

CTCP Hàng không Vietjet

(VJC VN)

Khó khăn mùa Covid

BÁN

(Báo cáo lần đầu)

TP VND87.900

(-13,0%)

Mirae Asset Vietnam Co., Ltd.

Trần Tuấn Long

long.tt@miraeasset.com.vn, #182

Nguyễn Đình Tùng

tung.nd@miraeasset.com.vn, #258

Quan điểm đầu tư

Dịch bệnh diễn biến chiều hướng phức tạp đe dọa hoạt động cốt lõi

- Tình hình dịch bệnh cả trong và ngoài nước đang có nhiều chuyển biến khó lường, khiến hoạt động của Công ty bị ảnh hưởng nghiêm trọng trong ngắn hạn và trung hạn.
- Quản trị tốt, chính sách hợp lý, nhưng cho đến khi dịch bệnh được kiểm soát tốt cả ở Việt Nam và các thị trường chính thì chúng tôi vẫn chưa thể khuyến nghị mua vào cổ phiếu của VJC.

Tình hình doanh nghiệp

Hãng hàng không giá rẻ thành công

- Giá vé luôn rẻ hơn đối thủ cạnh tranh từ 30%-50% cho các chuyến bay nội địa và từ 50%-90% cho các chuyến bay quốc tế. Trước dịch, thị phần luôn đứng đầu với hơn 42,2% tổng lượng khách. 6 tháng 2020 vẫn đứng đầu ở mức 38,3%.
- Biên lợi nhuận, ROA, ROE cao hơn Vietnam Airlines, và nhiều hãng trong khu vực.

Kiểm soát chi phí tốt nhất khu vực

- Đội bay còn trẻ chỉ 3,2 tuổi và đang trong quá trình mua thêm nhiều tàu bay mới nữa nhằm tăng cường mở rộng thêm đường bay quốc tế.
- Chi phí chuyên chở tính trên số ghế chỉ ở mức USD4,2 cho mỗi ghế, chỉ bằng ½ so với HVN và thấp hơn nhiều hãng trong khu vực
- Tỷ lệ load factor cao (87% so với khu vực chỉ 71,8%) và vòng quay máy bay cao (trung bình 14 giờ mỗi ngày) giúp tối ưu hóa hoạt động.

Chỉ số tài chính giảm sút ngay trước dịch do cạnh tranh

- Các chỉ số ROA ROE cùng biên lợi nhuận giảm đáng kể. Năm 2019 là năm đầu tiên VJC bị âm dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và có chiều hướng tiếp tục khó khăn trong năm 2020.
- 6 tháng đầu năm đáng lẽ đã âm lợi nhuận sau thuế nếu không có doanh thu từ hoạt động SLB gỡ lại.

Định giá và Khuyến nghị

Bán ra với giá mục tiêu 87.900 đồng / cổ phiếu

- Chúng tôi giả định mức tăng trưởng cuối là 1%, chi phí bình quân (WACC) là 6,15% (với giả định tỷ suất rủi ro là 3,1%, beta là 0,85 và phần bù rủi ro thị trường là 6,59%). Với mức giá này cổ phiếu VJC sẽ ở mức P/E 172 lần (so với mức 15,1 lần như hiện nay)

Các chỉ số chính



Giá hiện tại (VND)	101,000	Vốn hóa (VNDbn)	49,712
LNST (20F, VNDbn)	277	SL cổ phiếu (triệu)	524
Kỳ vọng thị trường (20F, VNDbn)	1,290	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	46.2
Tăng trưởng EPS (20F, %)	(-93%)	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN(%)	18
P/E (20F, x)	156.7	Beta (12M)	0.9
P/E thị trường (20F, x)	13.4	Cao nhất 52 tuần (VND)	93,200
VN-Index	801	Thấp nhất 52 tuần (VND)	148,800

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	-11.1	-26.3	-27.8
Tương đối	-6.1	-11.8	-8.1

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm (t)	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021	12/31/2022
Doanh thu (VNDbn)	42,303	53,577	50,603	30,713	44,433	51,098
LN gộp (VNDbn)	5,745	6,484	4,184	277	1,940	4,303
Biên LN gộp (%)	13.6	12.1	8.3	1.1%	4.4%	8.4%
LNST (VNDbn)	5,073	5,335	3,807	277	1,678	3,605
EPS (VND)	9,463	9,850	7,110	511	3,098	6,656
ROE (%)	66.2	43.3	26.3	1.8%	9.8%	17.7%
P/E (x)	12.9	12.2	20.6	172.0	28.4	13.2
P/B (x)	6.3	4.6	5.1	3.2	2.9	2.5
Tỷ suất cổ tức (%)	1.0	1.7	0.7	1.14%	1.14%	1.14%

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam dự phóng

M U C L U C

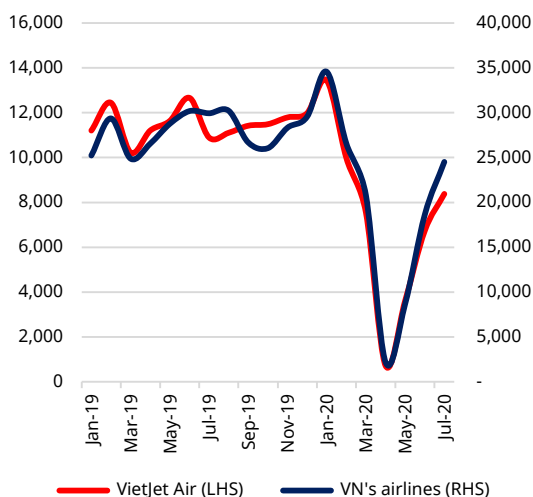
TỔNG QUAN NGÀNH HÀNG KHÔNG	3
Dịch bệnh ảnh hưởng lớn đến nhu cầu đi lại	3
Du lịch vốn là động lực tăng trưởng chính bị ngưng trệ	3
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ	5
Hãng hàng không giá rẻ thành công nhất tại Việt Nam	5
Thị phần tăng trưởng đến từ giá vé rẻ	6
Tỷ lệ load factor và vòng quay máy bay cao	7
Chi phí thấp hơn các đối thủ cạnh tranh	7
Tình hình tài chính trước Covid đã có dấu hiệu suy giảm	10
ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ	12
Lượng khách chưa thể hồi phục trong ngắn hạn	12
Chi phí xăng dầu tăng dần tuy vẫn sẽ còn thấp so với trước dịch	12
Khuyến nghị BÁN RA với mức giá mục tiêu 12 tháng là 80.100 đồng	13

TỔNG QUAN NGÀNH HÀNG KHÔNG

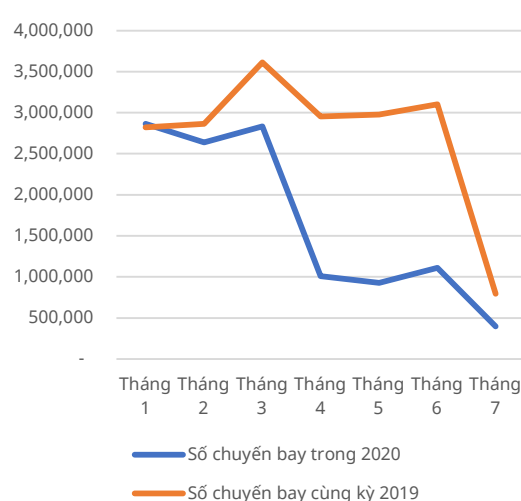
1. Dịch bệnh ảnh hưởng lớn đến nhu cầu đi lại

Kể từ khi dịch Covid-19 bùng phát tại Trung Quốc, nhu cầu đi lại bằng đường hàng không toàn cầu đã giảm đáng kể. Ngành hàng không Việt Nam tuy kiểm soát tốt dịch bệnh nhưng cũng không ngoại lệ khi số lượng chuyến bay giảm mạnh từ mức cao điểm 34,500 chuyến / ngày trong tháng 1 xuống còn 2,200 chuyến / ngày trong tháng 4 (cùng kỳ năm trước đạt hơn 11,000 chuyến / ngày). Vietjet cũng bị ảnh hưởng lớn khi số chuyến bay mỗi ngày giảm từ 13,400 chuyến xuống còn hơn 700 chuyến trong tháng 4. Chúng tôi dự báo tình hình khó khăn sẽ tiếp tục kéo dài cho đến hết năm do dịch bệnh vẫn khó kiểm soát, đặc biệt ở một số nước lớn có nhiều đường bay với Việt Nam như Trung Quốc, Úc và khu vực Đông Nam Á. Cụ thể lượng khách di chuyển trong nước vào quý 3 sẽ đạt 90% lượng khách trong nước trước dịch, tuy nhiên lượng khách quốc tế sẽ bị hạn chế cho đến hết năm.

Hình 1. Số lượng chuyến bay tại Việt Nam



Hình 2. Số lượng chuyến bay toàn cầu trong năm 2020



Nguồn: Cục hàng không, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

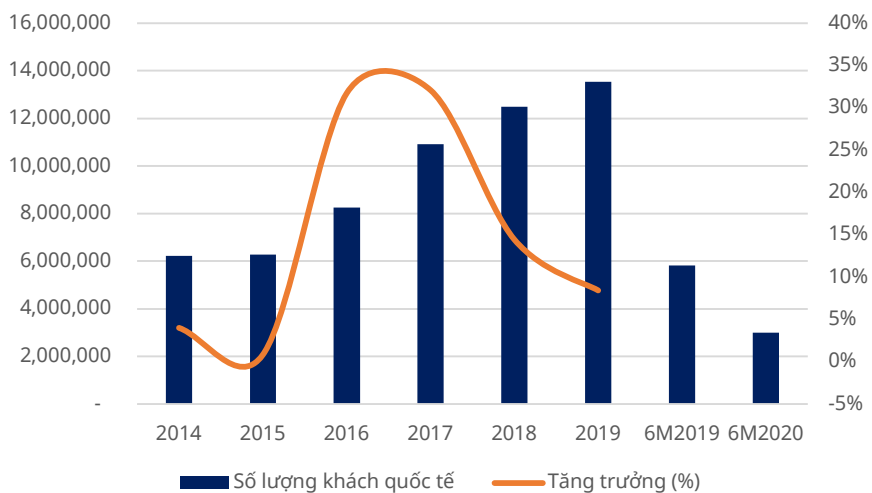
Nguồn: OAG

2. Du lịch vốn là động lực tăng trưởng chính bị ngưng trệ

Tốc độ phát triển ngành hàng không luôn đi chung với sự phát triển của ngành du lịch, trong đó do Việt Nam là nước có địa hình biên giới trên bộ khó khăn, nên chủ yếu khách du lịch đến Việt Nam đi bằng đường hàng không. Trong năm 2019, trong tổng số 18 triệu lượt khách quốc tế đến nước ta, hơn 14 triệu lượt đi bằng đường hàng không (chiếm gần 80% tổng lượng khách), tăng trưởng bình quân 15% - 30% mỗi năm. Do đó khi tình hình du lịch bị ảnh hưởng nặng do Covid-19 thì nhu cầu về hàng không cũng giảm mạnh: trong 3 tháng đầu năm lượng khách đến Việt Nam bằng đường hàng không chỉ đạt 85% so với cùng kỳ năm trước. Chúng

tôi dự đoán quý 2 và quý 3 tình hình sẽ tệ hơn khi tháng 4 xã hội phải thực hiện cách ly và các chuyến bay nước ngoài bị ngưng trệ, do đó số lượng khách nước ngoài đến Việt Nam sẽ giảm mạnh do chỉ đón khách từ Lào, Campuchia và Trung Quốc là chủ yếu.

Hình 3: Số lượng khách du lịch đến Việt Nam bằng đường hàng không



Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

1. Hãng hàng không giá rẻ thành công

Là hãng hàng không tư nhân đầu tiên của Việt Nam, nhờ vào lợi thế giá thành cạnh tranh mà VJC từ lúc thành lập năm 2007 đến nay liên tục tăng trưởng ấn tượng. Tính từ năm 2013 đến nay, doanh thu thuần đã tăng 13,7 lần, đạt 52 nghìn tỷ đồng; còn LNST tăng 119 lần, đạt hơn 4,2 nghìn tỷ đồng (cao nhất toàn ngành và gấp đôi Vietnam Airlines). Số lượng chuyến bay cũng cao nhất trong năm 2019 với hơn 139 nghìn chuyến (trong khi đó hãng hàng không quốc gia Vietnam Airlines chỉ thực hiện gần 120 nghìn chuyến), chiếm 42,6% tổng số chuyến của tất cả các hãng hàng không Việt Nam trong năm. Hiện nay, do có sự cạnh tranh từ Bamboo Airways với mô hình hybrid (kết hợp giữa LCC và FSC) nên thị phần 6 tháng đầu năm của Vietjet Air có phần giảm nhẹ (từ mức 42,6% cuối năm 2019 còn 38,3% 6 tháng đầu năm). Hiện nay tuy tình hình dịch bệnh kéo dài ảnh hưởng nghiêm trọng đến doanh thu từ thị trường quốc tế nhưng điểm cộng là môi trường kinh doanh khó khăn cũng gây áp lực lên cho các đối thủ bé hơn (Bamboo Airways và Jetstars) và khiến các công ty mới ra đời (hoặc chuẩn bị ra đời) phải tính toán lại tính khả thi của kế hoạch kinh doanh, từ đó giảm sức ép cạnh tranh lên Vietjet trong tương lai gần.

Bảng 1: So sánh hiệu suất lợi nhuận giữa VJC và các công ty cùng ngành

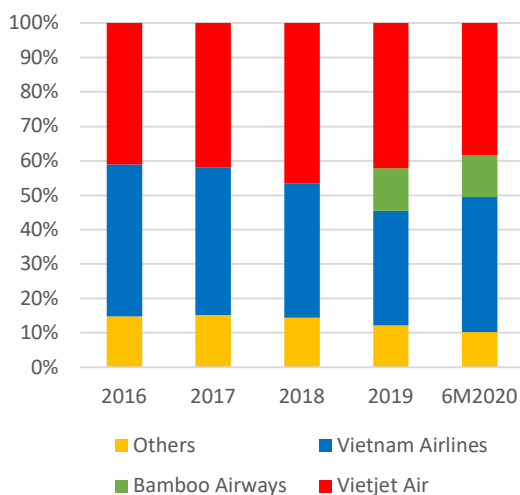
Mã cổ phiếu	Tên doanh nghiệp	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROC	ROA	ROE
VJC	Vietjet Air	8.27	6.42	12.27	7.39	22.47
HVN	Vietnam Airlines JSC	3.76	1.9	4.17	2.35	10.29
2618	Eva Airways Corp	3.26	-0.01	2.07	-0.01	-0.03
2610	China Airlines Ltd	-0.66	-2.97	-0.5	-1.62	-8.74
AIRA	Airasia Group Bhd	-0.84	-9.59	0.59	-4.04	-19.49
CEB	Cebu Air Inc	10.46	5.92	7.98	3.25	11.02
SPJT	Spicejet Ltd	-2.8	-3.51	-34.31	-7.08	N.A.

Nguồn: Bloomberg, MAS Research tổng hợp

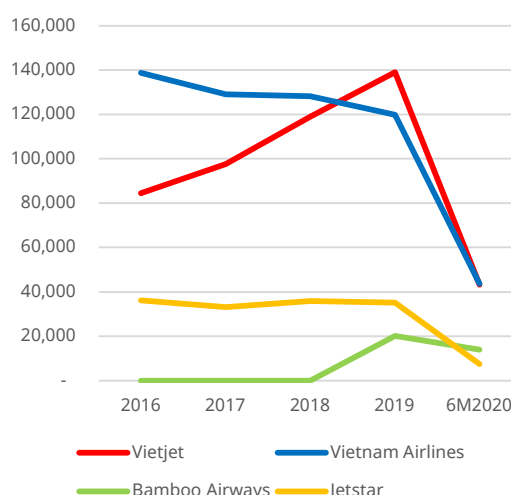
2. Thị phần tăng trưởng đến từ giá vé rẻ

Với mô hình hàng không giá rẻ, Vietjet luôn có giá rẻ hơn đối thủ khoảng 30% - 50% cho các chuyến bay nội địa, và từ 50% cho đến 90% so với các chuyến bay quốc tế. Lợi thế này đến từ việc cắt giảm tối đa chi phí bán hàng (chỉ 2,8% so với Vietnam Airlines 7,7%), chi phí bảo dưỡng máy bay thấp do chỉ sử dụng 1 loại máy bay, chi trả hoa hồng cố định cho đại lý, tỷ lệ load factor cao nhất khu vực (87% so với trung bình 82%). Nhờ vào lợi thế về giá này mà Vietjet chiếm được thị phần lớn nhất Việt Nam (cuối năm 2019 đạt 42,2%), và liên tục mở rộng thêm đường bay (trước dịch Vietjet hoạt động 139 đường bay, trong đó có 44 tuyến nội địa và 95 tuyến quốc tế, chủ yếu đến Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc). Hiện nay do tình hình dịch Covid nên nhiều chuyến bay quốc tế bị đình chỉ, tuy nhiên chúng tôi cho rằng Vietjet vẫn nắm vị thế dẫn đầu về thị phần trong nước với lợi thế về giá cũng như khả năng tiết kiệm chi phí sẽ giúp Vietjet trụ vững hơn các đối thủ cạnh tranh vốn hoạt động theo mô hình FSC (Vietnam Airlines) hay mô hình hybrid (Bamboo Airways).

Hình 4. Thị phần trong nước của các hãng hàng không



Hình 5. Số lượng chuyến bay của các hãng lớn



Nguồn: Cục hàng không, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

Nguồn: Cục hàng không, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

Bảng 2: So sánh giá vé của các hãng hàng không Việt Nam (trước dịch) ('000)

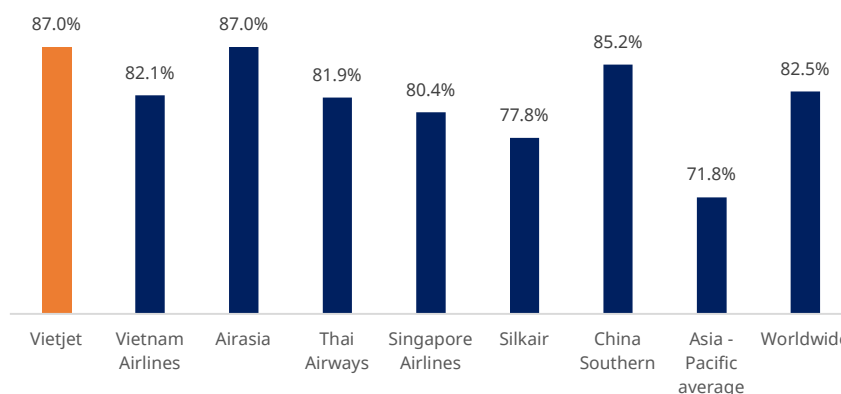
Chặng bay	1 tuần	1 tháng	3 tháng
HCM - Hà Nội			
Vietnam Airlines	1,880	1,660	1,329
Vietjet Air	1,260 (-33%)	1,140 (-31%)	599 (-55%)
Bamboo Airways	1,445 (-23%)	1,300 (-22%)	1,200 (-10%)
HCM - Singapore			
Vietnam Airlines	3,368	3,017	2,550
Vietjet Air	1,460 (-57%)	799 (-74%)	259 (-90%)
Bamboo Airways	N/A	N/A	N/A

Nguồn: website các hãng, MAS Vietnam tổng hợp

3. Tỷ lệ load factor và vòng quay máy bay cao

Một điểm đáng chú ý của Vietjet là tỷ lệ load factor cao hơn các hãng khác khác, không chỉ trong nước mà còn trong khu vực. Trong năm 2019, Vietjet đạt tỷ lệ lấp đầy lên đến 87% (cao hơn trung bình khu vực chỉ 71,8% và toàn cầu chỉ 82,5%) nhờ vào a) chênh lệch về giá đáng kể giữa Vietjet và các đối thủ cạnh tranh, b) đẩy mạnh bán chỗ cho các tour du lịch, và c) đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi vào các giờ bay ít người. Không những vậy, Vietjet còn tận dụng tối đa các chuyến bay của mình để đạt tỷ lệ vòng quay máy bay cao nhất, trung bình mỗi máy bay của Vietjet hoạt động 14 tiếng mỗi ngày so với chỉ 10 tiếng của các hãng khác. Chúng tôi cho rằng hiện nay Việt Nam chưa có quy định giãn cách trên các chuyến bay nên tỷ lệ load factor trong năm nay tuy giảm đáng kể nhưng nhiều khả năng sẽ trên mức hòa vốn 78,3% (so với trung bình khu vực châu Á).

Hình 6. Tỷ lệ load factor của Vietjet so với một số hãng không trong khu vực



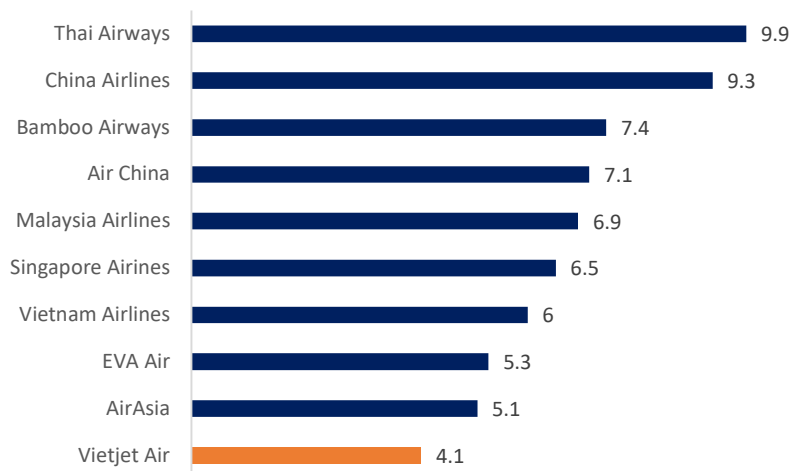
Nguồn: IATA, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

4. Chi phí thấp hơn các đối thủ cạnh tranh

Tiết kiệm chi phí bảo trì bảo dưỡng nhờ máy bay còn mới

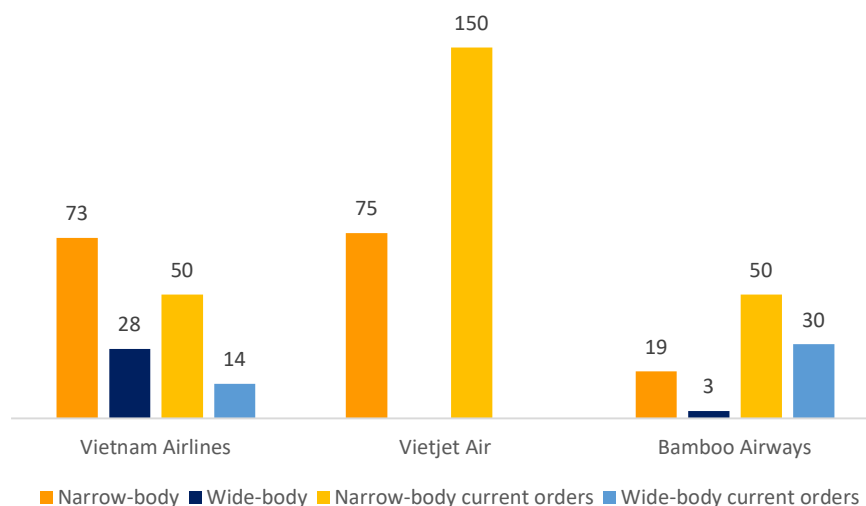
Hiện nay Vietjet Air đang có 78 máy bay thân hẹp của Airbus (bao gồm A320 và A321), và có ý định tăng lên 90 máy bay trong năm 2020. Trong đó ngoại trừ 22 chiếc Airbus A320 có tuổi thọ khá cao khoảng 7,3 năm thì toàn bộ máy bay còn lại của Vietjet đều chỉ khoảng 2,7 năm. Nhìn chung máy bay của Vietjet rất mới so với các hãng khác khi tuổi thọ trung bình chỉ 3,2 năm, trong khi Vietnam Airlines lên đến 6 năm, AirAsia lên đến 5,1 năm, Bamboo Airways lên đến 7,4 năm. Máy bay mới cùng với việc chỉ hoạt động một loại khiến cho Vietjet tiết kiệm tối đa chi phí bảo dưỡng và vận hành khi từ năm thứ 6 trở đi chi phí bảo dưỡng của máy bay sẽ tăng mạnh. Chúng tôi cho rằng lợi thế này sẽ tiếp tục trong các năm tới khi Vietjet đang đặt hàng hơn 150 chiếc máy bay sẽ được bàn giao trong các năm tới.

Hình 7. Tuổi thọ trung bình của các máy bay Vietjet



Nguồn: Planespoters, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

Hình 8. Phân loại máy bay theo loại và đơn đặt hàng

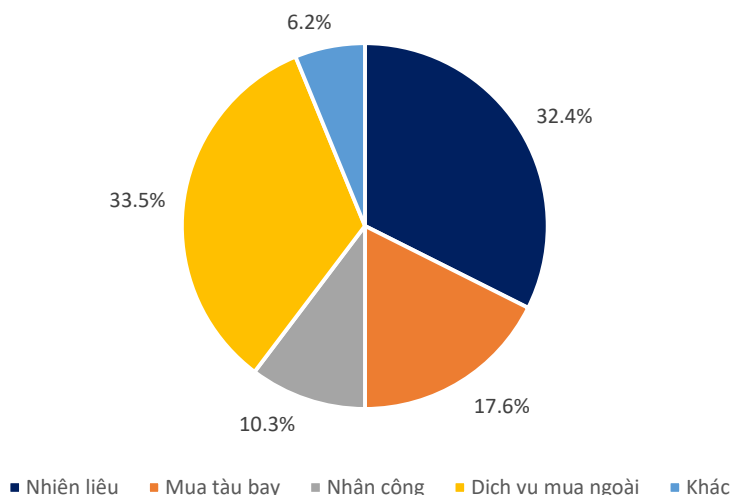


Nguồn: Tài liệu của Công ty, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

Mô hình LCC giúp tiết kiệm chi phí

Vietjet chịu hai chi phí lớn là chi phí nhiên liệu (chiếm 32,4%) và chi phí dịch vụ mua ngoài (33,5%). Nhìn chung, tỷ lệ chi phí trên tổng doanh thu (không tính doanh thu tài chính và các doanh thu khác) đạt 92%, so với Vietnam Airlines chỉ có 84%. Điều này có thể giải thích từ việc Vietjet đang muốn hạ giá thành đến mức thấp nhất để lấy thị phần từ Vietnam Airlines: như đã thấy ở trên, giá vé của Vietnam Airlines luôn đắt hơn giá của Vietjet từ 30% - 50% đối với những chuyến bay nội địa trong khi thị phần lại thua kém Vietjet. Do đó tuy chi phí thấp hơn nhưng tỷ lệ chi phí trên doanh thu của VJC lại cao hơn so với đối thủ cạnh tranh.

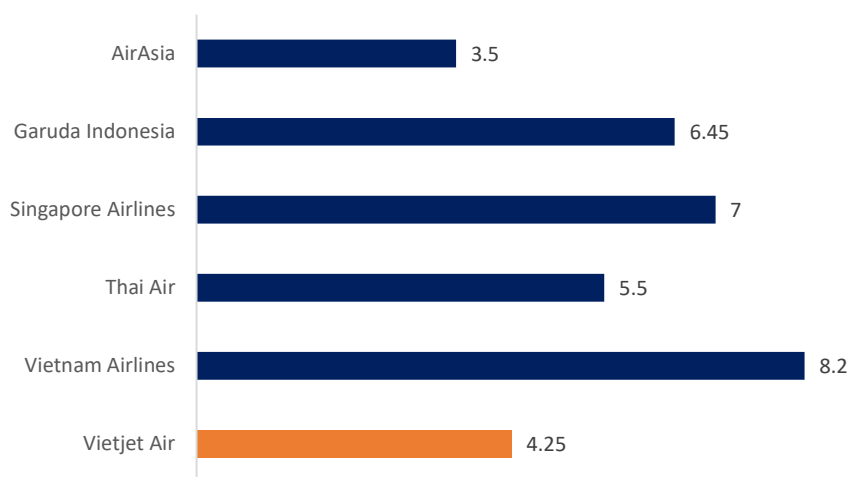
Hình 9. Phân bố chi phí của Vietjet Air năm 2019



Nguồn: Tài liệu của Công ty, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

Nhìn chung mô hình máy bay giá rẻ (LCC) luôn cho ra chi phí thấp khoảng ½ so với các hãng bay truyền thống theo mô hình FSC. Vietjet luôn có chi phí tính trên số ghế chuyên chở rất thấp, khoảng USD4,25 mỗi ghế (chỉ bằng ½ so với Vietnam Airlines và trong khu vực chỉ cao hơn AirAsia). Ngoài ra Vietjet cũng không có nhiều ưu đãi cho các đại lý phòng vé (chỉ trả 50,000 đến 100,000 cho mỗi vé bán ra và không có hoa hồng khác) như các hãng FSC. Ngoài ra do Vietjet chỉ sử dụng một loại máy bay nên chi phí trùng tu bảo dưỡng được giảm đáng kể.

Hình 10. Chi phí của Vietjet (cost/ASK) so với một số hãng hàng không khác



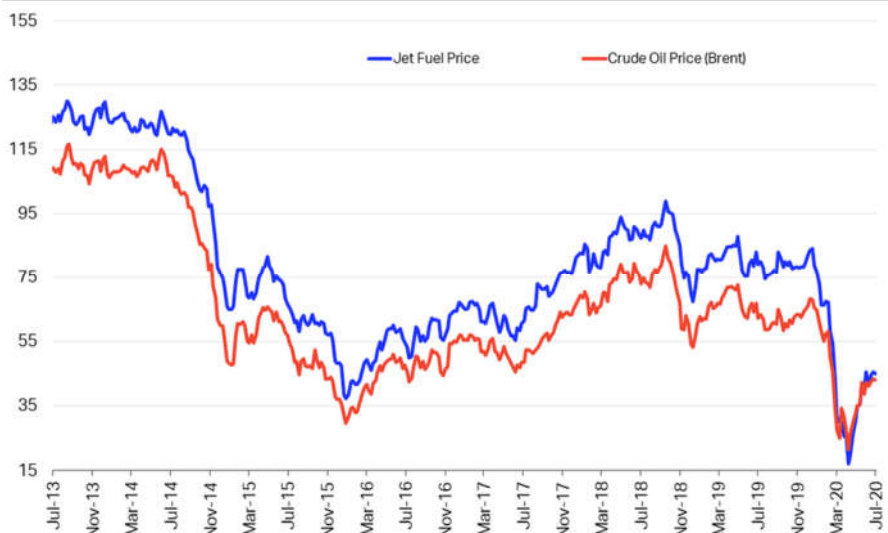
Nguồn: Tài liệu của Công ty, Mirae Asset Vietnam Research tổng hợp

Cost / ASK: Chi phí trên số lượng ghế bay mỗi kilometer

Giá nhiên liệu giảm mạnh và chưa có dấu hiệu phục hồi trong ngắn hạn

Giá xăng dầu chiếm gần 1/3 toàn bộ chi phí của Vietjet, tuy nhiên thời gian gần đây giá dầu giảm mạnh do dịch Covid dẫn tới nhu cầu suy yếu. Hiện nay giá dầu đang mở mức US\$45/bbl, giảm mạnh 45% so với chỉ 1 năm trước đó. Chúng tôi dự kiến giá dầu sẽ tiếp tục đi ngang ở mức US\$45 – US\$50 / bbl trong thời gian tới do nhu cầu hàng không nói riêng và nhu cầu đi lại toàn cầu nói chung sẽ chưa có phục hồi ngay trong năm nay và năm sau. Tuy nhiên, Vietjet hiện đã đầu tư mua nhiên liệu bay dự trữ trong thời gian giá dầu giảm vừa rồi để tiết kiệm thêm chi phí nhiên liệu trong thời gian tới.

Hình 11. Giá xăng dầu Kerosene (US\$/barrel)



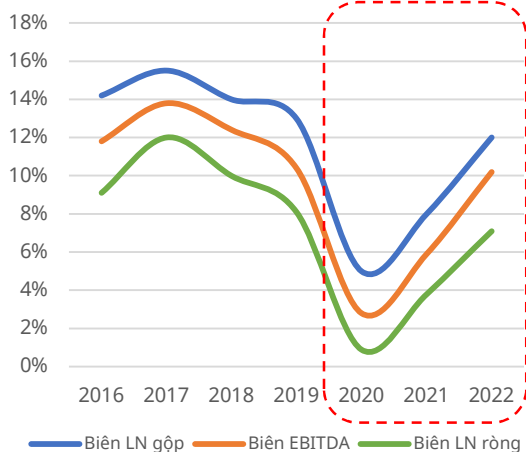
Nguồn: IATA

5. Tình hình tài chính có dấu hiệu suy giảm trước khi có dịch Covid

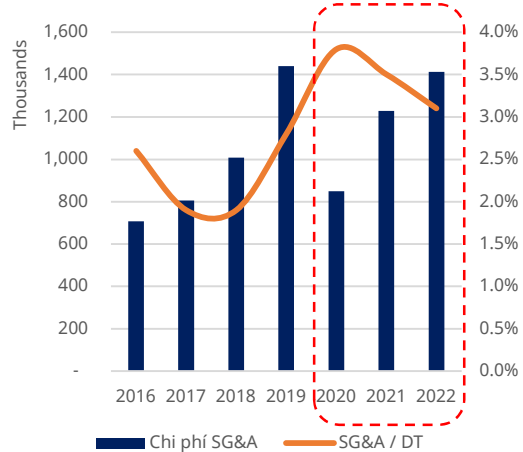
Trước khi có dịch Covid-19, Vietjet đã có 1 năm khó khăn hơn do vấp phải sự cạnh tranh từ Bamboo Airways (hoạt động theo mô hình hybrid). Các tỷ lệ sinh lời đều giảm đáng kể so với năm trước trong khi tỷ lệ chi phí trên doanh thu lại tăng nhẹ. Vòng quay tài sản cũng tăng đáng kể, từ 67 ngày lên 98 ngày, cho thấy có sự khó khăn nhất định trong việc bán vé trước bối cảnh cạnh tranh. Bên cạnh đó năm 2019 cũng là năm đầu tiên trong nhiều năm hoạt động VJC bị âm dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, và tình trạng này tiếp tục diễn ra vào quý 1.

Chúng tôi dự kiến tình trạng âm dòng tiền kinh doanh sẽ mạnh hơn vào quý 2 năm nay do dịch bệnh và có thể kéo sang hết năm 2020 trước khi phục hồi vào năm sau. Tính đến cuối quý 1 năm nay, Vietjet còn khoảng 8 nghìn tỷ đồng tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn, trong khi nợ ngắn hạn phải trả của Vietjet trong năm nay còn 6 nghìn tỷ. Do đó tuy chúng tôi vẫn lạc quan về tình hình hoạt động của Vietjet trong thời gian tới, chúng tôi dự đoán tình hình tài chính của Vietjet sẽ hết sức khó khăn nhất là khi dịch bệnh kéo dài ảnh hưởng đến các chuyến bay quốc tế của hãng.

Hình 12. Tỷ lệ sinh lời



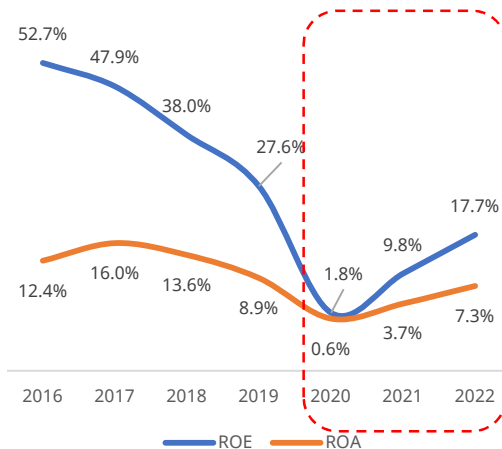
Hình 13. Tỷ lệ chi phí



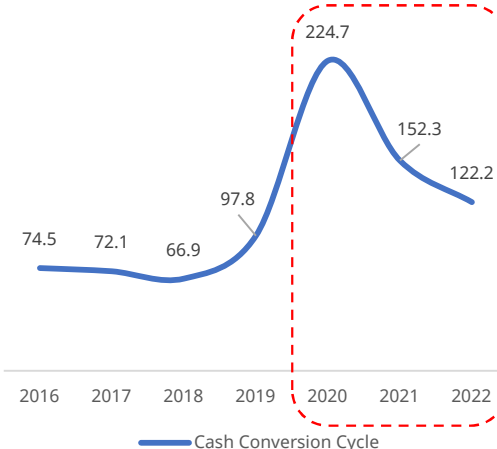
Nguồn: BCTC của VJC, Mirae Asset Vietnam Research dự phóng

Nguồn: BCTC của VJC, Mirae Asset Vietnam Research dự phóng

Hình 14. ROA và ROE



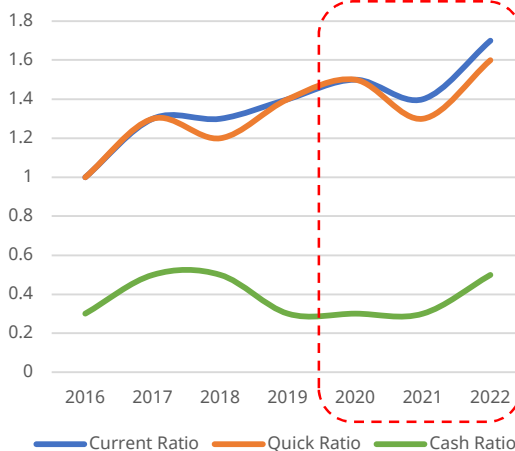
Hình 15. Số ngày vòng quay tiền mặt (CCC)



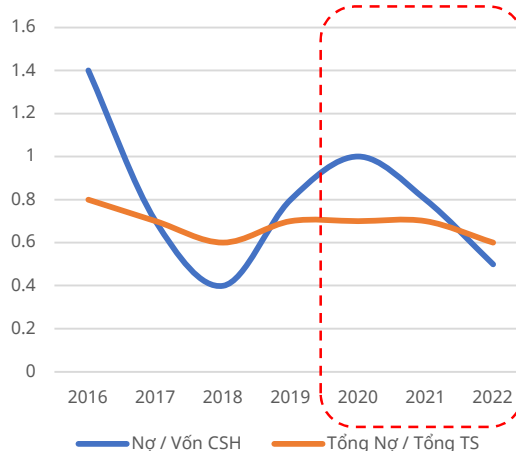
Nguồn: BCTC của VJC, Mirae Asset Vietnam Research dự phóng

Nguồn: BCTC của VJC, Mirae Asset Vietnam Research dự phóng

Hình 16. Tỷ lệ tiền mặt và tài sản ngắn hạn



Hình 17. Tỷ lệ nợ vay



Nguồn: BCTC của VJC, Mirae Asset Vietnam Research dự phóng

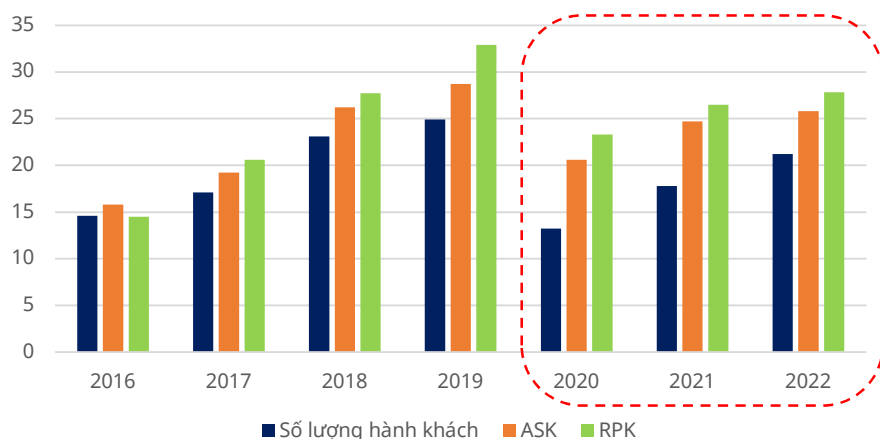
Nguồn: BCTC của VJC, Mirae Asset Vietnam Research dự phóng

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

1. Lượng khách chưa thể hồi phục trong ngắn hạn

Chúng tôi dự báo lượng khách chuyên chở trong năm của VJC sẽ ở mức 80% do tình các nước khác kiểm soát dịch còn kém, các chuyến bay đến nước ngoài (đặc biệt Trung Quốc, Hàn Quốc) nếu được nối lại cũng sẽ khó nhộn nhịp như trước do tâm lý e dè. Sang đến năm 2021, chúng tôi dự đoán vaccine phòng bệnh đã có và các nước đã kiểm soát dịch tốt hơn, các đường bay quốc tế sẽ được khởi động trở lại dẫn đến lượng khách chuyên chở của VJC sẽ quay trở lại khoảng 90% so với trước dịch.

Hình 18. Dự phóng RPK, ASK và số lượng hành khách



Nguồn: Tài liệu của Công ty, Mirae Asset Vietnam Research dự phóng

RPK: Revenue passenger kilometers

ASK: Available seat kilometers

2. Chi phí xăng dầu tăng dần tuy vẫn sẽ còn thấp so với trước dịch

Giá dầu trong năm qua có diễn biến khá bất ngờ khi lao dốc từ mức USD65 – 70 / thùng (Brent) xuống còn khoảng USD20 / thùng vào tháng 4. Giá xăng máy bay cũng theo đó mà giảm mạnh từ mức xấp xỉ USD70 / thùng vào đầu năm 2020 xuống còn hơn USD25 / thùng vào tháng 4. Một điểm khá đặc biệt trong thời gian gần đây là từ tháng 2 trở đi, giá dầu Brent và giá xăng máy bay gần như bằng nhau do nhu cầu hàng không sụt giảm nghiêm trọng trong khi trong các năm trước, giá xăng máy bay luôn đắt hơn khoảng USD20 / thùng. Trong thời gian tới, theo dự báo của EIA, giá dầu sẽ ở trên đà tăng trở lại do a) nguồn cung hạn chế do các nước OPEC+ tiếp tục hạn chế sản lượng và, b) nhu cầu tăng lên vượt quá nguồn cung do kinh tế một số nước như Trung Quốc mở cửa trở lại. Do đó, EIA dự báo giá dầu Brent sẽ giao động ở mức USD41 vào cuối năm 2020, tăng dần lên USD50 vào năm 2021 và đạt USD53 vào cuối năm 2021. Đối với giá xăng máy bay, chúng tôi cho rằng khoảng cách giữa giá dầu Brent và giá xăng máy bay sẽ không còn nhiều từ đây cho đến hết năm 2021, và sẽ chỉ khoảng USD2-3 / thùng. Do đó chúng tôi dự đoán giá xăng máy bay sẽ ở mức USD43 và USD56 cho

năm 2020 và 2021.

Bảng 3: Dự phóng giá nhiên liệu hàng không trong các năm tới

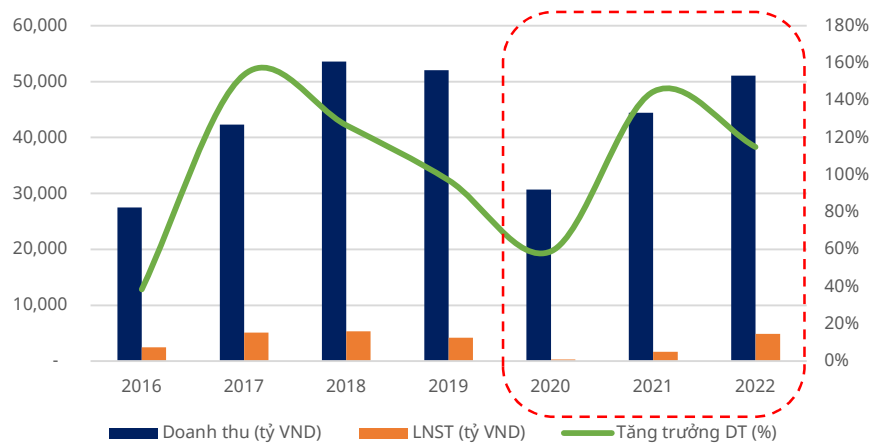
Năm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Giá (\$/thùng)	63.4	77.6	83.0	76.4	43.7	55.8	60.2

Nguồn: Bloomberg, MAS Vietnam tổng hợp

3. Khuyến nghị BÁN RA với mức giá mục tiêu 12 tháng là 87.900 đồng

Chúng tôi sử dụng DCF để định giá mức giá trị hợp lý cho VJC, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng bền vững là 1% cùng với hệ số chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 6,15% (trong đó lãi suất phi rủi ro là 3,07%, beta là 0,85 và phần bù rủi ro thị trường là 6,59%). Chúng tôi xác định giá cổ phiếu VJC ở mức hợp lý là 87.900 đồng / cổ phiếu, tương ứng với P/E của năm 2020 là 172 lần (P/E hiện nay chỉ ở mức 13,8 lần).

Hình 19. Doanh thu và LNST của VJC trong quá khứ và dự phóng cho tương lai



Nguồn: BCTC của Công ty, Mirae Asset Vietnam Research dự phóng

CTCP Hàng không Vietjet (VJC VN)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(VNDbn)	2019	2020	2021	2022
Doanh thu thuần	52,060	30,713	44,433	51,098
Giá vốn hàng bán	(45,305)	(29,177)	(40,878)	(44,966)
Lợi nhuận gộp	6,755	1,536	3,555	6,132
Chi phí bán hàng và QLDN	(1,439)	(849)	(1,228)	(1,413)
Lợi nhuận hoạt động	4,980	328	1,940	4,303
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	4,980	328	1,940	4,303
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	(336)	(359)	(386)	(416)
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	(244)	(269)	(295)	(325)
Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh	(92)	(90)	(91)	(91)
Lợi nhuận trước thuế	5,011	346	1,967	4,334
Thuế TNDN	574	69	289	729
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	4,219	277	1,678	3,605
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	4,219	277	1,678	3,605
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	4,219	277	1,678	3,605
Cổ đông công ty mẹ	4,219	277	1,678	3,605
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	5,393	1,015	2,944	5,672
FCF (Dòng tiền tự do)	(3,654)	(2,073)	4,749	4,488
EBITDA Margin (%)	10.4%	3.3%	6.6%	11.1%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	9.6%	1.1%	4.4%	8.4%
Biên lợi nhuận ròng (%)	8.1%	0.9%	3.8%	7.1%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(VNDbn)	2019	2020	2021	2022
LCTT từ hoạt động kinh doanh	(1,077)	(8,361)	3,711	3,250
LNST	5,011	277	1,678	3,605
Chi phí không bằng tiền	298	(560)	2,001	2,207
Khấu hao	77	328	618	952
Khấu trừ				
Khác	221	(889)	1,383	1,255
Thay đổi vốn lưu động	(6,386)	(8,077)	32	(2,563)
Tăng giảm phải thu	(6,083)	(7,296)	(1,351)	(3,112)
Tăng giảm tồn kho	(215)	(484)	(59)	(123)
Tăng giảm phải trả	383	(142)	1,372	666
Thuế TNDN	(471)	(156)	71	5
LCTT hoạt động đầu tư	(3,496)	(2,607)	(518)	(1,453)
Tăng giảm Tài sản cố định	(3,599)	(2,592)	(501)	(1,434)
Tăng giảm Tài sản vô hình	(5)	-	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(142)	(16)	(17)	(19)
Tăng giảm Tài sản dài hạn khác	249	-	-	-
LCTT hoạt động tài chính	3,399	7,256	(2,870)	(2,654)
Tăng giảm nợ phải trả	6,288	7,794	(2,344)	(2,100)
Phát hành cổ phiếu	(2,347)	(0)	0	0
Cổ tức đã trả	(542)	(542)	(542)	(542)
Khác	-	5	15	(12)
LCTT trong kỳ	(1,174)	(3,711)	323	(857)
Số dư đầu kỳ	7,165	6,076	2,365	2,688
Số dư cuối kỳ	6,076	2,365	2,688	1,831

Nguồn: BCTC Công ty, Mirae Asset Vietnam Research dự phóng

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(VNDbn)	2019	2020	2021	2022
Tài sản ngắn hạn	26,626	24,732	23,292	22,570
Tiền và tương đương tiền	6,511	2,495	2,747	1,878
Phải thu ngắn hạn	18,986	20,424	18,395	17,986
Tồn kho	684	1,167	1,226	1,349
Khác	446	646	924	1,357
Tài sản dài hạn	20,982	27,081	30,608	33,946
Đầu tư liên kết liên doanh	12,940	15,999	17,529	19,211
Tài sản cố định hữu hình	1,295	1,581	1,851	1,921
Tài sản dài hạn khác	6,747	9,501	11,227	12,813
Tổng tài sản	47,608	51,813	53,900	56,516
Nợ ngắn hạn	18,906	22,770	23,403	22,651
Phải trả ngắn hạn	3,213	3,071	4,443	5,110
Vay nợ ngắn hạn	8,159	14,121	12,602	11,202
Nợ ngắn hạn khác	7,534	5,578	6,358	6,339
Nợ dài hạn	13,387	13,989	14,292	14,608
Nợ vay dài hạn	3,664	5,496	4,671	3,971
Nợ dài hạn khác	9,724	8,493	9,620	10,637
Tổng nợ	32,294	36,759	37,694	37,259
Vốn chủ sở hữu	15,315	15,054	16,206	19,258
Vốn góp chủ sở hữu	5,416	5,416	5,416	5,416
Thặng dư cổ phần	(2,347)	(2,347)	(2,347)	(2,347)
Lợi nhuận giữ lại	11,933	11,668	12,804	15,868
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-
Lợi nhuận cổ đông	15,315	15,054	16,206	19,258

Các chỉ số chính

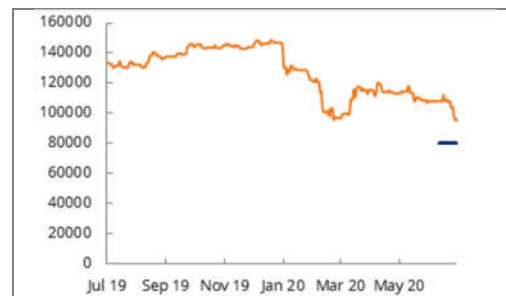
	2019	2020	2021	2022
P/E (x)	18.4	172.0	28.4	13.2
P/CF (x)	(21.5)	(23.0)	10.0	10.6
P/B (x)	5.1	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA (x)	145,632	469,415	161,797	83,996
EPS (W)	7,889	511	3,098	6,656
CFPS (W)	(6,746)	(3,827)	8,768	8,287
BPS (W)	28,276	27,796	29,921	35,556
DPS (W)	1,285	1,000	1,000	1,000
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	13%	10%	10%	10%
Lợi suất cổ tức (%)	0.89%	1.14%	1.14%	1.14%
Tăng trưởng doanh thu	-2.8%	-41.0%	44.7%	15.0%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-18.7%	-81.2%	190.1%	92.6%
Vòng quay phải thu (x)	-14.3%	-93.4%	491.9%	121.9%
Vòng quay tồn kho (x)	-19.9%	-93.5%	505.7%	114.9%
Vòng quay phải thu (x)	3.6	1.6	2.3	2.8
Vòng quay tồn kho (x)	78.6	(31.5)	(34.2)	(34.9)
Vòng quay phải trả (x)	38.8	(21.1)	(24.8)	(21.4)
ROA (%)	8.9%	0.5%	3.1%	6.4%
ROE (%)	27.6%	1.8%	10.4%	18.7%
ROIC (%)	13.6%	-0.8%	3.4%	8.9%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (%)	77.2%	130.3%	106.6%	78.8%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	1.41	1.09	1.00	1.00
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	67.8%	70.9%	69.9%	65.9%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	15.13	2.28	3.86	6.89

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
CTCP Hàng không Vietjet (MJC VN)	6/8/2020	Bán	87,900



Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Vietnam Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Vietnam and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are registered with the Korea Financial Investment Association and are subject to Korean securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws or regulations thereof. Each Analyst responsible for the preparation of this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the Analyst about any and all of the issuers and securities named in this report and (ii) no part of the compensation of the Analyst was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report. Mirae Asset Vietnam Co., Ltd. ("Mirae Asset Vietnam") policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. Like all employees of Mirae Asset Vietnam, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or Mirae Asset Vietnam except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report was prepared by Mirae Asset Vietnam, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset Vietnam makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws or regulations or subject Mirae Asset Vietnam or any of its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset Vietnam by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Vietnam, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset Vietnam may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset Vietnam may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset Vietnam, its affiliates and their directors, officers,

employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset Vietnam and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset Vietnam. For further information regarding company-specific information as it pertains to the representations and disclosures in this Appendix 1, please contact compliance@miraeasset.us.com or +1 (212) 407-1000

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Vietnam is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Vietnam or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Vietnam. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Vietnam or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Vietnam and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Vietnam International Network**Mirae Asset Vietnam Co., Ltd. (Seoul)**

Global Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai
200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila
Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brasil
Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)