

CTCP HÀNG KHÔNG VIETJET (VJC) – CẬP NHẬT

Giá thị trường VND96.500	Giá mục tiêu VND103.400	Tỷ suất cổ tức 0.9%	Khuyến nghị TRUNG LẬP	Ngành Công nghiệp
------------------------------------	-----------------------------------	-------------------------------	---------------------------------	-----------------------------

Ngày 11/08/2020

Triển vọng – Ngắn hạn:	Trung bình
Triển vọng – Dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Trung bình

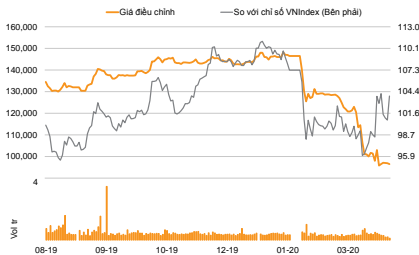
Consensus*: KQ:0 TL:5 KQK:1

Giá mục tiêu / Consensus: +2,6%

Thay đổi trong báo cáo

- EPS 2020 giảm 97,5%
- Giảm giá mục tiêu 27,3%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	148.200
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	95.800
GTGD BQ 3 tháng (VNĐtr)	45.779tr
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	50.760
SLCP (triệu cp)	526
Free float (%)	55
P/E trượt (x)	13,5
P/B (x)	3,39

Cơ cấu sở hữu

Sunflower Sunny Investment Ltd	28,6%
Nguyễn Thị Phương Thảo	8,8%
Sovico JSC	7,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Tiến Dũng

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Vượt qua sóng gió

- VJC đạt LNST 1.063 tỷ đồng Q2/20 (tăng 71.2% svck) nhờ mức tăng LN 3.103 tỷ đồng ở hoạt động S&LB và HĐ tài chính đã bù vào mức sụt giảm DT 60.8%.
- Chúng tôi giảm dự báo EPS 97.5% do điều chỉnh giảm tổng lượng hành khách.
- Duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu giảm xuống 103.400 đồng/cp.

Hoạt động tài chính và S&LB hỗ trợ cho LN ròng Q2/20

Tổng số chuyến bay của VJC giảm 60,8% svck xuống mức 13.792 chuyến bay trong Q2/20, dẫn đến doanh thu vận tải giảm và doanh thu phụ trợ giảm lần lượt 91,2%/66,8% svck. Hoạt động cốt lõi ghi nhận mức lỗ 1.996 tỉ đồng (giảm 349% svck). Tuy nhiên, LNTT Q2/20 ghi nhận mức tăng 38.4% svck đạt 1.039 tỷ đồng nhờ LN từ S&LB đạt 2.005 tỷ đồng (so với 52 tỷ Q2/19) và thu nhập tài chính ròng đạt 1.030 tỷ đồng (so với 120 tỷ Q2/19). Trong 6T/20, DT và LN ròng của VJC lần lượt giảm 50,3% và 96,3% xuống 12.200 tỷ đồng và 74 tỉ đồng, theo sát 77,9% so với dự phóng cả năm của chúng tôi.

Cơ hội mở rộng đội tàu bay cho tăng trưởng dài hạn

Đại dịch COVID-19 ảnh hưởng nghiêm trọng đến nhu cầu máy bay trên toàn cầu. Sau khi cân nhắc đến sự gián đoạn chuỗi cung ứng và nhu cầu sụt giảm, Airbus lên kế hoạch cắt giảm sản lượng 40% xuống còn 40-50 máy bay/tháng trong khi Boeing cũng có kế hoạch cắt giảm sản lượng trên tất cả dòng sản phẩm. Với việc giữ các đơn hàng trong khi các hãng hàng không khác hoãn hoặc hủy, đơn hàng của VJC sẽ được đẩy lên trong danh sách chờ, nhờ đó đảm bảo tiến độ bàn giao máy bay cho kế hoạch tăng trưởng dài hạn.

Triển vọng nửa sau 2020 không còn tích cực nhưng viễn cảnh sẽ tươi sáng hơn trong năm 2021

Số ca nhiễm vẫn tăng từ ngày 25/7 đã dấy lên lo ngại về đợt cách ly xã hội tiếp theo trên toàn quốc. Trong năm 2020, chúng tôi dự báo tổng lượng hành khách giảm 39,3% svck, trong đó lượng HK quốc tế giảm 87.7% và lượng HK nội địa giảm 16,4%. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần của VJC từ HĐKD chính giảm lần lượt 57% và 552%, nhưng hoạt động S&LB và hoạt động tài chính sẽ giúp tăng LNST lên 95 tỷ đồng. Bên cạnh đó, VJC sẽ bán cổ phiếu quỹ trong năm nay cho một nhà đầu tư chiến lược và đem lại cho hãng 1.864 tỉ đồng. Trong năm 2021, với dự báo tổng lượng HK quốc tế tăng 589% và lượng HK nội địa tăng 20%, tổng lượng HK cả năm được dự báo sẽ tăng 57% sv cùng kỳ, lợi nhuận thuần cả năm được dự báo ở mức 3.564 tỉ đồng.

Duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu giảm xuống 103.400đ/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp DCF cho giai đoạn 10 năm sắp tới. Rủi ro giảm giá bao gồm làn sóng bùng phát COVID-19 khác sẽ làm giảm khối lượng hành khách xuống dưới mức kỳ vọng.

Tổng quan tài chính (VNĐ)	12-18A	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần (tỷ)	53.577	50.603	33.620	63.075
Tăng trưởng DT thuần	26,7%	(5,6%)	(33,6%)	87,6%
Biên lợi nhuận gộp	14,0%	11,1%	0,3%	9,0%
Biên EBITDA	11,6%	10,1%	1,4%	6,8%
LN ròng (tỷ)	5.335	3.807	95	3.564
Tăng trưởng LN ròng	5,2%	(28,6%)	(97,5%)	3656,3%
Tăng trưởng LN cốt lõi	5,1%	(41,3%)	(100,2%)	
EPS cơ bản	10.746	7.146	178	6.580
EPS điều chỉnh	9.134	6.074	151	5.593
BVPS	25.917	28.445	31.068	37.728
ROAE	43,3%	26,3%	0,6%	19,1%

Nguồn: VND RESEARCH

HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH VÀ S&LB HỖ TRỢ CHO LN RÒNG Q2/20

Hình 1: Tóm tắt kết quả kinh doanh VJC 6T/2020 (Đơn vị: tỷ đồng)

	Quý 2/2019	Quý 2/2020	%yoy	6T/2019	6T/2020	%yoy	
Số chuyến bay	35.175	13.792	-60,8%	68.821	43.283	-37,1%	
Doanh thu	12.664	4.970	-60,8%	24.556	12.200	-50,3%	
- DT vận tải	6.308	557	-91,2%	13.555	5.056	-62,7%	Tổng số chuyến bay giảm tương ứng 60,8%/37,1% svck trong Quý 2/2020 và 6T2020
- DT phụ trợ	2.812	933	-66,8%	5.459	3.402	-37,7%	
- DT chuyển nhượng máy bay	2.696	3.169	17,5%	4.516	3.169	-29,8%	Chúng tôi ước tính VJC đã chuyển nhượng 5 quyền mua máy bay với biên lợi nhuận gộp 63,3%
- DT khác	849	311	-63,4%	1.026	573	-44,2%	
Lợi nhuận gộp	1.206	-109	-109,0%	3.369	950	-71,8%	
Biên lợi nhuận gộp	9,5%	-2,2%	-11,7% pts	13,7%	7,8%	-5,9% pts	
Thu nhập tài chính ròng	-120	1.030	NA	(374)	1.265	NA	Bao gồm khoản hoàn nhập dự phòng cho khoản đầu tư vào PV Oil (690 tỷ đồng) và doanh thu tài chính khác (598 tỷ đồng)
Chi phí bán hàng	282	170	-39,7%	493	397	-19,5%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	42	85	102,4%	182	198	8,8%	
Lợi nhuận ròng	621	1.063	71,2%	1.981	74	-96,3%	
Biên lợi nhuận ròng	4,9%	21,4%	16,5% pts	8,1%	0,6%	-7,5% pts	
EBITDA	789	1.110	40,7%	2.372	168	-92,9%	
Biên EBITDA	6,2%	22,3%	16,1% pts	9,7%	1,4%	-8,3% pts	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VJC

- Trong Q2/20, tổng số chuyến bay của VJC giảm 60,8% sv cùng kỳ xuống còn 13.792 chuyến bay. Tất cả các chuyến bay đều là các chuyến bay nội địa với doanh thu thấp hơn so với chuyến bay quốc tế, dẫn đến doanh thu vận tải giảm 91,2% sv cùng kỳ và doanh thu phụ trợ giảm 66,8% sv cùng kỳ. Tuy nhiên, nhờ doanh thu S&LB tăng 17,5% sv cùng kỳ, tổng doanh thu của VJC chỉ giảm 60,8% sv cùng kỳ xuống còn 4.970 tỷ đồng.
- Cũng trong Q2/20, với LN gộp 2.005 tỷ đồng từ hoạt động S&LB, biên LN gộp của hoạt động này đạt mức 63,3%, cao hơn 61,4 điểm phần trăm so với năm 2019. Điều này đã giúp giảm mức lỗ LN gộp Q2/20 của VJC xuống còn 109 tỷ đồng.
- Thu nhập tài chính ròng tăng lên 1.030 tỷ đồng trong Q2/20 chủ yếu do khoản hoàn nhập dự phòng cho khoản đầu tư vào PV Oil (OIL, Không khuyến nghị) đạt 690 tỷ đồng và các khoản thu nhập tài chính khác đạt 598 tỷ đồng. Khoản thu nhập này giúp VJC đạt mức LN ròng 1.063 tỷ đồng trong Q2/20. Trong 6T20, LN ròng của hãng hàng không đạt 74 tỷ.

Trong Q2/20, chỉ số lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF)/ doanh thu của VJC là -0,013, ít nghiêm trọng hơn so với mức -0,258 của HVN. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng con số này cho thấy VJC đã chủ động trong việc ứng phó với đại dịch:

- VJC đã ra mắt chương trình “Power Pass”, cho phép người mua có thể bay không giới hạn trên đường các bay nội địa đến T9/20 và T12/20 với mức giá trả trước tương ứng 8,9 triệu và 16,9 triệu đồng. Điều này giúp thúc đẩy dòng tiền của VJC trong giai đoạn khó khăn.
- VJC đã đạt được thỏa thuận với các bên cho vay để hoãn thanh toán tiền thuê đối với 80% các máy bay từ 3 tháng lên 12 tháng.
- VJC cũng được cấp phép vận hành dịch vụ mặt đất tại Cảng Hàng không Quốc tế Nội Bài và được Cảng hàng không Việt Nam – ACV (MUA, Giá mục tiêu: VND79.400/cp) giảm 30-70% phí dịch vụ mặt đất và giá thuê mặt bằng tại các sân bay.

- Bên cạnh đó, VJC cũng đang tích cực tìm kiếm đối tác để chuyển nhượng quyền mua tàu bay.

Hình 2: Chỉ số OCF/doanh thu và lưu chuyển tiền thuần của VJC và HVN trong Quý 2/2020

	HVN	VJC
Lưu chuyển tiền hoạt động kinh doanh (OCF)	(1.549)	(63)
Lưu chuyển tiền hoạt động đầu tư (ICF)	1.893	323
Lưu chuyển tiền hoạt động tài chính (FCF)	(204)	(475)
Ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá		168
Lưu chuyển tiền thuần	141	-45,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VJC, HVN

TRIỂN VỌNG CÒN LẠI CỦA NĂM 2020 KHÔNG CÒN TÍCH CỰC NHƯNG VIỄN CẢNH SẼ TƯƠI SÁNG HƠN TRONG NĂM 2021

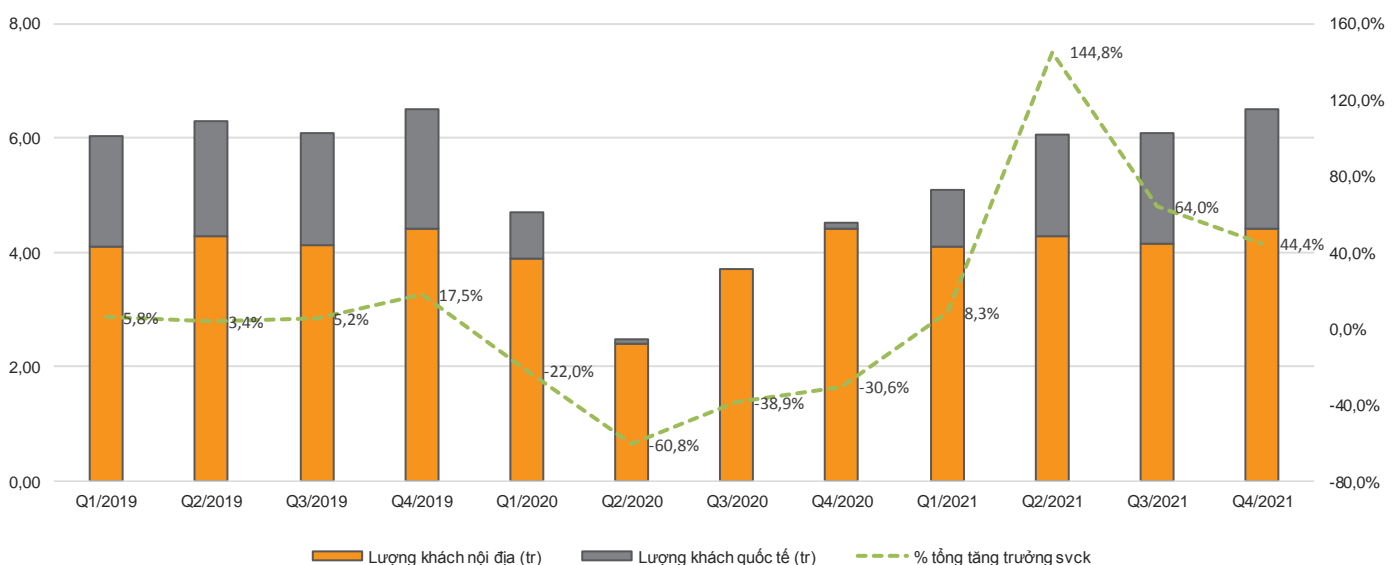
Tổng lượng hành khách nội địa sẽ phục hồi từ Q4/20

Sau khi ngăn chặn thành công làn sóng COVID-19 lần thứ 2 bắt đầu vào tháng 3/20, Việt Nam đã nhanh chóng quay trở lại các hoạt động trong nước trước hầu hết các nước trên thế giới. Tiếp nối đà phục hồi, đến tháng 6/2020, lượng hành khách nội địa đã khôi phục hoàn toàn về mức trước dịch. Tuy nhiên, đợt bùng phát dịch COVID-19 lần thứ 3 đã xảy ra tại Việt Nam vào cuối tháng 7/2020. Nhờ kinh nghiệm từ các đợt bùng phát trước và năng lực của đội ngũ y tế ngày càng tăng, chúng tôi tin rằng chính phủ Việt Nam sẽ tiếp tục xử lý tốt đợt dịch lần này. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ khách bay nội địa trong quý sẽ tăng trở lại từ Q4/20, thu hẹp mức giảm chỉ còn 4,8% sv cùng kỳ trong 6 tháng cuối năm. Nhìn chung, tổng lượng khách bay nội địa của VJC dự kiến sẽ giảm 16,4% svck xuống 14,1 triệu trong năm 2020 nhưng sẽ tăng 20% lên 16,96 triệu trong năm 2021, cao hơn 0,3% so với năm 2019.

Lượng hành khách quốc tế có thể phục hồi bằng với mức năm 2019 vào Q3/21

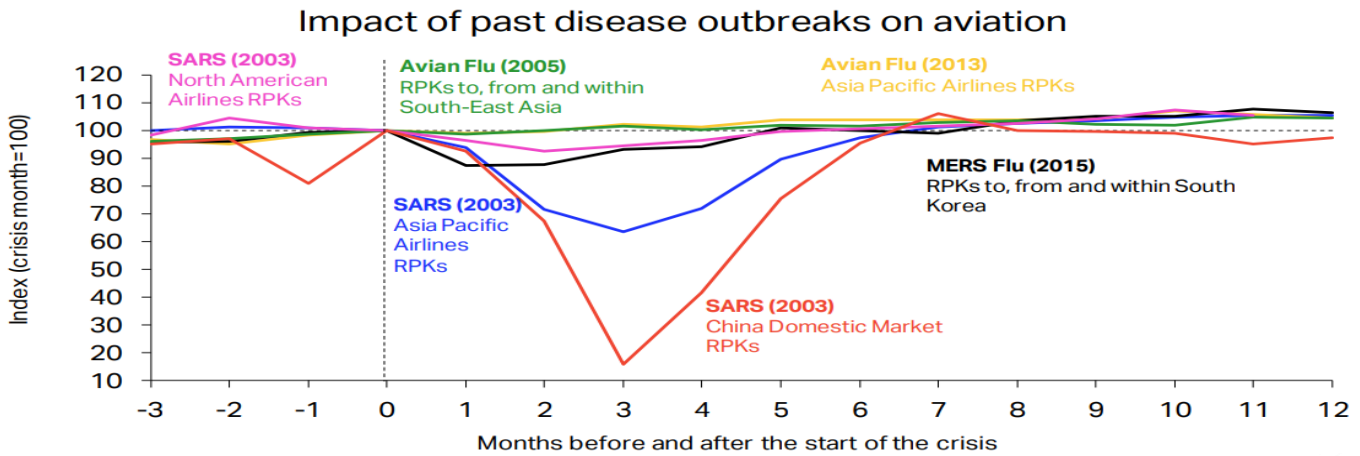
Sau khi nối lại và mở rộng các đường bay trong nước, ngành hàng không của Việt Nam sẽ mở đường bay quốc tế với sự chuẩn bị kỹ lưỡng. Hành khách phải có phiếu xét nghiệm âm tính với vi-rút và phải được xét nghiệm khi đến Việt Nam. Theo quan điểm của chúng tôi, mỗi tuyến đường quốc tế có thể bắt đầu bay tháng kể từ ngày mở cửa trở lại để khôi phục hoàn toàn, gấp đôi thời gian hồi phục so với thời điểm dịch SARS năm 2003.

Hình 3: Lượng hành khách theo quý giai đoạn 2019-2021 VJC



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAV

Hình 4: Ảnh hưởng của các đợt dịch trong quá khứ lên ngành hàng không



Nguồn: ICAO

Cục hàng không Việt Nam sẽ ưu tiên các đường bay đến các nước Đông Bắc Á sau thành công của các nước này trong việc kiểm soát dịch, đồng thời cũng là các điểm đến quốc tế chính của VJC. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lượng hành khách quốc tế của VJC sẽ phục hồi trở lại mức trước đại dịch trong Q3/21.

Hình 5: Ước tính mức độ phục hồi của các đường bay quốc tế

Quốc gia	Tỷ trọng	Quý 4/2020			Quý 1/2021			Quý 2/2021			3Q21F		
		T10/2020	T11/2020	T12/2020	T1/2021	T2/2021	T3/2021	T4/2021	T5/2021	T6/2021	Jul-21	Aug-21	Sep-21
Hàn Quốc	31%			20%	40%	60%	70%	80%	90%	100%	100%	100%	100%
Đài Loan	25%			20%	40%	60%	70%	80%	90%	100%	100%	100%	100%
Thái Lan	14%				20%	40%	60%	70%	80%	90%	100%	100%	100%
Nhật Bản	11%			20%	40%	60%	70%	80%	90%	100%	100%	100%	100%
Singapore	7%				20%	40%	60%	70%	80%	90%	100%	100%	100%
Hongkong	4%			20%	40%	60%	70%	80%	90%	100%	100%	100%	100%
Indonesia	2%					20%	40%	60%	70%	80%	90%	100%	100%
Malaysia	2%					20%	40%	60%	70%	80%	90%	100%	100%
Campuchia	2%				20%	40%	60%	70%	80%	90%	100%	100%	100%
Myanmar	2%				20%	40%	60%	70%	80%	90%	100%	100%	100%
So sánh với trước dịch COVID theo tháng		0,0%	0,0%	14,2%	33,4%	53,4%	66,3%	76,7%	86,7%	96,7%	99,6%	100,0%	100,0%
So sánh với trước dịch COVID theo quý			4,7%			51,0%			86,7%			99,9%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VJC

Tổng hợp lại, lượng hành khách quốc tế của VJC dự kiến sẽ giảm 87,7% sv cùng kỳ xuống 0,98 triệu trong năm 2020 nhưng sẽ tăng 589% sv cùng kỳ lên 6,78 triệu trong năm 2021, thấp hơn 15,3% so với năm 2019.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của VJC đạt 95 tỷ VND trong 2020 và sẽ tăng mạnh lên 3.564 tỷ VND trong 2021

Chúng tôi dự phóng tổng lượng hành khách trong năm 2020 của VJC sẽ giảm 39,3% sv cùng kỳ, trong đó lượng hành khách quốc tế giảm 87,7% và lượng hành khách nội địa giảm 16,4%. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của VJC từ hoạt động kinh doanh chính sẽ giảm lần lượt là 57% và 552%, nhưng kỳ vọng các giao dịch S&LB và hoạt động tài chính sẽ giúp tăng LNST của VJC lên 95 tỷ đồng trong năm 2020. VJC sẽ bán cổ phiếu quỹ trong năm nay cho nhà đầu tư chiến lược nhằm tái cơ cấu nguồn vốn. Số lượng cổ phiếu là 17,77 triệu, chiếm 3,28% vốn điều lệ, được mua trong tháng 4/2020 với giá trung bình 132.063đ/cp. Chúng tôi ước tính giá bán sẽ ở mức 104.900đ/cp,

bằng với giá trung bình trong 30 phiên gần nhất, mang lại cho VJC 1.864 tỷ đồng.

Trong năm 2021, với dự báo tổng lượng HK quốc tế tăng 589% và lượng HK nội địa tăng 20%, tổng lượng HK cả năm được dự báo sẽ tăng 57% sv cùng kỳ tuy nhiên vẫn thấp hơn 4,7% so với mức 2019. Chúng tôi kỳ vọng VJC không ghi nhận chi phí bảo dưỡng và sửa chữa lớn nào trong năm 2021, theo đó lợi nhuận thuần cả năm được dự báo ở mức 3.564 tỷ đồng.

Hình 6: Ước tính kết quả kinh doanh 2020-2022 (Đơn vị: tỷ đồng)

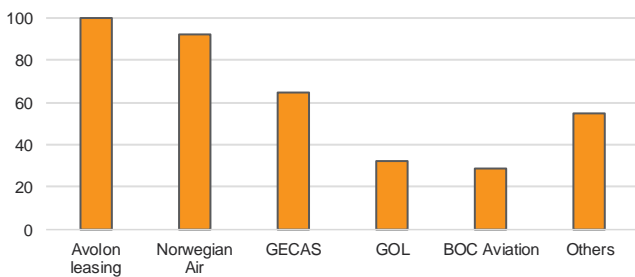
	2019	2020F	2021F	2022F	Giải thích
Tăng trưởng tổng HK	7,8%	-39,3%	57,0%	8,9%	
Tăng trưởng HK nội địa	3,1%	-16,4%	20,0%	4,0%	
Tăng trưởng HK quốc tế	19,4%	-87,7%	589,0%	20,0%	
Tăng trưởng doanh thu	-5,6%	-33,6%	87,6%	23,9%	
Doanh thu	50.603	33.620	63.075	78.157	
- Doanh thu cốt lõi	38.589	16.556	39.286	45.246	
Doanh thu vận tải nội địa	10.753	8.810	11.365	12.055	
Doanh thu vận tải quốc tế	15.913	3.246	15.420	18.544	
Doanh thu phụ trợ	11.306	4.176	11.817	13.865	Tăng trưởng của doanh thu phụ trợ có độ tương quan cao với tăng trưởng doanh thu vận tải quốc tế do mức độ chi tiêu của hành khách quốc tế cao hơn hành khách nội địa
Doanh thu khác	617	325	684	782	
- S&LB	12.014	17.064	23.789	32.911	Số lượng giao dịch tương ứng dự kiến đạt 15/18/22 trong các năm 2020/2021/2022
GVHB	44.980	35.236	57.401	71.380	
- Nguyên vật liệu	15.039	5.761	14.367	16.775	Giá xăng Jet A1 trung bình dự kiến giảm 34,9% trong năm 2020. Chính phủ cũng đã chấp nhận đề xuất giảm thuế tiêu thụ đặc biệt cho nhiên liệu bay, điều này cũng sẽ giúp VJC giảm 300 tỷ chi phí nhiên liệu trong nửa cuối 2020. Giá xăng Jet A1 dự kiến tăng tương ứng 41,5%/10% svck trong năm 2021/2022.
- Nhân công	4.444	2.192	4.371	4.945	
- Khấu hao	175	133	164	186	
- S&LB	8.181	12.755	20.247	28.011	
- Thuê ngoài	14.436	11.372	15.681	18.526	
Chi phí thuê tàu bay	7.705	8.805	10.561	12.678	Chi phí tăng tương ứng với quy mô đội bay
Thuê ngoài khác	6.731	2.567	5.119	5.849	Trong năm 2019, VJC ghi nhận chi phí bảo dưỡng lớn cho đội tàu bay, dẫn đến mức tăng của chỉ số Chi phí thuê ngoài khác/ASK lên 178 đồng từ mức 116 đồng giai đoạn 2017-2018. Chi phí này được ghi nhận định kỳ 3 năm 1 lần. Chỉ số này dự kiến ở mức chuẩn hóa là 140 đồng và tăng theo lạm phát giai đoạn 2020-2022.
- Chi phí khác	2.704	1.289	2.571	2.937	
Lợi nhuận gộp	5.623	117	5.674	6.777	
Biên lợi nhuận gộp	11,1%	0,3%	9,0%	8,7%	
Biên gộp HĐ cốt lõi	4,6%	-25,3%	5,4%	4,1%	
Biên gộp S&LB	31,9%	25,3%	14,9%	14,9%	Trong năm 2020, biên gộp hoạt động S&LB dự kiến bằng mức trung bình 2018-2019. Sau năm 2020, mức biên gộp dự kiến quay trở lại mức thông thường là 14,9%.
Thu nhập tài chính	780	1.208	631	782	
Chi phí tài chính	1.025	644	1.322	1.590	
Chi phí bán hàng	1.004	444	1.053	1.213	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	436	199	473	545	
LNTT	4.569	95	3.564	4.344	
LNST	3.807	95	3.564	4.343	
Biên LNST	7,52%	0,28%	5,65%	5,56%	
Tăng trưởng LNST	-26,40%	-97,51%	3656,33%	21,87%	
Lợi nhuận từ HĐ cốt lõi	741	(3.352)	730	423	
Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐ cốt lõi	-75,10%	-552,14%	NA	-42,04%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

CƠ HỘI MỞ RỘNG ĐỘI TÀU BAY CHO TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN

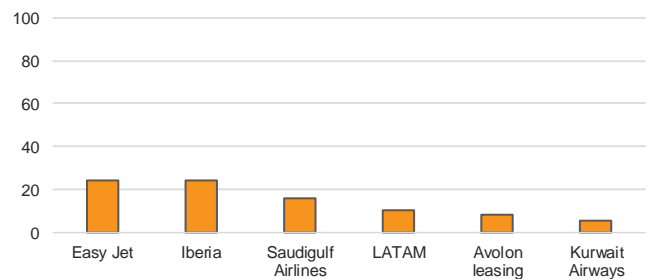
Thiếu hụt tàu bay là một trong những vấn đề ảnh hưởng đến sự phát triển hiện tại của VJC, tuy nhiên một cơ hội đang đến có thể giúp hãng giải quyết vấn đề này. Đại dịch Covid-10 đã gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến nhu cầu về máy bay trên toàn cầu, dẫn đến việc hoãn hoặc hủy đơn đặt hàng. Sau khi cân nhắc đến sự gián đoạn chuỗi cung ứng và nhu cầu sụt giảm, Airbus lên kế hoạch cắt giảm sản lượng 40% xuống còn 40-50 máy bay/tháng trong khi Boeing cũng có kế hoạch cắt giảm sản lượng trên tất cả dòng sản phẩm. Với việc giữ các đơn hàng trong khi các hãng hàng không khác hoãn hoặc hủy, đơn hàng của VJC sẽ được đẩy lên trong danh sách chờ, nhờ đó đảm bảo tiến độ bàn giao máy bay cho kế hoạch tăng trưởng dài hạn.

Hình 7: Số lượng hủy đặt hàng của Boeing từ T1/2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BOEING

Hình 8: Số lượng hủy đặt hàng của Airbus từ T1/2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, AIRBUS

Hiện tại, VJC đã đặt 105 máy bay A321 Neo với Airbus và 200 máy bay B737 với Boeing. Trong giai đoạn 2020-2025, chúng tôi kỳ vọng VJC sẽ nhận được 63 chiếc A321 Neo và 46 chiếc B737. Các yếu tố hỗ trợ VJC trong việc tài trợ máy bay mới bao gồm: (1) thị trường nội địa phục hồi nhanh chóng giúp dòng tiền quay trở lại, (2) việc hoãn thanh toán các khoản nợ và tối ưu hóa chi phí giúp cải thiện dòng tiền, (3) các khoản vay với lãi suất thấp – chi phí nợ của VJC chỉ ở mức 3,93%, (4) tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu thấp – 0,65 vào cuối Q2/20 – đủ để tăng tín dụng hỗ trợ cho việc mua máy bay mới.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với giá mục tiêu VND103.400/cp cho cổ phiếu VJC. Theo quan điểm của chúng tôi, mặc dù bị ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch, ngành hàng không Việt Nam trong đó VJC là một trong những doanh nghiệp hàng đầu, vẫn còn nhiều tiềm năng để tăng trưởng. Rủi ro giảm giá bao gồm làn sóng bùng phát dịch COVID-19 khác vào cuối năm sẽ làm giảm khối lượng hành khách xuống dưới mức kỳ vọng.

Hình 9: Dòng tiền chiết khấu

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	323	4.105	4.966	6.327	6.450	8.807	10.715	12.872	15.053	15.008	17.781
Trừ: thuế	0	0	0	0	0	123	1.066	1.442	1.713	2.161	2.605
EBIAT	323	4.105	4.966	6.327	6.450	8.685	9.648	11.430	13.340	12.847	15.175
Cộng: khấu hao	133	164	186	210	236	264	295	328	364	403	438
Trừ: Capex	-2.016	5.535	2.224	3.074	3.677	3.627	3.831	4.427	4.737	4.627	5.073
Trừ: thay đổi vốn lưu động	-1.563	3.119	1.074	1.618	2.038	1.992	2.053	2.402	2.519	2.489	2.726
Unlevered free cash flow (FCFF)	4.034	-4.385	1.855	1.845	971	3.330	4.058	4.928	6.448	6.134	7.814
Giá trị hiện tại của FCFF	4.034	-3.987	1.533	1.386	663	2.067	2.290	2.528	3.007	2.600	3.011
Tổng GTHT của FCFF											19.133

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Định giá FCFF

FCFF năm cuối chu kỳ	7.814
Tăng trưởng	2,00%
Định giá tại năm cuối chu kỳ (Terminal value)	99.559
Mức chiết khấu	0,39
GTHT của terminal value	38.364,9
Giá trị doanh nghiệp	57.498,2
Trừ: tổng nợ	7.794,8
Cộng: tiền và tương đương tiền	6.283,9
Giá trị vốn chủ sở hữu	55.987,2
Số lượng cổ phiếu lưu hành	541.611.334
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	103.400

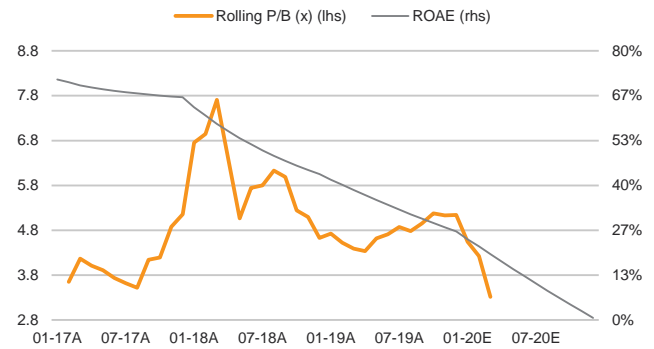
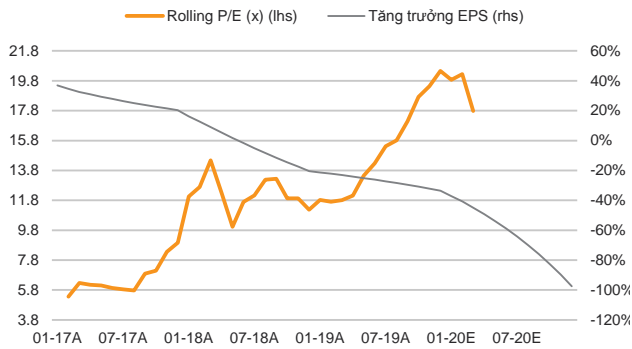
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CP	K/N	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (x)	3-year EPS	P/BV (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)				
			LC\$	LC\$	US\$ m	CY20F	CY21F	CAGR (%)	CY20F	CY21F	CY20F	CY21F	CY20F	CY21F
Các hãng hàng không giá rẻ														
RYANAIR HLDGS	RYA ID	NA	10,82	12,6	13.306	NA	13,3	NA	2,9	2,4	98,9	6,6	(12,6)	16,2
AIRASIA GROUP BHD	AAGB MK	NA	0,705	0,7	551	NA	NA	NA	0,9	0,9	12,4	5,1	(42,6)	(0,4)
AIR ARABIA PJSC	AIRARABI	NA	1,19	1,3	1.512	22,9	8,6	NA	1,2	1,1	31,3	45,3	3,2	11,4
CEBU AIR INC	CEB PM	NA	41,4	45,5	502	NA	6,2	NA	0,6	0,6	33,3	93,5	(10,5)	12,2
ASIA AVIATION	AAV TB	NA	2,02	2,1	314	NA	NA	NA	0,5	0,5	NA	26,1	(13,7)	1,0
AIRASIA X BHD	AAX MK	NA	0,095	0,0	92	NA	NA	NA	1,8	1,5	7,0	5,5	(46,2)	74,9
AVERAGE					2.713	22,9	9,4	NA	1,3	1,2	36,6	30,3	(20,4)	19,2
VIETJET AVIATION	VJC VN	NĂM GIỮ	99.500	103.400	2.411	568,0	15,1	NA	3,2	2,6	121,5	13,9	0,6	17,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷ VND)	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần	50.603	33.620	63.075
Giá vốn hàng bán	(44.980)	(33.503)	(57.401)
Chi phí quản lý DN	(436)	(199)	(473)
Chi phí bán hàng	(1.004)	(444)	(1.053)
LN hoạt động thuần	4.184	(526)	4.148
EBITDA thuần	4.359	(393)	4.312
Chi phí khấu hao	(175)	(133)	(164)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	4.184	(526)	4.148
Thu nhập lãi	780	1.208	631
Chi phí tài chính	(1.025)	(644)	(1.322)
Thu nhập ròng khác	721	108	202
TN từ các Cty LK & LD	(92)	(51)	(95)
LN trước thuế	4.569	95	3.564
Thuế	(761)	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	(0)	(1)
LN ròng	3.807	95	3.564
Thu nhập trên vốn	3.807	95	3.564
Cổ tức phổ thông	(543)	0	0
LN giữ lại	3.264	95	3.564

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-19A	12-20E	12-21E
Tiền và tương đương tiền	5.364	6.284	8.146
Đầu tư ngắn hạn	1.145	1.700	1.172
Các khoản phải thu ngắn hạn	16.756	11.743	20.194
Hàng tồn kho	748	516	924
Các tài sản ngắn hạn khác	446	341	616
Tổng tài sản ngắn hạn	24.459	20.584	31.052
Tài sản cố định	1.304	1.346	1.372
Tổng đầu tư	216	216	216
Tài sản dài hạn khác	22.880	17.595	28.922
Tổng tài sản	48.859	39.741	61.562
Vay & nợ ngắn hạn	8.161	6.000	9.492
Phải trả người bán	1.895	1.345	2.408
Nợ ngắn hạn khác	9.114	5.877	10.828
Tổng nợ ngắn hạn	19.170	13.222	22.728
Vay & nợ dài hạn	3.662	1.795	4.259
Các khoản phải trả khác	11.124	7.895	14.138
Vốn điều lệ và	5.416	5.416	5.416
LN giữ lại	11.521	11.133	14.696
Vốn chủ sở hữu	14.900	16.827	20.434
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	3
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	48.859	39.741	61.562

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-19A	12-20E	12-21E
LN trước thuế	4.569	95	3.564
Khấu hao	175	133	164
Thuế đã nộp	(472)	0	0
Các khoản điều chỉnh khác	1.615	(588)	571
Thay đổi VLĐ	(7.988)	1.563	(3.119)
LC tiền thuần HKĐK	(2.100)	1.203	1.181
Đầu tư TSCĐ	(2.594)	2.016	(5.535)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(507)	(135)	261
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(3.101)	1.881	(5.274)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(2.347)	1.864	0
Tiền vay ròng nhận được	37.608	(4.028)	5.956
Dòng tiền từ HĐTC khác	(31.318)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(543)	0	0
LC tiền thuần HĐTC	3.400	(2.164)	5.956
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7.165	5.364	6.284
LC tiền thuần trong năm	(1.801)	920	1.862
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.364	6.284	8.146

Các chỉ số cơ bản

	12-19A	12-20E	12-21E
Dupont			
Biên LN ròng	7,5%	0,3%	5,6%
Vòng quay TS	1,15	0,76	1,25
ROAA	8,7%	0,2%	7,0%
Đòn bẩy tài chính	3,04	2,79	2,72
ROAE	26,3%	0,6%	19,1%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	54,9	40,6	51,3
Số ngày nắm giữ HTK	6,1	5,6	5,9
Số ngày phải trả tiền bán	15,4	14,7	15,3
Vòng quay TSCĐ	34,30	25,37	46,42
ROIC	14,2%	0,4%	10,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,3	1,6	1,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,2	1,5	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	0,6	0,4
Vòng quay tiền	45,6	31,6	41,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(5,6%)	(33,6%)	87,6%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(35,5%)	(112,6%)	
Tăng trưởng LN ròng	(28,6%)	(97,5%)	3.656,3%
Tăng trưởng EPS	(33,5%)	(97,5%)	3.594,7%

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 - Phó 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>