

Báo cáo ngành  
21/10/2022

## Ngành hàng không

### Chào đón du khách quốc tế

- Triển vọng ngành sẽ được thúc đẩy bởi sự phục hồi của khách quốc tế.
- Đây là thời điểm tốt để tích lũy các cổ phiếu hàng không với định giá hấp dẫn và có kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn tới.
- Các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là ACV, AST – đại diện từng phân khúc với tăng trưởng mạnh mẽ và động lực tăng giá rõ ràng.

#### Hàng không quốc tế sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2023

Hầu hết các quốc gia đã dỡ bỏ hạn chế cho du khách và điều này sẽ hỗ trợ cho nhu cầu du lịch quốc tế. Sản lượng khách quốc tế đã tăng 35 lần trong Q3/22 và phục hồi bằng 49,8% trước dịch. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng Trung Quốc sẽ dần gỡ bỏ hạn chế du lịch kể từ Q2/23. Sản lượng khách quốc tế có thể phục hồi về mức 84% trong Q2/23 và 100% trong Q4/23 giúp tổng sản lượng khách quốc tế tăng 195% svck trong năm 2023. Ngoài ra, sản lượng khách nội địa dự báo tăng 231% svck trong 2022 (tăng 30,9% so với mức 2019) và tăng trưởng kép 8,9% giai đoạn 2023-2025.

#### Cơ hội tăng trưởng phân hóa

Có độ tương quan cao với hàng không quốc tế, bán lẻ hàng không sẽ là ngành hưởng lợi nhất khi sản lượng khách quốc tế phục hồi. Chúng tôi ưa thích mô hình bán lẻ hàng không nhờ rào cản gia nhập ngành cao cùng biên lợi nhuận vượt trội. Với cảng hàng không, tăng trưởng tương đối vững chắc nhưng có thể bị thu hẹp trong năm 2024 do công suất bị hạn chế. Triển vọng tăng trưởng của các hãng hàng không bị hạn chế bởi chi phí nhiên liệu cao, biến động tỷ giá và lãi suất tăng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn ưa thích mô hình hàng không giá rẻ hơn hàng không truyền thống do nó ít bị biến động trong môi trường tài chính không ổn định cùng chi phí nhiên liệu cao.

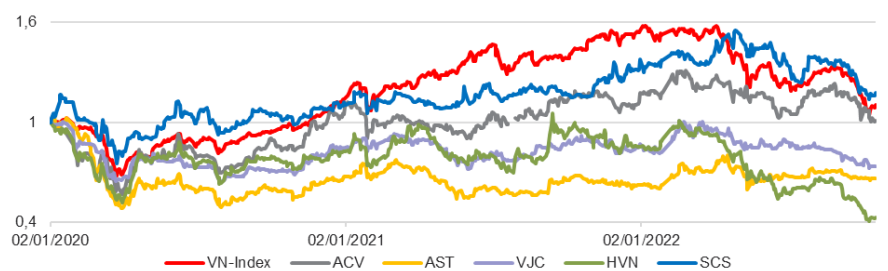
#### Tại sao nên đầu tư cổ phiếu hàng không ở thời điểm hiện tại?

Chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận kể từ Q3/22 – 2023 ở hầu hết các phân khúc (cảng, hãng hàng không, bán lẻ) tương đối vững chắc bởi sự phục hồi của khách quốc tế. Việc thị trường điều chỉnh gần đây đã khiến giá của các cổ phiếu trong ngành về gần thời điểm bùng phát dịch (tháng 3/2020). Do đó, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm để tích lũy cổ phiếu ngành hàng không với mức giá hấp dẫn và tăng trưởng lợi nhuận vững chắc.

#### Rủi ro ảnh hưởng đến tăng trưởng của ngành

(1) Giá nhiên liệu cao hơn dự kiến dẫn đến chi phí vận hành của các hãng hàng không cao hơn, có thể làm tăng giá vé và giảm nhu cầu đi lại bằng đường hàng không, (2) du lịch song phương giữa Việt Nam và Trung Quốc khó phục hồi như trước đại dịch do chính sách zero-covid, và (3) tỷ giá USD/VND cao hơn dự kiến và lãi suất USD tăng cũng có thể ảnh hưởng đến việc vay vốn đầu tư cơ sở hạ tầng hàng không bằng USD trong thời gian tới.

#### Diễn biến giá cổ phiếu ngành hàng không kể từ 2020



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

#### Analyst(s):



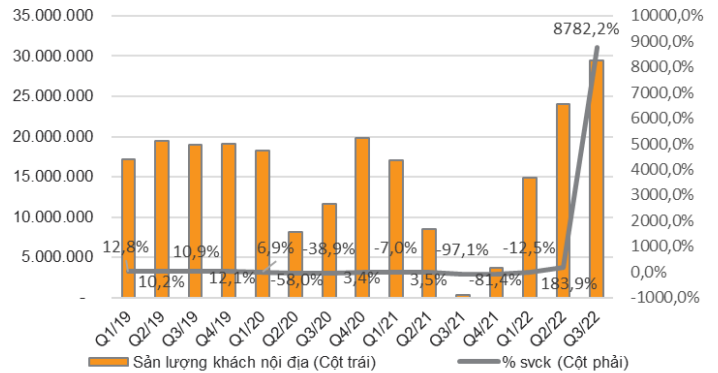
Dzung Nguyen

[dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

## TỔNG QUAN NGÀNH HÀNG KHÔNG 9T22

### Lượng hành khách nội địa đã vượt mức trước dịch

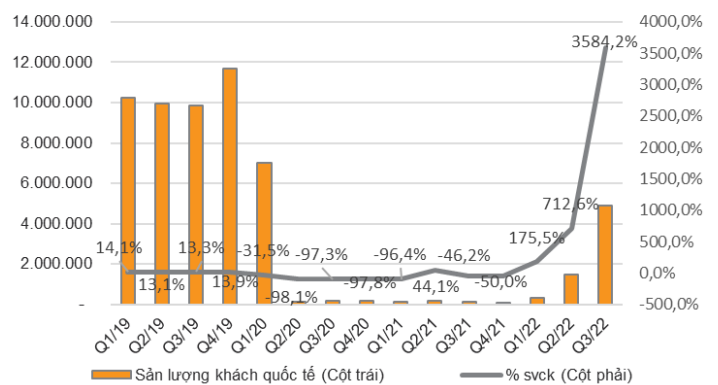
Sau khi kiểm soát thành công dịch Covid-19 trong Q1/22, hàng không nội địa bắt đầu phục hồi từ tháng 4/2022 và đã vượt qua mức trước đại dịch kể từ tháng 5/2022 nhờ nhu cầu du lịch trong nước phục hồi mạnh mẽ sau dịch. Do lượng khách nội địa trong Q3/21 đạt mức thấp do dịch bệnh bùng phát mạnh trên toàn quốc, lưu lượng hành khách nội địa trong Q3/22 tăng 87 lần svck – tương đương 154,7% trước đại dịch, lượng hành khách nội địa 9T22 tăng 164,6% svck – tương đương 122,9 % trước đại dịch.



Nguồn: CỤC HK VIỆT NAM, VNDIRECT RESEARCH

### Lượng hành khách quốc tế cũng đạt được những kết quả ấn tượng

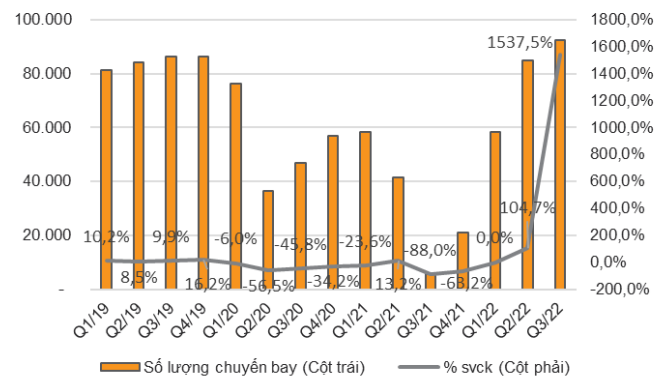
Từ 15/02/2022, Việt Nam đã gỡ bỏ hạn chế về tần suất các chuyến bay quốc tế. Tính đến ngày 15/03/2022, Việt Nam đã (1) đưa số lượng đường bay thường lệ về mức trước đại dịch, (2) khôi phục chính sách thị thực trước dịch. Đến ngày 15/05/2022, Việt Nam đã ngừng yêu cầu xét nghiệm Covid-19 đối với hành khách quốc tế và mở lại hoàn toàn đường hàng không quốc tế. Do đó, lượng hành khách quốc tế trong Q3/22 đã đánh dấu sự phục hồi mạnh mẽ với mức tăng 35 lần svck, bằng 49,8% mức trước đại dịch, đưa lượng hành khách quốc tế 9T22 tăng 14,5 lần svck - bằng 22,3% mức trước đại dịch.



Nguồn: CỤC HK VIỆT NAM, VNDIRECT RESEARCH

### VJC có sự phục hồi mạnh mẽ nhất về số lượng chuyến bay trong số các hãng hàng không

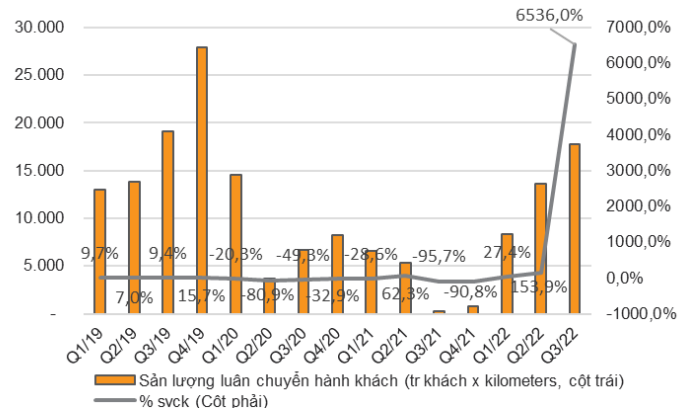
Tổng số chuyến bay của Việt Nam trong 9T22 tăng 123,4% svck lên 235.464 chuyến nhờ hàng không nội địa phục hồi mạnh mẽ. HVN đứng đầu về tổng số chuyến bay với 106.706 chuyến bay (119,3% svck; 45,3% thị phần). VJC có 86.898 chuyến bay trong cùng kỳ (147,8% svck, 36,9% thị phần), Bamboo Airways có 38.189 chuyến bay (+87,6% svck, 16,2% thị phần).



Nguồn: CỤC HK VIỆT NAM, VNDIRECT RESEARCH

### Lượng khách luân chuyển hàng không Việt Nam

Theo Tổng cục Thống kê (TCTK), chỉ số khách luân chuyển (RPK) tăng 63 lần svck – tương đương 93,3% mức trước dịch nhờ sự khôi phục mạnh mẽ của hàng không nội địa, giúp RPK 9T22 tăng 226,0% svck – tương đương 86,8% mức trước dịch



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

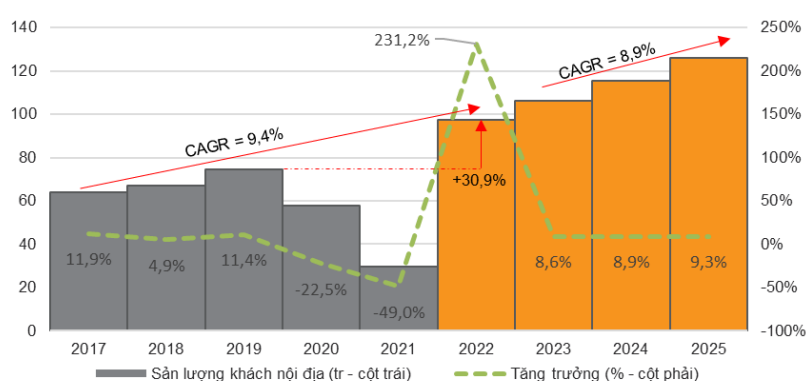
## CHÀO ĐÓN DU KHÁCH QUỐC TẾ

### Hàng không quốc tế sẽ là tiêu điểm trong giai đoạn tới

#### Hàng không nội địa đã lấy lại những gì đã mất trong đại dịch

Kỳ nghỉ hè năm nay đã thực sự cởi trói cho khách nội địa sau hơn hai năm Covid-19. Cụ thể, nhiều sản phẩm du lịch mới hấp dẫn đã triển khai kịp thời kết hợp với các chương trình kích cầu du lịch của các tỉnh, thành phố như Đà Nẵng, Quy Nhơn, Phú Quốc, Nha Trang, Quảng Ninh... đã kích hoạt sự bùng nổ du lịch nội địa cả nước. Bên cạnh đó, các hãng hàng không trong nước cũng tích cực khai thác và tăng tần suất các đường bay nội địa đến các điểm du lịch (ví dụ, hiện nay tần suất bay đến/đi Phú Quốc đạt 100 chuyến bay nội địa/ngày, trong khi chỉ có 72 chuyến bay quốc tế và nội địa/ngày đi/đến Phú Quốc trước đợt dịch năm 2019), giúp hàng không trong nước đạt được những con số tăng trưởng ấn tượng. Trong 9 tháng đầu năm, tổng số chuyến bay tăng 123,4% svck (chủ yếu là các chuyến bay nội địa) và lượng hành khách nội địa 9T22 tăng 164,6% svck - bằng 122,9% mức trước đại dịch.

**Hình 1: Dự báo lượng hành khách nội địa của Việt Nam trong trung hạn**



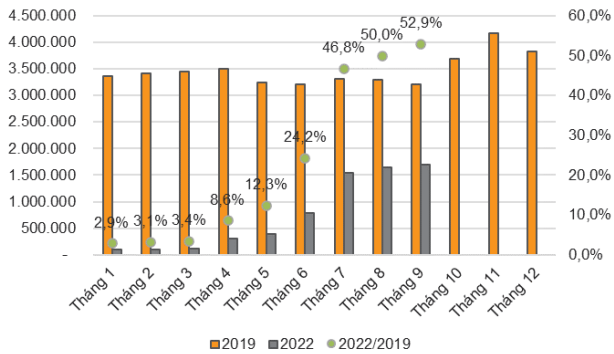
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HK VIỆT NAM

Trong giai đoạn 2017-2019, lượng hành khách nội địa đã tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 9,4%, có thể coi đây là mức tăng trưởng tự nhiên của lượng hành khách nội địa, đến từ tăng trưởng thu nhập và điều kiện về nhân khẩu học của Việt Nam. Tuy nhiên, sự xuất hiện của dịch Covid-19 đã làm tê liệt ngành hàng không Việt Nam. Tăng trưởng bị gián đoạn và ngành bước vào giai đoạn khó khăn trong 2020-2021. Kể từ Q2/22, việc bao phủ vắc xin trên toàn quốc đã giúp Việt Nam kiểm soát đại dịch và ngành hàng không trong nước bắt đầu phục hồi, ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng. Tiếp nối đà tăng trưởng trong 9T22 và tiềm năng tăng trưởng tự nhiên của hàng không nội địa, chúng tôi kỳ vọng lượng khách nội địa năm 2022 sẽ tăng 231,2% svck và tăng 30,9% so với năm 2019, duy trì mức tăng trưởng kép 9,4% trong giai đoạn 2017-2022. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng khách nội địa năm 2022 không đáng kinh ngạc nhưng cho thấy nhu cầu đi lại trong nước đã tăng hợp lý với mức tăng trưởng tự nhiên bền vững tiềm năng. Trong giai đoạn 2023-2025, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng hàng không trong nước có thể chậm lại một chút với CAGR 8,9% do (1) người dân có thể đi du lịch nước ngoài dễ dàng hơn, và (2) nhiều sân bay lớn trong nước quá tải.

#### Đã đến thời điểm của hàng không quốc tế

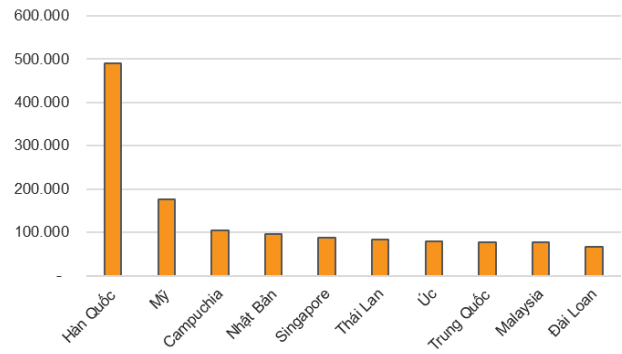
Lưu lượng hành khách quốc tế Q3/22 đánh dấu sự phục hồi mạnh mẽ với mức tăng 35 lần svck lên 4,9 triệu, bằng 49,8% mức trước đại dịch, đưa lượng hành khách quốc tế trong 9T22 tăng 14,5 lần svck lên 14,5 triệu - bằng 22,3% so với trước dịch. Hiện có hơn 30 hãng hàng không nước ngoài và 4 hãng hàng không Việt Nam đang khai thác 96 đường bay quốc tế kết nối Việt Nam với 21 quốc gia/vùng lãnh thổ. Trong 9T22, Hàn Quốc là quốc gia có lượng khách du lịch đến Việt Nam cao nhất với mức tăng gấp 21 lần svck, tiếp theo là Mỹ và các nước Đông Nam Á.

**Hình 2: Lượng hành khách quốc tế theo tháng**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HK VIỆT NAM

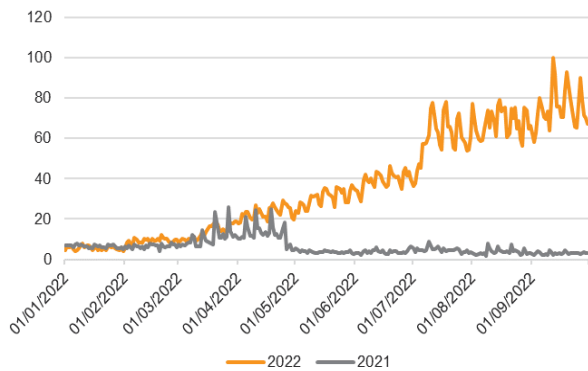
**Hình 3: Top 10 quốc gia về số lượng khách du lịch đến Việt Nam 9T22**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, gso.gov.vn

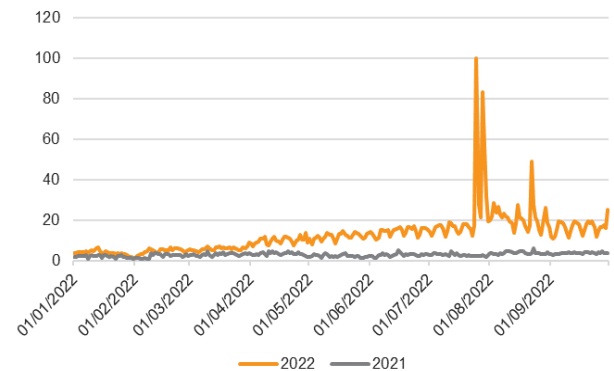
Cụ thể, hầu hết sản lượng khách quốc tế là nước ngoài đến Việt Nam (chiếm 75% trong 9T22) với tổng lượt tìm kiếm cho du lịch đến Việt Nam tăng 4,9 lần svck trong 9T22. Nhu cầu du lịch nước ngoài đến Việt Nam tăng mạnh kể từ Q3/22 do Việt Nam đã ngừng yêu cầu xét nghiệm Covid19 đối với du khách quốc tế và mở lại hoàn toàn đường bay quốc tế từ tháng 5/2022. Sự đóng góp từ du lịch của Việt Nam ra nước ngoài vẫn còn thấp trong 9T22 do một vài quốc gia chưa hoàn toàn mở cửa và người dân Việt Nam có xu hướng du lịch trong nước.

**Hình 4: Lượt tìm kiếm cho du lịch nước ngoài đến Việt nam**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Google Destination

**Hình 5: Lượt tìm kiếm cho du lịch của Việt Nam ra nước ngoài**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Google Destination

Sự phục hồi của du lịch nước ngoài của Việt Nam phụ thuộc nhiều vào yêu cầu nhập cảnh của các nước. Nhìn chung, hầu hết các quốc gia đã gỡ bỏ các yêu cầu nhập cảnh liên quan đến kiểm soát Covid-19, tuy nhiên, yếu tố tiêu cực nhất đối với sự phục hồi du lịch Việt Nam là chính sách zero-covid của Trung Quốc, khiến cho việc du lịch đến và đi từ Trung Quốc vẫn bị hạn chế nghiêm ngặt. Chúng tôi kỳ vọng khả năng phục hồi của các thị trường hàng không quốc tế lớn của Việt Nam trong trường hợp cơ sở như sau:

Hình 6: Tiềm năng phục hồi của các thị trường hàng không quốc tế lớn của Việt Nam trong kịch bản cơ sở

Quốc gia	Tỷ trọng trước dịch nhập cảnh	Hiện trạng yêu cầu nhập cảnh	Nhận xét
Trung Quốc	34,5%	Hạn chế nhập cảnh	Cùng với chính sách zero-Covid, Trung Quốc đã hạn chế đi/đến khỏi quốc gia kể từ Q1/20. Tuy nhiên, mới đây nhất, Chính phủ Trung Quốc đã ban hành dự thảo với mục tiêu phát triển du lịch dọc theo các khu biên giới và nói lỏng cho du khách đến Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng Trung Quốc đang trên đường phục hồi đường bay quốc tế dù ở tốc độ chậm, và điều này cũng sẽ đóng góp phần nào vào sự phục hồi lượng khách quốc tế của Việt Nam do Trung Quốc là quốc gia có tỷ trọng khách quốc tế nhiều nhất trước đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế từ Trung Quốc sẽ phục hồi về mức trước dịch trong Q1/24.
Hàn Quốc	25,5%	Dỡ bỏ hoàn toàn các quy định liên quan đến Covid	Từ tháng 10/2022, Hàn Quốc đã gỡ bỏ yêu cầu xét nghiệm Covid để nhập cảnh, đồng nghĩa với việc tất cả các yêu cầu liên quan đến Covid khi nhập cảnh được dỡ bỏ. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ thúc đẩy giao thông hàng không giữa Việt Nam và Hàn Quốc, trong thời gian tới và sẽ giúp lưu lượng khách giữa 2 quốc gia phục hồi về mức trước dịch trong Q2/23.
ĐNA	12,5%	Dỡ bỏ hoàn toàn các quy định liên quan đến Covid	Các đường bay quốc tế chính của Việt Nam trong ĐNA gồm Singapore, Thái Lan và Malaysia đều đã được mở lại hoàn toàn và đang triển khai các hoạt động du lịch song phương. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng quốc tế từ ĐNA sẽ phục hồi về mức trước dịch trong Q1/23.
Châu Âu	8,1%	Dỡ bỏ hoàn toàn các quy định liên quan đến Covid	Châu Âu đã dỡ bỏ mọi hạn chế liên quan đến Covid từ Q2/22. Bên cạnh đó, HVN, Bamboo Airways cũng đã triển khai nhiều đường bay mới đến châu Âu, giúp tăng tốc độ phục hồi lượng khách đến từ châu Âu. Chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế từ châu Âu có thể phục hồi về mức trước dịch trong Q2/23.
Nhật Bản	5,6%	Dỡ bỏ hầu hết các quy định liên quan đến Covid	Từ 11/10/2022, du khách đến Nhật Bản có thể tự đi mà không cần thông qua đại lý tour nào. Khách du lịch Việt Nam chỉ cần hộ chiếu vaccine để nhập cảnh vào Nhật Bản. Chúng tôi cho rằng các điều kiện về Covid khi đến Nhật Bản sẽ được gỡ bỏ hoàn toàn trong thời gian tới và sản lượng khách quốc tế từ Nhật Bản sẽ phục hồi mức trước dịch vào Q2/23.
Đài Loan	5,5%	Dỡ bỏ một phần các quy định liên quan đến Covid	Từ 13/10/2022, Đài Loan sẽ khôi phục chính sách visa như trước dịch, tuy nhiên, du khách đến Đài Loan vẫn cần xét nghiệm âm tính và mua bảo hiểm y tế. Chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế giữa Đài Loan và Việt Nam sẽ phục hồi về mức trước dịch trong Q3/23.
Mỹ	4,4%	Dỡ bỏ hoàn toàn các quy định liên quan đến Covid	Cũng như Châu Âu, chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế giữa Mỹ và Việt Nam sẽ phục hồi về trước dịch trong Q2/23.
Nga	3,8%	Hạn chế do căng thẳng địa chính trị	Từ 25/10/2022, Việt Nam sẽ nối lại đường bay giữa Nga và Nha Trang vốn đã bị dừng từ tháng 3/2022 do căng thẳng giữa Nga và Ukraine. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách quốc tế từ quốc gia này sẽ phục hồi về mức trước dịch trong Q3/23.
Ấn Độ	0,0%	Dỡ bỏ hoàn toàn các quy định liên quan đến Covid	Ấn Độ được coi là thị trường mới đầy tiềm năng cho du lịch Việt Nam. Vietjet, Vietnam Airlines hay các hãng bay IndiGo và Spice Jet của Ấn Độ đã khai thác những chặng mới giữa 2 quốc gia. Cụ thể, Vietjet đã được cấp phép khai thác hơn 20 chặng bay từ Hà Nội, Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, Phú Quốc đến các địa điểm ở Ấn Độ như Bangalore, Hyderabad, Ahmedabad, Chennai, Kolkata, Gaya cũng như tăng tần suất các chuyến bay đến Delhi và Mumbai từ tháng 7/2022. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách quốc tế của chặng này sẽ đạt 5% tổng sản lượng khách trước dịch trong Q2/23.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Ước tính mức độ hồi phục lượng khách quốc tế, trong kịch bản cơ sở của chúng tôi

Quốc gia	Tỷ trọng trước dịch (2019)	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
Trung Quốc	34,5%	4%	5%	15%	20%	20%	40%	60%	80%
Hàn Quốc	25,5%	5%	20%	50%	80%	90%	100%	105%	110%
DNA	12,5%	5%	50%	80%	90%	100%	105%	110%	115%
Châu Âu	8,1%	5%	20%	50%	80%	90%	100%	105%	110%
Nhật Bản	5,6%	6%	20%	50%	80%	90%	100%	105%	110%
Đài Loan	5,5%	4%	10%	20%	50%	80%	90%	100%	105%
Mỹ	4,4%	5%	20%	50%	80%	90%	100%	105%	110%
Nga	3,8%	5%	10%	20%	50%	80%	90%	100%	105%
Ấn Độ	0,0%	5%	20%	50%	80%	90%	100%	105%	110%
<b>Tổng</b>	<b>100,0%</b>	<b>4,9%</b>	<b>18,7%</b>	<b>41,4%</b>	<b>61,8%</b>	<b>70,7%</b>	<b>84,0%</b>	<b>94,9%</b>	<b>105,3%</b>
			<b>31,7%</b>				<b>88,7%</b>		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, hàng không giữa Việt Nam và Đông Nam Á sẽ phục hồi mạnh mẽ từ Quý 3 năm 2022 do xúc tiến du lịch đã được triển khai, tiếp theo là Hàn Quốc, Châu Âu, Nhật Bản, Hoa Kỳ và Ấn Độ trong Quý 4 năm 2022, Quảng bá du lịch Đài Loan và Nga có thể được thực hiện trong Quý 1 năm 2023 Quảng bá du lịch Trung Quốc có thể được thực hiện trong Quý 3 năm 2023. Do đó, tổng số khách quốc tế từ thị trường Đông Nam Á có thể phục hồi trở lại mức trước đại dịch trong quý 1 năm 2023, tiếp theo là Hàn Quốc, Châu Âu, Nhật Bản, Hoa Kỳ trong quý 2 năm 2023, Đài Loan và Nga trong quý 3 năm 2023 và Trung Quốc trong quý 1 năm 2024.

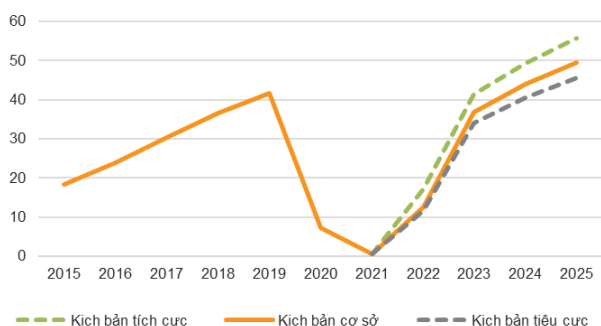
**Hình 8: Ba kịch bản về thời gian phục hồi trước đại dịch của các thị trường du lịch hàng không lớn**

Thời điểm phục hồi về trước dịch	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Kịch bản tích cực	ĐNA	Nhật Bản, Hàn Quốc, Châu Âu, Mỹ	Đài Loan, Nga		Trung Quốc		
Kịch bản cơ sở		ĐNA	Nhật Bản, Hàn Quốc, Châu Âu, Mỹ	Đài Loan, Nga		Trung Quốc	
Kịch bản tiêu cực				Nhật Bản, Hàn Quốc, ĐNA	Châu Âu, Mỹ		Trung Quốc

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

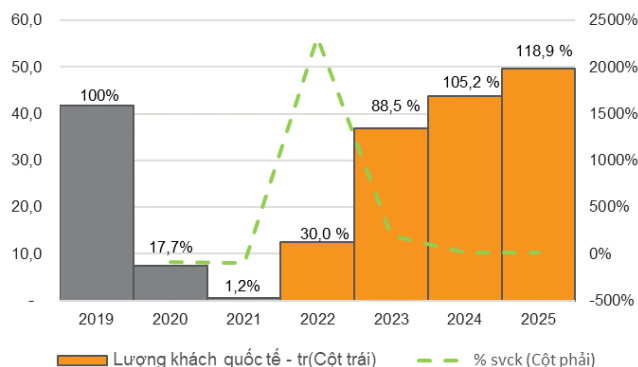
Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế của Việt Nam đạt 12,5 triệu khách trong năm 2022 (so với 0,5 triệu khách trong năm 2021) và có thể tăng 195,2% svck trong năm 2023 - bằng 88,5% mức trước đại dịch. Do kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp hàng không Việt Nam có độ phụ thuộc lớn với hàng không quốc tế nên chúng tôi tin rằng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp này sẽ có sự tăng trưởng vượt bậc kể từ năm 2023 nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường quốc tế. Theo dự báo của chúng tôi, lượng khách quốc tế của Việt Nam có thể phục hồi hoàn toàn về mức trước đại dịch trong năm 2024 (bằng 105,2% mức 2019) và có thể đạt 118,9% mức 2019 trong năm 2025.

**Hình 9: Dự báo của chúng tôi về sản lượng khách quốc tế của Việt Nam trong ba kịch bản (tr khách)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HK VIỆT NAM

**Hình 10: Dự báo sản lượng khách quốc tế trong trung hạn của Việt Nam**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HK VIỆT NAM

## Cơ sở hạ tầng hàng không sẽ lâm vào tình trạng quá tải vào năm 2023-2024

### Đẩy mạnh xây dựng cơ sở hạ tầng hàng không

Theo quy hoạch tổng thể vận tải hàng không của chính phủ, đến năm 2030 Việt Nam sẽ có 28 sân bay bao gồm 15 sân bay nội địa và 13 sân bay quốc tế (từ 22 sân bay bao gồm 13 sân bay nội địa và 9 sân bay quốc tế vào năm 2022):

- Bốn sân bay quốc tế mới đến năm 2030 bao gồm sân bay quốc tế Long Thành (LTIA) và 3 sân bay nội địa nâng cấp (Thọ Xuân, Vinh, Chu Lai).
- Năm sân bay nội địa mới sẽ được phát triển thông qua hình thức BOT là Phan Thiết, Quảng Trị, Sa Pa, Lái Chà, Nà Sản.
- Ngoài ra, một số cảng hàng không trọng điểm sẽ được mở rộng bao gồm sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA), sân bay quốc tế Nội Bài (NIA), sân bay quốc tế Cát Bi, sân bay quốc tế Phú Bài.

Hình 11: Các dự án cơ sở hạ tầng hàng không chính trong những năm tới

Dự án	CAPEX đến năm 2030 (tỷ đồng)	Thời gian triển khai	Công suất bổ sung Nhà đầu tư (tr khách)	Tình trạng hiện tại
Sân bay quốc tế Long Thành	185.600	2020-2030	50,0 ACV	Đang triển khai
Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất	10.990	Q4/22 - Q4/24	20,0 ACV	Nhà ga T3 được thiết kế với công suất 20 triệu khách/năm (+67% công suất thiết kế của Tân Sơn Nhất lên 50 tr khách/năm). Hiện tại, ACV đang đợi bàn giao đất để thực hiện dự án. Giữa tháng 7/2022, Chính phủ đã thông qua nghị quyết số 93/NQ-CP trong đó đồng ý chủ trương Bộ Quốc Phòng bàn giao hơn 27,85 ha đất quốc phòng ở quận Tân Bình để xây dựng nhà ga. 16,05 ha sẽ được bàn giao cho ACV trong tháng 10/22 để xây dựng nhà ga, trong khi 11,8 ha để xây dựng đường nối Trần Quốc Hoàn - Cộng Hòa sẽ được bàn giao sau.
Mở rộng nhà ga T2 Nội Bài	4.983	2023-2025	5,0 ACV	Báo cáo nghiên cứu khả thi của dự án đã được thông qua. Dự án sẽ nâng công suất nhà ga T2 Nội Bài từ 10tr khách/năm lên 15tr khách/năm (Nâng tổng công suất của sân bay Nội Bài từ 25tr khách/năm lên 30tr khách/năm). Đến năm 2025, ACV có kế hoạch triển khai nhà ga T3 và đường băng ở phía nam với công suất 30tr khách/năm và hoàn thành trong năm 20230, nâng tổng công suất của Nội Bài lên 60tr khách/năm vào năm 2030. Đến 2050, tổng công suất của Nội Bài có thể đạt 100tr khách/năm bao gồm 5 đường băng và 4 nhà ga
Nhà ga T2 Phú Bài - Huế	2.249	Q4/19 - Q4/22	5,0 ACV	Dự án có công suất 5 tr khách/năm gồm 4tr khách nội địa và 1 tr khách quốc tế. Dự án đang hoàn thiện nội thất và dự kiến hoàn thành trong tháng 11/22.
Nhà ga T2 Cát Bi - Hải Phòng	2.405	18 tháng kể từ khi được bàn giao đất	5,0 ACV	Vào tháng 7/22, chính phủ đã chấp thuận chủ trương đầu tư nhà ga T2 Cát Bi. Khi hoàn thành, nhà ga T2 sẽ là nhà ga nội địa, và T1 với diện tích 15.630m2 sẽ là nhà ga quốc tế của sân bay Cát Bi. Chính phủ cũng chấp thuận phương án mở rộng sân bay Cát Bi với công suất ước tính 13 tr khách/năm vào năm 2030 và 16,6tr khách/năm vào năm 2040.
Sân bay Phan Thiết	13.833	2019-2024	2,0 BOT	Công tác đền bù và giải phóng mặt bằng đã hoàn thiện. Các nhà thầu đang san nền và làm đường băng (phần công việc của Bộ Quốc Phòng). Chính phủ đang đánh giá lại năng lực của các nhà đầu tư để đảm bảo việc khởi công xây dựng phần nhà ga trong đầu năm 2023 và dự kiến hoàn thành trong năm 2024.
Sân bay SaPa	3.651	Q1/23-2025	1,5 BOT	Dự án đang trong giai đoạn lựa chọn nhà thầu, mục tiêu khởi công đầu 2023 và hoàn thành trong năm 2025
Sân bay Quảng Trị	2.913	Q1/23-2025	1,0 group	UBND tỉnh Quảng Trị đã giao tập đoàn T&T chuẩn bị báo cáo nghiên cứu khả thi, dự kiến khởi công trong Q1/23 và hoàn thành trong 2025.
Sân bay Nà Sản	2.500	Q1/23-2025	1,0 BOT	Dự án đang trong giai đoạn lựa chọn nhà thầu, mục tiêu khởi công đầu 2023 và hoàn thành trong năm 2025
Sân bay Lai Châu	4.350	Q1/23-2025	0,5 BOT	Dự án đang trong giai đoạn lựa chọn nhà thầu, mục tiêu khởi công đầu 2023 và hoàn thành trong năm 2025
Sân bay Điện Biên	1.467	Q1/23-2025	0,2 ACV	Dự án đang trong giai đoạn lựa chọn nhà thầu, mục tiêu khởi công đầu 2023 và hoàn thành trong năm 2025

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Sân bay quốc tế Long Thành đang theo đúng tiến độ

Cảng hàng không quốc tế Long Thành (LTIA) chính thức được giao cho ACV làm nhà phát triển chính vào ngày 20-11. Tổng vốn đầu tư của LTIA khoảng 15 tỷ USD với tổng công suất 100 triệu khách. Dự án gồm 3 giai đoạn, trong đó giai đoạn 1 có thể phục vụ 25 triệu lượt khách với chi phí đầu tư 4,3 tỷ USD (99.000 tỷ đồng). ACV đã khởi công xây dựng giai đoạn 1 vào ngày 20/12 và dự kiến hoàn thành vào 02/09/2025. Dự án bao gồm 4 dự án thành phần, tiến độ hiện tại như sau:

- Dự án thành phần 1 (đang chậm tiến độ): Xây dựng trụ sở cơ quan quản lý nhà nước, Bộ Giao thông vận tải đã chấp thuận chủ trương đầu tư xây dựng trụ sở Cảng vụ hàng không, nhưng các cơ quan chưa bố trí vốn xây dựng trụ sở.
- Dự án thành phần 2 (đúng tiến độ): Xây dựng công trình phục vụ điều hành bay do Tổng công ty Quản lý bay Việt Nam làm chủ đầu tư đã mở thầu gói thầu xây dựng móng tháp không lưu, dự kiến khởi công vào ngày 22/10.
- Dự án thành phần 3 (đúng tiến độ): Thi công các công trình thiết yếu, ACV làm chủ đầu tư đã san lấp mặt bằng được 15,97tr m3/115 tr m3 (đạt 13,9%), hoàn thành phần móng cọc (1.545 cọc) cho khu vực ga. ACV đã phát hành hồ sơ mời thầu gói thầu nhà ga, dự kiến khởi công vào ngày 22/11. Hiện cơ quan chuyên môn của Bộ GTVT đã có ý kiến về hồ sơ thiết kế kỹ thuật. Đối với các hạng mục công trình phụ trợ, ACV đang lựa chọn đơn vị tư vấn thiết kế kỹ thuật.
- Dự án thành phần 4 (đúng tiến độ): Xây dựng các công trình dịch vụ khác, có 2/11 dự án đang được Cục Hàng không Việt Nam (Cục

HKVN) làm thủ tục lựa chọn nhà đầu tư. 9/11 dự án đang đăng thông tin để tìm kiếm nhà đầu tư tham gia.

**Hình 12: Kế hoạch xây dựng Cảng hàng không quốc tế Long Thành**

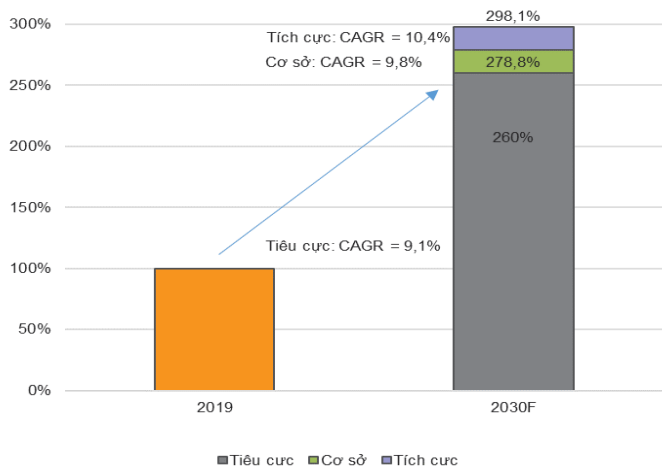
Hạng mục	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25
Đền bù và giải phóng mặt bằng										
Rà soát bom mìn										
Xây dựng tường rào cho 5.000 ha										
Thiết kế kỹ thuật										
San nền thoát nước										
Xây dựng móng										
Xây dựng nhà ga và các công trình liên quan										
Xây dựng khu bay										
Xây dựng các tòa nhà quản lý										
Xây dựng các công trình phục vụ quản lý bay										
Hệ thống hỗ trợ										
Chính thức vận hành										

Nguồn: CỤC HK VIỆT NAM, VNDIRECT RESEARCH

Nếu giai đoạn 1 hoàn thành đúng thời hạn, Cảng hàng không quốc tế Long Thành sẽ là động lực tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam từ năm 2025 trở đi. Cảng hàng không quốc tế Long Thành được định vị để trở thành một trung tâm trung chuyển mới ở Đông Nam Á, cạnh tranh với các trung tâm khác trong khu vực như Sân bay Changi của Singapore, Sân bay Suvarnabhumi của Bangkok và Sân bay Quốc tế Hồng Kông. Sau khi giai đoạn 3 của Cảng hàng không quốc tế Long Thành hoàn thành, Cảng hàng không quốc tế Long Thành sẽ xử lý 80% lượng hành khách quốc tế và 20% lượng hành khách từ/đến TP.HCM, theo quy hoạch tổng thể của Cục Hàng không Việt Nam tầm nhìn đến năm 2050.

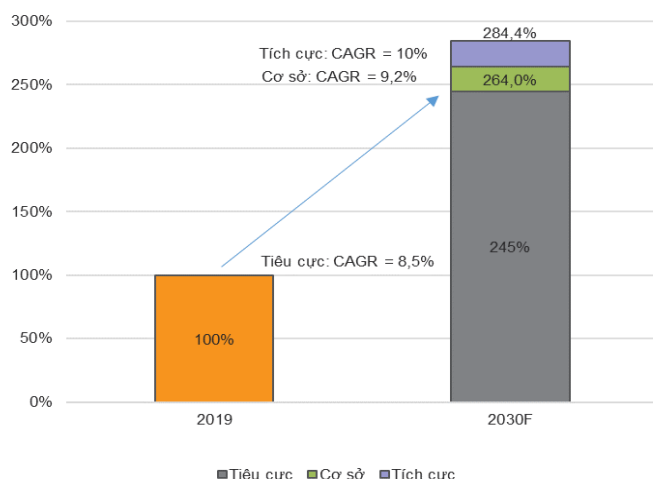
**Thiếu hụt cơ sở hạ tầng hàng không có thể trở nên nghiêm trọng hơn vào năm 2023-2024 trước khi được nối lỏng từ năm 2025**

**Hình 13: Dự báo lượng hành khách nội địa của Việt Nam trong giai đoạn 2019-2030**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HK VIỆT NAM

**Hình 14: Dự báo lượng hành khách quốc tế của Việt Nam trong giai đoạn 2019-2030**



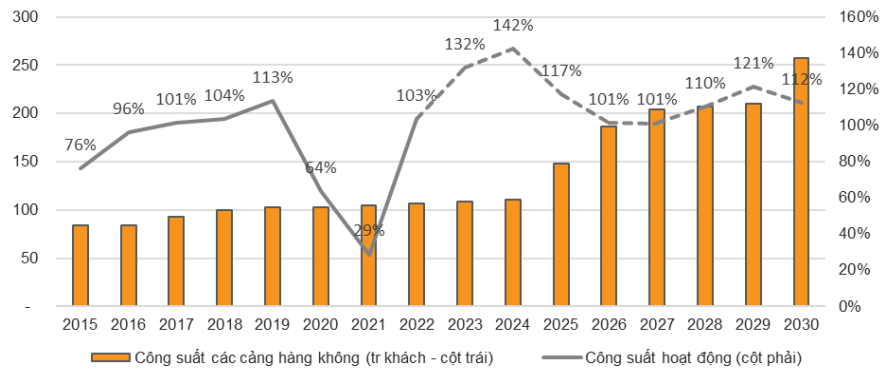
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HK VIỆT NAM

Chính phủ dự kiến tổng lượng hành khách thông qua sẽ tăng 9,6% mỗi năm trong giai đoạn 2019-2030, trong đó sản lượng hành khách nội địa thông qua sẽ tăng 9,8%/năm, trong khi lượng hành khách quốc tế sẽ tăng 9,2%/năm, trong một kịch bản cơ bản. Chính phủ cũng đang trích lập một khoản dự phòng nhỏ cho cả rủi ro giảm và rủi ro tăng của tốc độ tăng trưởng kép tổng lưu lượng giai đoạn 2019-2030 với giá trị tuyệt đối là 0,7 điểm %. Chúng tôi tin rằng đây là mức tăng trưởng có thể đạt được vì bên cạnh việc nâng cao năng lực tại các sân bay của Việt Nam, nhu cầu hàng không của Việt Nam



tăng trưởng tiềm năng cũng rất lớn tạo nên sự tăng trưởng mạnh mẽ của hàng không Việt Nam trong thời gian qua.

**Hình 15: Dự phóng công suất hoạt động các cảng hàng không Việt Nam đến năm 2030**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HK VIỆT NAM

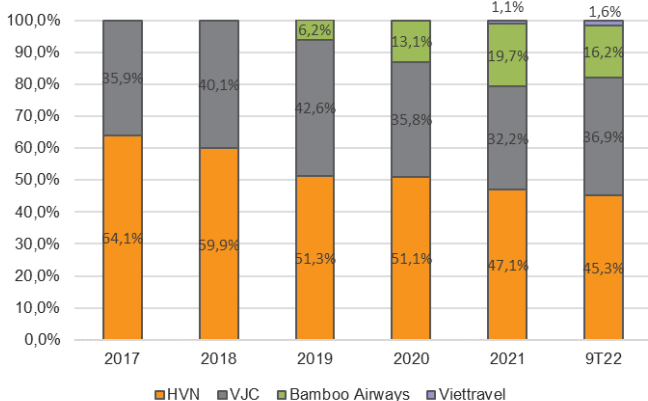
Tuy nhiên, do nhiều dự án hạ tầng hàng không trọng đang đang xây dựng, cơ sở hạ tầng không thể theo kịp với nhu cầu tăng trưởng trong ngắn hạn và cơ sở hạ tầng hàng không Việt Nam có thể gặp tình trạng quá tải trong giai đoạn 2023-2024 khi lượng khách du lịch quốc tế dự kiến sẽ phục hồi mạnh mẽ. Chúng tôi ước tính các sân bay hàng không Việt Nam có thể hoạt động ở mức 132%/142% tổng công suất thiết kế trong giai đoạn 2023-2024, trước khi giảm tải từ năm 2025 khi nhiều dự án cơ sở hạ tầng hàng không quan trọng ra mắt như sân bay Long Thành, nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và dự án mở rộng nhà ga T2 ở Nội Bài.

**Các hãng hàng không: triển vọng phục hồi bị lu mờ bởi giá nhiên liệu cao, biến động tỷ giá hối đoái và lãi suất tăng**

**VJC có sự phục hồi lưu lượng chuyến bay tốt nhất so với các đối thủ trong nước**

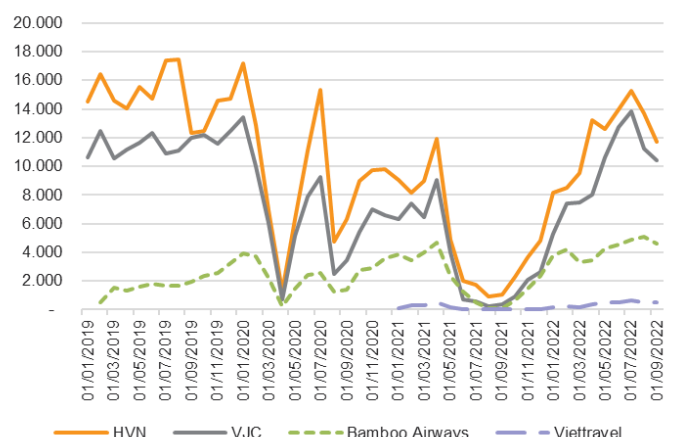
Thị phần của các hãng hàng không đã thay đổi rất nhiều từ năm 2017. HVN chứng kiến thị phần giảm dần qua từng năm, từ 54,1% năm 2017 xuống còn 45,3% trong 9T22, trong khi VJC và Bamboo Airways đang dần chiếm lĩnh thị phần. Trong số các hãng hàng không, VJC có sự phục hồi mạnh mẽ nhất về số lượng chuyến bay với mức tăng trưởng 9T22 là 147,8% svck, tiếp theo là HVN (119,3% svck) và Bamboo Airways (87,6% svck).

**Hình 16: Thị phần của các hãng hàng không về tổng số chuyến bay**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HK VIỆT NAM

**Hình 17: Tổng số chuyến bay mỗi tháng của các hãng hàng không**

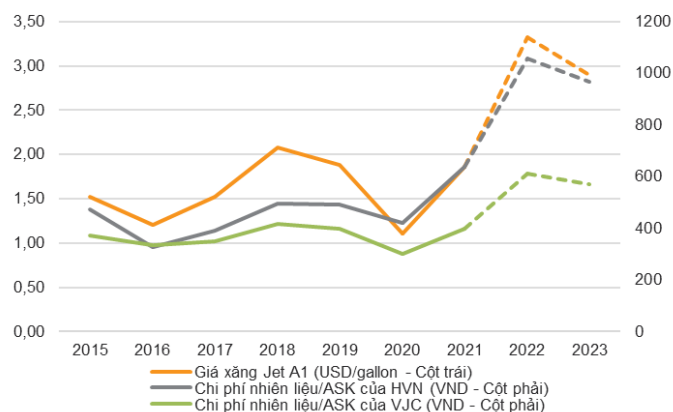


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HK VIỆT NAM

### Giá nhiên liệu tăng gây nhiều khó khăn cho các hãng hàng không tuy nhiên LCC ít bị ảnh hưởng hơn FSC

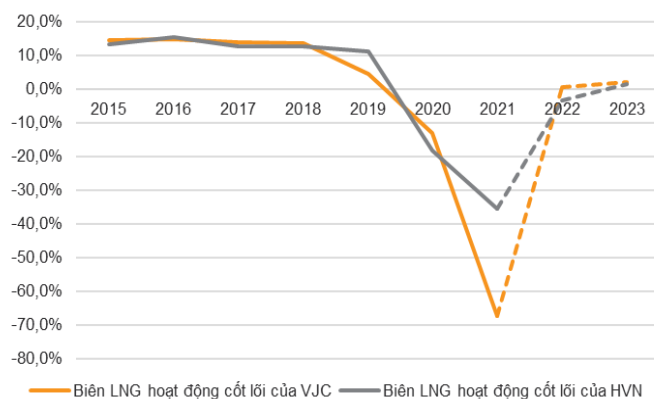
Do căng thẳng giữa Nga và Ukraine, chúng tôi kỳ vọng giá nhiên liệu Jet A1 toàn cầu sẽ tăng 79,2% svck vào năm 2022 trước khi hạ nhiệt 13,0% svck vào năm 2023. Giá xăng máy bay năm 2022-23 duy trì ở mức cao nhất kể từ năm 2015, gây nhiều khó khăn cho các hãng hàng không.

**Hình 18: Dự báo lượng hành khách nội địa của Việt Nam trong giai đoạn 2019-2030**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 19: Biên lợi nhuận gộp của các hãng hàng không trong năm 2015-2023**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

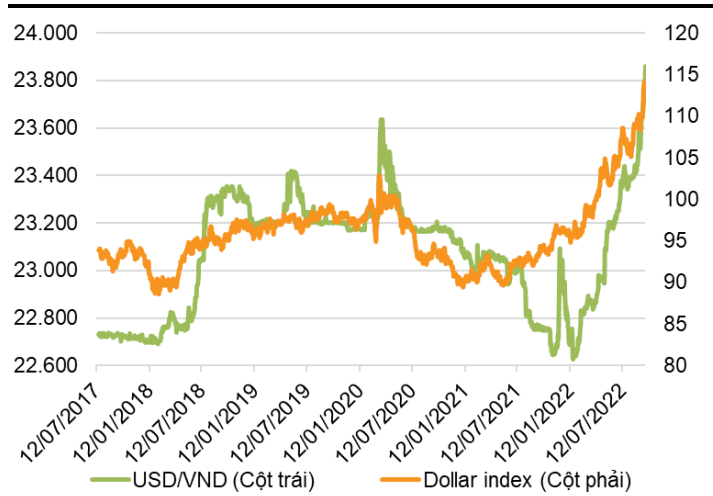
Trước tình hình nhiên liệu máy bay ngày càng tăng, chúng tôi tin rằng các hãng hàng không giá rẻ (LCC) sẽ ít bị ảnh hưởng hơn so với các hãng hàng không truyền thống (FSC). Mức tiêu thụ nhiên liệu của máy bay phụ thuộc chặt chẽ vào trọng lượng của nó. Máy bay đường dài thường là máy bay thân rộng, công suất và trọng lượng lớn. Ngoài ra, các chuyến bay đường dài cũng cần nhiều nhiên liệu khiến máy bay nặng hơn. Ngược lại, máy bay đường ngắn thường là máy bay thân hẹp, trọng lượng nhẹ hơn nên tốn ít nhiên liệu cất cánh và duy trì độ cao hơn so với máy bay đường dài. Máy bay của VJC đều là máy bay thân hẹp, đường ngắn nên mức tiêu thụ nhiên liệu trung bình/ASK thấp hơn so với HVN- khoảng 30% số máy bay của HVN là máy bay đường dài thân rộng. Chi tiết về tác động của hai mô hình như sau:

- Do giá nhiên liệu máy bay tăng trong giai đoạn 2022-2023, chúng tôi dự báo chi phí nhiên liệu/ghé luân chuyển (ASK) của HVN sẽ thay đổi 65,4%/- 8,3% svck trong khi chi phí nhiên liệu/ASK của VJC chỉ thay đổi 54,3%/- 7,1% svck trong năm 2022-2023
- Ngoài ra, mặc dù giá nhiên liệu máy bay tăng, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của VJC sẽ khả quan trong năm 2022-2023 khoảng 0,4%/2,0% trong khi đó biên lợi nhuận gộp của HVN có thể chỉ đạt -3,5%/1,4% trong năm 2022-2023.

### Lãi suất tăng và đồng USD mạnh lên cũng ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh và kế hoạch mở rộng đội bay của các hãng hàng không

Đồng USD mạnh lên gây áp lực lên tỷ giá USD/VND, khiến tỷ giá USD/VND trong liên ngân hàng chạm mức cao nhất trong lịch sử. Lãi suất LIBOR 3 tháng tính bằng USD cũng đạt mức cao nhất trong hơn 10 năm sau khi FED tăng lãi suất gần đây. Đồng USD tăng giá và lãi suất USD tăng mạnh có tác động tiêu cực đến các doanh nghiệp thâm dụng vốn như các hãng hàng không, khi hầu hết các hãng hàng không tài trợ cho đội bay của họ bằng USD.

**Hình 20: Chỉ số USD đạt đỉnh hơn 20 năm**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Hình 21: Lãi suất LIBOR kỳ hạn 3 tháng tính bằng USD cũng đạt đỉnh hơn 10 năm (%)**



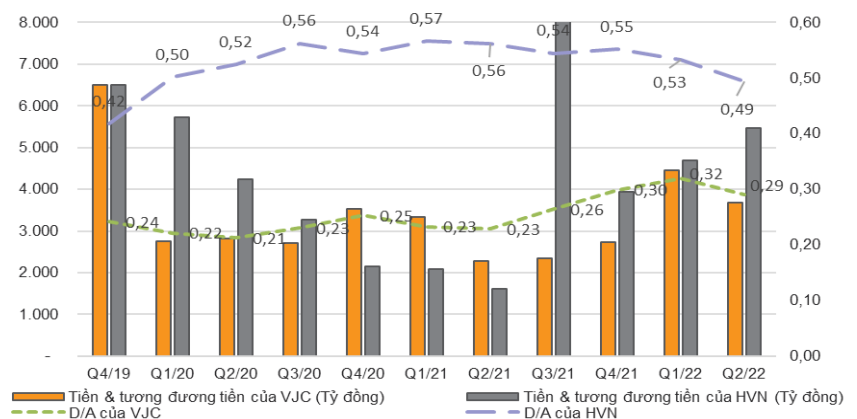
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TRADING ECONOMICS

Theo quan điểm của chúng tôi, trong điều kiện tỷ giá biến động và lãi suất USD tăng cao, những khó khăn mà các hãng hàng không phải đối mặt bao gồm:

- Đồng USD mạnh hơn khiến các hãng hàng không bị lỗ tỷ giá khi đánh giá lại các khoản nợ bằng USD. Ngoài ra, chi phí đầu tư máy bay (bán bằng USD) cũng trở nên đắt đỏ hơn khiến việc mở rộng đội bay của các hãng hàng không khó khăn hơn. Tuy nhiên, những khó khăn này phần nào được giảm bớt khi các hãng hàng không có nguồn thu từ USD khi bán vé quốc tế.
- Lãi suất tăng trong khi lãi suất tài trợ cho đội bay hiện tại thường cố định nên chi phí lãi vay không bị ảnh hưởng nhiều. Tuy nhiên khi tài trợ cho đội bay mới trong giai đoạn này, các hãng hàng không phải vay với lãi suất cao hơn và có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh trong tương lai.

Đối với các hãng hàng không trong nước, HVN có tỷ trọng cho vay bằng USD trên tổng dư nợ lớn nhất (66,3%) với số dư vay USD là 21.815 tỷ đồng đến ngày 30/06/2022; trong khi tỷ trọng của VJC chỉ là 17,2% với số dư 3.227 tỷ đồng, do đó VJC ít phải chịu rủi ro hơn liên quan đến đồng USD mạnh lên và lãi suất USD tăng. Hơn nữa, tỷ lệ đòn bẩy của VJC an toàn hơn HVN, cho phép VJC có khả năng tài trợ cho việc mở rộng đội bay nhằm phục hồi hoạt động vận tải hàng không quốc tế trong giai đoạn tới. Ngược lại, quy mô đội bay của HVN giảm sẽ làm giảm tiềm năng phục hồi của HVN trong khi Bamboo Airways gặp phải các vấn đề trong giai đoạn tái cơ cấu.

**Hình 22: Đòn bẩy tài chính của các hãng hàng không**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Đối với VJC, chúng tôi có đánh giá như sau:

- Vị thế là hàng hàng không giá rẻ hàng đầu Việt Nam, chiếm thị phần khách nội địa lớn nhất với thị phần ước tính 40% trong năm 2020. VJC cũng chiếm thị phần khách quốc tế thứ 2 trong số các hãng hàng không Việt Nam.
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách nội địa của VJC tăng 245,4% svck trong năm 2022. Tăng trưởng có thể chậm lại đạt mức 12% svck trong năm 2023 từ mức nền cao của 2022. Đối với đường bay quốc tế, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khách của VJC có thể đạt 2,43tr khách trong năm 2022 (so với 0,1tr khách năm 2021) và có thể tăng 223% svck trong năm 2023 đạt 7,83 tr khách (97,4% mức cơ sở 2019). Chúng tôi tin rằng rủi ro về chính sách zero-covid thấp hơn đối với VJC do tỷ lệ khách Trung Quốc trên tổng lượng khách của VJC trước dịch khá thấp. Chúng tôi ước tính LN ròng của VJC có thể đạt 1.317 tỷ trong năm 2022 từ mức 175 tỷ trong năm 2021, sau đó tăng 168,3% svck trong năm 2023 đạt 3.533 tỷ đồng.
- VJC là hãng hàng không có tỷ lệ đòn bẩy thấp nhất hiện tại, điều này có thể đảm bảo cho các kế hoạch phát triển đội bay trong tương lai. Do đó, chúng tôi cho rằng VJC có nhiều cơ hội để nắm bắt sự phục hồi của ngành hàng không Việt Nam trong thời gian tới.

**Nhà ga hàng hóa hàng không: những bất ổn địa chính trị hạn chế hoạt động của hàng hóa hàng không toàn cầu**

Mặc dù thương mại hàng hóa toàn cầu đã tăng trở lại kể từ ngày 22 tháng 5, nhưng khối lượng vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không toàn cầu (tấn-km - CTK) vẫn chưa có sự phục hồi (Hình 23), khiến CTK toàn cầu 8T22 giảm 5,4% so với cùng kỳ năm ngoái do:

- Giá cước hàng không hiện nay trở nên kém hấp dẫn hơn. Thương mại hàng hóa toàn cầu phục hồi chủ yếu nhờ hoạt động mạnh mẽ ở Châu Mỹ Latinh nhưng phần lớn lượng vận chuyển bằng vận tải biển.
- Các đơn đặt hàng xuất khẩu mới của các thị trường lớn - trước đây là chỉ số hàng đầu cho các lô hàng vận chuyển bằng đường hàng không, tuy nhiên xu hướng giảm do các lệnh trừng phạt Nga đã làm gián đoạn hoạt động sản xuất tại các thị trường này (Hình 24). Các đơn đặt hàng xuất khẩu của Trung Quốc cũng giảm hơn nữa xuống dưới mốc 50 do chính sách zero-covid.
- Tuy nhiên, dữ liệu CTK mới nhất theo khu vực tuyến đường (Hình 25) cho thấy sự phục hồi ở một số tuyến bao gồm (1) trong phạm vi Châu Á và Bắc Mỹ - Châu Á do hạn chế đi lại quốc tế dễ dàng ở Châu Á, (2) Bắc Mỹ và Châu Âu nhờ sự hỗ trợ từ Mỹ đến Ukraine.

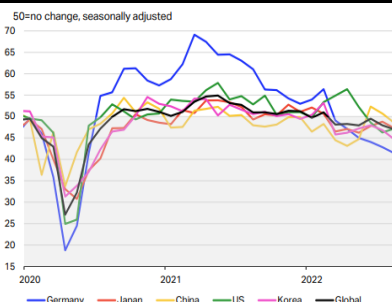
Cùng những khó khăn của thị trường toàn cầu, sản lượng hàng hóa đường hàng không của Việt Nam trong 9T22 giảm 3,1% svck xuống 1,0 tr tấn.

**Hình 23: Thương mại toàn cầu tăng trở lại nhưng lượng hàng hóa hàng không vẫn giảm**



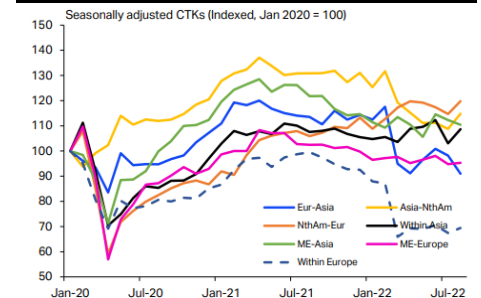
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IATA

**Hình 24: Các đơn hàng xuất khẩu mới đang bị thu hẹp ở tất cả các thị trường**



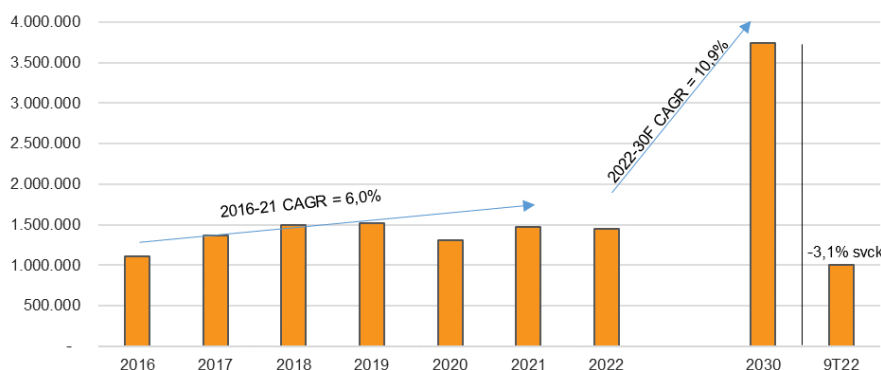
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IATA

**Hình 25: CTK theo khu vực tuyến đường**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IATA

**Hình 26: Sản lượng hàng hóa hàng không dự báo giảm 2,2% svck trong năm 2022 nhưng có thể tăng trưởng kép 10,9% giai đoạn 2022-2030 (đơn vị: tấn)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HK VIỆT NAM, TCTK

Tuy nhiên, chúng tôi hy vọng triển vọng thị trường hàng hóa hàng không toàn cầu sẽ trở nên tươi sáng hơn từ năm 2023, dựa vào các nguyên nhân:

- Việc nới lỏng thêm các hạn chế COVID-19 ở Trung Quốc, bao gồm cả việc mở lại các nhà máy ở quốc gia này cũng sẽ hỗ trợ sự phục hồi của thị trường hàng hóa hàng không toàn cầu trong giai đoạn tới.
- Các hạn chế di chuyển quốc tế ở châu Á sẽ tiếp tục được nới lỏng, điều này sẽ giúp công suất vận tải hàng không gia tăng và giá cước vận tải hàng không sẽ trở nên hấp dẫn.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa hàng không Việt Nam sẽ đi ngang trong Q4/22 dựa vào những nguyên nhân sau: (1) bất ổn địa chính trị trên toàn thế giới, (2) lạm phát và lãi suất gia tăng có thể thu hẹp sản xuất toàn cầu, đưa sản lượng hàng hóa hàng không 2022 giảm 2,2% svck năm ngoài. Tuy nhiên, về lâu dài, thị trường hàng hóa hàng không Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng với mục tiêu của chính phủ là trở thành một "trung tâm sản xuất" của thế giới. Cục HKVN ước tính tăng trưởng kép khối lượng hàng hóa hàng không trong giai đoạn 2022-30 là 10,9%.

Đối với một doanh nghiệp tiềm năng nhất trong phân khúc – SCS, chúng tôi có những đánh giá như sau:

- Trong 9 tháng đầu năm 2022, khối lượng hàng hóa hàng không của SCS tăng 6,9% svck với đóng góp chủ yếu từ khối lượng hàng hóa quốc tế (+15,9% svck) với sản lượng điện thoại di động và thiết bị điện tử vẫn duy trì ở mức mạnh mẽ. Doanh thu 9 tháng đầu năm 2022 tăng 13,7% svck năm ngoài với biên LN gộp tăng 1,76% svck năm ngoài, dựa vào mức đóng góp cao hơn của hàng hóa quốc tế với phí dịch vụ cao hơn. Với đóng góp của thu nhập tài chính (+68,5% svck) nhờ tiền gửi cao hơn, LN ròng 9 tháng đầu năm 2022 tăng 20,5% svck năm ngoài. Đối với năm 2022, chúng tôi hy vọng LN ròng của SCS sẽ tăng 25,8% svck năm ngoài vì quý 4 là mùa cao điểm. Tăng trưởng LN ròng có thể chậm lại vào năm 2023 (+5,3% svck) vì công ty sẽ phải chịu mức thuế suất bình thường 20% từ năm 2023.
- Về lâu dài, chúng tôi tin rằng SCS có thể nắm bắt cơ hội từ sự tăng trưởng sản lượng hàng hóa hàng không của Cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất bằng cách mở rộng công suất hiện tại từ 200.000 tấn/năm lên 350.000 tấn/năm trong khi đối thủ cạnh tranh duy nhất của SCS là Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS) không thể mở rộng thêm (không có kế hoạch mở rộng, hiệu suất sử dụng của SCS năm 2022 ước tính ở mức 120%). Chúng tôi tin rằng các công ty cảng hàng không có khả năng mở rộng công suất như SCS sẽ được hưởng lợi từ sự tăng trưởng ổn định này.

- Bên cạnh đó, SCS đang cung cấp cho Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) những thông tin ý nghĩa về cách bố trí cảng hàng hóa hàng không dựa trên kinh nghiệm của SCS trong việc xây dựng LTIA. Chúng tôi tin rằng SCS có nhiều lợi thế trong việc đấu thầu nhà cảng hàng hóa hàng không ở LTIA và đây là một rủi ro đối với tăng giá mạnh mẽ của SCS.

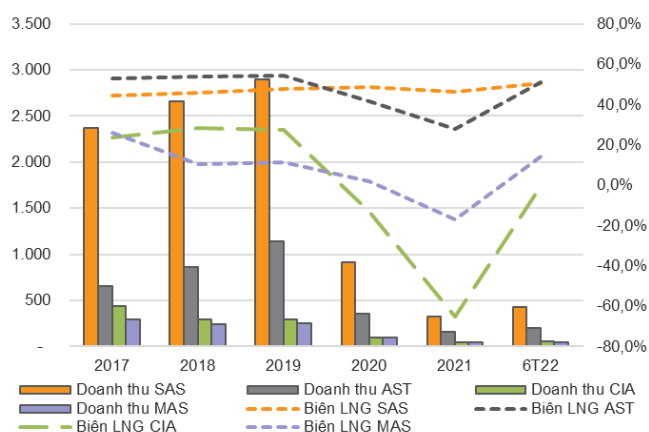
### Bán lẻ sân bay: Chờ đợi du khách quốc tế

Bán lẻ sân bay là một mô hình kinh doanh có lợi nhuận tuyệt vời nhờ độ nhạy cảm về giá thấp trong hành vi tiêu dùng của khách du lịch, dẫn đến khả năng của nhà bán lẻ sân bay trong việc đặt giá hàng hóa cao hơn nhiều cho biên LN gộp cao mà không làm giảm sức mua. Chi phí hoạt động chủ yếu bao gồm giá vốn hàng bán, chi phí nhân viên bán hàng và chi phí thuê mặt bằng, tất cả đều tương đối ổn định và dễ kiểm soát. Hàng hóa bán được thanh toán bằng tiền mặt với doanh thu tương đối nhanh, dẫn đến các khoản phải thu thấp, hàng tồn kho thấp và yêu cầu vốn lưu động thấp. Tuy nhiên, ngành bán lẻ sân bay có rào cản gia nhập cao, đặc biệt là tại các sân bay trọng điểm do:

- Không gian sân bay hạn chế;
- Hầu hết các hợp đồng cho thuê cửa hàng sân bay đều cho phép bên thuê kéo dài thời gian thuê khi thời hạn kết thúc, gây khó khăn cho các đối thủ cạnh tranh mới tham gia, hoặc thậm chí các doanh nghiệp hiện tại trong việc mở rộng chuỗi cửa hàng của họ.

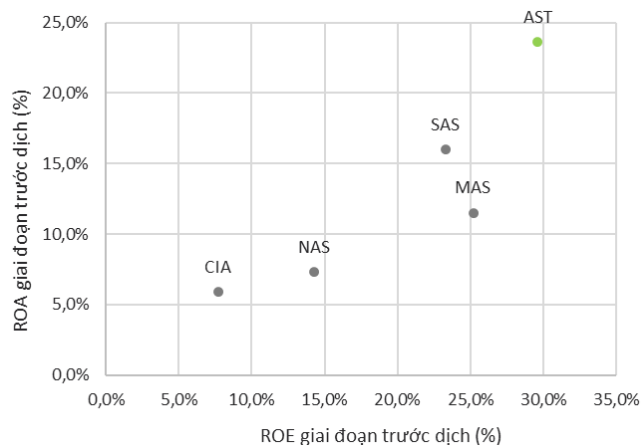
Do đó, không có nhiều chỗ cho các nhà bán lẻ sân bay mở rộng phân khúc bán lẻ sân bay trước năm 2019. Sự xuất hiện của đại dịch Covid-19 đã gây ra những khó khăn nặng nề cho ngành hàng không, tuy nhiên mang lại cơ hội cho các doanh nghiệp có thể lực tài chính vững mạnh có thể đứng vững và mở rộng chuỗi bán lẻ giữa đại dịch.

Hình 27: Biên LN gộp bán lẻ sân bay chạm đáy năm 2021 và bắt đầu phục hồi từ năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 28: Lợi nhuận của AST vượt trội so với các công ty cùng ngành trong nước ở giai đoạn trước đại dịch (dữ liệu tính đến năm 2019)

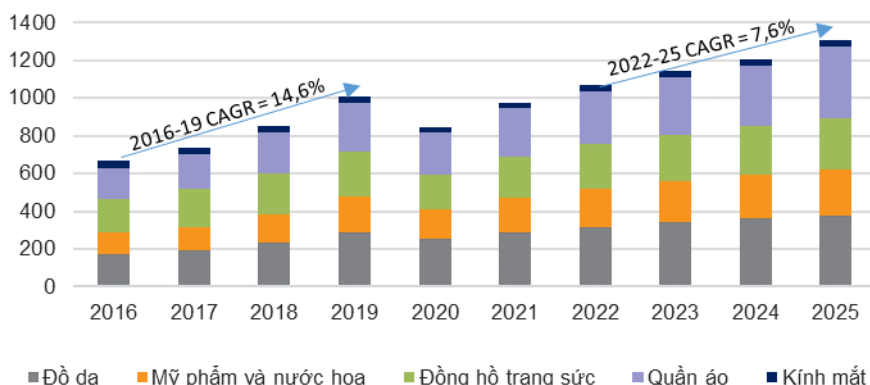


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Các công ty bán lẻ sân bay đang chứng kiến biên LN gộp của họ gần như quay trở lại mức trước đại dịch vào 6 tháng đầu năm 2022. Tuy nhiên, do hoạt động kinh doanh bán lẻ sân bay có mối tương quan cao với hành khách quốc tế, doanh thu bán lẻ sân bay hiện tại vẫn còn thấp. Với kỳ vọng phục hồi giao thông hàng không quốc tế từ Q4/22, chúng tôi tin rằng kết quả của các công ty bán lẻ sân bay có thể phục hồi với thu nhập dương vào năm 2022 và có thể tăng mạnh từ năm 2023 khi lượng khách quốc tế phục hồi mạnh mẽ. Trong số các nhà bán lẻ sân bay, chúng tôi đánh giá cao AST vì họ đã biến những thách thức thành cơ hội để mở rộng kinh doanh trong bối cảnh toàn bộ ngành hàng không đang bị ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch Covid-19.

AST cũng là doanh nghiệp có lợi nhuận cao nhất trong số các công ty cùng ngành trong giai đoạn trước đại dịch.

**Hình 29: Giá trị thị trường hàng hoá xa xỉ của Việt Nam trong giai đoạn 2016-25 (tr USD)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WORLDBANK

Theo quan điểm của chúng tôi bán lẻ miễn thuế là ngành kinh doanh tiềm năng nhất của phân khúc bán lẻ sân bay trong những năm tới. Theo Adroit Market Research, thị trường bán lẻ miễn thuế toàn cầu dự kiến sẽ có giá trị 112,75 tỷ USD vào năm 2025, tương đương tốc độ tăng trưởng kép ở 6,5% trong giai đoạn 2022-25. Số lượng các hãng hàng không giá rẻ ngày càng tăng dẫn đến sự gia tăng số lượng khách du lịch, điều này càng thúc đẩy doanh số bán hàng của một số hàng hóa tại các cửa hàng bán lẻ miễn thuế ở các khu vực khác nhau bao gồm cả sân bay. Sự gia tăng số lượng khách du lịch nước ngoài tại Việt Nam là khía cạnh then chốt thúc đẩy sự phát triển của thị trường bán lẻ miễn thuế. Theo Statista, doanh thu các mặt hàng xa xỉ của Việt Nam trong giai đoạn 2016-19 đã tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép là 14,6% và có thể tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép 7,6% trong giai đoạn 2022-25 từ mức cao trong năm 2021. Đây là yếu tố ủng hộ mạnh mẽ cho triển vọng bán lẻ miễn thuế Việt Nam trong những năm tới.

### Ba rủi ro lớn có thể ảnh hưởng đến triển vọng ngành hàng không

Mặc dù hàng không Việt Nam có cơ hội lớn để phục hồi trong giai đoạn hậu đại dịch, nhưng chúng tôi vẫn thấy ba rủi ro lớn có thể ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng ngành hàng không bao gồm:

- Trong bối cảnh thị trường dầu thô vốn đã thắt chặt trên toàn cầu, căng thẳng giữa Nga và Ukraine đã làm trầm trọng thêm tình trạng này, thúc đẩy giá dầu Brent chạm mức cao nhất kể từ năm 2008. Hiện tại, có nhiều yếu tố khó lường có thể khiến giá dầu vẫn duy trì ở mức cao. Giá dầu cao hơn dự kiến dẫn đến gia tăng chi phí hoạt động của các hãng hàng không, điều này có thể nâng giá vé và giảm nhu cầu đi lại bằng đường hàng không.
- Chính sách Zero-Covid của Trung Quốc cũng ảnh hưởng tiêu cực đến sự phục hồi của ngành hàng không Việt Nam khi Trung Quốc chiếm 35% lượng khách quốc tế đến Việt Nam trong giai đoạn trước đại dịch. Chừng nào Trung Quốc còn tuân theo chiến lược này, chúng tôi tin rằng du lịch song phương giữa Việt Nam và Trung Quốc khó có thể phục hồi về mức trước đại dịch.
- Bên cạnh việc ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh và mở rộng đội bay của các hãng hàng không hiện tại, tỷ giá USD/VND tăng và lãi suất USD tăng cũng có thể ảnh hưởng đến việc vay vốn đầu tư cơ sở hạ tầng hàng không bằng USD trong các giai đoạn tới. Trong đó, ACV dự kiến vay 2,5 tỷ USD cho siêu dự án cảng hàng không quốc

tế Long Thành giai đoạn 1, trong đó ACV dự kiến giải ngân lần lượt 0,37 tỷ USD/0,87 tỷ USD/1,26 tỷ USD trong 3 năm 2022/2023/2024.

### **Cổ phiếu ưa thích: ACV, AST**

#### **Tại sao lại là cổ phiếu ngành hàng không ở thời điểm hiện tại?**

Thị trường hàng không nội địa đã chứng kiến sự tăng trưởng đáng kể gần đây và bù đắp cho tăng trưởng tiềm năng bị mất trong thời kỳ đại dịch. Tuy nhiên, tỷ trọng doanh thu từ thị trường trong nước không nhiều, mà chủ yếu đến từ thị trường quốc tế (trong giai đoạn trước đại dịch, doanh thu từ thị trường trong nước chỉ chiếm khoảng 35% tổng doanh thu, còn lại từ thị trường quốc tế). Chúng tôi tin rằng giao thông hàng không quốc tế Việt Nam sẽ phục hồi mạnh mẽ từ Q4/22, dẫn đến sự phục hồi và tăng trưởng mạnh mẽ của các doanh nghiệp trong ngành hàng không. Sự sụt giảm gần đây của thị trường đã đưa giá cổ phiếu của nhiều doanh nghiệp hàng không về mức định giá hấp dẫn với kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ trong các giai đoạn tới, do đó chúng tôi tin rằng đây là thời điểm tốt để tích lũy cổ phiếu ngành hàng không.

Chúng tôi lựa chọn những đại diện tốt nhất của từng phân khúc có tốc độ tăng trưởng và yếu tố hỗ trợ mạnh mẽ trong giai đoạn 2023-24, bao gồm ACV, AST.

#### **Tổng công ty Cảng Hàng không Việt Nam (ACV VN, Khả quan, Giá mục tiêu: 114.000 đồng/cp)**

Theo quan điểm của chúng tôi, ACV là một cổ phiếu thú vị cho chân trời đầu tư dài hạn, dựa vào:

- Phục hồi vững chắc kết quả kinh doanh trong những năm tới. Đối với năm 2022, LN ròng của ACV có thể tăng 1.003,7% lên 5.291 tỷ đồng nhờ sự phục hồi của lượng khách nội địa và thu nhập tài chính. Đối với năm 2023, nếu có được sự phục hồi mạnh mẽ dự kiến lượng khách quốc tế (+218,47% svck), LN ròng dự phóng trong 2023 của ACV có thể tăng 73,4% svck năm ngoái lên mức 8.975 tỷ VNĐ.
- Trong báo cáo tài chính hợp nhất đã được kiểm toán của ACV, vẫn còn 2 vấn đề nhấn mạnh, bao gồm (1) ACV chưa có quyết định hoàn tất cổ phần hóa ACV kể từ khi chuyển đổi thành công ty cổ phần từ cấp có thẩm quyền và (2) ACV chưa có quyết định phê duyệt giá trị tài sản sân bay của Bộ Giao thông Vận tải. Chúng tôi tin rằng khi những vấn đề này được giải quyết, ACV sẽ rộng mở để niêm yết trên sàn HSX trong tương lai.
- Kế hoạch tiềm năng chia cổ tức bằng cổ phiếu: Chính phủ đã chấp thuận cho ACV giữ lại LN trước năm 2021 để tái đầu tư. Tính đến cuối năm 2020, thu nhập chưa phân phối của ACV là 9.705 tỷ đồng, tương đương với kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu tiềm năng 44% trong năm 2022. Chúng tôi tin rằng đây là chất xúc tác mạnh mẽ cho ACV trong những giai đoạn tới.

#### **Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng không Taseco (AST, Khả quan, Giá mục tiêu: 85.700 đồng/cp)**

- Sở hữu chuỗi cửa hàng bán lẻ sân bay lớn nhất Việt Nam với tổng cộng 108 cửa hàng bao phủ tất cả các sân bay trọng điểm Việt Nam.
- Bán lẻ sân bay cũng là một mô hình kinh doanh có lợi nhuận tuyệt vời nhờ độ nhạy cảm về giá thấp trong hành vi tiêu dùng của khách du lịch.
- AST đã được đưa vào trạng thái cảnh báo kể từ năm 2021 khi công ty ghi nhận khoản lỗ LN ròng trong hai năm liên tiếp 2020-21. Theo quy định của Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, cổ



phiếu sẽ được chuyển sang sàn UPCOM trong trường hợp có khoản lỗ trong thu nhập ở năm 2022. Theo quan điểm của chúng tôi, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của AST sẽ tăng lên 29 tỷ đồng trong năm 2022 từ mức lỗ ròng 118 tỷ đồng của năm 2021 sau khi giao thông hàng không trong nước phục hồi và có thể tăng 8,45 lần lên 274 tỷ đồng (143,6% mức trước đại dịch) trong năm 2023 nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của giao thông hàng không quốc tế.

Hình 30: Dự phóng kết quả kinh doanh 2021-2024 của các cổ phiếu

Tỷ đồng	ACV				AST				VJC				SCS			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Doanh thu	4.752	13.752	23.276	27.507	154	739	1.797	2.106	12.875	50.385	88.341	96.778	839	979	1.144	1.267
% svck	-38,8%	189,4%	69,3%	18,2%	-57,1%	379,6%	143,3%	17,2%	-29,3%	291,3%	75,3%	9,5%	21,1%	16,7%	16,8%	10,7%
Lợi nhuận gộp	(785)	6.023	14.548	17.166	43	311	975	1.171	(2.039)	2.335	6.538	8.326	652	792	892	1.007
Biên LNG	-16,5%	43,8%	62,5%	62,4%	27,9%	42,1%	54,3%	55,6%	-15,8%	4,6%	7,4%	8,6%	77,7%	80,9%	78,0%	79,5%
CPBH & QLDN	1.316	1.232	1.574	1.840	150	281	576	658	973	1.135	1.920	2.236	78	85	98	108
Doanh thu tài chính thuần	3.050	2.343	(217)	(1.469)	7	16	39	53	3.227	113	(1.092)	(1.315)	34	58	75	113
LN ròng	480	5.291	9.206	9.959	(118)	31	279	300	175	1.317	3.533	4.782	564	711	749	807
% svck	-70,9%	1003%	74,0%	8,2%	NA	NA	805,4%	7,4%	155,6%	651,5%	168,2%	35,3%	21,4%	26,1%	5,4%	7,8%
EPS (VND/cp)	220	2.430	4.228	4.574	(2.623)	685	6.199	6.660	335	2.515	6.745	9.128	11.106	7.570	7.975	8.600
BVPS (VND/cp)	17.275	19.785	23.802	28.148	8.289	8.974	14.172	15.832	32.136	34.046	40.432	49.367	24.619	17.544	21.611	25.710
Lợi suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%	9,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,9%	4,5%	5,3%	6,1%
ROAE (%)	1,3%	13,1%	19,4%	17,6%	-27,3%	7,9%	53,6%	44,4%	1,1%	7,6%	18,1%	20,3%	49,8%	49,1%	40,7%	36,3%
ROAA (%)	0,9%	7,5%	8,9%	7,2%	-20,9%	5,4%	29,6%	21,5%	0,4%	2,3%	5,0%	5,7%	44,9%	44,0%	36,8%	33,0%
Biên EBITDA (%)	9,0%	57,5%	70,3%	70,8%	-50,8%	7,6%	22,6%	24,8%	-22,6%	2,7%	5,5%	6,6%	74,8%	77,5%	77,7%	77,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 31: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã công ty	Giá CP	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E	3-year EPS	P/BV	ROE (%)		EV/EBITDA			
									2022	2023	2022	2023		
<b>Cảng hàng không</b>														
Tổng CTY Cảng HK Việt Nam	ACV VN	74.100,0	114.000	Khả quan	6.632,9	36,0	20,7	175,0	4,3	3,6	12,8	19,0	21,1	13,2
Airport of Thailand	AOT TB	70,3	N/A	KKN	26.403,5	NA	93,0	NA	9,8	9,0	-9,1	10,2	NA	40,8
Shanghai International Air-A	600009 CH	58,0	N/A	KKN	20.038,6	NA	68,4	NA	4,1	3,9	-6,7	5,5	NA	31,5
Beijing Capital Intl Airpo-H	694 HK	4,2	N/A	KKN	2.420,8	NA	NA	NA	1,0	1,0	-12,5	-1,9	NA	21,2
Japan Airport Terminal Co	9706 JP	5.990,0	N/A	KKN	3.748,8	NA	135,9	NA	3,9	3,8	-4,0	2,3	47,0	19,5
Shenzen Airport Co-A	000089 CH	6,5	N/A	KKN	1.863,7	NA	142,2	NA	1,2	1,2	-6,7	0,7	90,8	20,3
Malaysia Airports Holdings	MAHB MK	5,5	N/A	KKN	1.917,2	NA	24,1	NA	1,4	1,3	-2,6	5,2	11,2	7,1
<b>Trung bình</b>						<b>36,0</b>	<b>80,7</b>		<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>5,9</b>	<b>42,6</b>	<b>21,9</b>
<b>Bán lẻ hàng không</b>														
Southern Airport Services JSC	SAS VN	24.000,00	N/A	KKN	142,4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Cam Ranh International Airport	CIA VN	10.200,00	N/A	KKN	10,5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Danang Airport Services JSC	MAS VN	36.100,00	N/A	KKN	8,4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
CTCP Dịch vụ HK Taseco	AST VN	56.700,00	85.700	Khả quan	116,4	88,3	9,3	281,4	6,3	4,0	7,5	53,1	52,1	8,2
<b>Trung bình</b>						<b>88,3</b>	<b>9,3</b>		<b>6,3</b>	<b>4,0</b>	<b>7,5</b>	<b>53,1</b>	<b>52,1</b>	<b>8,2</b>
<b>Hãng hàng không giá rẻ</b>														
CTCP Hàng không Vietjet	VJC VN	109.100,0	132.000	Khả quan	2.856,8	51,4	19,1	-40,6	3,9	3,2	7,6	18,1	34,5	17,3
AIRASIA GROUP BHD	AAGB MK	1	N/A	KKN	830,0	NA	NA	NA	NA	NA	47,2	21,1	NA	12,6
CEBU AIR INC	CEB PM	53	N/A	KKN	662,4	NA	29,4	NA	1,9	1,5	-45,5	24,4	57,0	4,4
ASIA AVIATION PCL	AAV TB	3	N/A	KKN	429,9	NA	NA	NA	1,2	1,3	-26,8	-0,3	NA	10,7
<b>Trung bình</b>						<b>52,7</b>	<b>22,8</b>		<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>16,1</b>	<b>45,8</b>	<b>10,1</b>
<b>Cảng hàng hóa hàng không</b>														
Atlas Air Worldwide Holdings	AAWW US	99,9	N/A	KKN	2.829,0	6,1	7,1	NA	0,9	0,8	15,7	13,1	4,5	4,5
Xiamen Interna-A	600897 CH	14,6	N/A	KKN	602,9	17,8	10,4	-27,2	1,1	1,0	4,3	9,8	6,0	4,0
CTCP Dịch vụ HH Sài Gòn	SCS VN	72.700,0	104.900	Khả quan	280,6	9,9	9,4	12,6	4,3	3,5	49,0	40,7	8,0	6,8
<b>Trung bình</b>						<b>11,3</b>	<b>9,0</b>		<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>23,0</b>	<b>21,2</b>	<b>6,2</b>	<b>5,1</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng nhóm Phân tích

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>