

Vài nét về doanh nghiệp

VJC là một trong những doanh nghiệp hàng đầu vận tải hành khách đường hàng không tại Việt Nam, hoạt động theo mô hình hàng không giá rẻ (Low-cost carrier – LCC). Hãng tập trung tối ưu chi phí, khai thác hiệu quả đội tàu bay và cung cấp dịch vụ với giá cạnh tranh. Nhờ đó, Vietjet nhanh chóng mở rộng thị phần, trở thành hãng hàng không tư nhân lớn nhất Việt Nam.

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu	149.00
Tiềm năng tăng giá	5%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	5%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Hàng không
Thị giá (16/9/2025)	142.00
Biến động 1 năm	79.1 – 146.7
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	1,013,066
Vốn hóa (Tỷ đồng)	86,316
P/E	42x
P/B	3,3x
%NN sở hữu	7.31%

Diễn biến giá



	3T	6T	12T
VJC	66%	51%	39%
VNindex	25%	27%	34%

Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	42%
Quý ngoại	7%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bá Long

nblong@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

SÀI CẢNH VƯỜN CAO

ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu VJC, với giá mục tiêu 149,000 đồng/cp, tương ứng EV/EBITDAR mục tiêu 8.65x, dựa trên triển vọng tích cực của thị trường du lịch và vận tải hành khách hàng không trong các năm tới.

CẬP NHẬT KQKD:

Doanh thu thuần (DTT) và LNST Q2.2025 lần lượt đạt 17.855 tỷ đồng (+7,5% yoy) và 652 tỷ đồng (+121% yoy). Lũy kế 6T.2025, DTT ghi nhận 35,837 tỷ đồng (+5,3% yoy), trong đó doanh thu vận chuyển hành khách đạt 9,425 tỷ đồng (+5% yoy) và doanh thu phụ trợ tăng 20% yoy lên 6,893 tỷ đồng nhờ mức chi tiêu bình quân trên mỗi khách hàng cải thiện. Ngược lại, doanh thu từ chuyển quyền thương mại tàu bay giảm mạnh còn 428 tỷ đồng (-46% yoy), cho thấy tăng trưởng đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi thay vì các giao dịch tài chính một lần.

Biên lợi nhuận gộp Q2.2025 đạt 13,5%, tăng nhẹ so với cùng kỳ nhờ tỷ trọng doanh thu phụ trợ/hành khách cải thiện, nhu cầu sử dụng dịch vụ bổ trợ gia tăng cùng với việc mở rộng các chặng bay dài.

Theo đó, LNST Q2.2025 tăng mạnh lên mức 652 tỷ đồng (+121% yoy), lũy kế 6T.2025 đạt 1,292 tỷ đồng (+56% yoy).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu phụ trợ tăng trưởng mạnh nhờ quãng đường bay trung bình tăng

Trong nửa đầu 2025, doanh thu phụ trợ tăng hơn 20% so với cùng kỳ nhờ quãng đường bay trung bình dài hơn, kéo theo nhu cầu chi tiêu cho dịch vụ bổ sung (hành lý, suất ăn, chọn chỗ) gia tăng. Xu hướng này dự kiến tiếp tục khi mạng bay quốc tế mở rộng, giúp biên lợi nhuận duy trì ổn định ở mức cao.

Giá vé bình quân neo cao giúp doanh thu vận chuyển hành khách tăng nhẹ

Doanh thu vận chuyển chỉ tăng nhẹ, nhưng giá vé bình quân vẫn được giữ ở mức cao do nhu cầu quốc tế phục hồi trong khi hạn chế về slot bay chưa được tháo gỡ. Trong ngắn hạn, giá vé dự kiến tiếp tục neo cao, song về trung hạn khi công suất mới đi vào khai thác, sản lượng có thể tăng thêm nhưng giá sẽ dần ổn định.

Chi phí nhiên liệu hạ nhiệt

Giá Jet A1 trong nửa đầu 2025 giảm so với cùng kỳ, nhờ nguồn cung toàn cầu cải thiện và nhu cầu năng lượng hạ nhiệt, qua đó giảm áp lực chi phí cho hãng. Trong những quý tới, giá nhiên liệu nhiều khả năng duy trì ở mức thấp hơn năm trước, hỗ trợ lợi nhuận, nhưng vẫn tiềm ẩn rủi ro biến động do yếu tố địa chính trị và chính sách sản lượng từ OPEC+.

Hạ tầng mở rộng tạo dư địa tăng trưởng

Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất đã đưa vào khai thác từ tháng 4/2025 với công suất 20 triệu khách/năm, trong khi nhà ga T2 Nội Bài dự kiến hoàn thành cuối năm, nâng công suất quốc tế thêm 5 triệu khách/năm. Việc mở rộng này sẽ dần tháo gỡ nút thắt hạ tầng, cho phép Vietjet tăng sản lượng bay và gia tăng doanh thu phụ trợ trong trung hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024	6T.2025
DTT (Tỷ đồng)	40,142	58,341	72,045	35,837
Tăng trưởng DT	212%	45%	23%	5.3%
LNST (Tỷ đồng)	-2,262	231	1,404	1,293
Tăng trưởng LNST	-	-	507%	55%
Nợ/TTS (%)	28%	35%	43%	45%
TS LN gộp (%)	-5%	4%	10%	13%
ROE – TTM (%)	-15%	2%	8%	11%
EPS - TTM (đồng)	-4,177	426	2,591	3,421

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2025

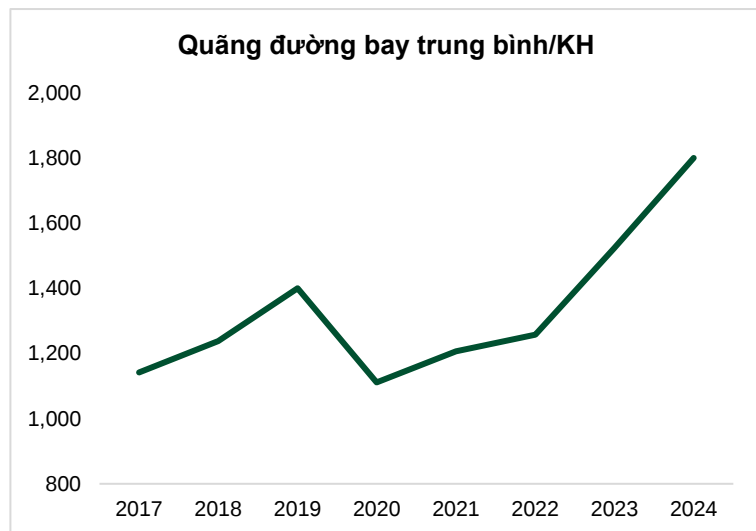
Tóm tắt biến động kinh doanh 2025

Tiêu chí	Q2.2024	Q2.2025	% YOY	Lũy kế 2024	Lũy kế 2025	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	16,237	17,885	+10%	34,029	35,837	+5%	Doanh số tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ với động lực chính tới từ Doanh thu Bán vé và Dịch vụ Phụ trợ nhờ (1) Mặt bằng giá vé đầu năm tiếp tục duy trì ở mức cao (2) Nhu cầu sử dụng các dịch vụ đi kèm cải thiện (Suất ăn, hành lý ký gửi, ...) nhờ tập trung vào các chặng bay có chiều dài trung bình lớn hơn.
- Bán vé	9,005	9,425	+4.6%	19,162	20,609	+7.5%	
- Phụ trợ	5,795	6,893	+19%	11,380	13,116	+15%	
- Bán tàu bay	787	428	-46%	2275	428	-82%	Doanh số nghiệp vụ Bán và Thuê lại máy bay (SLB) giảm mạnh so với cùng kỳ, cho thấy Doanh thu & Lợi nhuận có chất lượng cao khi tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi là Vận tải Hành khách.
LNST	294	652	+121%	830	1293	+55%	Lợi nhuận chủ yếu tới từ hoạt động kinh doanh cốt lõi (Bán vé và Dịch vụ Phụ trợ Hàng không), doanh thu và lợi nhuận tới từ nghiệp vụ Bán và Thuê lại máy bay (SLB) đóng góp không đáng kể.
Biên gộp	12.4%	13.5%	+110 bps	11.1%	13.5%	+240 bps	Giá vé trung bình trên mỗi hành khách trong nửa đầu năm 2025 tăng nhẹ (+5%) đồng thời số lượng chuyến bay cũng tăng trưởng (+15%) trong khi giá nhiên liệu bay giảm nhẹ (-10%) so với cùng kỳ.
Sản lượng							
- Số chuyến	35,650	41,000	+15%	70,150	79,700	+13.5%	Số chuyến bay tăng mạnh so với cùng kỳ sau khi nhà ga T3 Tân Sơn Nhất đi vào hoạt động T4/2025. Giúp giải quyết 1 phần nút thắt công suất cho khu vực phía Nam.
- Số khách	6.8tr	7.5tr	+10%	13.1tr	14.4tr	+10%	Số khách hàng tăng trưởng nhẹ ~10% cho thấy nhu cầu du lịch nội địa và quốc tế vẫn tăng trưởng tích cực.

Mảng kinh doanh Dịch vụ phụ trợ là động lực tăng trưởng chính

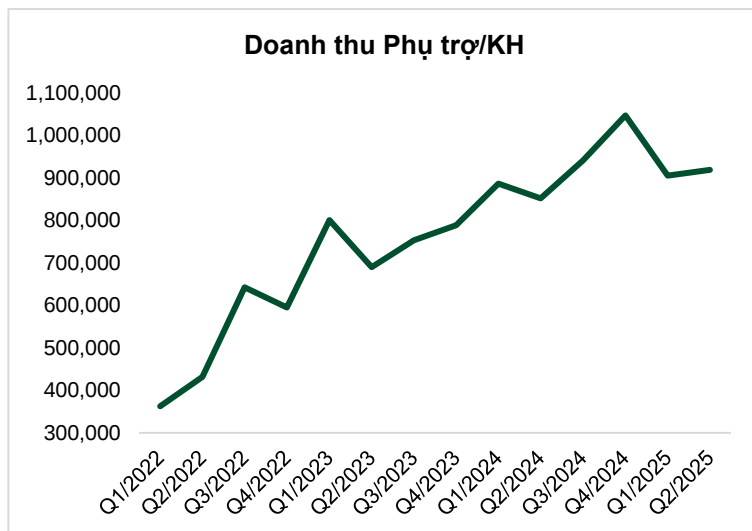
Doanh thu phụ trợ/khách hàng tăng mạnh trong bối cảnh Quảng đường bay trung bình dài hơn nhờ cơ cấu mạng bay

Hình 1: Quảng đường bay trung bình/khách



Nguồn: VietJet, VCBS tổng hợp

Hình 2: Doanh thu Phụ trợ/Khách hàng

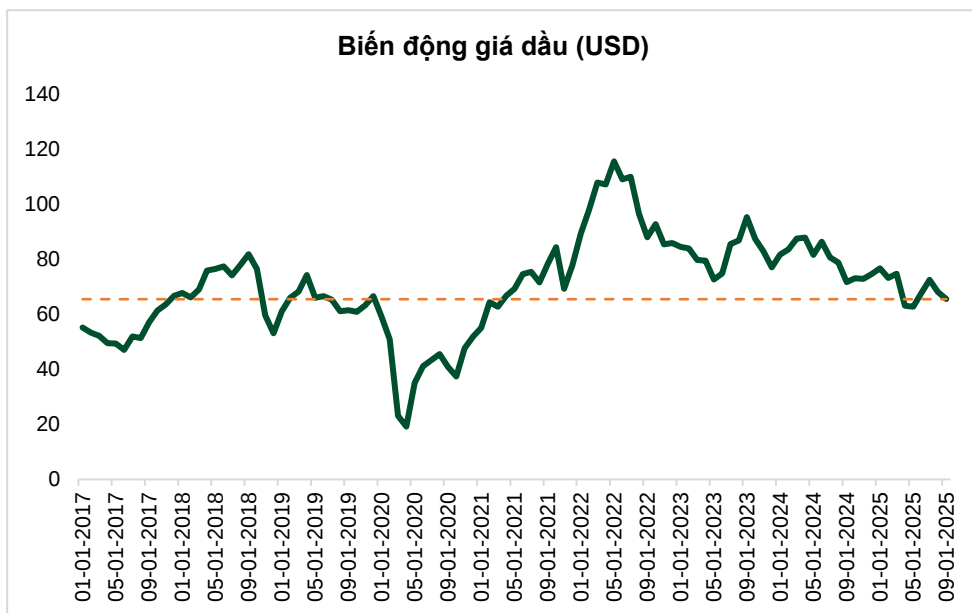


Nguồn: VietJet, VCBS tổng hợp

Giá dầu giảm so với cùng kỳ

Giá dầu (Tương quan >90% với Nguyên liệu bay JET A1) giảm trong nửa đầu 2025 trong bối cảnh các thành viên OPEC+ đang lên kế hoạch tăng sản lượng.

Hình 3: Biến động giá dầu

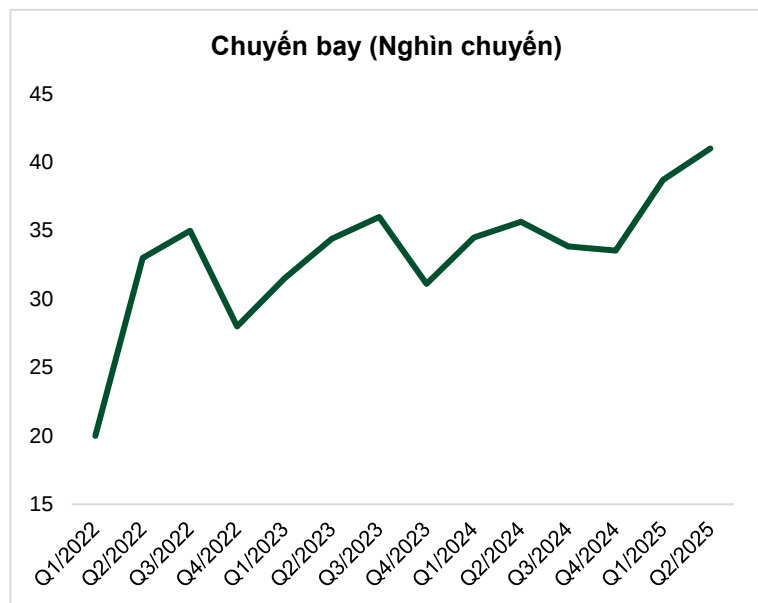


Nguồn: FiinPro

Doanh số Bán vé máy bay tăng nhẹ trong bối cảnh nhu cầu du lịch tích cực

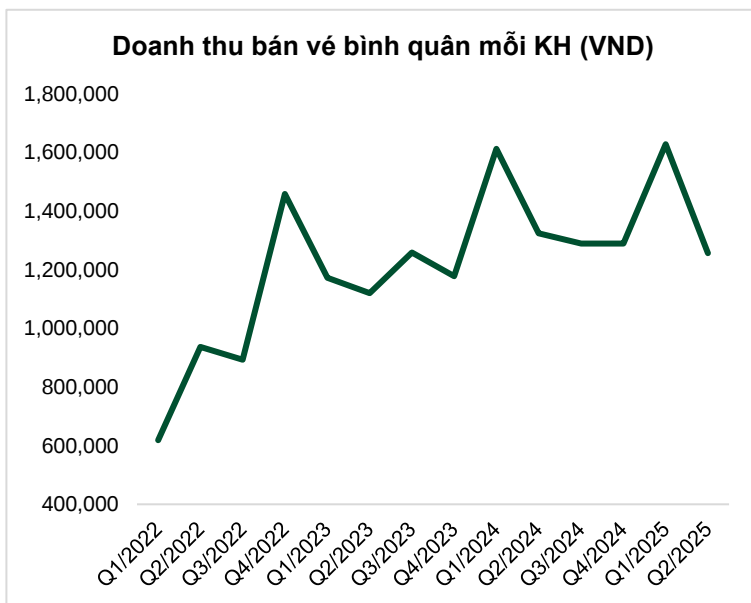
Số lượng chuyến bay cùng với Doanh thu bán vé bình quân mỗi KH tăng nhẹ là động lực tăng trưởng cho Doanh số bán vé.

Hình 4: Số lượng chuyến bay của VJC



Nguồn: Vietjet, Cục Hàng không Việt Nam (CAAV)

Hình 5: Doanh thu bán vé trung bình mỗi KH



Nguồn: Vietjet, VCBS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu tới từ Bán vé và Phụ trợ tăng trưởng mạnh sau khi tái cơ cấu mạng bay

Doanh thu vận chuyển trong quý tăng mạnh hơn nhiều so với số lượng hành khách, phản ánh giá vé bình quân cải thiện đáng kể. Nguyên nhân chính đến từ việc hãng có xu hướng dịch chuyển cơ cấu mạng bay sang các chặng dài với mức giá cao hơn. Bên cạnh đó, nhu cầu đi lại quốc tế tiếp tục phục hồi, đặc biệt từ các thị trường Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản, trong khi năng lực khai thác còn hạn chế bởi quỹ slot bay khiến mặt bằng giá vé được duy trì ở mức cao.

Việc bay các chặng dài hơn cũng kéo theo mức chi tiêu phụ trợ bình quân trên mỗi hành khách tăng lên, từ hành lý ký gửi, suất ăn, chọn chỗ cho tới các gói dịch vụ kèm theo.

Nhờ vậy, lợi nhuận gộp quý 2/2025 vẫn tăng trưởng 13,5% so với cùng kỳ mặc dù lợi nhuận từ hoạt động Bán và Thuê lại (Sale and Lease back) giảm mạnh, cho thấy xu hướng cải thiện hiệu quả kinh doanh cốt lõi.

Trong thời gian tới, giá vé bình quân và doanh thu phụ trợ nhiều khả năng vẫn duy trì ở mức tích cực nhờ nhu cầu quốc tế tiếp tục phục hồi và vấn đề về slot bay chưa thể giải quyết trong thời gian ngắn.

Chi phí nhiên liệu bay Jet A1 có xu hướng hạ nhiệt

Giá nhiên liệu Jet A1 trong nửa đầu năm 2025 đã giảm so với cùng kỳ, giúp giảm bớt gánh nặng chi phí khai thác. Nguyên nhân xuất phát từ việc nguồn cung dầu toàn cầu cải thiện, đặc biệt nhờ sản lượng khai thác tăng tại Mỹ và Trung Đông, trong khi lo ngại tăng trưởng kinh tế chậm lại khiến nhu cầu năng lượng hạ nhiệt.

Dự báo trong các quý tới, giá xăng Jet A1 sẽ tiếp tục duy trì quanh mức thấp hơn năm trước giúp biên lợi nhuận gộp duy trì trong khoảng 13-15%.

Các kế hoạch mở rộng công suất nhà ga tạo dư địa tăng trưởng trung hạn

Từ đầu năm 2025, hạ tầng hàng không bắt đầu có sự nới lỏng. Nhà ga T3 tại Tân Sơn Nhất đã đi vào vận hành từ tháng 4/2025 với công suất 20 triệu khách/năm, nâng tổng công suất sân bay lên gần 50 triệu khách/năm. Đồng thời, dự án mở rộng nhà ga T2 tại Nội Bài dự kiến hoàn thành cuối năm 2025, nâng công suất quốc tế từ 10 lên 15 triệu khách/năm, đưa tổng công suất toàn cảng lên khoảng 30 triệu khách/năm.

Ngoài ra, Giai đoạn 1 dự án Cảng hàng không quốc tế Long Thành dự kiến đi vào hoạt động đầu 2026 cũng sẽ giải quyết phần nào nút thắt công suất cho các cảng hàng không phía Nam, giúp các hãng có dư địa có thêm Slot bay hay mở các đường bay mới.

Đối với Vietjet, đây là cơ hội mở rộng sản lượng trong trung hạn, đặc biệt ở các đường bay quốc tế, thay vì chỉ tăng trưởng dựa vào việc neo giá vé. Việc có thêm công suất mới sẽ tạo dư địa để tăng trưởng doanh thu tới từ hoạt động cốt lõi trong trung – dài hạn.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2024	2025E	% YOY	2026F	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu bình quân Khách hàng (VND/Khách)						
Bán vé	1,370,541	1,370,541	0%	1,302,013	-5%	Giá vé neo ở mức cao trong 2025 do nút thắt về công suất chưa thể giải quyết trong thời gian ngắn. Tuy nhiên, 2026 dự kiến sẽ giảm nhẹ sau khi nút thắt hạ tầng được tháo gỡ, các hãng tăng tần suất bay và gây áp lực lên giá vé.
Phụ trợ	934,556	980,000	5%	1,029,000	5%	Chiến lược tái cơ cấu mạng bay sang các đường bay dài hơn kỳ vọng giúp doanh tới từ dịch vụ Phụ trợ (hành lý ký gửi, suất ăn, chọn chỗ cho tới các gói dịch vụ kèm theo)
Lượt khách (Triệu khách)						
Nội địa	15.6	17.9	15%	20.6	15%	Nhu cầu du lịch nội địa tiếp tục tăng trưởng mạnh cùng với nút thắt cảng công suất phía Nam được tháo gỡ khi nhà ga T3 Tân Sơn Nhất đi vào hoạt động vào T4/2025, cho phép các hãng hàng không mở thêm các đường bay mới và tăng tần suất các chuyến bay.
Quốc tế	10.4	10.9	5%	12.6	15%	Nhu cầu du lịch Quốc tế tăng trưởng tốt tuy nhiên nút thắt công suất chưa được giải quyết trong 2025 là giới hạn của tăng trưởng. Tuy nhiên, tới 2026 khi dự án mở rộng nhà ga T2 Nội bài và Giai đoạn 1 của Cảng hàng không Quốc tế Long Thành đi vào hoạt động sẽ gỡ bỏ nút thắt về sản lượng giúp lượng khách tăng trưởng tốt hơn.
TỔNG	26	28.8	11%	33.2	15%	
Nguyên liệu						
Giá dầu	80	70	-12%	70	0%	Giá dầu được dự phóng tiếp tục duy trì ở quanh 70USD/thùng do sản lượng khai thác tăng tại Mỹ và Trung Đông, trong khi lo ngại tăng trưởng kinh tế chậm lại khiến nhu cầu năng lượng hạ nhiệt.

Định giá

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 10.8% theo CAPM ($R_f = 3\%$, Risk premium = 8.35%, $\beta = 0.94$)

Chi phí vay = 10.5%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 9.1%

CAPEX, Chi phí khấu hao và Net Borrowing được dự phóng dựa trên giả định VJC không sở hữu thêm tàu bay mà sẽ mở rộng qua Thuê hoạt động (Operating Lease)

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **149,000 đồng/cp**, dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFE và so sánh EV/EBITDAR với tỷ trọng 30/70.

Định giá bằng FCFE:

FCFE: tỷ VNĐ	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LNST	2,723	3,523	4,942	5,718	6,656	7,701
Khấu hao	940	980	980	980	980	980
Thay đổi WC	1,396	-7,436	-8,650	-8,785	-11,026	-6,561
CAPEX	-	-	-	-	-	-
Net Borrowing	7,954	2,548	2,975	3,111	3,755	4,186
FCFE	13,013	-385	246	1,024	365	6,306
NPV giai đoạn 2025E-2030F						17,530
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn ($g = 1.5\%$)						56,739
Giá trị VCSH						74,269
Số lượng CPLH (tr.cp)						591.6
Định giá						125,538

Thông số tính toán: EV/EBITDAR

Trung bình ngành: 8.65x

(Được lấy dựa theo các doanh nghiệp Hàng không theo mô hình Low Cost Carrier tương tự trên thế giới)

Định giá bằng phương pháp so sánh EV/EBITDAR

Biến số	Hệ số áp dụng
EBITDAR	20,517
EV/EBITDAR trung bình	8.65x
EV ước tính (tỷ đồng)	191.810
Nợ vay	51,014
Tiền & Tương đương tiền	7,149
Tài sản thuê (Leasing Asset)	61,924
Giá trị VCSH ước tính	94,134
Số lượng CPLH (tr.cp)	591.6
Giá mục tiêu (đồng/cp)	159,114

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Nguyễn Bá Long

Chuyên viên Phân tích Ngành – Doanh nghiệp

nblong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>