

## CÔNG TY CỔ PHẦN HÀNG KHÔNG VIETJET (HSX: VJC)

**Đặng Đăng Khoa**

Chuyên viên phân tích

Email: khoadd@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext : 7581

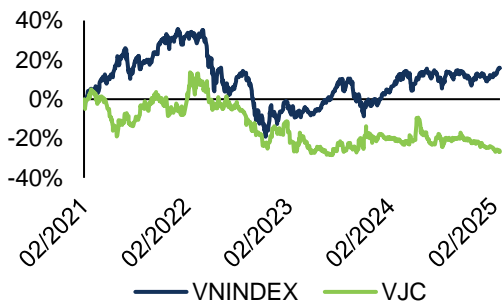
**Giá thị trường:**
**96.700**
**Khuyến nghị**
**Giá mục tiêu:**
**104.400**
**THEO DÕI**
**Chênh lệch:**
**+7,96%**

Người phê duyệt báo cáo:

**Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA**

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

### Diễn biến giá cổ phiếu VJC và VNINDEX



#### Thông tin giao dịch

**25/03/2025**

Giá hiện tại (đồng/cp)	96.700
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	118.800
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	96.000
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	541,6
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	541,6
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	592.947
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	5.416
Vốn hóa (tỷ đồng)	52.320
P/E trailing 12 tháng (lần)	30,6
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	3.156

#### Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Hàng không Vietjet
Địa chỉ	302/3 phố Kim Mã, phường Ngọc Khánh, quận Ba Đình, Hà Nội
Doanh thu chính	Vận tải hàng không
Lợi thế cạnh tranh	Giá vé thấp nhờ tối ưu chi phí
Rủi ro chính	Đòn bẩy tài chính lớn

### LỢI BẮT CẬP HẠI

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu VJC – CTCP Hàng không Vietjet bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF. Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu VJC là **104.400** đồng/cp, **+7,96%** so với giá đóng cửa ngày 25/03/2025. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI – CHỜ MUA** cổ phiếu VJC, vùng giá khuyến nghị mua tại 88.500 đồng/cp với tỷ suất sinh lời kỳ vọng +18% dựa trên các luận điểm sau:

#### I. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

➤ **Biên lợi nhuận gộp được cải thiện từ 9,7% (2024) lên 12,7% (2029) nhờ giảm chi phí nhiên liệu của đội bay**, nhờ: (1) Lượng nhiên liệu tiêu thụ được dự phóng giảm với CAGR = -1,5%/năm nhờ tăng tỷ trọng tàu bay động cơ thế hệ mới; (2) Triển vọng giảm giá dầu thô -7% YoY trong 2025 do OPEC+ tăng sản lượng. ([Chi tiết](#))

➤ **Triển vọng tăng trưởng lượng khách quốc tế (CAGR = +16,9%/năm) và nội địa (CAGR = +7,7%/năm)**. Chúng tôi dự phóng doanh thu của VJC giai đoạn 2025 – 2029 tăng với CAGR +18,8%/năm nhờ: (1) Lượng khách quốc tế của VJC được thúc đẩy bởi mở rộng lượng đường bay quốc tế mới và triển vọng ngành tích cực được thúc đẩy bởi cải thiện chính sách thị thực; (2) Triển vọng lượng khách nội địa của VJC tăng nhờ triển vọng tăng thị phần từ 44% lên 46% khi Bamboo Airways và Pacific Airlines (tổng thị phần khoảng dưới 10%) giảm 29% quy mô đội bay trong 2024 do tái cơ cấu. ([Chi tiết](#))

#### II. RỦI RO ĐẦU TƯ

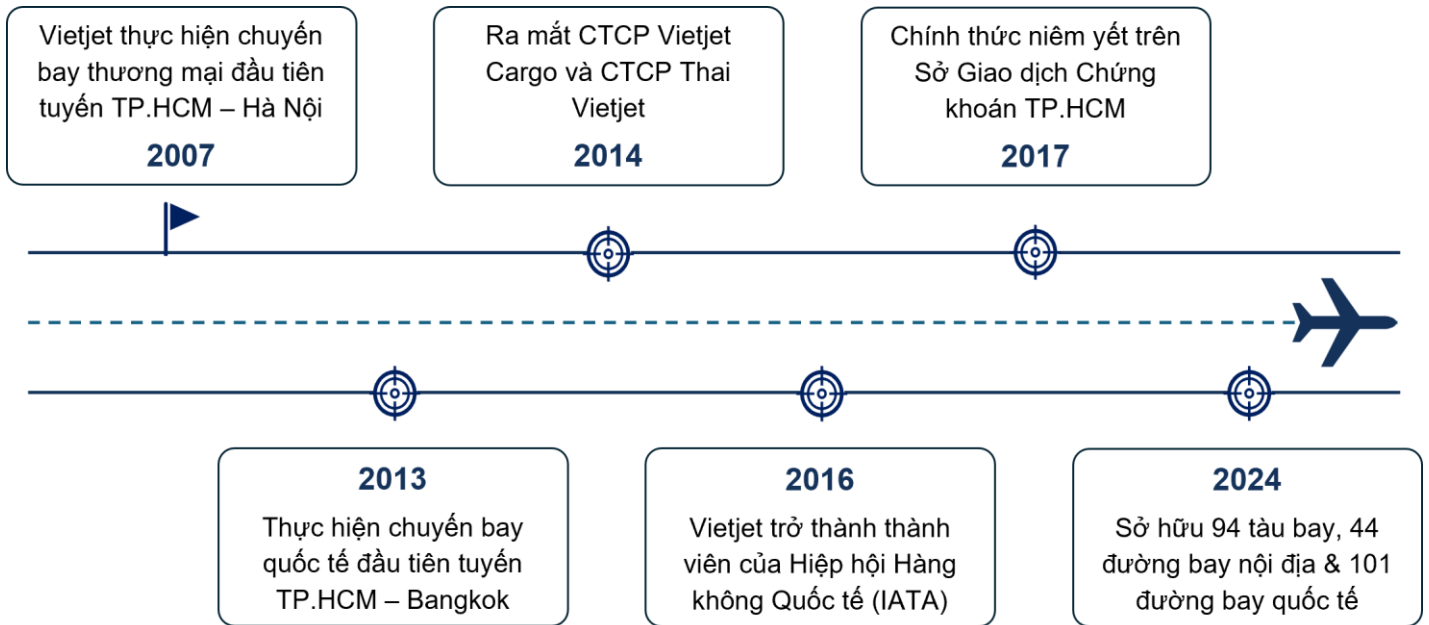
➤ **Rủi ro từ đòn bẩy tài chính cao**: Năm 2024, nợ vay và thuê chiếm 44% trong cơ cấu vốn của VJC, với tỷ trọng lớn là các khoản vay trái phiếu không có tài sản đảm bảo với lãi suất cao gây áp lực lên khả năng thanh toán lãi vay của VJC. ([Chi tiết](#))

➤ **Rủi ro gia nhập ngành từ Vietstar Airlines**: Vietstar Airlines đã xin cấp phép kinh doanh vận tải hàng không từ 2016 nhưng chưa được cấp phép do tình trạng quá tải tại sân bay Tân Sơn Nhất. Chúng tôi dự phóng Vietstar Airlines có thể được cấp phép sau khi dự án nhà ga T3 sân bay Tân Sơn Nhất dự kiến hoàn thành trong Q2/2025 ([Chi tiết](#)).

➤ **Rủi ro sụt giảm thị phần do tỷ lệ bay đúng giờ thấp**: Theo IATA, 72% hành khách chấp nhận chờ đợi tối đa 30 phút tại sân bay. Trong 10T2024, tỷ lệ bay đúng giờ của VJC giảm về mức thấp trong lịch sử và thấp hơn các hãng cùng phân khúc, đạt 63,3%. VJC đối diện với rủi ro giảm thị phần nếu không cải thiện được tỷ lệ đúng giờ ([Chi tiết](#)).

## A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

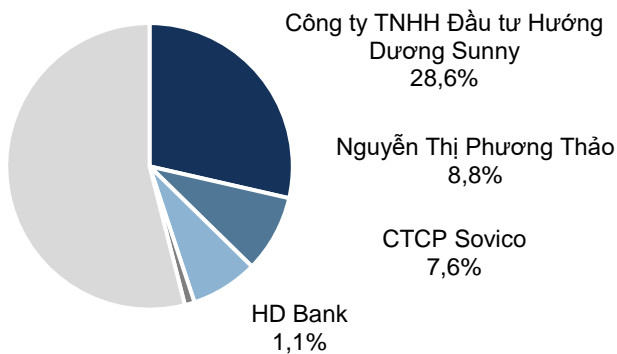
### I. Lịch sử hình thành và phát triển



Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

### II. Cơ cấu cổ đông

**Biểu đồ: Cơ cấu cổ đông của VJC (03/2025)**



Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

Nhóm cổ đông chiếm tỷ lệ sở hữu lớn nhất của VJC là bà Nguyễn Thị Phương Thảo – Chủ tịch HĐQT của VJC, và các cổ đông có liên quan. Cụ thể, tại ngày 24/03/2025, bà Thảo sở hữu trực tiếp 8,8% cổ phần và gián tiếp 28,6% cổ phần thông qua Công ty TNHH Hướng Dương Sunny (bà Thảo là chủ tịch HĐQT). Ngoài ra, bà còn là Chủ tịch HĐQT tại CTCP Sovico và Phó Chủ tịch HĐQT tại HD Bank, lần lượt nắm giữ 7,6% và 1,1% cổ phần VJC.

### III. Cơ cấu tổ chức

THƯỢNG NGUỒN		CỐT LÕI	HẠ NGUỒN
<b>Kinh doanh &amp; cho thuê tàu bay</b>	<b>Hỗ trợ vận tải hàng không</b>	<b>Vận chuyển hành khách &amp; hàng hóa</b>	<b>Dịch vụ giao hàng</b>
Vietjet Air IVB No. I Limited <i>Tỷ lệ sở hữu: 100%</i>	Công ty TNHH Galaxy Pay <i>Tỷ lệ sở hữu: 100%</i>	CTCP VietjetAir Cargo <i>Tỷ lệ sở hữu: 64%</i>	CTCP Swift 247 <i>Tỷ lệ sở hữu: 67%</i>
Vietjet Air IVB No. II Limited <i>Tỷ lệ sở hữu: 100%</i>	Công ty TNHH MTV Phục vụ Mặt đất Vietjet <i>Tỷ lệ sở hữu: 100%</i>	Thai VietjetAir Joint Stock Co., Ltd <i>Tỷ lệ sở hữu: 9%</i>	
Vietjet Air Singapore Pre. Ltd <i>Tỷ lệ sở hữu: 100%</i>	CTCP Nhà ga Quốc tế Cam Ranh <i>Tỷ lệ sở hữu: 10%</i>		
Vietjet Air Ireland No. I Limited <i>Tỷ lệ sở hữu: 100%</i>			
Skymate Limited <i>Tỷ lệ sở hữu: 100%</i>			

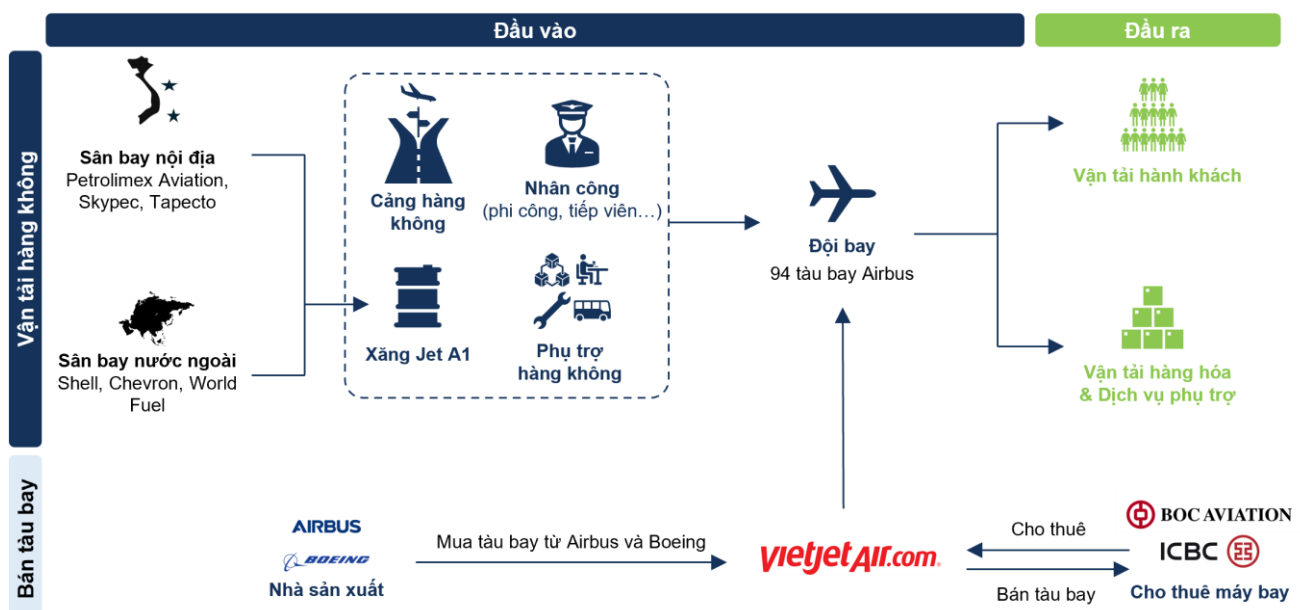
Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

Chuỗi giá trị của ngành hàng không lấy lĩnh vực vận tải hàng không làm cốt lõi, các hoạt động hỗ trợ cho vận tải hàng không sẽ được phân loại vào thượng nguồn và hạ nguồn, cụ thể:

- **Thượng nguồn:** Các doanh nghiệp cung ứng các yếu tố đầu vào cho vận tải hàng không như cung cấp đội bay, cung cấp cơ sở vật chất, phục vụ mặt đất,...
- **Cốt lõi:** Các doanh nghiệp vận tải hành khách và vận tải hàng hóa hàng không.
- **Hạ nguồn:** Các doanh nghiệp thực hiện các hoạt động phân phối hàng hóa và hành khách như đại lý du lịch, đại lý vận chuyển hàng hóa.

### IV. Tổng quan hoạt động kinh doanh

#### 1. Chuỗi giá trị của VJC:



Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

## 2. VJC hoạt động theo mô hình hàng không giá rẻ

VJC hoạt động theo mô hình hàng không giá rẻ, so sánh với hai mô hình hàng không truyền thống và kết hợp:

- **Mô hình hàng không giá rẻ (LCC – Low Cost Carrier):** Các hãng LCC với chiến lược tập trung vào tối ưu hóa chi phí thông qua cắt giảm các dịch vụ kèm theo vé để cạnh tranh về giá vé. Thay vào đó, các dịch vụ được chia nhỏ và tính phí để hành khách tự do lựa chọn theo nhu cầu.
- **Mô hình hàng không truyền thống (FSC – Full Service Carrier):** Các hãng FSC tập trung vào trải nghiệm của hành khách, với chỗ ngồi rộng hơn, tỷ lệ đúng giờ cao hơn so với các hãng LCC và cung cấp đầy đủ dịch vụ kèm theo vé như suất ăn miễn phí, hành lý ký gửi, lựa chọn chỗ ngồi, v.v.
- **Mô hình hàng không kết hợp (Hybrid):** Hãng hàng không hybrid kết hợp giữa mô hình hoạt động của LCC và FSC, cung cấp thêm một số dịch vụ kèm theo vé so với các hãng LCC nhưng có mức giá vé rẻ hơn các hãng FSC.

**Bảng: So sánh giá vé và dịch vụ của các mô hình kinh doanh hãng hàng không**

Đặc điểm		Vietjet Air	Vietravel Airlines	Bamboo Airways	Pacific Airlines	Vietnam Airlines
Mô hình kinh doanh		LCC	LCC	Hybrid	FSC	FSC
Giá vé (VND) *		1.112.600	1.186.040	2.117.000	1.929.000	2.134.000
Tỷ lệ đúng giờ (10T2024)		63,3%	81,4%	83,3%	73,5%	86,0%
Dịch vụ kèm theo vé	Suất ăn miễn phí	Không	Không	Có	Có	Có
	Hành lý xách tay	7 kg	7 kg	7 kg	12 kg	12 kg
	Hành lý ký gửi	Không	Không	Không	23 kg	23 kg
	Phương tiện giải trí trên chuyến bay	Không	Không	Không	Không	Có
Khoảng cách ghế ngồi		28 inches	29 inches	29 inches	31 inches	31 inches
Xếp hạng Skytrax <sup>1</sup>		3 sao	N/A	3 sao	N/A	4 sao

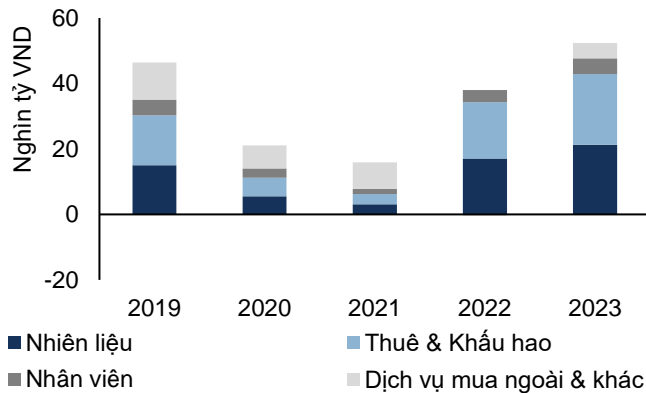
\* Giá vé sau thuế phí trên tuyến TP.HCM – Hà Nội

Nguồn: FPTIS tổng hợp

<sup>1</sup> Skytrax (thành lập năm 1989) là tổ chức xếp hạng hoạt động vận tải hàng không quốc tế thực hiện xếp hạng với các tiêu chuẩn theo mô hình hoạt động của các hãng hàng không (LCC, FSC,...). Dựa trên các đánh giá trực tiếp của các chuyên gia về chất lượng sản phẩm và dịch vụ, các hãng hàng không được xếp hạng từ 1 đến 5 sao. Năm 2024, Skytrax đã đánh giá 233 hãng hàng không, trong đó có 146 hãng đạt tiêu chuẩn 3 sao, 65 hãng 4 sao và 10 hãng đạt 5 sao.

### 3. Chi phí nhiên liệu chiếm tỷ trọng cao nhất trong chi phí hoạt động vận tải hàng không của VJC

**Biểu đồ: Chi phí hoạt động của mảng vận tải hàng không của VJC**



Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

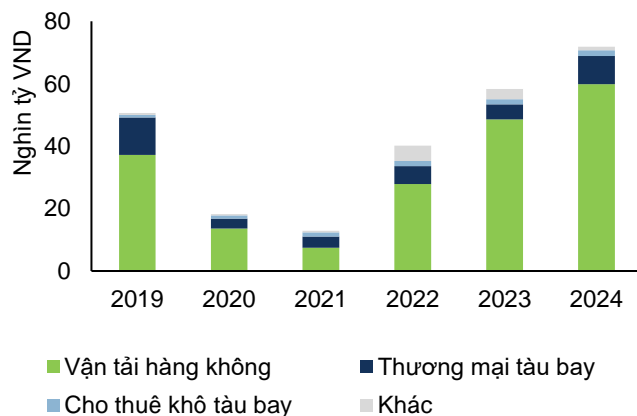
Chi phí nhiên liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất ~ 36,0% trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh giai đoạn 2019 – 2023, xuất phát từ việc tiêu thụ xăng Jet A1 của đội bay trong suốt quá trình thực hiện vận chuyển. VJC sử dụng nhiên liệu được cung cấp bởi Petrolimex Aviation, Skypec, Tapetco ở sân bay trong nước và Shell, Chevron, World Fuel Services ở các sân bay nước ngoài.

Chi phí tàu bay bao gồm chi phí thuê tàu và chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng lớn thứ hai, khoảng 26,1%, do các tàu bay có giá trị lớn.

Kế đến là chi phí nhân viên chiếm tỷ trọng 10,6%, chủ yếu là chi phí cho nhóm phi hành đoàn (phi công, tiếp viên hàng không).

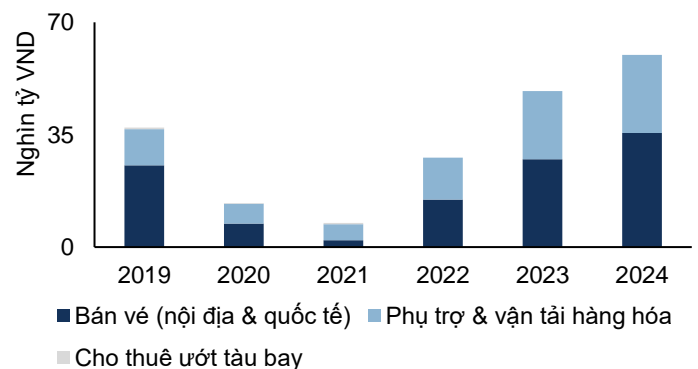
### 4. Mảng vận tải hàng không đóng góp chính trong doanh thu của VJC

**Biểu đồ: Cơ cấu doanh thu của VJC**



Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

**Biểu đồ: Cơ cấu doanh thu hoạt động vận tải hàng không của VJC**



Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

VJC hoạt động chính trong lĩnh vực (1) vận tải hàng không, bình quân chiếm 73,7% doanh thu trong giai đoạn 2019 – 2024. Bên cạnh đó, mảng (2) thương mại tàu bay và (3) cho thuê khô tàu bay & các hoạt động kinh doanh khác lần lượt chiếm tỷ trọng 17,4% và 8,9% doanh thu cùng giai đoạn.

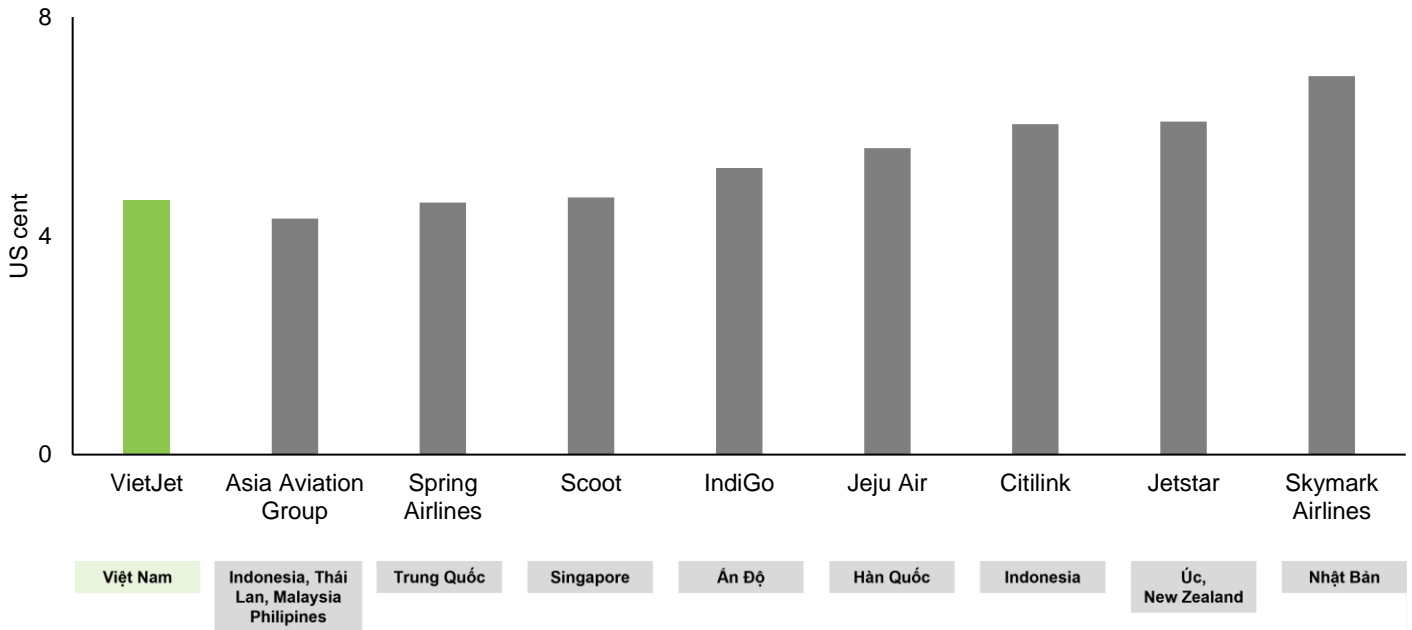
- Hoạt động vận tải hàng không (73,7% doanh thu):** Doanh thu bán vé chiếm tỷ trọng bình quân 57,9% trong cơ cấu doanh thu vận tải hàng không của VJC. Với mô hình hàng không giá rẻ (LCC), VJC không cung cấp một số dịch vụ phụ trợ kèm theo vé (hành lý ký gửi, xuất ăn, lựa chọn ghế ngồi,...) như các hãng truyền thống để tối ưu hóa chi phí trên mỗi khách luân chuyển. Thay vào đó, VJC cung cấp các dịch vụ này với mức phí riêng cho các hành khách có nhu cầu sử dụng. Vận tải hàng hóa và hoạt động phụ trợ bình quân chiếm tỷ trọng 41,6%. Hoạt động cho thuê ướt tàu bay – cho thuê tàu bay cùng phi hành đoàn, bảo dưỡng và bảo hiểm tàu bay – chiếm tỷ trọng bình quân 0,5%.
- Hoạt động thương mại tàu bay (17,4% doanh thu):** VJC bán lại cho các công ty cho thuê hoặc các hãng hàng không khác các tàu bay mới nhận được từ đơn đặt hàng với các nhà sản xuất như Boeing và Airbus.
- Cho thuê khô tàu bay (8,9% doanh thu):** VJC chỉ cho thuê tàu bay, không bao gồm phi hành đoàn, bảo dưỡng và bảo hiểm.

## B. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### I. Hoạt động vận tải hàng không – Duy trì giá vé rẻ nhờ lợi thế cạnh tranh về chi phí nhiên liệu

#### 1. Đầu vào – VJC sử hữu lợi thế cạnh tranh về chi phí nhiên liệu

**Biểu đồ: Chi phí hoạt động trên mỗi ghế luân chuyển (CASK) năm 2023 của VJC so với các hãng LCC trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương**



Nguồn: Báo cáo các công ty, FPTS tổng hợp

**Chiến lược tối ưu hóa chi phí để cạnh tranh giá vé:** Với mô hình LCC, các hãng hàng không có lợi thế về chi phí hoạt động trên mỗi ghế luân chuyển (CASK – Cost of Available Seat Kilometer<sup>2</sup>) sẽ có cơ sở để duy trì giá vé cạnh tranh với các hãng hàng không khác trong cùng phân khúc. So với các hãng LCC hoạt động tại khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, VJC có lợi thế về chi phí hoạt động khi CASK của VJC nằm ở mức thấp so với mẫu so sánh của chúng tôi, chỉ cao hơn Asia Aviation Group và xấp xỉ với Spring Airlines của Trung Quốc và Scoot của Singapore. Lợi thế của VJC đến từ lợi thế về chi phí nhiên liệu trên mỗi ghế luân chuyển nhờ tiết kiệm lượng nhiên liệu tiêu thụ ([Phụ lục 1: Các yếu tố tác động tới lượng nhiên liệu tiêu thụ](#)). Với chi phí tàu bay, do đội bay chủ yếu tài trợ bằng hình thức thuê hoạt động nên chi phí tàu bay của VJC vẫn cao hơn so với hình thức sở hữu ([Phụ lục 2: Các yếu tố tác động đến chi phí thuê tàu bay](#)).

#### 1.1. Chi phí nhiên liệu (chiếm 36% chi phí đầu vào) – Xu hướng tối ưu lượng nhiên liệu tiêu thụ

##### 1.1.1. Giá xăng Jet A1 có xu hướng biến động theo giá dầu thô

Giá xăng Jet A1 có xu hướng biến động cùng chiều với giá dầu thô do là sản phẩm dầu thành phẩm được tách sau công đoạn chưng cất phân đoạn dầu thô, nhưng chênh lệch của giá hai loại nhiên liệu này có sự khác biệt tùy theo từng giai đoạn. Theo đó, crack spread nhiên liệu Jet A1 giảm mạnh trong giai đoạn 2020 – 2021 bởi nhu cầu vận tải hàng khách suy giảm ảnh hưởng từ các quy định hạn chế di chuyển và tăng cao trong giai đoạn 2022 – 2023 do nhu cầu vận tải hàng không phục hồi trong khi nguồn cung diesel<sup>3</sup> bị ảnh hưởng do chiến tranh Nga – Ukraine gây

<sup>2</sup> Chi phí hoạt động trên mỗi ghế luân chuyển (CASK – Cost of Available Seat Kilometer) là chỉ số đo lường hiệu quả quản lý chi phí trên mỗi đơn vị, được ước tính bằng cách lấy chi phí hoạt động chia cho lượng ghế luân chuyển (ASK).

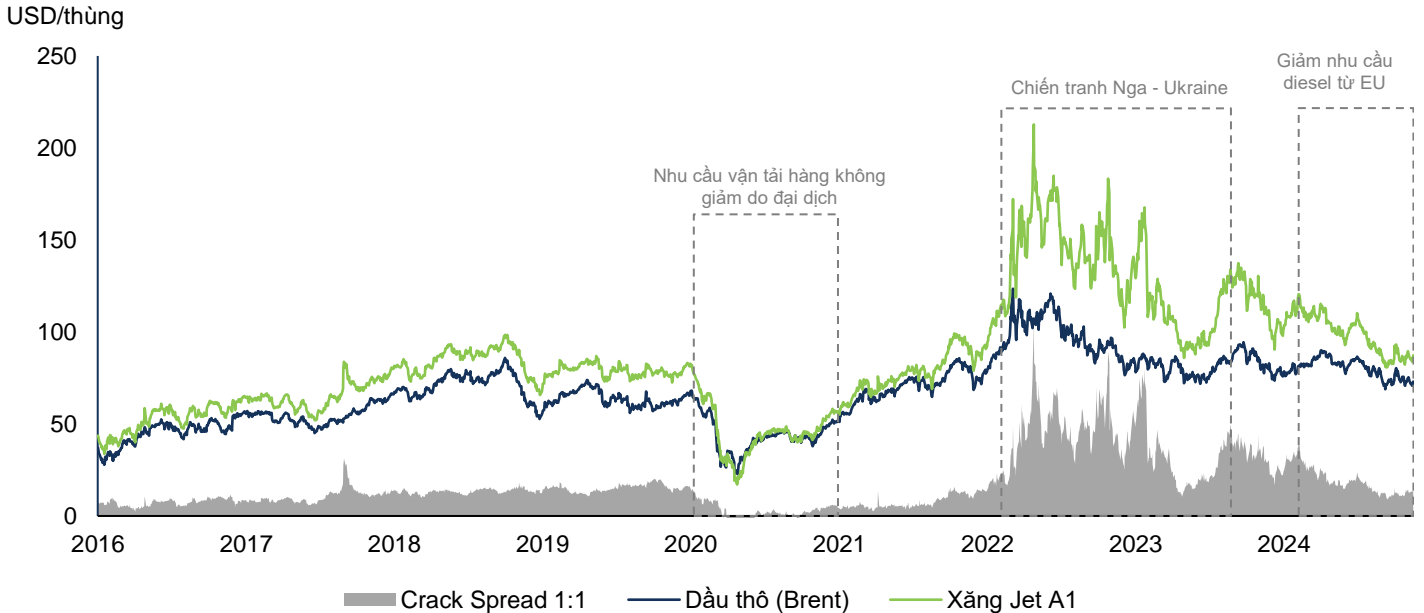
Ghế luân chuyển (ASK – Available Seat Kilometers) là chỉ số đo lường nguồn cung của hãng hàng không, được tính bằng cách lấy số lượng ghế cung ứng của hãng hàng không trong kỳ nhân cho quãng đường bay bình quân.

<sup>3</sup> Các nhà máy lọc dầu có thể thay đổi cơ cấu sản lượng nhiên liệu Jet A1 và khí diesel trong quá trình lọc dầu.



gián đoạn nguồn cung khí của Nga xuất khẩu sang Châu Âu. Tuy nhiên, kể từ 2024H2, crack spread đã giảm về mức trước đại dịch nhờ nhu cầu nhập khẩu diesel của EU suy giảm khi: (1) EU cấm nhập khẩu nhiên liệu tinh chế từ Nga và (2) Xuất khẩu diesel sang Châu Âu gặp khó khăn ảnh hưởng từ căng thẳng Biển Đỏ.

### Biểu đồ: Giá nhiên liệu Jet A1 và giá dầu thô (Brent)

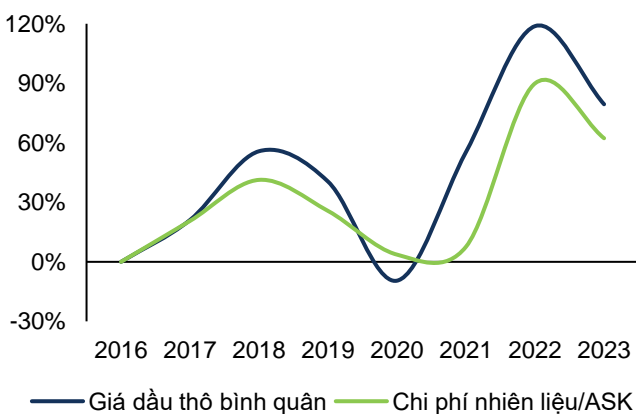


\* Crack Spread 1:1 = Giá xăng Jet A1/thùng – Giá dầu thô (Brent)/thùng

Nguồn: EIA, FPTS tổng hợp

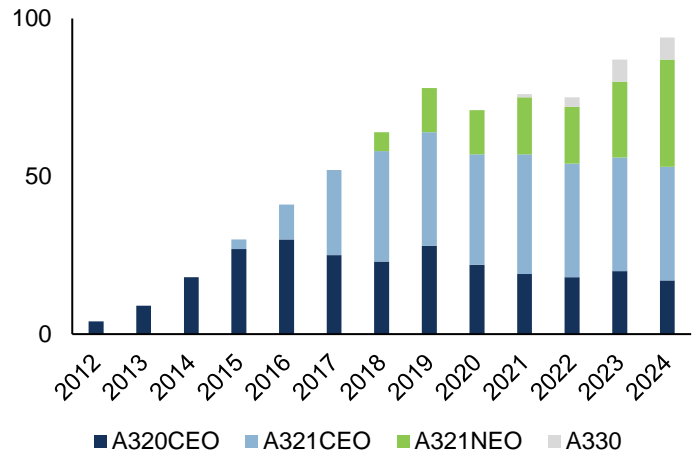
### 1.1.2. Tối ưu lượng nhiên liệu tiêu thụ nhờ thay đổi cơ cấu đội bay

#### Biểu đồ: Biến động nhiên liệu tiêu thụ Jet A1 và chi phí nhiên liệu/ASK của VJC



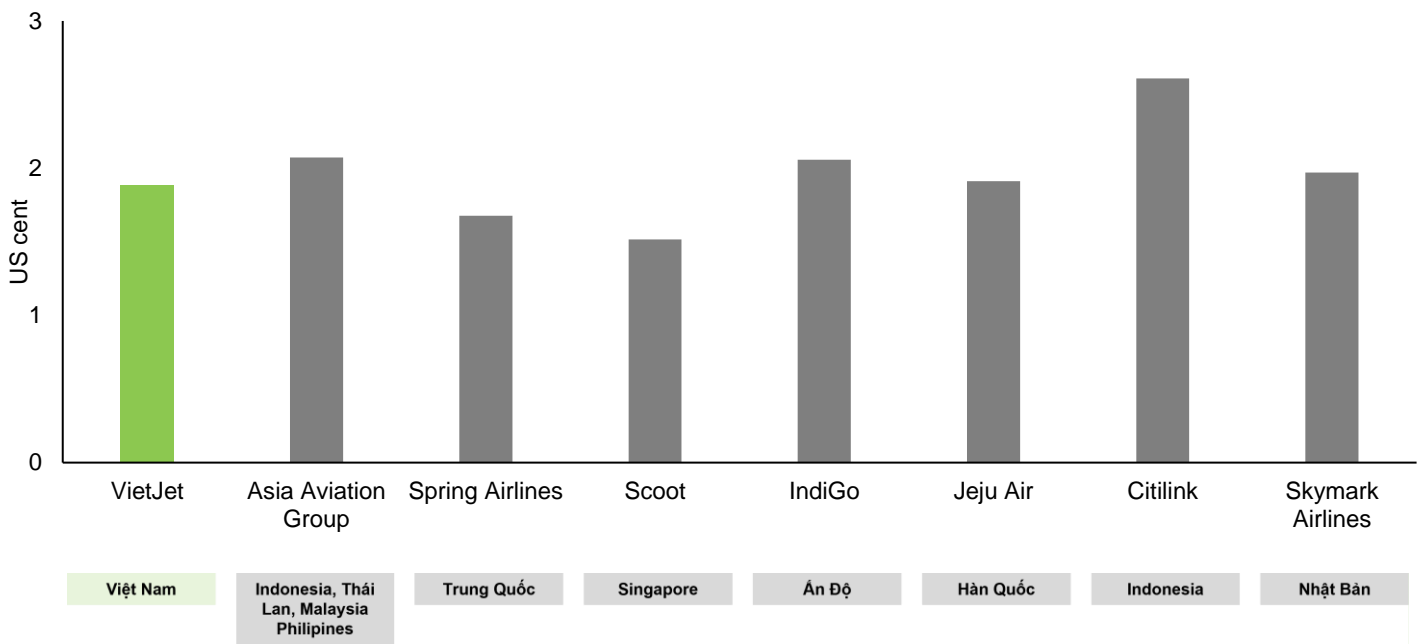
Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

#### Biểu đồ: Cơ cấu đội bay của VJC



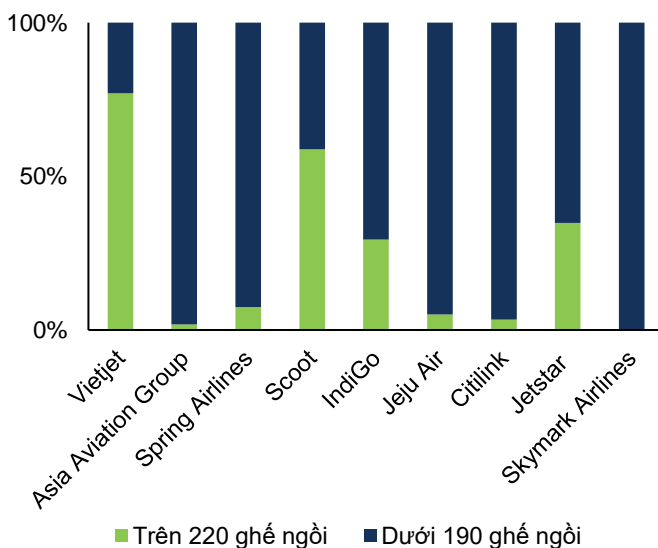
Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

Chi phí nhiên liệu trên mỗi ghế luân chuyển của VJC có mức biến động ít hơn xu hướng tăng của giá xăng Jet A1 trong giai đoạn từ 2016 – 2023 nhờ tối ưu lượng nhiên liệu tiêu thụ khi VJC chủ động thay đổi cơ cấu đội bay trong suốt quá trình hoạt động, bao gồm: (1) Gia tăng tàu bay với động cơ hiện đại (NEO) có mức nhiên liệu tiêu thụ thấp hơn 15% - 20% so với động cơ cổ điển (CEO); (2) Gia tăng tàu bay với số lượng ghế ngồi lớn hơn giúp giảm lượng nhiên liệu tiêu thụ trên mỗi ghế. Bên cạnh đó, VJC còn tiết kiệm được lượng nhiên liệu tiêu thụ nhờ tăng tỷ trọng khách quốc tế do chuyến bay dài có mức nhiên liệu tiêu thụ trên một đơn vị khoảng cách ít hơn.

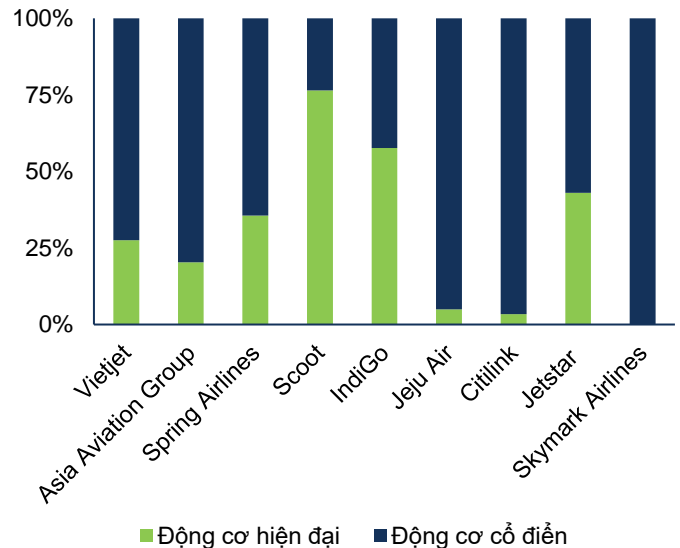
**Biểu đồ: Chi phí nhiên liệu/ASK của một số hãng hàng không LCC ở khu vực Châu Á – Thái Bình Dương**


Nguồn: Báo cáo các công ty, FPTS tổng hợp

**VJC có chi phí nhiên liệu trên mỗi ghế luân chuyển ở mức thấp so với các hãng hàng không cùng phân khúc.** Lợi thế về chi phí nhiên liệu của VJC đến từ: (1) VJC sử dụng chủ yếu các tàu bay với số lượng ghế ngồi lớn; (2) Tuổi đời bay trẻ so với các hãng LCC khác nhờ VJC liên tục gia tăng quy mô đội bay với các tàu bay mới; (3) Chiều dài chuyến bay bình quân lớn, chỉ thấp hơn Spring Airlines và Scoot. Tuy nhiên, VJC vẫn gặp bất lợi về chi phí nhiên liệu do cơ cấu đội bay sử dụng động cơ thế hệ mới (NEO) vẫn còn thấp.

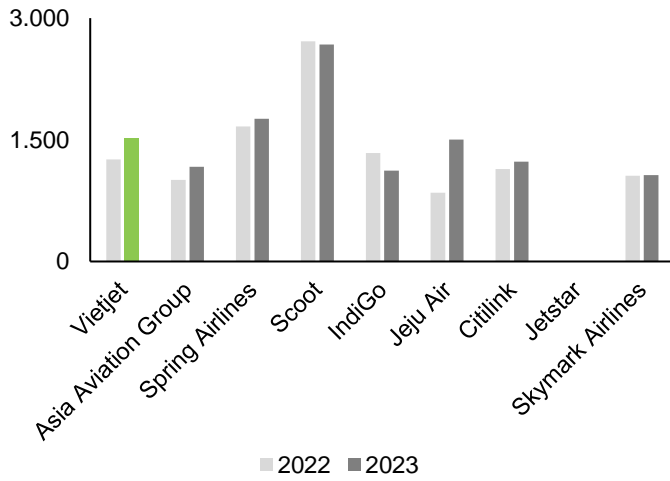
**Biểu đồ: Cơ cấu đội bay theo số lượng ghế ngồi**


Nguồn: Báo cáo các công ty, FPTS tổng hợp

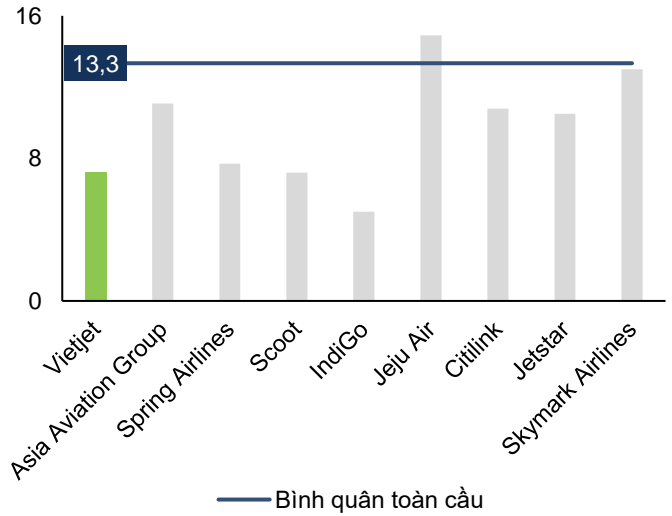
**Biểu đồ: Cơ cấu đội bay theo loại động cơ**


Nguồn: Báo cáo các công ty, FPTS tổng hợp



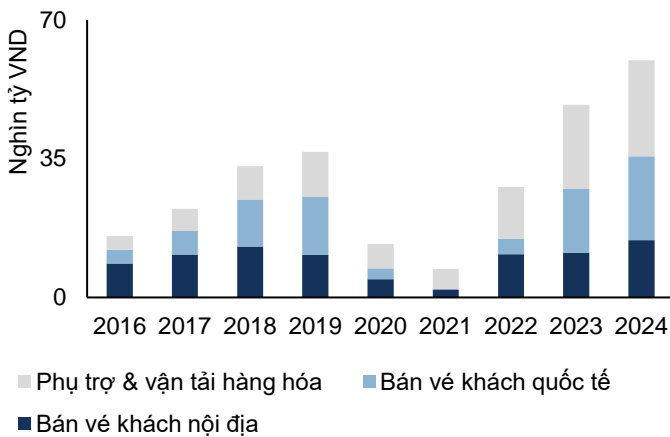
**Biểu đồ: Chiều dài chuyến bay bình quân/hành khách (km)**


Nguồn: Báo cáo các công ty, FPTS tổng hợp

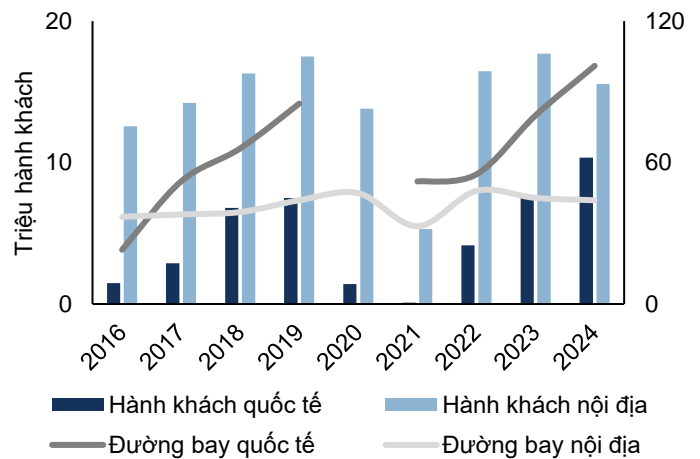
**Biểu đồ: Tuổi đội bay bình quân (năm)**


Nguồn: Báo cáo các công ty, FPTS tổng hợp

## 2. Đầu ra – Hành khách quốc tế đóng góp chính trong doanh thu vận tải hàng không

**Biểu đồ: Doanh thu hoạt động vận tải hàng không của VJC**


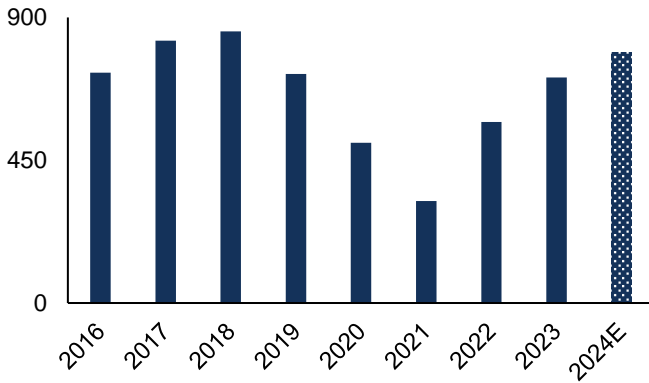
Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

**Biểu đồ: Lượng hành khách và đường bay của VJC**


Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

Nhìn chung, trong **giai đoạn 2016 – 2024**, doanh thu hành khách quốc tế của VJC tăng trưởng với CAGR +27,4%/năm, cao hơn mức +6,8% của doanh thu hành khách nội địa nhờ VJC tập trung mở rộng số lượng đường bay quốc tế, từ 23 lên 101 đường trong khi lượng đường bay nội địa chỉ tăng thêm 7 đường. Doanh thu dịch vụ phụ trợ có tốc độ tăng trưởng CAGR +27,3%/năm do hành khách quốc tế có xu hướng sử dụng dịch vụ phụ trợ nhiều hơn hành khách nội địa do đặc tính đường bay xa.

Trong giai đoạn đại dịch, doanh thu vận tải hành khách năm 2021 chỉ bằng 8,9% so với năm 2019 do hạn chế nhu cầu di chuyển của người dân và tạm ngừng khai thác các đường bay quốc tế. Doanh thu vận tải hàng hóa và hoạt động phụ trợ có mức sụt giảm thấp hơn, bằng 44,5% so với năm 2019, nhờ VJC chuyển đổi cơ cấu một số tàu bay hành khách sang chuyên chở hàng hóa, bằng cách tháo rời ghế ngồi trên khoang hành khách để tạo không gian chứa hàng hóa.

**Biểu đồ: Doanh thu bán vé/RPK<sup>4</sup> của VJC (VND)**


Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

Giá vé bình quân của VJC giai đoạn 2016 – 2018 tăng với CAGR +8,3%/năm nhờ tăng trưởng nhu cầu vận tải hàng không, trước khi giảm với CAGR -27,9%/năm giai đoạn 2018 – 2021 do ảnh hưởng của Bamboo Airways (2019) và Covid-19 (2020 – 2021). Sau dịch Covid-19, giá vé bình quân ước tính năm 2024 phục hồi, đạt 104% năm 2019 nhờ nhu cầu vận tải hàng không dần phục hồi, tuy nhiên vẫn chưa về mức đỉnh năm 2018 do cạnh tranh gia tăng từ Bamboo Airways và Vietravel Airlines.

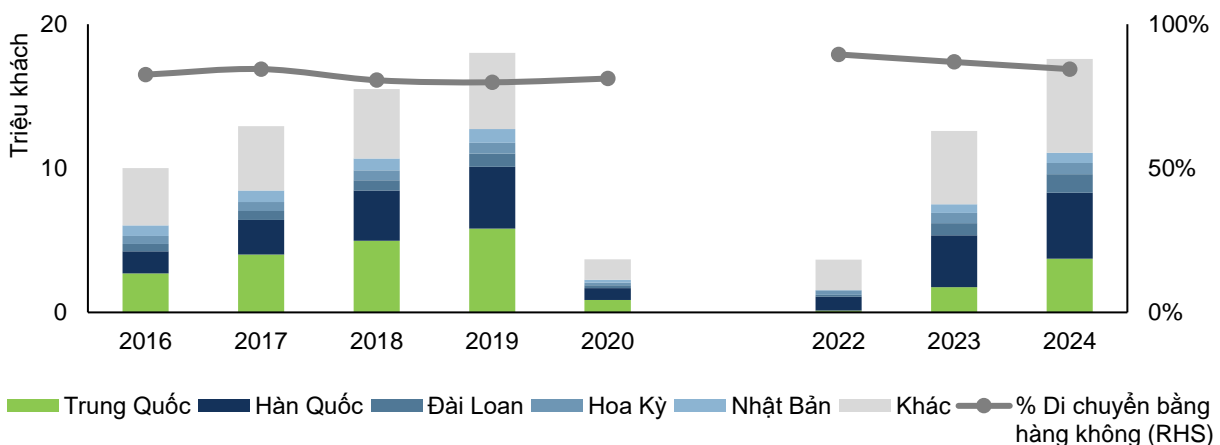
## 2.1. Thị trường quốc tế - VJC có lợi thế về giá vé rẻ ở các thị trường chính

Ở thị trường quốc tế, lượng hành khách hàng không đóng góp chính bởi lượng khách du lịch nước ngoài đến Việt Nam, bình quân 84% khách du lịch quốc tế đến Việt Nam bằng đường hàng không.

### a) Lượng du khách đến Việt Nam phục hồi tốt hơn khu vực nhờ cải thiện khả năng thu hút khách du lịch:

Trong **giai đoạn 2016 – 2024**, mặc dù bị ảnh hưởng của đại dịch, lượng du khách quốc tế đến Việt Nam có mức tăng trưởng CAGR +7,3%/năm nhờ Việt Nam cải thiện các yếu tố thu hút khách du lịch quốc tế. Theo chỉ số Năng lực cạnh tranh (Phát triển) Du lịch & Lữ hành – TTCI (TTDI)<sup>5</sup>, xếp hạng của Việt Nam tăng từ hạng 75 lên 59 trên toàn cầu nhờ một số yếu tố chính: (1) Cải thiện trong chính sách thị thực gồm áp dụng chính sách thị thực điện tử, gia tăng thời hạn cư trú của thị thực điện tử từ tối đa 30 lên 90 ngày và tăng số quốc gia áp dụng miễn thị thực từ 22 lên 25 quốc gia; (2) Xu hướng thanh toán phi tiền mặt sau đại dịch (*Phụ lục 4: Chỉ số TTCI – TTDI*).

Đáng chú ý, so với mức trước đại dịch (2019), lượng du khách quốc tế đến Việt Nam năm 2024 có mức phục hồi tốt hơn so với khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, đạt 98% trong khi khu vực Châu Á – Thái Bình Dương chỉ đạt mức 85%.

**Biểu đồ: Lượng khách du lịch nước ngoài đến Việt Nam**


Nguồn: Cục Du lịch Quốc gia Việt Nam, FPTS tổng hợp

<sup>4</sup> Hành khách luân chuyển (RPK) là chỉ số đo lường nhu cầu đối với hãng hàng không, đo lường bằng cách lấy số lượng hành khách tạo ra doanh thu cho hãng hàng không trong kỳ nhân cho quãng đường bay bình quân.

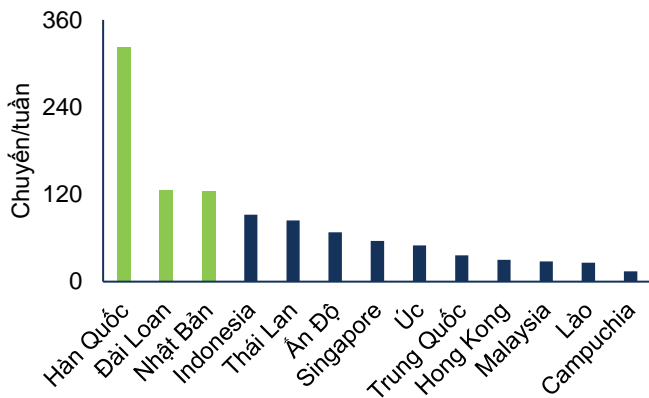
<sup>5</sup> Chỉ số Phát triển (Năng lực cạnh tranh) Du lịch & Lữ Hành – TTDI (TTCI), được phát triển bởi Diễn đàn Kinh tế Thế giới (WEF). Chỉ số đo lường mức độ thu hút du lịch của các quốc gia, dựa trên 107 yếu tố.

Năm 2024, lượng khách du lịch quốc tế đạt 98% so với năm 2019. Trong đó, tốc độ phục hồi của các thị trường chính có sự khác biệt:

- **Trung Quốc và Hàn Quốc** là 2 thị trường có lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam lớn nhất, chiếm 47% lượng khách du lịch đến Việt Nam năm 2024. Hàn Quốc vượt qua Trung Quốc trở thành thị trường có lượng khách du lịch đến Việt Nam hàng đầu khi lượng khách du lịch quốc tế từ Hàn Quốc đến Việt Nam đã hoàn toàn phục hồi, đạt 106% so với năm 2019. Trong khi đó, Trung Quốc vẫn chậm phục hồi sau đại dịch khi lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam năm 2024 chỉ đạt 64% năm 2019 do: (1) Trung Quốc đến Q1/2023 mới mở cửa du lịch quốc tế trở lại, so với Q1/2022 của đa số các quốc gia khác; (2) Chính phủ khuyến khích du lịch nội địa để thúc đẩy kinh tế; (3) Người dân cẩn trọng trong chi tiêu sau đại dịch khi chỉ số niềm tin người tiêu dùng của Trung Quốc đến 2024 vẫn dưới mức 90, so với mức trên 100 trước 2019.
- **Đài Loan, Hoa Kỳ và Nhật Bản** lần lượt là 3 thị trường có khách du lịch quốc tế đến Việt Nam lớn thứ ba, thứ tư và thứ năm với mỗi quốc gia chiếm tỷ trọng từ 4 – 7%. Lượng khách từ Đài Loan và Hoa Kỳ đã phục hồi và tăng trưởng trở lại, lần lượt đạt 139% và 105% so với 2019. Với thị trường Nhật Bản, lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam chỉ đạt 75% so với trước dịch, do: (1) Người dân thắt chặt chi tiêu khi lạm phát Nhật Bản tăng cao sau đại dịch; (2) Đồng Yên mất giá sau đại dịch khiến chi phí du lịch nước ngoài trở nên đắt đỏ.

**b) VJC khai thác nhiều đường bay và có giá dịch vụ rẻ so với các đối thủ cạnh tranh tại ba thị trường chính:**

**Biểu đồ: Số lượng chuyến bay quốc tế của VJC khai thác đầu năm 2025**



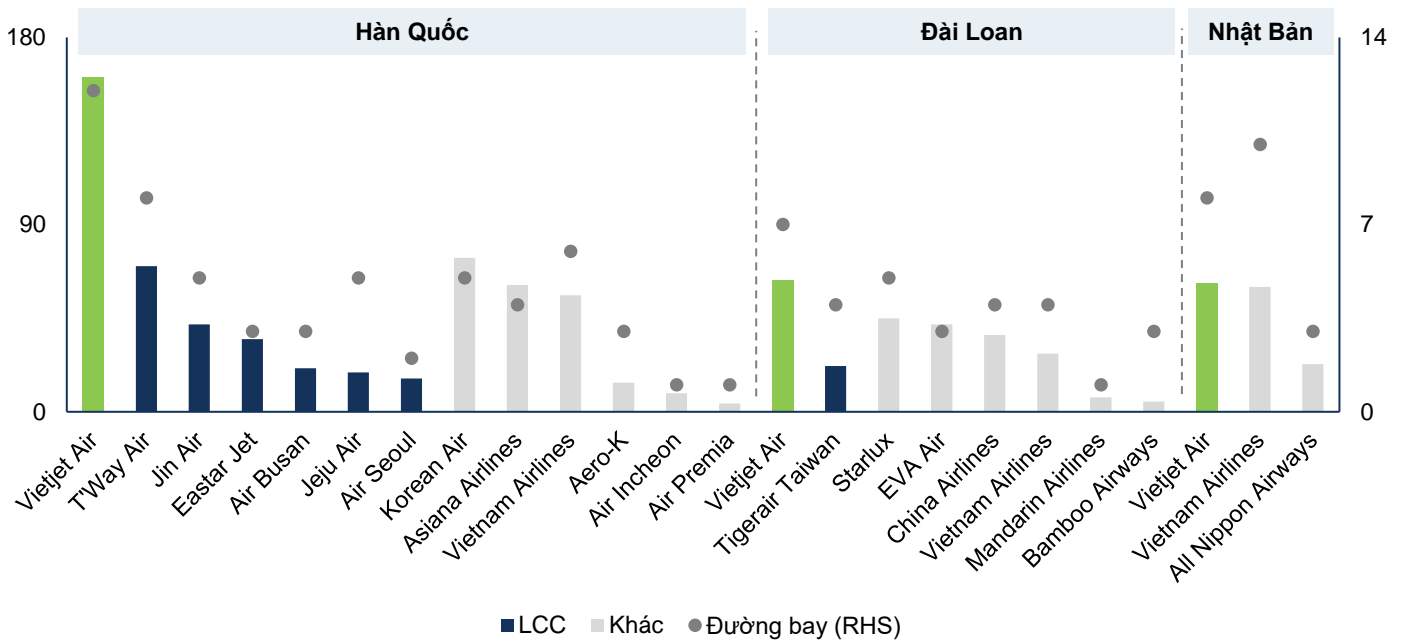
\* Thống kê dựa trên số lượng chuyến bay theo lịch trình của VJC trong 1 tháng tới.

Nguồn: FPTTS tổng hợp

**VJC hiện khai thác 3 thị trường chính là Hàn Quốc, Đài Loan và Nhật Bản.** Khác với ngành, VJC chủ động giảm số lượng chuyến bay đến thị trường Trung Quốc sau đại dịch do lượng khách du lịch vẫn chậm phục hồi. Mặc dù đến 2024, lượng khách Trung Quốc đã dần trở lại Việt Nam, số lượng chuyến bay của VJC đang khai thác đến thị trường này vẫn đang ở mức thấp do khó duy trì tỷ lệ sử dụng suất cất/hạ cánh lịch sử theo quy định<sup>6</sup> tại các sân bay của Trung Quốc để có thể giữ suất/cất hạ cánh cho năm tiếp theo. Theo chia sẻ từ công ty, VJC dự kiến gia tăng trở lại số lượng chuyến bay đến Trung Quốc trong năm 2025. Với thị trường Hoa Kỳ, VJC vẫn chưa khai thác thị trường này bởi các hãng giá rẻ gặp bất lợi với chiến lược cắt giảm chi phí trên các chuyến bay chặng dài do không tận dụng được lợi thế về tần suất bay.

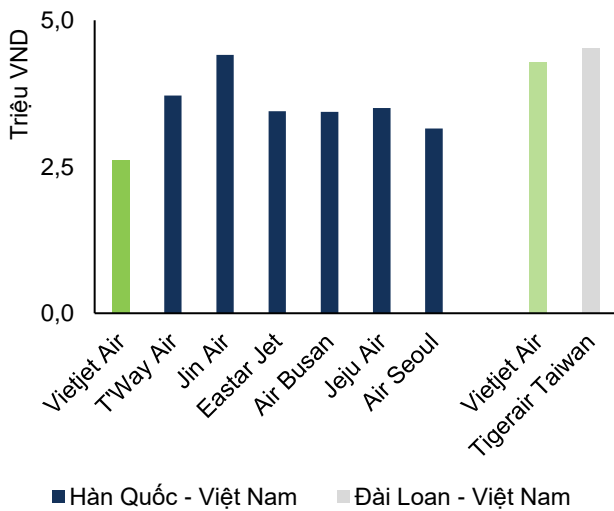
VJC gặp cạnh tranh lớn nhất tại thị trường Hàn Quốc với 6 hãng LCC Hàn Quốc khai thác đường bay đến Việt Nam. Ở thị trường Đài Loan và Nhật Bản, VJC gặp ít cạnh tranh hơn khi chỉ có 1 hãng LCC Đài Loan và chưa có hãng LCC Nhật Bản khai thác đường bay đến Việt Nam. Ở ba thị trường quốc tế chính, VJC vận hành nhiều chuyến bay hơn các đối thủ cạnh tranh nhờ khai thác nhiều đường bay và giá vé rẻ hơn đáng kể.

<sup>6</sup> Theo quy tắc 80:20, được giới thiệu trong tài liệu Hướng dẫn Slot Hàng không Toàn cầu (WASG) bởi IATA, mỗi hãng hàng không cần sử dụng tối thiểu 80% suất cất/hạ cánh được phân bổ tại sân bay trong một mùa khai thác. Nếu vi phạm, suất cất/hạ cánh đó sẽ bị thu hồi và phân bổ lại cho các hãng khác trong mùa khai thác kế tiếp.

**Biểu đồ: Số lượng chuyến bay và số đường bay khai thác bởi các hãng hàng không tại các thị trường chính**


\* LCC là mô hình hàng không giá rẻ

Nguồn: FPTs tổng hợp

**Biểu đồ: Giá vé bình quân của các hãng giá rẻ ở các thị trường chính**


\* Giá vé trên các đường bay được khai thác nhiều nhất giữa quốc gia

Nguồn: FPTs tổng hợp

**VJC có giá vé rẻ nhờ giảm các dịch vụ cung cấp**

**kèm theo vé:** Ở thị trường Hàn Quốc, giá vé của VJC tương đương 60% - 75% giá vé của các đối thủ cạnh tranh cùng phân khúc. VJC sở hữu lợi thế về giá vé nhờ VJC cung cấp ít dịch vụ kèm theo vé hơn so với các hãng giá rẻ Hàn Quốc như ít khối lượng hành lý xách tay, không bao gồm hành lý ký gửi và không có các phương tiện giải trí trên chuyến bay. Theo quan điểm của chúng tôi, khối lượng hành lý ký gửi là khác biệt lớn nhất tác động đến quyết định lựa chọn của người tiêu dùng. Kể cả khi mua hành lý ký gửi riêng, giá vé của VJC vẫn thấp hơn, tương đương 75% - 95% giá vé các đối thủ.

Ở thị trường Đài Loan, giá vé bình quân của VJC tương đương 95% giá vé của Tigerair Taiwan với chất lượng dịch vụ tương đương. Phí mua hành lý ký gửi của VJC cũng chỉ bằng khoảng 70% so với đối thủ.

**Bảng: So sánh dịch vụ của các hãng LCC tại ba thị trường chính**

	Vietjet Air	Hàn Quốc						Đài Loan
		T'Way Air	Jin Air	Eastar Jet	Air Busan	Jeju Air	Air Seoul	Tigerair Taiwan
Dịch vụ kèm theo vé								
Suất ăn miễn phí	Không	Không	Không	Không	Không	Không	Không	Không
Hành lý xách tay	7 kg	10 kg	10 kg	15 kg	10 kg	10 kg	10 kg	10 kg
Hành lý ký gửi	Không	15 kg	15 kg	15 kg	15 kg	15 kg	Không	Không
Phương tiện giải trí khi bay	Không	Không	Kết nối không dây	Kết nối không dây	Kết nối không dây	Không	Màn hình nhỏ sau mỗi ghế	Không
<b>Khoảng cách ghế ngồi</b>	28 inches	29 inches	29 inches	29 inches	28 inches	29 inches	32 inches	28 inches
<b>Xếp hạng Skytrax</b>	3 sao	3 sao	3 sao	3 sao	4 sao	3 sao	N/A	N/A

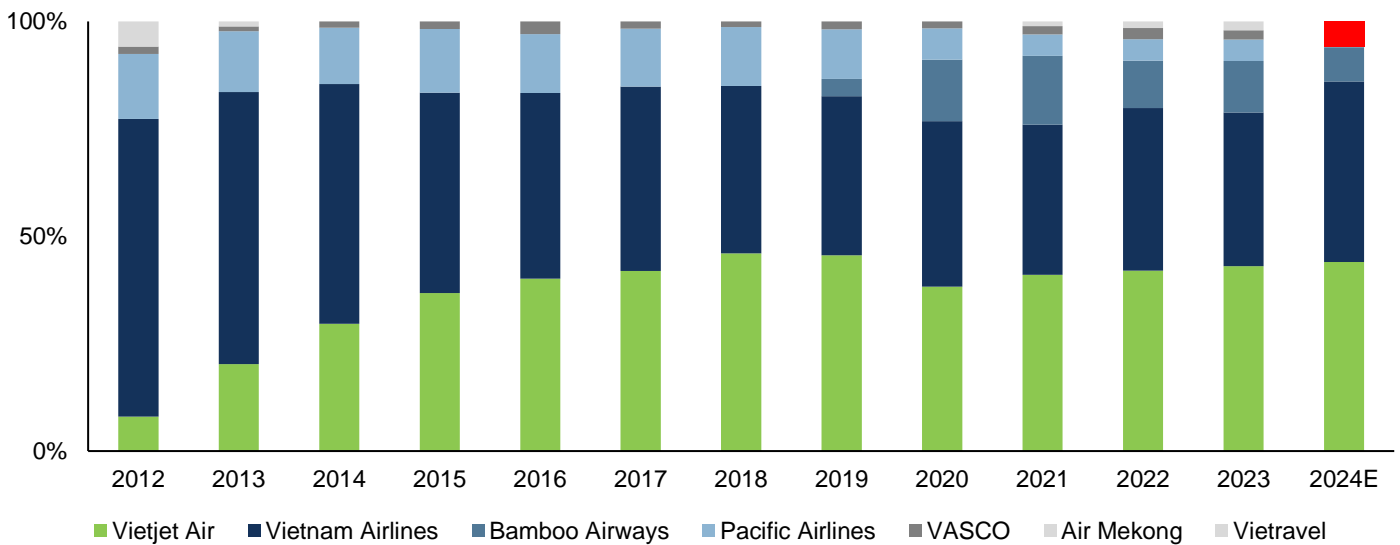
Nguồn: FPTS tổng hợp

## 2.2. Thị trường nội địa – Thị phần tiếp tục cải thiện nhờ giảm áp lực cạnh tranh với Bamboo Airways và Pacific Airlines

**Giai đoạn 2012 – 2018, VJC chiếm lấy thị phần nhờ tập trung khai thác mô hình hàng không giá rẻ:** VJC được thành lập năm 2007 nhưng phải đến tháng 12/2011 mới thực hiện chuyến bay thương mại đầu tiên do biến động giá xăng dầu tăng cao và các vấn đề liên quan đến tranh chấp thương hiệu. Trước VJC, Pacific Airlines (trước đây là Jetstar Pacific) là hãng hàng không LCC đầu tiên tại Việt Nam nhưng chưa khai thác tốt thị trường hàng không giá rẻ do quy mô đội bay thấp và chịu sự quản lý của hãng hàng không truyền thống là Vietnam Airlines (Vietnam Airlines tăng tỷ lệ sở hữu tại Pacific Airlines lên 67,8% vào năm 2012). Đến khi VJC được thành lập và tập trung khai thác vào phân khúc hàng không giá rẻ, thị phần của VJC đã tăng từ 8% năm 2012 lên 46% năm 2018. Trong khi đó, thị phần của Vietnam Airlines và Pacific Airlines lần lượt giảm từ 69% và 15% còn 39% và 14% trong cùng giai đoạn.

**Giai đoạn 2019 – 2023, thị phần VJC suy giảm nhẹ do:** (1) Bamboo Airways và Vietravel Airlines gia nhập thị trường và (2) Gia tăng áp lực cạnh tranh tại thị trường nội địa trong đại dịch. Bamboo Airways (hãng hàng không kết hợp) và Vietravel Airlines (hãng LCC) lần lượt gia nhập thị trường năm 2019 và năm 2021, chiếm 4% và 1% thị phần tại thời điểm gia nhập. Giai đoạn đại dịch (2020 – 2021), Việt Nam tạm dừng khai thác các đường bay quốc tế, các hãng hàng không hạ giá vé để cạnh tranh thị phần tại thị trường nội địa. Thị phần của VJC suy giảm lần lượt còn 38,3% (2020) và 41% (2021) khi Vietnam Airlines và Bamboo Airways cung cấp các dịch vụ với chất lượng tốt hơn nhưng chênh lệch giá với VJC giảm so với trước đại dịch.

**Giai đoạn 2024 – 2026, thị phần của VJC dự kiến tiếp tục cải thiện,** nhờ: (1) Giảm áp lực cạnh tranh trong cùng phân khúc khi Pacific Airlines thực hiện tái cơ cấu, chuyển sang mô hình FSC từ T6/2024; (2) Bamboo Airways tiếp tục giảm quy mô đội bay trong giai đoạn tái cấu trúc. Đến cuối năm 2024, Bamboo Airways và Pacific Airlines (tổng thị phần khoảng dưới 10% năm 2024, so với 17% năm 2023) đã giảm 29% quy mô đội bay so với năm 2023.

**Biểu đồ: Thị phần các hãng hàng không tại thị trường nội địa**


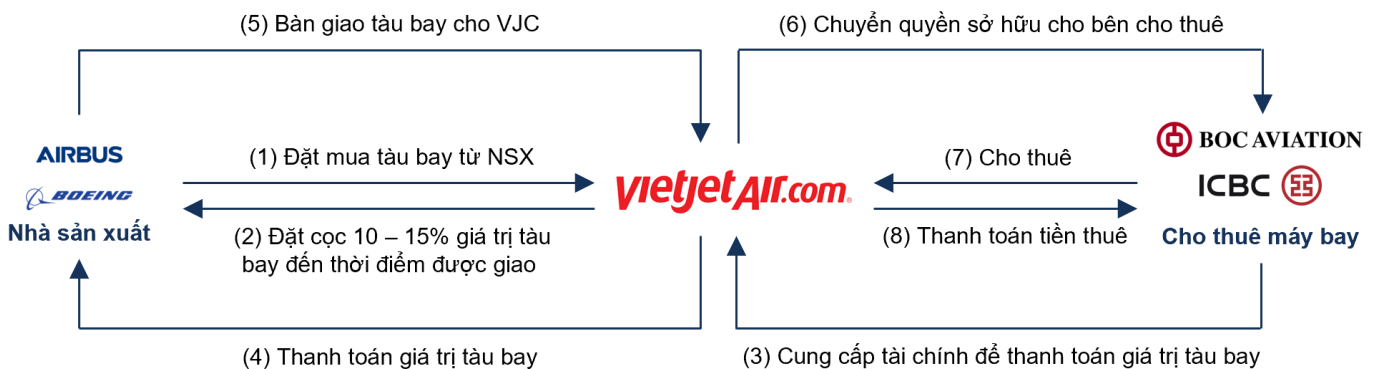
\* Chưa có số liệu thị phần ước tính cho Pacific Airlines, Vietravel Airliens và VASO năm 2024

Nguồn: CAPA, VJC, HVN, FPTs tổng hợp

**II. Hoạt động bán tàu bay – Lợi nhuận bán tàu bay nhờ chiết khấu từ nhà sản xuất**

VJC đặt mua tàu bay với số lượng lớn từ các nhà sản xuất như Airbus và Boeing để nhận được chiết khấu với giá mua được thỏa thuận trước. Đến hết 2024, VJC đã ký kết hợp đồng mua 318 tàu bay từ Airbus và Boeing. Dựa trên giá niêm yết tàu bay của Airbus, chúng tôi ước tính mức chiết khấu mà VJC nhận được khoảng 55% - 60% giá trị của tàu bay. Tại thời điểm các tàu bay mới được giao, VJC có thể thực hiện bán tàu bay thông qua hai phương thức:

- (1) Hoạt động bán và thuê lại tàu bay (SLB – Sales and Leaseback):** Tiền nhận được từ bán tàu bay cho các đối tác cho thuê được VJC sử dụng để thanh toán chi phí mua tàu bay cho nhà sản xuất. VJC thuê lại hầu hết các tàu bay này dưới hình thức thuê hoạt động. Không chỉ VJC, hoạt động SLB được sử dụng phổ biến trong ngành hàng không nhờ: (a) Đáp ứng nhu cầu tăng trưởng nhanh với nguồn vốn thấp; (b) VJC được thỏa thuận về thiết kế tàu bay với nhà sản xuất so với thuê trực tiếp từ bên cho thuê; (c) Tận dụng giá chiết khấu từ nhà sản xuất để đàm phán giá thuê; (d) VJC có thể sử dụng nguồn tiền gia tăng từ lợi nhuận hoạt động SLB để đáp ứng các nhu cầu đầu tư ở hiện tại.
- (2) Bán tàu bay cho các đối tác:** VJC có thể bán một phần số tàu bay đặt mua từ nhà sản xuất cho các công ty cho thuê hoặc các hãng hàng không mà không cần thuê lại.

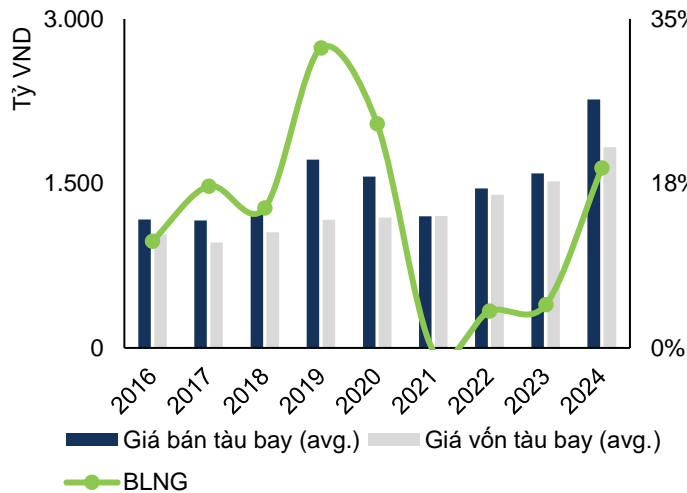
**Hình: Mô tả hoạt động bán và thuê lại tàu bay (SLB)**


Nguồn: FPTs tổng hợp



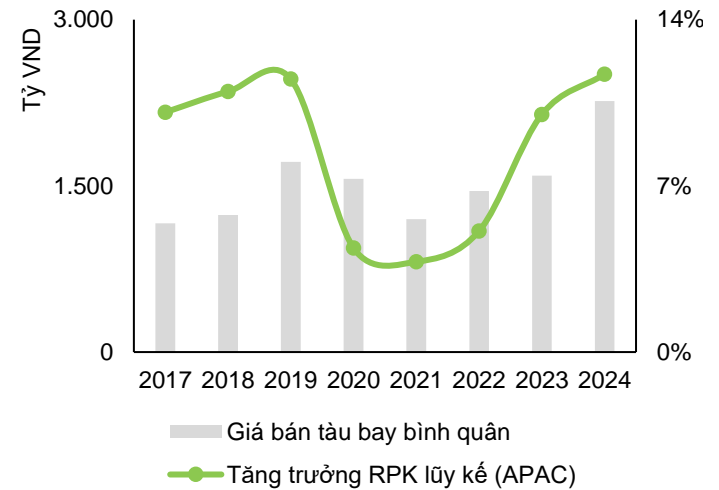
Giai đoạn 2017 – 2024, hoạt động thương mại tàu bay của VJC chủ yếu liên quan đến dòng máy bay A321 của Airbus. Xét đầu vào, giá vốn trên mỗi tàu bay của VJC có xu hướng tăng trưởng ổn định qua các năm với CAGR +10,0%/năm. Biên lợi nhuận mảng thương mại tàu bay của VJC sẽ phụ thuộc vào giá bán tàu bay của VJC khi giá bán có xu hướng biến động theo nhu cầu vận tải hàng không của thị trường Châu Á – Thái Bình Dương (APAC), dựa trên tương quan giữa giá bán tàu bay của VJC và tăng trưởng RPK lũy kế của APAC.

**Biểu đồ: Biên lợi nhuận gộp hoạt động bán tàu bay của VJC**



Nguồn: VJC, FPTTS tổng hợp

**Biểu đồ: Giá bán tàu bay bình quân và tăng trưởng RPK lũy kế khối APAC**



Nguồn: IATA, VJC, FPTTS tổng hợp

## C. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

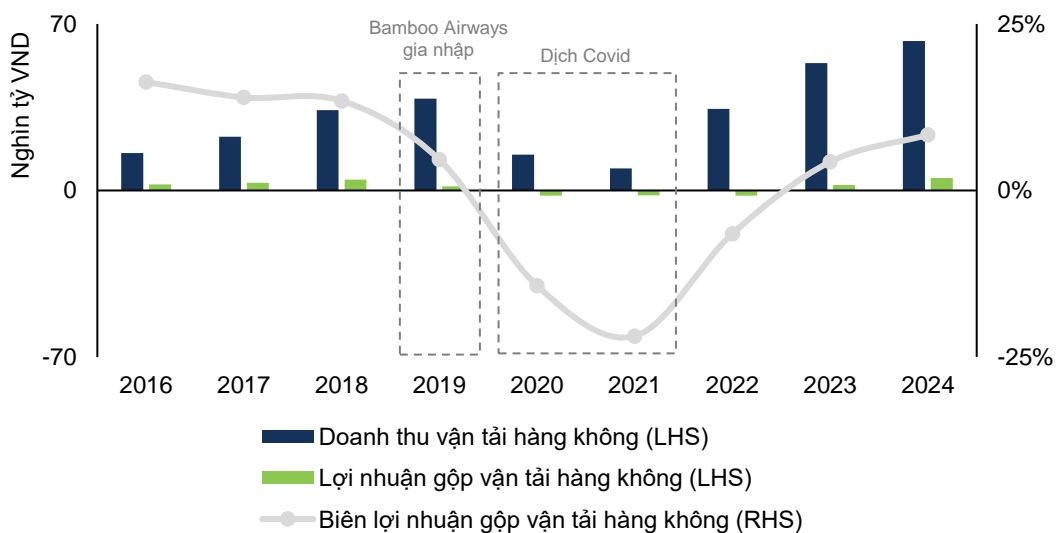
### 1. Doanh thu phục hồi hoàn toàn, trong khi biên lợi nhuận gộp vận tải hàng không vẫn thấp hơn so với trước dịch

**Giai đoạn 2016 – 2019**, doanh thu mảng vận tải hàng không của VJC tăng trưởng với CAGR +36,6%/năm nhờ mở rộng thị phần tại thị trường nội địa và gia tăng số lượng đường bay quốc tế. Trong khi đó, lợi nhuận gộp mảng chỉ tăng trưởng với CAGR +3,0%/năm do giá nhiên liệu Jet A1 tăng với CAGR +14,5%/năm và VJC giảm giá vé khi Bamboo Airways gia nhập thị trường năm 2019.

**Giai đoạn 2020 – 2021**, doanh thu và biên lợi nhuận gộp vận tải hàng không của VJC giảm mạnh do nhu cầu vận tải hàng không suy giảm và VJC giảm giá vé để giữ vững thị phần tại thị trường nội địa. Năm 2021, doanh thu vận tải hàng không của VJC đạt 24,0% năm 2019 và biên lợi nhuận gộp đạt mức thấp nhất -21,9%.

**Sau đại dịch**, đến 2024, doanh thu vận tải hàng không của VJC đã hoàn toàn phục hồi và tăng trưởng trở lại, đạt 163% năm 2019 nhờ nhu cầu vận tải hàng không phục hồi và VJC tiếp tục gia tăng số lượng đường bay quốc tế. Biên lợi nhuận gộp của VJC phục hồi về mức 8,3% năm 2024 nhưng vẫn thấp hơn giai đoạn 2018 trở về trước do Bamboo Airways và Vietravel Airlines gia nhập thị trường.

#### Biểu đồ: Biên lợi nhuận gộp mảng vận tải hàng không của VJC



Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

### 2. Áp lực thanh toán lớn từ đòn bẩy tài chính gia tăng

[\(Quay về trang 1\)](#)

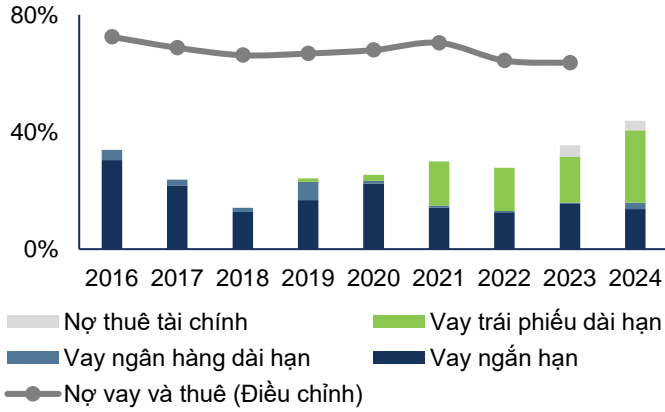
Giai đoạn 2016 – 2024, VJC sử dụng đòn bẩy tài chính lớn với nợ vay và thuê tài chính bình quân chiếm tỷ trọng 28,7% trong cấu trúc vốn. VJC còn sử dụng hình thức thuê hoạt động để tài trợ cho phần lớn đội bay nên tồn tại các nghĩa vụ thanh toán tiền thuê cho các đối tác không nằm trên bảng cân đối kế toán ([Phụ lục 3: Phân biệt thuê tài chính và thuê hoạt động](#)). Điều chỉnh giá trị tài sản và các nghĩa vụ thanh toán thuê hoạt động, chúng tôi ước tính nợ vay và thuê của VJC chiếm 67,6% cấu trúc vốn.

Trước đại dịch, giai đoạn 2016 – 2018, tỷ trọng nợ vay và nợ thuê của VJC giảm dần từ 33,9% (2016) còn 14,1% (2018) nhờ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dương, đáp ứng nhu cầu tăng trưởng của VJC. Giai đoạn 2018 – 2024, VJC phải gia tăng tỷ trọng nợ vay và thuê lên 44,0% (2024) do dòng tiền từ hoạt động kinh doanh âm trong giai đoạn 2019 – 2023. Trong đó, tỷ trọng nợ gia tăng chủ yếu đến từ trái phiếu không có tài sản đảm bảo do: (1) Không huy động được từ vay dài hạn ngân hàng do tình hình kinh doanh âm ảm đạm; (2) Không có đủ tài sản đảm bảo do phần lớn đội bay là đi thuê. Khoản vay trái phiếu này của VJC có lãi suất bình quân 10,2% - cao hơn khoảng 3 đp so với lãi suất vay nợ dài hạn ngân hàng có tài sản đảm bảo, tạo áp lực thanh toán lãi vay cao hơn cho VJC.

**Về khả năng thanh chi phí cố định (chi phí lãi vay và chi phí thuê)**, mặc dù hoạt động kinh doanh của VJC đã dần phục hồi sau đại dịch, nhưng do biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh vẫn ở mức thấp và chi phí lãi vay tăng

cao nên chỉ số khả năng thanh toán chi phí cố định của VJC năm 2023 chỉ ở mức 1,1 – tương đương thời kì đại dịch (2021). VJC gặp rủi ro không thanh toán được các khoản nợ gốc do lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chỉ đủ thanh toán lãi vay và chi phí thuê trong kỳ.

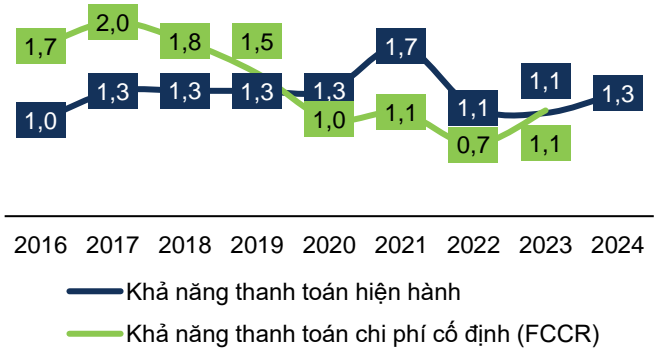
**Biểu đồ: Tỷ trọng nợ vay và nợ thuê của VJC trong cấu trúc vốn**



\* Tỷ trọng nợ vay và nợ thuê được điều chỉnh cho giá trị thỏa thuận thuê hoạt động ngoài bảng cân đối kế toán

Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

**Biểu đồ: Chỉ số khả năng thanh toán của VJC**



\*  $FCCR = (EBITDA + Chi\ phí\ thuê) / (Chi\ phí\ lãi\ vay + chi\ phí\ thuê)$

Năm 2024, VJC chưa công bố số liệu chi phí thuê

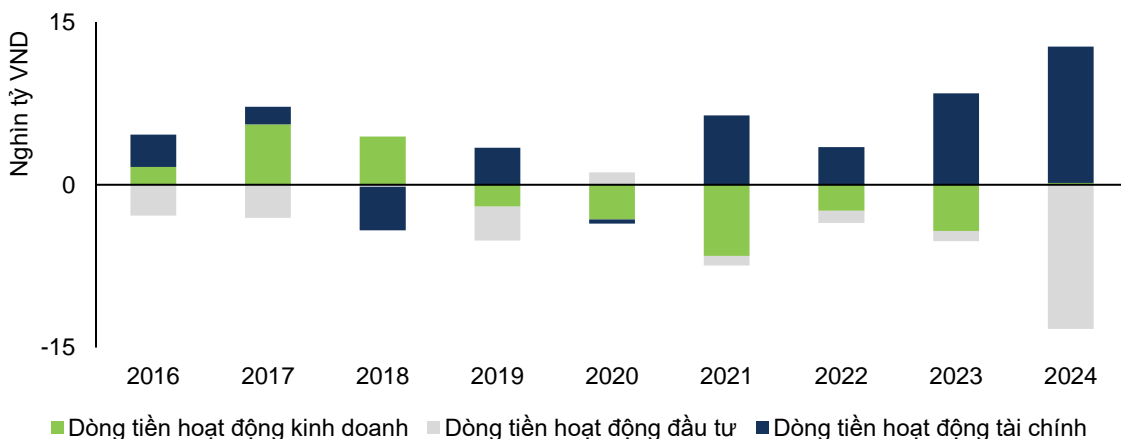
Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

### 3. Gia tăng vay nợ để đáp ứng nhu cầu đầu tư khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ở mức thấp

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của VJC liên tục âm trong giai đoạn 2019 – 2023 do: (1) Bị chiếm dụng vốn bởi khoản phải thu từ đóng góp vào quỹ bảo dưỡng tàu thuê và từ các bên liên quan, đặc biệt là Thai Vietjet; (2) Biên lợi nhuận gộp giảm về mức thấp do ảnh hưởng từ dịch Covid (2020 – 2021) và chi phí nhiên liệu tăng cao (2022 – 2023). Điều này tạo áp lực cho VJC phải huy động nguồn vốn từ vay nợ (hoạt động tài chính) để bổ sung vốn cho hoạt động kinh doanh. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của VJC năm 2024 ở mức thấp ~ 177 tỷ đồng (so với lợi nhuận trước thuế ~ 1.869 tỷ đồng), do giảm các khoản phải trả cho các đối tác cung cấp nhiên liệu.

Dòng tiền từ hoạt động đầu tư của VJC ở mức thấp trong giai đoạn 2016 – 2023, do VJC chủ yếu tài trợ đội bay từ thông qua hình thức thuê hoạt động. Tuy nhiên, dòng tiền từ hoạt động đầu tư tăng mạnh trong năm 2024 do VJC gia tăng 2 tàu bay sở hữu và đầu tư quyền kinh doanh tòa nhà trụ sở Vietjet Plaza. Theo đó, VJC tài trợ chủ yếu bằng vốn vay dài hạn với tỷ lệ D/E tăng từ 2,0 (2023) lên 2,6 (2024) khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh năm 2024 chỉ ~ 177 tỷ đồng (so với dòng tiền chi cho hoạt động đầu tư ~ 13.276 tỷ đồng).

**Biểu đồ: Dòng tiền của VJC**



Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

## D. TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO DOANH NGHIỆP

### I. Triển vọng doanh nghiệp

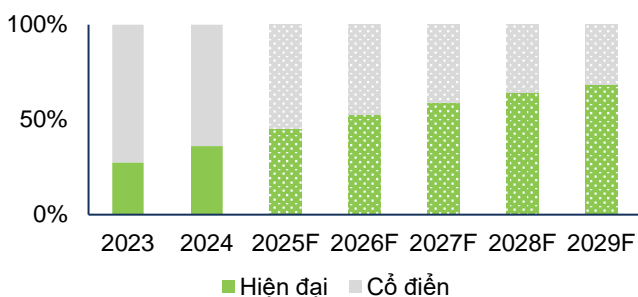
#### 1. Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ triển vọng giảm chi phí nhiên liệu/ASK ([Quay về trang 1](#))

Chúng tôi dự phóng chi phí nhiên liệu/ASK của VJC sẽ giảm với với tốc độ bình quân  $-2,5\%/năm$  giai đoạn 2025 – 2029 nhờ: (1) Triển vọng giảm giá dầu thô và (2) Cải thiện mức tiêu thụ nhiên liệu của đội bay.

Về triển vọng giá dầu thô, theo dự phóng của Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA), giá dầu Brent dự kiến đạt 75 USD/thùng ( $-7\%$  YoY) trong 2025 nhờ OPEC+ nới lỏng thỏa thuận cắt giảm sản lượng.

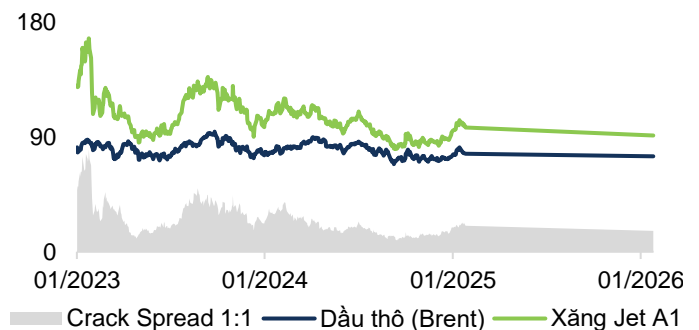
Về tiêu thụ nhiên liệu, VJC được kỳ vọng giảm lượng nhiên liệu tiêu thụ bình quân trên ghế luân chuyển với tốc độ bình quân  $-1,5\%/năm$  nhờ gia tăng tỷ trọng tàu bay với động cơ thế hệ mới khi 318 tàu bay NEO trong đơn đặt hàng với Airbus và Boeing dần được bàn giao.

**Biểu đồ: Dự phóng cơ cấu đội bay của VJC (2025 – 2029)**



Nguồn: VJC, FPTS dự phóng

**Biểu đồ: Giá nhiên liệu Jet A1 dự phóng**

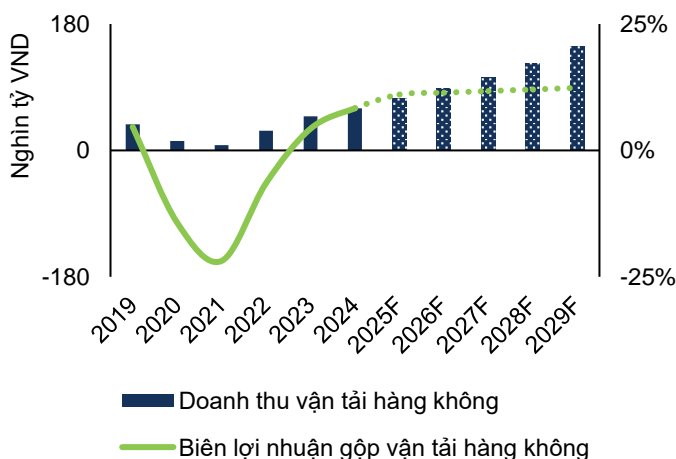


Nguồn: EIA, FPTS tổng hợp

#### 2. Triển vọng tăng trưởng lượng khách tích cực ở cả thị trường quốc tế và nội địa ([Quay về trang 1](#))

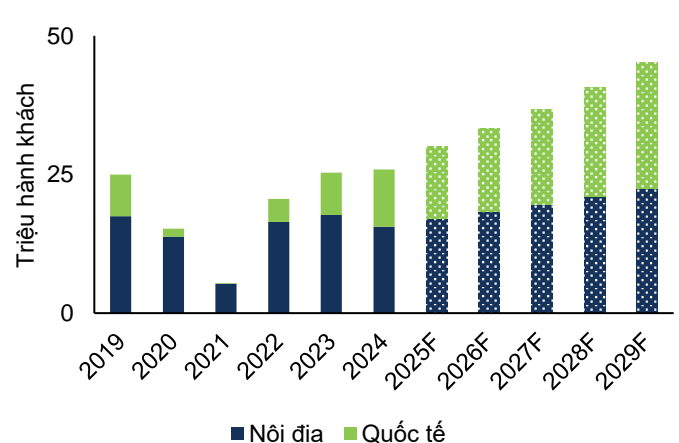
Chúng tôi dự phóng doanh thu vận tải hàng không của VJC giai đoạn 2025 – 2029 sẽ tăng trưởng với CAGR  $+18,8\%/năm$  nhờ: (1) Lượng hành khách quốc tế dự phóng tăng với CAGR  $+16,9\%/năm$  đến từ triển vọng tăng trưởng du khách quốc tế ( $+7,3\%/năm$ ) và mở rộng mạng đường bay của VJC; (2) Lượng hành khách nội địa tăng trưởng với CAGR  $+7,3\%/năm$  nhờ triển vọng gia tăng thị phần của VJC từ 44% - 46% đến năm 2026 và tăng trưởng khách du lịch nội địa ( $+7,2\%/năm$ ).

**Biểu đồ: Kết quả hoạt động kinh doanh dự phóng của VJC**



Nguồn: FPTS dự phóng

**Biểu đồ: Dự phóng lượng hành khách phục vụ bởi VJC**



Nguồn: FPTS dự phóng

## 2.1. Thị trường quốc tế - Lượng khách của VJC được thúc đẩy nhờ mở rộng đường bay và hưởng lợi từ triển vọng ngành tích cực:

Lượng hành khách quốc tế phục vụ bởi VJC được dự phóng tăng trưởng với CAGR +16,9%/năm giai đoạn 2025 – 2029, so với mức +7,3%/năm của thị trường du khách quốc tế nhờ: (1) Mở rộng số lượng đường bay đến thị trường quốc tế; (2) Bổ sung thêm các tàu bay thân rộng để khai thác các thị trường tầm bay xa. Đến 2024, VJC chủ yếu khai thác các đường bay đến 13 quốc gia với tầm bay gần hoặc trung (< 9.000 km) do chủ yếu sử dụng tàu bay thân hẹp với tầm bay trung bình. Bên cạnh kế hoạch tiếp tục mở rộng đường bay đến các sân bay quốc tế khác ở các thị trường hiện tại, VJC còn đang bổ sung thêm các tàu bay thân rộng A330 để khai thác đến các thị trường tầm bay xa.

Về triển vọng ngành du lịch, theo Fitch Solutions, lượng du khách quốc tế đến Việt Nam được dự báo tăng trưởng với CAGR +7,3%/năm giai đoạn 2025 – 2028. Chúng tôi đánh giá lượng khách du lịch từ các thị trường quốc tế đến Việt Nam tiếp tục được thúc đẩy nhờ cải thiện trong chính sách thị thực với khách du lịch quốc tế. Cụ thể:

**Bảng: Chính sách thị thực của Việt Nam**

	2019	2023 *
Số quốc gia miễn thị thực	22	25
Số quốc gia áp dụng thị thực điện tử	80	257
Thời hạn thị thực điện tử	15 – 30	30 – 90

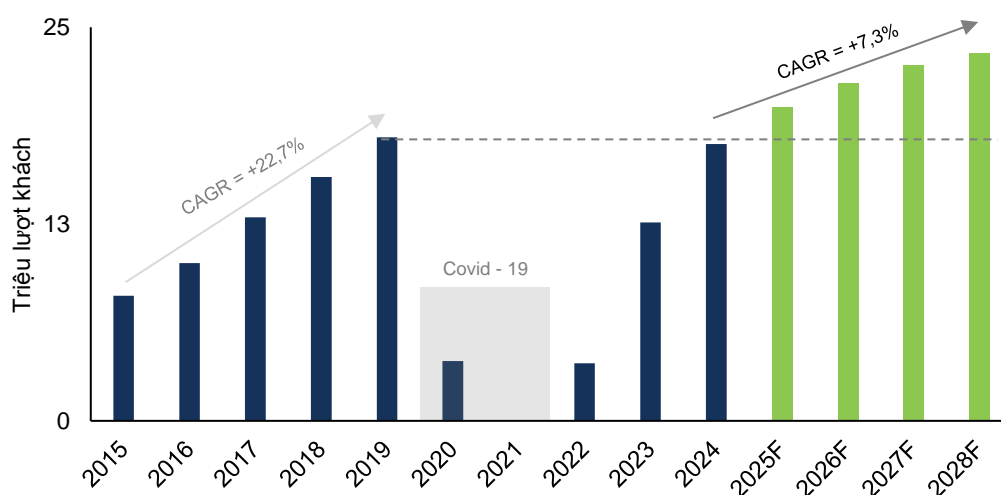
\* Luật sửa đổi bổ sung của “Luật Nhập cảnh, xuất cảnh, quá cảnh, cư trú của người nước ngoài tại Việt Nam”

Nguồn: Cục Xuất nhập cảnh Việt Nam, FPTIS tổng hợp

### Cải thiện trong chính sách thị thực:

Chính sách thị thực mới được Quốc hội thông qua có hiệu lực từ 15/08/2023 tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc cấp thị thực đến Việt Nam để thu hút khách du lịch quốc tế. Cụ thể, số quốc gia được Việt Nam miễn thị thực tăng từ 22 lên 25. Việt Nam cũng áp dụng cấp thị thực điện tử cho tất cả quốc gia và vùng lãnh thổ, so với trước đây chỉ có 80 quốc gia. Thời hạn cư trú ở Việt Nam với hình thức thị thực điện tử cũng được gia tăng, từ tối đa 30 ngày lên tối đa 90 ngày.

## Biểu đồ: Dự phóng lượng hàng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam



Nguồn: Cục Du lịch Quốc gia Việt Nam, Fitch Solutions, FPTIS tổng hợp

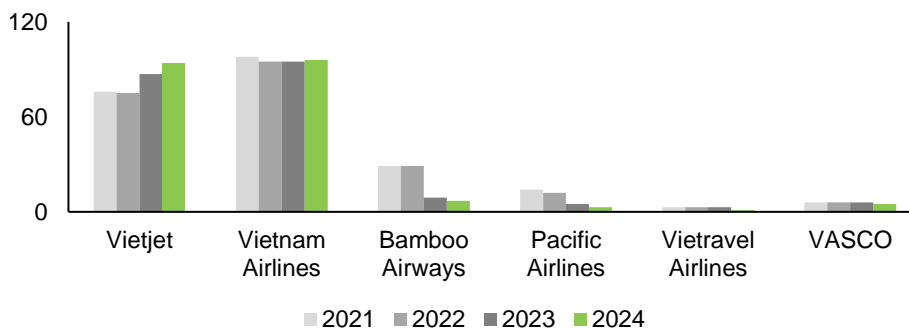
## 2.2. Thị trường nội địa – Triển vọng gia tăng thị phần khi đối thủ cạnh tranh giảm quy mô đội bay:

Với thị trường nội địa, chúng tôi dự phóng lượng hành khách phục vụ bởi VJC tăng trưởng với CAGR +7,7%/năm giai đoạn 2025 – 2029, so với mức +7,2%/năm của thị trường khách du lịch nội địa nhờ triển vọng tăng trưởng thị phần khi Pacific Airlines và Bamboo Airways đang tới cơ cấu.

**Giai đoạn 2025 – 2027**, chúng tôi dự kiến thị phần của VJC sẽ được tăng từ 44% lên 46% ở thị trường nội địa nhờ: (1) Bamboo Airways và Pacific Airlines (tổng thị phần khoảng dưới 10% năm 2024) giảm quy mô đội bay để tái cơ cấu do thua lỗ trong khi VJC tiếp tục gia tăng quy mô đội bay; (2) Giảm áp lực cạnh tranh trong phân khúc LCC khi Pacific Airlines (chiếm khoảng 5% thị phần năm 2023) chuyển sang mô hình FSC.

- **Bamboo Airways:** Đến năm 2024, Bamboo Airways giảm quy mô đội bay còn 7 tàu bay, so với 29 tàu bay năm 2021. Sau tái cơ cấu, công ty đặt kế hoạch vận hành 12 tàu bay vào cuối 2024 và 15 – 18 tàu bay vào cuối 2025. Tuy nhiên, trong năm 2024, Bamboo Airways vẫn chưa hoàn thành kế hoạch đề ra, chỉ vận hành 7 tàu bay.
- **Pacific Airlines:** Từ 18/3/2024, Pacific Airlines hoàn trả toàn bộ đội bay để xóa một phần khoảng nợ. Đến 26/06/2024, Pacific Airlines hoạt động trở lại với 3 tàu bay theo mô hình FSC – cung cấp các dịch vụ tương tự công ty mẹ là Vietnam Airlines. Chúng tôi cho rằng Pacific Airlines sẽ gặp khó khăn trong tăng trưởng về quy mô khi Vietnam Airlines đang có kế hoạch thoái vốn khỏi Pacific Airlines.

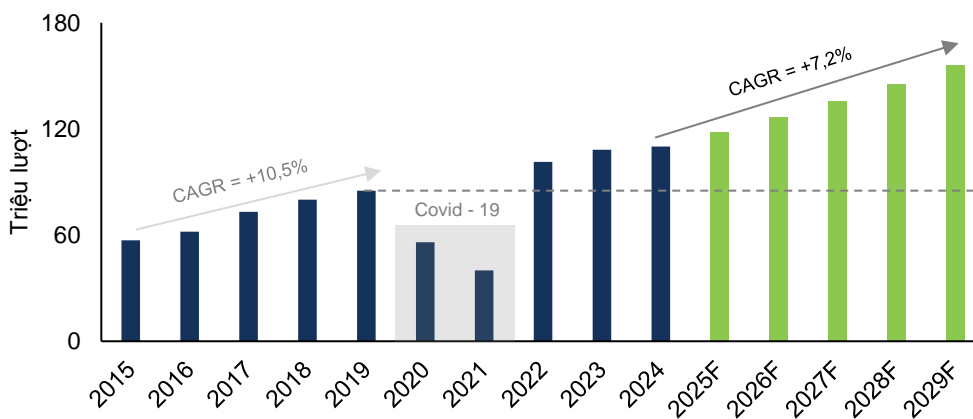
**Biểu đồ: Số lượng tàu bay khai thác bởi các hãng hàng không nội địa**



Nguồn: planspotter, FPTS tổng hợp

Về thị trường khách du lịch nội địa, giai đoạn 2025 – 2029, chúng tôi dự phóng lượng khách sẽ tăng trưởng với CAGR +7,2%/năm nhờ thu nhập người dân tiếp tục cải thiện khi GDP/người được IMF dự phóng tăng trưởng với CAGR +6,7%/năm. Với hành khách hàng không nội địa, nhu cầu di chuyển còn được thúc đẩy bởi gia tăng năng lực phục vụ hành khách của các cảng hàng không khai thác nhiều tuyến bay nhất như Tân Sơn Nhất<sup>7</sup> và Nội Bài<sup>8</sup>.

**Biểu đồ: Lượng khách du lịch nội địa Việt Nam**



Nguồn: Tổng Cục du lịch, FPTS tổng hợp

<sup>7</sup> Nhà ga T3 sân bay Tân Sơn Nhất dự kiến hoàn thành trong Q2/2025, nâng công suất thiết kế của cảng hàng không từ khoảng 30 triệu hành khách/năm lên 50 triệu hành khách/năm.

<sup>8</sup> Dự án mở rộng nhà ga T2 sân bay Nội Bài dự kiến hoàn thành cuối năm 2025, nâng công suất thiết kế của cảng hàng không từ khoảng 25 triệu hành khách/năm lên 30 triệu hành khách/năm



## II. Rủi ro doanh nghiệp

### 1. Rủi ro gia tăng áp lực cạnh tranh từ Vietstar Airlines

([Quay về trang 1](#))

Vietstar Airlines xin được cấp phép thương mại hàng không từ năm 2016 với trung tâm hoạt động chính là sân bay Tân Sơn Nhất nhưng chưa được cấp phép do hạ tầng sân bay này đang quá tải. Đến 2017, Thủ tướng chính phủ ra công văn sẽ xem xét cấp giấy phép kinh doanh vận chuyển hàng không cho Vietstar sau khi hoàn thành xây dựng nhà ga T3 và sân đỗ tàu bay tại sân bay Tân Sơn Nhất. Chúng tôi đánh giá Vietstar Airlines có thể được cấp phép vào năm 2026 sau khi dự án nhà ga T3 của bay Tân Sơn Nhất dự kiến hoàn thành trong Q2/2025.

### 2. Rủi ro giảm thị phần tại thị trường nội địa do tỷ lệ bay đúng giờ thấp

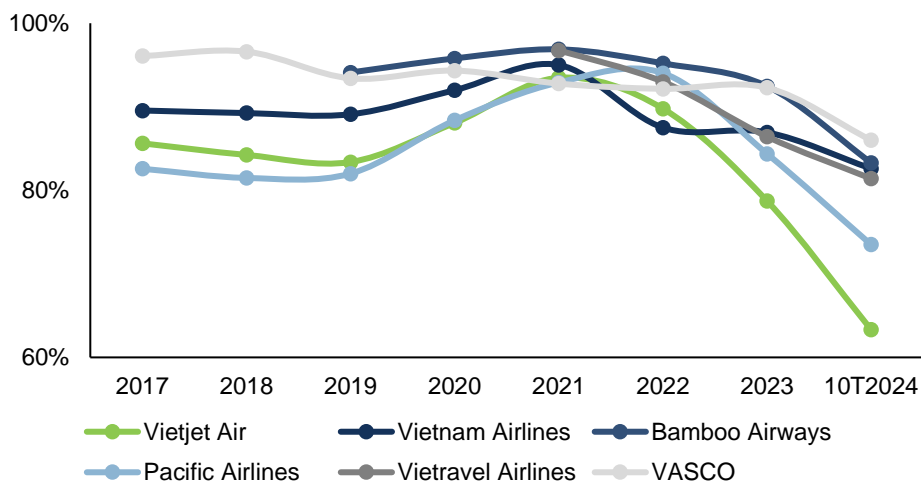
([Quay về trang 1](#))

Theo Cục Hàng không Việt Nam, nguyên nhân chính dẫn đến trễ chuyến của các hãng hàng không Việt Nam là do tàu bay về muộn. Ngoài các lý do chung như tình trạng quá tải tại các sân bay, các hãng LCC thường có tỷ lệ bay đúng giờ thấp hơn do chiến lược tối ưu hóa hiệu suất khai thác. Các hãng LCC thường duy trì thời gian mặt đất<sup>9</sup> ngắn để tối ưu hiệu suất khai thác tàu bay. Với VJC, thời gian mặt đất ở các chuyến bay nội địa vào khoảng từ 25 – 35 phút, so với Vietnam Airlines vào khoảng từ 40 – 60 phút. Khi có các vấn đề phát sinh, thời gian mặt đất ngắn có thể gây ra tình trạng trễ chuyến dây chuyền với cùng một tàu bay. Ngoài ra, tỷ lệ đúng giờ thấp của các hãng LCC còn đến từ việc có số lượng tàu bay dự phòng ít hơn các hãng truyền thống để thay thế khi các tàu bay xảy ra sự cố kỹ thuật.

Trước đại dịch, tỷ lệ bay đúng giờ của VJC bình quân vào khoảng 83,4%, cao hơn so với Pacific Airlines ở cùng phân khúc với 82,0%. Giai đoạn 2020 – 2021, tỷ lệ bay đúng giờ của VJC được cải thiện nhờ giảm hiệu suất khai thác tàu bay. Sau đại dịch, tỷ lệ bay đúng giờ của VJC liên tục suy giảm và ở mức thấp nhất so với các hãng hàng không nội địa, về mức thấp nhất 63,3% trong 10T2024, so với hãng cùng phân khúc là Vietravel Airlines với khoảng 81,4%.

Theo báo cáo Khảo sát hành khách toàn cầu của IATA, khoảng 72% hành khách chỉ muốn chờ đợi tối đa 30 phút tại sân bay. Mặc dù cung cấp dịch vụ vận chuyển với giá rẻ, nhưng nếu duy trì tỷ lệ bay đúng giờ thấp, VJC có rủi ro giảm thị phần tại thị trường nội địa khi tình hình cạnh tranh gia tăng.

**Biểu đồ: Tỷ lệ bay đúng giờ<sup>10</sup> của các hãng hàng không nội địa**



Nguồn: CAAV, FPTTS tổng hợp

<sup>9</sup> Thời gian mặt đất (Ground time) là thời gian tính từ lúc máy bay dừng lại hoàn toàn trên sân đỗ đến khi máy bay bắt đầu di chuyển để bay chuyến tiếp theo. Trong khoảng thời gian mặt đất, hãng hàng không thực hiện các hoạt động như nạp nhiên liệu; dỡ và xếp hàng hóa, hành lý; kiểm tra kỹ thuật và sửa chữa nhanh các lỗi kỹ thuật nhỏ; vệ sinh khoang hành khách; chuẩn bị suất ăn uống, hàng hóa thương mại; đón và trả hành khách.

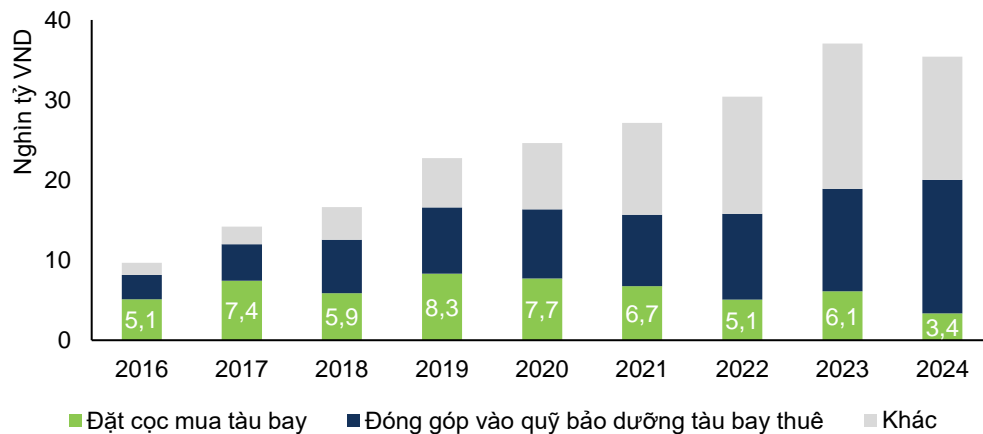
<sup>10</sup> Chuyến bay đúng giờ là chuyến bay có thời gian khởi hành và đáp không trễ hơn 15 phút so với thời gian dự kiến.

### 3. Rủi ro gia tăng tỷ lệ vay nợ để tài trợ cho các khoản đặt cọc tàu bay

Các khoản phải thu khác (ngắn và dài hạn) bình quân chiếm 46% tổng tài sản của VJC, chủ yếu đến từ các khoản đóng góp vào quỹ bảo dưỡng tàu bay và khoản đặt cọc mua tàu bay:

- (1) **Quỹ bảo dưỡng tàu bay:** VJC có nghĩa vụ đối với hoạt động bảo dưỡng và sửa chữa tàu bay trong suốt thời gian thuê và phải đóng góp vào quỹ bảo dưỡng tàu bay cho bên cho thuê tàu bay. Khoản đóng góp và quỹ bảo dưỡng tàu bay được tính toán dựa trên hiệu suất hoạt động (giờ bay hoặc số lần cất hạ cánh) và được hoàn trả lại cho VJC khi công ty hoàn thành các hoạt động bảo dưỡng bắt buộc cho tàu bay.
- (2) **Đặt cọc mua tàu bay:** Sau đại dịch, các khoản đặt cọc mua tàu bay của VJC giảm do vận tải hàng không vẫn đang phục hồi và tình trạng giao tàu bay chậm từ nhà sản xuất. Theo chia sẻ từ VJC, công ty cần phải thực hiện đặt cọc cho nhà sản xuất tàu bay khoảng 15% giá trị tàu bay cho đến thời điểm tàu bay được bàn giao. VJC đang có đơn đặt hàng bao gồm 318 tàu bay, với đa số sẽ được bàn giao trong 5 năm tới tạo áp lực huy động vốn để tài trợ cho các khoản đặt cọc mua tàu bay của VJC trong các năm tiếp theo. Dựa trên cam kết đặt cọc tàu bay của VJC, chúng tôi ước tính VJC phải đặt cọc 7,1 nghìn tỷ VND/năm trong giai đoạn 2024 – 2028.

**Biểu đồ: Cơ cấu các khoản phải thu ngắn và dài hạn khác trên tổng tài sản**



Nguồn: VJC, FPTS tổng hợp

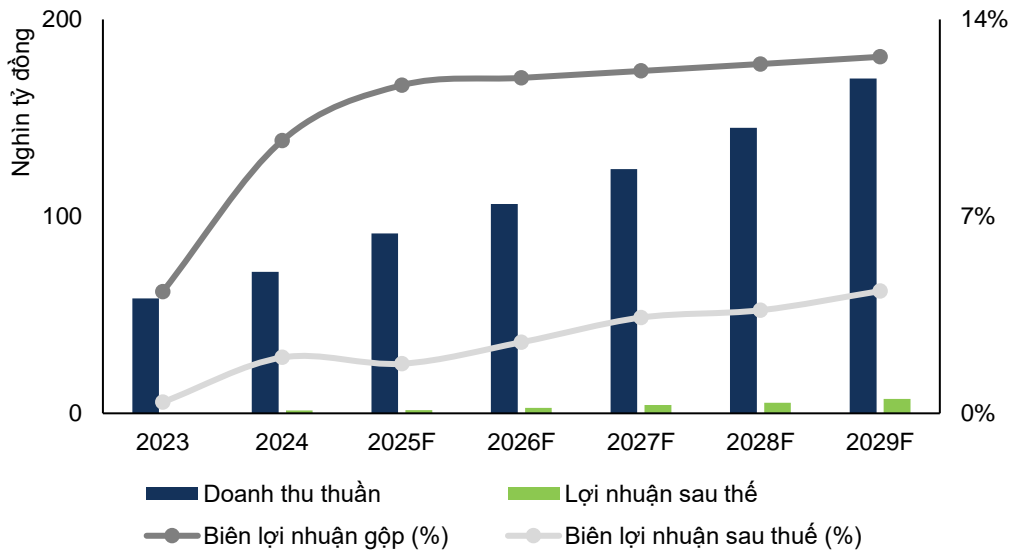
## E. ĐỊNH GIÁ

### I. Tổng hợp kết quả dự phóng

[\(Quay về trang 1\)](#)

Dựa trên những phân tích chi tiết về hoạt động kinh doanh và đánh giá triển vọng của doanh nghiệp, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của VJC giai đoạn 2025 – 2029 như sau:

Chỉ tiêu	CAGR (2025F – 2029F)	Giả định
<b>Doanh thu thuần</b>	+18,8%	<p>Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của của VJC năm 2025 đạt 91,9 nghìn tỷ đồng (+27,1% YoY), và tăng trưởng với CAGR +18,8%/năm giai đoạn 2025 – 2029. Cụ thể:</p> <p><b>Lượng hành khách luân chuyển:</b> Lượng hành khách luân chuyển của VJC được dự phóng đạt 54.804 triệu hành khách.km năm 2025 (+21,8% YoY) nhờ: (1) Lượng hành khách phục vụ bởi VJC được dự phóng đạt 30 triệu hành khách (+16,0% YoY) đến từ triển vọng mở rộng mạng đường bay quốc tế và gia tăng năng lực khai thác với 8 tàu bay bổ sung ở Q4/2024; (2) Chiều dài chuyến bay mỗi hành gia tăng nhờ gia tăng tỷ trọng hành khách quốc tế. Giai đoạn 2025 – 2029, chúng tôi dự phóng lượng hành khách luân chuyển sẽ tăng trưởng với CAGR = +17,3%/năm.</p> <p><b>Giá vé và giá dịch vụ hoạt động phụ trợ:</b> Chúng tôi dự phóng giá vé bình quân của VJC không tăng trưởng giai đoạn 2025 – 2029 do chiến lược cạnh tranh giá vé và để thu hút khách hàng ở các thị trường mới. Giá dịch vụ hoạt động phụ trợ tăng trưởng với CAGR +4%/năm cùng giai đoạn.</p>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	+25,3%	<p>Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của VJC đạt 11,1% năm 2025 và tăng lên 13,7% năm 2029 nhờ: (1) Triển vọng giảm giá dầu thô; (2) Cải thiện mức nhiên liệu tiêu thụ nhờ gia tăng tỷ trọng tàu bay với động cơ hiện đại.</p>
<b>Chi phí bán hàng</b>	+15,2%	<p>Chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần của VJC giảm dần về mức bình quân giai đoạn 2022 – 2024, đạt 3,1% năm 2029.</p>
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	+16,4%	<p>Chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần giảm dần về mức bình quân giai đoạn 2022 – 2024, đạt 1,7% năm 2029.</p>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	+37,6%	<p>Chúng tôi dự phóng lợi nhuận trước thuế của VJC đạt 2.012 tỷ đồng năm 2025 (+7,7% YoY) và đạt 9.233 tỷ đồng năm 2029, tương đương CAGR = +37,6%/năm giai đoạn 2025 – 2029.</p>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	+38,9%	<p>Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của VJC đạt 2.119 tỷ đồng năm 2025 (+12,8% YoY) và 7.387 tỷ đồng năm 2029, tương đương CAGR = +38,9%/năm giai đoạn 2025 – 2029 với giả định mức thuế suất thu nhập doanh nghiệp của VJC là 20%.</p>

**Biểu đồ: Dự phóng kết quả kinh doanh của VJC giai đoạn 2025 – 2029**


Nguồn: FPT S dự phóng

## II. Tổng hợp kết quả định giá và khuyến nghị

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu VJC bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI – CHỜ MUA** cổ phiếu VJC với mức giá mục tiêu **104.400 VND/cổ phiếu**, vùng giá khuyến nghị mua tại 88.500 VND/cổ phiếu với tỷ suất sinh lời kỳ vọng +18%.

**Bảng: Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

Giả định	Giá trị	Giả định	Giá trị
WACC	9,6%	Phần bù rủi ro	9,39%
Chi phí sử dụng nợ	7,8%	Hệ số beta không đòn bẩy	0,66
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	12,6%	Tăng trưởng dài hạn	2,0%
Lãi suất phi rủi ro	4,3%	Thời gian dự phóng	5 năm

**Bảng: Kết quả dự phóng theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND)	91.774
(+) Tiền, tương đương tiền & Đầu tư tài chính ngắn hạn (tỷ VND)	8.384
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND)	43.614
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)</b>	<b>56.545</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	541,6
<b>Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)</b>	<b>104.400</b>
Giá hiện tại (25/03/2025) (VND)	96.700
<b>Tiềm năng tăng giá (%)</b>	<b>+8,0%</b>

**F. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG**

HĐKD (tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	58.341	71.859	91.349	106.284
- Giá vốn hàng bán	(55.820)	(64.892)	(80.697)	(93.613)
Lợi nhuận gộp	2.521	6.967	10.652	12.671
- Chi phí bán hàng	(1.950)	(2.597)	(3.302)	(3.704)
- Chi phí quản lý DN	(1.099)	(1.349)	(1.715)	(1.947)
Lợi nhuận thuần HĐKD	(529)	3.020	5.635	7.020
- Doanh thu tài chính	2.955	2.080	1.017	1.226
- Chi phí tài chính	(2.242)	(3.669)	(4.640)	(4.891)
- Thu nhập khác	422	438	-	-
- Lãi/lỗ trong công ty LKLD	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	606	1.869	2.012	3.355
- Thuế TNDN	(3)	(11)	(402)	(671)
- Thuế hoãn lại	(371)	(431)	-	-
LNST	231	1.427	1.610	2.684
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	(1)	-	-
EPS (đồng)	426	2.632	2.972	4.955
EBITDA	2.970	5.279	6.243	7.820
Khấu hao	413	-	-	-
Tăng trưởng doanh thu	45%	23%	27%	16%
Tăng trưởng LN HĐKD		677%	41%	67%
Tăng trưởng LNST		516%	13%	67%
Tăng trưởng EPS		518%	13%	67%
Chỉ số khả năng sinh lời	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	4,3%	9,7%	11,7%	11,9%
Tỷ suất LNST	0,4%	2,0%	1,8%	2,5%
ROE DuPont	1,5%	8,9%	9,8%	13,5%
ROA DuPont	0,3%	1,5%	1,7%	2,3%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	4,4%	6,5%	6,0%	6,4%
LNST/LNTT	38,2%	76,3%	80,0%	80,0%
LNTT/EBIT	9,1%	30,6%	29,6%	39,2%
Vòng quay tổng tài sản	0,8	0,8	1,0	0,9
Đòn bẩy tài chính	5,1	5,8	5,7	6,0
Chỉ số hiệu quả vận hành	2023	2024	2025F	2026F
Số ngày phải thu	77,3	72,7	58,5	62,7
Số ngày tồn kho	5,5	7,6	5,2	5,6
Số ngày phải trả	60,4	42,2	40,5	36,2
Thời gian luân chuyển tiền	22,5	38,1	23,3	32,1
COGS/Hàng tồn kho	66,2	47,9	55,2	65,0
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2023	2024	2025F	2026F
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,3	1,2	1,1
CS thanh toán nhanh	1,0	1,2	1,2	1,1
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,2	0,0
Nợ/Tài sản	0,8	0,8	0,8	0,8
Nợ/Vốn CSH	4,7	4,9	5,3	4,7
Nợ ngắn hạn/Vốn CSH	2,5	2,0	2,5	2,3
Nợ dài hạn/Vốn CSH	2,2	2,9	2,8	2,5

CĐKD (tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và tương đương	5.051	4.559	9.135	2.375
+ Đầu tư TC ngắn hạn	613	3.826	3.826	3.826
+ Các khoản phải thu	34.243	31.757	40.936	46.000
+ Hàng tồn kho	703	2.005	921	1.961
+ Tài sản ngắn hạn khác	216	242	415	481
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>40.827</b>	<b>42.389</b>	<b>55.232</b>	<b>54.642</b>
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	4.639	9.121	13.552	16.263
+ Khấu hao lũy kế	(648)	(837)	(1.310)	(1.956)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	3.991	8.284	12.242	14.307
+ Đầu tư tài chính dài hạn	149	149	149	149
+ Tài sản dài hạn khác	9.089	10.223	11.310	12.398
+ Xây dựng cơ bản dở dang	381	3.545	1.092	1.092
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>46.098</b>	<b>57.135</b>	<b>61.713</b>	<b>66.850</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>86.925</b>	<b>99.524</b>	<b>116.945</b>	<b>121.492</b>
<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
+ Phải trả người bán	8.805	6.195	11.132	7.429
+ Vay và nợ ngắn hạn	13.554	13.562	14.369	15.305
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>38.861</b>	<b>33.853</b>	<b>47.124</b>	<b>47.851</b>
+ Vay và nợ dài hạn	17.257	30.052	29.992	29.814
+ Phải trả dài hạn khác	2	843	843	843
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>32.811</b>	<b>48.741</b>	<b>51.281</b>	<b>52.417</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>71.672</b>	<b>82.594</b>	<b>98.405</b>	<b>100.269</b>
+ Thặng dư	247	247	247	247
+ Vốn điều lệ	5.416	5.416	5.416	5.416
+ LN chưa phân phối	9.250	10.675	12.285	14.969
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>15.253</b>	<b>16.930</b>	<b>18.540</b>	<b>21.224</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	21	22	22	22
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>86.925</b>	<b>99.524</b>	<b>116.945</b>	<b>121.492</b>
Lưu chuyển tiền tệ (tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1.858</b>	<b>5.051</b>	<b>4.559</b>	<b>9.135</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>231</b>	<b>1.426</b>	<b>1.610</b>	<b>2.684</b>
+ Khấu hao	413	614	796	971
+ Điều chỉnh	3.712	1.063	2.625	1.298
+ Thay đổi vốn lưu động	(7.715)	(2.527)	4.345	(6.298)
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>(4.247)</b>	<b>178</b>	<b>5.822</b>	<b>(4.792)</b>
+ Thanh lý tài sản cố định	2.024	859	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	(1.426)	(10.657)	(1.993)	(2.727)
+ Tăng (giảm) đầu tư	-	-	-	-
+ Các hoạt động đầu tư khác	(1.555)	(3.478)	-	-
<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(957)</b>	<b>(13.276)</b>	<b>(1.993)</b>	<b>(2.727)</b>
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	5.004	8	807	936
+ Thay đổi nợ dài hạn	6.947	12.795	(60)	(178)
+ Các hoạt động TC khác	(3.539)	(239)	0	-
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>8.412</b>	<b>12.564</b>	<b>747</b>	<b>758</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	3.208	(534)	4.576	(6.760)
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>5.051</b>	<b>4.559</b>	<b>9.135</b>	<b>2.375</b>

## G. PHỤ LỤC

### Phụ lục 1: Các yếu tố tác động đến lượng nhiên liệu tiêu thụ

*(Quay về nội dung chính)*

Lượng nhiên liệu tiêu thụ trên mỗi ghế luân chuyển ảnh hưởng bởi 4 yếu tố chính:

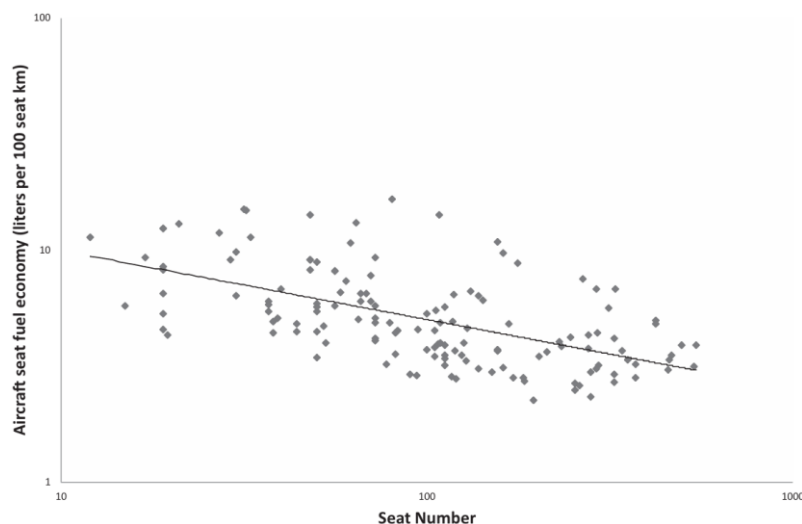
#### 1. Loại động cơ tàu bay và lượng nhiên liệu tiêu thụ

Dựa trên cách phân loại của Airbus, có thể chia các động cơ tàu bay thành hai loại: (1) Động cơ hiện đại (NEO) gồm các động cơ với lần chạy đầu tiên từ năm 2016; (2) Động cơ cổ điển (CEO) gồm các động cơ với lần chạy đầu tiên từ trước năm 1990. Theo Airbus và các nghiên cứu thực nghiệm, động cơ NEO có lượng nhiên liệu tiêu thụ trên mỗi ghế luân chuyển thấp hơn 15% - 25% so với động cơ CEO.

#### 2. Số lượng ghế ngồi của tàu bay và lượng nhiên liệu tiêu thụ

Bình quân số lượng ghế ngồi tăng 1% tương đương mức giảm nhiên liệu tiêu thụ 0,3%. Từ 2016, VJC chuyển sang sử dụng tàu bay A321 (220 – 240 ghế) dần thay thế cho tàu bay A320 (186 ghế), tương đương mức tiết kiệm nhiên liệu 5,5% - 8,9% so với tàu A320. Các tàu bay của VJC cũng được thiết kế với số lượng ghế ngồi nhiều hơn so với thông thường: 10 – 20 ghế đối với tàu bay thân hẹp và 65 ghế đối với tàu bay thân rộng, tương đương mức tiết kiệm nhiên liệu với tàu thân hẹp và thân rộng lần lượt là 3% và 7,2%.

#### Biểu đồ: Số lượng ghế ngồi và lượng nhiên liệu tiêu thụ trên mỗi ghế luân chuyển



*Nguồn: Zsuzsanna Csereklyei, David I. Stern, FPTTS tổng hợp*

#### Bảng: Số lượng ghế ngồi của tàu bay VJC và thông thường

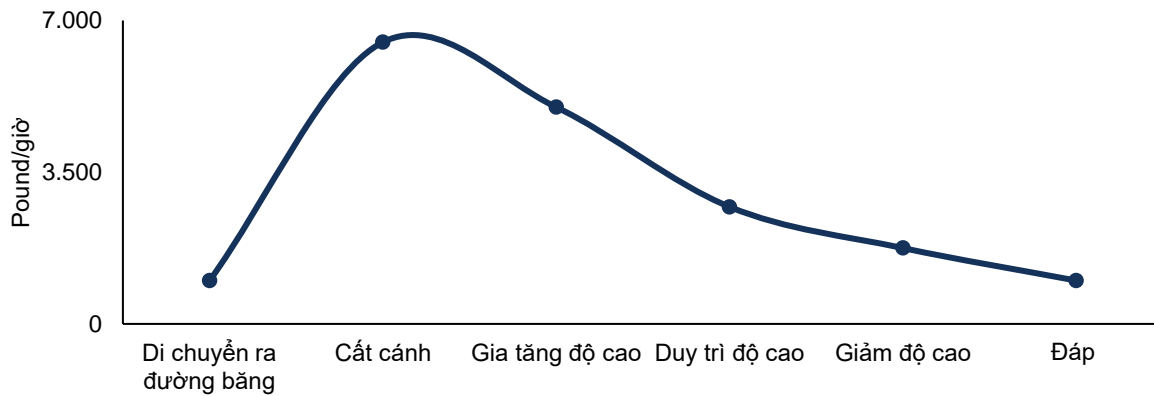
Loại tàu bay	VJC	Thông thường
A320	186	140 – 170
A321	220 – 240	170 – 220
A330 – 300	250 – 290	365

*Nguồn: Airbus, VJC, FPTTS tổng hợp*

#### 3. Chiều dài chuyến bay và lượng nhiên liệu tiêu thụ

Trong quá trình bay, giai đoạn cất cánh và gia tăng độ cao tiêu thụ nhiên liệu nhanh nhất do động cơ tàu bay cần cung cấp lực đẩy lớn để tăng tốc và đưa máy bay lên độ cao tối ưu. Đối với các chuyến bay dài, hai giai đoạn này chiếm ít thời gian hơn trong tổng thời gian bay nên sẽ có mức tiêu thụ nhiên liệu bình quân trên mỗi đơn vị khoảng cách ít hơn. Với VJC, chiều dài chuyến bay bình quân trên mỗi hành khách của VJC đã gia tăng từ 1.139 km/hành khách năm 2017 lên 1.524 km/hành khách năm 2023 khi tỷ trọng hành khách quốc tế gia tăng nhờ mở rộng các đường bay quốc tế.

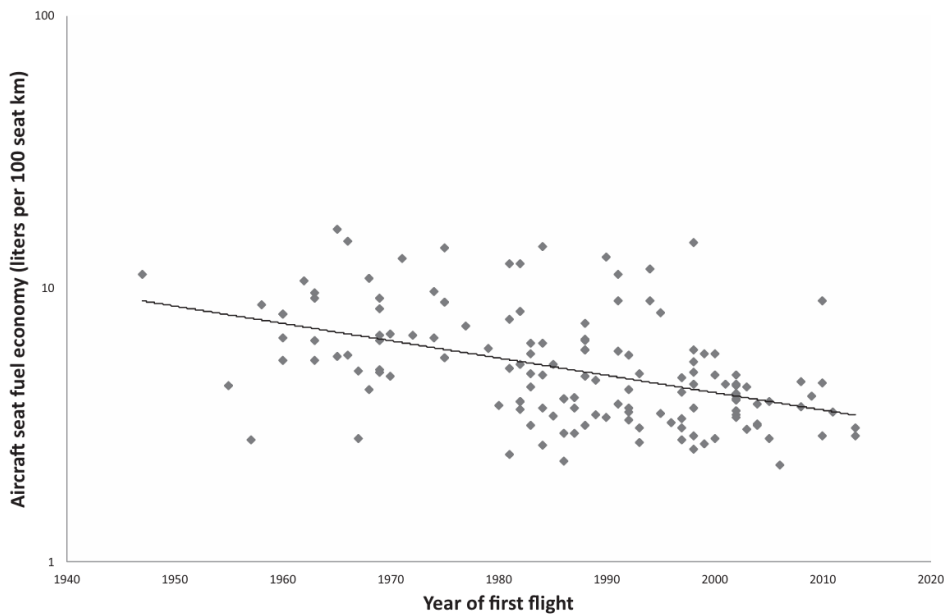


**Biểu đồ: Lượng nhiên liệu tiêu thụ ở các giai đoạn trong quá trình bay**


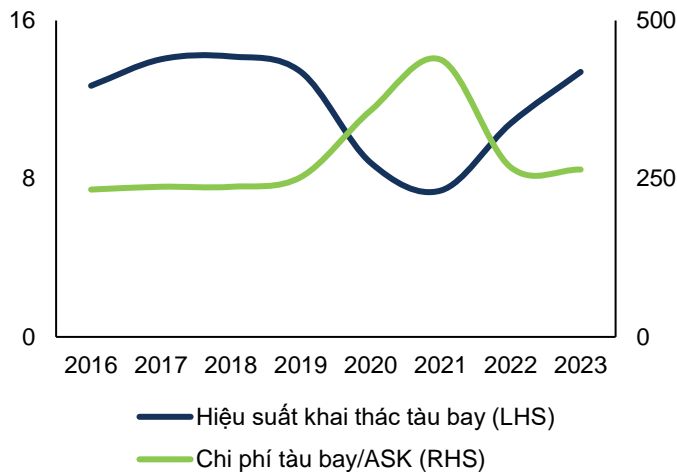
Nguồn: Diandong Ren, Lance M. Leslie, FPTs tổng hợp

**4. Tuổi đội bay và lượng nhiên liệu tiêu thụ**

Các tàu bay trẻ hơn 1 tuổi có mức tiêu thụ nhiên liệu thấp hơn khoảng 1,5%, do các tàu bay mới thường được sản xuất với động cơ tối ưu hơn và nguyên vật liệu nhẹ hơn. Nhờ liên tục gia tăng quy mô đội bay với các tàu bay mới, đến cuối 2024, tuổi đội bay bình quân của VJC vào khoảng 7,4 năm, so với bình quân toàn cầu khoảng 13,3 năm, tương đương mức tiết kiệm nhiên liệu khoảng 8,6%.

**Biểu đồ: Lượng nhiên liệu tiêu thụ và năm đầu tiên cất cánh của tàu bay**


Nguồn: Zsuzsanna Csereklyei, David I. Stern, FPTs tổng hợp

**Phụ lục 2: Các yếu tố tác động đến chi phí tàu bay trên mỗi ghế luân chuyển**
*(Quay về nội dung chính)*
**Biểu đồ: Hiệu suất khai thác tàu bay và chi phí tàu bay<sup>11</sup>/ASK**


Nguồn: VJC, FPTTS tổng hợp

Các hãng hàng không LCC có thể giảm chi phí thuê và khấu hao trên mỗi ghế luân chuyển thông qua gia tăng hiệu suất sử dụng tàu bay (BH – Block hour<sup>12</sup>).

Giai đoạn 2017 – 2019, hiệu suất khai thác tàu bay và chi phí tàu bay/ASK của VJC được duy trì ổn định, lần lượt bình quân khoảng 13,9 giờ và 242 đồng. Giai đoạn đại dịch, do nhu cầu vận tải hàng không suy giảm, VJC giảm hiệu suất sử dụng tàu bay còn khoảng 7,4 giờ dẫn đến chi phí tàu bay/ASK tăng lên 438 đồng. Giai đoạn phục hồi sau đại dịch, VJC gia tăng hiệu suất khai thác tàu bay trở lại, về mức tương đương 2019 khoảng 13,4 giờ. Chi phí tàu bay/ASK năm 2023 chỉ cao hơn +4,7% so với trước đại dịch.

Tuy nhiên, hiệu suất khai thác tàu bay lớn có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ bay đúng giờ của các hãng hàng không.

**VJC chủ yếu sử dụng đội bay thuê hoạt động nên có mức chi phí cao hơn đội bay sở hữu:** Đến cuối 2024, đội bay của VJC bao gồm 94 tàu bay, trong đó thuê hoạt động 86 tàu bay, sở hữu và thuê tài chính 8 tàu bay ([Phụ lục 3: Phân biệt thuê tài chính và thuê hoạt động](#)):

- **Mua tàu bay:** VJC đặt mua tàu bay trực tiếp từ các nhà sản xuất như Airbus và Boeing, sau đó thu xếp tài chính để thanh toán toàn bộ giá trị tàu bay khi các tàu bay được bàn giao. Mặc dù hình thức sở hữu tàu bay sẽ có mức chi phí hoạt động thấp hơn so hình thức đi thuê, tuy nhiên lại gây áp lực tài chính về vốn đầu tư ban đầu do tàu bay là tài sản có giá trị lớn. VJC đối diện với rủi ro không có khả năng huy động đủ vốn vay để tài trợ cho hoạt động mua tàu bay khi có tỷ lệ nợ phải trả cao trong cấu trúc vốn.
- **Thuê tàu bay:** VJC thuê tàu bay từ các đối tác là các tập đoàn cho thuê tàu bay lớn trên thế giới như ICBC, BOC Aviation,... Hình thức cho thuê sẽ có mức chi phí hoạt động cao hơn do chi phí thuê cần đảm bảo cho các đối tác có lợi nhuận. Tuy nhiên, hình thức này mang lại một số lợi ích: (1) Có thể tăng trưởng quy mô đội bay nhanh với quy mô vốn thấp; (2) Linh hoạt gia tăng số lượng tàu bay kịp thời theo nhu cầu; (3) Với hình thức thuê hoạt động với thời hạn thuê ngắn, hãng hàng không có thể linh hoạt thay đổi sang các tàu bay thế hệ mới và duy trì tuổi đội bay thấp.

Hoặc VJC có thể thực hiện hoạt động bán và thuê lại tài sản (SLB – Sales and Leaseback) với các đối tác cho thuê này dưới hình thức thuê tài chính hoặc thuê hoạt động. Giai đoạn 2016 – 2024, VJC đã thực hiện bán khoảng 66 tàu bay mới với đa số thuộc hoạt động SLB ([Hoạt động bán và thuê lại của VJC](#)).

<sup>11</sup> Chi phí tàu bay bao gồm chi phí thuê và chi phí khấu hao tàu bay.

<sup>12</sup> Hiệu suất khai thác tàu bay (BH – Block hour) là thời gian di chuyển bình quân hàng ngày của đội bay do hãng hàng không khai thác. Thời gian bay được tính từ khi tàu bay bắt đầu di chuyển khỏi vị trí đỗ đến sau khi hoàn thành chuyến bay và dừng lại hoàn toàn.

**Bảng: So sánh hình thức sở hữu, thuê tài chính và thuê hoạt động tàu bay**

	Sở hữu	Thuê tài chính	Thuê hoạt động
<b>Ưu điểm</b>	- Chi phí hoạt động (khấu hao) thấp nhất trong 3 hình thức.	- Không yêu cầu vốn đầu tư ban đầu; - Linh hoạt gia tăng số lượng tàu bay kịp thời theo nhu cầu;	- Không yêu cầu vốn đầu tư ban đầu; - Linh hoạt gia tăng số lượng tàu bay kịp thời theo nhu cầu; - Thời gian thuê ngắn giúp nhanh chóng thay đổi sang các tàu bay thế hệ mới;
<b>Nhược điểm</b>	Vốn đầu tư ban đầu lớn.	Chi phí hoạt động (khấu hao và chi phí tài chính) cao hơn hình thức sở hữu để bên cho thuê có lợi nhuận.	Chi phí hoạt động (chi phí thuê) cao nhất trong 3 hình thức, do bên cho thuê phải tìm đơn vị thuê thay thế khi hết hợp đồng.

\*Lưu ý: Mặc dù là hoạt động thuê, nhưng chi phí hoạt động ở hình thức thuê tài chính sẽ được hạch toán trên BCTC dưới dạng chi phí khấu hao ([Phụ lục 3: Thuê tài chính và thuê hoạt động](#)).

Nguồn: FPT S tổng hợp

### Phụ lục 3: Phân biệt thuê tài chính và thuê hoạt động

([Quay về nội dung chính](#))

Theo quyết định 165/2002/QĐ-BTC về hệ thống chuẩn mực kế toán Việt Nam, thuê tài sản được phân loại thành thuê hoạt động hoặc thuê tài chính. Trong đó:

- **Thuê tài chính** là thuê tài sản mà bên cho thuê có sự chuyển giao phần lớn rủi ro và lợi ích\* gắn liền với quyền sở hữu tài sản cho bên thuê. Quyền sở hữu tài sản có thể chuyển giao vào cuối thời hạn thuê.
- **Thuê hoạt động** là thuê tài sản không phải là thuê tài chính.

\* Rủi ro bao gồm khả năng thiệt hại hoặc không tận dụng hết năng lực sản xuất hoặc lạc hậu về kỹ thuật và sự biến động bất lợi về tình hình kinh tế ảnh hưởng đến khả năng thu hồi vốn. Lợi ích là khoản lợi nhuận ước tính từ hoạt động của tài sản thuê trong khoảng thời gian sử dụng kinh tế của tài sản và thu nhập ước tính từ sự gia tăng giá trị tài sản hoặc giá trị thanh lý có thể thu hồi được.

**Bảng: So sánh ghi nhận thuê tài chính và thuê hoạt động trên báo cáo tài chính theo VAS 06**

Chỉ tiêu	Thuê tài chính	Thuê hoạt động
Thời hạn thuê	Phần lớn tuổi thọ kinh tế của tài sản	Một phần tuổi thọ của tài sản
<b>Hạch toán trên BCTC</b>		
Tài sản	Ghi nhận tăng trị hợp lý tài sản/khoản tiền thuê thanh toán tối thiểu	<b>X</b>
Nợ	Ghi nhận tăng trị hợp lý tài sản/khoản tiền thuê thanh toán tối thiểu	<b>X</b>
Chi phí thuê	<b>X</b>	Ghi nhận khoản thanh toán tiền thuê
Khấu hao và phân bổ	Trích khấu hao	<b>X</b>
Chi phí tài chính	Ghi nhận theo tỷ lệ lãi suất cố định trên số dư nợ còn lại.	<b>X</b>

Nguồn: VAS, FPT S tổng hợp

Với hoạt động bán và thuê lại tài sản:

- **Thuê tài chính:** Không ghi nhận lãi/lỗ từ hoạt động bán tài sản mà ghi nhận là thu nhập chưa thực hiện và phân bổ suốt thời gian cho thuê tài sản.
- **Thuê hoạt động:** Lãi/lỗ từ hoạt động bán tài sản được ghi nhận ngay trong kỳ phát sinh, nếu tiền thuê và giá bán được thỏa thuận ở mức giá trị hợp lý.

Đến hết 2024, Việt Nam vẫn sử dụng chuẩn mực kế toán VAS theo Chuẩn mực kế toán quốc tế (IAS). Theo Quyết định 345/QĐ-BTC được phê duyệt vào năm 2020, Bộ Tài Chính xây dựng lộ trình áp dụng chuẩn mực kế toán mới theo Chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế (IFRS) cho các doanh nghiệp tại Việt Nam như sau:

- (1) **Giai đoạn 1 – Áp dụng tự nguyện (2022 – 2025):** Các doanh nghiệp có nhu cầu và đủ nguồn lực, thông báo cho Bộ Tài Chính trước khi áp dụng IFRS để lập báo cáo tài chính;
- (2) **Giai đoạn 2 – Áp dụng bắt buộc (Sau 2025):** Bộ Tài Chính quy định phương án, thời điểm bắt buộc áp dụng IFRS để lập báo cáo tài chính dựa trên nhu cầu, khả năng sẵn sàng của các doanh nghiệp và tình hình thực tế.

**Bảng: So sánh ảnh hưởng đến báo cáo tài chính giữa IAS và IFRS**

	IAS		IFRS
	Thuê tài chính	Thuê hoạt động	Thuê tài chính & hoạt động
<b>Bảng cân đối kế toán</b>			
Tài sản	✓	✗	✓
Nợ thuê	✓	✗	✓
Ngoài bảng cân đối kế toán	✗	✓	✗
<b>Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh</b>			
Chi phí thuê	✗	✓	✗
Khấu hao	✓	✗	✓
Chi phí tài chính	✓	✗	✓

*Nguồn: FPTIS tổng hợp*

**Phụ lục 4: Chỉ số Phát triển (Năng lực cạnh tranh) Du lịch & Lữ Hành – TTDI (TTCI)** *(Quay về nội dung chính)*

Chỉ số TTDI được WEF phát triển và thay thế cho chỉ số TTCI từ năm 2021. TTDI tập trung nhiều hơn vào sự phát triển của nền du lịch các quốc gia trong dài hạn, thay vì so sánh năng lực cạnh tranh trong ngắn hạn giữa các quốc gia. Chỉ số TTDI không thể so sánh với TTCI do TTDI đã được thay thế, loại bỏ và thêm mới một số chỉ số con. Do đó, chỉ số TTDI tính toán lại điểm của các quốc gia năm 2019 để có sự so sánh hợp lý trước và sau đại dịch.

	TTCI (1 – 7)			TTDI (1 – 7)		
	2015	2017	2019	2019	2021	2024
<b>Chỉ số Năng lực cạnh tranh Du lịch</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
<b>Sự thuận lợi của môi trường</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
Môi trường kinh doanh	4,5	4,5	4,4	3,7	4,1	4,1
Mức độ an toàn và bảo mật	5,3	5,6	5,6	6,0	6,0	6,0
Sức khỏe và mức độ vệ sinh	5,0	5,0	5,0	4,2	4,2	4,2
Nguồn nhân lực và thị trường lao động	4,7	4,9	4,8	3,8	3,8	3,8
Mức độ sẵn có của công nghệ thông tin & truyền thông	3,4	4,2	4,3	4,7	4,7	4,7
<b>Chính sách Du lịch và các điều kiện thuận lợi</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>
Ưu tiên phát triển du lịch của chính phủ	3,7	4,0	4,1	4,0	3,9	3,6
Mức độ mở cửa du lịch quốc tế	2,7	3,0	3,7	3,4	3,6	3,6
Chi phí du lịch	5,3	5,4	5,9	5,5	6,0	5,7
Sự bền vững của môi trường	3,2	3,4	3,8	x	x	x
<b>Cơ sở hạ tầng và dịch vụ</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>
Cơ sở hạ tầng vận tải hàng không	2,7	2,8	3,4	4,1	4,3	4,0
Cơ sở hạ tầng đường bộ và cảng biển	3,1	3,1	3,0	3,2	3,7	3,7
Dịch vụ du lịch và cơ sở hạ tầng	3,0	2,7	2,8	2,1	2,1	2,2
<b>Tài nguyên thiên nhiên và văn hóa</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>
Tài nguyên thiên nhiên và văn hóa	3,6	4,0	3,8	x	x	x
Văn hóa & Du lịch công tác	2,8	3,0	2,9	x	x	x
Tài nguyên thiên nhiên	x	x	x	3,8	3,8	3,8
Tài nguyên văn hóa	x	x	x	2,6	2,6	2,6
Tài nguyên du lịch phi giải trí	x	x	x	3,2	3,2	3,1
<b>Phát triển du lịch bền vững</b>	<b>x</b>	<b>x</b>	<b>x</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>
Tính bền vững của môi trường	x	x	x	3,8	3,8	3,9
Tác động đến kinh tế - xã hội của du lịch	x	x	x	2,8	2,9	2,9
Tính bền vững của nhu cầu du lịch	x	x	x	4,3	4,5	4,0

Lưu ý: x là khoản mục mà chỉ số TTCI chưa có hoặc bị loại bỏ trong chỉ số TTDI.

Nguồn: WEF, FPTIS tổng hợp

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu VJC, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

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

#### **Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

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

#### **Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

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

#### **Chi nhánh TP. Đà Nẵng**

100, Quang Trung, Phường Thạch Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888