</b>	<b>-11.646</b>	<b>-3.922</b>	<b>-2.060</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
<b>Thanh khoản</b>					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-1.939	3	1.323	777
CS thanh toán hiện hành	1,28	1,18	1,32	1,44	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-55	-72	-63	-63
CS thanh toán nhanh	0,99	0,48	0,66	0,91	Tiền từ các hoạt động TC khác	63	2.453	4.248	4.768
CS thanh toán tiền mặt	0,53	0,12	0,12	0,57	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-3.948</b>	<b>-1.949</b>	<b>-450</b>	<b>-2.101</b>
Nợ/Tài sản	14,1%	12,8%	12,9%	12,2%	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>303</b>	<b>-6.301</b>	<b>480</b>	<b>10.022</b>
Nợ/Vốn sử dụng	28,3%	25,7%	28,2%	28,9%	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>7.165</b>	<b>864</b>	<b>1.344</b>	<b>11.367</b>
Nợ/Vốn CSH	-11,6%	29,1%	31,4%	-21,5%					
Khả năng thanh toán lãi vay	25,2x	35,7x	35,5x	36,0x					

Nguồn: Báo cáo Tài chính công ty, VCSC dự báo

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Hoàng Thiên Phú, 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.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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

#### 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

#### Công nghiệp và Vận tải

**Lucy Huỳnh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130**  
- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, 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.