

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

Giá thị trường

VND125.200

Giá mục tiêu

VND132.000

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Ngành

Công nghiệp

Ngày 09/08/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Trung bình**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Trung bình**

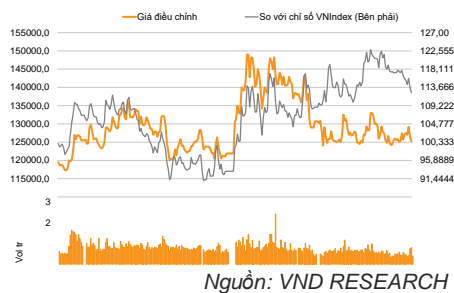
Consensus\*: Mua:0 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 11,4%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm dự phóng EPS 2022-23 xuống 66,1%/47,6%

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	149.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	117.300
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	77.286tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	68.514
Free float (%)	55
P/E trượt (x)	374
P/B hiện tại (x)	3,90

### Cơ cấu sở hữu

Sunflower Sunny Investment Co. Ltd	28,6%
Nguyễn Thị Phương Thảo	8,8%
Sovico JSC	7,6%
Khác	55,00%

Source: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Tiến Dũng

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Con đường hồi phục còn gian nan

- VJC ghi nhận LN ròng 180 tỷ trong Q2/22 (so với LN ròng 6 tỷ Q2/21), thấp hơn kỳ vọng do đà hồi phục bị kìm hãm bởi chi phí nhiên liệu tăng cao.
- Chúng tôi giảm dự phóng EPS 2022-23 xuống 66,1%/47,6% do giảm dự phóng khách quốc tế và tăng dự phóng chi phí nhiên liệu.
- Đưa khuyến nghị về Trung lập với giá mục tiêu 132.000 đồng/cp do (1) chuyển mô hình DCF sang 2022, và (2) giảm dự phóng EPS 2022-23.

### KQKD Q2/22: chi phí nhiên liệu tăng kìm hãm đà phục hồi

Tổng sản lượng khách Q2/22 của VJC tăng 200% svck nhờ hàng không nội địa phục hồi mạnh, giúp doanh thu cốt lõi tăng 292,6% svck. Tuy nhiên, VJC vẫn ghi nhận lỗ gộp 859 tỷ (so với lỗ gộp 1.279 tỷ trong Q2/21) chủ yếu do trung bình giá xăng Jet A1 tăng 99,7% svck trong Q2/22. Doanh thu tài chính Q2/22 giảm 86,4% svck do VJC không còn ghi nhận lãi từ chuyển giao bất động sản như trong Q2/21, trong khi chi phí tài chính Q2/22 tăng 427,2% svck do (1) chi phí lãi vay tăng 137,3% svck, và (2) trích lập dự phòng đầu tư 260 tỷ. Nhờ 2.467 tỷ doanh thu từ hoạt động S&LB với biên gộp cao (80,5%), VJC ghi nhận lãi ròng 180 tỷ trong Q2/22 (so với lãi ròng 6 tỷ trong Q2/21). LN ròng 6T22 tăng 242,1% svck đạt 424 tỷ.

### Đà phục hồi bị ảnh hưởng bởi chi phí nhiên liệu cao và tài chính khó khăn

Nổi tiếp đà phục hồi, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách nội địa VJC tăng 245,4% svck trong 2022 với nhu cầu đi lại phục hồi. Tăng trưởng có thể chậm lại xuống còn 12% svck trong năm 2023 từ mức nền cao 2022. Đối với hàng không quốc tế, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách quốc tế VJC đạt 2,43 triệu trong năm 2022 (so với 0,1 triệu trong năm 2021), và có thể tăng 223% svck trong năm 2023 đạt 7,83 triệu (đạt 97,4% mức 2019). Tuy nhiên, đà phục hồi sẽ bị ảnh hưởng bởi chi phí nhiên liệu tăng cao và tình hình tài chính khó khăn. Chúng tôi ước tính chi phí nhiên liệu/ASK của VJC tăng mạnh trong 2022 (+54,3% svck) trước khi giảm 7,1% svck trong năm 2023. Bên cạnh đó, tỷ lệ đòn bẩy của VJC đã tăng và đạt mức cao nhất trong 4 năm và có thể ảnh hưởng đến kế hoạch phát triển đội bay trong thời gian tới.

### Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu 132.000 đồng/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 5% theo phương pháp DCF (WACC: 8,69%) xuống 132.000 đồng/cp do (1) chúng tôi chuyển mô hình DCF sang 2022, và (2) chúng tôi giảm dự phóng EPS 2022-23 xuống 66,1%/47,6%. Do dự địa tăng giá còn hạn chế, chúng tôi hạ khuyến nghị VJC về Trung lập. Tiềm năng tăng giá là đường hàng không quốc tế hồi phục mạnh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá gồm (1) bất ổn địa chính trị thế giới có thể ảnh hưởng giao thông hàng không toàn cầu, (2) các dự án hạ tầng hàng không xây dựng chậm hơn dự kiến, (3) chi phí nhiên liệu cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	18.220	12.875	50.385	88.341
Tăng trưởng DT thuần	(64,0%)	(29,3%)	291,3%	75,3%
Biên lợi nhuận gộp	(7,7%)	(15,8%)	4,6%	7,4%
Biên EBITDA	1,9%	8,4%	5,0%	5,7%
LN ròng (tỷ)	69	175	1.317	3.533
Tăng trưởng LN ròng	(98,2%)	155,6%	651,5%	168,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(151,2%)		668,6%	170,4%
EPS cơ bản	131	335	2.515	6.745
EPS điều chỉnh	111	284	2.138	5.733
BVPS	28.592	32.136	34.046	40.432
ROAE	0,5%	1,1%	7,6%	18,1%

Source: VNDIRECT RESEARCH

**CON ĐƯỜNG HỒI PHỤC CÒN GIAN NAN**

**KQKD Q2/22: chi phí nhiên liệu tăng kim hãm đà phục hồi**

Hình 1: Tóm tắt KQKD Q2/22 (Đơn vị: tỷ đồng)

	Q2/22	Q2/21	% svck	6T22	6T21	% svck	Sv dự phóng 2022	Nhận xét
Số chuyến bay	31.341	13.741	128,1%	51.483	33.883	51,9%	37,6%	
Số lượng khách (tr)	6	2	200,0%	9	6	62,5%	35,3%	Tổng lượng khách Q2/22 của VJC tăng 200,0% svck nhờ hàng không nội địa phục hồi. Tổng lượng khách nội địa của Việt Nam trong Q2/22 tăng 183% svck, giúp sản lượng khách trong 6T22 tăng 52,0% svck. Đối với hàng không quốc tế, sản lượng khách 6 tháng đầu năm tăng 5 lần đạt 1,8 triệu và đạt mức 13% trước dịch (6T19).
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>11.590</b>	<b>3.542</b>	<b>227,2%</b>	<b>16.112</b>	<b>7.556</b>	<b>113,2%</b>	<b>28,6%</b>	
Doanh thu cốt lõi	9.123	2.324	292,6%	12.752	5.017	154,2%	31,5%	
- Doanh thu vé	5.620	856	556,8%	7.973	1.937	311,5%		
- Phụ trợ & hàng hóa	2.879	1.348	113,7%	3.586	2.864	25,2%		
- Khác	623	120	417,8%	1.194	215	455,3%		
S&LB	2.467	1.218	102,6%	3.360	2.574	30,6%	21,2%	Chúng tôi ước tính VJC đã bán 5 quyền chọn mua máy bay với biên gộp cao (80,5%) trong Q2/22.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.127</b>	<b>(1.278)</b>	<b>-188,2%</b>	<b>871</b>	<b>(2.882)</b>	<b>-130,2%</b>	<b>14,2%</b>	Loại trừ hoạt động S&LB, VJC đã thu hẹp lỗ gộp xuống 859 tỷ trong Q2/22 (so với lỗ gộp 1.279 tỷ trong Q2/21). Lỗ từ hoạt động cốt lõi đến từ giá nhiên liệu tăng mạnh trong kỳ, với giá xăng Jet A1 tăng 99,7% svck trong Q2/22.
<b>Loại LNG của S&amp;LB</b>	<b>(859)</b>	<b>(1.279)</b>	<b>NA</b>	<b>(1.318)</b>	<b>(3.245)</b>	<b>NA</b>		
Biên LNG	9,7%	-36,1%	+45,8 điểm%	5,4%	-38,1%	+43,5 điểm%		Biên LNG hoạt động cốt lõi trong Q2/22 tăng 45,6 điểm% nhờ đường bay nội địa của VJC hồi phục mạnh mẽ với tổng số chuyến bay tăng 128,1% svck và tổng lượng khách tăng 200% svck.
- LNG hoạt động chính	-9,4%	-55,0%	+45,6 điểm%	-10,3%	-64,7%	+54,3 điểm%		
- LNG hđ S&LB	80,5%	0,1%	+80,4 điểm%	65,1%	14,1%	+51,0 điểm%		
Doanh thu tài chính	238	1.757	-86,4%	1.394	3.776	-63,1%	247,2%	Doanh thu tài chính Q2/22 giảm 86,4% svck do VJC không còn ghi nhận lợi nhuận từ chuyển nhượng bất động sản như trong Q2/21 (1.358 tỷ). Chi phí tài chính Q2/22 tăng 427,2% svck do (1) chi phí lãi vay tăng 137,3% svck do tổng nợ vay tăng 59,9% svck và (2) trích dự phòng đầu tư 260 tỷ trong Q2/22 so với việc hoàn nhập dự phòng 45 tỷ trong Q2/21.
Chi phí tài chính	777	147	427,2%	1.179	203	479,7%	126,8%	
Chi phí bán hàng	235	231	1,7%	364	345	5,5%	23,4%	
Chi phí QLDN	82	91	-10,0%	200	189	5,7%	37,0%	
Lợi nhuận khác	8	12	-37,7%	8	8	0,0%	3,9%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>180</b>	<b>6</b>	<b>3026,6%</b>	<b>424</b>	<b>124</b>	<b>242,1%</b>	<b>10,9%</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Triển vọng 2022-23: đà phục hồi bị ảnh hưởng bởi chi phí nhiên liệu cao và khó khăn tài chính**

**Đường bay nội địa phục hồi vững chắc nhưng con đường phục hồi của đường bay quốc tế còn nhiều gập ghềnh**

Theo IATA, Việt Nam đứng đầu thế giới về mức độ phục hồi của hàng không nội địa với sản lượng khách nội địa trong nửa đầu 2022 quay về mức 106% trước dịch. VJC đã chủ động phục hồi tất cả các đường bay đang có và lên kế hoạch mở các đường bay mới để nắm bắt sự bùng nổ về nhu cầu du lịch sau đại dịch Covid-19. Theo đà phục hồi, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách nội địa VJC tăng 245,4% svck trong năm 2022 với nhu cầu đi lại phục hồi. Tăng trưởng có thể chậm lại xuống 12% svck trong năm 2023 từ mức nền cao của 2022.

Đối với đường bay quốc tế, khả năng phục hồi trong ngắn hạn của Việt Nam phụ thuộc và mức độ nới lỏng về nhập cảnh của các quốc gia đến. Hầu hết các quốc gia đã giảm thiểu yêu cầu nhập cảnh hoặc đang có kế hoạch trong thời gian tới. Yếu tố tiêu cực nhất ảnh hưởng đến sự phục hồi của du lịch và hàng không Việt Nam là chính sách zero-Covid của Trung Quốc, theo đó việc bay đến và đi từ Trung Quốc bị kiểm soát nghiêm ngặt, tuy nhiên rủi ro này là thấp đối

với VJC bởi tỷ trọng khách Trung Quốc trên tổng lượng khách quốc tế của VJC thời điểm trước dịch rất thấp. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng tuyến đường hàng không giữa Việt Nam và Đông Nam Á sẽ phục hồi mạnh mẽ kể từ Q2/22 khi hoạt động quảng bá du lịch đang được triển khai mạnh, theo sau là Hàn Quốc, Châu Âu, Nhật Bản và Mỹ trong Q3/22, Đài Loan và Nga trong Q4/22 trong khi hoạt động quảng bá du lịch tới Trung Quốc có thể được triển khai trong Q1/23.

**Hình 2: Ba kịch bản cho việc mở lại các thị trường hàng không quốc tế chính của Việt Nam**

Thời điểm triển khai quan hệ du lịch song phương với Việt Nam	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
Kịch bản tích cực		ĐNA, Hàn Quốc, Nhật Bản, Châu Âu, Mỹ	Đài Loan, Nga	Trung Quốc				
Kịch bản cơ sở		ĐNA	Hàn Quốc, Châu Âu, Nhật, Mỹ	Đài Loan, Nga	Trung Quốc			
Kịch bản tiêu cực		ĐNA	Hàn Quốc, Châu Âu, Mỹ	Nhật, Nga	Đài Loan		Trung Quốc	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

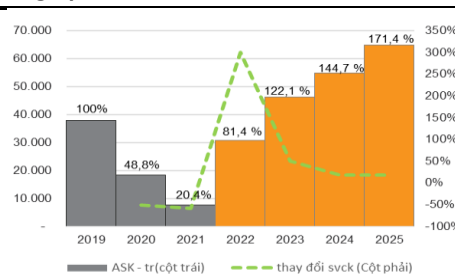
**Hình 3: Mức độ phục hồi sản lượng khách quốc tế của VJC, theo kịch bản cơ sở của chúng tôi**

		Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
<b>Quốc gia</b>	<b>Tỷ trọng trước dịch</b>								
Hàn Quốc	31%	5%	10%	25%	60%	80%	90%	90%	100%
Đài Loan	25%	5%	5%	10%	25%	50%	80%	90%	90%
Thái Lan	14%	5%	25%	60%	80%	90%	90%	100%	100%
Nhật Bản	11%	5%	10%	25%	60%	80%	90%	90%	100%
Singapore	7%	5%	25%	60%	80%	90%	90%	100%	100%
Hongkong	4%	5%	5%	10%	25%	60%	80%	90%	90%
Indonesia	2%	5%	25%	60%	80%	90%	90%	100%	100%
Malaysia	2%	5%	25%	60%	80%	90%	90%	100%	100%
Campuchia	2%	5%	25%	60%	80%	90%	90%	100%	100%
Myanmar	2%	5%	10%	25%	60%	80%	90%	90%	110%
Ấn Độ	0%	10%	25%	60%	80%	90%	90%	100%	100%
<b>Tổng</b>	<b>100%</b>	<b>6,0%</b>	<b>15,1%</b>	<b>36,1%</b>	<b>63,3%</b>	<b>83,4%</b>	<b>96,1%</b>	<b>102,7%</b>	<b>107,3%</b>
				<b>30,1%</b>				<b>97,4%</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

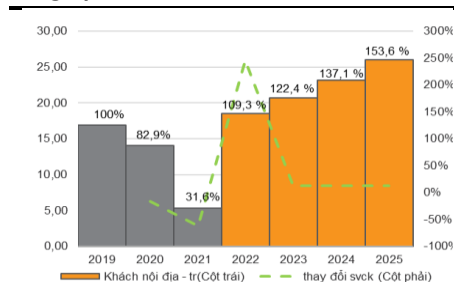
Trong thời gian qua, VJC là hãng hàng không tiên phong trong việc mở các đường bay mới giữa Việt Nam và Ấn Độ với 17 đường bay giữa 2 quốc gia. Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách quốc tế của VJC đạt 2,43 triệu trong năm 2022 (so với 0,1 triệu trong năm 2021), và có thể tăng 223% svck trong năm 2023 đạt 7,83 triệu (bằng 97,4% mức 2019). Cùng với sự phục hồi vững chắc của lượng khách nội địa, chúng tôi kỳ vọng công suất ghế luân chuyển (ASK) có thể tăng 299,2%/50,1% svck trong 2022-23.

**Hình 4: Công suất ghế luân chuyển trong trung hạn**



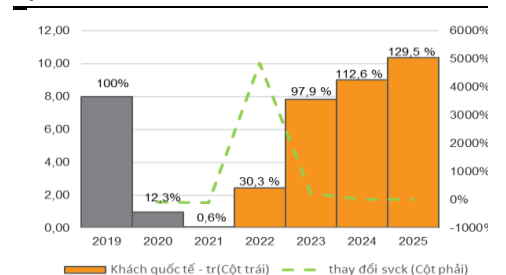
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 5: Tổng lượng khách nội địa trong trung hạn của VJC**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 6: Tổng lượng khách quốc tế trong trung hạn của VJC**

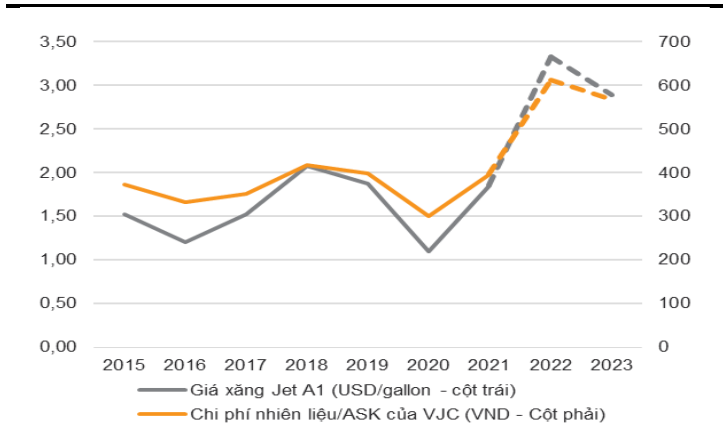


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Giá nhiên liệu cao gây áp lực lên biên lợi nhuận hoạt động cốt lõi

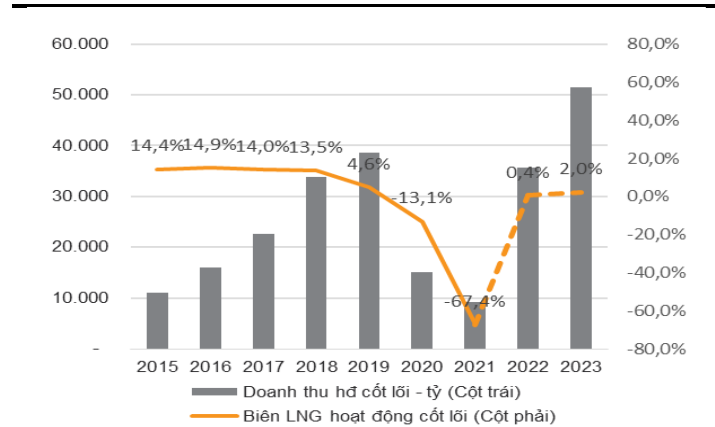
Giữa bối cảnh nguồn cung dầu mỏ đang bị thắt chặt, căng thẳng chiến sự giữa Nga và Ukraina đã làm trầm trọng thêm tình hình, đẩy giá dầu Brent đạt mức cao nhất kể từ 2008. Hiện tại, có nhiều yếu tố khó lường có thể khiến giá dầu neo ở mức cao. Chúng tôi kỳ vọng giá xăng Jet A1 có thể tăng trung bình 114% svck trong năm 2022 trước khi giảm 13,0% svck trong năm 2023. Nhiên liệu bay giai đoạn 2022-23 duy trì ở mức cao nhất kể từ năm 2015 tiềm ẩn nhiều khó khăn cho các hãng hàng không. Với việc giá nhiên liệu tăng cao, chúng tôi ước tính chi phí nhiên liệu/ASK của VJC tăng mạnh 54,3% svck, thấp hơn mức tăng của giá xăng Jet A1 nhờ chính phủ giảm thuế môi trường cho nhiên liệu bay từ 3.000 đồng/lít xuống 1.000 đồng/lít trong năm 2022. Chi phí nhiên liệu bay/ASK có thể giảm 7,1% svck trong năm 2023 theo đà giảm của nhiên liệu toàn cầu. Yếu tố này có thể tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận gộp hoạt động cốt lõi của VJC khi ngành hàng không đang bước vào giai đoạn phục hồi mạnh thời gian tới.

Hình 7: Giá nhiên liệu tăng gây khó khăn cho hoạt động của VJC



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Biên gộp của VJC đang bị ảnh hưởng trong bối cảnh ngành hàng không phục hồi mạnh

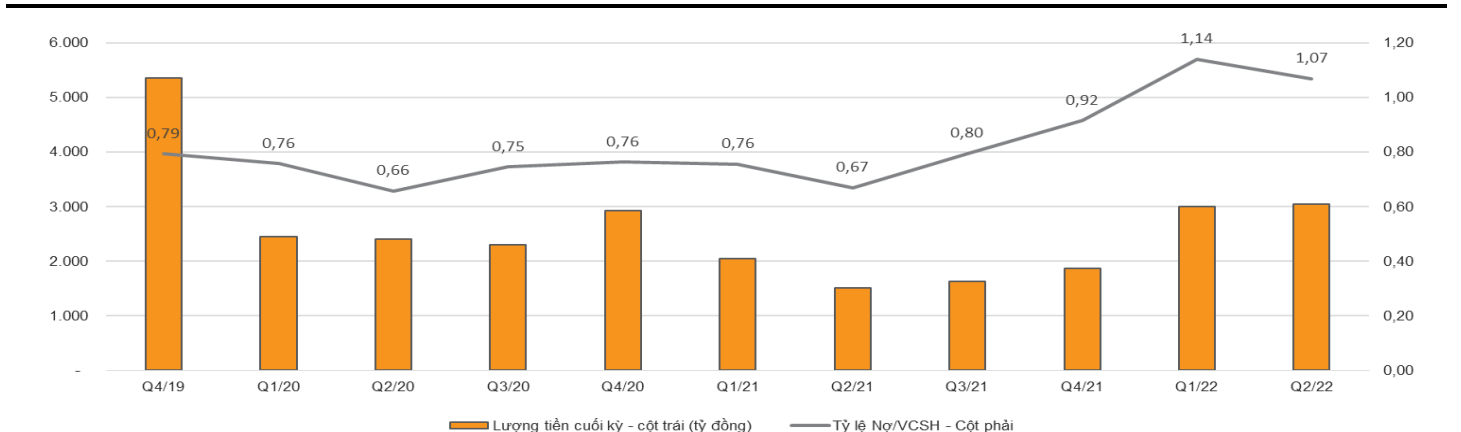


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Tình hình tài chính khó khăn có thể làm chậm kế hoạch mở rộng đội tàu

Bước vào giai đoạn sau dịch, VJC đã tăng nợ vay để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Kể từ năm 2021, VJC đã phát hành 10.000 tỷ trái phiếu (lãi suất vào khoảng 9,5%/năm) và điều này khiến tỷ lệ đòn bẩy của VJC đạt mức cao nhất trong 4 năm gần đây. Một yếu tố nền tảng để đảm bảo cho kế hoạch mở rộng đội tàu và chiến lược phát triển trong tương lai là hợp đồng đặt mua 200 máy bay Boeing 737, trong đó VJC đã đạt được thỏa thuận với Boeing tái cấu trúc và tiếp tục thực hiện hợp đồng này, tuy nhiên tình hình tài chính khó khăn hiện tại có thể ảnh hưởng đến kế hoạch mở rộng trong thời gian tới.

Hình 9: Dù có nhiều cải thiện, tình hình tài chính của VJC đang trở nên khó khăn hơn so với thời điểm trước dịch



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



Đề tài trợ cho kế hoạch mở rộng đội bay trong khi vẫn đảm bảo đòn bẩy tài chính, VJC lên kế hoạch phát hành cổ phiếu riêng lẻ và trái phiếu chuyển đổi trong năm 2022:

- Đối với kế hoạch phát hành cổ phiếu riêng lẻ, VJC sẽ phát hành với tỷ lệ 10% lượng cổ phiếu hiện tại với mục tiêu thu về 6.960 tỷ (300 triệu USD). Mục đích tăng vốn: mở rộng đội bay (250 triệu USD), tăng vốn lưu động (50 triệu USD).
- Đối với kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi, VJC sẽ phát hành lượng trái phiếu với giá trị 6.960 tỷ (300 triệu USD). Mục đích phát hành: mở rộng đội bay (200 triệu USD), tăng vốn lưu động (100 triệu USD).

Nếu việc tăng vốn thành công, VJC có thể cải thiện sức khỏe tài chính cũng như đảm bảo kế hoạch mở rộng đội tàu, tuy nhiên việc phát hành trái phiếu riêng lẻ có thể khó đánh giá mức độ pha loãng và tiềm ẩn rủi ro về pha loãng tới cổ đông hiện hữu.

### Thay đổi dự phóng 2022-23

**Hình 10: thay đổi dự phóng 2022-23**

	2021	2022			2023		
		Dự báo cũ	Dự báo mới	Thay đổi	Dự báo cũ	Dự báo mới	Thay đổi
Sản lượng khách (tr)	5,40	25,76	20,91	-18,8%	28,93	28,53	-1,4%
Nội địa (tr)	5,35	18,41	18,48	0,4%	19,89	20,70	4,1%
Quốc tế (tr)	0,05	7,35	2,43	-67,0%	9,04	7,83	-13,3%
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	12.875	56.368	50.385	-10,6%	85.646	88.341	3,1%
Doanh thu cốt lõi (tỷ đồng)	9.276	40.515	35.718	-11,8%	49.610	51.491	3,8%
Doanh thu S&LB (tỷ đồng)	3.599	15.853	14.667	-7,5%	36.036	36.851	2,3%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	(2.039)	6.129	2.335	-61,9%	9.536	6.538	-31,4%
LN gộp loại trừ S&LB (tỷ đồng)	(6.256)	3.767	151	-96,0%	4.167	1.051	-74,8%
Doanh thu tài chính (tỷ đồng)	4.033	564	1.504	166,6%	856	883	3,2%
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	806	930	1.391	49,6%	1.406	1.975	40,5%
Lợi nhuận khác (tỷ đồng)	8	214	33	-84,6%	325	58	-82,2%
Lợi nhuận ròng (VNDbn)	175	3.887	1.317	-66,1%	6.739	3.533	-47,6%
<b>EPS (VND)</b>	<b>335</b>	<b>7.420</b>	<b>2.515</b>	<b>-66,1%</b>	<b>12.865</b>	<b>6.745</b>	<b>-47,6%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi thay đổi dự phóng KQKD của VJC như sau:

- Chúng tôi tăng dự phóng sản lượng khách nội địa 2022-23 thêm 0,4%/4,1% nhờ triển vọng tích cực của hàng không nội địa.
- Chúng tôi giảm dự phóng sản lượng khách quốc tế 2022-23 xuống 67,0%/13,3% do hàng không quốc tế hồi phục khó khăn hơn dự kiến.
- Chúng tôi tăng dự phóng giá nhiên liệu bay 2022-23 thêm 124,5%/74,0% trong bối cảnh giá dầu cao hiện tại.
- Kết quả là, chúng tôi giảm dự phóng doanh thu cốt lõi 11,8% trong năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi tăng doanh thu cốt lõi 2023 thêm 3,8% do giá nhiên liệu cao có thể khiến giá vé máy bay tăng cao hơn. Do (1) dự phóng sản lượng khách quốc tế giảm, và (2) giá nhiên liệu cao hơn dự phóng, lợi nhuận gộp hoạt động cốt lõi của VJC giảm 96,0%/74,8% so với dự phóng trước đây.
- Chúng tôi tăng doanh thu tài chính 2022 thêm 166,6% do điều chỉnh kết quả nửa đầu năm 2022.
- Chúng tôi tăng chi phí tài chính 2022-23 thêm 49,6%/40,5% do tăng nợ vay và trích lập dự phòng đầu tư.
- Chúng tôi giảm lợi nhuận khác 2022-23 xuống 84,6%/82,2% do điều chỉnh kết quả nửa đầu năm 2022.

- Tổng hợp lại, chúng tôi giảm dự phóng EPS 2022-23 xuống 66,1%/47,6%.

#### Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu 132.000 đồng/cp

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 5% theo phương pháp DCF (WACC: 8,69%) xuống 132.000 đồng/cp do (1) chúng tôi chuyển mô hình DCF sang năm 2022, và (2) chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2022-23 xuống 66,1%/47,6%. Do dự địa tăng giá bị hạn chế, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập. Chúng tôi vẫn duy trì triển vọng lạc quan cho VJC trong dài hạn nhờ vị thế dẫn đầu trên thị trường vận tải hàng không Việt Nam và VJC có thể nắm bắt đà phục hồi tăng trưởng của hàng không du lịch Việt Nam trong dài hạn.

#### Rủi ro đầu tư:

Tiềm năng tăng giá là giao thông hàng không quốc tế phục hồi tốt hơn dự kiến kể từ 2022.

#### Rủi ro giảm giá:

- Bất ổn địa chính trị có thể ảnh hưởng giao thông đường hàng không toàn cầu.
- Triển khai xây dựng các dự án hạ tầng hàng không chậm hơn dự kiến.
- Giá nhiên liệu bay cao hơn dự kiến khiến chi phí hoạt động cao.

Hình 11: Dòng tiền FCFF (Đơn vị: tỷ đồng)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>EBIT</b>	<b>2.326</b>	<b>4.839</b>	<b>6.331</b>	<b>8.835</b>	<b>8.160</b>	<b>13.202</b>	<b>19.579</b>	<b>25.649</b>	<b>35.598</b>
Trừ: thuế	0	0	0	0	0	859	1.747	2.911	4.267
<b>EBIAT</b>	<b>2.326</b>	<b>4.839</b>	<b>6.331</b>	<b>8.835</b>	<b>8.160</b>	<b>12.343</b>	<b>17.832</b>	<b>22.738</b>	<b>31.332</b>
Cộng: khấu hao	181	219	262	312	371	439	519	612	706
Trừ: CAPEX	5.884	7.761	4.412	5.963	6.872	8.062	9.117	10.764	12.007
Trừ: thay đổi vốn lưu động	-2.584	-1.584	2.326	3.431	4.123	4.461	14.118	7.811	9.121
<b>Dòng tiền tự do (FCFF)</b>	<b>-793</b>	<b>-1.120</b>	<b>-146</b>	<b>-246</b>	<b>-2.464</b>	<b>259</b>	<b>-4.884</b>	<b>4.775</b>	<b>10.909</b>
Giá trị hiện tại của FCFF	-793	-1.031	-123	-192	-1.766	171	-2.963	2.666	5.603
<b>Tổng hợp giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>1.571</b>								

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Các giả định đầu vào

Giả định đầu vào mô hình DCF	
Chi phí VCSH	14,07%
Chi phí nợ	5,21%
Giá trị mục tiêu D/(D+E)	0,54
Thuế TNDN	20%
WACC	8,69%
Tăng trưởng dài hạn	2,00%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Mô hình định giá DCF

Đơn vị	VNDbn
<b>FCF năm cuối</b>	<b>10.909</b>
Tăng trưởng dài hạn	2,0%
<b>Giá trị tới hạn</b>	<b>166.443</b>
Giá trị chiết khấu	0,51
<b>Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn</b>	<b>85.486</b>
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>87.057</b>
Giá trị doanh nghiệp	87.057
Trừ: tổng nợ	20.055
Cộng: tiền và tương đương tiền	4.490
<b>Giá trị của VCSH</b>	<b>71.492</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành	541.611.334
<b>Giá trị cổ phiếu</b>	<b>132.000</b>

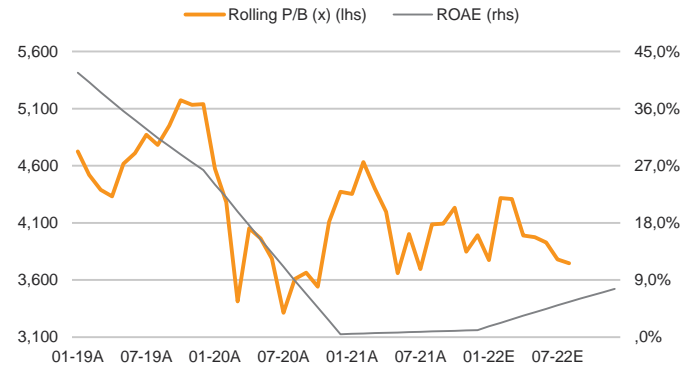
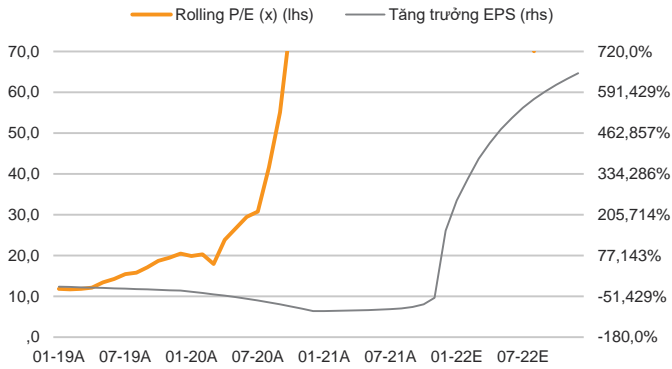
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 08/08/2022)

Tên công ty	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa trUSD	P/E		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/BV		ROE (%)		EV/EBITDA	
		Nguyên tệ	Nguyên tệ			2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	
<b>Hãng hàng không giá rẻ</b>														
VIETJET AVIATION JSC	VJC VN	125.200,0	132.000	Trung lập	2.856,8	51,4	19,1	-40,6	3,9	3,2	7,6	18,1	34,5	17,3
AIRASIA GROUP BHD	AAGB MK	1	N/A	KKN	830,0	NA	NA	NA	NA	NA	47,2	21,1	NA	12,6
CEBU AIR INC	CEB PM	53	N/A	KKN	662,4	NA	29,4	NA	1,9	1,5	-45,5	24,4	57,0	4,4
ASIA AVIATION PCL	AAV TB	3	N/A	KKN	429,9	NA	NA	NA	1,2	1,3	-26,8	-0,3	NA	10,7
<b>Trung bình</b>						<b>52,7</b>	<b>22,8</b>		<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>16,1</b>	<b>45,8</b>	<b>10,1</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	12.875	50.385	88.341
Giá vốn hàng bán	(14.914)	(48.050)	(81.803)
Chi phí quản lý DN	(366)	(403)	(581)
Chi phí bán hàng	(608)	(732)	(1.339)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>(3.012)</b>	<b>1.200</b>	<b>4.618</b>
EBITDA thuần	(2.914)	1.381	4.837
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(98)</b>	<b>(181)</b>	<b>(219)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>(3.012)</b>	<b>1.200</b>	<b>4.618</b>
Thu nhập lãi	4.033	1.504	883
Chi phí tài chính	(806)	(1.391)	(1.975)
Thu nhập ròng khác	8	33	58
TN từ các Cty LK & LD	(42)	(27)	(47)
<b>LN trước thuế</b>	<b>180</b>	<b>1.319</b>	<b>3.537</b>
Thuế	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	(5)	(1)	(4)
<b>LN ròng</b>	<b>175</b>	<b>1.317</b>	<b>3.533</b>
Thu nhập trên vốn	175	1.317	3.533
Cổ tức phổ thông	0	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>175</b>	<b>1.317</b>	<b>3.533</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1.868	4.490	8.305
Đầu tư ngắn hạn	859	872	880
Các khoản phải thu ngắn hạn	23.261	24.768	23.199
Hàng tồn kho	811	920	1.305
Các tài sản ngắn hạn khác	67	539	766
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>26.867</b>	<b>31.589</b>	<b>34.455</b>
Tài sản cố định	1.158	1.244	1.339
Tổng đầu tư	149	149	149
Tài sản dài hạn khác	23.479	30.547	43.172
<b>Tổng tài sản</b>	<b>51.654</b>	<b>63.529</b>	<b>79.115</b>
Vay & nợ ngắn hạn	7.320	7.554	10.890
Phải trả người bán	3.241	3.336	2.597
Nợ ngắn hạn khác	4.961	9.538	10.904
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>15.522</b>	<b>20.428</b>	<b>24.391</b>
Vay & nợ dài hạn	8.140	12.501	15.447
Các khoản phải trả khác	11.137	12.744	18.073
Vốn điều lệ và	5.416	5.416	5.416
LN giữ lại	11.281	12.599	16.132
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>16.834</b>	<b>17.835</b>	<b>21.180</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	20	21	25
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>51.654</b>	<b>63.529</b>	<b>79.115</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>180</b>	<b>1.319</b>	<b>3.537</b>
Khấu hao	98	181	219
Thuế đã nộp	(11)	0	0
Các khoản điều chỉnh khác	1.959	(330)	(196)
<b>Thay đổi VLBĐ</b>	<b>(8.794)</b>	<b>2.584</b>	<b>1.584</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>(6.568)</b>	<b>3.754</b>	<b>5.144</b>
Đầu tư TSCĐ	(175)	(5.884)	(7.761)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	0	0
Các khoản khác	(709)	157	151
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(883)</b>	<b>(5.728)</b>	<b>(7.610)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	4.044	4.595	6.282
Dòng tiền từ HĐTC khác	2.349	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>6.393</b>	<b>4.595</b>	<b>6.282</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.926	1.868	4.490
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(1.058)</b>	<b>2.621</b>	<b>3.816</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.868	4.490	8.305

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	1,4%	2,6%	4,0%
Vòng quay TS	0,27	0,87	1,24
ROAA	0,4%	2,3%	5,0%
Đòn bẩy tài chính	3,04	3,32	3,66
ROAE	1,1%	7,6%	18,1%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	324,7	73,6	42,0
Số ngày nắm giữ HTK	19,9	7,0	5,8
Số ngày phải trả tiền bán	79,3	25,3	11,6
Vòng quay TSCĐ	12,82	41,94	68,41
ROIC	0,5%	3,5%	7,4%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,7	1,5	1,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	1,5	1,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,4
Vòng quay tiền	265,2	55,2	36,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(29,3%)	291,3%	75,3%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	18,1%		284,9%
Tăng trưởng LN ròng	155,6%	651,5%	168,2%
Tăng trưởng EPS	155,6%	651,5%	168,2%

Nguồn: VND RESEARCH



## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

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

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

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

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

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

### Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

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

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