



CTCP Vietravel (VTR: UPCOM)

Giá hiện tại (ngày 29/06/2023): 24,700VND

Chuyên viên Phân tích
Nguyễn Văn Hoàng Nhân
nhan.nguyen@bt-group.vn

Ngành: Du lịch
Tháng 6/2023

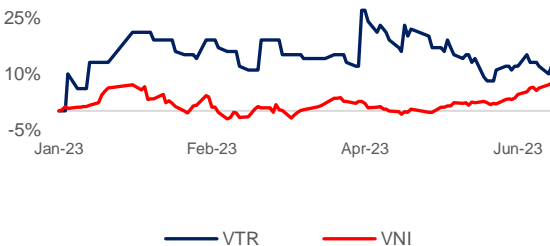
KẾT QUẢ KINH DOANH

	2020	2021	2022
Doanh thu y/y	-79.6%	-39.9%	319.0%
EPS y/y	-258.3%	256.7%	-130.0%
GPM	10.0%	-30.1%	8.0%
NPM (adj)	-6.5%	-38.3%	2.7%
P/E	-4.4x	-1.2x	4.1x
Net D/E	1.7x	156.7x	5.32x

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	19,869 – 28,800
Vốn hóa	709 tỷ VND
SLCP lưu hành	286,088,047
KLGD bình quân 52 tuần	14,392
% Sở hữu nước ngoài	0%
Free float	42.82%

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Tổng quan doanh nghiệp

Xuất phát điểm là đơn vị trực thuộc Bộ Giao thông Vận tải, Vietravel được cổ phần hóa năm 2004 và chính thức trở thành công ty tư nhân. Vietravel được biết đến là đơn vị tổ chức nhiều sự kiện quốc tế lớn như Hội nghị cấp cao APEC, Đại hội Thể thao Bãi biển châu Á (ABG 5); Đại hội Thể thao Sinh viên Đông Nam Á, Đại lễ Vesak... VTR giữ vị trí top 1 công ty du lịch, lữ hành uy tín của Việt Nam nhiều năm liền. Đạt được nhiều giải thưởng danh giá trong và ngoài nước như Thương hiệu Quốc gia, World Travel Awards,...

Hoạt động kinh doanh chính

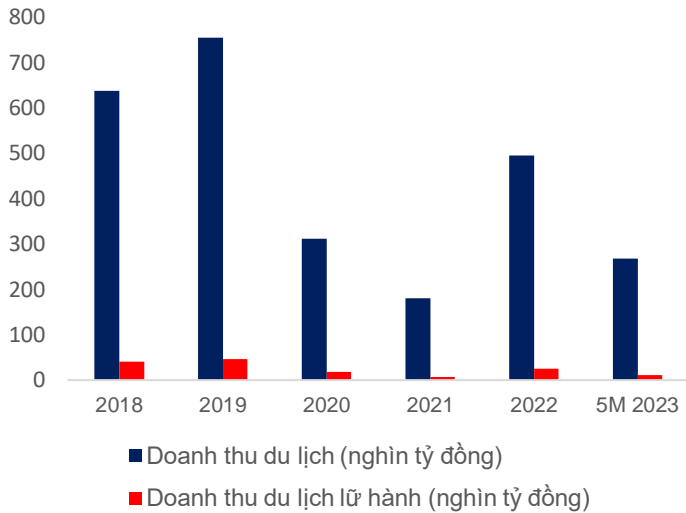
Hoạt động kinh doanh chính của VTR bao gồm các mảng sau đây:

- **Du lịch lữ hành:** Đưa khách du lịch đi thăm quan các địa danh trong nước và nước ngoài.
- **Bán vé máy bay:** Đại lý vé máy bay cho các hãng hàng không
- **Khác:** Thương mại giáo dục; xuất khẩu lao động; giới thiệu và xúc tiến thương mại...

Doanh nghiệp thành lập hãng hàng không Vietravel Airlines được chấp thuận hoạt động từ tháng 1/2021. Vietravel Airlines định hướng bán vé máy bay với mức giá tầm trung - thấp hơn Bamboo Airways và cao hơn Vietjet Air. Vietravel Airlines dự kiến hơn nửa số ghế trên chuyến bay phục vụ cho khoảng 40% hành khách du lịch từ VTR, số ghế còn lại cung cấp dịch vụ thuê chuyên cho các khách hàng bên ngoài hoặc các công ty du lịch. Hiện hãng có đội tàu gồm 3 máy bay Airbus A321-200 CEO, tuổi đời trung bình 8.3 năm. Trong tháng 5/2023, Vietravel Airlines ký hợp đồng thuê tàu bay với đối tác Cambodia Airways, dự kiến thuê 3 tàu bay. Trong đó tàu bay được bàn giao sớm nhất là Airbus A319 được thuê ướm, với thiết kế 160 ghế ngồi. Tuy vậy, tiến độ bàn giao có sự chậm trễ so với kế hoạch ban đầu là giữa tháng 5/2023. 2 tàu bay còn lại dự kiến sẽ được nhận trong tháng 7. Tuy nhiên, tính đến cuối Q1/2023, VTR chỉ còn sở hữu 13.7% tại Vietravel Airlines ứng với 178 tỷ đồng, khoản đầu tư này đã được trích lập dự phòng 137 tỷ đồng.

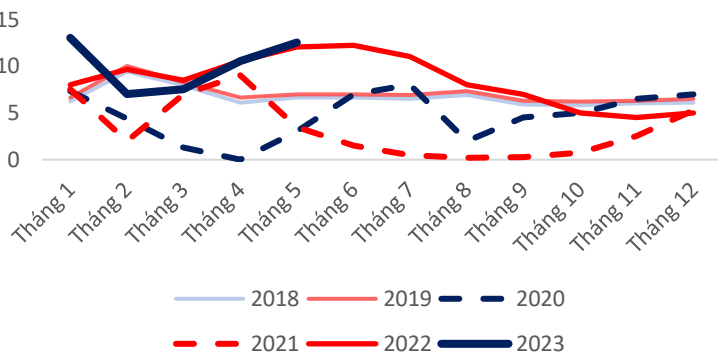
Trong năm 2019, VTR cũng thành lập Công ty TNHH một thành viên Dịch vụ du lịch TripU, với vốn điều lệ 30 tỷ đồng để tạo ứng dụng điện thoại cạnh tranh mảng khách lẻ. Tuy vậy, chúng tôi không nhận thấy lợi thế cạnh tranh của ứng dụng này đối với các ứng dụng du lịch khác trên thị trường. Tại fanpage facebook của TripU, bài đăng cuối cùng là ngày 30/4/2023. VTR cũng đã phải giải thể công ty liên kết (CTCP tiếp thị - thể thao - du lịch - giải trí Việt Nam) trong tháng 4/2021 và công ty con TNHH MTV Đầu tư và phát triển Vietravel trong tháng 5/2023.

Hình 1. Doanh thu du lịch Việt Nam



Nguồn: Tổng cục du lịch, Research

Hình 2. Lượt khách du lịch nội địa Việt Nam



Nguồn: Tổng cục du lịch, Research

Tổng quan ngành du lịch

Tăng trưởng doanh thu du lịch dần được cải thiện trong năm 2023. Theo báo cáo xu hướng du lịch 2023 của Mastercard, chi tiêu cho nhu cầu không thiết yếu trên toàn cầu có thể sẽ ổn định bất chấp tình hình lạm phát và lãi suất cao. Mastercard cho rằng mặc dù hướng này có thể sẽ suy yếu vào cuối năm, tuy nhiên người tiêu dùng vẫn tiếp tục ưu tiên chi tiêu cho du lịch và trải nghiệm. Tại Việt Nam, CAGR ngành du lịch ở mức 20.7% trong giai đoạn 2015-2019, đóng góp tới 9.2% tổng GDP cả nước vào năm 2019. CAGR du lịch lĩnh hành trong cùng giai đoạn ở mức 10.9%. Tuy vậy, 2 năm dịch bệnh đã làm gián đoạn đà tăng trưởng của toàn ngành.

Năm 2022, ghi nhận doanh thu ngành du lịch và du lịch lĩnh hành lần lượt đạt 495 nghìn tỷ đồng (+175% YoY) và 24.5 nghìn tỷ đồng (+276.9% YoY), ứng với lần lượt 66% và 53% doanh thu của năm 2019. Doanh thu 5 tháng đầu năm 2023 của ngành du lịch và du lịch lĩnh hành nói riêng ghi nhận lần lượt ở mức 267.2 nghìn tỷ đồng (+27% YoY) và 11.6 nghìn tỷ đồng(+89% YoY). Chúng tôi nhận thấy ngành du lịch có tốc độ phục hồi tốt nhưng chưa quá mạnh mẽ. Bên cạnh đó, du lịch Việt Nam sẽ phải đối mặt với sự cạnh tranh từ các thị trường du lịch lân cận như Thái Lan, Singapore, Indonesia và Malaysia, những thị trường đã nhanh chóng dỡ bỏ các hạn chế COVID-19 và đã được hưởng lợi từ các thủ tục nhập cảnh và thị thực ít nghiêm ngặt hơn.

Du lịch nội địa phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch nhưng sớm chịu tác động từ sự bất ổn của kinh tế vĩ mô. Năm 2022 ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ của du lịch nội địa. Theo tổng cục du lịch, tổng sản lượng khách nội địa cả năm 2022 đạt 101.3 triệu lượt, vượt mức 85 triệu lượt của năm 2019. Lượng khách du lịch nội địa tăng một phần do nhu cầu di chuyển bị dồn nén của người dân được giải phóng sau 2 năm đại dịch, một phần đến từ các thị trường quốc tế vẫn áp dụng những biện pháp kiểm soát dịch bệnh nghiêm ngặt đối với khách du lịch nước ngoài. Tuy vậy, chúng tôi nhận thấy sự bùng nổ này không duy trì được và nhanh chóng hạ nhiệt giai đoạn nửa cuối năm 2022. Mặc dù số lượng khách du lịch nội địa có tăng mạnh trong tháng 1/2023 do nhu cầu đi lại dịp Tết Nguyên đán, xu hướng giảm này vẫn có dấu hiệu tiếp tục trong 2 tháng đầu năm. Số liệu từ Tổng cục du lịch ghi nhận lượng khách trong tháng 2 và tháng 3 năm 2023 lần lượt thấp hơn 27% và 12% so với cùng kỳ 2022. Chúng tôi cho rằng những khó khăn và thách thức của kinh tế vĩ mô đã ảnh hưởng đến thu nhập và khiến người dân thắt chặt hầu bao, đặc biệt là ở tầng lớp trung lưu.

Lượng khách du lịch trong tháng 4 và tháng 5 2023 có sự cải thiện so với cùng kỳ, lần lượt đạt 10.5 triệu (+0%

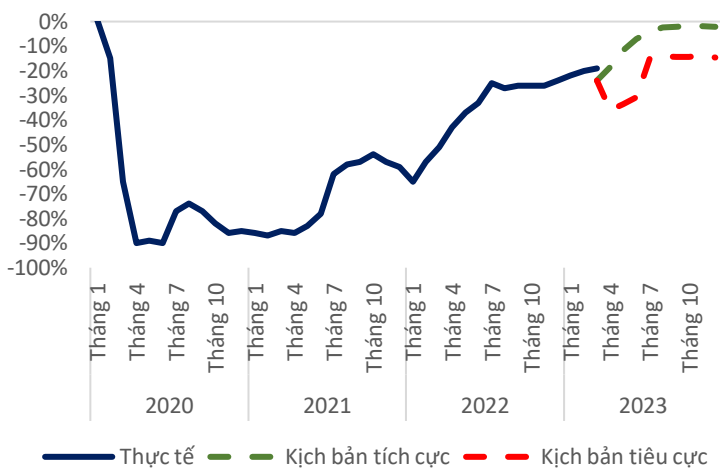
YoY) và 12.5 triệu lượt (+4% YoY). Chúng tôi lưu ý rằng lượng khách du lịch trong Q2/2022 là con số kỷ lục. Do đó, mặc dù mức tăng là không lớn nhưng đã phần nào phản ánh được diễn biến nền kinh tế dần ổn định trong Q2/2023. Người dân đã quay trở lại chi tiêu nhiều hơn cho nhu cầu không thiết yếu.

Lượng khách du lịch quốc tế chưa hồi phục như kỳ vọng.

Trong báo cáo tháng 5/2023, UNWTO dự báo kịch bản số lượng khách du lịch quốc tế năm 2023 so với năm 2019. Ở kịch bản tích cực, UNWTO dự báo lượng khách 2023 sẽ phục hồi về mức thấp hơn 5% so với 2019. Trong khi ở kịch bản tiêu cực, lượng khách 2023 sẽ phục hồi về mức thấp hơn 20% so với cả năm 2019. Tại Việt Nam, trái với chính sách gỡ mọi rào cản cho du lịch nội địa, việc mở cửa cho khách du lịch quốc tế được tiếp cận thận trọng theo nhiều giai đoạn. Từ tháng 11/2021, Việt Nam bắt đầu thí điểm đón khách quốc tế trở lại một số vùng du lịch trọng điểm. Đến tháng 3/2022, Việt Nam mở cửa hoàn toàn cho khách du lịch quốc tế và là một trong những quốc gia mở cửa trở lại cho khách quốc tế sớm nhất. Tuy vậy, số lượng khách quốc tế đến Việt Nam sau khi mở cửa là vô cùng khiêm tốn. Năm 2022 ghi nhận số lượng khách quốc tế đạt 3.4 triệu lượt (-2% YoY) và chỉ bằng 19% lượng khách quốc tế năm 2019. 5 tháng đầu năm 2023 ghi nhận số khách du lịch quốc tế cải thiện ở mức 4.6 triệu lượt – tăng 34% so với cả năm 2022 và bằng 26% tổng lượng khách quốc tế năm 2019. Khách quốc tế chủ yếu đóng góp bởi lượng khách du lịch từ Hàn Quốc (29%), Trung Quốc (9%) và Mỹ (7%). Chính sách visa còn nhiều rào cản, chiến tranh Nga-Ukraine và chính sách zero-Covid của Trung Quốc được xem là những nguyên nhân chính khiến lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam ở mức thấp trong năm 2022.

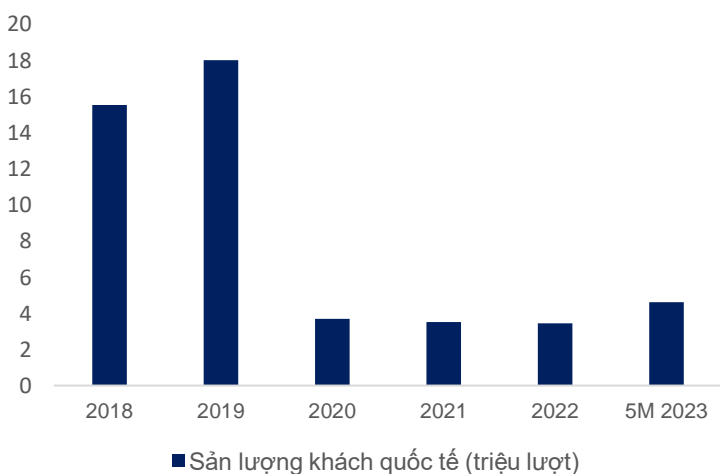
Đáng chú ý, mặc dù Trung Quốc đã thí điểm mở cửa du lịch theo đoàn với Việt Nam từ ngày 15/3/2023, lượng khách Trung Quốc – vốn là thị trường có số lượng khách lớn nhất trước đại dịch – mới chỉ đạt 399 nghìn lượt trong 5 tháng đầu năm, bằng 7% so với tổng lượng khách năm 2019. Theo báo cáo của Mastercard, du khách Trung Quốc sẽ ưu tiên du lịch trải nghiệm sau khi mở cửa trở lại. Báo cáo ghi nhận du khách Trung Quốc ưa thích các thị trường châu Âu – nơi có trải nghiệm du lịch cao cấp. Trong 3 tháng đầu năm 2023, mức chi tiêu cho du lịch trải nghiệm của du khách Trung Quốc tại thị trường này đã gần quay trở lại con số trong năm 2019. Trong khi đó, Trung Quốc vẫn chưa hoàn toàn mở cửa tự do đối với khách du lịch đến Việt Nam khiến Việt Nam vẫn chưa thực sự là một điểm đến hấp dẫn đối với du khách nước này. Chúng tôi kỳ vọng lượng khách du lịch outbound từ thị trường Trung Quốc được cải thiện mạnh hơn khi chính phủ Trung Quốc dỡ bỏ các biện pháp phòng chống dịch bệnh và hạn chế đi lại.

Hình 1. Kịch bản lượng khách du lịch quốc tế toàn cầu



Nguồn: UNWTO, Research

Hình 2. Lượt khách quốc tế đến Việt Nam

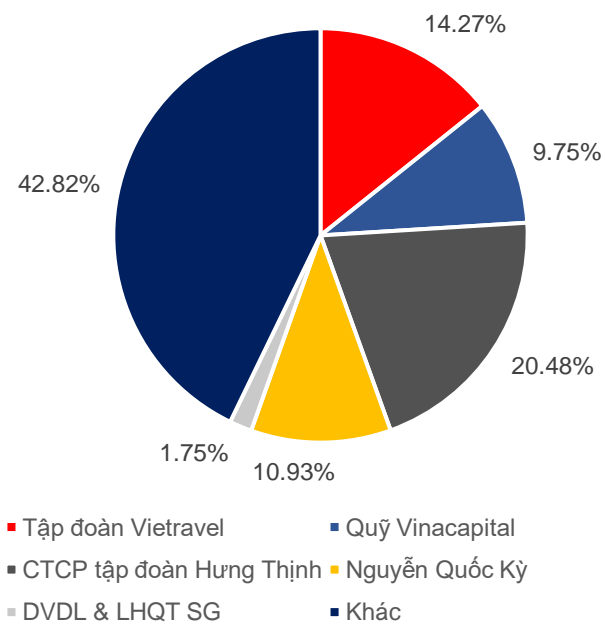


Nguồn: Tổng cục du lịch, Research

Du lịch outbound phục hồi mạnh mẽ. Theo báo cáo “Xu hướng du lịch nước ngoài của du khách Việt Nam 2022” công bố tháng 11/2022 của The Outbox Company. Du lịch outbound tại Việt Nam đang phục hồi nhanh hơn dự báo. Có 69,25% khách outbound Việt được khảo sát coi việc du lịch nước ngoài là sở thích và hoạt động thường xuyên. 57% khách outbound Việt cho biết họ phải đi du lịch sau thời gian bị kìm hãm vì giãn cách quá lâu. Tham quan các danh thắng nổi tiếng tại các điểm đến vẫn là hoạt động chính của du khách Việt khi ra nước ngoài với 72,9% số người được hỏi lựa chọn trải nghiệm này. Du khách Việt Nam cũng quan tâm đến nhiều sản phẩm du lịch mới do có đường bay thẳng mới từ Hà Nội đến Ai Cập, Israel, Nam Phi, UAE... Tuy vậy, thị trường du lịch nước ngoài có sự phân hóa rõ nét. Các thị trường xa như châu Âu, châu Mỹ, Australia là lựa chọn phổ biến của phân khúc khách Việt có thu nhập cao và khách MICE.



Hình 3. Cơ cấu cổ đông VTR tính tới 10/6/2023



Nguồn: Research ước tính

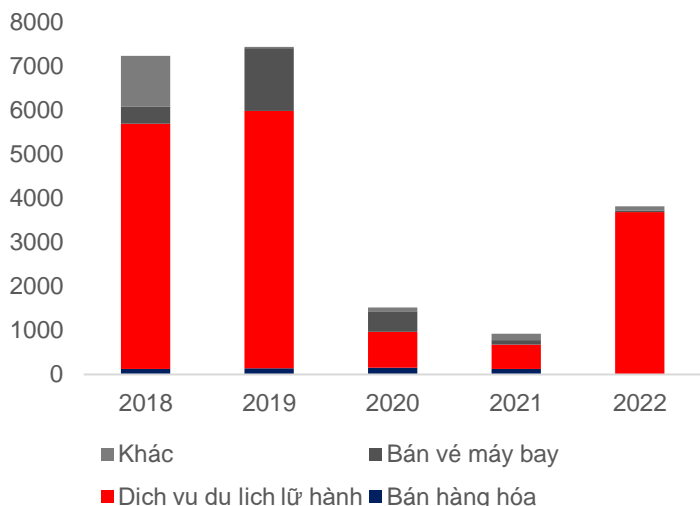
Cơ cấu cổ đông

Trong ĐHCĐ năm 2022, VTR đã thông qua việc triển khai phát hành 12 triệu cổ phiếu trong quý 1/2023 để hoán đổi nợ và chào bán cổ phiếu riêng lẻ. Lượng cổ phiếu này bị hạn chế chuyển nhượng tới 19/2/2024. Trong đó, 6 triệu cổ phiếu riêng lẻ được chào bán cho cổ đông hiện hữu giá 12,000 đồng/cổ phiếu và đã được phân phối hết. 6 triệu cổ phiếu (20.48%) cho CTCP tập đoàn Hưng Thịnh giá 28.000 đồng/CP. Tổng giá trị hoán đổi là 168 tỷ đồng.

Chúng tôi nhận thấy VTR đang liên tục có động thái tái cấu trúc về hoạt động kinh doanh và cơ cấu cổ đông. Cụ thể, CTCP tập đoàn Vietravel và chủ tịch HĐQT Nguyễn Quốc Kỳ đã liên tục thoái vốn VTR trong những năm gần đây. Tính đến thời điểm viết báo cáo, tập đoàn Vietravel và ông Nguyễn Quốc Kỳ lần lượt chỉ còn sở hữu 4.2 triệu cổ phiếu và 3.2 triệu cổ phiếu (so với lần lượt 25.6 triệu và 14.5 triệu cổ phiếu năm 2020). Đáng chú ý là sự xuất hiện của cổ đông mới Vinacapital sau khi CTCP tập đoàn Vietravel thoái vốn 2 đợt lần lượt 1.8 và 1.1 triệu cổ phiếu VTR, đưa tỷ lệ sở hữu của Vincapital tại VTR lên mức 9.75%. Ở chiều ngược lại, VTR chuyển nhượng 39 triệu cp tại Vietravel Airlines và toàn bộ cổ phần tại CTCP Dịch vụ Vận chuyển Thế giới (WorldTrans) và CTCP XNK và Phát triển Văn hóa (CDIMEX) sang Tập đoàn Vietravel trong năm 2022. Chúng tôi cho rằng tác động tiêu cực từ 2 năm đại dịch đã ảnh hưởng nặng nề đến VTR. Do đó, VTR muốn giảm sự cồng kềnh của bộ máy và tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi của đơn vị là du lịch. Tập đoàn Vietravel là đơn vị tiếp quản các mảng hoạt động khác và một phần vốn mua lại các mảng này được tài trợ từ hoạt động thoái vốn tại VTR.

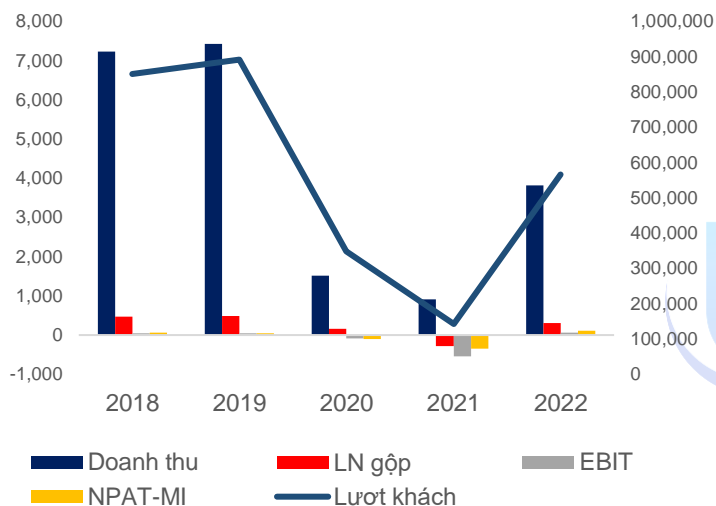
Giá hoán đổi ở mức 28,000 đồng/cp của tập đoàn Hưng Thịnh có thể xem là khá thiệt thòi so với giá chào bán riêng lẻ 6 triệu cổ phiếu ở mức 12,000 đồng/cp. Dù các BĐS nghỉ dưỡng được sở hữu bởi tập đoàn Hưng Thịnh có thể sẽ cộng hưởng được với hoạt động du lịch tại VTR, chúng tôi chưa rõ liệu sự xuất hiện của tập đoàn Hưng Thịnh với tư cách là cổ đông lớn nhất sẽ có ảnh hưởng trọng yếu đến các quyết định của HĐQT tại VTR. Tuy nhiên, chúng tôi chưa thấy sự xuất hiện thành viên HĐQT mới trong ĐHCĐ 2023. Ngoài ra, việc giá chuyển đổi gần với giá giao dịch trên thị trường và cổ phiếu chỉ bị hạn chế chuyển nhượng 1 năm có thể ngụ ý tập đoàn Hưng Thịnh xem đây như một khoản đầu tư tài chính thay vì là đầu tư chiến lược.

Hình 5. Cơ cấu doanh thu VTR



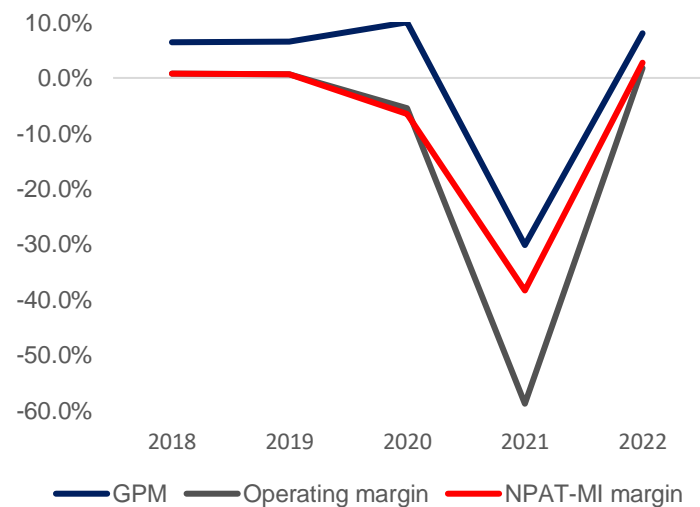
Nguồn: VTR, Research

Hình 4. Kết quả kinh doanh VTR



Nguồn: VTR, Research

Hình 8. Biên lợi nhuận của VTR



Nguồn: VTR, Research

Phân tích tình hình kinh doanh

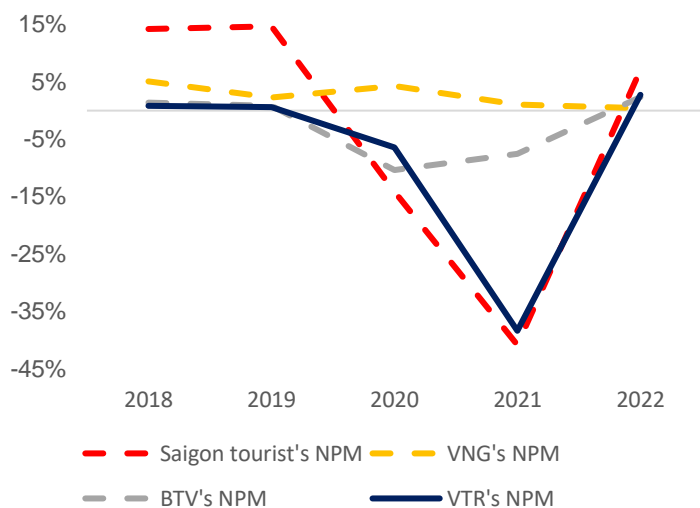
VTR là doanh nghiệp có doanh thu nằm ở top đầu trong mảng du lịch lữ hành. Doanh thu năm 2022 của VTR ghi nhận ở mức 3.8 nghìn tỷ đồng (+319% YoY), chỉ thấp hơn mức 4.1 nghìn tỷ đồng (+260% YoY) của Saigon tourist. Doanh thu của VTR chủ yếu đến từ hai mảng dịch vụ du lịch lữ hành và bán vé máy bay. Trong đó, doanh thu du lịch lữ hành tập trung vào khách du lịch nội địa và outbound (đưa khách nội địa đi quốc tế). Theo báo thường niên năm 2022, doanh thu outbound chiếm 70% tổng doanh thu của VTR. Con số này giai đoạn trước dịch là khoảng 60%. Chúng tôi nhận thấy rằng sự cạnh tranh gay gắt của ngành chủ yếu đến từ khách lẻ do xu hướng F&E, du lịch tự túc,... Trong khi đó, khách đoàn sẽ có sự ổn định hơn do đặc thù du lịch tổ chức các hoạt động đội nhóm có số lượng đồng yêu cầu công tác điều hành và tổ chức được chẵn chu. Năm 2022, doanh thu từ MICE chiếm 60% tổng doanh thu của VTR.

Dù duy trì vị thế đầu ngành, lợi nhuận của VTR vẫn vô cùng khiêm tốn khi hệ thống kết hợp như khách sạn, nghỉ dưỡng, vui chơi,... chưa có sẵn để khép kín chuỗi kinh doanh lữ hành. Năm 2019, biên lợi nhuận gộp của VTR chỉ ở mức 6%, trong khi biên lợi nhuận sau thuế chỉ ở mức 0.8%. Do đó, bài toán đặt ra cho VTR nếu muốn cải thiện biên lợi nhuận là phải tìm kiếm các mảng kinh doanh mới có hiệu quả cao hơn. Đây cũng là động lực để Vietravel Airlines chuyển về mảng hàng không được thành lập. Tuy vậy, biên lợi nhuận gộp của VTR vẫn ở mức thấp nhất trong số các doanh nghiệp chúng tôi theo dõi. Trong năm 2022, biên lợi nhuận gộp của Saigon tourist, CTCP du lịch Thành Thành Công, CTCP du lịch Bến Thành lần lượt ở mức 11%, 33% và 15% so với mức 8% của VTR.

Do đặc thù thâm dụng nhân lực và khách MICE là chủ đạo, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của VTR tương đối ổn định do nhân sự sẽ được mở rộng theo quy mô kinh doanh. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp chiếm trung bình 6% tổng doanh thu trong các năm 2018, 2019, 2022. VTR đã cắt giảm đáng kể chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trong giai đoạn 2020-2022, từ mức 437 tỷ đồng năm 2019 xuống còn 235/261/238 tỷ đồng trong các năm 2020/21/22. Qua đó, giúp lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh tăng lên mức 68 tỷ đồng trong năm 2022, vượt con số 50 tỷ đồng ở năm 2019. Chúng tôi lưu ý rằng VTR thay đổi cách ghi nhận cơ cấu chi phí bán hàng trong năm 2022 mà không có chú thích nên việc so sánh sẽ chỉ ở mức tương đối.

Khoản lỗ 193 tỷ năm 2021 và 246 tỷ đồng từ công ty liên kết trong năm 2022 ghi nhận từ Vietravel Airlines đã tạo áp lực lớn đến lợi nhuận sau thuế của VTR khi doanh nghiệp ghi nhận lỗ kỷ lục 350 tỷ đồng trong năm 2021 và

Hình 9. Biên NPAT-MI của các doanh nghiệp cùng ngành



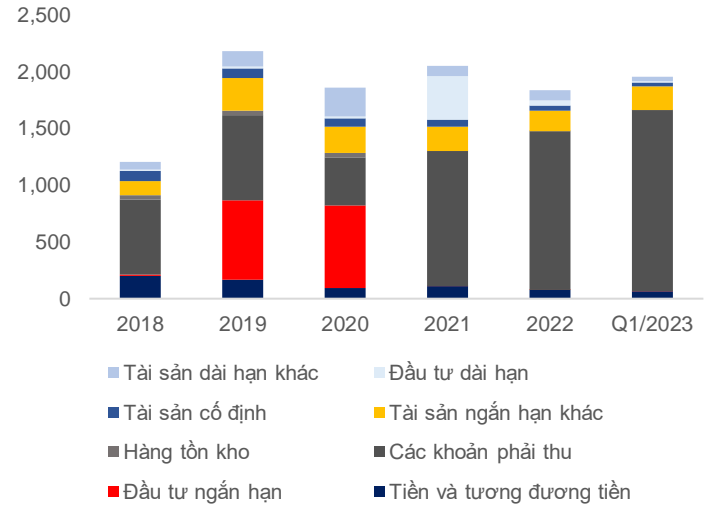
Nguồn: VTR, Saigon tourist, VNG, BTV, Research

chỉ có lãi trong năm 2022 do khoản lợi nhuận tài chính đến từ việc thoái vốn khỏi Vietravel Airlines.

Như đề cập ở trên, biên lợi nhuận sau thuế của VTR trong năm 2022 đạt mức 2.7% chủ yếu là từ hoạt động thanh lý khoản đầu tư dài hạn trị giá 380 tỷ đồng. Nếu trừ khoản lợi nhuận bất thường này, chúng tôi ước tính lợi nhuận của VTR trong năm 2022 là âm 275 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng tình hình tài chính kém khả quan trong những năm gần đây sẽ tiếp tục khiến kế hoạch mở rộng hệ sinh thái của Vietravel bị chậm lại. Biên lợi nhuận của VTR có thể trở về mức trước dịch trong năm 2023 tuy nhiên sẽ chưa thể cải thiện thêm trong thời gian ngắn. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng lưu ý rằng chi phí trích lập cho quỹ khen thưởng của VTR là tương đối cao ở giai đoạn trước dịch. Phần chi phí trích lập này chiếm tới 26% LNST năm 2018 và 15% LNST 2019 và chủ yếu là cho chủ tịch HĐQT. Chúng tôi kỳ vọng sự xuất hiện của các cổ đông lớn mới sẽ phần nào hạn chế khoản chi phí trích lập này ở những năm tới.



Hình 10. Cơ cấu tài sản VTR



Nguồn: VTR, Research

Phân tích tài sản, nguồn vốn

Đầu tư ngắn hạn của VTR giai đoạn 2019-2020 chủ yếu đến từ hơn 700 tỷ tiền gửi có kỳ hạn của Vietravel Airlines tại VCB để đảm bảo phát hành thẻ tín dụng và tuân thủ vốn tối thiểu cho phép bay. Ngoài ra năm 2020 có khoản tiền gửi kỳ hạn 6 tháng trị giá 30 tỷ để đảm bảo khoản vay ngắn hạn của CTCP Du lịch và Tiếp thị giao thông vận tải VN. Trong năm 2021, VTR tiếp tục đầu tư thêm 593.4 tỷ đồng, đưa tổng vốn góp vào Vietravel Airlines lên con số 1.29 nghìn tỷ đồng ứng với 99.5% vốn điều lệ. Tuy vậy, VTR đã tiến hành thoái vốn tại Vietravel Airlines về 43.92% sau đó, với số vốn đầu tư còn lại là 571 tỷ. Khoản đầu tư này được ghi nhận đầu tư vào công ty liên kết Vietravel Airlines.

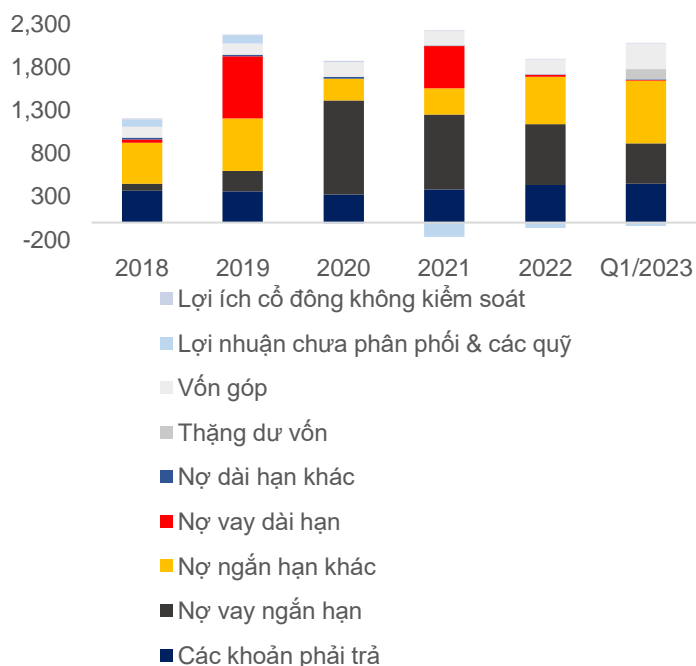
Chúng tôi nhận thấy VTR bị chiếm dụng vốn nặng khi tính tới cuối Q1/2023, 78.5% tổng tài sản của VTR ứng với 1.6 nghìn tỷ đồng được ghi nhận dưới dạng các khoản phải thu. Trong đó lớn nhất là khoản 924 tỷ đồng (45.4% tổng tài sản) phải thu từ chuyển nhượng cổ phần cho CTCP Tập đoàn Vietravel. Tháng 12/2021, VTR đã chuyển nhượng 72 triệu cổ phiếu ứng với 55.58% vốn điều lệ của Vietravel Airlines với giá 867 tỷ đồng, sau đó doanh nghiệp tiếp tục chuyển nhượng 39 triệu cổ phiếu ứng với 30.22% vốn điều lệ của Vietravel Airlines với giá 471 tỷ đồng và toàn bộ cổ phần tại WorldTrans và CDIMEX cho CTCP Tập đoàn Vietravel trong năm 2022. Đối với thương vụ thoái vốn Vietravel Airlines, VTR ghi nhận giá bán 12,000 đồng/cổ phiếu so với mệnh giá góp vốn điều lệ 10,000 đồng/cổ phiếu. Mặc dù vậy, mới chỉ có 380 tỷ đồng từ các hoạt động chuyển nhượng này được ghi nhận trong năm 2022. Tính tới hết Q1/2023, VTR chỉ còn ghi nhận khoản đầu tư 178 tỷ đồng tại Vietravel Airlines tức ứng với 13.7% vốn điều lệ tại hãng hàng không này.

VTR có 11.5 tỷ đồng phải thu ngắn hạn khó đòi với thời gian chậm trả từ 1-3 năm. Doanh nghiệp đã trích lập dự phòng 10.4 tỷ đồng cho các khoản này nên sẽ không ảnh hưởng nhiều đến lợi nhuận trong tương lai. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý có 196 tỷ đồng dưới dạng phải thu các khách hàng khác và 66 tỷ đồng dưới dạng phải thu ngắn hạn khác ứng với 12.8% tổng tài sản chưa rõ khả năng thu hồi.

Hệ số thanh toán tiền mặt của VTR chỉ ở mức 0.04, trong khi hệ số thanh toán hiện hành của VTR ở mức 1.1x vào cuối Q1/2023. Cơ cấu tài sản dưới dạng các khoản phải thu lớn có thể hạn chế khả năng thanh toán nợ vay của VTR. VTR luôn trả nợ vay đúng hạn trong quá khứ, mặc dù vậy chúng tôi lưu ý rằng phần thuyết minh các khoản vay trong BCTC 2022 không bao gồm chú thích tập đoàn có khả năng trả được các khoản vay như các BCTC những năm trước



Hình 11. Cơ cấu nguồn vốn VTR



Nguồn: VTR, Research

Nguồn vốn của VTR chủ yếu được tài trợ bởi nợ vay. Lãi suất trung bình các khoản vay của VTR dao động từ 5.9%-8.1% trong giai đoạn 2018-2022. Các khoản vay ngắn hạn của VTR chủ yếu là vay ngân hàng.

Doanh nghiệp đã có 2 lần phát hành trái phiếu. Lần đầu vào tháng 9/2019, với mục đích huy động 700 tỷ đồng để thành lập hãng hàng không. Khoản trái phiếu này được sắp xếp bởi VPS, có kỳ hạn 24 tháng, lãi suất cố định 9.25%/năm trong 15 tháng đầu, sau đó tăng lên 11% trong 9 tháng còn lại. Cuối tháng 12/2021, VTR tiếp tục phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 24 tháng, lãi suất 8.2%/năm thông qua VPS. Nhưng tròn 1 năm sau vào tháng 12/2022, VTR đã mua lại toàn bộ khoản trái phiếu này.

Các khoản nợ ngắn hạn khác được cấu thành chủ yếu từ khoản khách hàng trả tiền trước (435 tỷ đồng cuối năm 2022), và phải trả ngắn hạn khác (209 tỷ đồng tính đến hết Q1/2023). Theo điều khoản công bố trên website, VTR yêu cầu khách hàng thanh toán toàn bộ tour trước khi cung cấp dịch vụ nên các khoản khách hàng trả tiền trước sẽ được ghi nhận vào doanh thu một khi kết thúc hợp đồng. Các khoản phải trả khác là các khoản không có tính thương mại, không liên quan đến giao dịch mua bán và cung cấp hàng hóa dịch vụ tuy nhiên không có chú thích rõ ràng.

Trong bối cảnh lãi suất cao và thị trường nhiều biến động, việc sử dụng đòn bẩy quá cao có thể đem lại rủi ro lớn đối với khả năng thanh khoản của doanh nghiệp. VTR đã chuyển hướng sang phát hành riêng lẻ để huy động vốn trong năm 2023. Theo tài liệu ĐHCĐ 2023, VTR tiếp tục dự kiến chào bán riêng lẻ 7.1 triệu cổ phiếu giá tối thiểu 28,000 đồng/cp – mức giá chuyển đổi cho HTN - và ESOP 1.4 triệu cổ phiếu (5% tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành) giá 12,000 đồng/cp để bổ sung vốn lưu động và trả lãi vay. Nếu phát hành thành công, tổng số cổ phiếu lưu hành của VTR sẽ là 37.2 triệu cổ phiếu.

Hình 12. Phân tích ROE Dupont

	2018	2019	2020	2021	2022
NPM (adj)	1%	1%	-7%	-39%	-7%
Vòng quay TTS	6.6x	4.4x	0.8x	0.5x	2.0x
Hệ số đòn bẩy	6.1x	7.3x	9.9x	22.2x	30.2x
ROA (adj)	4%	2%	-5%	-18%	-14%
ROE (adj)	23%	17%	-48%	-401%	-429%

Nguồn: Research

Rủi ro đầu tư

Ngành du lịch có tính chu kỳ cao, trong giai đoạn suy thoái kinh tế, người dân sẽ có xu hướng giảm chi tiêu cho các dịch vụ không thiết yếu. Nếu tình hình kinh tế toàn cầu và trong nước tiếp tục gặp nhiều khó khăn, tốc độ phục hồi của ngành nói chung và của VTR nói riêng có thể sẽ không đáp ứng được kỳ vọng. Đồng thời ảnh hưởng tiêu cực đến tình hình tài chính vốn đang khó khăn của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, khả năng thu hồi các khoản phải thu của VTR sẽ là một yếu tố quan trọng để doanh nghiệp đảm bảo khả năng thanh khoản ngắn hạn, tránh các rủi ro vỡ nợ.

Ngoài ra, do thanh khoản thấp, giá cổ phiếu có rủi ro sẽ chỉ dao động theo biên độ hẹp từ 24,000 đồng (mức giá bán cho Vinacapital) tới 28,000 đồng (mức giá chuyển đổi nợ cho CTCP tập đoàn Hưng Thịnh) cho tới khi VTR công bố giá chào bán riêng lẻ mới trong 2023.



CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà BTresearch cho là đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. BTresearch và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. BTresearch không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và đầu tư

Lâm Tuyệt Nhi

Trưởng phòng phân tích và tư vấn đầu tư

nhi.lam@bt-group.vn

Phân tích cổ phiếu

Nguyễn Thị Thuỳ Trang

Chuyên viên phân tích

trang.nguyenthuy@bt-group.vn

Nguyễn Thị Thùy

Chuyên viên phân tích

thuy.nguyen@bt-group.vn

Nguyễn Thị Tú

Chuyên viên phân tích

tu.nguyen@bt-group.vn

Phân tích kỹ thuật

Đỗ Trần Phước

Chuyên viên phân tích

phuoc.do@bt-group.vn

Nguyễn Phú

Chuyên viên phân tích

phu.nguyen@bt-group.vn

Chiến lược đầu tư

Vũ Khánh Vy

Chuyên viên phân tích

vy.vu@bt-group.vn

Nguyễn Thảo Trang

Chuyên viên phân tích

trang.nguyenthao@bt-group.vn