

**Năm giữ** (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ91,600 (từ VNĐ105,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 4.3%

**Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)** 87,800

Mã Bloomberg VJC VN

Giá cao/thấp 52 tuần (đ) 79,100-109,600

GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) 87,920

Vốn hóa thị trường (tỷ đ) 47,552

Vốn hóa trị trường (tr.USD) 1,832

Slg CP lưu hành (tr.đv) 542

Slg CP NN được sở hữu (tr.đv) 162

Slg CP NN được mua (tr.đv) 95.6

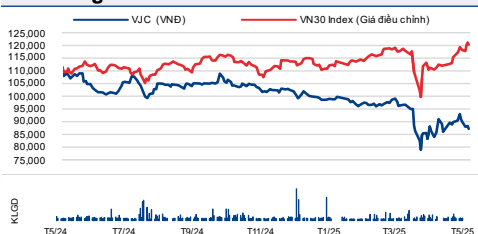
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN 30.0%

Tỷ lệ sở hữu của NN 12.3%

Tỷ lệ freefloat 55.1%

Cổ đông lớn lượng Dương Sunny (28.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá****Giá cổ phiếu (%)** -1 thg -3 thg -12 thg

Cổ phiếu thường 2.45 (9.11) (21.2)

So với chỉ số (5.28) (12.7) (27.0)

So với ngành - - -

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường****EPS ĐC (đồng)** HSC Thị trường % ch.lệch

2025F 4,764 3,638 30.9

2026F 5,203 4,135 25.8

2027F 6,055 - N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

VJC sở hữu và vận hành Vietjet Air, hãng hàng không giá rẻ tại Việt Nam. VJC được thành lập năm 2007 và bay thương mại lần đầu tiên tháng 12 năm 2011. Ngoài hoạt động vận chuyển hành khách, VJC cũng thực hiện các giao dịch bán máy bay để tăng lợi nhuận.

**Chuyên viên phân tích****Chế Thị Mai Trang**

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp

trang.ctmai@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4848

**Võ Thị Ngọc Hân, CFA**

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

**Duy trì khuyến nghị Năm giữ trên cơ sở định giá**

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ nhưng giảm 13% giá mục tiêu xuống 91.600đ do (1) tăng giả định WACC sau khi tăng phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ và (2) lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026.
- Chúng tôi tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận cho năm 2025–2026 nhờ giảm giả định giá nhiên liệu bay đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 32%. Các dự báo của chúng tôi cao hơn bình quân dự báo thị trường.
- VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,8 lần, so với mức 5,2 lần trước COVID. Tuy nhiên, HSC cho rằng mức định giá này là hợp lý do lợi nhuận của VJC vẫn chưa hồi phục về mức trước đại dịch trong khi tình hình tài chính đã bị ảnh hưởng đáng kể.

**Sự kiện: Đánh giá KQKD Q1/2025 và cập nhật giá nhiên liệu bay**

Lợi nhuận thuần Q1/2025 của VJC tăng 19% so với cùng kỳ đạt 640 tỷ đồng nhờ hệ số sử dụng ghế và lợi suất hành khách tăng mạnh, sát với dự báo. Nguyên nhân chủ yếu đến từ tình trạng thiếu hụt tàu bay trong ngành, bắt nguồn từ (1) việc thu hẹp quy mô hoạt động của các hãng hàng không Bamboo Airways và Pacific Airlines (cả hai đều chưa niêm yết) và (2) vấn đề kỹ thuật với dòng tàu bay A321 neo đang bị ngừng khai thác để kiểm tra động cơ.

Giá nhiên liệu bay đang thể hiện xu hướng giảm. Theo cập nhật mới nhất từ EIA (Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ), giá nhiên liệu bay bình quân được dự báo ở mức 87 USD/thùng trong năm 2025 và 92 USD/thùng trong năm 2026, thấp hơn so với mức 93 USD/thùng trong mô hình dự báo trước đó. Điều này là cơ sở để chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2025–2026.

**Tác động: Tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026**

HSC tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận cho VJC trong năm 2025–2026 do giảm giả định giá nhiên liệu bay. Cụ thể, cho năm 2025, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 73% đạt 2,4 nghìn tỷ đồng, nhờ lưu lượng hành khách tăng, hệ số sử dụng ghế cao hơn và chi phí nhiên liệu giảm. Cho năm 2026, lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng 12% đạt 2,6 nghìn tỷ đồng. Tốc độ tăng trưởng chậm lại trong năm 2026 chủ yếu do tăng giả định giá nhiên liệu bay so với năm trước đó và tình trạng thiếu hụt tàu bay được cải thiện. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo cho năm 2027 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 18% đạt 3 nghìn tỷ đồng, tương ứng với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 29%.

**Định giá và khuyến nghị**

HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ và giảm 13% giá mục tiêu xuống 91.600đ (tiềm năng tăng giá 4,6%) do tăng giả định WACC với phần bù rủi ro vốn CSH tăng lên 8,75% từ 7,5%, và hệ số beta tăng lên mức 0,8 lần (từ 0,7 lần trước đó, theo cập nhật từ Bloomberg). Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 4% so với VN Index, VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,8 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 6,3 lần và thời điểm trước đại dịch ở mức 5,2 lần. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là hợp lý do lợi nhuận vẫn thấp hơn nhiều và nợ vay tăng mạnh so với thời điểm trước đại dịch. Rủi ro giảm giá trong dự báo đến từ khả năng VJC phải bồi thường cho bốn tàu thuê với mức phạt có thể lên tới 180 triệu USD.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/5.

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-23A | 12-24A | 12-25F  | 12-26F  | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | (115)  | 3,774  | 6,027 ▲ | 6,385 ▲ | 6,568  |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 231    | 1,404  | 2,433 ▲ | 2,726 ▲ | 3,215  |
| EPS ĐC (đồng)             | 411    | 3,445  | 4,764 ▲ | 5,203 ▲ | 6,055  |
| DPS (đồng)                | -      | 0      | 0       | 0       | 0      |
| BVPS (đồng)               | 28,123 | 38,228 | 36,570  | 42,124  | 48,334 |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | (635)  | 11.4   | 15.1    | 15.0    | 12.9   |
| P/E ĐC (lần)              | 213    | 25.5   | 18.4    | 16.9    | 14.5   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | -      | 0      | 0       | 0       | 0      |
| P/B (lần)                 | 3.12   | 2.30   | 2.40    | 2.08    | 1.82   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 107    | 737    | 38.3    | 9.23    | 16.4   |
| ROAE (%)                  | 1.54   | 7.81   | 12.0    | 12.8    | 13.1   |

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Giá đã sát giá trị hợp lý; duy trì khuyến nghị Nắm giữ dù giảm 13% giá mục tiêu

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với VJC và giảm giá mục tiêu xuống 91.600đ (tiềm năng tăng giá 4,6%). Lợi nhuận của VJC dự kiến sẽ cải thiện đáng kể trong năm 2025 nhờ điều kiện thị trường thuận lợi hơn với giá nhiên liệu bay giảm và tình trạng thiếu hụt tàu bay. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá định giá hiện tại là hợp lý. Trong ngắn hạn, triển vọng giá cổ phiếu của VJC có thể bị ảnh hưởng bởi vụ kiện đang diễn ra liên quan đến bốn tàu bay thuê, với mức bồi thường có thể lên tới 180 triệu USD.

### Phân tích KQKD Q1/2025

Lợi nhuận thuần Q1/2025 của VJC tăng 19% so với cùng kỳ đạt 640 tỷ đồng trong khi doanh thu thuần đạt 17,95 nghìn tỷ đồng (tăng 1% so với cùng kỳ). KQKD này sát với dự báo của HSC. Một số số liệu hoạt động chính của VJC như sau:

- **Công suất** (ASK – công suất ghế luân chuyển) tăng 1,7% so với cùng kỳ (giảm 2,7% so với quý trước) trong khi **lưu lượng hành khách** (RPK – lưu lượng khách luân chuyển) tăng mạnh 9,9% y/y so với cùng kỳ (tăng 4% so với quý trước). Theo đó, hệ số sử dụng ghế tăng mạnh lên 87,6%, so với mức 81,0% trong Q1/2024 và 81,7% trong Q4/2024.
- **Lợi suất hành khách** tăng 1,6% so với cùng kỳ (và 15,3% so với quý trước) đạt 1.377đ, nhiều khả năng nhờ giá vé tăng cao hơn trong kỳ. Yếu tố hỗ trợ đến từ cạnh tranh giảm (do các hãng như Bamboo Airways và Pacific Airlines gặp khó khăn tài chính) và tình trạng thiếu hụt tàu bay kéo dài (liên quan đến các sự cố kỹ thuật của dòng A321neo).
- **Chi phí đơn vị** tăng 4,5% so với cùng kỳ và 2,0% so với quý trước đạt 1.154đ, HSC cho rằng nguyên nhân là do chi phí thuê tàu bay tăng khi VJC phải thuê thêm 3 tàu bay trong Q1/2025 để đáp ứng nhu cầu đi lại tăng cao trong dịp Tết.

#### Bảng 1: Các chỉ số hoạt động, VJC

Hệ số sử dụng ghế và lợi suất hành khách đều cải thiện so với cùng kỳ và so với quý trước

|                     | Q1/2024 | Q4/2024 | Q1/2025 | So với cùng kỳ | So với quý trước |
|---------------------|---------|---------|---------|----------------|------------------|
| ASK                 | 13.97   | 14.59   | 14.20   | 1.7%           | -2.7%            |
| RPK                 | 11.32   | 11.92   | 12.44   | 9.9%           | 4.4%             |
| Hệ số sử dụng ghế   | 81.0%   | 81.7%   | 87.6%   | +8.1ppts       | +7.2ppts         |
| Lợi suất hành khách | 1,356   | 1,194   | 1,377   | 1.6%           | 15.3%            |
| Chi phí đơn vị      | 1,105   | 1,131   | 1,154   | 4.5%           | 2.0%             |

Nguồn: VJC

### Dự báo mới cho giai đoạn 2025-2027

HSC tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025–2026 do giảm giả định giá nhiên liệu bay theo cập nhật mới nhất từ EIA. Cụ thể, chúng tôi hiện áp dụng giá nhiên liệu bay lần lượt là 87 USD/thùng và 92 USD/thùng cho năm 2025 và 2026, so với 93 USD/thùng trong giả định trước đây. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lợi nhuận lần đầu cho năm 2027. Các dự báo mới và thay đổi trong giả định được trình bày trong Bảng 2–3.

**Bảng 2: Điều chỉnh dự báo, VJC**

HSC nâng bình quân 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025/2026 nhờ giả định giá nhiên liệu bay giảm

| Tỷ đồng         | Dự báo cũ | Tăng trưởng | Dự báo mới | Điều chỉnh | Tăng trưởng |
|-----------------|-----------|-------------|------------|------------|-------------|
| <b>2025</b>     |           |             |            |            |             |
| Doanh thu thuần | 94,745    | 32%         | 97,587     | 3%         | 35%         |
| Lợi nhuận thuần | 2,233     | 63%         | 2,433      | 9%         | 73%         |
| <b>2026</b>     |           |             |            |            |             |
| Doanh thu thuần | 121,228   | 28%         | 123,653    | 2%         | 27%         |
| Lợi nhuận thuần | 2,571     | 9%          | 2,726      | 6%         | 12%         |
| <b>2027</b>     |           |             |            |            |             |
| Doanh thu thuần | N/a       | N/a         | 137,318    | N/a        | 12%         |
| Lợi nhuận thuần | N/a       | N/a         | 3,215      | N/a        | 18%         |

*Nguồn: HSC*
**Bảng 3: Điều chỉnh giả định, VJC**

Chúng tôi hạ ước tính chi phí đơn vị năm 2025/2026 nhờ hạ giả định giá nhiên liệu bay

| Đơn vị                     |                      | Thực tế/dự báo cũ |               |               | Dự báo mới    |               |               | Điều chỉnh   |              |            |
|----------------------------|----------------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|------------|
|                            |                      | 2024A             | 2025F         | 2026F         | 2025F         | 2026F         | 2027F         | 2025F        | 2026F        | 2027F      |
| <b>ASK</b>                 | <b>Tỷ ghế-km</b>     | <b>56,629</b>     | <b>64,557</b> | <b>77,468</b> | <b>64,557</b> | <b>77,468</b> | <b>87,539</b> | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>N/a</b> |
|                            | Tăng trưởng          |                   | 14.0%         | 20.0%         | 14.0%         | 20.0%         | 13.0%         |              |              |            |
| <b>RPK</b>                 | <b>Tỷ khách-km</b>   | <b>46,638</b>     | <b>53,905</b> | <b>64,686</b> | <b>53,905</b> | <b>64,686</b> | <b>73,095</b> | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>N/a</b> |
|                            | Tăng trưởng          |                   | 20.9%         | 15.6%         | 15.6%         | 20.0%         | 13.0%         |              |              |            |
| <b>Hệ số sử dụng ghế</b>   | <b>%</b>             | <b>82.4%</b>      | <b>83.5%</b>  | <b>83.5%</b>  | <b>83.5%</b>  | <b>83.5%</b>  | <b>83.5%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>N/a</b> |
|                            | Tăng trưởng          |                   | +2.0ppts      | +1.1ppts      | +1.1ppts      | +0.0ppts      | +0.0ppts      |              |              |            |
| <b>Lợi suất hành khách</b> | <b>Đồng/khách-km</b> | <b>1,249</b>      | <b>1,209</b>  | <b>1,209</b>  | <b>1,209</b>  | <b>1,209</b>  | <b>1,209</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>N/a</b> |
|                            | Tăng trưởng          |                   | -0.3%         | -3.2%         | -3.2%         | 0.0%          | 0.0%          |              |              |            |
| <b>Chi phí đơn vị</b>      | <b>Đồng /ghế-km</b>  | <b>1,091</b>      | <b>1,069</b>  | <b>1,066</b>  | <b>1,043</b>  | <b>1,055</b>  | <b>1,038</b>  | <b>-2.5%</b> | <b>-1.0%</b> | <b>N/a</b> |
|                            | Tăng trưởng          |                   | -0.2%         | -2.0%         | -4.4%         | 1.1%          | -1.6%         |              |              |            |

*Nguồn: HSC*

**Dự báo mới cho năm 2025.** HSC tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần lên 2,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 73%) trên doanh thu thuần 97,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 35%, cao hơn 3% so với dự báo trước đó). Động lực tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ đến từ (1) tăng 1,1 điểm phần trăm giả định hệ số sử dụng ghế nhờ tình trạng thiếu hụt tàu bay nghiêm trọng hơn so với cùng kỳ và (2) giảm 2,5% giả định chi phí đơn vị (tương ứng với chi phí đơn vị giảm 4,4% so với năm trước) nhờ giảm 6,4% giả định giá nhiên liệu bay xuống 87 USD/thùng, theo cập nhật mới nhất từ EIA.

**Dự báo mới cho năm 2026.** HSC dự báo lợi nhuận thuần đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12%, tương ứng với điều chỉnh tăng 6%) và doanh thu thuần đạt 125 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12%, điều chỉnh tăng 2%). Mức tăng trưởng một chữ số trong dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 chủ yếu là nhờ (1) tình trạng thiếu hụt tàu bay giảm bớt nhờ các tàu bay mới được bàn giao và các tàu bay bị tạm dừng được đưa vào khai thác trở lại, và (2) chi phí nhiên liệu tăng do EIA dự báo giá nhiên liệu bay sẽ tăng từ 87 USD/thùng trong năm 2025 lên 92 USD/thùng trong năm 2026.

**Dự báo lần đầu cho năm 2027.** HSC đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 3,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và doanh thu thuần đạt 137 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%). Động lực chính thúc đẩy lợi nhuận sẽ đến từ việc lưu lượng hành khách tăng 13% và chi phí đơn vị giảm 1,6% do chi phí thuê tàu bay giảm nhờ các tàu bay mới được bàn giao, trong khi giá nhiên liệu bay được giả định đi ngang so với năm trước.

**Bảng CĐKT và tình hình tài chính** HSC ước tính tổng dư nợ của VJC sẽ tăng lên 34 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2027, so với chỉ 5 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2019 (trước đại dịch), do tác động từ đại dịch và nhu cầu tài trợ cho kế hoạch mở rộng

đội tàu bay. Theo đó, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH sẽ tăng lên mức 128% vào cuối năm 2027, so với chỉ 36% vào năm 2019. Chi phí lãi vay tăng mạnh cũng là một trong những nguyên nhân khiến lợi nhuận của VJC chưa thể hồi phục về mức trước đại dịch, dù doanh thu thuần đã vượt mức của năm 2024. Cụ thể, chi phí lãi vay trong năm 2024 đạt 3,2 nghìn tỷ đồng, so với chỉ 351 tỷ đồng trong năm 2019. Chúng tôi cũng dự báo chi phí lãi vay sẽ tiếp tục tăng lên 3,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 do nợ vay tăng để tài trợ cho việc mở rộng đội tàu bay.

**Bảng 4: Tỷ lệ nợ/vốn CSH, VJC**

Nợ của VJC tăng đáng kể so với trước Covid

|                             | 2019         | 2020         | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          |
|-----------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tổng tiền & đầu tư ngắn hạn | 6,509        | 3,530        | 2,728         | 2,546         | 5,664         | 8,385         | 4,938         | 4,411         | 6,250         |
| Nợ ngắn hạn & dài hạn       | 11,823       | 11,442       | 15,460        | 18,860        | 30,811        | 42,512        | 46,130        | 49,274        | 39,761        |
| <b>Nợ thuần/tiền</b>        | <b>5,314</b> | <b>7,911</b> | <b>12,733</b> | <b>16,314</b> | <b>25,147</b> | <b>34,128</b> | <b>41,192</b> | <b>44,862</b> | <b>33,511</b> |
| <b>Nợ thuần/vốn CSH</b>     | <b>36%</b>   | <b>53%</b>   | <b>76%</b>    | <b>109%</b>   | <b>165%</b>   | <b>199%</b>   | <b>208%</b>   | <b>197%</b>   | <b>128%</b>   |

*Nguồn: HSC*
**Bảng 5: Dự báo số lượng tàu bay, VJC**

Chúng tôi dự báo số lượng tàu bay sẽ tăng dần lên 124

|                              | Đơn vị         | 2024         | 2025          | 2026          | 2027          |
|------------------------------|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Số tàu bay (cuối năm)</b> | tàu bay        | <b>94</b>    | <b>99</b>     | <b>110</b>    | <b>124</b>    |
| Tàu bay nhận mới             | tàu bay        |              | 23            | 36            | 65            |
| - Airbus                     | tàu bay        |              | 11            | 21            | 44            |
| - Boeing                     | tàu bay        |              | 12            | 15            | 21            |
| Số tàu bay cho thuê          | tàu bay        |              | 12            | 15            | 21            |
| Số tàu bay bán               | tàu bay        |              |               | 5             | 22            |
| Trả lại bên cho thuê         | tàu bay        |              | 6             | 5             | 8             |
| <b>SLB &amp; bán tàu bay</b> | <b>tỷ đồng</b> | <b>9,845</b> | <b>27,060</b> | <b>39,794</b> | <b>42,978</b> |

*Ghi chú: Tất cả máy bay Boeing sẽ được chuyển nhượng/cho thuê Thai Vietjet (sở hữu 9%)*  
*Nguồn: HSC*

## Kế hoạch phát hành riêng lẻ

VJC dự kiến phát hành riêng lẻ 50 triệu cổ phiếu (tương đương 9,23% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) trong nửa cuối năm 2025 cho hai nhà đầu tư trong nước, bao gồm Aviation Holding Company (chưa niêm yết) và CTCP Đầu tư Dynamic & Development (chưa niêm yết). Mỗi nhà đầu tư sẽ mua 25 triệu cổ phiếu với giá phát hành là 100.000đ/cổ phiếu, cao hơn 14% so với giá giao dịch hiện tại. Mục tiêu chính của đợt phát hành là tăng vốn điều lệ thêm 5 nghìn tỷ đồng để trả nợ ngân hàng. Sau phát hành, tổng vốn điều lệ của VJC sẽ tăng lên 5,9 nghìn tỷ đồng.

Lưu ý, HSC chưa đưa đợt phát hành này vào mô hình định giá. Việc cập nhật sẽ được thực hiện sau khi Công ty chính thức triển khai kế hoạch phát hành.

**Bảng 6: Thông tin về đợt phát hành riêng lẻ, VJC**

VJC có thể sẽ phát hành 50 triệu cổ phiếu cho 2 cổ đông trong nước để tăng vốn 5 nghìn tỷ đồng

|                                      | Số lượng cổ phiếu dự kiến phát hành | Số lượng cổ phiếu sau phát hành | Tỷ lệ sở hữu sau phát hành | Số lượng cổ phiếu trước khi phát hành | Tỷ lệ sở hữu hiện tại | Ghi chú                                                                                                                                                             |
|--------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|----------------------------|---------------------------------------|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Aviation Holdings Company            | 25 triệu                            | 35 triệu                        | 5.92%                      | 10 triệu                              | 1.7%                  | Ông Nguyễn Thanh Hùng là thành viên HĐQT của cả Aviation JSC và VJC                                                                                                 |
| Dynamic & Development Investment JSC | 25 triệu                            | 25 triệu                        | 4.23%                      | 0                                     | 0.0%                  | Flexibility Investment Company Limited, hiện sở hữu 99,58% Dynamic & Development Investment JSC; là cổ đông của VJC, sở hữu 10,0 triệu cổ phiếu (tỷ lệ sở hữu 1,7%) |

*Nguồn: HSC*

## Định giá và khuyến nghị

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đồng thời giảm giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 91.600đ (tiềm năng tăng giá 4,6%) do tăng giả định WACC và lùi thời điểm định giá sang giữa năm 2026.

Chúng tôi áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ mới là 8,75% (tăng từ mức 7,5% trước đó) và hệ số beta là 0,8 lần (tăng từ 0,7 lần), trong khi vẫn giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4,0% và tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%.

Chúng tôi tóm tắt tính toán và giả định định giá trong Bảng 6-9.

**Bảng 7: Định giá, VJC**

| Tỷ đồng                  | 2024           | 2025F      | 2026F           | 2027F          | 2028F         | 2029F        | 2030F         |
|--------------------------|----------------|------------|-----------------|----------------|---------------|--------------|---------------|
| EBIT                     | 3,161          | 5,676      | 5,813           | 5,681          | 6,062         | 6,926        | 7,663         |
| Thu nhập thuần – nợ vay  | 2,742          | 5,067      | 5,162           | 4,929          | 5,247         | 5,896        | 6,500         |
| Cộng: Khấu hao           | 343            | 344        | 344             | 345            | 346           | 346          | 347           |
| Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ | (8,787)        | 99         | (77)            | (81)           | (85)          | (89)         | (93)          |
| Trừ: Tăng vốn lưu động   | (3,137)        | (5,085)    | (22,912)        | (12,549)       | 18,376        | (1,929)      | 3,526         |
| <b>UFCF</b>              | <b>(8,839)</b> | <b>425</b> | <b>(17,482)</b> | <b>(7,356)</b> | <b>23,883</b> | <b>4,224</b> | <b>10,279</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 8: Tính toán WACC, VJC**

Chúng tôi giả định WACC là 9,9%, từ mức 9,5% trước đó

|                        | Giá trị     |
|------------------------|-------------|
| Lãi suất phi rủi ro    | 4.0%        |
| Phần bù rủi ro vốn CSH | 8.75%       |
| Beta                   | 0.8x        |
| Chi phí vốn CSH        | 11.0%       |
| Tỷ trọng vốn CSH       | 57%         |
| Tỷ trọng nợ            | 43%         |
| <b>WACC</b>            | <b>9.9%</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 9: Định giá DCF, VJC**

Ước tính giá trị vốn CSH là 49 nghìn tỷ đồng

|                                           | Đơn vị         | Giá trị       |
|-------------------------------------------|----------------|---------------|
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn                |                | 3.0%          |
| Giá trị hiện tại của giá trị năm 2030     | Tỷ đồng        | 88,837        |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền năm 2030   | Tỷ đồng        | 7,663         |
| Giá trị mạng kinh doanh cốt lõi của DN    | Tỷ đồng        | <b>96,500</b> |
| Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn          | Tỷ đồng        | 1,473         |
| Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn, điều chỉnh | Tỷ đồng        | (48,370)      |
| <b>Giá trị vốn CSH</b>                    | <b>Tỷ đồng</b> | <b>49,603</b> |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành           | Triệu          | 541.6         |
| <b>Giá trị của cổ phiếu</b>               | <b>Tỷ đồng</b> | <b>91,584</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 10: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, VJC**

HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

|                     |      | Tốc độ tăng trưởng dài hạn |         |               |         |         |
|---------------------|------|----------------------------|---------|---------------|---------|---------|
|                     |      | 2.0%                       | 2.5%    | 3.0%          | 3.5%    | 4.0%    |
| Lãi suất phi rủi ro | 3.0% | 94,655                     | 106,458 | 119,959       | 135,550 | 153,760 |
|                     | 3.5% | 82,877                     | 93,211  | 104,930       | 118,335 | 133,816 |
|                     | 4.0% | 72,404                     | 81,519  | <b>91,584</b> | 103,416 | 116,726 |
|                     | 4.5% | 63,029                     | 71,122  | 80,173        | 90,361  | 101,915 |
|                     | 5.0% | 54,588                     | 61,817  | 69,853        | 78,839  | 88,956  |

Nguồn: HSC

### Bối cảnh định giá

VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,8 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 6,3 lần và bình quân trước COVID ở mức 5,2 lần. Tuy nhiên, do ước tính lợi nhuận của VJC trong năm 2025–2026 vẫn thấp hơn mức trước COVID trong khi tình hình tài chính của hãng đã bị ảnh hưởng đáng kể bởi đại dịch, nên HSC cho rằng mức định giá hiện tại là hợp lý. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với VJC.

**Biểu đồ 11: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm trước COVID**

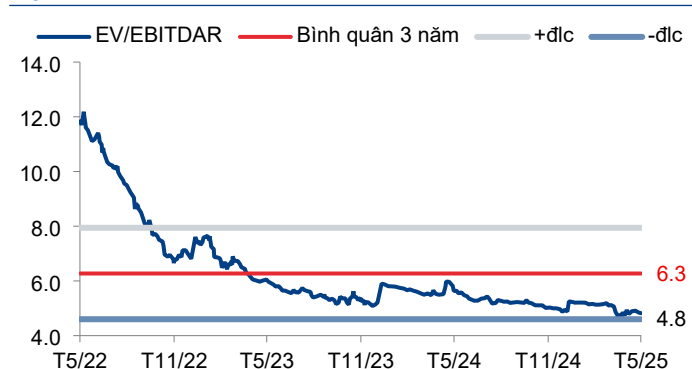
Trước COVID, bình quân EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 5,2 lần



Nguồn: HSC

**Biểu đồ 12: EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm từ tháng 5/2022**

VJC đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4.8 lần



Nguồn: HSC

### Rủi ro bồi thường liên quan đến bốn tàu bay thuê

Vào tháng 4, Tòa án Tối cao London đã đưa ra phán quyết về vụ kiện liên quan đến bốn tàu bay thuê đang được VietJet (VJC) khai thác, kết luận rằng VJC phải bồi thường 180 triệu USD cho bên cho thuê do vi phạm hợp đồng thuê máy bay. Phán quyết mới nhất này đưa ra mức bồi thường cụ thể, tiếp nối phán quyết trước đó vào tháng 7/2024 chỉ xác nhận trách nhiệm bồi thường của VJC mà chưa nêu rõ số tiền.

Tuy nhiên, theo VJC, công ty đã nộp đơn kháng cáo và phiên tòa phúc thẩm dự kiến sẽ được xét xử vào cuối tháng 5 với phán quyết cuối cùng có thể được đưa ra trong tháng 7 hoặc tháng 8. Nếu kháng cáo thành công, phán quyết hiện tại sẽ bị hủy bỏ và không còn hiệu lực thi hành.

Vì vậy, ở thời điểm hiện tại, chưa có quyết định cuối cùng, và vụ việc vẫn đang trong quá trình xem xét. Diễn biến tiếp theo sẽ phụ thuộc vào kết quả phiên phúc thẩm sắp tới. Ở giai đoạn này, HSC chưa đưa chi phí bồi thường này vào mô hình dự báo và định giá, do chưa chắc chắn về kết quả cũng như thời điểm xử lý.

Trong kịch bản tiêu cực nhất, nếu VJC phải thanh toán toàn bộ số tiền bồi thường 180 triệu USD (tương đương 4.590 tỷ đồng), điều này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận và dòng tiền của Công ty. Giá trị vốn CSH của VJC sau khi trừ đi khoản bồi thường trên sẽ còn 45 nghìn tỷ đồng và giá mục tiêu sẽ giảm xuống 83.110đ (rủi ro

giảm giá 5%). Điều này tạo ra rủi ro đối với các dự báo, khuyến nghị và giá mục tiêu hiện tại của HSC. Chúng tôi sẽ theo dõi chặt chẽ tiến trình vụ kiện và sẽ cập nhật mô hình khi có thông tin mới.

## BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 12-23A       | 12-24A       | 12-25F       | 12-26F       | 12-27F       |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu                           | 58,341       | 72,045       | 97,587       | 123,653      | 137,318      |
| Lợi nhuận gộp                       | 2,521        | 7,153        | 10,138       | 11,374       | 12,244       |
| Chi phí BH&QL                       | (3,049)      | (3,993)      | (4,462)      | (5,341)      | (6,029)      |
| Thu nhập khác                       | -            | -            | -            | -            | -            |
| Chi phí khác                        | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>(529)</b> | <b>3,161</b> | <b>5,676</b> | <b>6,033</b> | <b>6,215</b> |
| Lãi vay thuần                       | 713          | (1,489)      | (2,839)      | (2,885)      | (2,485)      |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Lợi nhuận khác                      | 422          | 151          | 205          | 260          | 288          |
| LN không thường xuyên               | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>LNTT</b>                         | <b>606</b>   | <b>1,823</b> | <b>3,042</b> | <b>3,407</b> | <b>4,019</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (375)        | (419)        | (608)        | (681)        | (804)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | -            | -            | -            | -            | -            |
| LNST không thường xuyên             | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>231</b>   | <b>1,404</b> | <b>2,433</b> | <b>2,726</b> | <b>3,215</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>223</b>   | <b>1,866</b> | <b>2,580</b> | <b>2,818</b> | <b>3,280</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>(115)</b> | <b>3,774</b> | <b>6,027</b> | <b>6,385</b> | <b>6,568</b> |
| EPS (đồng)                          | 427          | 2,592        | 4,493        | 5,033        | 5,936        |
| EPS ĐC (đồng)                       | 411          | 3,445        | 4,764        | 5,203        | 6,055        |
| DPS (đồng)                          | -            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Slg CP bình quân (triệu đv)         | 542          | 542          | 542          | 542          | 542          |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv)           | 542          | 542          | 542          | 542          | 542          |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 542          | 542          | 542          | 542          | 542          |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-23A        | 12-24A        | 12-25F         | 12-26F         | 12-27F         |
|---------------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 5,051         | 4,559         | 2,383          | 1,335          | 2,901          |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 613           | 3,826         | 2,555          | 3,076          | 3,350          |
| Phải thu khách hàng             | 34,243        | 27,945        | 34,505         | 35,248         | 37,590         |
| Hàng tồn kho                    | 703           | 2,005         | 2,716          | 3,442          | 3,822          |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 246           | 242           | 328            | 415            | 461            |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>40,857</b> | <b>38,578</b> | <b>42,488</b>  | <b>43,517</b>  | <b>48,123</b>  |
| TSCĐ hữu hình                   | 3,991         | 8,284         | 7,776          | 7,268          | 6,760          |
| TSCĐ vô hình                    | 50.0          | 55.7          | 31.5           | 23.1           | 14.9           |
| Bất động sản đầu tư             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              |
| Đầu tư dài hạn                  | 530           | 1,678         | 1,589          | 1,661          | 1,737          |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              |
| Tài sản dài hạn khác            | 41,498        | -             | 54,727         | 67,569         | 62,552         |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>46,068</b> | <b>-</b>      | <b>64,124</b>  | <b>76,521</b>  | <b>71,064</b>  |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>86,925</b> | <b>-</b>      | <b>106,612</b> | <b>120,038</b> | <b>119,187</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 13,554        | 8.73          | 13,662         | 14,838         | 16,478         |
| Phả trả người bán               | 8,805         | 280           | 3,903          | 4,946          | 5,493          |
| Nợ ngắn hạn khác                | 12,506        | (1,435)       | 15,733         | 16,345         | 18,151         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>38,861</b> | <b>1,516</b>  | <b>35,629</b>  | <b>39,083</b>  | <b>43,402</b>  |
| Nợ dài hạn                      | 17,257        | 0             | 32,468         | 34,436         | 23,283         |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | -             | 27,093        | 0              | 0              | 0              |
| Nợ dài hạn khác                 | 1.62          | 0             | 1,142          | 1,447          | 1,607          |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>32,811</b> | <b>61,330</b> | <b>51,176</b>  | <b>58,140</b>  | <b>49,607</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>71,672</b> | <b>62,846</b> | <b>86,805</b>  | <b>97,223</b>  | <b>93,009</b>  |
| Vốn chủ sở hữu                  | 15,232        | 20,705        | 19,807         | 22,815         | 26,178         |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 21.3          | 0             | 0              | 0              | 0              |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>15,253</b> | <b>20,705</b> | <b>19,807</b>  | <b>22,815</b>  | <b>26,178</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>86,925</b> | <b>83,551</b> | <b>106,612</b> | <b>120,038</b> | <b>119,187</b> |
| BVPS (đ)                        | 28,123        | 38,228        | 36,570         | 42,124         | 48,334         |
| Nợ thuần*/(tiền mặt)            | 25,760        | (4,550)       | 43,747         | 47,939         | 36,861         |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-23A         | 12-24A         | 12-25F         | 12-26F         | 12-27F         |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT                                       | (529)          | 3,161          | 5,676          | 6,033          | 6,215          |
| Khấu hao                                   | (413)          | (613)          | (352)          | (352)          | (353)          |
| Lãi vay thuần                              | 713            | (1,489)        | (2,839)        | (2,885)        | (2,485)        |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (3.51)         | (10,816)       | 608            | 681            | 804            |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (9,828)        | (5,679)        | (17,791)       | (16,232)       | (513)          |
| Khác                                       | 3,891          | 13,036         | (1,619)        | 2,836          | 667            |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>(4,247)</b> | <b>(4,923)</b> | <b>(5,923)</b> | <b>(4,148)</b> | <b>11,121</b>  |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (1,426)        | 0              | 99.2           | (76.9)         | (80.7)         |
| Góp vốn & đầu tư                           | (1,833)        | 61,405         | 30.8           | 32.7           | 37.8           |
| Thanh lý                                   | 2,024          | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Khác                                       | 278            | -              | 0              | 0              | 0              |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(957)</b>   | <b>-</b>       | <b>130</b>     | <b>(44.1)</b>  | <b>(43.0)</b>  |
| Cổ tức trả cho CSH                         | 0              | -              | 0              | 0              | 0              |
| Thu từ phát hành CP                        | 0              | (57.8)         | 0              | 0              | 0              |
| Tăng/giảm nợ                               | 8,557          | 11,431         | 3,618          | 3,144          | (9,513)        |
| Khác                                       | (145)          | -              | 0              | 0              | 0              |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>8,412</b>   | <b>-</b>       | <b>3,618</b>   | <b>3,144</b>   | <b>(9,513)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 1,858          | 5,051          | 4,559          | 2,383          | 1,335          |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>3,208</b>   | <b>-</b>       | <b>(2,176)</b> | <b>(1,048)</b> | <b>1,565</b>   |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | (15.9)         | 42.1           | 0              | 0              | 0              |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>5,051</b>   | <b>-</b>       | <b>2,383</b>   | <b>1,335</b>   | <b>2,901</b>   |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>(5,672)</b> | <b>(4,923)</b> | <b>(5,824)</b> | <b>(4,224)</b> | <b>11,040</b>  |

| Các chỉ số tài chính      | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 4.32   | 9.93   | 10.4   | 9.20   | 8.92   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | (0.20) | 5.24   | 6.18   | 5.16   | 4.78   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 0.40   | 1.95   | 2.49   | 2.20   | 2.34   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 61.8   | 23.0   | 20.0   | 20.0   | 20.0   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 45.3   | 23.5   | 35.5   | 26.7   | 11.1   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 96.6   | 3,369  | 59.7   | 5.93   | 2.87   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | 107    | 737    | 38.3   | 9.23   | 16.4   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | 110    | 507    | 73.3   | 12.0   | 18.0   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 107    | 737    | 38.3   | 9.23   | 16.4   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | -      | -      | nm     | nm     | nm     |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | -      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 1.54   | 7.81   | 12.0   | 12.8   | 13.1   |
| ROACE (%)                 | (1.23) | -      | -      | 7.94   | 7.93   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 0.75   | -      | -      | 1.09   | 1.15   |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần)    | 8.03   | (1.56) | (1.04) | (0.69) | 1.79   |
| Số ngày tồn kho           | 4.60   | 11.3   | 11.3   | 11.2   | 11.2   |
| Số ngày phải thu          | 224    | 157    | 144    | 115    | 110    |
| Số ngày phải trả          | 57.6   | 1.57   | 16.3   | 16.1   | 16.0   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 192    | (21.0) | 231    | 221    | 151    |
| Nợ/tài sản (%)            | 39.5   | 0.25   | 45.1   | 43.1   | 35.7   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | N/a    | 2.12   | 2.00   | 2.09   | 2.50   |
| Nợ/EBITDA (lần)           | (298)  | 0.06   | 7.98   | 8.10   | 6.47   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 1.05   | 25.5   | 1.19   | 1.11   | 1.11   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 1.26   | 0.60   | 0.94   | 0.77   | 0.61   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | (635)  | 11.4   | 15.1   | 15.0   | 12.9   |
| P/E (lần)                 | 205    | 33.9   | 19.5   | 17.4   | 14.8   |
| P/E ĐC (lần)              | 213    | 25.5   | 18.4   | 16.9   | 14.5   |
| P/B (lần)                 | 3.12   | 2.30   | 2.40   | 2.08   | 1.82   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | -      | 0      | 0      | 0      | 0      |

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)