

CTCP Hàng không Vietjet (VJC)

Trung lập

Bay tới vùng trời quốc tế

Giá mục tiêu (12T)

Công nghiệp | **CẬP NHẬT**

VND120,100

Consensus*: Mua:1 Giữ:1 Bán:0

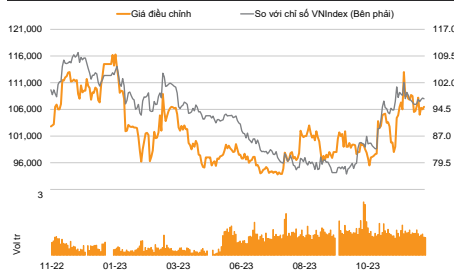
Giá mục tiêu / Consensus: 11.5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự phóng LN ròng 2023-24 lần lượt 45%/28%
- Giảm giá mục tiêu 9%

Khuyến nghị trước đây	Trung lập
Giá mục tiêu trước đây	VND132.000
Giá thị trường	VND106.000
Cao nhất 52 tuần (VND)	116,300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	93,800
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	97,892
Thị giá vốn (tỷ VND)	57.410
Free float	55%
Tỷ suất cổ tức	0.00%
P/E trượt (x)	N/A
P/B hiện tại (x)	3.8

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Sunflower Sunny Investment Co.	28,6%
Nguyễn Thị Phương Thảo	8,8%
Sovico JSC	7,6%
Khác	55,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Quyên

quyen.nguyen2@vndirect.com.vn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập với tiềm năng tăng giá 13,5%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 9% khi giá cổ phiếu đã giảm 16,6% kể từ báo cáo trước.
- Giá mục tiêu giảm chủ yếu do việc điều chỉnh dự phóng EPS năm 2023 đến 2025 và điều chỉnh giả định WACC.
- P/B hiện tại đã phản ánh hợp lý ROE và rủi ro của doanh nghiệp

Điểm nhấn tài chính

- Biên LN gộp trong Q3/23 cải thiện lên mức 8,7% từ mức 3,1% trong Q3/22 dù không ghi nhận hoạt động giao dịch tàu bay nào.
- Hệ số đòn bẩy tài chính tại cuối Q3/23 tăng lên 1,4 lần – mức cao nhất trong 5 năm qua.
- Giai đoạn 2023-24, chúng tôi dự phóng doanh thu tăng 52%/46% svck, LN ròng đạt mức 1.959 tỷ đồng/3.605 tỷ đồng, cải thiện từ khoản lỗ ròng 2.262 tỷ đồng trong năm 2022.

Luận điểm đầu tư

Vị thế dẫn đầu với kế hoạch mở rộng đầy tham vọng

VJC là hãng hàng không chiếm thị phần nội địa lớn nhất ~41% trong năm 2022 với hơn 80 tàu bay đang hoạt động và hơn 300 tàu bay đang đặt hàng để phục vụ kế hoạch mở rộng. Cùng với việc duy trì thị phần trong nước, VJC có kế hoạch đầy tham vọng vươn ra thị trường quốc tế nhờ vị thế tốt trong khi các DN cùng ngành có năng lực tăng trưởng hạn chế hơn. VJC đã tăng thêm 21% số đường bay so với đầu năm lên 125 đường bay (80 đường bay quốc tế và 45 đường bay nội địa).

Việc mở rộng các đường bay quốc tế sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu

Nhờ sự phục hồi của các chuyến bay quốc tế, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách quốc tế của VJC sẽ đạt 8,82/10,14 triệu khách (+12%/15% svck) giai đoạn 2024-25. Bên cạnh đó, nhờ giá vé quốc tế và doanh thu dịch vụ phụ trợ tăng cao, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ vận chuyển hành khách của VJC sẽ tăng lần lượt 17%/18% svck, cùng với biên LN gộp tăng lên mức 13,2%/12,6% (so với năm 2023 là 10,7%), dẫn đến LN ròng tăng trưởng 72%/năm giai đoạn 2024-25.

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao kỷ lục đã thúc đẩy VJC phát hành cổ phiếu

Để tài trợ cho dòng tiền kinh doanh cũng như kế hoạch mở rộng đội bay, VJC đã tăng vay nợ trong 9T23 khiến tỷ lệ đòn bẩy tài chính tăng lên mức cao nhất trong 5 năm qua. Ngoài ra, BLĐ của VJC cũng đồng ý thông qua kế hoạch chào bán 24,5 triệu cổ phiếu riêng lẻ (4,5% SLCPLH), tiềm ẩn rủi ro pha loãng cổ phiếu cao.

Lo ngại từ những giao dịch phức tạp với các bên liên quan

VJC đang sở hữu 7 công ty con trực tiếp, 2 công ty con gián tiếp và 2 công ty liên kết. Trong đó 5 công ty con VJC nắm 100% vốn tham gia mua bán và/hoặc cho thuê máy bay. Hầu hết các công ty đều nằm ở British Virgin Islands và Cayman Islands nên không phải chịu thuế TNDN. VJC đã thực hiện nhiều giao dịch tàu bay với các bên liên quan (100% doanh thu mảng giao dịch tàu bay trong năm 2022), điều này có thể dẫn đến rủi ro về các giao dịch trong nội bộ tập đoàn.

Tổng quan tài chính	2022	2023	2024	2025
Tăng trưởng doanh thu	211,8%	52,3%	43,9%	28,0%
Tăng trưởng EPS	(3133,5%)	#N/A	74,8%	62,3%
Biên LN gộp	(5,0%)	10,0%	10,9%	11,7%
Biên LN ròng	(5,6%)	3,2%	4,0%	5,2%
P/E (x)		28,6	16,4	10,1
P/B (x)		2,9	2,6	2,1
ROAE	(14,3%)	11,5%	16,8%	22,9%
Nợ ròng/VCSH	114,1%	116,9%	111,3%	90,1%

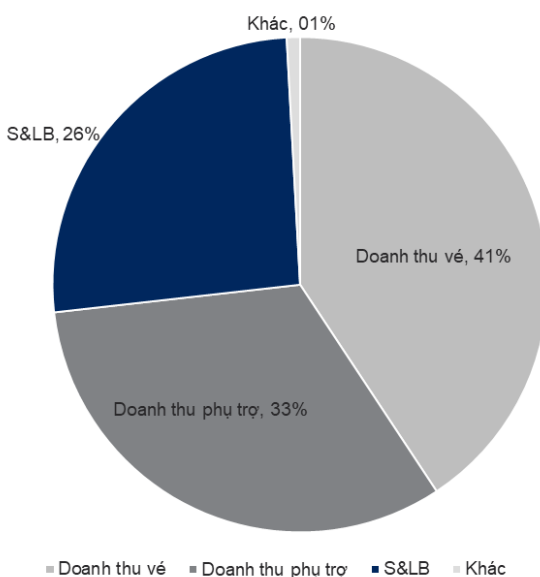
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 2007, VJC đã triển khai chuyển bay thương mại nội địa đầu tiên vào ngày 24/12/2011 và khai thác chuyển bay quốc tế đầu tiên vào năm 2013. Kể từ đó, VJC nhanh chóng giành được thị phần và lần lượt chiếm 41% và 23% thị phần nội địa và quốc tế trong năm 2022.

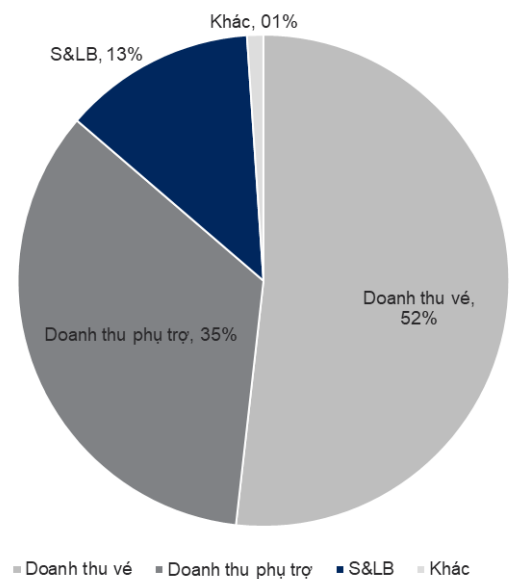
- Ngay từ khi thành lập, VJC đã xác định là hãng hàng không giá rẻ (LCC), mục tiêu của DN là tập trung vào các chuyến bay ngắn với hiệu quả chi phí cao như mật độ hành khách và hiệu suất sử dụng máy bay cao...; điều này cho phép VJC đưa ra mức giá vé hấp dẫn so với DN cùng ngành như Vietnam Airlines (hãng hàng không truyền thống).
- VietJet có 3 mảng kinh doanh chính bao gồm (1) Doanh thu vận chuyển hành khách đến từ việc bán vé cho các chuyến bay theo lịch trình và thuê chuyến; (2) Doanh thu phụ trợ bao gồm doanh thu từ bán hàng trên chuyến bay, hoạt động quảng cáo, hoa hồng từ bán hàng miễn thuế, doanh thu từ vận chuyển hàng hóa, doanh thu từ dịch vụ vận chuyển hành khách liên quan như hành lý quá cước, lựa chọn chỗ ngồi và điều chỉnh đặt chỗ chuyến bay; (3) Các giao dịch bán và cho thuê lại tàu bay (S&LB).
- Cổ đông trong nước nắm giữ 82,4% cổ phần, trong đó cổ đông lớn sở hữu tổng cộng 45% cổ phần tại VJC (tính đến ngày 21/11): Chủ tịch VJC Bà Nguyễn Thị Phương Thảo sở hữu 37,33% cổ phần, bao gồm 8,76% cổ phần nắm giữ trực tiếp và 28,57% số cổ phần nắm giữ thông qua Công ty TNHH Đầu tư Sunny Sunflower (Bà Thảo nắm giữ 100% cổ phần). CTCP Sovico (tư nhân/chưa niêm yết) sở hữu 7,59% cổ phần của VJC. Đáng chú ý, bà Thảo là Chủ tịch (và cũng là một trong những người sáng lập) của Sovico nhưng không có dữ liệu cập nhật về tỷ lệ sở hữu hiện tại trong tập đoàn.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu năm 2022



Nguồn: Báo cáo công ty

Hình 2: Cơ cấu doanh thu 9T23



Nguồn: Báo cáo công ty

Tóm tắt KQKD Q3/23: Chào đón sự trở lại của hành khách quốc tế

Hình 3: Tóm tắt KQKD Q3/23 và 9T23 (Đơn vị: tỷ đồng)

	Q3/22	Q3/23	% svck	9T22	9T23	% svck	Sv dự phóng 2023	Nhận xét
Nội địa (tr)	5,4	4,4	-18,0%	14,1	12,6	-10,2%	72,2%	
Quốc tế (tr)	1,0	2,3	127,0%	1,4	5,5	303,4%	69,8%	
Tổng lượng khách (tr)	6,4	6,8	6,0%	15,5	18,5	19,9%	73,1%	Trong Q3/23, VJC đã vận chuyển 6,8 triệu hành khách (+6% svck) nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của vận tải hàng không quốc tế.
Doanh thu thuần	11.600	14.235	22,7%	27.535	43.738	58,8%	71,6%	
Doanh thu cốt lõi	10.705	14.235	33,0%	23.025	38.211	66,0%	71,1%	Trong Q3/23, doanh thu vận tải hành khách của VJC tăng 33% svck nhờ 1) doanh thu bán vé từ thị trường quốc tế cao hơn (+200% svck) và 2) doanh thu dịch vụ phụ trợ cao hơn (+24,6% svck).
Doanh thu S&LB	896	-	-100,0%	4.510	5.527	22,5%	74,5%	VJC không ghi nhận bất kỳ giao dịch tàu bay nào trong Q3/23. Cộng dồn, doanh thu từ giao dịch tàu bay 9T/23 đạt 5.527 tỷ đồng (+22,5% svck), bao gồm 4.307 tỷ đồng từ giao dịch bán và thuê lại tàu bay trong Q2/23 và 1.219 tỷ đồng từ việc bán động cơ máy bay trong Q1/23
Lợi nhuận gộp	364	1.241	241,0%	1.676	3.020	80,1%	49,6%	
LN gộp loại trừ S&LB	(532)	1.241	-333,2%	(2.422)	2.909	-220,1%	50,8%	Lợi nhuận gộp từ hoạt động vận tải trong Q3/23 tăng lên 1.241 tỷ đồng từ mức lỗ 532 tỷ đồng trong Q3/22, chủ yếu do 1) đóng góp cao hơn từ doanh thu bán vé quốc tế cùng với doanh thu dịch vụ phụ trợ giúp tăng biên lợi nhuận gộp, 2) giá nhiên liệu Jet A1 trung bình trong Q3/23 giảm 7,1% svck.
LN gộp S&LB	896	-	-100,0%	4.099	110	-97,3%	30,4%	Lợi nhuận hoạt động giao dịch tàu bay 9T23 giảm đáng kể do không còn ghi nhận giao dịch quyền chọn mua máy bay có tỷ suất lợi nhuận cao như trong 9T22.
Doanh thu tài chính	208	310	49,0%	552	1.013	83,6%	165,7%	Thu nhập tài chính tăng 49% svck chủ yếu nhờ lãi tỷ giá hối đoái đạt mức 196 tỷ đồng (+61% svck).
Chi phí tài chính	235	548	133,5%	1.514	1.586	4,8%	66,0%	
Lỗ thuần từ hoạt động tài chính	27	239	884,1%	962	574	58,6%	32,0%	Trong Q3/23, khoản lỗ thuần từ hoạt động tài chính lên tới 239 tỷ đồng (+785,1% svck), chủ yếu do chi phí lãi vay của VJC tăng 87% svck lên 485 tỷ đồng do tổng nợ vay tăng 20% svck.
Chi phí BH&QLDN	282	801	184,3%	851	2.030	138,5%	77,5%	Trong Q3/23, chi phí BH&QLDN tăng 184% svck do VJC mở 7 đường bay quốc tế mới để đón đầu nhu cầu phục hồi.
Chi phí bán hàng	143	619	333,5%	508	1.453	285,1%	87,1%	
Chi phí QLDN	139	182	31,0%	343	577	167,1%	60,6%	
Lợi nhuận trước thuế	44	199	348,7%	308	445	44,4%	25,2%	
Lợi nhuận ròng	41	135	232,4%	184	217	17,6%	11,1%	
Biên LN gộp	3,1%	8,7%	5,6 đ %	6,1%	6,9%	0,8 đ %		
Biên LN ròng	0,4%	0,9%	0,6 đ %	0,7%	0,5%	-0,2 đ %		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng 2023-25: Lợi nhuận quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng

Hình 4: Thay đổi dự phóng 2023-25 (Đơn vị: tỷ đồng)

	2022	2023			2024	2025	Nhận xét
		Cũ	Mới	%Δ	Mới	Mới	
Tổng lượng khách (tr)	21	29	25	-11,1%	28	31	
<i>Nội địa (tr)</i>	18	21	17	-15,5%	19	21	Chúng tôi giảm dự phóng sản lượng khách nội địa 15% trong năm 2023 dựa trên bối cảnh hiện tại của hàng không nội địa.
<i>Quốc tế (tr)</i>	2	8	8	0,6%	9	10	
Doanh thu thuần	40.142	88.341	61.124	-30,8%	87.940	112.529	
<i>Doanh thu cốt lõi</i>	30.159	51.491	53.709	4,3%	62.832	74.137	Mặc dù tổng lượng hành khách giảm, chúng tôi vẫn tăng dự báo doanh thu cốt lõi năm 2023 thêm 4,3% dựa trên sự gia tăng đóng góp của doanh thu vé quốc tế và doanh thu dịch vụ phụ trợ, phù hợp với kết quả 9T23.
<i>Doanh thu S&LB</i>	9.983	36.851	7.415	-79,9%	25.109	38.392	Với những hạn chế về nguồn cung hiện tại và thông tin cập nhật về lịch giao hàng của hãng hàng không, chúng tôi ước tính rằng VJC sẽ lần lượt ghi nhận 5/15 giao dịch tàu bay trong năm tài chính 2023/2024.
Lợi nhuận gộp	(1.993)	6.538	6.088	-6,9%	9.548	13.151	
LN gộp loại trừ S&LB	(5.980)	1.051	5.726	444,8%	8.320	9.354	Chúng tôi tăng lợi nhuận gộp cốt lõi của năm tài chính 2023 lên 445% (nhờ 1) đóng góp ngày càng tăng từ doanh thu bán vé quốc tế cùng với doanh thu các sản phẩm và dịch vụ phụ trợ có tỷ suất lợi nhuận cao và 2) giảm chi phí nhiên liệu máy bay/ASK (nhờ hiệu quả sử dụng nhiên liệu tốt hơn).
LN gộp S&LB	3.986	5.487	363	-93,4%	1.228	3.797	Chúng tôi giả định lợi nhuận trên mỗi giao dịch tàu bay của VJC sẽ giảm xuống còn 40 tỷ đồng tương ứng với kết quả 9T23, thấp hơn nhiều so với mức trung bình trước đây của VJC là 130 tỷ đồng do một phần lợi nhuận đã được ghi nhận trong giao dịch quyền chọn mua tàu bay giai đoạn 2019-2022.
Doanh thu tài chính	2.246	883	611	-30,8%	879	1.125	
Chi phí tài chính	2.483	1.975	2.405	21,8%	3.163	3.727	Chúng tôi tăng chi phí tài chính năm 2023 lên 22% do tổng nợ tăng.
Lợi nhuận khác	1.052	58	86	49,0%	124	159	
Lợi nhuận ròng	(2.262)	3.533	1.959	-44,6%	3.505	5.819	
EPS (VND)	(4.319)	6.745	3.739	-44,6%	6.391	10.612	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

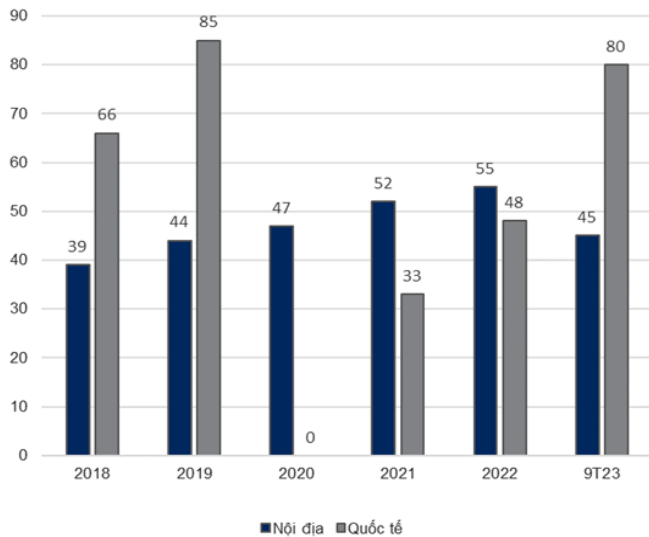
Động lực tăng trưởng đến từ thị trường hàng không quốc tế

Trong Q3/23, Việt Nam đón khoảng 9,1 triệu khách quốc tế (+85,5% svck) đạt 92% mức trước dịch, nhờ 1) chính sách thị thực mới tạo động lực tăng trưởng cho khách quốc tế, 2) sự trở lại của du khách Trung Quốc khi nước này mở cửa trở lại hồi tháng 3/2023. Trong khi nhiều thị trường quốc tế gần như hồi phục, thậm chí vượt mức trước đại dịch như Mỹ, Thái Lan, Singapore, Hàn Quốc (đạt 90-105% so với năm 2019) thì lượng khách Trung Quốc chỉ đạt tương ứng 38% so với mức trước dịch. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy lượng khách du lịch Trung Quốc đến Việt Nam có sự cải thiện mạnh mẽ qua từng quý, trong Q3/23 tăng 32% so với quý trước. Chúng tôi kỳ vọng số lượng hành khách của Trung Quốc sẽ phục hồi mạnh mẽ và có thể đạt tới 80% mức trước dịch vào cuối năm 2024, và phục hồi hoàn toàn vào cuối năm 2025. Trung Quốc sẽ là động lực tăng trưởng chính giúp Việt Nam phục hồi giao thông quốc tế, từ đó thúc đẩy tăng trưởng cho các hãng hàng không (lượng khách Trung Quốc chiếm 32% tổng lượng khách quốc tế trong năm 2019).

Cùng với sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường hàng không quốc tế gần đây, VJC đã nhanh chóng mở rộng mạng lưới đường bay mới đến Trung Quốc, Úc, Kazakhstan, Ấn Độ, v.v... Trong Q3/23, VJC đã mở thêm 7 đường bay quốc tế mới để nắm bắt nhu cầu phục hồi, nâng tổng số đường bay lên 125 đường bay

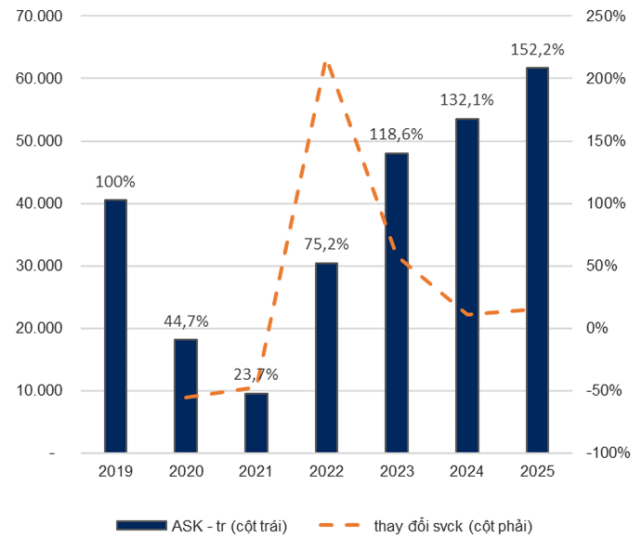
(45 đường bay nội địa và 80 đường bay quốc tế). Việc tập trung vào thị trường quốc tế sẽ giúp VJC cải thiện biên lợi nhuận gộp vì hành khách quốc tế thường đóng góp vào doanh thu phụ trợ nhiều hơn so với hành khách nội địa do thời gian bay dài hơn.

Hình 5: VJC nhanh chóng mở rộng số lượng đường bay quốc tế



Nguồn: Báo cáo công ty

Hình 6: Công suất ghế luân chuyển trong trung hạn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trong Q3/23, VJC đã khai thác 36.000 chuyến bay và vận chuyển 6,8 triệu hành khách trong đó có 2,3 triệu khách quốc tế (+127% svck, tương đương 110% so với năm 2019). ASK (công suất ghế luân chuyển) đã cải thiện 37% svck lên 13.136 triệu ghế-km, nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của ASK quốc tế (+118% svck), bù đắp mức giảm 19% svck của ASK nội địa. Chỉ số khách luân chuyển (RPK) tăng 56% svck lên 10.723 triệu khách-km nhờ lượng khách luân chuyển quốc tế tăng lên 6.139 triệu khách-km (+134% svck) bù đắp cho mức giảm 16% svck của thị trường nội địa. Theo đó, hệ số lấp đầy tăng lên 86,47% so với mức 73,96% trong Q3/22. Chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế của VJC sẽ tăng 260% svck, lên 7,88 triệu khách trong năm 2023 (tương đương mức 98% trước dịch) và có thể tiếp tục tăng 12%/15% svck lên 8,82 triệu/10,14 triệu khách trong giai đoạn 2024-25 (tương đương 110%/126% mức trước dịch). Nhờ sự phục hồi từ lượng khách quốc tế, chúng tôi kỳ vọng tổng công suất ghế luân chuyển (ASK) sẽ tăng 56,2%/11,4%/15% svck trong giai đoạn 2023-25.

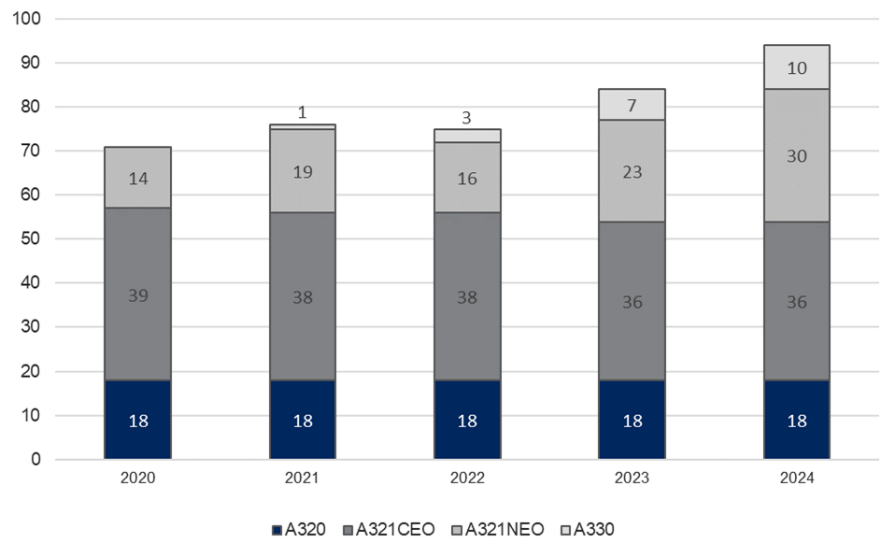
Mẫu máy bay mới giúp hạn chế rủi ro về giá nhiên liệu

Giai đoạn 2018-22, chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 38% - 45% giá vốn hàng bán của VJC (không bao gồm giá vốn giao dịch tàu bay). Trong năm 2022, giá nhiên liệu bay Jet A1 đạt mức cao nhất kể từ năm 2015, gây tác động tiêu cực lên biên LN gộp của các hãng hàng không. Tính đến cuối tháng 10/2023, giá nhiên liệu Jet A1 đã giảm 12% so với đầu năm từ mức 126,5 USD/thùng xuống còn 111,4 USD/thùng. Nhìn chung, giá nhiên liệu máy bay trung bình trong 10T23 đã giảm 14% svck. Chúng tôi cho rằng giá nhiên liệu khó có thể đạt mức như năm 2022 nhưng vẫn sẽ duy trì ở mức cao vào năm 2024, trung bình khoảng 110 USD/thùng (+4% svck). Nguyên nhân do nhu cầu dầu toàn cầu dự kiến tiếp tục tăng trong khi đó, nguồn cung dầu bị thắt chặt chủ yếu do 1) OPEC+ gia hạn thỏa thuận cắt giảm sản lượng; 2) căng thẳng địa chính trị toàn cầu; và 3) nhu cầu mua dầu để lấp đầy kho Dự trữ dầu khí chiến lược của Mỹ.

Trong bối cảnh giá nhiên liệu hiện tại, chúng tôi ước tính chi phí nhiên liệu/ASK của VJC có thể giảm 15% svck vào năm 2023, và duy trì đi ngang trong năm 2024, thấp hơn mức tăng của giá nhiên liệu Jet A1 toàn cầu nhờ việc VJC đưa vào sử dụng thêm nhiều tàu bay mới loại A321NEO, mẫu máy bay có khả năng tiết kiệm nhiên liệu hơn 20% so với đội bay hiện tại.

Ngoài ra, chiến lược mở rộng ra thị trường quốc tế dựa trên mẫu máy bay mới A330 cũng sẽ giúp VJC chống lại xu hướng tăng giá nhiên liệu do các hãng hàng không có thể áp dụng phụ thu phí nhiên liệu lên vé máy bay quốc tế để ứng phó với việc tăng giá nhiên liệu tăng mạnh trong khi không thể áp dụng phụ phí đối với hành khách nội địa.

Hình 7: Đội bay của VJC tăng trưởng nhanh và đa dạng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Sẵn sàng cất cánh nhờ đội bay lớn tăng khả năng giành thêm thị phần

Công suất sân bay của Việt Nam dự kiến tăng gần gấp ba lần vào 2030. Việt Nam hiện có 22 sân bay, trong đó có 9 sân bay quốc tế và 13 sân bay nội địa với tổng công suất phục vụ 106,5 triệu khách/năm. Ngày 7/6, Chính phủ Việt Nam đã phê duyệt “Quy hoạch tổng thể phát triển hệ thống cảng hàng không, sân bay toàn quốc thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050”. Theo kế hoạch, Việt Nam đặt mục tiêu đến năm 2030 có 30 sân bay, trong đó có 14 sân bay quốc tế và 16 sân bay nội địa với sức chứa 294,5 triệu khách/năm. Hiện tại, các sân bay trọng điểm bao gồm Nhà ga T3 Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất (công suất phục vụ 20 triệu khách/năm), Sân bay Quốc tế Long Thành giai đoạn 1 (công suất phục vụ 25 triệu khách/năm) đang được xây dựng và dự kiến hoàn thành lần lượt vào năm 2025/2026. Những khoản đầu tư vào cơ sở hạ tầng hàng không này sẽ hỗ trợ sự tăng trưởng vững chắc trong dài hạn của ngành hàng không Việt Nam.

VJC, với lượng máy bay đang đặt hàng lớn nhất trong số các hãng hàng không (hơn 300 máy bay), có cơ hội tốt để mở rộng thị phần trên thị trường hàng không nội địa và quốc tế đang tăng trưởng của Việt Nam, do các doanh nghiệp cùng ngành có năng lực tăng trưởng hạn chế hơn. Bamboo Airways không còn khai thác các chuyến bay đường dài và đang thu hẹp mạng đường bay nội địa trong thời kỳ tái cơ cấu. Vietnam Airlines vừa bổ sung thêm 50 máy bay vào danh sách

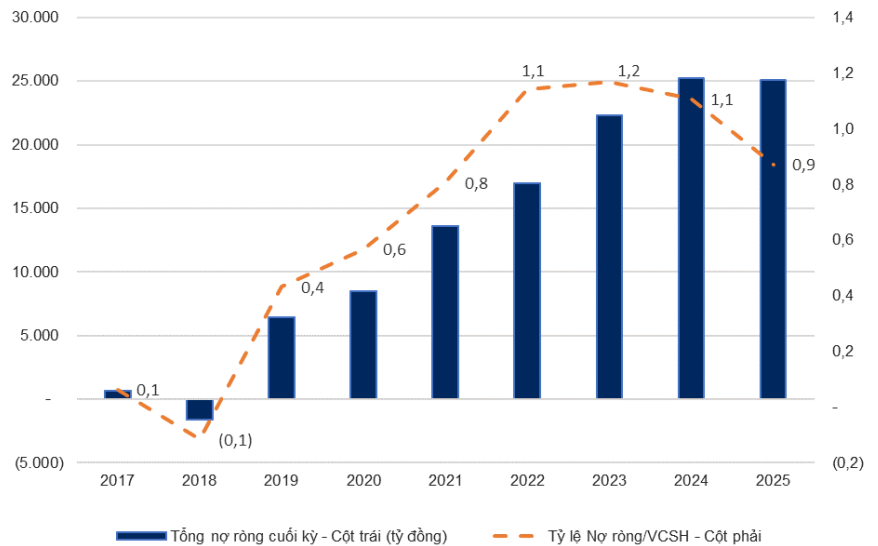
đặt hàng nhưng sẽ không có máy bay nào được nhận trước năm 2027, khiến khả năng mở rộng của hãng trong trung hạn bị hạn chế.

Đẩy mạnh phát hành trái phiếu làm tăng chi phí tài chính

VJC đã tăng vay nợ để hỗ trợ dòng tiền cho hoạt động kinh doanh và đầu tư máy bay. Nhu cầu hàng không giảm trong thời kỳ đại dịch ảnh hưởng đến dòng tiền hoạt động của các hãng hàng không giai đoạn 2019 - 2022. Dòng tiền hoạt động của VJC liên tục âm kể từ năm 2019. Đồng thời, do kế hoạch nhận bàn giao máy bay nêu trên, nguồn vốn cho việc mở rộng đội bay là rất lớn. Dù chiến lược bán và thuê lại tàu bay giúp giảm bớt tình trạng thiếu vốn nhưng VJC vẫn cần chuẩn bị tiền đặt cọc, các khoản dự phòng bắt buộc về bảo dưỡng máy bay, chi phí thuê máy bay, v.v.

Tính đến cuối Q3/23, VJC đã huy động được 16.300 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp, trong đó, 9T23 tăng thêm 9.300 tỷ đồng. Điều này khiến tỷ lệ đòn bẩy của VJC đạt mức cao nhất trong 5 năm qua. VJC cũng đã thông qua phương án phát hành trái phiếu trị giá 3.000 tỷ đồng vào ngày 30/10.

Hình 8: VJC tăng vay nợ để hỗ trợ dòng tiền cho hoạt động kinh doanh và đầu tư máy bay.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi ước tính tỷ lệ Nợ vay ròng/VCSH vẫn sẽ giữ ở mức cao 1,2/1,1 lần giai đoạn 2023-24, sau đó giảm xuống mức ổn định 0,9 lần từ năm 2025 khi các công ty dần bước ra khỏi những tác động tiêu cực của đại dịch; chi phí tài chính dự kiến tăng 40%/32% giai đoạn 2023-24. Chúng tôi cho rằng trong tình hình ổn định, VJC có thể kiểm soát chi phí tài chính hàng năm do hoạt động kinh doanh cốt lõi đang có dấu hiệu hồi phục. Tuy nhiên, khi thị trường có những diễn biến tiêu cực, đặc biệt là những sự kiện ảnh hưởng đến lượng khách quốc tế đến Việt Nam như bất ổn địa chính trị, suy thoái kinh tế... chi phí tài chính sẽ là áp lực đè nặng lên triển vọng lợi nhuận của VJC.

Rủi ro pha loãng cổ phiếu

Để thực hiện kế hoạch mở rộng đội bay trong khi vẫn đảm bảo tỷ lệ đòn bẩy, VJC dự kiến phát hành cổ phiếu bên cạnh việc phát hành trái phiếu như trên. Hội đồng quản trị VJC đã thông qua kế hoạch chào bán tối đa 24,5 triệu cổ phiếu, tương đương 4,5% số lượng cổ phiếu đang lưu hành thông qua phát hành riêng lẻ. Với

giá phát hành dự kiến là 100.000 đồng/cổ phiếu, VJC dự kiến sẽ huy động được 2.450 tỷ đồng từ đợt phát hành. Nếu thành công, việc huy động vốn phần nào giúp cải thiện tình hình tài chính của VJC, tuy nhiên việc phát hành cổ phiếu tiềm ẩn rủi ro pha loãng cao vì đây là các đợt phát hành riêng lẻ.

Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 120.100 đồng/cp

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 9% theo phương pháp DCF (WACC: 10,16%) xuống 120.100 đồng/cp do (1) chuyển định giá DCF sang năm tài chính 2023, (2) điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2023-25 và 3) thay đổi giả định WACC từ 8,69% lên 10,16% tương ứng với chi phí lãi vay hiện tại. Vì giá cổ phiếu đã giảm 16,6% kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi nên chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập với mức tiềm năng tăng giá 13,5%. 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.

Hình 9: Dòng tiền FCFF (Đơn vị: tỷ đồng)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	3.701	6.817	9.962	10.205	12.224	14.539	17.645	22.470
Trừ: thuế	-199	816	1.268	1.244	1.519	1.839	2.354	3.134
EBIAT	3.900	6.001	8.694	8.960	10.705	12.699	15.290	19.337
Cộng: khấu hao	636	698	767	843	927	1.018	1.120	1.223
Trừ: CAPEX	7.537	4.542	4.269	4.129	4.140	4.375	5.218	6.435
Trừ: thay đổi vốn lưu động	3.013	2.670	2.165	895	1.644	2.286	3.167	3.321
Dòng tiền tự do (FCFF)	-6.015	-513	3.028	4.780	5.848	7.057	8.025	10.802
Giá trị hiện tại của FCFF	-5.962	-462	2.473	3.544	3.936	4.312	4.451	5.439
Tổng hợp giá trị hiện tại của FCFF	17.732							

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Các giả định đầu vào

Giả định đầu vào mô hình DCF	
Chi phí VCSH	14,00%
Chi phí nợ	7,90%
Giá trị mục tiêu D/E	1,00
Thuế TNDN	20,00%
WACC	10,16%
Tăng trưởng dài hạn	2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Mô hình định giá DCF

Đơn vị	tỷ đồng
FCFF năm cuối	10.802
Tăng trưởng dài hạn	2,0%
Giá trị tới hạn	135.045
Giá trị chiết khấu	0,50
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn	67.996,6
Giá trị doanh nghiệp	85.728,9
Trừ: tổng nợ	23.296,0
Cộng: tiền và tương đương tiền	2.635,0
Giá trị của VCSH	65.067,9
Số lượng cổ phiếu lưu hành	541.611.334
Giá trị cổ phiếu (VND)	120.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Bảng phân tích độ nhạy định giá DCF

Tăng trưởng năm cuối của mô hình	Chi phí vốn						
	13,1%	13,4%	13,7%	14,0%	14,3%	14,6%	14,9%
1,0%	115.400	111.900	108.600	105.300	102.200	99.200	96.300
1,5%	123.300	119.500	115.800	112.300	108.900	105.600	102.400
2,0%	132.300	128.100	124.000	120.100	116.400	112.800	109.300
2,5%	142.500	137.800	133.300	129.000	124.800	120.900	117.000
3,0%	154.200	148.900	143.900	139.100	134.500	130.000	125.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

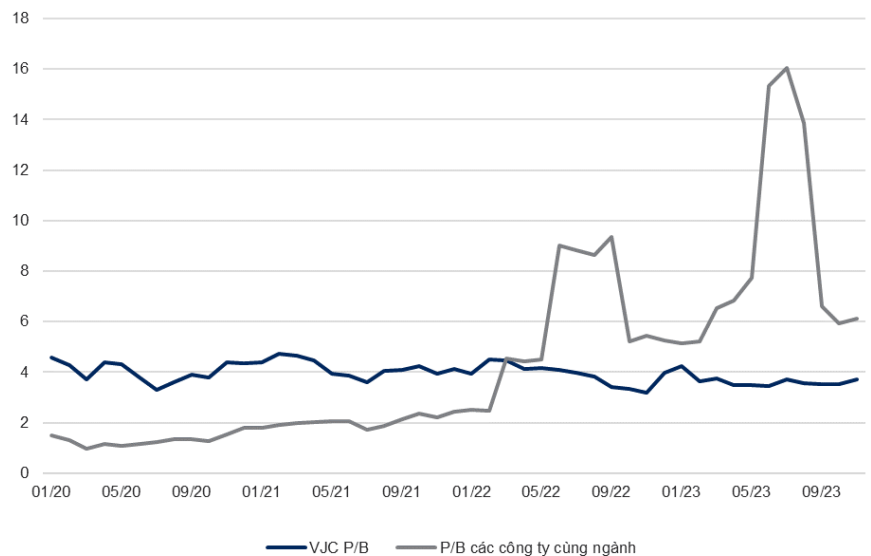
Hình 13: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 27/11/2023)

Mã công ty	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu 12T	%svck	LN ròng 12T	%svck	Nợ ròng/vốn CSH	ROE	P/E	P/B
			triệu USD	triệu USD	%	triệu USD	%	%	%	x	x
CEB PM	Cebu Air Inc	PH	360,4	1.540,2	95,2	55,3	#N/A	5.904,4	#N/A	10,1	11,2
AAX MK	AirAsia X Bhd	MY	208,0	453,0	354,3	224,5	(96,9)	1.480,7	#N/A	0,9	9,5
AAV TB	Asia Aviation PCL	TH	738,9	1.158,8	242,5	21,9	58,0	800,9	14,8	28,5	4,4
INDIGO IN	InterGlobe Aviation Ltd	IN	11.910,7	6.780,6	109,0	(38,1)	95,0	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
091810 KS	Tway Air Co Ltd	KR	353,3	915,8	215,8	71,6	#N/A	288,3	129,0	4,8	3,5
601021 CH	Spring Airlines Co Ltd	CN	7.286,9	2.249,0	79,8	195,4	#N/A	145,4	9,8	38,1	3,2
Trung vị				1.349,5	162,4	63,4	58,0	800,9	14,8	10,1	4,4
Trung bình				2.182,9	182,8	88,5	18,7	1.723,9	51,2	16,5	6,4
VJC VN	CTCP Hàng không Vietjet VN		2.372,1	2.366,0	86,6	(94,8)	232,0	153,1	(13,3)	#N/A	3,8

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

VJC đang giao dịch với P/B hiện tại ở mức 3,8 lần, thấp hơn mức P/B trung bình 5 năm (4,1 lần) và mức P/B các doanh nghiệp cùng ngành (6,4 lần). Chúng tôi cho rằng định giá hiện đang ở mức hợp lý do tác động tiêu cực của đại dịch đối với tình hình tài chính của VJC, đặc biệt là đối với bảng CĐKT bao gồm các khoản phải thu tăng, tỷ lệ đòn bẩy tăng, tiền và các khoản tương đương tiền giảm.

Hình 14: P/B của VJC so với các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

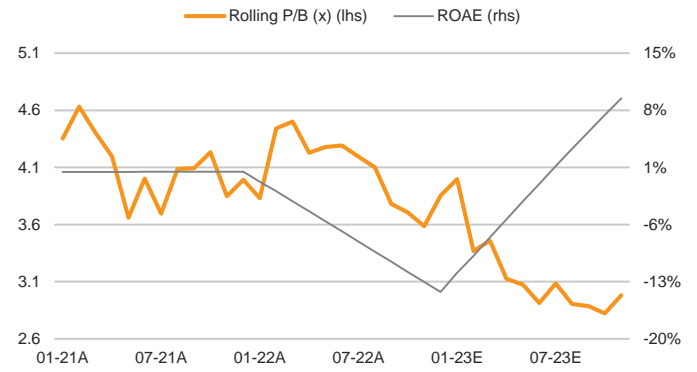
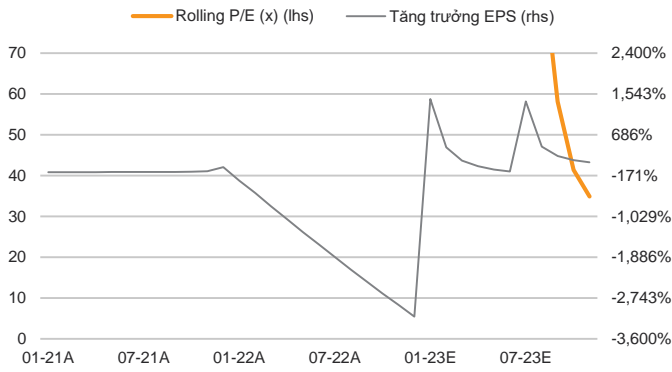
Tiềm năng tăng giá:

- Giao thông hàng không quốc tế phục hồi cao hơn dự kiến kể từ 2023.

Rủi ro giảm giá:

- Bất ổn địa chính trị có thể ảnh hưởng đến giao thông hàng không toàn cầu.
- Tiến độ xây dựng hạ tầng hàng không chậm hơn dự kiến.
- Giá nhiên liệu cao hơn dự kiến dẫn đến chi phí vận hành cao hơn.
- Rủi ro giao dịch SLB: (1) giá bán máy bay thấp hơn dự kiến và (2) số lượng máy bay bàn giao thấp hơn dự kiến

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	61.124	87.940	112.529
Giá vốn hàng bán	(55.036)	(78.393)	(99.378)
Chi phí quản lý DN	(952)	(1.113)	(1.314)
Chi phí bán hàng	(1.667)	(1.951)	(2.302)
LN hoạt động thuần	3.469	6.484	9.535
EBITDA thuần	4.105	7.182	10.303
Chi phí khấu hao	(636)	(698)	(767)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	3.469	6.484	9.535
Thu nhập lãi	611	879	1.125
Chi phí tài chính	(2.405)	(3.163)	(3.727)
Thu nhập ròng khác	86	124	159
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.762	4.325	7.093
Thuế	199	(816)	(1.268)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2)	(4)	(6)
LN ròng	1.959	3.505	5.819
Thu nhập trên vốn	1.959	3.505	5.819
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	1.959	3.505	5.819

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	5.073	5.553	10.957
Đầu tư ngắn hạn	834	891	962
Các khoản phải thu ngắn hạn	33.298	38.925	45.566
Hàng tồn kho	1.102	1.251	1.487
Các tài sản ngắn hạn khác	678	775	920
Tổng tài sản ngắn hạn	40.985	47.396	59.892
Tài sản cố định	5.563	5.542	5.519
Tổng đầu tư	149	149	149
Tài sản dài hạn khác	39.583	45.678	52.711
Tổng tài sản	86.281	98.765	118.270
Vay & nợ ngắn hạn	8.056	9.425	11.121
Phải trả người bán	10.147	11.528	13.700
Nợ ngắn hạn khác	12.743	14.566	17.251
Tổng nợ ngắn hạn	30.947	35.519	42.071
Vay & nợ dài hạn	19.335	21.363	25.207
Các khoản phải trả khác	16.902	19.201	22.819
Vốn điều lệ và	5.416	5.661	5.661
LN giữ lại	10.860	14.137	19.549
Vốn chủ sở hữu	19.075	22.656	28.141
Lợi ích cổ đông thiểu số	23	26	33
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	86.281	98.765	118.270

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
LN trước thuế	1.762	4.325	7.093
Khấu hao	636	698	767
Thuế đã nộp	199	(816)	(1.268)
Các khoản điều chỉnh khác	6	2	3
Thay đổi VLD	(3.013)	(2.670)	(2.165)
LC tiền thuần HKKD	(411)	1.539	4.430
Đầu tư TSCĐ	(7.537)	(4.542)	(4.269)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	444	70	110
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(7.093)	(4.472)	(4.159)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	2.450	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	8.532	3.396	5.540
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	8.532	5.846	5.540
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.858	5.073	5.553
LC tiền thuần trong năm	1.028	2.913	5.811
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.886	7.986	11.364

Các chỉ số cơ bản

	12-23E	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	3,2%	4,0%	5,2%
Vòng quay TS	0,79	0,95	1,04
ROAA	2,5%	3,8%	5,4%
Đòn bẩy tài chính	4,55	4,43	4,27
ROAE	11,5%	16,8%	22,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	79,9	65,2	59,9
Số ngày nắm giữ HTK	7,3	5,8	5,5
Số ngày phải trả tiền bán	67,3	53,8	50,3
Vòng quay TSCĐ	10,84	15,84	20,35
ROIC	4,2%	6,6%	9,0%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,3	1,3	1,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,3	1,3	1,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,3
Vòng quay tiền	20,0	17,2	15,1
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	52,3%	43,9%	28,0%
Tăng trưởng LN từ HKKD	86,9%	47,1%	
Tăng trưởng LN ròng	78,9%	66,0%	
Tăng trưởng EPS	74,8%	62,3%	

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.

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: bach.phannhu@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Quyên – Chuyên viên Phân tích

Email: quyen.nguyen2@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

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