

## Công ty Cổ phần Hàng không VietJet (VJC – HSX)

### “Câu chuyện cổ tích” của ngành hàng không Việt Nam

- Chiếm lĩnh thị phần trong nước với mô hình hàng không giá rẻ
- Tiếp tục tăng trưởng từ 2017-2019 nhờ thị trường nội địa giàu tiềm năng và thị trường quốc tế chưa được khai phá
- Dấu hỏi hiệu quả hoạt động từ 2020

#### Quan điểm và Định giá:

Bắt đầu hoạt động từ tháng 12/2011, VJC đã có những bước phát triển thần tốc chỉ sau một thời gian ngắn. Áp dụng thành công mô hình hàng không giá rẻ, sử dụng nguồn vốn hiệu quả để mở rộng đội bay và quảng bá thương hiệu bài bản đã giúp công ty khai phá thị trường nội địa tiềm năng mà những người “anh em” đi trước không làm được. Và như thế, VietJet Air đã trở thành “câu chuyện cổ tích” trong ngành hàng không Việt Nam.

Giai đoạn 2017-2019 hứa hẹn tiếp tục là những năm thành công cho VJC nhờ thị trường nội địa đang tăng trưởng và nhiều tuyến bay quốc tế chưa được khai phá. Tuy nhiên, từ 2020, liệu tăng trưởng hành khách có đủ để công ty khai thác đội bay một cách hiệu quả và trang trải cho chi phí thuê cao hơn bình thường (do nghiệp vụ bán và cho thuê lại) hay không vẫn còn là một dấu hỏi lớn. Cộng thêm sự khó lường của diễn biến giá nhiên liệu và tình hình kinh tế toàn cầu, những nhân tố ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động của ngành hàng không khiến cho triển vọng của VJC trong dài hạn là không rõ ràng.

Kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền, Adj EV/EBITDAR và P/E, chúng tôi ước tính giá phù hợp cho cổ phiếu VJC trong khoảng từ **115.000-132.000 đồng**. Việc chỉ có 3,5 triệu cổ phiếu (tương đương 1,2% vốn cổ phần) được phát hành cho một số nhà đầu tư khiến cho lượng cung cổ phiếu quá nhỏ so với nhu cầu của thị trường. Sức nóng của VJC có thể khiến nhà đầu tư trả giá cao cho mức EPS tổng của doanh nghiệp mà quên rằng một phần không nhỏ lợi nhuận của VietJet (hơn 1/2 trong năm 2016 và hơn 1/3 trong năm 2017) đến từ giao dịch bán máy bay, vốn không phải là hoạt động kinh doanh cốt lõi. Do vậy, không loại trừ khả năng VJC có thể vượt xa mức định giá trên trong thời gian đầu niêm yết.

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
Doanh thu thuần	19.845	27.532	38.966	47.550
% tăng trưởng	128%	39%	41,5%	22,0%
Lợi nhuận sau thuế	1.172	2.187	3.116	3.902
% tăng trưởng	225%	86,5%	42,5%	25,2%
Tỷ suất LNST (%)	5,9%	7,9%	8,0%	8,2%
ROA (%)	9,7%	11,0%	11,6%	12,4%
ROE (%)	54,6%	48,3%	25,8%	26,3%
EPS (VND)	8.071	7.639	9.665	12.103
EPS điều chỉnh (tính cả phần đ/ch ngh.vụ SLB)	2.325	4.075	7.769	9.976
Giá trị sổ sách (VND)	14.802	15.085	31.589	32.328
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	3.000	3.000
P/E (x)	-	-	16,2	15,5
P/BV (x)	-	-	4,2	4,1

Nguồn: Báo cáo tài chính VJC Rong Viet tổng hợp và ước tính, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 3/3/2017

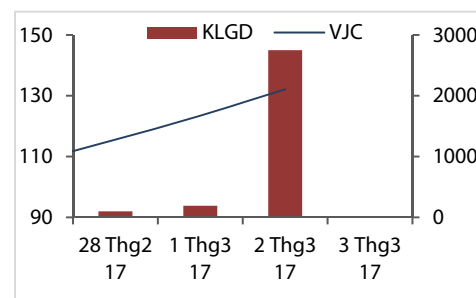
Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

## TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	132.100
Giá mục tiêu (VND)	123.600
Thời gian đầu tư	Dài hạn

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng không
Vốn hóa (tỷ đồng)	39.630
SLCPDLH	300.000.000
Beta	--
Free Float (%)	--
Giá cao nhất 52 tuần	132.100
Giá thấp nhất 52 tuần	108.000
KLGD bình quân 20 phiên (cp)	628.334



#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
VJC			
VNIndex	6	25	20
VN30 Index	3	14	-1

#### Cổ đông lớn (%)

Sunny Hướng Dương	23,24
Nguyễn Thị Phương Thảo	9,42
GIC	5,48
Sovico	4,90
HD Bank	4,47
Gới hạn sở hữu NĐTNN (%)	30,00

#### Nguyễn Đức Hiếu

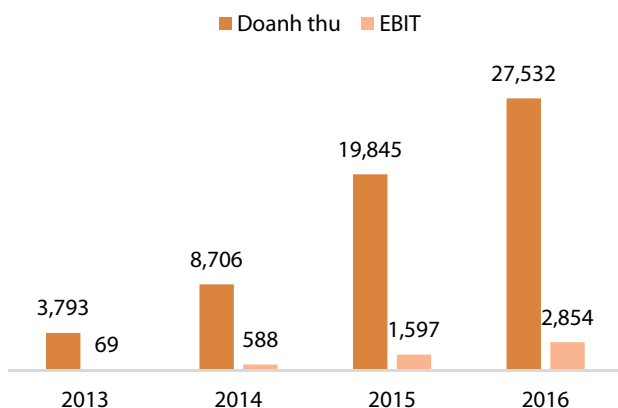
(084) 08- 6299 2006 – Ext: 1514

Hieu.nd@vdsc.com.vn

### Thành công với mô hình hàng không giá rẻ

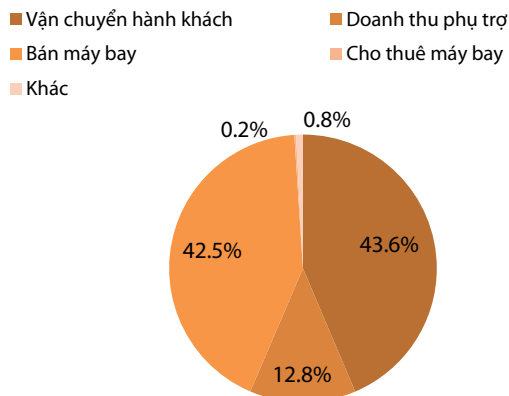
Công ty cổ phần Hàng không VietJet (VJC-HOSE) là hãng hàng không giá rẻ tư nhân duy nhất tại Việt Nam. Khai thác chuyến bay thương mại đầu tiên vào tháng 12/2011, doanh thu cũng như lợi nhuận của VJC đã tăng trưởng vượt bậc từ đó đến nay.

**Hình 1: Doanh thu và EBIT của VJC 2013-2016**



Nguồn: Báo cáo tài chính VJC

**Hình 2: Tỷ trọng doanh thu VJC năm 2016**



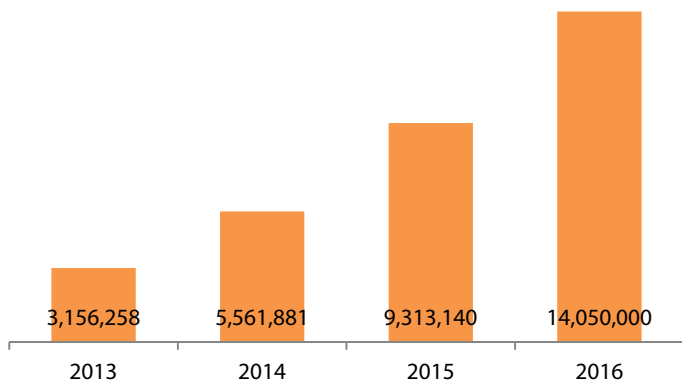
Nguồn: Báo cáo tài chính VJC

Hoạt động theo mô hình hàng không giá rẻ, VJC tối thiểu hóa các chi phí thông qua việc:

- Khai thác duy nhất một dòng tàu bay thân hẹp Airbus A320 và A321; từ đó, động cơ, linh kiện cũng như việc huấn luyện, vận hành và sửa chữa được đồng bộ. Sử dụng loại tàu bay tiên tiến nhất và duy trì tuổi đời đội bay trẻ (3,3 tuổi) giúp tiết kiệm tối đa chi phí xăng dầu (15%) và chi phí vận hành.
- Dòng máy bay này chuyên phục vụ các đường bay ngắn (tối đa từ 5-6h bay) có thể thực hiện quay vòng nhiều chuyến, đi và về trong cùng một ngày để tiết kiệm chi phí ăn ở của đội bay.
- Cắt giảm các chi phí hành lý đi kèm, suất ăn trên máy bay ra khỏi giá vé và đưa vào khung dịch vụ để phục vụ cho những ai có nhu cầu.

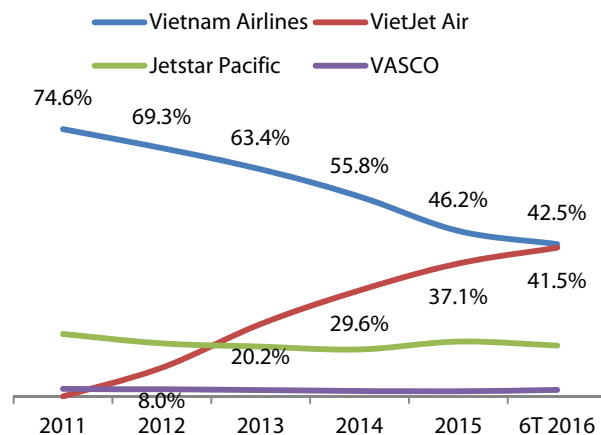
Nhờ vậy giá vé được giữ ở mức thấp nhất, người dân có sự lựa chọn tiện lợi hơn so với các phương tiện khác như xe khách, tàu hỏa mà vẫn tiết kiệm hơn việc sử dụng các hãng hàng không truyền thống. Vì thế, ngày càng có nhiều người sử dụng dịch vụ hàng không giá rẻ, trong đó có một lượng lớn là những người chưa từng đi máy bay (khoảng 70% số người đi máy bay lần đầu mỗi năm sử dụng dịch vụ bay của VietJet). Việc hãng hàng không này từng bước chiếm lĩnh thị phần nội địa đã chứng minh tính hiệu quả của mô hình này. Bên cạnh đó, việc áp dụng nghiệp vụ sale and leaseback- bán và thuê lại (xem chi tiết tại phụ lục 1) đã giúp cho VJC phát triển đội bay một cách nhanh chóng để theo kịp với tăng trưởng hành khách. Với độ phủ sóng thương hiệu hiện tại, **rất khó để Vietnam Airline và Jet Star ngăn nổi bước tiến của VietJet Air tại thị trường nội địa.**

**Hình 3: Tăng trưởng hành khách của VJC 2013-2016**



Nguồn: VJC

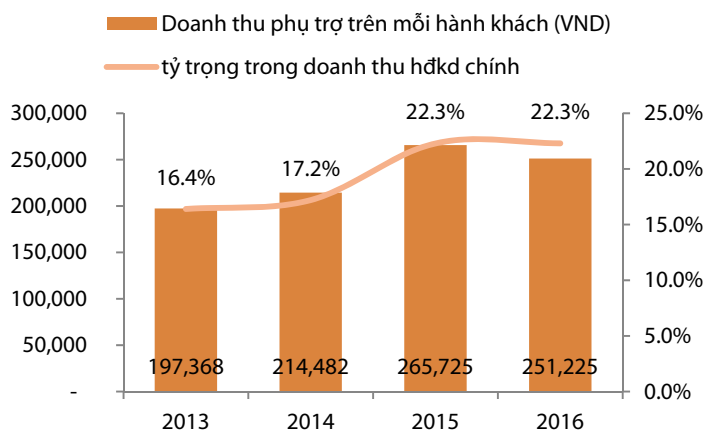
**Hình 4: VJC từng bước chiếm lĩnh thị phần nội địa**



Nguồn: CAAV

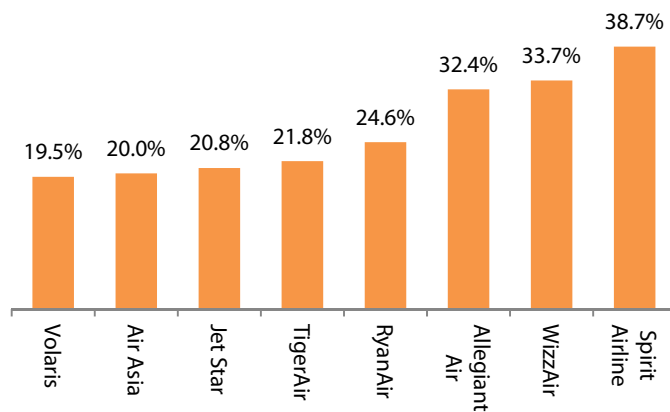
Bên cạnh doanh thu vận chuyển hành khách, doanh thu phụ trợ (chọn chỗ ngồi, dịch vụ ưu tiên, hành lý ký gửi, dịch vụ ăn uống, bảo hiểm du lịch, vận tải hàng hóa) cũng là một nguồn thu chính và hết sức được coi trọng trong chiến lược phát triển của các hãng hàng không giá rẻ. Doanh thu phụ trợ của VJC tăng trưởng nhanh và chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong cơ cấu qua từng năm. Công ty vẫn đang tiếp tục phát triển các gói sản phẩm phù hợp dựa trên nền tảng thương mại điện tử, với mục tiêu tăng nguồn doanh thu này lên ngang bằng với các hãng hàng không giá rẻ hàng đầu thế giới.

**Hình 5: Doanh thu phụ trợ VJC 2013-2016**



Nguồn: Báo cáo tài chính VJC

**Hình 6: Tỷ trọng doanh thu phụ trợ các hãng hàng không 2014**



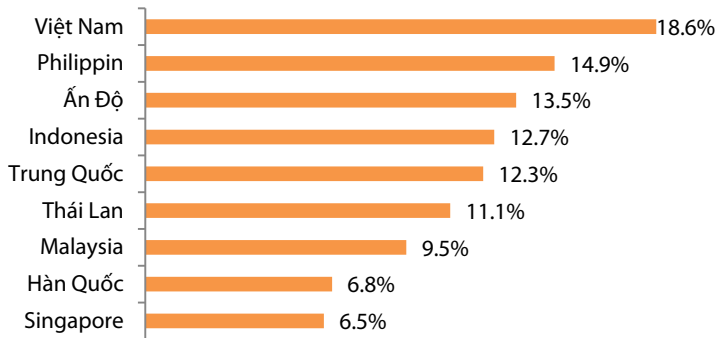
Nguồn: IdeaWorks

### Giai đoạn 2017-2019: sản lượng hành khách tiếp tục tăng trưởng mạnh nhờ vào

#### Thị trường nội địa còn nhiều tiềm năng

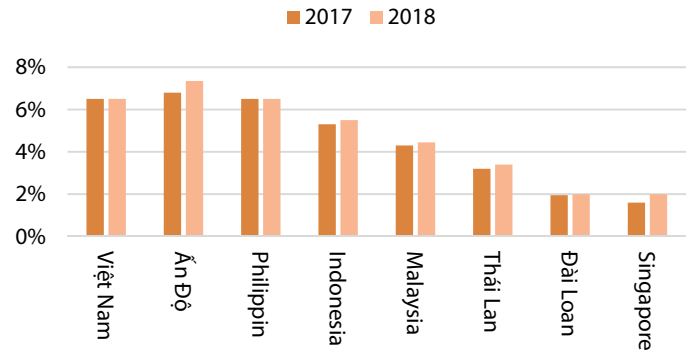
Việt Nam vẫn đang ở trong giai đoạn cơ cấu dân số vàng với lực lượng lao động trẻ hùng hậu. Đối với nhóm này, thu nhập tăng sẽ kéo theo sự gia tăng của nhu cầu du lịch và đi lại bằng máy bay. Tăng trưởng GDP của Việt Nam được dự đoán tiếp tục dẫn đầu khu vực trong những năm tới, đồng nghĩa với việc dự địa phát triển của thị trường hàng không nội địa vẫn còn nhiều.

**Hình 7: Việt Nam có CAGR hành khách 2005-2015 cao nhất trong khu vực**



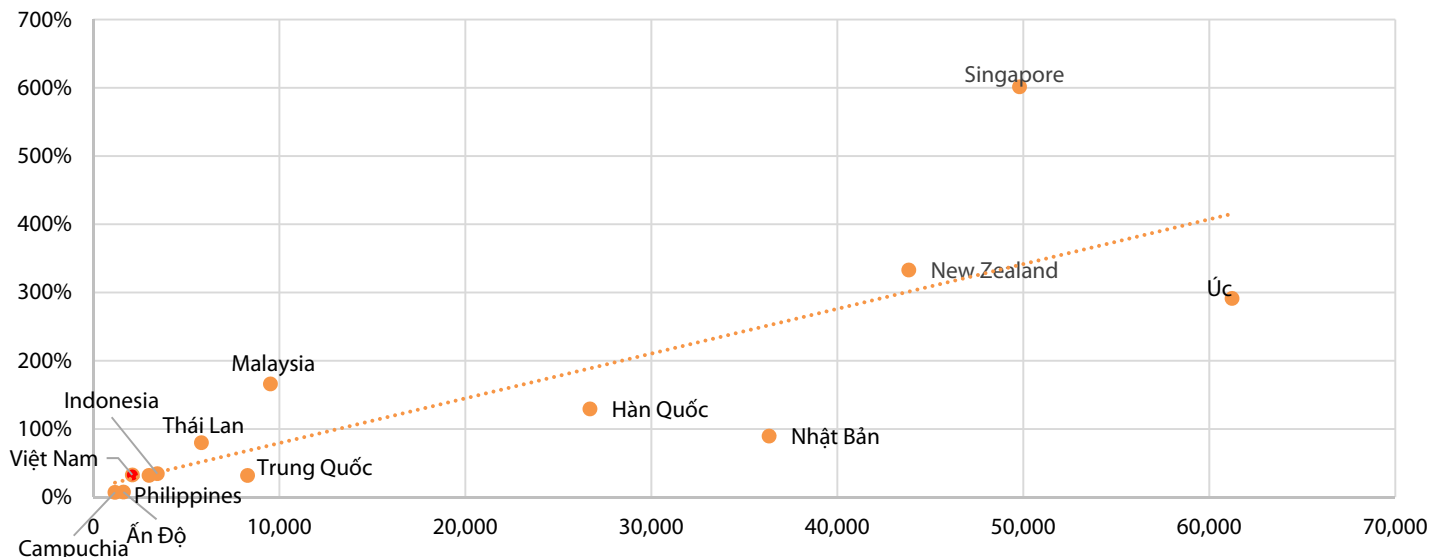
Nguồn: knoema.com

**Hình 8: Dự phóng tăng trưởng GDP các nước trong khu vực**



Nguồn: Bloomberg

**Hình 9: Tương quan giữa GDP bình quân đầu người và tỷ lệ (lượt hành khách hàng không/dân số)**



Nguồn: tradingeconomic, knoema.com

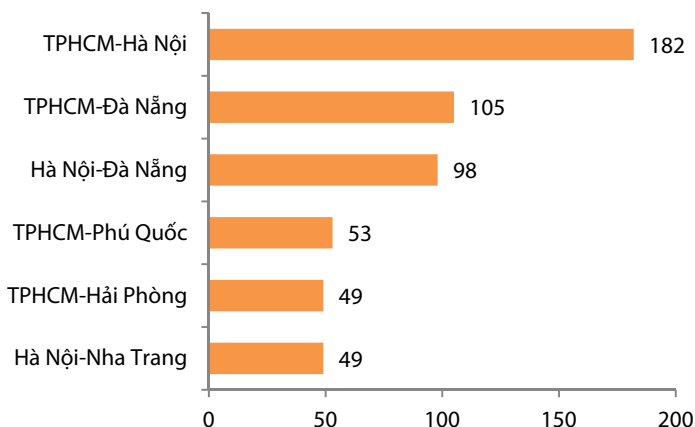
### Đẩy mạnh phát triển mạng đường bay quốc tế

Bên cạnh việc mở rộng và tăng tần suất các đường bay nội địa, phát triển mạng đường bay quốc tế là điều tất yếu để VJC có thể duy trì tăng trưởng. Sản lượng hành khách quốc tế được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng nhanh nhờ vào những nỗ lực của Chính phủ trong việc thu hút khách du lịch như chính sách miễn visa cho một số nước Tây Âu (Anh, Pháp, Đức, Ý và Tây Ban Nha) hay áp dụng thị thực điện tử. Mục tiêu của ngành du lịch trong năm 2017 là thu hút 11,5 triệu lượt khách du lịch quốc tế, và tăng lên 17-20 triệu lượt vào năm 2020.

Theo Tổng cục thống kê, Việt Nam đã đón 10 triệu lượt khách quốc tế trong năm 2016 (+26%), 8,26 triệu trong số đó đến bằng đường hàng không (+32%). Sản lượng khách đến từ các nước Đông Bắc Á (Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản) và Nga vẫn đang tăng trưởng tốt, và hứa hẹn tiếp tục là nguồn khách tiềm năng trong những năm tới. **Hiện tại VJC đã phục vụ các đường bay đến Hàn Quốc, Trung Quốc nhưng vẫn còn Nhật Bản, Ấn Độ, Nga là những tuyến hoàn toàn chưa khai thác.** Theo kế hoạch đến 2018,

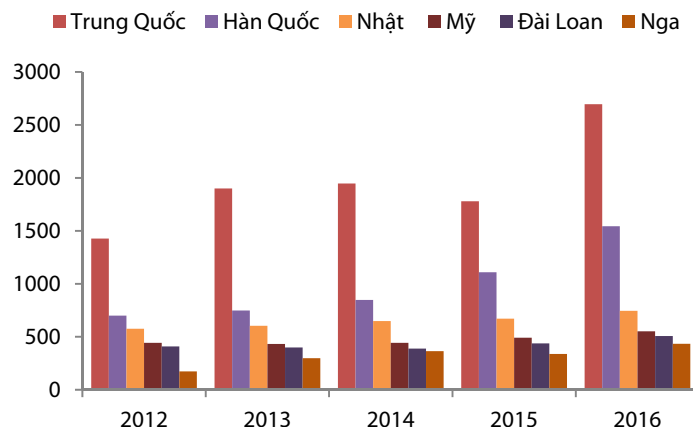
VJC sẽ nâng số đường bay quốc tế từ 23 lên 36, bên cạnh 19 đường bay riêng (chủ yếu để phục vụ nhu cầu ngày một tăng của du khách Trung Quốc)

**Hình 10: Các đường bay có tần suất khai thác cao nhất tại cuối 2016 (chuyến bay/tuần)**



Nguồn: Bản cáo bạch VJC

**Hình 11: Top 6 nước dẫn đầu về du khách đến Việt Nam (ngàn lượt)**



Nguồn: Tổng cục thống kê

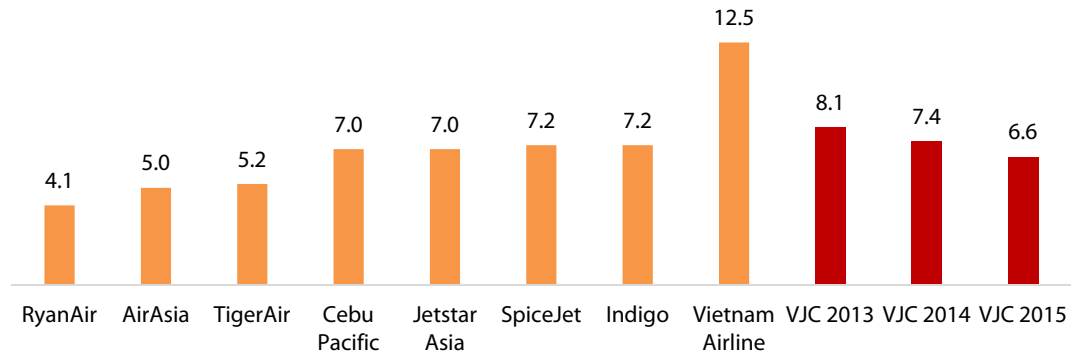
Các hãng hàng không giá rẻ trong khu vực đều đang có kế hoạch mở rộng đội bay vô cùng tham vọng khi mà Đông Nam Á được nhận định là một trong những thị trường hàng không sôi động bậc nhất trong thời gian tới. Điều này vừa là cơ hội, vừa là thách thức đối với VJC. Hiện tại, ở phân khúc quốc tế (tính trên các chuyến bay đi và đến Việt Nam), hàng không ngoại vẫn đang chiếm miếng bánh thị phần lớn hơn so với các hãng nội địa (57,6%). Tuy nhiên về cơ bản đây vẫn là cuộc chiến về giá vé và mạng đường bay. Giá vé bay quốc tế trung bình năm 2015 của VJC là 1.630.000 đồng/vé, quy đổi ra 6,6 cent/dặm bay, nhưng là tính tổng của cả các chuyến bay đặt riêng (charter flight, vốn tính phí cao hơn). **Do đó, giá vé cho các chuyến bay quốc tế thông thường của VJC nhiều khả năng thấp hơn mức 6,6 cent này, đủ hợp lý để hãng cạnh tranh với các đối thủ khi bổ sung thêm các đường bay mới.**

**Bảng 1: Kế hoạch phát triển đội bay các hãng giá rẻ trong khu vực**

Hãng hàng không	Số lượng đặt mua	Chi tiết
Air Asia (Malaysia)	575 chiếc	171 A320ceo, 304 A320neo, 100A321 neo
Lion Air (Indonesia)	482 chiếc	201 737MAX, 43 737NG, 43 A320ceo, 183 A320&A321 neo, 3 A330, 9 ATR 72
Cebu Pacific (Philippines)	89 chiếc	10 A319ceo, 29 A320ceo, 32 A321neo, 2 A330, 16 ATR72
Tigerair (Singapore)	88 chiếc	49 A320ceo, 39 A320neo
Citilink (Indonesia)	25 chiếc	25 A320neo
Nokair (Thái Lan)	13 chiếc	8 737MAX, 5 737NG

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Hình 12: Giá bình quân một dặm bay (Air fare/mile) của 1 số hãng hàng không năm 2012 so với VJC qua từng năm (đvi: cents)**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp và tính toán

#### Dự phóng tăng trưởng sản lượng hành khách

Theo tổng cục thống kê, trong giai đoạn 2012-2016, sản lượng hành khách có mức tăng trưởng CAGR là 6,9%, trong đó, vận tải bằng đường hàng không đạt mức tăng trưởng CAGR lên đến 26% nhưng mới chỉ chiếm khoảng 0,8% tổng sản lượng. Với giả định sản lượng hành khách nội địa tăng trưởng 6,5%/năm, tỷ trọng của vận tải hàng không sẽ tăng cũng như thị phần nội địa của VJC tăng lên qua từng năm, chúng tôi cho rằng sản lượng hành khách của VJC có thể đạt được **19,5 triệu lượt trong 2017 và tăng lên 32,5 triệu lượt vào năm 2020.**

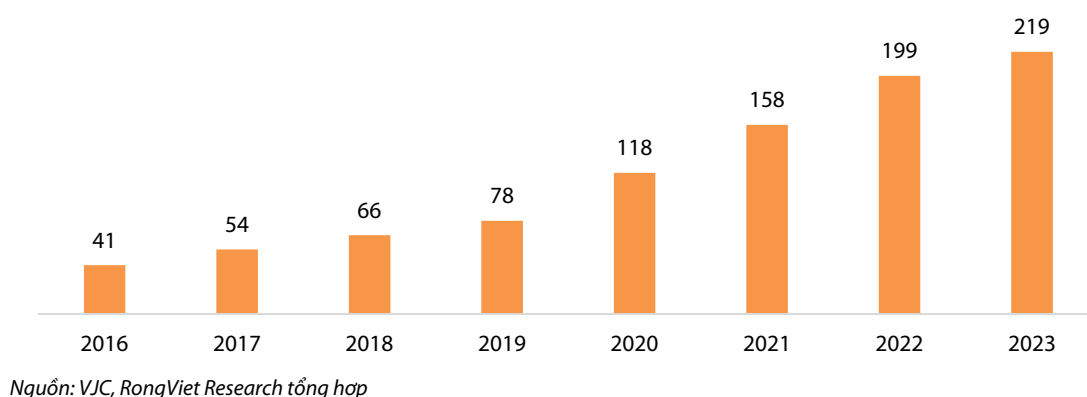
**Bảng 2: Dự phóng tăng trưởng sản lượng hành khách (triệu lượt)**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
1. Tổng sản lượng HK cả nước	2.776	2.950	3.058	3.283	3.620	3.855	4.106	4.373	4.657
2. Tăng trưởng		6,3%	3,7%	7,4%	10,3%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
3. Sản lượng HK hàng không cả nước (1x4)	12,1	14,5	17,5	22,5	30,0	38,6	44,8	51,2	58,2
4. Tỷ trọng so với tổng sản lượng	0,44%	0,49%	0,57%	0,69%	0,83%	1,00%	1,09%	1,17%	1,25%
5. Thị phần nội địa VJC	8,3%	20,0%	29,7%	36,9%	42,0%	45,0%	46,5%	48,0%	48,0%
6. Sản lượng HK nội địa VJC (3x5)	1,0	2,9	5,2	8,3	12,6	17,3	20,8	24,6	27,9
7. Sản lượng HK quốc tế VJC		0,2	0,4	1,1	1,5	2,1	2,8	3,8	4,6
<b>8. Tổng sản lượng VJC</b>		<b>3,2</b>	<b>5,6</b>	<b>9,3</b>	<b>14,1</b>	<b>19,5</b>	<b>23,6</b>	<b>28,3</b>	<b>32,5</b>
Tăng trưởng			76%	67%	51%	39%	21%	20%	15%

Nguồn: Tổng cục thống kê, VJC, RongViet Research dự phóng

#### Dấu hỏi hiệu quả hoạt động từ 2020

Lượng tàu bay VietJet tiếp nhận theo kế hoạch từ 2017-2019 sẽ đảm bảo phục vụ cho mức tăng trưởng hành khách ở trên. Tuy nhiên, bắt đầu từ 2020, đội bay của VJC sẽ tăng đột biến lên 118 chiếc do bắt đầu nhận thêm 24 chiếc Boeing mỗi năm. Với quy mô đội bay và lượng hành khách dự phóng tại thời điểm 2020, nếu duy trì tỷ lệ lấp đầy (load factor) ở mức 87-88%, **mỗi máy bay của VJC sẽ chỉ thực hiện trung bình 4,3 chuyến bay một ngày, tức là chỉ tương đương mức khai thác hòa vốn để trả chi phí thuê hàng tháng cho máy bay** (ước tính khoảng 11 tỷ đồng/tháng). Nói cách khác, bài toán này chỉ ra rằng rất khó để VietJet khai thác tối ưu lượng máy bay mới này trừ phi tăng trưởng hành khách vượt trội so với dự phóng hiện tại của chúng tôi.

**Hình 13: Kế hoạch tăng trưởng đội bay của VJC**

**Bảng 3: Tính toán doanh thu và chi phí của 1 chuyến bay (VND)**

	2013	2014	2015	2016	2017F	2020F
Doanh thu chở khách (Số ghế TB x tỷ lệ lấp đầy x giá vé trung bình)	158.321.811	164.702.358	146.390.062	140.380.037	162.928.306	198.967.753
Doanh thu phụ trợ	38.741.435	39.734.871	49.432.576	46.469.671	49.773.268	53.218.154
Chi phí nhiên liệu (Giá TB x Quảng đường bay TB x Hiệu suất tiêu hao nhiên liệu)	95.754.272	93.831.202	71.074.294	63.211.131	75.150.456	89.733.575
Chi phí đội bay (Số giờ bay x lương TB 1 giờ)	11.247.968	12.955.766	14.612.456	15.636.814	16.911.215	21.392.147
Chi phí mặt đất (Tổng chi phí/số chuyến bay)	13.033.889	12.178.121	13.151.547	13.134.170	14.447.587	19.114.158
Các chi phí bảo dưỡng, quản lý, khác (Tổng chi phí/số chuyến bay)	31.708.837	29.819.065	29.550.831	27.572.362	28.817.406	39.536.191
<b>Lợi nhuận 1 chuyến bay</b>	<b>45.318.281</b>	<b>55.653.075</b>	<b>67.433.508</b>	<b>67.295.230</b>	<b>77.374.910</b>	<b>82.409.837</b>
Số chuyến bay TB cần thực hiện/ngày để hòa vốn					4,7	4,4
Số chuyến bay TB/ngày khả dĩ					5,7	4,3

Nguồn: RongViet Research dự phóng

Lượng tàu bay lớn này cũng sẽ đòi hỏi VJC phải thu xếp một khoản tiền không nhỏ cho việc đặt cọc để mua máy bay (deposit) và dự trù cho các chi phí bảo dưỡng (maintenance reserve). Theo tìm hiểu và tính toán từ các BCTC của VJC, một tàu bay thường cần chi phí đặt cọc dao động từ 5-10% giá trị, và dự trù chi phí bảo dưỡng khoảng 75 tỷ.

Lô 100 chiếc Boeing 737-MAX mà VJC có kế hoạch tiếp nhận (4 chiếc trong 2019 và 24 chiếc mỗi năm từ 2020-2023) được ký bằng thỏa thuận ghi nhớ với Boeing (MoU - memorandum of understanding). Đây là hình thức phổ biến mà các hãng hàng không sử dụng khi đặt hàng với Airbus hoặc Boeing, và tùy thuộc vào từng trường hợp mà các điều khoản cụ thể được coi là bị ràng buộc về mặt pháp lý hay không. Chúng tôi cho rằng nếu tăng trưởng hành khách tại thời điểm 2020 không quá vượt trội, VietJet có thể dần tiến độ nhận máy bay để phù hợp hơn với tình hình khai thác. Đây là trường hợp đã từng xảy ra với nhiều

hàng hàng không trên thế giới. Do đó, trong giả định của báo cáo này, chúng tôi cho rằng VJC sẽ chỉ nhận khoảng 20 chiếc cho giai đoạn 2019-2023 để phù hợp với mức tăng trưởng hành khách dự phóng. Kể cả trong trường hợp đó, tỷ lệ lấp đầy nhiều khả năng cũng sẽ có sự sụt giảm, chỉ còn khoảng 81-83%.

Trong tương lai, VJC còn có thể đối mặt với cạnh tranh lớn hơn từ các phương tiện thay thế, đặc biệt là đường sắt tốc độ cao. Với đặc trưng địa hình Việt Nam thiên về chiều dài và hẹp chiều ngang, việc di chuyển bằng tàu cũng khá thuận lợi. Hiện tại, Bộ Giao thông Vận tải đã bắt đầu lên kế hoạch cải tổ phát triển giao thông vận tải đường sắt theo cơ chế thị trường để đầu tư cơ sở vật chất và nâng cao chất lượng phục vụ.

#### Dự phóng KQKD 2017

**Bảng 4: Dự phóng KQKD 2017 (đvt: tỷ đồng)**

	2016	2017F	%yoy	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>27.532</b>	<b>38.966</b>	<b>+41%</b>	
- Doanh thu vận chuyển HK	12.008	18.305		- Sản lượng HK đạt khoảng 19,5 triệu lượt, tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức 88% - Giá vé trung bình tăng 10% để bù đắp cho tăng giá nhiên liệu
- Doanh thu phụ trợ	3.529	5.068		Tính theo bình quân mỗi hành khách
- Doanh thu bán máy bay	11.709	15.436		Dự kiến thực hiện 15 nghiệp vụ bán và thuê lại so với 10 nghiệp vụ của 2016
- Doanh thu cho thuê máy bay	57	57		Tiếp tục hợp đồng cho thuê với Thai VietJet
- Doanh thu khác	227	100		
<b>Giá vốn hoạt động</b>	<b>24.033</b>	<b>33.972</b>	<b>+41%</b>	
- Chi phí mặt đất	1.123	1.623		Neo theo chi phí cho mỗi chuyến bay. ACV có khả năng tăng phí phục vụ trong 2017
- Chi phí bay	10.849	15.951		- Chi phí thuê máy bay tăng từ 3.574 tỷ lên 5.012 tỷ do đội bay mở rộng - Giá nhiên liệu tăng từ mức 14 triệu lên hơn 17 triệu đồng/tấn - Chi phí cho đội bay tăng theo số giờ bay
- Chi phí kỹ thuật	875	1.179		
- Chi phí vận chuyển hàng hóa	86	91		
- Chi phí khác	62	65		
- Giá vốn bán máy bay	10.379	14.222		Dự kiến thực hiện 15 nghiệp vụ bán và thuê lại so với 10 nghiệp vụ của 2016
- Chi phí khấu hao	658	842		Chủ yếu là khấu hao cho phần dự trù chi phí sửa chữa (provision for maintenance expense) được vốn hóa vào tài sản
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.499</b>	<b>4.994</b>	<b>+43%</b>	

Nguồn: RongViet Research dự phóng



## Rủi ro

### **Giá nhiên liệu tăng mạnh**

Giá nhiên liệu chiếm khoảng 40% chi phí của VJC. Từ bảng 3 ở trên, có thể nhận thấy rằng tăng trưởng lợi nhuận VJC những năm gần đây có đóng góp không nhỏ từ sự sụt giảm của giá xăng dầu dẫn đến giá nhiên liệu giảm. Giá dầu được dự đoán tăng trở lại trong 2017 sau khi đã tụt xuống mức thấp trong 2015 và 2016. Dù các công cụ hedging có thể trợ giúp phần nào, điều này vẫn sẽ tạo áp lực lên biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

**Hình 14: Giá nhiên liệu jet kerosene Singapore (USD/thùng) đã tăng trở lại so với mức thấp đầu năm 2016**



Nguồn: Bloomberg

Hiện tại, Cục hàng không vẫn áp đặt mức giá trần vé máy bay do lo ngại tình trạng độc quyền nâng giá vé. Tuy nhiên, với sự xuất hiện của các hãng hàng không giá rẻ, có khả năng chính sách này được gỡ bỏ và thay bằng cơ chế thị trường tự điều tiết. Trong 2017, VJC có thể tăng giá vé để bù đắp cho phần tăng giá nhiên liệu vì giá vé trung bình hiện tại vẫn còn thấp hơn mức trần.

### **Tỷ giá**

Tại thời điểm cuối năm 2016, số nợ bằng đồng USD ngắn hạn và dài hạn của VJC quy đổi ra VND lần lượt là 1.429 tỷ đồng và 696 tỷ đồng. Ngoài ra, chi phí thuê máy bay hàng tháng cũng như các khoản đặt cọc để mua và thuê máy bay, dự phòng sửa chữa cũng đều thanh toán theo đồng USD. Do đó, biến động tỷ giá là một trong những vấn đề đáng lo ngại.

### **Cơ sở hạ tầng không theo kịp được đà phát triển của đội bay**

Ở thời điểm hiện tại, sân bay Tân Sơn Nhất được cho là đã quá tải khoảng 10%. Việc VietJet, Vietnam Airline và JetStar đều đang có kế hoạch mở rộng đội bay sẽ tạo áp lực lớn lên cơ sở hạ tầng, ảnh hưởng đến hiệu quả khai thác của doanh nghiệp.

### **Kinh tế suy thoái**

Sự phát triển của ngành hàng không gắn chặt và biến động cùng chiều với diễn biến kinh tế toàn cầu. Những giai đoạn kinh tế đi xuống trong quá khứ cho thấy các hãng hàng không đều bị ảnh hưởng nặng nề, kể cả các hãng giá rẻ.

### Quan điểm và định giá

Bắt đầu hoạt động từ tháng 12/2011, VJC đã có những bước phát triển thần tốc chỉ sau một thời gian ngắn. Áp dụng thành công mô hình hàng không giá rẻ, sử dụng nguồn vốn hiệu quả để mở rộng đội bay và quảng bá thương hiệu bài bản đã giúp công ty khai phá thị trường nội địa tiềm năng mà những người “anh em” đi trước không làm được. Và như thế, VietJet Air đã trở thành “câu chuyện cổ tích” trong ngành hàng không Việt Nam.

Giai đoạn 2017-2019 hứa hẹn tiếp tục là những năm thành công cho VJC nhờ thị trường nội địa đang tăng trưởng và nhiều tuyến bay quốc tế chưa được khai phá. Tuy nhiên, từ 2020, liệu tăng trưởng hành khách có đủ để công ty khai thác đội bay một cách hiệu quả và trang trải cho chi phí thuê cao hơn bình thường (do nghiệp vụ bán và cho thuê lại) hay không vẫn còn là một dấu hỏi lớn. Cộng thêm sự khó lường của diễn biến giá nhiên liệu và tình hình kinh tế toàn cầu, những nhân tố ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động của ngành hàng không khiến cho triển vọng của VJC trong dài hạn là không rõ ràng.

Kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền, Adj EV/EBITDAR và P/E, chúng tôi ước tính giá phù hợp cho cổ phiếu VJC trong khoảng từ **115.000-132.000 đồng**. Việc chỉ có 3,5 triệu cổ phiếu (tương đương 1,2% vốn cổ phần) được phát hành cho một số nhà đầu tư khiến cho lượng cung cổ phiếu quá nhỏ so với nhu cầu của thị trường. Sức nóng của VJC có thể khiến nhà đầu tư trả giá cao cho mức EPS tổng của doanh nghiệp mà quên rằng một phần không nhỏ lợi nhuận của VietJet (hơn 1/2 trong năm 2016 và hơn 1/3 trong năm 2017) đến từ giao dịch bán máy bay, vốn không phải là hoạt động kinh doanh cốt lõi. Do vậy, không loại trừ khả năng VJC có thể vượt xa mức định giá trên trong thời gian đầu niêm yết.

Mô hình định giá	Giá (VND)	Tỷ trọng	Bình quân (VND)
FCFE	115.800	40%	46.344
Adjust EV/EBIDAR (8x) *	127.100	40%	50.834
P/E (17x) **	132.000	20%	26.415
<b>Giá bình quân</b>			<b>123.600</b>

#### \*Adjust EV/EBITDAR

Do đặc thù của ngành hàng không, chi phí khấu hao và chi phí thuê máy bay là rất lớn và khác biệt giữa từng hãng. Do đó, so sánh bội số của EBITDAR (khoản lợi nhuận trước khi trừ đi chi phí khấu hao và chi phí thuê máy bay) thường được sử dụng để việc so sánh các hãng hàng không được tương đương hơn.

EV (Enterprise value) cũng cần được điều chỉnh lại để tính thêm các nghĩa vụ phải trả cho việc thuê tàu bay trong tương lai của các hãng (không xuất hiện trên BCĐKT mà chỉ có ở thuyết minh BCTC).

Chúng tôi ước tính chi phí thuê máy bay của VJC rơi vào khoảng **7,2 tỷ đồng/tháng/tàu bay đối với nghiệp vụ thuê hoạt động bình thường và 11 tỷ đồng/tháng/tàu bay đối với nghiệp vụ thuê theo hình thức bán và thuê lại**. Tổng cộng, các nghĩa vụ phải trả cho việc thuê tàu bay trong tương lai cho đội bay 54 chiếc của VJC vào thời điểm cuối năm 2017, sau khi đã chiết khấu 10% về giá trị hiện tại là **33.397 tỷ đồng**.

Hiện tại, Adj EV/EBITDAR của các công ty có sử dụng nhiều nghiệp vụ bán và thuê lại là Virgin Australia (11,9x) Air Berlin (14,4x) và Spirit Airline (7,1x), hơi nhỉnh hơn so với mặt bằng chung. Do đó, chúng tôi cho rằng mức bội số trung bình 8x là phù hợp với VJC.

**Bảng 5: So sánh với các hãng hàng không giá rẻ trên thế giới**

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ VND)	Số tàu bay	Biên lợi nhuận thuần	P/E trượt	Adjust EV (tỷ VND)	Adjust EV/EBITDAR
<b>VietJet Air</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>39.630</b>	<b>41</b>	<b>7,9%</b>	<b>17,3x</b>		
Cebu Air	Philippin	25.718	56	7,8%	7,1x	57.802	4,7x
Air Asia	Malaysia	48.091	77	8,6%	3,7x	110.668	6,0x
SpiceJet	Ấn Độ	14.425		8,1%	8,2x	24.524	3,7x
Virgin Australia	Úc	28.576		-2,7%		104.856	11,9x
WizzAir	Hungary	48.951	74	15,3%	4,3x	74.204	6,1x
RyanAir	Ireland	418.464	365	19,0%	13,7x	439.666	8,4x
Air Berlin	Đức	1.633	137	-10,9%		120.842	14,4x
EasyJet	Anh	109.067		9,2%	8,9x	113.150	5,1x
Jet Blue	Mỹ	154.592	227	11,4%	9,1x	193.916	4,7x
SouthwestAirline	Mỹ	812.360	723	11,6%	15,5x	914.347	7,4x
Spirit Airline	Mỹ	81.865	95	12,6%	12,5x	126.910	7,1x
<b>Trung bình</b>					<b>9,2x</b>		<b>7,2x</b>

Nguồn: Bloomberg tại ngày 26/2/2017, RongViet Research tính toán

### \*\*P/E

Lợi nhuận của VJC có đóng góp không nhỏ từ khoản thu về từ nghiệp vụ bán và thuê lại. Về bản chất, khoản tiền này không xuất phát từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp, mà có thể coi là một khoản tài trợ VJC nhận được từ phía các công ty cho thuê để vận hành tàu bay trong khoảng thời gian thuê (theo hợp đồng là 12 năm), sẽ được VJC trả lại qua từng năm bởi chi phí thuê cao hơn mức bình thường. Do đó, sẽ là không hợp lý nếu tính P/E dựa trên toàn bộ phần lợi nhuận đó trong một năm tài chính như ghi nhận của doanh nghiệp. Vì vậy chúng tôi phân bổ khoản lợi nhuận này cho 12 năm, trong khi chi phí thuê đã được tính toán đến trong dự phóng hàng năm. **EPS2017 sau khi tính toán lại còn 7.769 đồng** (chia cho 322 triệu cổ phiếu do tính cả phần phát hành riêng lẻ sắp thực hiện).

Mức P/E lựa chọn là 17x, tương đương với mức thị trường đang chấp nhận cho hãng hàng không còn lại trên sàn là HVN. Lưu ý rằng, mức P/E này cao hơn nhiều hãng hàng không khác trên thế giới. Mức P/E cao này có thể một phần được giải thích bởi thị trường hàng không Việt Nam còn nhiều dư địa và hiện chỉ có 2 người chơi chính là VJC và HVN, trong khi thị trường tại nhiều quốc gia khác đã tương đối phát triển và có sự tham gia của nhiều hãng dẫn đến cạnh tranh gay gắt hơn.

## PHỤ LỤC

### Phụ lục 1. Nghiệp vụ bán và thuê lại (sale and leaseback) trong ngành hàng không

Sale and leaseback (bán và thuê lại) là một hình thức hết sức phổ biến trong ngành hàng không. Về cơ bản, một giao dịch sale and leaseback được tiến hành theo thứ tự như sau:

B1: Hãng hàng không (ví dụ là VietJet) ký hợp đồng mua máy bay với các nhà sản xuất (Airbus hoặc Boeing) đồng thời phải trả trước một khoản tiền dao động từ 1-10% giá trị hợp đồng.

B2: Vietjet thỏa thuận việc bán và thuê lại những máy bay này với các công ty cho thuê (leasing companies, chẳng hạn là GECAS) trước thời điểm nhận bàn giao máy bay. Sau đó, tại thời điểm giao máy bay, Vietjet sẽ (1) tiếp nhận máy bay, (2) dùng tiền từ GECAS để thanh toán cho Airbus và (3) chuyển giao các giấy tờ sở hữu máy bay cho GECAS. Hợp đồng thuê thường kéo dài từ 6-12 năm, với phí thuê cố định hàng tháng (khoảng 500 ngàn đến 750 ngàn USD/tháng)

B3: Sau khi hết thời hạn của hợp đồng thuê, máy bay sẽ được trả lại cho công ty cho thuê. Trường hợp hãng hàng không kết thúc hợp đồng trước thời hạn thường sẽ phải chịu một khoản phạt.

#### Nghiệp vụ sale and leaseback mang lại những lợi ích như sau:

1. Nếu hãng hàng không đặt mua máy bay từ nhà sản xuất với số lượng lớn sẽ được hưởng chiết khấu có thể lên đến 40-50%. Nhờ đó, họ thường sẽ có một khoản lợi nhuận từ việc bán lại cho các công ty cho thuê. Như vậy, hãng hàng không vừa có thể phát triển đội bay, vừa có dòng tiền để tài trợ cho các hoạt động khác, thay vì phải bỏ ra một số tiền lớn để mua máy bay theo cách thông thường.

	2014	2015	2016
Tỷ giá USD/VND	21.246	21.890	22.000
Số nghiệp vụ sale and leaseback thực hiện	2	9	10
Doanh thu TB 1 nghiệp vụ (triệu USD)	41,4	44,5	53,2
Giá vốn TB 1 nghiệp vụ (triệu USD)	40,2	41,9	47,2
Lợi nhuận TB 1 nghiệp vụ (triệu USD)	1,2	2,6	6,0

Nguồn: VJC, RongViet Research tính toán

#### **Câu hỏi đặt ra là tại sao các công ty cho thuê vẫn chấp nhận thỏa thuận sale and leaseback với các hãng hàng không thay vì mua trực tiếp từ Airbus hoặc Boeing. Có một vài lý do như sau**

- Có những công ty không có tín nhiệm tín dụng tốt bằng các hãng hàng không. Do đó, họ không có khả năng mua trực tiếp với mức chiết khấu tốt bằng.

- Để được hưởng chiết khấu cao, các công ty cho thuê cũng phải mua máy bay với số lượng lớn. Tiền đầu tư cao, trong khi chưa chắc nhu cầu thuê máy bay đã nhiều. Thông thường, mỗi chiếc máy bay cần cho thuê trong 8-15 năm mới hòa vốn.

- Lợi nhuận mà các hãng hàng không thu được từ sale and leaseback cũng sẽ được cân nhắc vào giá cho thuê. Nói cách khác, lợi nhuận cao thì giá thuê cũng sẽ cao hơn và ngược lại. Như vậy, lợi nhuận được ghi nhận một lần vào lúc mua máy bay có thể nhiều, nhưng phần chi phí thuê hàng tháng sẽ bù trừ đáng kể khoản này theo thời gian.

2. Trong trường hợp hoạt động thuê lại là thuê hoạt động (như của VietJet), máy bay và các khoản nợ liên quan sẽ không xuất hiện trên bảng cân đối kế toán của hãng hàng không. Công ty vì vậy cũng không ghi nhận khấu hao cho các máy bay này nên có lợi nhuận cao hơn. Đây có thể coi như một cách để làm đẹp sổ sách. Tuy nhiên, lưu ý rằng đến 2019, IFRS quy định các công ty cũng sẽ phải ghi nhận các khoản này vào bảng cân đối giống như thuê tài chính.

3. Rủi ro giá thị trường của máy bay bị giảm nhanh hơn giá trị sổ sách cũng được chuyển cho bên cho thuê. Điều này là hết sức quan trọng vì trong ngành hàng không, máy bay có khả năng bị lỗi thời và giảm giá rất nhanh khi mà Airbus và Boeing thường xuyên cải tiến và đưa ra mẫu mới.

#### Những điểm bất lợi của sale and leaseback

1. Việc tài trợ đội bay bằng hình thức sale and leaseback thường sẽ dẫn đến chi phí thuê cao hơn so với các hình thức khác. Do khoản phí này là cố định, nếu tỉ giá biến động bất lợi thì chi phí còn lớn hơn nữa.

Theo ước tính của Rong Viet Research, chi phí thuê máy bay của VJC rơi vào khoảng **7,2 tỷ đồng/tháng/tàu bay đối với nghiệp vụ thuê hoạt động bình thường và 11 tỷ đồng/tháng/tàu bay đối với nghiệp vụ thuê theo hình thức bán và thuê lại.**

2. Do là đi thuê nên máy bay sẽ phải chịu những giới hạn về mặt hoạt động, chẳng hạn như chỉ được bay và đậu tại những địa điểm nhất định.

Tổng kết lại, sale and leaseback giúp các hãng hàng không phát triển đội bay mà không cần nhiều vốn. Ngoài VietJet Air, Indigo của Ấn Độ cũng là một hãng hàng không phát triển thần tốc nhờ mô hình này. Mặt khác, vì những điểm bất lợi đã nêu mà không phải hãng hàng không nào cũng triệt để áp dụng hoạt động sale and leaseback. Southwest Airline, hãng hàng không giá rẻ của Mỹ là một ví dụ khi mà họ có thể tiếp cận được những nguồn vốn ưu đãi hơn. Hay như Ryanair thì mua máy bay và tìm cách bán lại trước khi giá thị trường giảm xuống mức thấp.

#### Phụ lục 2. Một số chỉ tiêu hoạt động của VJC

	2013	2014	2015	2016E	2017F
Tỷ giá USD/VND	21.036	21.246	21.890	22.000	22.500
R/ASK (VND)	1.135,94	1.153,66	1.002,56	919,12	957,65
R/ASK (cent)	5,40	5,43	4,58	4,18	4,26
C/ASK (VND)	1.115,30	1.070,70	905,40	793,13	803,83
C/ASK (cent)	5,30	5,04	4,14	3,61	3,57
Tỷ lệ đúng giờ	93,1%	81,9%	82,6%		
Số giờ bay TB của 1 máy bay/ngày	11,9	12,4	13,3		

Nguồn: VJC, RongViet Research ước tính

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2015	2016E	2017F	2018F
Doanh thu thuần	19.845	27.532	38.966	47.550
Giá vốn	17.736	24.033	33.972	41.344
<b>Lãi gộp</b>	<b>2.110</b>	<b>3.499</b>	<b>4.994</b>	<b>6.206</b>
Chi phí bán hàng	318	492	731	934
Chi phí quản lý	203	185	329	421
Thu nhập từ HĐTC	154	175	61	86
Chi phí tài chính	562	624	540	609
Lợi nhuận khác	8	32	15	15
<b>LNTT</b>	<b>1.168</b>	<b>2.395</b>	<b>3.460</b>	<b>4.333</b>
Thuế TNDN	-4	210	346	433
Lợi ích CĐTS	0	-2	-2	-2
<b>LNST</b>	<b>1.172</b>	<b>2.187</b>	<b>3.116</b>	<b>3.902</b>
EBIT	1.589	2.822	3.933	4.851
EBITDA	1.599	2.863	3.995	4.918

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2015	2016E	2017F	2018F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	127,9%	38,7%	41,5%	22,0%
EBITDA	183,6%	79,0%	39,6%	23,1%
EBIT	187,6%	77,6%	39,4%	23,3%
Lợi nhuận sau thuế	324,4%	86,5%	42,5%	25,2%
Tổng tài sản	56,9%	65,4%	33,3%	17,6%
Vốn chủ sở hữu	122,2%	110,8%	166,9%	22,8%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	10,6%	12,7%	12,8%	13,1%
EBITDA/ Doanh thu	8,1%	10,4%	10,3%	10,3%
EBIT/ Doanh thu	8,0%	10,2%	10,1%	10,2%
LNST/ Doanh thu	5,9%	7,9%	8,0%	8,2%
ROA	9,7%	11,0%	11,7%	12,5%
ROCE	28,1%	31,8%	22,7%	23,1%
ROE	54,6%	48,3%	25,8%	26,3%
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	4,2	3,6	4,6	5,0
Vòng quay hàng tồn kho	107,9	188,7	166,7	166,7
Vòng quay khoản phải trả	6,2	4,8	4,9	5,1
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	1,0	0,9	1,4	1,5
Nhanh	1,0	0,9	1,4	1,4
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	165,1%	150,2%	24,1%	18,6%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	165,1%	133,4%	18,3%	14,3%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	16,8%	5,8%	4,3%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2015	2016E	2017F	2018F
Tiền	924	2.577	4.116	4.979
Đầu tư tài chính ngắn hạn	270	0	0	0
Các khoản phải thu	4.691	7.638	8.503	9.433
Tồn kho	164	127	204	248
Tài sản ngắn hạn khác	209	141	155	170
Tài sản cố định hữu hình	155	1.214	1.254	1.299
Tài sản cố định vô hình	11	7	6	7
Đầu tư tài chính dài hạn	8	68	68	68
Tài sản dài hạn khác	5.280	7.982	11.514	15.009
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>12.045</b>	<b>19.916</b>	<b>26.547</b>	<b>31.214</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	2.850	5.015	7.000	8.048
Vay và nợ ngắn hạn	3.543	6.036	2.209	2.122
Vay và nợ dài hạn	0	761	697	633
Khoản phải trả dài hạn khác	3.504	3.579	4.563	5.577
Quỹ khen thưởng phúc lợi	0	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>9.897</b>	<b>15.392</b>	<b>14.469</b>	<b>16.380</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>				
Vốn đầu tư của CSH	1.450	3.000	9.188	9.953
Lợi nhuận giữ lại	686	1.499	2.891	4.881
Các quỹ	0	0	0	0
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.146</b>	<b>4.525</b>	<b>12.079</b>	<b>14.834</b>
<b>Lợi ích CĐTS</b>	<b>1</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>12.045</b>	<b>19.916</b>	<b>26.547</b>	<b>31.214</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
LNTT	1.168	2.395	3.460	4.333
Khấu hao	10	41	62	67
Các điều chỉnh	397	420	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(724)	(2.197)	(1.283)	(826)
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>852</b>	<b>658</b>	<b>2.238</b>	<b>3.574</b>
Thay đổi TSCĐ	(6)	(1.052)	(101)	(112)
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	(1.225)	(818)	(1.200)	(780)
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	31	(9)	0	0
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>(1.201)</b>	<b>(1.879)</b>	<b>(1.301)</b>	<b>(892)</b>
Nhận/trả lại vốn góp	650	1.550	5.588	0
Vay mới/trả nợ vay	941	3.254	(3.891)	(151)
Cổ tức, LN trả cho CĐ	(851)	(1.779)	(1.257)	(1.668)
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>740</b>	<b>3.025</b>	<b>440</b>	<b>(1.819)</b>
Tiền thuần trong kỳ	391	1.804	1.377	863
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>527</b>	<b>924</b>	<b>2.740</b>	<b>4.116</b>
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>924</b>	<b>2.740</b>	<b>4.116</b>	<b>4.979</b>

## BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rộng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán, VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

### Hệ thống mạng lưới

#### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: www.vdsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

#### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin –TP. Nha Trang

#### Chi nhánh Cần Thơ

95-97-99 Võ Văn Tần – TP. Cần Thơ

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này, Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này