

CTCP HÀNG KHÔNG VIETJET (VJC) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND115.300

Giá mục tiêu

VND138.900

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Hàng không

Ngày 09/06/2021

Triển vọng ngắn hạn: Trung bình

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

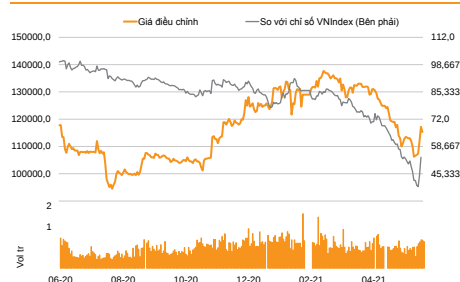
Consensus*: Mua:0 Giữ:3 Bán:3

Giá mục tiêu/Consensus: -0,4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm 15,3% EPS năm 2021
- Giảm 6,5%/5,5% EPS năm 2021-22

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	137,700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	94,500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	62,335tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	63,477
Free float (%)	55
P/E trượt (x)	881
P/B hiện tại (x)	4.03

Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH Đầu tư Hướng Dương Sunny	28.6%
Nguyễn Thị Phương Thảo	8.8%
CTCP Sovico	7.6%
Khác	55.0%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Tiến Dũng

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Tích lũy cho đà phục hồi sắp tới

- Lợi nhuận (LN) ròng Q1/21 của VJC đạt 123 tỷ đồng, hoàn thành 9,1% dự phóng cả năm do ảnh hưởng từ đợt dịch sau Tết nặng hơn dự kiến.
- Hạ giá mục tiêu 3,5% xuống 138.900 đồng/cổ phiếu (đ/cp) nhằm phản ánh các tác động tiêu cực của đại dịch đến kết quả kinh doanh trong năm nay.
- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Khả quan do việc giá cổ phiếu VJC giảm đã mở ra cơ hội tích lũy cho giai đoạn phục hồi tất yếu năm 2022.

Hoạt động bán & tái thuê máy bay (S&LB) và doanh thu tài chính hỗ trợ LN ròng Q1/21

Trong Q1/21, tổng số chuyến bay của VJC giảm 31,7% so với cùng kỳ (svck) do không có các chuyến bay quốc tế, từ đó khiến doanh thu cốt lõi giảm mạnh 63,3% svck. VJC ghi nhận 1 giao dịch S&LB với biên LN gộp đạt 26,7%, từ đó giảm lỗ gộp xuống 1.014 tỷ đồng. Tuy nhiên, nhờ (1) doanh thu tài chính tăng 154,3% svck từ chuyển nhượng dự án bất động sản (BĐS) và (2) chi phí tài chính giảm 87,9% svck do hoàn nhập dự phóng 115 tỷ đồng cho khoản đầu tư vào PV Oil, VJC ghi nhận LN ròng đạt 123 tỷ đồng trong Q1/21.

Thanh lý tài sản và hoạt động tài chính giúp cải thiện sức khỏe tài chính

Với dòng tiền 3.708 tỷ đồng từ việc bán cổ phiếu quỹ và chuyển nhượng dự án BĐS ước tính thu về trong Q2/21, chúng tôi cho rằng thanh khoản và sức khỏe tài chính của VJC sẽ được cải thiện, củng cố vị thế giúp doanh nghiệp vượt qua thời gian đại dịch và mở rộng quy mô đội bay trong thời gian sắp tới.

Sự phục hồi tất yếu

Chúng tôi dự báo Việt Nam có thể mở lại đường bay quốc tế vào cuối Q3/21. Do đó, chúng tôi dự phóng tổng lượng hành khách quốc tế của VJC trong năm 2021 sẽ tương đương năm 2020 và có thể tăng mạnh trong năm 2022 với tổng lượng khách tăng 650% svck. Đồng thời, tổng lượng hành khách nội địa ước tính tăng 10,0%/19,4% svck lần lượt trong năm 2021/2022. Từ đó, tổng lượng ghế luân chuyển sẽ tăng 1,9%/99,5% svck trong giai đoạn này.

Thay đổi trong dự phóng

Chúng tôi hạ 15,3% dự phóng EPS năm 2021 và hạ 6,5%/5,5% EPS năm 2022/2023 nhằm phản ánh: (1) giảm giả định lượng khách nội địa năm 2021 9,5% do đợt bùng dịch hiện tại sẽ làm giảm nhu cầu di chuyển đường hàng không, (2) giảm 67,2% dự báo lượng khách quốc tế năm 2021 và 7,2%/0,8% trong năm 2022/2023 do Việt Nam tiêm vắc-xin chậm hơn dự báo, (3) BLN mảng S&LB tăng 11,8 điểm % đạt 26,7%, tương đương mức Q1/21 và (4) tăng 3,3% tổng lượng cổ phiếu lưu hành do VJC bán cổ phiếu quỹ trong tháng 4/2021.

Nâng khuyến nghị lên Khả quan và giảm giá mục tiêu xuống 138.900đ/cp

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	50.603	18.220	32.802	56.368
Tăng trưởng DT thuần	(5,6%)	(64,0%)	80,0%	71,8%
Biên lợi nhuận gộp	11,1%	(7,7%)	3,0%	10,9%
Biên EBITDA	10,1%	1,9%	5,1%	8,1%
LN ròng (tỷ)	3.807	69	1.165	3.887
Tăng trưởng LN ròng	(28,6%)	(98,2%)	1598,2%	233,7%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(41,3%)	(151,2%)		251,8%
EPS cơ bản	7.146	131	2.187	7.177
EPS điều chỉnh	6.074	111	1.859	6.100
BVPS	28.445	28.592	34.176	41.544
ROAE	26,3%	0,5%	7,0%	19,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích VJC bởi:

- Vị thế là hãng hàng không giá rẻ hàng đầu Việt Nam - chiếm thị phần nội địa cao nhất ở Việt Nam với 40%, tính tới năm 2020. Bên cạnh đó, thị phần quốc tế của VJC cũng đứng thứ hai toàn ngành hàng không Việt Nam.
- Dòng tiền cải thiện đáng kể nhờ thanh lý tài sản.
- Ngành hàng không toàn cầu đang trên đà phục hồi nhờ việc tiêm phòng khẩn cấp trên toàn thế giới, trong đó có Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ mở lại đường bay quốc tế vào cuối Q3/21, từ đó thúc đẩy sự phục hồi đối với KQKD của VJC từ năm 2022 trở đi.
- Giá cổ phiếu của VJC đã giảm 15,5% kể từ tháng 3/2021 do sự bùng phát của dịch Covid – 19. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ đẩy lùi dịch bệnh thành công nhờ vào năng lực y tế ngày càng cải thiện và kinh nghiệm trong các đợt chống dịch trước. Từ đó, chúng tôi cho rằng mức độ rủi ro/lợi nhuận của VJC là tương đối hấp dẫn cho mục tiêu tích lũy, lợi nhuận kỳ vọng 25%.

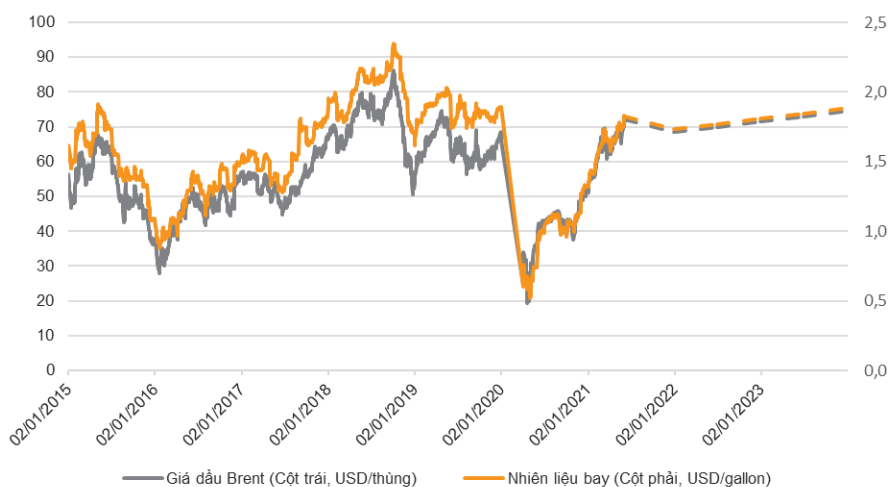
Rủi ro đầu tư:

Rủi ro tăng giá bao gồm phục hồi đường bay quốc tế từ năm 2022 tốt hơn dự kiến.

Rủi ro giảm giá bao gồm:

- Đại dịch Covid - 19 kéo dài hơn dự kiến.
- Xây dựng hạ tầng hàng không chậm hơn dự kiến.
- Giá nhiên liệu bay cao hơn dự kiến, từ đó đẩy chi phí vận hành lên cao hơn. Hiện tại, giá dầu Brent đã tăng 41% lên khoảng 70 USD/thùng kể từ đầu năm 2021 do kinh tế toàn cầu phục hồi. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ phục hồi trên nền giá mới với giá dầu Brent trung bình đạt 67/70/73 USD trong năm 2021/2022/2023 khi nguồn cung dầu không tăng kịp tốc độ phục hồi nhu cầu dự kiến. Từ đó, giá nhiên liệu máy bay trung bình ước tính đạt 1,69/1,77/1,84 USD/gallon trong năm 2021/2022/2023.

Hình 1: Diễn biến giá dầu Brent và giá nhiên liệu máy bay trong giai đoạn 2015 - 202 và dự báo giai đoạn 2021 - 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu 138.900đ/cp

Chúng tôi giảm nhẹ giá mục tiêu dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) 2,9% xuống còn 138.900đ/cp nhằm phản ánh mức điều chỉnh giảm 15,3% dự phóng EPS năm 2021 và giảm 6,5/5,5% dự phóng EPS năm 2022/2023.

Hình 2: Phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF (đơn vị: tỷ đồng)

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	1.560	4.391	7.500	8.389	11.247	12.236	17.179	23.508	30.155	40.676
Trừ: thuế	0	0	0	283	586	999	1.687	2.513	3.775	5.256
EBIAT	1.560	4.391	7.500	8.106	10.661	11.237	15.492	20.995	26.380	35.420
Cộng: khấu hao	127	156	189	227	271	322	382	452	533	614
Trừ: CAPEX	4.122	2.670	3.143	3.250	4.343	5.322	5.484	6.027	7.201	7.682
Trừ: tăng vốn lưu động	-6.622	9.915	3.709	3.826	5.641	7.076	7.824	9.288	11.459	13.520
Dòng tiền tự do (FCFF)	4.186	-8.038	837	1.256	948	-838	2.566	6.132	8.254	14.832
Giá trị hiện tại của FCFF	4.186	-7.238	678	918	624	-496	1.368	2.945	3.570	5.777
Tổng hợp giá trị hiện tại của FCFF	12.332									

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Phương pháp FCFF

Đơn vị	tỷ đồng
Giá trị FCFF tới hạn	14.832
Tăng trưởng	2,0%
Giá trị tới hạn	167.248
Chiết khấu	0,39
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn	65.141
Giá trị doanh nghiệp	77.473
Giá trị doanh nghiệp	77.473
Trừ: Tổng nợ	7.913
Cộng: Tiền và tương đương tiền	5.670
Giá trị VCSH	75.230
SLCP lưu hành	541.611.334
Giá trị cổ phần	138.900

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá CP	Giá	Khuyến nghị	Vốn hóa (US\$ m)	Tăng trưởng 3 năm (%)	P/E		P/BV		ROE (%)		Tỷ suất cổ tức (%)		EV/EBITDA	
		(Nguyên tệ)	(Nguyên tệ)				2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
VIETJET AVIATION JSC	VJC VN	115.300	138.900	Khả quan	2.523,6	-40,6	52,7	16,1	3,4	2,8	7,0	19,0	0,0	0,0	34,5	12,8
AIRASIA GROUP BHD	AAGB MK	1	N/A	KKN	844,9	NA	NA	NA	NA	NA	47,2	18,7	0,0	0,0	NA	10,8
CEBU AIR INC	CEB PM	47	N/A	KKN	597,3	NA	NA	26,2	1,7	1,3	-45,5	24,4	NA	NA	54,9	4,2
AIRASIA X BHD	AAX MK	0,1	N/A	KKN	85,4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	35,5	0,0	0,0	NA	10,4
ASIA AVIATION PCL	AAV TB	3	N/A	KKN	422,1	NA	NA	NA	1,2	1,2	-26,8	-0,3	0,0	0,2	NA	8,7
Trung bình							52,7	21,1	2,1	1,8	-4,5	19,5	0,0	0,0	44,7	9,4
Trung vị							52,7	21,1	1,7	1,3	-9,9	19,0	0,0	0,0	44,7	10,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

TÍCH LŨY CHO ĐÀ PHỤC HỒI SẮP TỚI

Hoạt động S&LB và LN tài chính hỗ trợ LN ròng Q1/21

Hình 5: Tóm tắt KQKD Q1/21 (đơn vị: tỷ đồng)

	Q1/21	Q1/20	% so với svck dự phóng		
Số chuyến bay	20.142	29.491	-31,7%	14,9%	Trong Q1/21, tổng số chuyến bay của VJC giảm 31,7% svck do không có chuyến bay quốc tế.
Số hành khách (triệu)	3,60	4,50	-20,0%	18,0%	Số hành khách bay nội địa ít hơn dự phóng cũ do dịch Covid-19 bùng phát trong đợt Tết Nguyên Đán - mùa cao điểm
- Trong nước (triệu)	3,60	3,55	1,4%	21,1%	Tình trạng đóng băng đường bay quốc tế vẫn tiếp diễn
- Quốc tế (triệu)	-	0,95	-100,0%	0,0%	
Doanh thu	4.049	7.230	-44,0%	14,4%	
DT cốt lõi	2.693	7.330	-63,3%	13,6%	
- Bán vé	1.082	4.499	-76,0%	10,9%	VJC phải giảm giá vé để duy trì thị phần
- Phụ trợ và hàng hoá	1.516	2.569	-41,0%	18,2%	VJC đã triển khai dịch vụ vận chuyển hàng hóa với nhiều hình thức và sản phẩm đa dạng. Trong Q1/21, VJC đã vận chuyển 18.000 tấn hàng hóa, so với việc không cung cấp dịch vụ này trong Q1/20
- Khác	95	262	-63,9%	10,8%	
- S&LB	1.356	-	NA	16,6%	VJC có 1 giao dịch S&LB trong Q1/21.
Lợi nhuận gộp	(1.014)	(841)			
Biên LN gộp	-25,04%	-11,63%	-13,4 điểm %		
- Hoạt động cốt lõi	-51,09%	-11,63%	-39,5 điểm%		
- S&LB	26,70%	NA	NA		
DT tài chính (tỷ)	1.395	548	154,3%	324,6%	Doanh thu hoạt động tài chính tăng mạnh 154,3% svck chủ yếu do chuyển nhượng các dự án bất động sản với lợi nhuận 1.358 tỷ đồng.
Chi phí tài chính (tỷ)	38	314	-87,9%	4,2%	Chi phí tài chính giảm 87,9% so với cùng kỳ chủ yếu do hoàn nhập dự phòng 115 tỷ đồng đầu tư vào PV Oil (OIL), so với khoản dự phòng 135 tỷ đồng trong Q1/20.
Chi phí bán hàng	114	227	-49,9%	14,0%	Chi phí bán hàng giảm 49,9% svck nhờ vào nỗ lực cắt giảm chi phí của VJC
Chi phí quản lý DN	107	112	-4,5%	25,3%	
DT khác (ròng)	(4)	5	-170,3%	-2,3%	
LN ròng	123	(989)	-112,5%	9,1%	Thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do đợt bùng phát Covid-19 vào dịp Tết nhìn chung đã ảnh hưởng đến vận tài hàng không trong nước
Trừ đi hoạt động S&LB	(239)	(989)	-75,9%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Thanh lý tài sản và hoạt động tài chính giúp cải thiện dòng tiền của VJC để vượt qua giai đoạn đại dịch

Bên cạnh nỗ lực cắt giảm chi phí, VJC đã chủ động thanh lý tài sản và thúc đẩy hoạt động tài chính nhằm cải thiện dòng tiền của doanh nghiệp trong giai đoạn đại dịch.

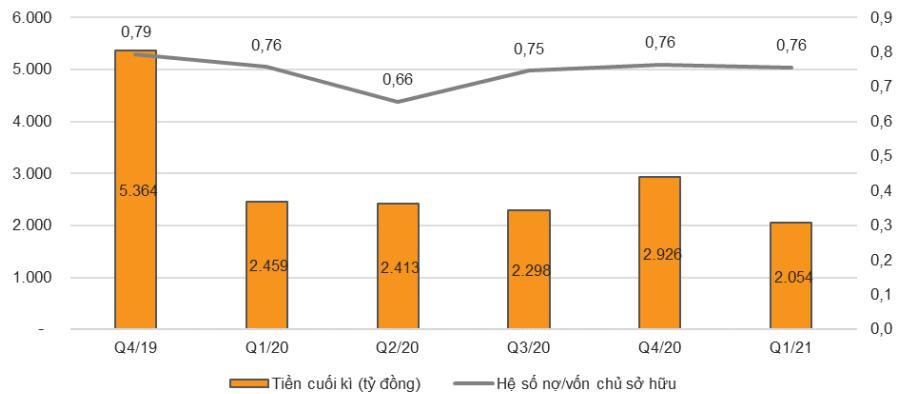
Hình 6: Hoạt động thanh lý tài sản và hoạt động tài chính của VJC kể từ thời điểm dịch bắt đầu bùng phát

Thời điểm	Hoạt động
Q1/20	Thu về 708 tỷ đồng từ khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn Trả 1.527 tỷ đồng tiền vay ngân hàng
Q2/20	Thu 357 tỷ đồng từ tiền bồi thường cho việc sản xuất máy bay bị chậm trễ Trả 7.475 tỷ đồng tiền vay ngân hàng
Q3/20	Thu về 595 tỷ đồng từ việc bán quyền mua OIL Vay 606 tỷ đồng từ ngân hàng
Q4/20	Thu 793 tỷ từ chuyển nhượng tòa nhà Vietjet Plaza Thu 391 tỷ đồng từ thanh lý tài sản dài hạn Phát hành 113 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 3 năm với lãi suất 9% Vay 750 tỷ đồng từ ngân hàng
Q1/21	Phát hành 307 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 3 năm với lãi suất 9% Trả 706 tỷ đồng tiền vay ngân hàng VJC ghi nhận lợi nhuận 1.358 tỷ đồng từ chuyển nhượng dự án bất động sản tuy nhiên chúng tôi chưa thấy dòng tiền từ hoạt động này và kỳ vọng VJC sẽ nhận tiền từ giao dịch này trong Q2/21
Q2/21	Trong Q2/21, VJC đã bán thành công 17,7 triệu cổ phiếu quỹ thu được tổng 2.350 tỷ đồng .

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nhờ các động thái cần thiết của VJC kể từ những ngày đầu của đại dịch, khả năng thanh khoản của VJC vẫn được bảo đảm mặc dù ngành hàng không chịu ảnh hưởng nặng nề. Lượng tiền mặt của VJC luôn dao động trong khoảng từ 2.000 - 3.000 tỷ đồng trong giai đoạn dịch bệnh, đủ để doanh nghiệp hoạt động trong khi tỷ lệ D/E luôn được duy trì ở mức thấp 0,66 - 0,76. Ở mức này, VJC hoàn toàn có thể tăng tín dụng để tài trợ cho việc mở rộng đội bay khi đường bay quốc tế được mở lại.

Hình 7: Lượng tiền mặt của VJC đủ để duy trì hoạt động trong khi vẫn duy trì tỷ lệ đòn bẩy ở mức an toàn trong thời gian dịch bệnh diễn ra



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

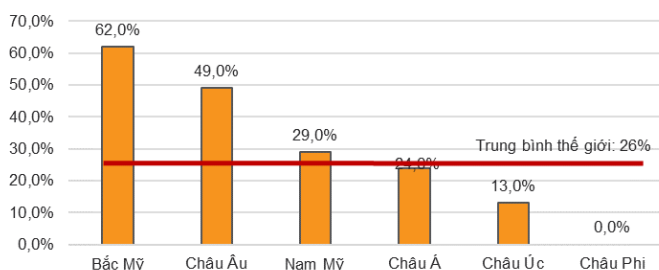
Với dòng tiền 3.708 tỷ đồng dự kiến được bổ sung từ việc bán cổ phiếu quỹ và chuyển nhượng dự án BĐS ước tính thu về trong Q2/21, chúng tôi cho rằng thanh khoản và sức khỏe tài chính của VJC sẽ tiếp tục được cải thiện. Từ đó, doanh nghiệp sẽ có vị thế vững chắc để vượt qua đại dịch và có thể mở rộng đội tàu bay khi thời điểm tới.

Sự phục hồi tất yếu

Có nhiều cơ sở để tin rằng Việt Nam sẽ sớm mở lại đường bay quốc tế:

- Hiện tại, chiến dịch tiêm chủng lớn nhất trong lịch sử toàn cầu đang diễn ra. Tính đến ngày 6/6/2021, hơn 1,98 tỷ liều Covid - 19 đã được sản xuất, đủ để tiêm cho 12,9% dân số toàn cầu. Dựa trên lô vắc xin sắp tới sẽ nhận được, chúng tôi kỳ vọng 14,66%/26,02% dân số sẽ được tiêm đủ 2 mũi tính tới cuối Q3/21 và Q4/21.

Hình 8: Tỷ lệ tiêm chủng theo châu lục (số liệu có thể tiêm trên 100 người, tính tới ngày 3/6/2021)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 9: Hoạt động tiêm chủng Covid - 19 ở Việt Nam (triệu liều)

	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21
Pfizer*			15,50	15,50
AstraZeneca (VNVC)	0,12	4,24	12,36	
AstraZeneca (COVAX)	1,37	2,80	12,95	12,95
Tổng số lượng liều vắc-xin (không bao gồm Pfizer, chiết khấu 15% để phản ánh số lượng vắc-xin nhận được thực tế có thể ít hơn so với kế hoạch)	1,26	5,98	21,51	22,29
Tỷ lệ người dân được tiêm đủ liều (số tích lũy)	0,64%	3,70%	14,66%	26,02%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bộ Y Tế

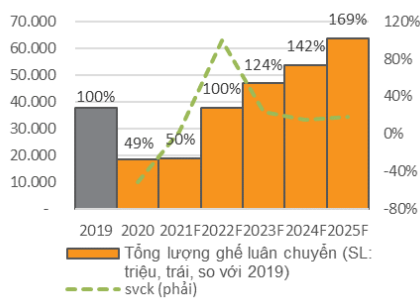
- Mới đây, HVN (Vietnam Airlines) đã thử nghiệm ứng dụng di động Travel Pass của Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA), trong khi đó, VJC cũng sẽ sớm triển khai ứng dụng này. Ứng dụng Travel Pass của IATA cho phép hành khách chia sẻ giấy chứng nhận xét nghiệm và

tiêm chủng, đồng thời giúp bảo đảm an toàn cho chuyến hành trình theo đúng hướng dẫn của chính phủ. Đây là yếu tố then chốt trong việc khởi động lại đường bay hàng không quốc tế, tạo điều kiện thuận lợi cho hành khách di chuyển đồng thời đáp ứng các yêu cầu nhập cảnh cảnh đối với việc xét nghiệm và tiêm chủng Covid - 19 theo quy định của chính phủ.

Bên cạnh việc tỷ lệ tiêm chủng cao ở các thị trường hàng không quốc tế chính của Việt Nam, chúng tôi tin rằng Việt Nam có thể mở cửa đường bay quốc tế vào cuối Q3/21 như dự kiến. Từ đó, chúng tôi đưa ra các dự phóng sau:

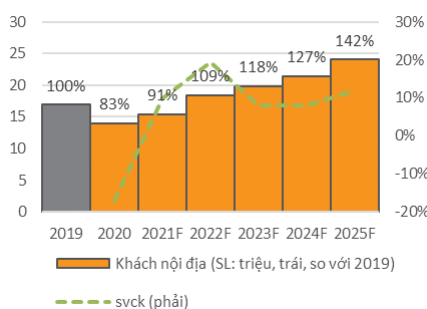
- Tổng lượng hành khách quốc tế của VJC sẽ bắt đầu phục hồi trong Q4/21 và tổng lượng khách quốc tế cả năm 2021 sẽ tương đương với năm 2020. Trong năm 2022, tổng lượng hành khách quốc tế sẽ tăng mạnh 650% svck.
- Việc tiêm chủng sẽ giúp tổng lượng hành khách nội địa Việt Nam tăng 10,0%/19,4% svck trong giai đoạn 2021 - 2022.
- Tổng công suất ghế luân chuyển có thể tăng 2,9%/99,5% svck trong giai đoạn 2021 - 2022.

Hình 10: Công suất ghế luân chuyển của VJC trong trung hạn



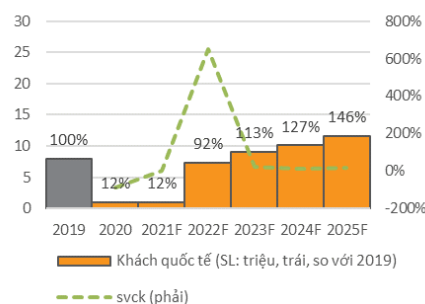
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Tổng lượng hành khách nội địa của VJC trong trung hạn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 12: Tổng lượng hành khách quốc tế của VJC trong trung hạn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Thay đổi trong dự phóng

Hình 13: Thay đổi dự phóng

	2020			2021F			2022F			2023F		
	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	Thay đổi
Số hành khách (triệu)	15,00	20,04	16,40	-18,2%	26,33	25,76	-2,2%	29,00	28,93	-0,3%		
- Trong nước (triệu)	14,02	17,05	15,42	-9,5%	18,41	18,41	0,0%	19,89	19,89	0,0%		
- Quốc tế (triệu)	0,98	2,99	0,98	-67,2%	7,92	7,35	-7,2%	9,11	9,04	-0,8%		
Doanh thu	18.210	42.961	32.802	-23,6%	59.722	56.368	-5,6%	87.386	85.646	-2,0%		
DT cốt lõi	15.086	31.301	19.330	-38,2%	43.750	40.515	-7,4%	50.991	49.610	-2,7%		
DT mảng S&LB	3.124	11.660	13.472	15,5%	15.972	15.853	-0,7%	36.395	36.036	-1,0%		
Biên LN góp cốt lõi	-13,1%	5,1%	-13,4%	-18,6 điểm %	11,2%	9,3%	-1,9 điểm %	11,7%	8,4%	-3,3 điểm %		
Biên LN góp S&LB	23,8%	14,9%	26,7%	11,8 điểm %	14,9%	14,9%	0,0 điểm %	14,9%	14,9%	0,0 điểm %		
DT tài chính (tỷ)	1.033	430	1.686	292,1%	597	564	-5,6%	874	856	-2,0%		
Chi phí tài chính (tỷ)	559	915	644	-29,6%	1.222	930	-23,9%	1.657	1.406	-15,1%		
Doanh thu khác (tỷ)	2.519	161	125	-22,6%	224	214	-4,4%	327	325	-0,5%		
LN ròng	70	1.353	1.165	-13,9%	4.022	3.887	-3,4%	6.898	6.739	-2,3%		
EPS (đồng)	134	2.583	2.187	-15,3%	7.678	7.177	-6,5%	13.167	12.443	-5,5%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

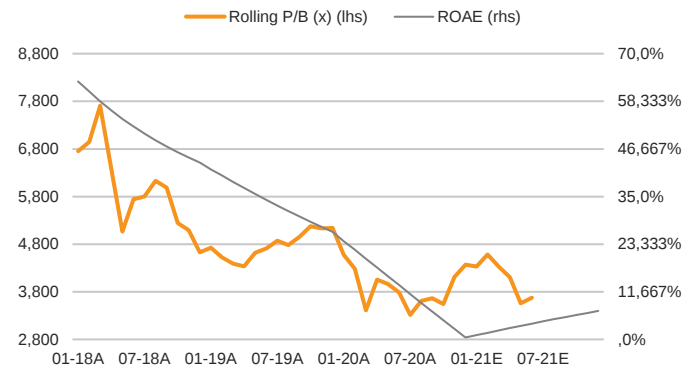
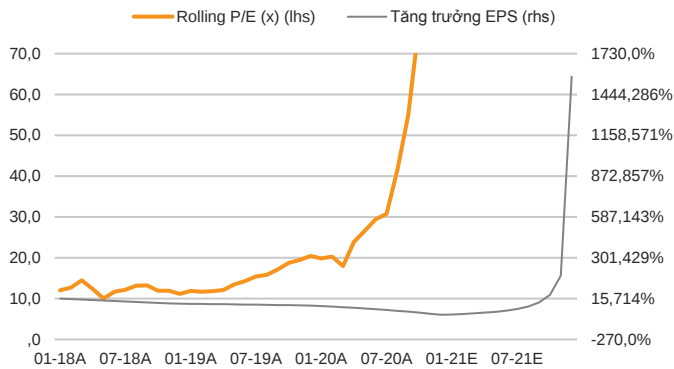
Chúng tôi đưa ra các thay đổi về dự phóng đối với hoạt động kinh doanh của VJC như sau:

- Chúng tôi hạ tổng lượng hành khách nội địa năm 2021 9,5% do đợt dịch Covid - 19 hiện tại có thể giảm nhu cầu di chuyển bằng đường hàng

không nội địa trong năm 2021. Chúng tôi đồng thời duy trì dự phóng đối với tổng lượng hành khách giai đoạn 2022 - 2023 do chúng tôi tin rằng hoạt động hàng không nội địa sẽ phục hồi nhờ hoạt động tiêm chủng.

- Chúng tôi hạ dự phóng tổng lượng hành khách quốc tế năm 2021 67,2% và 7,2/0,8% trong năm 2022/2023 do việc phân phối vắc xin bị chậm lại do Việt Nam được nhận vắc xin chậm hơn các nước và vùng lãnh thổ có thu nhập cao. Điều này sẽ gây ra khó khăn cho việc mở lại đường bay quốc tế, từ đó giảm mạnh lượng hành khách quốc tế trong năm 2021.
- Do các yếu tố trên, chúng tôi hạ dự phóng doanh thu cốt lõi 38,2% trong năm 2021 và lần lượt hạ 7,4/2,7% trong năm 2022/2023, từ đó giảm BLN gộp cốt lõi 18,6 điểm % trong năm 2021 và 1,9/3,3 điểm % trong năm 2022/2023.
- Tuy nhiên, chúng tôi nâng BLN gộp hoạt động S&LB 11,8 điểm % lên 26,7% trong năm 2021, tương đương BLN gộp mảng này trong Q1/21.
- Chúng tôi nâng dự phóng doanh thu hoạt động tài chính năm 2021 292,1% nhằm phản ánh việc VJC chuyển nhượng dự án BĐS trong Q1/21.
- Dự phóng chi phí tài chính giảm 29,6% - 15,1% trong giai đoạn 2021 - 2023 do kỳ vọng dòng tiền bổ sung đến từ hoạt động bán cổ phiếu quỹ và bàn giao dự án BĐS sẽ giúp giảm tỷ lệ đòn bẩy của VJC.
- Chúng tôi điều chỉnh nâng số lượng cổ phiếu lưu hành của VJC 3,3% do doanh nghiệp đã bán thành công cổ phiếu quỹ trong tháng 4/2021.
- Tổng hợp lại, chúng tôi hạ dự phóng EPS năm 2021 15,3% và hạ dự phóng EPS năm 2022/2023 lần lượt 6,5%/5,5%.

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	18.220	32.802	56.368
Giá vốn hàng bán	(19.632)	(31.804)	(50.232)
Chi phí quản lý DN	(375)	(258)	(541)
Chi phí bán hàng	(764)	(741)	(1.552)
LN hoạt động thuần	(2.551)	(1)	4.043
EBITDA thuần	(2.409)	127	4.199
Chi phí khấu hao	(141)	(127)	(156)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	(2.551)	(1)	4.043
Thu nhập lãi	970	1.686	564
Chi phí tài chính	(419)	(644)	(930)
Thu nhập ròng khác	1.773	125	214
TN từ các Cty LK & LD	(18)	0	0
LN trước thuế	(244)	1.166	3.891
Thuế	313	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	(1)	(4)
LN ròng	69	1.165	3.887
Thu nhập trên vốn	69	1.165	3.887
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	69	1.165	3.887

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	2.926	5.670	6.052
Đầu tư ngắn hạn	604	605	611
Các khoản phải thu ngắn hạn	20.896	13.072	27.318
Hàng tồn kho	712	446	746
Các tài sản ngắn hạn khác	244	325	566
Tổng tài sản ngắn hạn	25.383	20.117	35.294
Tài sản cố định	850	922	999
Tổng đầu tư	198	198	198
Tài sản dài hạn khác	18.765	21.396	28.989
Tổng tài sản	45.197	42.633	65.479
Vay & nợ ngắn hạn	10.095	6.617	13.869
Phải trả người bán	3.422	1.701	2.850
Nợ ngắn hạn khác	6.317	6.649	10.374
Tổng nợ ngắn hạn	19.834	14.967	27.093
Vay & nợ dài hạn	1.347	1.296	2.715
Các khoản phải trả khác	9.038	7.857	13.164
Vốn điều lệ và	5.416	5.416	5.416
LN giữ lại	11.589	12.754	16.641
Vốn chủ sở hữu	14.978	18.510	22.501
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	2	6
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	45.197	42.633	65.479

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	(244)	1.166	3.891
Khấu hao	141	127	156
Thuế đã nộp	(255)	0	0
Các khoản điều chỉnh khác	(382)	20	98
Thay đổi VLB	(2.472)	6.622	(9.915)
LC tiền thuần HKĐK	(3.211)	7.934	(5.771)
Đầu tư TSCĐ	(294)	(4.122)	(2.670)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	397	0	0
Các khoản khác	1.040	113	151
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	1.143	(4.009)	(2.519)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	2.347	0
Tiền vay ròng nhận được	(369)	(3.529)	8.672
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	(369)	(1.182)	8.672
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5.364	2.926	5.670
LC tiền thuần trong năm	(2.438)	2.743	382
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.926	5.670	6.052

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	0,4%	3,6%	6,9%
Vòng quay TS	0,39	0,75	1,04
ROAA	0,1%	2,7%	7,2%
Đòn bẩy tài chính	3,15	2,62	2,64
ROAE	0,5%	7,0%	19,0%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	172,7	61,1	74,6
Số ngày nắm giữ HTK	13,3	5,1	5,4
Số ngày phải trả tiền bán	63,8	19,5	20,7
Vòng quay TSCĐ	16,91	37,01	58,69
ROIC	0,3%	4,4%	9,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,3	1,3	1,3
Khả năng thanh toán nhanh	1,2	1,3	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,4	0,2
Vòng quay tiền	122,1	46,7	59,3
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(64,0%)	80,0%	71,8%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(161,0%)	(100,0%)	
Tăng trưởng LN ròng	(98,2%)	1.598,2%	233,7%
Tăng trưởng EPS	(98,2%)	1.569,9%	228,2%

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

Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: 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

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