



THÔNG TIN CHÀO SÀN

Giá niêm yết	28,000
Ngày niêm yết	3/1/2017
Số lượng CPLH (tr cp)	1,227
Freeloat	
Giá hợp lý	38,700 – 47,400
Triển vọng	Tăng

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

	SLCP	%
Nhà nước	1,057	86
ANA Holdings	107.7	8.7
Techcombank	25.6	2.1
Vietcombank	22.4	1.8
Khác	14.2	1.2

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Hoàng Lê

lenbh@bsc.com.vn

Chu Tuấn Phong

phongct@bsc.com.vn

Tel: + 84.39352722 (108)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Tổng quan doanh nghiệp: Vietnam Airlines là hãng hàng không quốc gia của Việt Nam, có thương hiệu và uy tín tại thị trường Việt Nam và khu vực. Năm 2016, Vietnam Airlines ước tính vận chuyển 20.7 triệu lượt khách và 263,587 tấn hàng hóa qua 41 đường bay nội địa và 55 đường bay quốc tế

Quan điểm đầu tư: BSC khuyến nghị giá hợp lý cho một cổ phiếu HVN là 38,700 đồng/cổ phiếu theo phương pháp Adj. EV/EBITDAR, và 47,400 VND/cp theo phương pháp P/S.

Điểm nhấn đầu tư

- Triển vọng sáng sủa từ thị trường Hàng không Việt Nam. Là khu vực được đánh giá tăng trưởng nhanh thứ 5 thế giới giai đoạn 2016-2034 ở mức 7.3% hằng năm.
- Vietnam Airlines tập trung xây dựng hình ảnh thương hiệu cao cấp, nhằm hướng tới phân khúc khách hàng trung và cao cấp, bằng các hình thức (1) đạt thương hiệu hãng hàng không 4 sao, (2) tái cơ cấu đội bay hướng tới dòng máy bay hiện đại và cao cấp, (3) Cải thiện chất lượng dịch vụ.
- Triển vọng kinh doanh của Vietnam Airlines có thể được cải thiện tích cực nhờ (1) Khả năng nâng giá bán trung bình nhờ định hướng thay đổi cơ cấu khách hàng (2) Nâng cao sản lượng vận chuyển nhờ tăng số lượng máy bay thân rộng, và tăng tần suất bay quốc tế và (3) Khả năng tiết kiệm chi phí trung bình nhờ đặc tính hiện đại của dòng máy bay mới

Rủi ro đầu tư

- Tính cạnh tranh cao trên cả thị trường nội địa và quốc tế, đặc biệt từ các hãng hàng không giá rẻ
- Biến động giá dầu có thể cao hơn ước tính ở các năm tiếp theo
- Biến động tỷ giá

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	9T2016
DTT	64,859	68,855	69,030	65,942	53,289
% yoy	14.9%	6.2%	0.3%	-4.5%	8.0%
Tổng tài sản	64,723	69,644	72,208	89,182	95,372
VCSH (tỷ đ)	10,149	10,702	10,937	11,512	16,851
Vốn điều lệ (tỷ đ)	8,716	9,062	9,023	11,199	12,275
LNST	142.6	257.5	416.9	765.3	2,547.0
% yoy	-41%	80%	62%	84%	533%
EPS 12M trailing	(72)	47	280	416	1,953
BVPS	14,831	14,262	18,807	19,983	21,295
ROS	0.2%	0.4%	0.6%	1.2%	4.8%
ROE	-0.6%	0.4%	2.3%	3.9%	14.2%
ROA	-0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	2.5%

Nguồn: BCTC Vietnam Airlines, BSC tổng hợp

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Định giá	BSC khuyến nghị giá hợp lý cho một cổ phiếu HVN là 38,700 đồng/cổ phiếu theo phương pháp Adj. EV/EBITDAR, và 47,400 VND/cp theo phương pháp P/S. Chúng tôi cho rằng triển vọng kinh doanh tổng công ty khả quan nhờ:
Phân tích Ngành	Triển vọng sáng sủa từ thị trường Hàng không. Việt Nam được IATA dự báo có mức tăng trưởng cao thứ 5 thế giới, ước tính 7.3% mỗi năm trong giai đoạn 2016-2020 và nằm trong khu vực châu Á – Thái Bình Dương là khu vực có sức tăng trưởng lớn thứ 2 thế giới. Thị trường hàng không Việt Nam hưởng lợi từ các yếu tố (1) tăng trưởng GDP; (2) Tăng trưởng thu nhập bình quân; (3) Mở cửa nền kinh tế qua các hiệp định FTAs giúp gia tăng nhu cầu du lịch và kinh doanh.
Phân tích Hoạt động kinh doanh	Định hướng về thương hiệu cao cấp và nhắm đến nhóm khách hàng trung và cao cấp. Tổng công ty đã có nhiều biến chuyển về hình ảnh, thương hiệu lẫn cơ cấu tài sản trong 2015-2016, nhắm tới hình ảnh cao cấp như: • Đạt thương hiệu hãng hàng không 4 sao vào tháng 7/2016 • Tái cơ cấu đội bay với các dòng tàu bay thân rộng và hiện đại nhất hiện nay. Theo kế hoạch, hãng sẽ tiếp nhận 10 chiếc máy bay A350 và 8 chiếc B787 trong giai đoạn 2016-2019, là các dòng máy bay có tỷ lệ ghế hạng thương gia ở mức cao. • Các kế hoạch mở rộng mạng lưới bay trong khu vực và toàn cầu, tập trung vào khu vực Đông Bắc Á.
Phân tích Hoạt động kinh doanh	Với những thay đổi chiến lược về cơ cấu tài sản và hình ảnh thương hiệu, triển vọng kinh doanh trong dài hạn có thể được cải thiện về mức mặt bằng chung của ngành. So sánh với các hãng hàng không full-service trong khu vực, các chỉ tiêu về giá vé trung bình, số giờ bay trung bình, và chỉ số biên lợi nhuận đều thấp hơn đáng kể. • Khả năng tăng giá bán: Trong bối cảnh cạnh tranh cao, định hướng tập trung vào phân khúc khách cao cấp, và gia tăng lượng ghế thương gia đưa lại kỳ vọng cải thiện giá vé trung bình của Vietnam Airlines, vốn đang ở mức thấp so với khu vực • Tăng cao khả năng cung ứng: là điều kiện tiên quyết để Vietnam Airlines có thể đón đầu được nhu cầu vận tải hàng không đang tăng cao ở Việt Nam và khu vực. Điều chỉnh sắp xếp lại mạng bay để tận dụng tối đa nguồn lực tàu bay, điều chỉnh hạ cất cánh tại các sân bay để tận dụng đưa vào khai thác tàu bay nhiều hơn, tăng cường chuyên bay thuê chuyến vào ban đêm, nâng cao trình độ công tác chuyển môn trong việc sắp lịch bay để khai thác hiệu quả và tận dụng nguồn lực nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng máy bay (giờ bay/máy bay/ngày) • Tiết kiệm chi phí biến đổi: Các dòng máy bay hiện đại có khả năng tiết kiệm 20% tiêu thụ nhiên liệu và 30% chi phí sửa chữa lớn
Phân tích rủi ro	BSC cũng lưu ý một số rủi ro đầu tư của Vietnam Airlines • Cạnh tranh tăng cao trên cả nội địa và quốc tế: Sự tăng trưởng mạnh của các hãng hàng không giá rẻ đã ảnh hưởng mạnh lên thị phần của tổng công ty. • Rủi ro tỷ giá: Đồng USD chiếm 10 – 15% nguồn thu và 60-70% tổng chi phí, khiến Vietnam Airlines chịu ảnh hưởng lớn bởi biến động tỷ giá. Tại 30/6/2016, tổng công ty đang có khoảng 880 triệu USD vay nợ. Vietnam Airlines hiện chưa có biện pháp phòng ngừa rủi ro này. • Rủi ro giá dầu: Được các tổ chức lớn dự báo sẽ tăng mạnh trong 2017

TỔNG CÔNG TY HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

Vietnam Airlines là hãng hàng không quốc gia của Việt Nam, có thương hiệu và uy tín tại thị trường Việt Nam và khu vực. Vietnam Airlines được thành lập từ năm 1956 và đến nay đã có lịch sử hoạt động kinh doanh hơn 60 năm. Tổng công ty hiện đang nắm giữ 47.1% thị phần trong số các hãng hàng không khai thác tại Việt Nam. Năm 2016, Vietnam Airlines ước tính vận chuyển 20.7 triệu lượt khách và 263,587 tấn hàng hóa qua 41 đường bay nội địa và 55 đường bay quốc tế. Đội tàu bay của tổng công ty hiện đang có 88 tàu bay.

Vietnam Airlines quản lý và vận hành 2 hãng hàng không là: (1) Hãng hàng không truyền thống (Full-service carrier)- tổng công ty mẹ và (2) Công ty con Jetstar Pacific hoạt động tập trung trong phân khúc hàng không giá rẻ LCC, cạnh tranh trực tiếp tại thị trường nội địa với Vietjet Air.

Vietnam Airlines hoạt động trong 3 mảng kinh doanh chính:

- Vận tải hàng không. Đây là mảng chiếm tỷ trọng doanh thu lớn nhất của HVN, chiếm khoảng 83% tổng doanh thu. Hiệu quả hoạt động của mảng này phụ thuộc chính vào khách Business Travel và tăng trưởng khách du lịch, GDP bình quân đầu người
- Hoạt động bán hàng, chủ yếu đến từ các công ty con được hợp nhất. Trong năm 2015, tổng công ty đã thực hiện thoái vốn ở 7 trên tổng số 13 công ty con, làm giảm doanh số bán hàng được hợp nhất
- Phụ trợ vận tải. Chỉ chiếm 7% doanh thu nhưng đang tăng trưởng với tốc độ nhanh CAGR 18.32%. Nhìn chung hoạt động này tăng trưởng cùng với lượng khách vận tải.

Các chỉ tiêu vận tải Vietnam Airlines

Triệu VND	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR
Vận tải hàng không	44,258,247	50,453,014	53,917,167	55,068,586	55,398,919	4.59%
Bán hàng	12,291,868	11,963,797	11,884,373	10,079,873	5,660,667	-14.37%
Phụ trợ vận tải	2,024,711	2,695,232	3,233,452	3,851,732	4,695,088	18.32%
Khác		188,138	193,319	377,243	563,522	31.56%

Tuy nhiên, so sánh với khu vực thì Vietnam Airlines có quy mô và hiệu quả sinh lời còn nhiều khả năng để cải thiện. Quy mô doanh thu của HVN chỉ bằng ¼ trung bình khu vực, và các chỉ số biên lợi nhuận của Tổng công ty đang thấp hơn so với khu vực.

Name	Country	Rev T12M (\$Mil)	PAT 12M (\$Mil)	Net margin	EBITDA /Rev	EV/EBITDA - 2015	EV/EBITDAR - 2015	P/B	P/E
BANGKOK AIRWAYS PCL	Bangkok	676	53	7.80%	14%	15.2	9.6	1.5	21.6
CHINA SOUTHERN AIRLINES CO-H	China	17,770	595	3.30%	23%	3.5	2.8	0.9	10.6
AIR CHINA LTD-A	China	16,611	1,149	6.90%	28%	4.7	3.9	1.5	13.9
CHINA EASTERN AIRLINES CO-H	China	14,956	698	4.70%	25%	4.9	4	0.9	9.8
HAINAN AIRLINES CO-B	China	5,590	439	7.80%	29%	8.1	7.9	1.4	13.7
JUNEYAO AIRLINES CO LTD-A	China	1,296	167	12.90%	21%	19	18.4	4.2	18.5
SPRING AIRLINES CO LTD-A	China	1,284	205	16.00%	19%	19.4	19.2	4.1	20.1
KOREAN AIR LINES CO LTD	Korean	10,207	-162	-1.60%	22%	6.6		0.9	6.9
AIRASIA BHD	Malaysia	1,621	139	8.60%	42%	5.1	4.5	1	2.9
SINGAPORE AIRLINES LTD	Singapore	10,993	501	4.60%	16%	3.5	2.6	0.9	13.9
THAI AIRWAYS INTERNATIONAL	Thailand	5,343	-382	-7.20%	10%	11	7.4	1.5	7.6
Average		7,576	299	5.65%	22.25%	8.9	7.7	1.6	13.3
Vietnam Airlines		3065	115.6	3.80%	9.70%				

Nguồn: Bloomberg, BCTN các hãng hàng không, BSC Research

NGÀNH HÀNG KHÔNG

Đặc điểm ngành hàng không

Vào ngày 1/1/1914 khi mà cựu thị trường Petesburg, Florida- Abram C.Pheil thực hiện chuyến bay thương mại đầu tiên trên thế giới, ít ai biết được rằng hơn 100 năm sau ngành vận tải hàng không đã trở thành ngành đóng vai trò không thể thay thế trong giao thương giữa các quốc gia xét cả về mặt kinh tế, văn hóa, chính trị. Năm 2015, ngành hàng không toàn cầu đạt doanh thu 518 tỷ USD bằng 0.7% GDP toàn cầu, vận tải 3.44 tỷ hành khách, tương ứng với tốc độ tăng trưởng trung bình giai đoạn 2004-2015 là 6.2% và 8.3%.

Một số tính chất chung của ngành hàng không.

- Rào cản gia nhập ngành cao do yêu cầu lượng vốn lớn để đầu tư đội bay, tiếp viên phi công cộng thêm yêu cầu cao về mặt pháp lý.
- Đội bay thường bao gồm tự sở hữu và đi thuê (thuê ướ¹ và thuê khô²) vì vận tải sản thuê tài chính chiếm tỷ trọng lớn với các doanh nghiệp trong ngành.
- Chi phí dầu jet A1 (khó kiểm soát và dự báo) chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu giá vốn hàng bán, trung bình khoảng 33%.
- Khả năng đàm phán giá khi đầu tư đội bay tương đối thấp do chỉ có 2 nhà sản xuất chính là Airbus và Boeing.
- Cạnh tranh cao trên các tuyến (tuyến nội địa, quốc tế) và giữa các loại hình full services và hàng không giá rẻ LCC.

Các yếu tố tác động đến tăng trưởng ngành: (1) Sự tiện ích trong việc di chuyển giữa các vùng (chính sách visa, xuất nhập cảnh). (2) Tình trạng của nền kinh tế nói chung (GDP). (3) Các yếu tố cá biệt của thị trường hoạt động (dân số, cạnh tranh, lượng dân bay, thu nhập đầu người, tuổi trung bình, du lịch...)

Thực trạng ngành hàng không

Lợi nhuận tăng mạnh nhờ giá dầu ở mức thấp. Theo IATA, giai đoạn 2009-2016, doanh thu chỉ tăng 5.86%, giảm gần 1 nửa so với giai đoạn 2009-2012 ở mức 10.4%. Nguyên nhân chính là cạnh tranh từ các hãng LCC làm giá bán trung bình- passenger yield liên tục giảm trong 4 năm gần đây với mức trung bình 5.2% mỗi năm. Trong khi đó lợi nhuận tăng mạnh, đặc biệt trong 2 năm 2015-2016 nhờ giá dầu duy trì ở mức thấp.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016(E)	CAGR
Passenger	374	445	512	531	539	539	518	511	4.56%
Cargo	48.4	66.1	66.9	63.5	60.7	62.5	52.8	49.6	0.35%
Doanh thu	476	564	642	706	720	751	718	709	5.86%
% yoy		18.5%	13.8%	10.0%	2.0%	4.3%	-4.4%	-1.3%	
Lợi nhuận	-4.6	17.3	8.3	9.2	10.7	13.7	35.3	39.4	14.7%

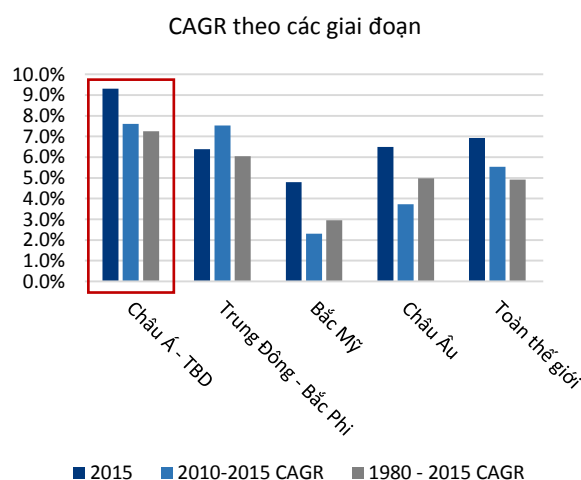
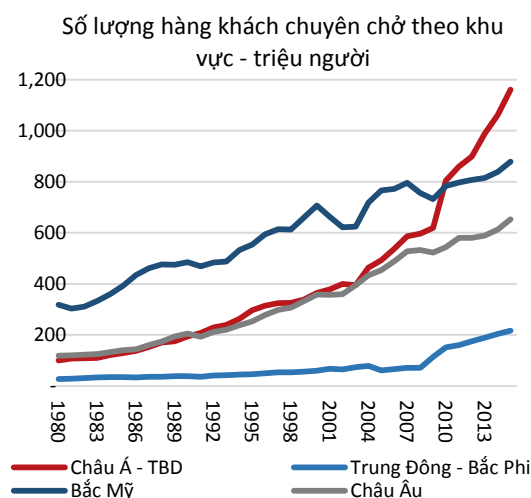
Nguồn: IATA

Châu Á- Thái Bình Dương là khu vực có mức tăng trưởng cao nhất. Khu vực này đã vượt qua Bắc Mỹ vào năm 2010 và trở thành khu vực có sản lượng hành khách chuyên chở lớn nhất toàn cầu với 1.16 tỷ lượt hành khách năm 2015. Cùng với quy

¹ Thuê cả phi công và máy bay

² Chỉ thuê máy bay

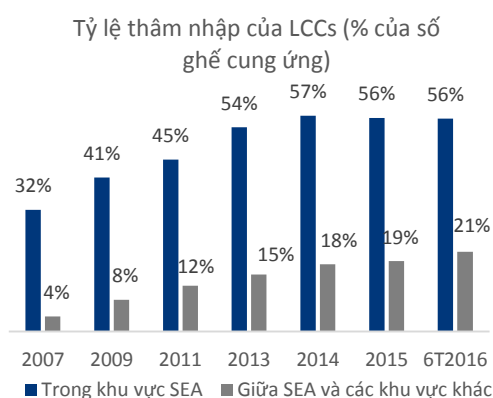
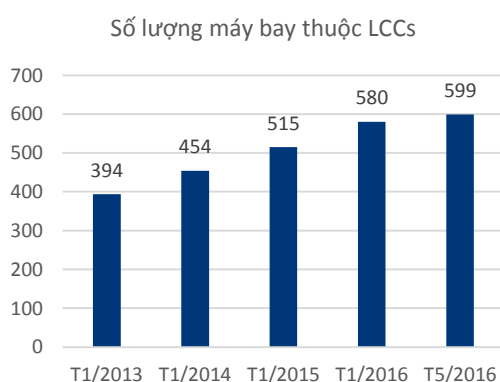
mô lớn, khu vực Châu Á – Thái Bình Dương đang duy trì sức tăng trưởng cao nhất trên toàn thế giới, trung bình 7.6% giai đoạn 2010 -2015, và đạt mức tăng trưởng 9.9% trong năm 2015



Nguồn: World Bank

Các hãng hàng không cũng tích cực mở rộng hệ thống máy bay và chuyển bay để phục vụ nhu cầu tăng cao. Theo thống kê của Tổ chức Hàng không Dân dụng Quốc tế, sản lượng ghế cung ứng toàn cầu³ đạt mức tăng 6.1% trong 2015 lên khoảng 8.2 tỷ ghế x km. Cho tới cuối 2015, nguồn cung đang tăng trưởng chậm hơn so với nguồn cầu, thể hiện ở tỷ lệ lấp đầy (load factor) liên tục gia tăng trong các năm qua, và đạt mức cao kỷ lục 80.4% trong 2015.

Hàng không giá rẻ LCCs đang tăng nhanh tại Đông Nam Á. Theo thống kê của Trung tâm Hàng không Châu Á Thái Bình Dương (CAPA), thị phần các hãng giá rẻ đã tăng nhanh chóng, chiếm gần 60% tỷ trọng các chuyến bay trong khu vực và 21% các chuyến bay giữa khu vực và quốc tế. Sự gia tăng số lượng máy bay 60% trong hơn 3 năm, chủ yếu là các máy bay thân rộng, của các hãng LCCs cũng làm tăng tính cạnh tranh trong khu vực.

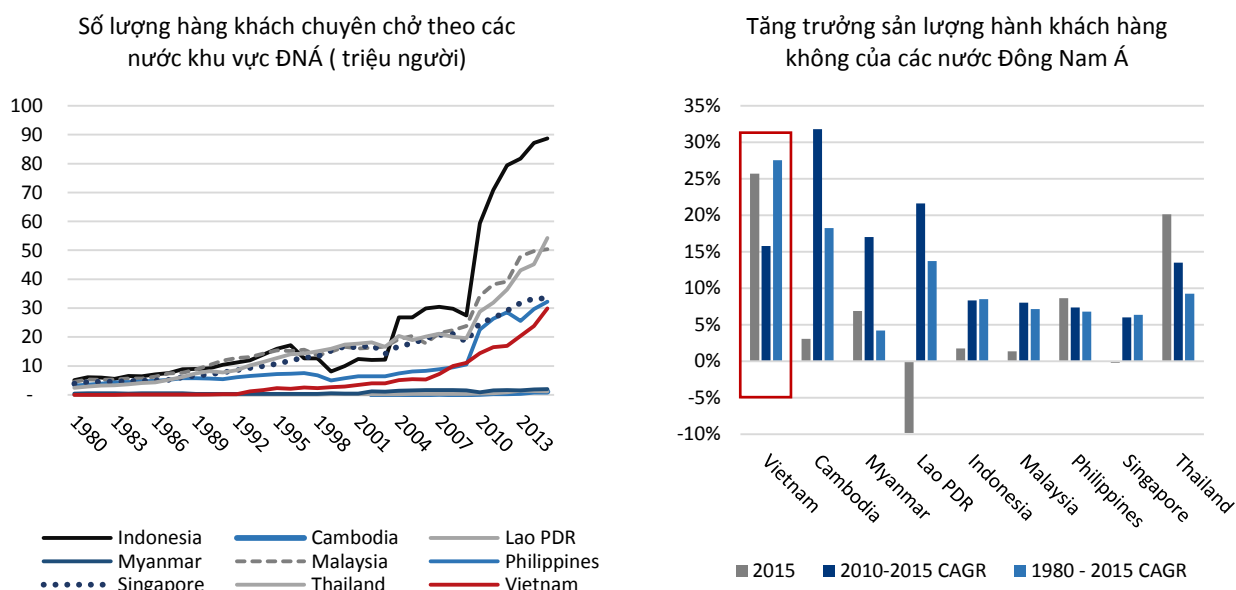


Nguồn: CAPA

Việt Nam, cùng với Campuchia và Myanmar có sự tăng trưởng nhanh về sản lượng hành khách, đặc biệt trong những năm gần đây. Theo World Bank, năm 2015 sản lượng hành khách hàng không của Việt Nam đạt 29.9 triệu hành khách, tăng 25.7% so với cùng kỳ, nổi bật so với mức tăng 7.3% của khu vực. Việt Nam cũng đã

³ Available Seat Kilometres = số ghế trên máy bay nhân với chiều dài chặng bay

duy trì mức tăng trưởng trung bình cao trong các năm qua với CAGR 1980-2015 đạt 7.6%.



Nguồn: World Bank

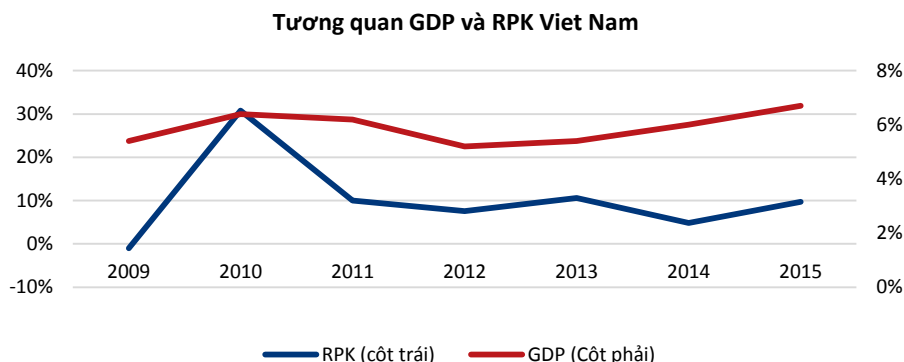
Triển vọng ngành hàng không Việt Nam

Tăng trưởng ngành hàng không Việt Nam trong thời gian tới được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố thuận lợi: (1) nằm trong vùng có tốc độ tăng trưởng ngành cao nhất thế giới. (2) các yếu tố nội tại của nền kinh tế như tăng trưởng GDP khả quan so với các nước trong khu vực, sự mở cửa nền kinh tế cũng như chính sách nhập cư thông thoáng hơn và sự tăng lên của tầng lớp trung lưu.

Khu vực châu Á – Thái Bình Dương tiếp tục tăng trưởng cao. Theo IATA, ngành hàng không vùng Châu Á- Thái Bình Dương sẽ tăng trưởng trung bình 4.7% tới năm 2035, đứng thứ 2 thế giới sau khu vực Trung Đông (4.8%), đạt 3.1 tỷ hành khách. Trong đó Việt Nam đứng thứ 5 về tăng trưởng, với mức tăng 112 lượt triệu hành khách mỗi năm, sau Trung Quốc (817 triệu), Mỹ (484 triệu), Ấn Độ (322 triệu), và Indonesia (135 triệu).

Sân bay mới được xây dựng đáp ứng nguồn cầu tăng mạnh. Tới năm 2020, Việt Nam dự kiến có thêm 5 sân bay (đặc biệt trong đó là Phú Quốc, Long Thành, Đà Nẵng) , tăng khả năng đáp ứng của cơ sở hạ tầng mặt đất khi nhu cầu dự báo tăng mạnh và các sân bay chính (Nội Bài, Tân Sơn Nhất) đang quá tải.

Tăng trưởng chung của nền kinh tế (GDP). Theo dự báo của OECD tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2016 là 6.3% và giảm còn 6.1% vào năm 2017, tuy nhiên mức dự báo vẫn cao hơn các nước trong khu vực Asean như Indonesia (5.9%), Malaysia (4.8%) hay Thái Lan (3.6%). Xét trong quá khứ, doanh thu trên khách hàng.km (RPK) biến động cùng chiều với tăng trưởng GDP của nền kinh tế, vì vậy trong tương lai, ngành hàng không Việt Nam có thể tăng trưởng tốt hơn so với các nước trong khu vực.



Sự gia tăng của tầng lớp trung lưu giúp tăng nguồn khách du lịch. Sự tăng trưởng của nền kinh tế nói chung kéo theo số lượng người gia nhập tầng lớp trung lưu cũng tăng đáng kể. Năm 2015, tầng lớp trung lưu tại Việt Nam vào 14.7 triệu người⁴. Theo OECD, số lượng người trong tầng lớp trung lưu sẽ tăng lên 44 triệu người vào năm 2020 và 95 triệu người năm 2030, tăng lượng cầu từ thị trường nội địa. Đối với nguồn cầu từ khách du lịch quốc tế, việc mở rộng chính sách thị thực sẽ giúp du lịch Việt Nam nâng cao tính cạnh tranh so với các nước trong khu vực như Indonesia, Thái Lan,

Hiệp định Asean Single Aviation market- ASAM- mở rộng thị trường hàng không trong khu vực. Mở cửa bầu trời được xác định là một phần quan trọng trong hội nhập kinh tế của các nước ASEAN, bởi việc liên kết giao thông, nhất là hàng không, sẽ tạo thuận lợi cho thương mại, thúc đẩy du lịch, đồng thời giúp ngành hàng không trong khu vực cạnh tranh hơn. Hiệp định đã có hiệu lực từ 1/1/2016 nhưng chưa tạo ra nhiều biến động do hầu hết những thương quyền quan trọng liên quan tới việc khai thác thị trường nội địa vẫn tiếp tục được các nước bảo hộ.

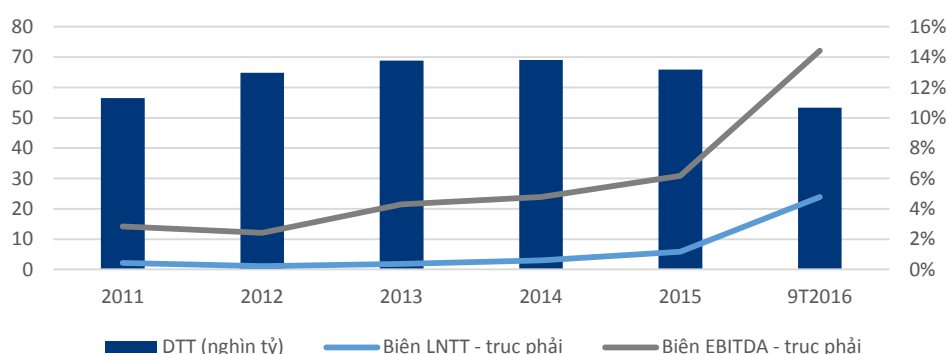
⁴ Theo tổ chức Lao động thế giới (ILO)

THỰC TRẠNG HĐKD TCT HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

Hoạt động kinh doanh của Vietnam Airlines bao gồm mảng hàng không, hoạt động bán hàng, và các hoạt động phụ trợ vận tải.

Giai đoạn 2011-2015, Vietnam Airlines ghi nhận tăng trưởng trung bình cho doanh thu là 3.9% và lợi nhuận ròng là 33.5%. Lợi nhuận được cải thiện mạnh nhờ việc giá dầu duy trì ở mức thấp. Ngược lại, doanh thu tăng chậm do đơn giá giảm, trong khi sản lượng vận chuyển hàng không vẫn tăng trưởng cao. Trong 9T2016, Tổng công ty ghi nhận 53.6 nghìn tỷ đồng doanh thu (+8% yoy) và 2,397 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, gấp 5x so với cùng kỳ. Sự gia tăng đột biến này chủ yếu liên quan đến lỗ chênh lệch tỷ giá. Nếu loại trừ ảnh hưởng của chi phí tài chính, lợi nhuận thuần của doanh nghiệp tăng trưởng khoảng 7.5% so với cùng kỳ.

KQKD 2011-2016



Sản lượng vận chuyển tăng trưởng nhanh

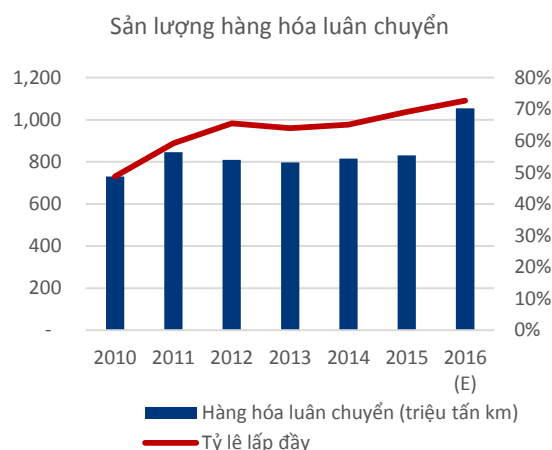
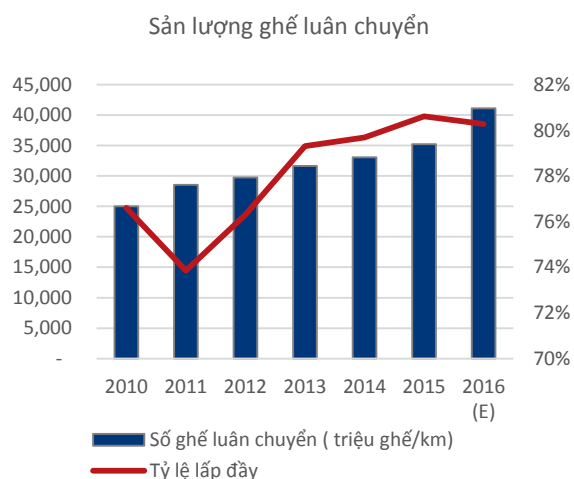
Cả sản lượng hành khách và hàng hóa của Vietnam Airlines đều tăng nhanh những năm gần đây. Riêng trong năm 2016, Tổng công ty ước đạt mức tăng trưởng 15% cho sản lượng hành khách và 13.5% cho sản lượng hàng hóa, cao hơn đáng kể so với mức tăng trưởng trung bình 6 năm lần lượt là 9.1% và 6.4%.

Tăng trưởng mạnh hơn ở khu vực quốc tế, là kết quả của định hướng tập trung mở rộng các đường bay, chuyển bay trong khu vực quốc tế, cùng với việc nâng cao số lượng và chất lượng máy bay phục vụ các đường bay quốc tế.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (E)	CAGR 2010-2016
Số lượng hành khách (triệu lượt)	12.3	13.7	13.6	15.0	15.8	17.1	20.7	9.1%
Nội địa	8.1	8.9	8.3	9.0	9.4	9.9	12.7	7.8%
Quốc tế	4.2	4.8	5.3	6.0	6.4	7.2	8.0	11.3%
Sản lượng khách luân chuyển (tỷ khách km)	19.2	21.1	22.7	25.1	26.4	28.4	33.0	9.5%
Nội địa	6.4	6.9	6.4	7.0	7.2	7.7	9.9	7.5%
Quốc tế	12.7	14.2	16.3	18.1	19.1	20.7	23.1	10.4%
Sản lượng hàng hóa (triệu tấn)	181.2	190.9	182.2	184.6	195.4	208.4	263.6	6.4%
Nội địa	112.7	119.1	102.3	97.7	108.7	116.8	138.6	3.5%
Quốc tế	68.5	71.8	80.0	86.9	86.7	91.6	124.9	10.5%
Sản lượng hàng hóa luân chuyển (triệu tấn km)	415.6	412.0	479.6	522.1	521.4	540.4	729.6	9.8%
Nội địa	109.9	112.8	115.7	100.8	108.8	118.2	140.8	4.2%
Quốc tế	305.7	299.2	363.9	421.3	412.6	422.2	588.7	11.5%

Hiệu quả hoạt động đang được nâng cao

Một trong các chỉ số thể hiện hiệu quả hoạt động là chỉ số lấp đầy, được tính bằng số lượng khách luân chuyển (số lượng khách x km vận chuyển) chia cho số lượng ghế cung ứng (số ghế x km). Đối với Vietnam Airlines, chỉ số này đã liên tục tăng cho cả vận tải hành khách và hàng hóa trong giai đoạn 2011-2016. Đặc biệt, tỷ lệ lấp đầy vẫn được duy trì ở mức cao trong 2016, mặc dù khả năng cung ứng được tăng lên đáng kể trong năm nay (26% cho hàng hóa và 15% cho hành khách).



So sánh với mức trung bình của các hãng hàng không full-service trong khu vực, thì tỷ lệ lấp đầy của Vietnam Airlines đang ở mức cao, khẳng định thêm hiệu quả hoạt động tốt của doanh nghiệp. Ngược lại, mức giá bán trung bình của Vietnam Airlines đang thấp hơn đáng kể so với mức giá trung bình, ảnh hưởng một phần bởi các yếu tố (1) Thương hiệu và (2) Tỷ giá. Bên cạnh đó, hiệu quả sử dụng máy bay (Block hour/máy bay/ngày) còn thấp. Đây là các yếu tố có thể được Tổng công ty tập trung cải thiện trong thời gian tới.

Name	Quốc gia	Hành khách (triệu ng)	% lấp đầy cabin (load factor)	% lấp đầy hàng hóa	# máy bay	Tuổi TB máy bay	BH	Giá TB (\$ cent/khách km)
SINGAPORE AIRLINES	Singapore	30.4	79.8%	61.9%	102	7.4	13.8	10.6
CHINA EASTERN AIRLINES	Trung Quốc	93.8	80.5%	55.0%	526	5.5	9.2	8.1
GARUDA INDONESIA	Indonesia	33.0	77.2%	24.6%	187	4.3	10.4	7.5
THAI AIRWAYS	Thái Lan	21.3	72.9%	59.5%	95		10.8	6.9
AIR NEW ZEALAND	New Zealand	15.2	83.7%	N.A	103	9.4		9.7
CATHAY PACIFIC	Hong Kong	34.1	85.7%	64.2%	201	9.1	12.2	7.7
QANTAS AIRWAYS	Australia	51.4	80.1%	53.4%	299	8.6		10.4
CHINA SOUTHERN AIRLINES	Trung Quốc	109.4	80.5%	51.5%	667	6.3	9.6	7.7
EVA AIRWAYS	Đài Loan	10.1	80.8%	82.8%	69			7.3
CHINA AIRLINES	Trung Quốc	14.7	78.9%	70.8%	90	10.3		7.4
ANA HOLDINGS	Nhật Bản	50.8	69.3%	50.8%	257	7.7		10.4
JAPAN AIRLINES	Nhật Bản	40.2	74.1%	N.A	226			10.4
Average full-service		42.03	78.6%	57.5%	235	7.6	11	8.7
VIETNAM AIRLINES	Việt Nam	17.4	80.5%	69.2%	87	5.6	9.9	7.0
Vietjet	Việt Nam	9.3	88.0%		38	3.3	13.3	4.1

Nguồn: Bloomberg, BCTN các hãng hàng không 2015, BSC Research

TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Câu chuyện xuyên suốt hoạt động kinh doanh của Vietnam Airlines giai đoạn 2016-2020 là định hướng về thương hiệu cao cấp và nhắm đến nhóm khách hàng trung và cao cấp. Những nỗ lực của Tổng công ty trong việc định hình thương hiệu, tái cơ cấu đội bay thiên về dòng hạng sang, nhằm mục đích dịch chuyển cơ cấu khách hàng thiên về hạng thương gia, qua đó cải thiện mức giá bán trung bình. Đồng thời, dòng máy bay hiện đại có khả năng tiết kiệm chi phí nhiên liệu và chi phí bảo dưỡng, góp phần cải thiện biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Xây dựng hình ảnh thương hiệu cao cấp

Tháng 7/2016, Vietnam Airlines chính thức được công nhận là hãng hàng không 4 sao. Đây là dấu mốc quan trọng, nâng cao thương hiệu và vị thế cạnh tranh của HVN với các hãng hàng không quốc tế. Tại thị trường Đông Nam Á, HVN là hãng hàng không thứ 4 có được xếp hạng này.

Với chứng nhận 4 sao, Vietnam Airlines tập trung chú trọng vào khách hàng trung và cao cấp, và chú trọng hơn vào các tuyến đường bay quốc tế đường dài. Định hướng đi theo chất lượng thay vì thị phần sẽ là định hướng của Tổng công ty trong thời gian tới. Đây là định hướng đặc biệt quan trọng trong xu hướng tăng trưởng nhanh của các hãng hàng không giá rẻ. Với chiến lược này, tăng trưởng về doanh số và sản lượng hành khách có thể chậm hơn so với mặt bằng chung trong nước và khu vực, nhưng chúng tôi kỳ vọng sự cải thiện trong tính hiệu quả hoạt động, các chỉ số hoạt động và sự ổn định của Vietnam Airlines trong dài hạn.

Tái cơ cấu đội tàu bay

Tại tháng 11/2016, Vietnam Airlines đang sở hữu 88 máy bay, trong đó có 42 máy bay thuê ngoài và 46 máy bay sở hữu. Tỷ trọng máy bay sở hữu gia tăng từ mức 47.3% lên mức 57.5% trong giai đoạn 2009-2016.

So sánh các mẫu máy bay

	A350	B787	A330	A321	B777	ATR
Tổng số lượng ghế	305	274	275	178	309	70
Hạng thương gia	29	28	24	16	27	
Hạng phổ thông đặc biệt	45	35			54	
Hạng phổ thông	231	211	251	162	228	

Nguồn: Vietnam Airlines Heritage Inflight Magazine – BSC tổng hợp

Vietnam Airlines đã thực hiện tái cơ cấu đội ngũ tàu bay từ 2015, chú trọng vào các dòng máy bay thân rộng hiện đại nhất hiện nay bao gồm B787 và A350. Đây là hai dòng máy bay hiện đại nhất thế giới hiện nay, có tỷ lệ ghế thương gia cao hơn so với các dòng máy bay hiện tại, hỗ trợ cho định hướng hướng tới khách hàng cao cấp của tổng công ty. Chỉ trong giai đoạn T5/2015 tới T11/2016, tổng công ty đã nhận 5 chiếc A350 và 10 chiếc máy bay B787. Theo đó, tổng số máy bay thân rộng của tổng công ty hiện nay là 23 chiếc

Dự kiến cơ cấu tàu bay trong thời gian tới

	# of seats	% of eco seat	Average age	2014	2015	2016	2017	2018	2019
B787 - 9	274	75.7%		-	5	10	11	16	19

A350 -900	305	77.0%		-	4	6	9	12	14
B777-200ER	309	73.8%	12.8	9	7	4	-	-	-
A330-200	275	91.3%	9.6	16	10	8	8	8	8
A321-200	178	91.0%	5.4	49	54	57	59	60	61
ATRC72-500	70	100.0%	7.5	6	6	5	0	0	0
Total				80	86	90	87	94	100

Nguồn: Vietnam Airlines, BSC Research tổng hợp và ước tính

Theo kế hoạch, hãng sẽ tiếp nhận 10 chiếc máy bay A350 và 8 chiếc B787 trong giai đoạn 2016-2019, nâng tổng số lượng tàu bay dự kiến là 115 chiếc trong 2019, trong đó 33 chiếc là máy bay đời mới. Bên cạnh đó, Tổng công ty sẽ thuê thêm 20 chiếc máy bay A321 NEO trong giai đoạn 2016-2020, để tăng năng lực khai thác phục vụ sự tăng trưởng của thị trường và thay thế dần các dòng máy bay đã khai thác lâu.

Tái cơ cấu đội bay là bước biến chuyển mang tính đột phá của Vietnam Airlines, tạo tiền đề cho sự phát triển tập trung vào khách hàng trung và cao cấp trong giai đoạn tới. Cụ thể như sau:

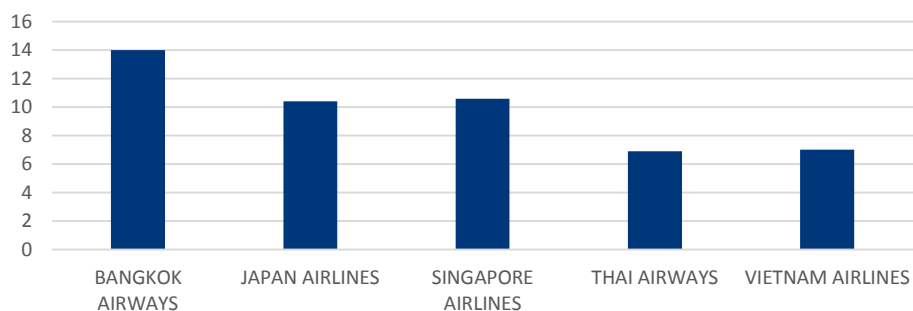
1) Nâng cao khả năng cung ứng

Số lượng máy bay sẽ tăng lên ước tính khoảng 100 chiếc vào 2019, tập trung vào các dòng máy bay thân rộng 280 – 300 chỗ ngồi. Đặc biệt, các dòng máy bay hiện đại này chủ yếu được sử dụng cho các chặng bay quốc tế đường dài, sẽ làm gia tăng khả năng cung ứng của Vietnam Airlines, được tính bằng số lượng ghế x quãng đường (km). Trong bối cảnh nhu cầu thị trường gia tăng như đã trình bày ở phần ngành, việc đảm bảo khả năng cung ứng là yếu tố quan trọng để gia tăng sản lượng khách hàng hằng năm.

2) Khả năng cải thiện giá bán trung bình

Với các tàu bay thân rộng và số lượng ghế thương gia được nâng cao, Vietnam Airlines kỳ vọng sẽ nâng cao tỷ trọng khách hàng cao cấp. Giá bán của ghế thương gia thường cao gấp 3 lần so với giá bán vé phổ thông, sẽ giúp khắc phục tình hình giá bán trung bình sụt giảm trong thời gian qua. Bên cạnh đó, chứng nhận 4 sao, đi kèm với những gia tăng trong tiện ích sử dụng là cơ sở để Tổng công ty có thể điều chỉnh giá bán trung bình về mức trung bình ngành. Chỉ tiêu này của Tổng công ty hiện đang thấp hơn 20% so với trung bình khu vực, và đặc biệt thấp nếu so sánh với các hãng máy bay 4 sao của châu Á.

So sánh giá bán trung bình (USD cent/pax/km)



3) Khả năng tiết kiệm chi phí biến đổi

Một trong những lợi ích rõ rệt nhất của đội ngũ tàu bay là khả năng tiết kiệm chi phí. Dòng máy bay A350 tiết kiệm nhiên liệu khoảng 20-25% và tiết kiệm chi phí bảo trì khoảng 30-40% so với các dòng máy bay tương đương khả năng cung ứng. Hai khoản chi phí này chiếm tỷ trọng 41% tổng chi phí trong 2015, do vậy sẽ tác động đáng kể đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý các chi phí cố định như chi phí khấu hao và chi phí thuê máy bay sẽ tăng mạnh cùng với việc mở rộng đội bay.

4) Lợi nhuận từ bán máy bay

Bên cạnh những lợi ích từ việc mua về máy bay mới và hiện đại, chúng tôi lưu ý rằng những máy bay cũ (trên 10 năm) được bán đi cũng sẽ giúp công ty trong cơ cấu vốn. Trong năm 2017, Vietnam Airlines có kế hoạch bán 4 chiếc tàu bay B777. Các tàu bay này đã được đưa vào sử dụng từ năm 2003-2004, và có hơn 13-14 năm hoạt động. Chúng tôi cho rằng việc bán máy bay sẽ giúp giảm bớt gánh nặng nợ vay đồng thời có đưa lại lợi nhuận đột biến cho Tổng công ty, do các chính sách khấu hao nhanh trước đây (12-15 năm). Theo đánh giá của JPMorgan, một chiếc máy bay B777 đã sử dụng 10 năm có thể bán lại với giá 43 triệu USD, tương đương khoảng 15% giá trị ban đầu của máy bay.

Mạng lưới bay – mở rộng các chuyến quốc tế

Với vị trí địa lý nằm giữa Đông Bắc Á, Đông Nam Á, Châu Âu, Nam Thái Bình Dương và Trung Quốc, Việt Nam được coi là cửa ngõ của các khu vực. Đến hết năm 2016, HVN có mạng đường bay quốc tế gồm 55 đường bay đến 29 điểm thuộc 17 quốc gia và vùng lãnh thổ, mạng đường bay nội địa gồm 41 đường bay đến 21 điểm, trong đó mạng đường bay quốc tế đã nhanh chóng mở rộng và phát triển tại các khu vực Châu Âu (Anh, Nga), Đông Bắc Á (Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, Đài Loan) và Tiểu vùng Campuchia - Lào - My-an-ma (CLMV).

	Đường bay	Tần suất (chuyến/tuần)
Nội địa	41	
CLMV	7	81
Đông Bắc Á	19	128
Đông Nam Á	8	102
Úc	2	14
Trung Quốc	10	57
Châu Âu	9	29-30

Khả năng mở rộng mạng lưới bay của Vietnam Airlines chủ yếu đến từ các khu vực Đông Bắc Á.

- Đông Bắc Á:** Đóng góp gần 30% tổng doanh thu của Vietnam Airlines, với các đường bay mang lại hiệu quả cao đến Nhật Bản, Hàn Quốc, và Trung Quốc. Khu vực này hiện đang có số lượng đường bay và tần suất bay cao nhất trong số các khu vực quốc tế của Vietnam Airlines. Trong 2015, Đông Bắc Á là khu vực có mức tăng trưởng khoảng 15% yoy cho sản lượng vận chuyển hàng hóa và hành khách.

Đây cũng là khu vực sẽ được chú trọng hàng đầu trong giai đoạn sắp tới, và có nhiều triển vọng phát triển, nhờ vào **(1)** Nhu cầu du lịch từ cả Việt Nam và những nền kinh tế dẫn đầu thế giới kể trên đang tăng nhanh cùng với sự gia

tăng về dân số và thu nhập của các quốc gia. Theo số liệu 11T2016, Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản cùng nhau đóng góp tới 50.4% tổng khách quốc tế du lịch tới Việt Nam, với tốc độ tăng trưởng cao (46% yoy) **(2)** Nhu cầu đi lại của giới doanh nhân được kỳ vọng gia tăng, khi nguồn vốn đầu tư từ Hàn Quốc và Nhật Bản đóng góp tỷ trọng 43% (9T2016). Đây là động lực lớn cho hạng vé thương gia, vốn đang được Vietnam Airlines chú trọng; **(3)** Kỳ vọng từ nhu cầu đi lại liên quan đến thị trường xuất khẩu lao động từ Việt Nam qua các quốc gia nói trên.

- 2) **Đông Nam Á và CLMN:** Với các điểm đến nổi bật như Singapore, Thái Lan. Đây là khu vực có tần suất lớn thứ 2 trong các khu vực quốc tế. Bên cạnh nhu cầu du lịch trực tiếp, khu vực Đông Nam Á tạo cơ hội nối chuyển thuận lợi 2 chiều đến các thị trường lớn châu Âu, Đông Bắc Á.

Kỳ vọng cho khu vực này chủ yếu đến từ tăng trưởng du lịch, hiện đang tăng trưởng ổn định ở mức 10-12%. Đây là khu vực mang về lợi thế cạnh tranh cho Vietnam Airlines, đặc biệt đối với đối tượng khách có nhu cầu du lịch kết hợp Việt Nam với các điểm trong khu vực. Bên cạnh đó, chính sách “Bầu trời mở Asean” được tự do hóa hoàn toàn vào năm 2020 sẽ xóa bỏ các giới hạn quy định về lượng khách cũng như kiểm soát giá.

- 3) **Khu vực châu Âu và châu Mỹ:** Là thị trường có tốc độ tăng trưởng được duy trì ổn định, có tính cạnh tranh cao và khách hàng chủ yếu là các Việt kiều sinh sống và làm việc tại các quốc gia.

HVN chủ trương phát triển mạng đường bay này một cách thận trọng và có chọn lọc do (1) việc bố trí nguồn lực khai thác đến Châu Âu khá phức tạp (đường bay dài, nhu cầu tàu bay lớn và (2) cạnh tranh cao giữa các hãng khai thác bay thẳng cũng như khai thác một điểm dừng (đặc biệt là các hãng hàng không Trung Đông). Theo kế hoạch, đến năm 2018, Vietnam Airlines sẽ có đường bay thẳng đến Mỹ đầu tiên, và là hãng hàng không duy nhất trên thế giới khai thác đường bay này.

RỦI RO ĐẦU TƯ

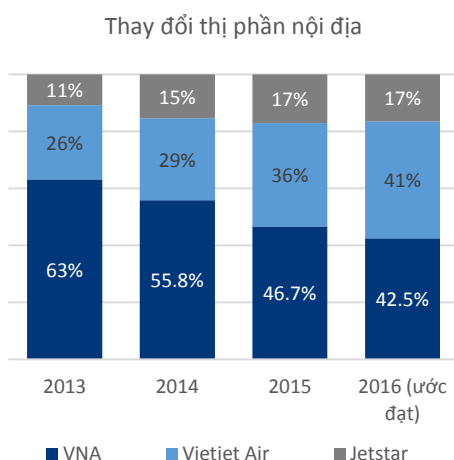
Bên cạnh các cơ hội và lợi thế đang có, Vietnam Airlines vẫn phải đối mặt với các thách thức từ thị trường và từ nội tại tình hình doanh nghiệp. Một số rủi ro đáng chú ý bao gồm: Áp lực cạnh tranh, rủi ro tỷ giá, và rủi ro về diễn biến giá dầu

Áp lực cạnh tranh tăng cao

Sự nổi lên của các hãng hàng không giá rẻ LCCs là bức tranh chung của ngành hàng không toàn thế giới, và cũng như các hãng hàng không full-service khác, Vietnam Airlines đang chịu áp lực lớn về thị phần giảm sút. Trong đó nổi bật là thị trường nội địa, chịu áp lực từ sự tăng trưởng trung bình 50% yoy của Vietjet trong 3 năm gần đây.

Chúng tôi lưu ý rằng mặc dù thị phần suy giảm, sản lượng hành khách vẫn duy trì mức tăng trưởng khoảng 10% hằng năm. Sự mở rộng của Vietjet và các hãng hàng không giá rẻ quốc tế góp phần bình dân hóa dịch vụ vận tải hàng không và góp phần đáng kể lên sức tăng trưởng mạnh của ngành những năm gần đây. Theo đó, thị trường hàng không đang tăng trưởng mạnh hơn ở phân khúc khách hàng mới –

là khách hàng phổ thông – vốn không phải là cơ sở khách hàng chính được Vietnam Airlines hướng tới.



	HVN	Vietjet	Jetstar
Lượng tàu bay	87	29	18
Đường bay nội địa	41	36	
Đường bay quốc tế	55	17	34
Lượt khách	17.1	9.3	3.9
Tỷ lệ lấp đầy cabin	80%	88%	89%

Nguồn: BSC Research

Chiến lược cạnh tranh của Vietnam Airlines đối với các hãng hàng không giá rẻ là chính sách thương hiệu kép (dual brand). Trong đó, HVN tập trung ở các khách hàng hạng trung và cao cấp, trong khi Jetstar khai thác thị trường phổ thông. Jetstar cũng đã dần có được chỗ đứng trên thị trường nội địa trong 2 năm vừa qua với mức tăng trưởng thị phần từ 11% lên 17%, và đã bắt đầu ghi nhận lợi nhuận năm 2015, lần đầu tiên sau nhiều năm thua lỗ. Trong trung hạn, Jetstar sẽ nỗ lực mở rộng đội tàu bay và tập trung dành thêm thị phần nội địa cho đối tượng khách hàng phổ thông, cạnh tranh trực tiếp với Vietjet.

Jetstar Pacific Airlines tập trung mở rộng mạng lưới bay: Trong khi Vietnam Airlines chủ trương mở rộng hoạt động trên thị trường quốc tế, JPA sẽ tăng cường các chuyến bay đường bay và đội tàu bay ở khu vực nội địa và khu vực. Riêng trong 2015, Jetstar đã mở thêm 14 đường bay nội địa và 5 đường bay quốc tế, nâng tổng số đường bay khai thác lên 34 đường bay.

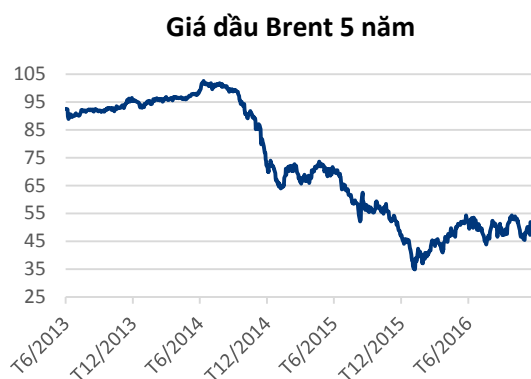
Mở rộng đội bay: Vào tháng 9/2016, Jetstar Pacific đã ký hợp đồng mua 10 chiếc máy bay thế hệ mới Airbus A320 CEO với Tập đoàn Airbus, dự kiến bàn giao từ 2017. Công ty định hướng phát triển đội bay lên 24 chiếc Airbus A320 vào năm 2017 và 30 chiếc vào năm 2020.

Ngược lại, Vietjet cũng có chiến lược mở rộng mạnh mẽ trong giai đoạn tới. T9/2016, Vietjet đã ký kết đặt hàng 20 tàu bay A321 NEO, dự kiến được giao hàng từ 2017 – 2020. Trước đó, T5/2016, Vietjet ký kết mua 100 tàu bay B737 dự kiến được bàn giao giai đoạn 2019-2023. Doanh nghiệp dự kiến sẽ có khoảng 200 tàu bay đến 2023, gấp đôi số lượng tàu bay hiện tại của Vietnam Airlines. Như vậy, nguồn cung tăng nhanh ở tất cả các hãng hàng không sẽ gia tăng áp lực cạnh tranh của ngành hàng không Việt Nam trong giai đoạn 5 năm tới.

Với sự tăng trưởng nhanh chóng của Vietjet, thị phần của Vietnam Airlines sẽ chịu ảnh hưởng. Đây là một phần tất yếu của định hướng tập trung vào chất lượng và hiệu quả hoạt động, đã nằm trong định hướng kinh doanh của Tổng công ty. Tuy nhiên, BSC kỳ vọng sự hiệu quả trong hoạt động kinh doanh của Tổng công ty sẽ đảm bảo cho tăng trưởng lợi nhuận. Đồng thời những lợi thế về thương hiệu, cơ cấu đội bay đa dạng, hệ thống đường bay quốc tế, sẽ là những điểm mạnh đảm bảo cho tăng trưởng ổn định và dài hạn của Tổng công ty.

Rủi ro về giá dầu

Chi phí nhiên liệu chiếm tới 1/3 tổng chi phí của Vietnam Airlines. Nhiên liệu chính sử dụng cho động cơ máy bay là Jet A1, vốn có biến động giá cùng chiều với giá dầu Brent trên thế giới. Trong năm 2015 và 6T2016, nhờ giá dầu Brent duy trì ở mức thấp, tỷ trọng chi phí nhiên liệu đã giảm xuống còn lần lượt 32% và 22.85% so với mức 40-45% trước đây.



Nguồn: Bloomberg

Dự báo giá dầu

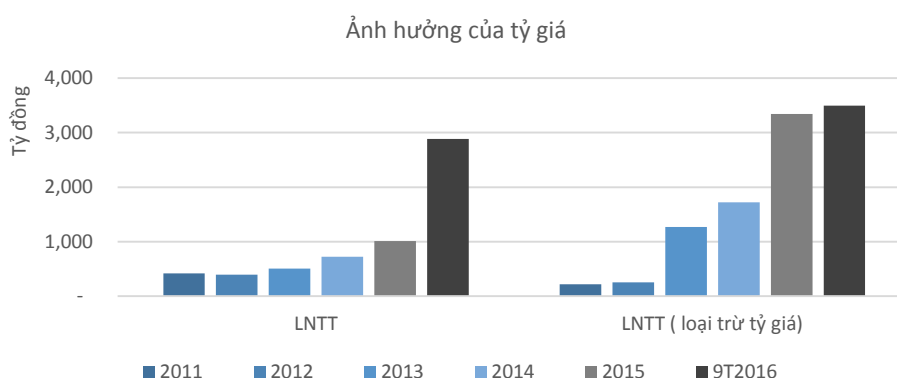
	2016	2017	2018	2019	2020
World Bank		55.2	59.9	62.7	65.6
EIU		52.5	65	62.4	61.4
IMF		50.6	53.1	54.4	56.3
Average	51.3	53.23	59.3	59.8	61.1
Growth rate		3.8%	11%	1%	2%

Nguồn: WB, EIU, IMF

Hầu hết các tổ chức đều dự báo giá dầu sẽ hồi phục trong năm 2017-2018, đối lập với xu hướng giảm mạnh giai đoạn 2014-2016. Mặc dù vậy, các dự báo đều duy trì mức giá dầu dưới \$65/thùng, chỉ bằng 60% mức giá giai đoạn 2013-2014. Đây là thuận lợi đảm bảo cho lợi nhuận của ngành hàng không. Bên cạnh đó, Vietnam Airlines có áp dụng các biện pháp phòng vệ giá dầu, bằng các hợp đồng forward với thời gian tối đa là 12 tháng. Giá dầu trên các hợp đồng forward được dựa trên mức giá dầu kế hoạch của tổng công ty.

Rủi ro tỷ giá

Do tính chất hoạt động đa quốc gia, tỷ giá là yếu tố ảnh hưởng lớn nhất đến những biến động lợi nhuận của tổng công ty giai đoạn 2011 – 2015. Mức tăng trưởng đột biến năm 2016 chủ yếu là do kết quả của biến động của tỷ giá giai đoạn 2015 - 2016. Nếu loại trừ mức ảnh hưởng này, hoạt động cốt lõi của doanh nghiệp chỉ tăng nhẹ 7.5% trong 9T2016 thay vì mức 3x như trong báo cáo tài chính.



Rủi ro tỷ giá sẽ vẫn luôn là yếu tố đáng lo ngại đối với Vietnam Airlines. Hiện nay, Tổng công ty chỉ thực hiện các biện pháp phòng ngừa ngắn hạn (dưới 3 tháng) cho những khoản chi phí chắc chắn phải chi trả như chi phí thuê máy bay, chi phí trả nợ vay. Ngược lại, dòng tiền kinh doanh của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng lớn của tỷ

giá, khi 70% chi phí được chi trả bằng tiền USD trong khi chỉ có 10-15% nguồn thu là bằng đồng ngoại tệ này. Tại 30/6/2016, Tổng công ty đang có khoảng 2.5 tỷ USD gốc vay dài hạn bằng USD, tương ứng với mỗi 1% tăng lên của đồng USD dẫn đến khoảng 1,100 tỷ đồng lỗ tỷ giá từ gốc nợ vay.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Tình hình tài chính của Vietnam Airlines nhìn chung có nhiều biến chuyển tích cực. Các chỉ số tài chính đều có sự cải thiện những năm gần đây nhờ các yếu tố khách quan như giá dầu, sản lượng ngành hàng không tăng nhanh, cũng như các yếu tố chủ quan như chính sách tài trợ vốn cho máy bay dưới hình thức Sales and Lease back giúp cải thiện cơ cấu vốn. Cụ thể như sau:

	2012	2013	2014	2015	9T2016	Vietjet - 2015	TB của khu vực
Cơ cấu tài sản							
Tăng trưởng TTS	14.8%	7.6%	3.7%	23.5%	6.9%	56.8%	10.0%
% tài sản dài hạn	69.7%	75.4%	74.7%	73.9%	78.4%	44.0%	75.8%
Cơ cấu nguồn vốn							
% vay nợ ngắn hạn/TTS	17.6%	17.2%	15.5%	15.4%	15.3%	29.4%	
% vay dài hạn	46.0%	45.2%	47.6%	54.4%	47.4%	22.7%	37.8%
% VCSH	15.7%	15.4%	15.1%	12.9%	17.7%	18.7%	46.4%
Khả năng sinh lời						(⁵)	
Biên LNG	12.8%	13.8%	9.2%	8.3%	10.5%	14.4%	15.0%
Biên LNTT	0.6%	0.7%	1.0%	1.5%	5.4%	5.8%	9.0%
Biên EBITDAR	8.1%	8.9%	8.9%	9.7%		32.8%	21.8%
ROA	0.2%	0.4%	0.6%	1.0%	2.8%	6.5%	3.5%
ROE	1.5%	2.5%	3.9%	6.8%	18.0%	41.0%	16.3%
Khả năng thanh toán							
Hệ số thanh toán hiện thời	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.9	0.9
Hệ số thanh toán nhanh	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.9	0.6
tỷ lệ đòn bẩy (nợ vay/ VCSH)	4.1	4.1	4.2	5.4	3.6	3.3	4.7
Khả năng hoạt động							
Tỷ lệ lấp đầy hành khách	73.9%	76.3%	79.3%	79.7%	80.7%	88.1%	80.0%
Giá vé trung bình	7.4	7.4	7.9	7.1		4.7	8.1
Tuổi TB máy bay				5.6		3.3	7
Block hour		9.11	9.66	9.52	9.98	13.3	11.0

Nguồn: BCTC Hợp nhất HVN, BSC Research

Tổng tài sản tăng mạnh 18 nghìn tỷ VND (+23.51%) trong 2015. Sự tăng nhanh trong tổng tài sản chủ yếu là ở tài sản cố định và tài sản thuê tài chính. Trong năm công ty đã thực hiện mua thêm 3 máy bay A321 sở hữu và 4 máy bay B787 thuê tài chính, làm giá trị tài sản cố định tăng thêm 15.99 nghìn tỷ đồng. Dự kiến tài sản dài hạn sẽ tiếp tục tăng mạnh giai đoạn 2016-2019 với các cam kết mua và thuê máy bay hiện tại của công ty. So sánh với ngành, tăng trưởng tài sản của Vietnam Airlines chưa bằng ½ Vietjet, trong khi tổng tài sản của các hãng hàng không trong khu vực chỉ tăng trung bình 10%.

Với định hướng tập trung đầu tư đội tàu bay, nợ vay dài hạn tăng mạnh 14 nghìn tỷ trong năm 2015, nâng tỷ trọng nợ vay trong tổng nguồn vốn từ mức 47% nguồn

⁵ Các chỉ số sinh lời của Vietjet được loại trừ ảnh hưởng từ việc bán máy bay

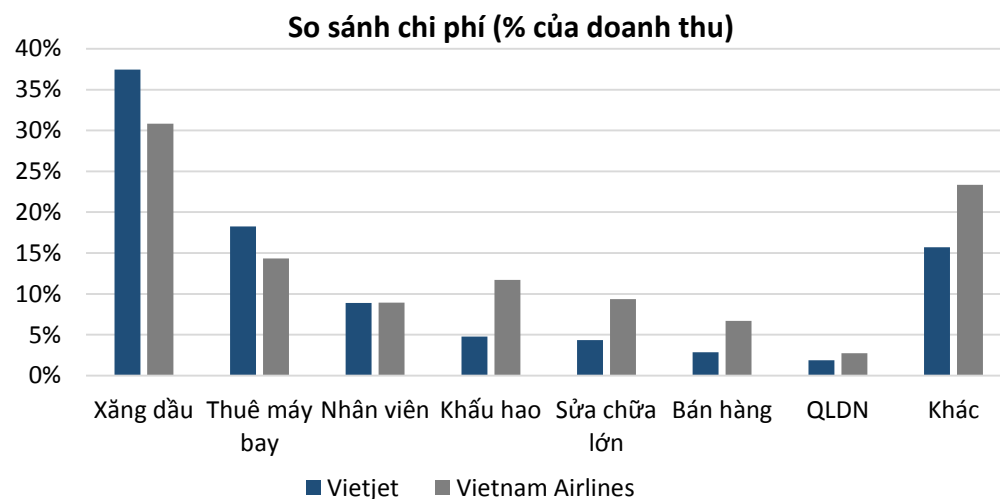
vốn lên 54%. Nguyên nhân do trong giai đoạn 2011-2015, Tổng công ty đầu tư vào đội tàu bay từ 67 chiếc lên 86 chiếc. Đặc biệt là trong đó có 9 tàu bay thân rộng hiện đại nhất gồm 5 chiếc B787-9 và 4 chiếc A350. Tổng công ty cũng đầu tư sở hữu phần lớn các tàu bay thay vì đi thuê hoạt động như một số hãng hàng không khác.

Tỷ trọng nợ vay dài hạn dự kiến sẽ giảm trong 2017, sau khi Tổng công ty đã thực hiện bán đi 4 chiếc tàu bay B777, đồng thời một số tàu bay lớn nhận về trong thời gian tới sẽ được thực hiện dưới hình thức Bán và thuê lại (Sales and Lease back) và sẽ không thể hiện trong bảng cân đối kế toán của Tổng công ty (tương tự Vietjet).

Hình thức Sales and Lease back là một nghiệp vụ tài chính khá phổ biến đối với các hãng hàng không trên thế giới, giúp giảm áp lực nợ vay, cân đối dòng tiền và đảm bảo an toàn tài chính doanh nghiệp, đồng thời đảm bảo số lượng tàu bay cần thiết cho hoạt động vận tải. Về kế toán, những khoản cam kết thuê lại này thuộc nhóm thuê hoạt động, và sẽ không được phản ánh trên bảng cân đối kế toán.

Khả năng sinh lời được cải thiện: Biên lợi nhuận trước thuế liên tục giảm trong giai đoạn 2012-2015, nhưng chủ yếu là do ảnh hưởng của chi phí khấu hao và chi phí thuê máy bay. Nếu xét theo biên EBITDAR, thì mức biên liên tục được cải thiện từ 8.1% năm 2012 lên 9.7% trong 9T2016. Những yếu tố chi phí được cắt giảm, cùng với giá dầu giảm mạnh, đã góp phần lớn cải thiện khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

So sánh với Vietjet, các chỉ số sinh lời của Vietnam Airlines còn thấp hơn đáng kể trong 2015. Tuy nhiên, khi bóc tách các mảng chi phí, thì các chi phí trọng yếu như xăng dầu và chi phí thuê máy bay của Tổng công ty đều thấp hơn so với đối thủ. Ngược lại, một số các chi phí có mức tỷ lệ với doanh thu cao:



Nguồn: BCTC Vietnam Airlines, Vietjet, BSC tổng hợp

- Chi phí khấu hao:** Trong khi tỷ lệ sở hữu máy bay của Vietnam Airlines là 57%, thì Vietjet chỉ sở hữu 1 trong số 38 máy bay tại thời điểm 30/6/2016. Bên cạnh đó, đội bay của Vietnam Airlines đa dạng, và “già” hơn so với Vietjet, theo đó chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng đáng kể (hơn 10% doanh thu)
- Chi phí sửa chữa lớn:** Chịu ảnh hưởng của hạch toán kế toán. Tại 31/12/2015, Vietjet đang có 2,306 tỷ đồng dự phòng chi phí sửa chữa máy bay, được hạch toán là một khoản nợ trên bảng cân đối kế toán. Trong khi đó, Vietnam Airlines đã hạch toán chi phí cho toàn bộ khoản dự phòng liên quan đến sửa chữa máy bay hằng năm.

- 3) **Chi phí khác:** Do tỷ trọng doanh thu quốc tế đóng góp tới hơn 60% tổng doanh thu, Tổng công ty đã chịu ảnh hưởng lớn bởi tỷ giá biến động bất lợi trong 2015. Ngược lại, Vietjet chỉ có 6% doanh thu đến từ hoạt động quốc tế, do vậy ảnh hưởng từ tỷ giá ít hơn đáng kể.

Năng lực thanh toán ngắn hạn của HVN đạt mức trung bình 0.67 trong giai đoạn 2011-2016, và không có nhiều biến động trong các năm qua.

Tỷ lệ đòn bẩy tăng nhanh cùng với nợ vay tăng cao. Tỷ lệ nợ vay hiện nay vào khoảng 5.4x, và giảm xuống 3.55x vào Q3/2016. Nhờ nguồn vốn từ IPO và bán cổ phần cho Tập đoàn ANA, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ tiếp tục giảm nhờ vào việc sử dụng hình thức Sales and Lease back đối với một số máy bay B787-9 và A350 sẽ nhận trong thời gian tới ,

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2016-2020

Chúng tôi dự báo doanh thu 2016 đạt 74,860 tỷ đồng (+13% yoy), và lợi nhuận sau thuế đạt 2,075 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2016 là 1,691 VND/cp.

Trong năm 2017, chúng tôi ước tính doanh thu đạt 81,280 tỷ đồng (+9% yoy) và LNST ước đạt 1,887 tỷ đồng (-8% yoy). Sự sụt giảm chủ yếu là do các chi phí cố định tăng nhanh (chi phí khấu hao và chi phí thuê máy bay), cùng với việc giá dầu hồi phục đáng kể, trong khi giá bán bình quân được dự báo giảm nhẹ 1% dưới áp lực cạnh tranh.

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh theo từng lĩnh vực (1) Vận tải hành khách (2) Vận tải hàng hóa, và (3) Các dịch vụ khác:

- Doanh thu từ vận tải hành khách ước đạt 83,410 tỷ đồng vào năm 2020, tương ứng với mức tăng trưởng trung bình 12.5% hằng năm giai đoạn 2016-2020. Trong đó, sản lượng hành khách dự kiến tăng tốt 11%, cùng với giá bán trung bình có cải thiện, phù hợp với định hướng tăng trưởng đội bay, cũng như việc tập trung vào hành khách cao cấp của Tổng công ty
- Doanh thu từ vận tải hàng hóa ước đạt 5,776 tỷ đồng năm 2016 (+22% yoy) và 8,360 tỷ đồng vào năm 2020, tương ứng với mức tăng trưởng bình quân 10.3% hằng năm. Vận tải hàng hóa cũng hưởng lợi từ khả năng cung ứng tăng lên của đội tàu bay, và nhu cầu vận tăng tốt của ngành nói chung.

Doanh thu (tỷ đồng)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Vận tải hành khách	49,163	54,658	59,582	67,229	76,537	83,410
Hàng hóa	4,554	5,776	6,182	7,154	7,805	8,360
Phụ trợ vận tải	1,781	2,287	2,467	2,780	3,155	3,432
Bán hàng	10,080	6,242	6,746	7,598	8,678	9,465
Khác	740	5,898	6,304	6,968	7,766	8,372

Biên lợi nhuận gộp ước tính có biến động trong các năm tới, giao động trong khoảng 13.2% - 14.3%, phụ thuộc vào xu hướng của các chi phí sắp tới:

- Giá dầu được dự đoán phục hồi trong 2017-2018, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận. BSC giả định mức tăng giá dầu năm 2017 là 25%. Ngược lại, mức tiết

kiệm giá dầu ở đội ngũ máy bay dòng hiện đại giúp giảm lượng tiêu thụ nhiên liệu trung bình trên mỗi giờ bay, ước tính trung bình khoảng 1.2% mỗi năm.

- Tỷ trọng của chi phí sửa chữa lớn cũng được dự báo giảm, là một trong những lợi ích của đội tàu bay hiện đại
- Chi phí khấu hao dự kiến tăng mạnh theo mức đầu tư vào đội bay của Vietnam Airlines. Chúng tôi giả định các máy bay B787-9 và A350 nhận về trong thời gian sắp tới sẽ sử dụng hình thức Sales and Lease back, theo đó không ảnh hưởng đến tài sản và chi phí khấu hao của doanh nghiệp. Tuy nhiên, 20 máy bay A321 làm tăng chi đáng kể chi phí khấu hao
- Chi phí thuê máy bay tăng mạnh, do các máy bay B787 và A350 sử dụng hình thức thuê hoạt động (SLB) như giả định ở trên. Chi phí thuê máy bay được ước tính dựa trên các giả định: Lãi suất 3.5% - là mức lãi suất trung bình hiện nay của tổng công ty và thời gian thuê 12 năm.
- Ước tính tỷ giá: Hoạt động kinh doanh của Vietnam Airlines chịu ảnh hưởng mạnh bởi diễn biến tỷ giá VND/USD, bao gồm cả chênh lệch trong dòng tiền thu - chi, lẫn mức dư nợ vay khoảng 2,500 triệu USD. Chúng tôi giả định tỷ giá có diễn biến tăng ở mức 1.1% trong năm 2017, theo dự báo của Bloomberg, và tăng 2% mỗi năm trong giai đoạn 2018-2020, và lỗ tỷ giá được ước tính dựa trên giá trị nợ vay cuối kỳ.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh mức bội EV/EBITDAR và P/S để định giá cổ phiếu HVN.

Phương pháp EV/EBITDAR

Adj. EV/EBITDAR là phương pháp được sử dụng rộng rãi để định giá các hãng hàng không hiện nay do hạn chế được sai lệch của việc dự báo đòn bẩy tài chính, tỷ giá và vốn hóa toàn bộ chi phí liên quan đến việc thuê máy bay.

Giá trị Adjusted Enterprise Value = Nợ ròng + Market Cap + Capitalized Rent. Đây là giá trị của Tổng công ty, điều chỉnh phần thuê máy bay hoạt động để có tính tương đồng giữa các hãng hàng không có cơ cấu thuê máy bay khác nhau.

Phương pháp Adj. EV/EBITDAR so sánh giá trị doanh nghiệp với mức bội của các hãng hàng không khu vực châu Á mới nổi tương đồng để làm cơ sở tính toán giá trị doanh nghiệp. Giá trị của HVN sau đó được trừ đi nợ ròng (debt – cash), giá trị vốn hóa các khoản thuê hoạt động (capitalization of operating leases) để xác định giá trị phần vốn của HVN.

- Mức bội Adj. EV/ EBITDAR được tham chiếu mức bội của giá trị doanh nghiệp so với EBITDAR của các hãng hàng không tương đồng trong khu vực châu Á, và Vietjet. Cụ thể mức bội áp dụng cho HVN là 8.8x
- Mức bội khoản thuê Multiple of Rent là thừa số của tuổi trung bình của đội bay và chi phí bay và mức 7 là mức bội thường được sử dụng nhiều nhất trong việc tính toán giá trị vốn hóa khoản thuê máy bay.
- Giá trị EBITDAR dựa vào kết quả kinh doanh 2017 ước tính ở mức 18.7 ngàn tỷ, và tăng lên mức 26.7 ngàn tỷ trong năm 2020, đóng góp phần lớn từ giá trị khấu hao và giá trị thuê máy bay tăng mạnh các năm tiếp theo.

Cụ thể như sau:

	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	4,908	4,441	5,752	6,691	7,196
EBITDA	8,559	9,204	10,821	12,219	13,168
EBITDAR	16,991	18,759	22,244	26,507	27,586
Bội số trung bình (Adj. EV/EBITDA)	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
AV	149,525	165,083	195,756	233,272	242,766
Chi phí thuê máy bay	8,432	9,555	11,423	14,287	14,418
Multiple of rent	7	7	7	7	7
Tiền - Tổng nợ vay	58,480	67,550	71,325	75,832	69,347
Giá trị vốn (Equity value)	36,218	47,579	44,469	57,428	72,492
Số lượng cổ phiếu		1,227,533,700			
Giá hợp lý		38,760			

Phương pháp P/S

Chúng tôi cho rằng phương pháp P/S phù hợp để phản ánh quy mô và tiềm năng tăng trưởng của Vietnam Airlines. Vietnam Airlines hiện đang có hiệu quả hoạt động chưa tối ưu và nhiều tiềm năng cải thiện biên lợi nhuận, cùng với quy mô doanh thu lớn là nền tảng cho sự phát triển của tổng công ty.

- Doanh thu ước thực hiện 2017 là 81,280 tỷ đồng
- Mức bội số P/S trung bình cho giai đoạn 2013-2015 của khu vực hiện nay là 0.84, chúng tôi áp dụng mức discount 15% cho HVN để phản ánh quy mô, thương hiệu của tổng công ty kém hơn so với khu vực
- Theo đó, giá trị vốn hóa hợp lý là 58,300 nghìn tỷ đồng, tương đương với giá trị mỗi cổ phiếu phù hợp là 47,482 VND/cp

Theo đó, chúng tôi khuyến nghị giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu HVN là 47,482 VND/cp theo phương pháp so sánh P/S và mức 38,760 theo phương pháp Adj. EV/EBITDA

Bảng các bội số so sánh của khu vực

		Adj. EV /EBITDAR 2013	Adj. EV /EBITDAR 2014	Adj. EV /EBITDAR 2015	P/S
SIA SP Equity	SINGAPORE AIRLINES LTD	4.96	4.66	5.37	0.8
900945 CH Equity	HAINAN AIRLINES CO-B	12.31	11.81	9.72	1.4
1055 HK Equity	CHINA SOUTHERN AIRLINES CO-H	8.83	8.26	6.60	0.3
601111 CH Equity	AIR CHINA LTD-A	9.38	9.41	6.64	0.5
2618 TT Equity	EVA AIRWAYS CORP	7.03	7.77	5.75	0.4
2610 TT Equity	CHINA AIRLINES LTD	9.25	8.24	6.06	0.4
AIRA MK Equity	AIRASIA BHD	9.49	11.43	4.85	1.1
THAI TB Equity	THAI AIRWAYS INTERNATIONAL	5.45	22.71	8.49	0.3
BA TB Equity	BANGKOK AIRWAYS PCL	5.76	13.34	11.95	2.1
CEB PM Equity	CEBU AIR INC	7.98	8.18	5.74	1.1
VIETJET		11.00	11.00	11.00	
Average		8.31	10.62	7.47	0.84

Nguồn: Bloomberg

Phụ lục: DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	66,318	74,860	81,280	91,730	103,942	113,039
% yoy		13%	9%	13%	13%	9%
Các khoản giảm trừ doanh thu	(377)	(425)	(461)	(521)	(590)	(642)
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	65,942	74,435	80,819	91,209	103,352	112,397
Giá vốn hàng bán	(56,918)	(63,552)	(69,774)	(78,268)	(88,311)	(96,452)
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	9,023	10,883	11,045	12,941	15,041	15,945
Doanh thu hoạt động tài chính	1,752	833	905	1,021	1,157	1,258
Chi phí tài chính	(4,925)	2,898	3,050	3,775	3,924	3,813
Trong đó: Chi phí lãi vay	(1,154)	1,350	1,439	1,544	1,593	1,577
Chi phí bán hàng	(4,023)	4,322	4,427	4,996	6,001	6,526
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(2,062)	2,374	2,578	2,909	3,296	3,585
Lợi nhuận (lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh	(234)	2,122	1,895	2,282	2,977	3,280
Lợi nhuận (lỗ) khác	1,242	375	375	375	375	375
Tổng lợi nhuận (lỗ) kế toán trước thuế	1,008	2,497	2,270	2,657	3,352	3,654
Lợi nhuận (lỗ) sau thuế TNDN	765	2,205	2,004	2,346	2,959	3,227
Lợi ích cổ đông thiểu số	300	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	465	2,075	1,887	2,208	2,786	3,037
EPS	416	1,691	1,537	1,799	2,269	2,474
% yoy			-9.1%	17.0%	26.2%	9.0%

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TÀI SẢN NGẮN HẠN	19,257	20,581	19,283	20,780	20,317	25,020
Tiền và các khoản tương đương tiền	4,574	4,635	2,828	971	(674)	1,589
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	382	382	382	382	382	382
Các khoản phải thu ngắn hạn	12,169	13,224	13,842	16,450	17,608	19,430
Hàng tồn kho	1,727	2,266	2,118	2,800	2,749	3,311
Tài sản ngắn hạn khác	405	457	496	560	634	690
TÀI SẢN DÀI HẠN	69,925	74,318	84,497	89,253	93,585	88,835
Các khoản phải thu dài hạn	7,036	2,629	2,855	3,222	3,651	3,970
Tài sản cố định	55,865	63,331	72,855	76,538	79,618	73,934
2. Tài sản cố định thuê tài chính	41,332	43,980	45,679	46,199	46,550	43,262
3. Tài sản cố định vô hình	175	105	35	-	-	-
4. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	549	549	549	549	549	549
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1,966	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299
Tài sản dài hạn khác	5,059	5,059	5,488	6,193	7,018	7,632
NỢ PHẢI TRẢ	77,034	79,767	88,635	93,204	98,258	96,443
Nợ ngắn hạn	27,729	27,529	28,961	31,013	33,409	35,949
Nợ dài hạn	49,305	52,237	59,674	62,190	64,849	60,494
VỐN CHỦ SỞ HỮU	12,008	15,133	15,144	16,829	15,644	17,412

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp và cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV