

HÀNG KHÔNG TRIỂN VỌNG 2025

CHỜ NHU CẦU TRONG NƯỚC PHỤC HỒI





Nội dung

| | | |
|-------------|-----------------------------------------------------------------------------|-----------|
| I. | Tóm tắt sơ lược | 2 |
| II. | 9T24 – Sự phân hoá | 4 |
| III. | 2025F – Giá vé giảm khi các hãng hàng không đẩy mạnh mở rộng đội tàu | 8 |
| IV. | Rủi ro cần xem xét | 11 |
| | Phân tích doanh nghiệp | 12 |
| | CTCP Hàng không Việt Nam (HVN) | 13 |
| | CTCP Hàng không Vietjet (VJC) | 14 |

Sơ lược báo cáo

- Triển vọng năm 2025F của ngành hàng không
- Tình trạng tàu bay “nằm đất” tại Việt Nam
- HVN và VJC sẽ có lợi suất hành khách giảm trong 2025F

Ngành hàng không sôi động hơn khi nền kinh tế tốt lên

I. Tóm tắt sơ lược

Trong 9T24, tổng lượng hành khách hàng không giảm 9% n/n và lưu lượng hàng không tăng 8% n/n nhờ lượng khách du lịch quốc tế tăng cao. HVN và VJC đã tận dụng xu hướng này, với tổng doanh thu 9T24 tăng vọt 22% n/n và vượt mức trước dịch 28%. Mức tăng trưởng ấn tượng này được thúc đẩy bởi (1) ít cạnh tranh hơn, (2) luân chuyển khách quốc tế tăng và (3) giá vé tàu bay cao hơn.

Trong năm 2025F, chúng tôi kỳ vọng rằng (a) giá vé tàu bay có thể giảm khi nguồn cung gia và các tàu bay hoàn tất bảo dưỡng dần trở lại, và (b) người tiêu dùng có thể chi tiêu nhiều hơn cho giải trí và du lịch nhờ kinh tế tốt hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng ngành hàng không sẽ sôi động hơn khi luân chuyển hành khách phục hồi và tăng trưởng doanh thu của các hãng hàng không vào năm 2025F sẽ gắn liền với lưu lượng hành khách, không chỉ do giá vé tàu bay tăng, như trong năm 2024. Trong bối cảnh nguồn cung ghế quốc tế tăng, nhu cầu trong nước yếu như hiện tại và các hãng hàng không thường sử dụng đòn bẩy hoạt động cao, họ có thể sẽ lựa chọn biên lợi nhuận thấp hơn trong ngắn hạn để đổi lấy lưu lượng hàng không cao hơn. Do đó, bất kỳ sự chậm lại hoặc trì trệ nào trong tăng trưởng lượng hành khách vào năm 2025F đều gây ra rủi ro lớn cho các hãng hàng không.

Việc gia tăng công suất gặp khó khăn nhưng số lượng tàu bay nằm đất đã đạt đỉnh

Hoạt động sản xuất của Airbus và Boeing vẫn đang chậm do gián đoạn chuỗi cung ứng và việc tăng cường đảm bảo an toàn, điều này sẽ gây khó khăn cho kế hoạch mở rộng đội bay của các hãng hàng không. Tổng số ghế theo lịch trình đã phục hồi trong 3 tháng cuối năm nhờ các tàu bay mới được giao và CAAV tăng lịch bay. Ngoài ra, theo quan sát của chúng tôi, số lượng tàu bay sử dụng động cơ PW1100G dừng khai thác tại Việt Nam đã đạt đỉnh ở mức 26/44, cho thấy áp lực thiếu tàu bay đã cải thiện, một số tàu bay sẽ hoạt động trở lại trong 2025F.

Các hãng hàng không có thể hưởng lợi khi nhu cầu phục hồi và có công suất bổ sung hỗ trợ cho tăng trưởng

Theo OAG, các hãng hàng không Đông Nam Á (SEA) đang tích cực bổ sung thêm ghế quốc tế trong lượng ghế nội địa tăng chậm để giành thị phần quốc tế khi nhu cầu trong nước đang yếu đi. KQKD 3Q24 của HVN và VJC cho thấy biên lợi nhuận bị thu hẹp khi cạnh tranh giá tăng trên thị trường quốc tế. Chúng tôi tin rằng xu hướng này có thể tiếp tục vào năm 2025, nhưng khi chính sách kinh tế nới lỏng ngấm dần và người dân sẽ sẵn sàng chi nhiều hơn cho việc đi lại, các hãng hàng không có thể hưởng lợi khi cả nhu cầu di chuyển tăng và các tàu bay đang dừng hoạt động được khai thác trở lại để hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.

Theo đồng thuận thị trường (Bloomberg), HVN có tiềm năng tăng giá 26.6% và VJC có tiềm năng tăng giá 5.5%.

Bảng 1. Bảng tổng hợp định giá

| Khuyến nghị & GMT | | | Lợi nhuận & Định giá | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|---------------------------------|--------|----------------------|-------------------|----------------------|---------------|---------------|------------|------------|-----------|-----------|------------------------|---------|
| | | | DT (Tỷ đồng) | LNHH (Tỷ đồng) | LN ròng (Tỷ đồng) | EPS (Đồng) | BPS (Đồng) | ROE (%) | ROA (%) | PE (%) | PB (x) | EV/EBITDA (Tỷ đồng) | |
| Vietnam Airlines JSC (HVN) | TP | N/A | 2022A | 70,410 | (7,840) | (11,298) | (5,102) | (5,222) | - | (18.3) | - | - | (7.2) |
| | Giá | 27,500 | 2023A | 91,540 | (2,587) | (5,930) | (2,678) | (7,910) | - | (10.0) | - | - | (19.9) |
| | Vốn hóa thị trường (tỷ đồng) | 60,896 | 2024F | 104,606 | 5,572 | 6,703 | 2,846 | (5,063) | - | (10.1) | 9.4 | - | 14.5 |
| | | | 2025F | 113,161 | 3,076 | 1,954 | 830 | (4,234) | - | (2.5) | 18.7 | - | 16.9 |
| | | | 2026F | 119,496 | 2,241 | 1,456 | 618 | (3,615) | - | (1.7) | 21.8 | - | 20.5 |
| Vietjet Air JSC (VJC) | TP | N/A | 2022A | 40,142 | (3,464) | (2,262) | (4,178) | 27,470 | (14.3) | (3.8) | 956 | 4.0 | (21.8) |
| | Giá | 99,300 | 2023A | 58,341 | (529) | 197 | 363 | 28,123 | 1.3 | 0.3 | 297 | 3.8 | (158.2) |
| | Vốn hóa thị trường (tỷ đồng) | 53,782 | 2024F | 75,368 | 5,495 | 2,737 | 5,054 | 33,177 | 16.5 | 2.9 | 19.8 | 3.0 | 15.8 |
| | | | 2025F | 72,360 | 1,896 | 648 | 1,197 | 34,374 | 3.5 | 0.7 | 83.0 | 2.9 | 45.8 |
| | | | 2026F | 82,113 | 1,158 | 288 | 532 | 34,906 | 1.5 | 0.3 | 186.9 | 2.8 | 74.9 |

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Bảng 2: Bảng dự phóng KQKD 2025F

(tỷ đồng, %, đpt)

| | Doanh thu | | | LNST | | |
|-------------------------|-----------|---------|-----|-------|-------|------|
| | 2024F | 2025F | YoY | 2024F | 2025F | YoY |
| HVN | 104,606 | 116,792 | 8 | 6,703 | 3,192 | (43) |
| VJC | 75,368 | 72,360 | (2) | 2,737 | 648 | 199 |
| Danh mục của KIS | 179,974 | 189,152 | 5.1 | 9,440 | 3,840 | (59) |

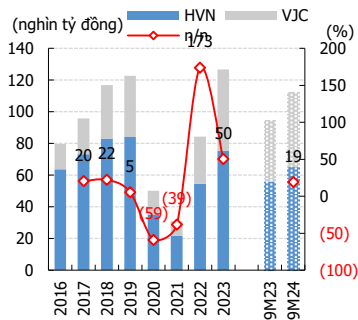
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

II. 9T24 – Sự phân hoá

1. Vượt qua khó khăn

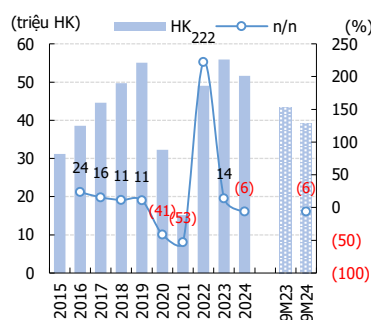
Trong 9T2024, tổng doanh thu của ngành hàng không (đại diện bởi HVN và VJC) đạt 12.6 nghìn tỷ đồng (+19% n/n, hình 1) nhờ giá vé và lưu lượng hành khách tăng (+9% n/n, hình 3) mặc dù lượng hành khách giảm (-6% n/n, hình 2).

Biểu đồ 1. Doanh thu 3Q24 của HVN & VJC tăng 9% n/n



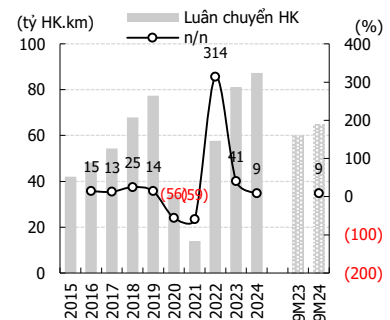
Nguồn: VJC, HVN, KIS Research

Hình 2. Lượng hành khách hàng không giảm 4% n/n trong 3Q24



Nguồn: GSO, KIS Research

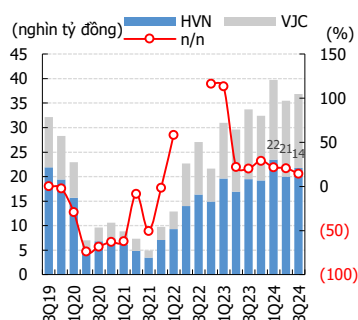
Hình 3. Lưu lượng hàng không 3Q24 vẫn ổn định với mức tăng trưởng 7% n/n



Nguồn: GSO, KIS Research

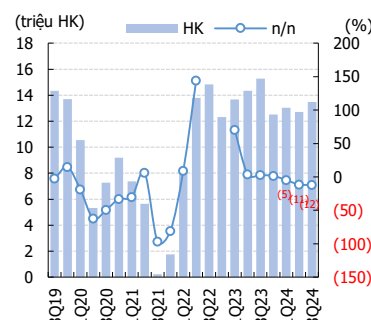
Các hãng hàng không Việt Nam đã có kết quả kinh doanh tốt trong 1Q24 nhờ (1) giá vé tăng, (2) ít cạnh tranh hơn và (3) tăng trưởng lưu lượng quốc tế mạnh mẽ. Tuy nhiên, xu hướng này đã không thể kéo dài khi lượng khách từ Trung Quốc giảm trong 3Q24 so với 2Q24, điều kiện thời tiết bất lợi hơn trong 3Q24 và nhu cầu đi lại trong nước yếu do giá vé cao (hình 5, 6). Kết quả, tăng trưởng doanh thu của HVN và VJC chậm lại và biên lợi nhuận giảm trong 3Q24 (so với 1Q24) mặc dù là mùa du lịch cao điểm do cạnh tranh gia tăng ở Đông Nam Á (SEA).

Biểu đồ 4. Doanh thu 3Q24 của HVN & VJC tăng 9% n/n



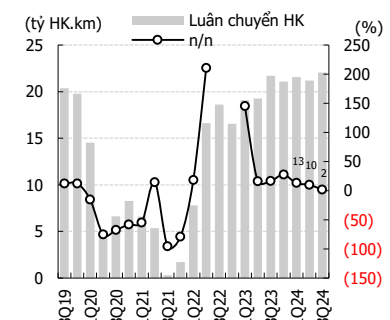
Nguồn: VJC, HVN, KIS Research
Ghi chú: 2Q22 (+189% n/n), 3Q22 (+381% n/n); Doanh thu từ vận tải và dịch vụ phụ trợ

Hình 5. Lượng hành khách hàng không giảm 4% n/n trong 3Q24



Nguồn: GSO, KIS Research
Ghi chú: 3Q22 (+6.625% n/n), 4Q22 (+598% n/n)

Hình 6. Lưu lượng hàng không 3Q24 vẫn ổn định với mức tăng trưởng 7% n/n



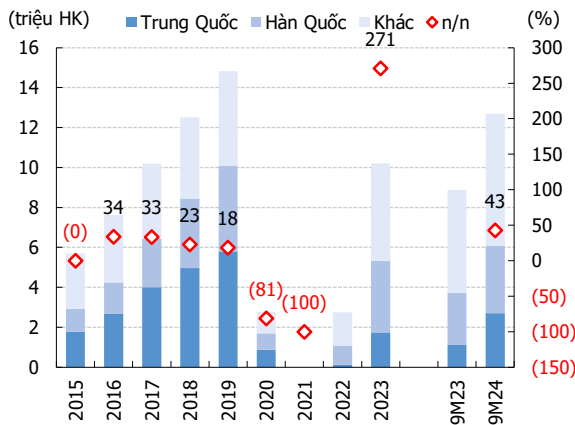
Nguồn: GSO, KIS Research
Ghi chú: 3Q22 (+6.262% n/n), 4Q22 (+868% n/n)

2. Số lượng du khách từ Trung Quốc phục hồi chậm

Tổng số lượng khách quốc tế đến Việt Nam trong 9T24 là 12.7 triệu (+43% n/n, hình 7), nhưng vẫn thấp hơn 1.4% so với 9T19 do thị trường Trung Quốc phục hồi chậm. Chúng tôi thấy khách từ Hàn Quốc và các quốc gia khác tăng trưởng chậm lại trong 3Q24, trái ngược với đà tăng trưởng tốt trong nửa đầu năm 2024 do sự ảnh hưởng của bão, mưa lớn và sự cạnh tranh từ các quốc gia Đông Nam Á khác (hình 8).

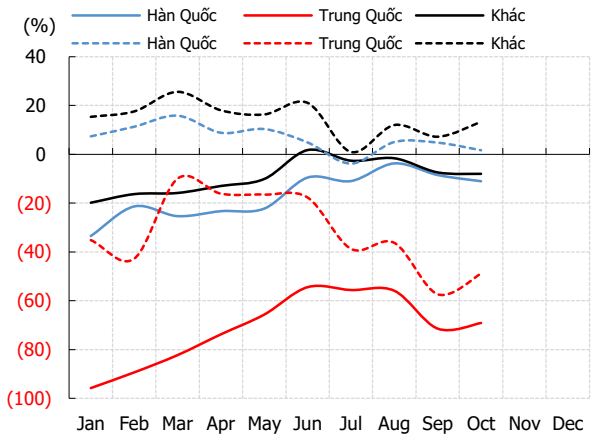
Đà phục hồi của khách du lịch Trung Quốc chậm lại (quá khứ cho thấy rằng Q3 là thời gian hút khách Trung Quốc nhất) do kinh tế chậm lại và chính phủ Trung Quốc thực hiện kích cầu du lịch nội địa. Hình 8 và 9 mô tả xu hướng phục hồi: trong khi các thị trường khác đã hồi phục, số lượng khách Trung Quốc lại giảm mạnh trong 3Q24. Du lịch ra nước ngoài của người Việt ghi nhận mức tăng trưởng âm trong 3Q24 (hình 10).

Biểu đồ 7. Tổng lượng khách quốc tế trong 9T2024 tăng 43% n/n



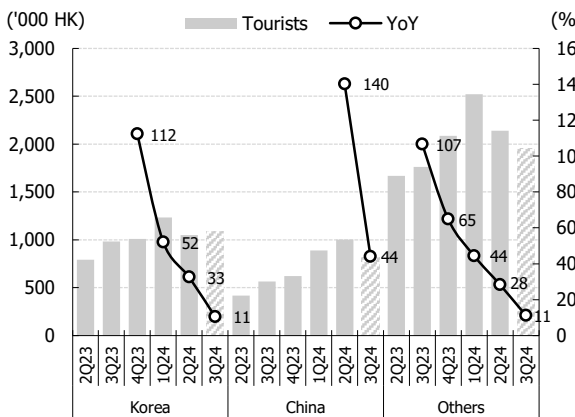
Nguồn: VNAT, KIS Research

Hình 8. Thị trường Trung Quốc vẫn chưa phục hồi so với các thị trường khác



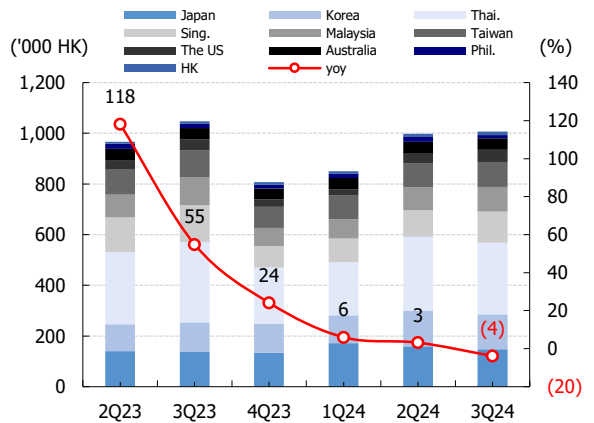
Nguồn: VNAT, KIS Research
 Ghi chú: Đường liền = 2023, Đường đứt nét = 2024; so với cùng tháng năm 2019

Hình 9. Đà phục hồi của Trung Quốc trong 3Q24 chậm lại khác với việc là mùa cao điểm trong quá khứ



Nguồn: VNAT, KIS Research

Hình 10. Lượng du khách Việt ra nước ngoài chậm lại trong 3Q24



Nguồn: Bộ Du lịch các nước, KIS Research

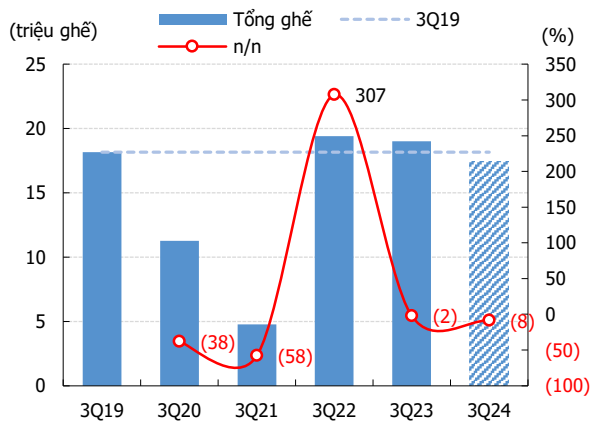
3. Giá vé tăng nhưng không đủ để duy trì biên lợi nhuận

Thị trường quốc tế cạnh tranh gay gắt

Tổng số ghế cung ứng tại Việt Nam trong 3Q24 giảm 8% n/n (hình 11), cải thiện so với mức giảm thấp nhất là 14% n/n vào tháng 6/2024 khi CAAV tối ưu lịch bay và tăng các chuyến bay đêm. Tương tự như Việt Nam, các nước châu Á đang phải đối mặt với tình trạng thiếu tàu bay và giá vé tàu bay tăng (hình 13). Sự phát triển nhanh chóng của các hãng hàng không giá rẻ đã khiến người dân ở Đông Nam Á (ĐNÁ) quen với các chuyến bay giá rẻ. Tuy nhiên, trong cả năm 2024, giá vé tăng mạnh do thiếu tàu bay, cùng với bối cảnh tăng trưởng kinh tế chậm lại đã khiến nhu cầu di chuyển nội địa của các quốc gia ĐNÁ ghi nhận giảm. Với việc cầu di chuyển quốc tế mạnh mẽ, và để tối ưu hiệu quả khai thác bay, các hãng hàng không trong ĐNÁ đã ưu tiên tăng thêm ghế quốc tế trong 3Q24 (+13 % n/n) để đáp ứng nhu cầu quốc tế, trong khi tăng không đáng kể lượng ghế nội địa (+2% n/n, hình 12).

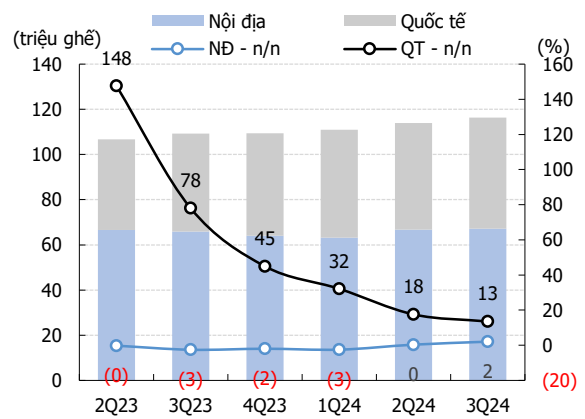
Giá thuê tàu bay đã tăng mạnh từ cuối năm 2023 do thiếu hụt tàu bay (hình 13), buộc các hãng hàng không phải tăng cường thuê bổ sung hoặc gia hạn các hợp đồng thuê hiện hữu để duy trì công suất. Tuy nhiên, dữ liệu của Ishka cho thấy giá thuê đã có xu hướng ổn định từ cuối 2Q24 (Hình 14). Điều này có thể là do doanh thu chậm lại, chi phí tăng và các hãng hàng không đang phải đánh giá lại công suất của mình.

Hình 11. Tổng ghế cung ứng tại Việt Nam trong 3Q24 giảm 8% n/n



Nguồn: OAG, KIS Research

Hình 12. Các hãng hàng không khu vực ĐNÁ đã tăng mạnh ghế quốc tế khi thị trường nội địa yếu



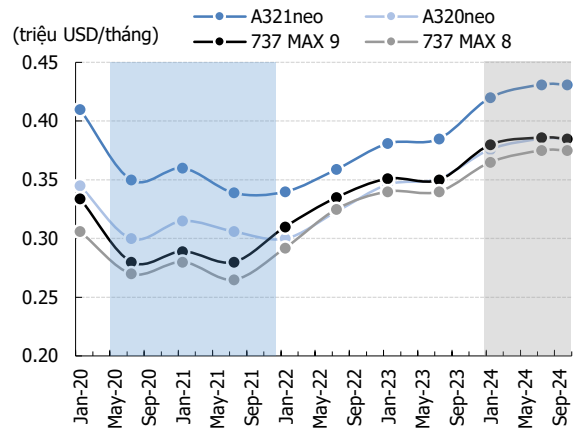
Nguồn: OAG, KIS Research

Hình 13. Giá vé tàu bay tăng mạnh khu vực Châu Á – Thái Bình Dương do thiếu tàu bay

| | Jan | Feb | Mar | Apr | May | Jun | Jul | Aug | Sep |
|---|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 0 | 19% | 28% | 30% | 21% | 22% | 22% | 17% | 22% | 27% |
| 1 | 19% | 27% | 31% | 18% | 19% | 22% | 15% | 20% | 28% |
| 2 | 20% | 27% | 35% | 22% | 22% | 25% | 16% | 20% | 28% |
| 3 | 21% | 27% | 35% | 24% | 22% | 26% | 18% | 19% | 29% |
| 4 | 19% | 26% | 33% | 24% | 20% | 25% | 19% | 17% | 27% |
| 5 | 19% | 27% | 33% | 23% | 22% | 26% | 20% | 18% | 27% |
| 6 | 18% | 27% | 31% | 24% | 24% | 27% | 23% | 18% | 26% |
| 7 | 18% | 27% | 31% | 23% | 25% | 26% | 23% | 19% | 25% |
| 8 | 19% | 26% | 32% | 25% | 26% | 25% | 23% | 20% | 24% |

Nguồn: Infare, KIS Research
Ghi chú: So với cùng tháng khởi hành và số tuần đặt trước vào năm 2019

Hình 14. Giá thuê các mẫu tàu bay thân hẹp mới đã ổn định kể từ hè

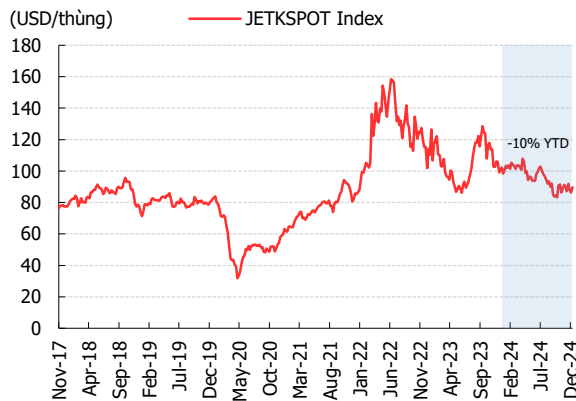


Nguồn: Ishka

Giá xăng máy bay giảm không giúp ích được nhiều

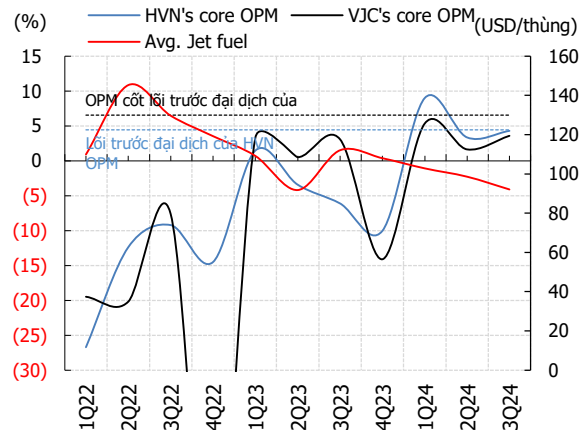
Nền kinh tế Trung Quốc chậm lại và chuyển sang các nguồn năng lượng xanh hơn đã gây áp lực giảm nhu cầu dầu toàn cầu và giá xăng máy bay đã giảm gần mức trước đại dịch (hình 15). Trong bối cảnh nhu cầu đi lại bằng đường hàng không nội địa yếu và cạnh tranh ngày càng tăng trên thị trường quốc tế, việc giá nhiên liệu tàu bay giảm đã không giúp các hãng hàng không cải thiện biên lợi nhuận; ngược lại, nó mở ra sự cạnh tranh về giá trên thị phần quốc tế.

Hình 15. Giá xăng tàu bay giảm 10% kể từ đầu năm



Nguồn: Bloomberg, KIS Research
Ghi chú: Dữ liệu tính đến cuối tháng 12/2024

Hình 16. Biên LNHD của HVN và VJC



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research
Ghi chú: Khoản hoàn nhập dự phòng chi phí thuê trong 3Q24 của VJC được cộng lại

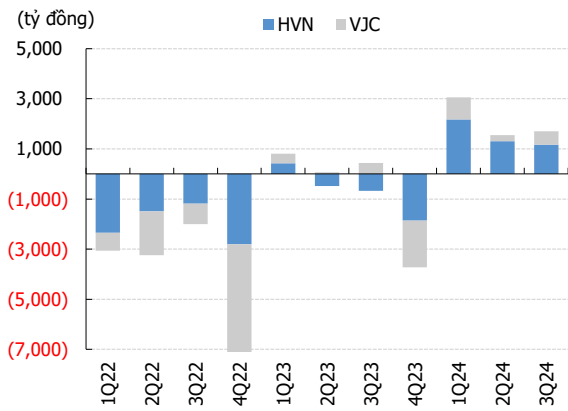
Kết quả là ...

Quá khứ cho thấy, các hãng hàng không thường đạt được biên lợi nhuận hoạt động (biên LNHD) cao nhất trong Q1 (kỳ nghỉ Tết) và Q3 (kỳ nghỉ hè), khi nhu cầu đi lại tăng mạnh trong khi hành khách không có ưu thế về mặt cả giá vé. Trong 3Q24, cả HVN và VJC đều khó duy trì mức biên LNHD cao như ở 1Q24, chủ yếu là do cầu trong nước yếu và cạnh tranh quốc tế gia tăng. Tập khách hàng của HVN ít nhạy cảm với giá hơn, nhờ vậy nên biên LNHD trong 3Q24 của HVN vẫn gắn với

trung bình trước dịch. Ngược lại, VJC, với trọng tâm là bay giá rẻ và đồng thời đẩy mạnh khai thác quốc tế, đã có biên LNHD giảm rõ rệt hơn so với mức trung bình trước dịch (hình 16).

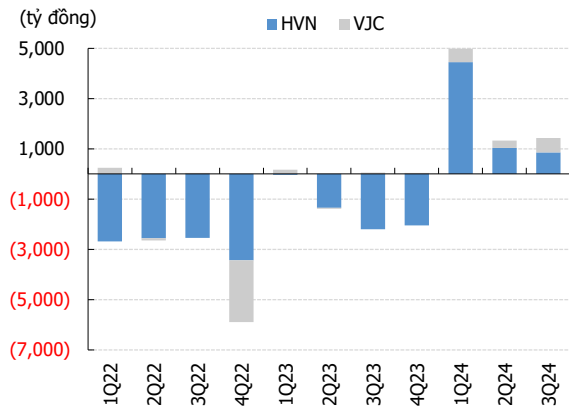
Trong khi LNHD của HVN và VJC đều phục hồi, thu nhập ròng của cả hai đều bị tác động đáng kể bởi các khoản thu nhập bất thường và lợi nhuận từ giao dịch bán và tái thuê (hình 17 và 18). Do đó, chúng tôi vẫn thận trọng về tăng trưởng LNHD trong 2025F, đặc biệt là khi nguồn cung tăng do nhiều tàu bay mới và hoàn tất bảo dưỡng được giao trong 4Q24 cũng như trong 2025F.

Hình 17. HVN và VJC có LNHD dương 3 quý liên tiếp



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 18. LNST chịu ảnh hưởng lớn từ các khoản lợi nhuận bất thường, bán và tái thuê tàu bay



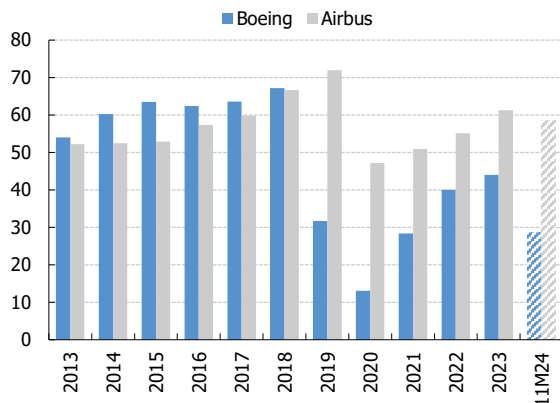
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

III. 2025F – giá vé giảm khi các hãng hàng không mở rộng đội bay

Nguồn cung toàn cầu - Tình trạng thiếu tàu bay vẫn tiếp diễn, nhưng giai đoạn áp lực nhất đã qua

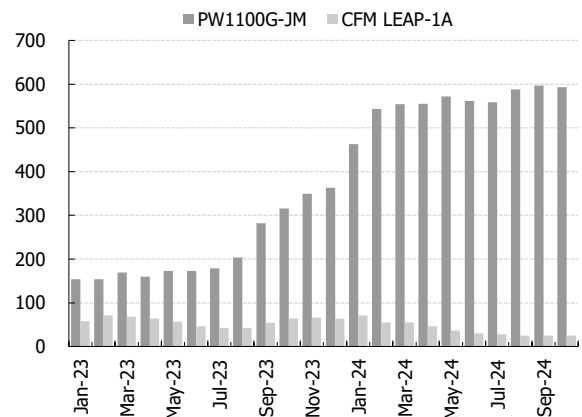
Dù sản lượng sản xuất của Boeing và Airbus đã có cải thiện kể từ tháng 6/2024, sản lượng của họ vẫn thấp hơn đáng kể so với mức trước đại dịch do tình trạng gián đoạn chuỗi cung ứng dai dẳng (hình 19). Việc cải tổ hoạt động sản xuất theo yêu cầu của FAA đối với Boeing có thể làm chậm quá trình phục hồi của hãng hơn nữa. Tỷ lệ sản xuất 737 MAX bị giới hạn ở mức 38 chiếc mỗi tháng, hiện đang dao động quanh mức 23. Số lượng tàu bay sử dụng động cơ PW1100G đang dừng khai thác đã ổn định ở mức gần 600 chiếc, cho thấy khả năng nguồn cung tàu bay sẽ sớm phục hồi và khả năng giá vé tàu bay sẽ giảm trong năm 2025F (hình 20). Ngoài ra, số lượng tàu bay sử dụng động cơ PW1100G đang “nằm đất” tại Việt Nam đã đạt đỉnh ở mức 26/44 chiếc, cho thấy giai đoạn thiếu tàu bay áp lực nhất đã qua và một số tàu bay sẽ được đưa vào khai thác trở lại trong năm 2025¹.

Hình 19. Lượng tàu bay giao trung bình một tháng của Boeing và Airbus giảm mạnh so với trước dịch



Nguồn: Boeing, Airbus, KIS Research
Ghi chú: Số lượng bàn giao cho tất cả các mẫu

Hình 20. Số lượng tàu bay được trang bị động cơ PW1100G dừng khai thác ổn định gần 600



Nguồn: Cirium, KIS Research
Ghi chú: Dữ liệu đến tháng 10/2024, đây là 2 tùy chọn động cơ trên A321neo và A320neo

Công suất phục hồi, các hãng hàng không chọn đánh đổi biên lợi nhuận lấy sản lượng hành khách cao hơn

Lợi nhuận của các hãng hàng không phụ thuộc vào tăng trưởng kinh tế và nhu cầu di chuyển bằng đường hàng không gia tăng, đặc biệt là khi xét đến đòn bẩy hoạt động cao của ngành này. Trong bối cảnh nhu cầu di chuyển bằng đường hàng không giảm đi và giá vé cao đặt ra những thách thức đáng kể. Để ứng phó, các hãng hàng không tăng thêm ghế, ưu tiên gia tăng sản lượng hành khách và duy trì thị phần hơn là cố gắng duy trì biên lợi nhuận trong ngắn hạn. Dữ liệu từ OAG cho thấy số ghế quốc tế trong khu vực ĐNÁ tiếp tục tăng trong 4Q24 (hình 22), sự cạnh tranh gia tăng khi khách du lịch từ các vùng có thời tiết lạnh hơn tìm kiếm khí hậu ấm ở Đông Nam Á trong những tháng cuối năm.

¹ Chỉ trong tháng 1/2025 đã có 3 tàu bay hoạt động trở lại hậu bảo dưỡng động cơ.

Trong 4Q24, VJC đã nhận 8 tàu bay A321neo, tăng thêm nguồn cung và nâng tổng số ghế tại Việt Nam vượt qua cùng kỳ năm 2023 (hình 21). Việc thị trường có thêm nguồn cung mới từ HVN và VJC sẽ giúp giá vé giảm đáng kể (Bảng 3). Chúng tôi dự kiến tình trạng cạnh tranh gay gắt sẽ tiếp tục trong 2025F.

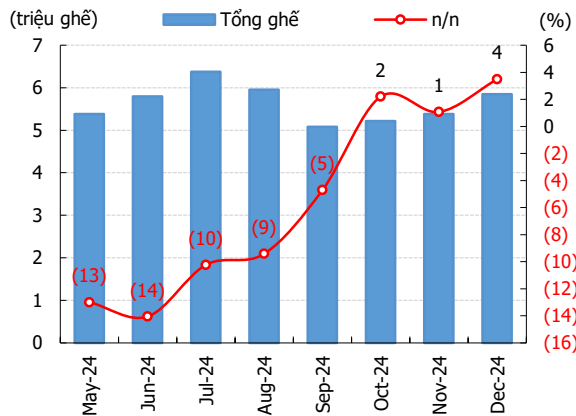
Bảng 3. Đội tàu bay tại Việt Nam

| | 12/2023 | 12/2024 | 2025F | |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|----------------------------------------------------------|
| Vietnam Airlines Group (HVN) | 101 | 101 | 102 | |
| Vietnam Airlines (VNA) | 91 | 93 | 94 | 15/20 tàu bay A321 bị ảnh hưởng hiện đang dừng khai thác |
| VASCO | 6 | 5 | 5 | |
| Pacific Airlines (PA) | 4 | 3 | 3 | Cả 3 đều được thuê từ VNA |
| Vietjet Air (VJC) | 87 | 94 | 96 | 9/24 tàu bay A321 bị ảnh hưởng hiện đang dừng khai thác |
| Bamboo Airways | 9 | 7 | 7 | |
| Vietravel | 3 | 2 | 2 | |
| Tổng cộng | 200 | 204 | 207 | |
| Tổng đội tàu hoạt động | 199 | 180 | 192 | |

Nguồn: Planespotters, KIS Research

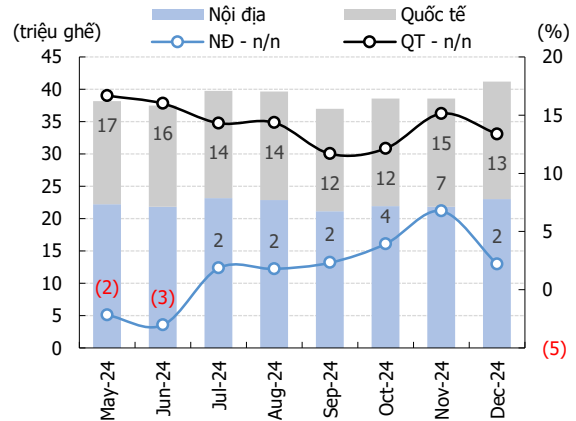
Ghi chú: Hầu hết các tàu bay mới hoặc hoàn tất bảo dưỡng động cơ được giao trong 4Q24

Hình 21. Tổng số ghế cung ứng tại Việt Nam có 3 tháng phục hồi



Nguồn: OAG, KIS Research

Hình 22. Thị trường nội địa sẽ là động lực tăng trưởng khi cạnh tranh ở thị trường quốc tế gia tăng



Nguồn: OAG, KIS Research

Nhu cầu – Ngành hàng không sẽ sôi động hơn khi nền kinh tế tiếp tục cải thiện

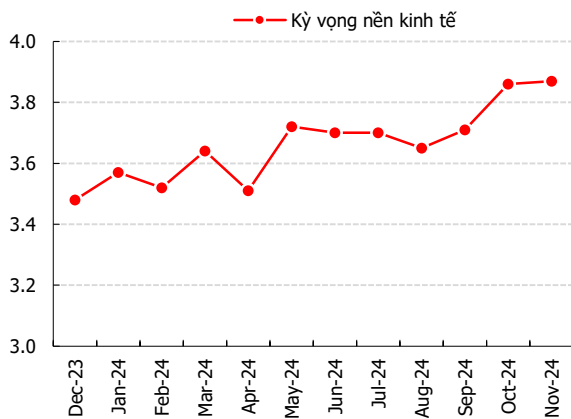
Chúng tôi dự kiến lượng hành khách và luân chuyển hành khách bằng đường hàng không vào năm 2025F sẽ tăng trưởng lần lượt là 12% và 15% (hình 25 và 26) dựa vào các luận điểm sau:

- (1) **Thị trường trong nước.** Khảo sát của Intage chỉ ra triển vọng chung của người tiêu dùng về nền kinh tế khá lạc quan (hình 23). Tuy nhiên, những tháng gần đây đã chứng kiến sự suy giảm kỳ vọng về thu nhập, dẫn đến chi tiêu của người tiêu dùng giảm (hình 24). Điều này giải thích một phần sự chậm lại của nhu cầu di chuyển bằng đường hàng không trong nước và sự

suy giảm trong doanh thu nội địa của các hãng hàng không. Mặc dù các chính sách kích thích kinh tế của chính phủ có thể mất thời gian để thẩm thấu, chúng tôi kỳ vọng niềm tin của người tiêu dùng sẽ dần phục hồi vào năm 2025F. Đồng thời, việc gia tăng công suất của các hãng hàng không sẽ giúp giảm chi phí đi lại, qua đó hỗ trợ tăng trưởng nhu cầu di chuyển trong nước và luân chuyển hành khách.

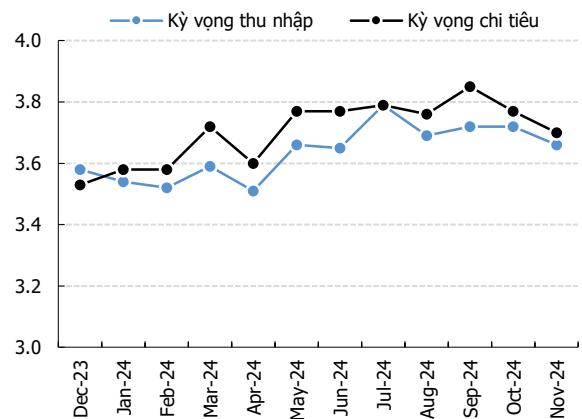
- (2) **Thị trường quốc tế.** Chúng tôi dự báo lượng khách quốc tế tăng trưởng 20% vào năm 2025F, tương đương với mức tăng trưởng bình quân giai đoạn trước dịch. Hơn nữa, chúng tôi cũng kỳ vọng du lịch ra nước ngoài (trừ Trung Quốc) sẽ phục hồi hoàn toàn về mức trước dịch vào năm 2025. Kỳ vọng của chúng tôi dựa trên dự báo giá vé máy bay trung bình toàn cầu giảm 1.8% so với năm 2024 của IATA, cùng với việc Việt Nam đang là một điểm du lịch hấp dẫn.
- (3) **Sự mở rộng của hãng vận tải.** Kế hoạch của HVN và VJC thể hiện sự tự tin khi họ đẩy nhanh tiếp nhận các tàu bay mới trong 4Q24 (11 trong tổng số 15 tàu bay mới được giao năm 2024 được nhận trong 4Q24).

Hình 23. Người tiêu dùng lạc quan hơn về triển vọng kinh tế chung



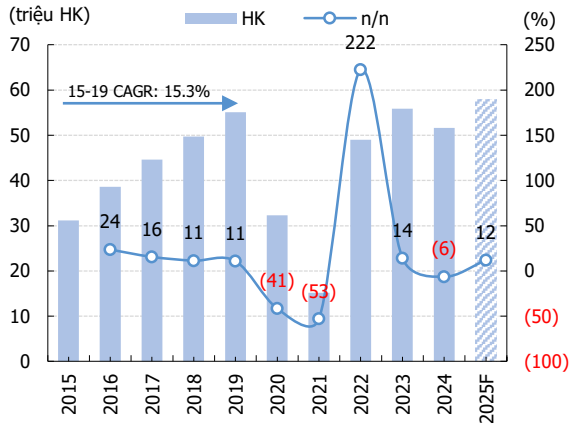
Nguồn: Intage, KIS Research
 Lưu ý: 1-Xấu đi hoàn toàn, 2-Xấu đi một chút, 3-Trung tính, 4-Cải thiện một chút, 5-Cải thiện hoàn toàn

Hình 24. ... nhưng họ lại giảm kỳ vọng về thu nhập và thận trọng hơn trong chi tiêu



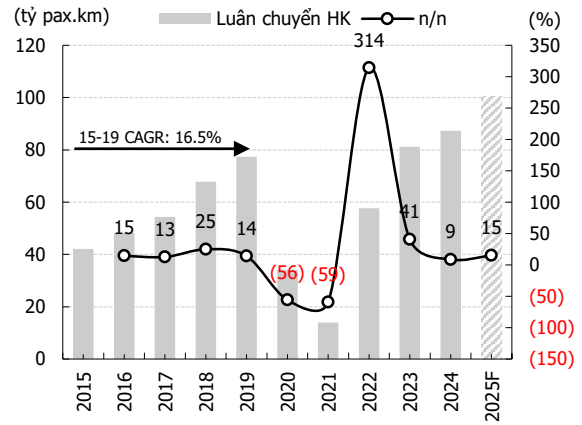
Nguồn: Intage, KIS Research
 Lưu ý: 1-Xấu đi hoàn toàn, 2-Xấu đi một chút, 3-Trung tính, 4-Cải thiện một chút, 5-Cải thiện hoàn toàn

Hình 25. Tổng lượng hành khách hàng không dự kiến tăng 12% n/n nhờ giá vé giảm



Nguồn: GSO, KIS Research

Hình 26. Thị trường nội địa sẽ thúc đẩy tăng trưởng lưu lượng khi cạnh tranh ở quốc tế gay gắt



Nguồn: GSO, KIS Research

Giá nhiên liệu trong năm 2025F dự kiến sẽ giảm khi sản lượng dầu vượt qua nhu cầu

Bối cảnh năng lượng toàn cầu đang trải qua một sự chuyển đổi đáng kể, với sự dịch chuyển từ nhiên liệu hóa thạch sang các nguồn năng lượng bền vững hơn. Các nền kinh tế phát triển đang giảm sự phụ thuộc vào dầu mỏ, dẫn đến sản lượng dầu toàn cầu hiện vượt quá nhu cầu. Dựa trên dự báo của Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA), giá dầu Brent trung bình trong năm 2025F đạt khoảng 74 USD/thùng. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng giá nhiên liệu tàu bay sẽ giảm, trung bình năm 2025F khoảng 90 USD/thùng (-6% n/n). Giá nhiên liệu giảm, kết hợp với sự gia tăng công suất của các hãng hàng không vào cuối năm 2024, dự kiến sẽ làm giảm giá vé tàu bay và kích thích nhu cầu đi lại, đặc biệt là đối với thị trường nội địa nhạy cảm về giá.

Trong năm 2025F, chúng tôi kỳ vọng lợi suất hành khách tại thị trường trong nước sẽ duy trì hoặc cải thiện nhờ niềm tin người tiêu dùng cải thiện. Trong khi đó, lợi suất hành khách trên thị trường quốc tế có thể phải chịu áp lực do công suất tăng nhanh và cạnh tranh quốc tế ngày càng gay gắt. Khai thác hiệu quả thị trường trong nước sẽ rất quan trọng để thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận vào năm tới.

IV. Rủi ro cần xem xét

Các hãng hàng không đang ưu tiên tăng trưởng lưu lượng hành khách, đặc biệt là VJC vì họ mở rộng đội bay trong thời gian rất ngắn, điều này có thể làm suy giảm biên lợi nhuận trong ngắn hạn. Việc nhu cầu di chuyển chậm hồi phục sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận chung của các hãng hàng không và có thể dẫn đến một cuộc chiến giá để giành lấy hành khách khi mà giá xăng tàu bay tiếp tục giảm cũng tạo điều kiện cho điều này xảy ra. Chiến lược này sẽ làm cho lợi suất hành khách của họ suy giảm thêm.

Vụ tai nạn gần đây của Jeju Air đã làm dấy lên mối lo ngại về an toàn hàng không và có thể làm xói mòn lòng tin của người tiêu dùng, có khả năng ảnh hưởng đến hoạt động của các hãng hàng không. Mặc dù HVN và VJC không vận hành tàu bay Boeing 737 và có lịch sử an toàn tốt, nhưng tâm lý tiêu cực có thể ảnh hưởng đến hoạt động của họ trong ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng tâm lý tiêu cực này sẽ không kéo dài và ít tác động đối với cả hai hãng hàng không Việt Nam.

Phân tích doanh nghiệp

CTCP Hàng không Việt Nam

HVN

CTCP Hàng không Vietjet

VJC

CTCP Hàng không Việt Nam (HVN)

Không xếp hạng

| | | DT | LNHĐ | LNR | EPS | % tăng | BPS | PE | P/B | ROA | ROE | Cổ tức | |
|---------------------------------|---------------|-----------|-----------|-----------|----------|---------|-------|---------|------|-----|--------|--------|-----|
| | | (tỷ đồng) | (tỷ đồng) | (tỷ đồng) | (đồng) | (n/n) | (VND) | (x) | (x) | (x) | (%) | (%) | |
| Giá cp (09/01, VND) | 27,500 | | | | | | | | | | | | |
| Vốn hóa (tỷ VND) | 60,896 | | | | | | | | | | | | |
| SLCP lưu hành (triệu) | 2,214 | | | | | | | | | | | | |
| Cao/ Thấp 52 tuần (VND) | 36,350/12,300 | 2022A | 70,410 | (7,840) | (11,298) | (5,102) | - | (5,222) | - | - | (18.3) | - | 0.0 |
| GTGD TB 6T (tỷ VND) | 69 | 2023A | 91,540 | (2,587) | (5,930) | (2,678) | - | (7,910) | - | - | (10.0) | - | 0.0 |
| Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%) | 8.0/7.8 | 2024F | 104,606 | 5,572 | 6,703 | 2,846 | - | (5,063) | 9.4 | - | (10.1) | - | 0.0 |
| Cổ đông lớn (%) | | 2025F | 113,161 | 3,076 | 1,954 | 830 | (71) | (4,234) | 18.7 | - | (2.5) | - | 0.0 |
| UBQLVNN tại Doanh nghiệp | 55.2 | 2026F | 119,496 | 2,241 | 1,456 | 618 | (26) | (3,615) | 21.8 | - | (1.7) | - | 0.0 |
| TCT Đầu tư và Kinh doanh vốn NN | 31.1 | | | | | | | | | | | | |

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

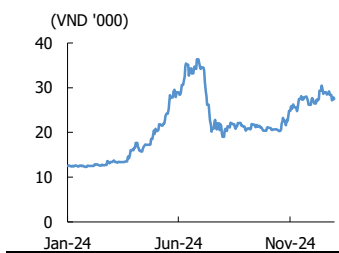
Ghi chú: LNST và EPS thuộc về cổ đông kiểm soát

Thị trường nội địa sẽ cạnh tranh hơn

Biến động giá

| | 1M | 6M | 12M |
|------------------------|-----|--------|-------|
| Tuyệt đối (%) | 1.1 | (19.6) | 120.0 |
| Tương đối với VNI (%p) | 3.2 | (17.5) | 110.7 |

Xu hướng giá cổ phiếu



Source: Bloomberg

Hoạt động kinh doanh cốt lõi mạnh mẽ hơn. Trong 9M24, HVN báo cáo doanh thu thuần 79.2 nghìn tỷ đồng (+20% YoY), LNST 6.3 đạt nghìn tỷ đồng (hoàn vốn). Với 3 quý liên tiếp có LNHĐ dương và biên LNHĐ duy trì gần mức trước dịch cho thấy hãng đã phục hồi hậu đại dịch. Sự cải thiện trong KQKD của HVN chủ yếu là nhờ luân chuyển hành khách cao hơn và hiệu suất sử dụng tàu bay cải thiện do ít cạnh tranh hơn trên thị trường nội địa.

Bảng 4. Dự phóng KQKD của HVN

(tỷ đồng, %)

| | 1Q25F | 2Q25F | 1H25F | 2025F | | Đồng thuận | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|-------|------------|--------|-------|---|
| | | | | YoY | QoQ | YoY | 1H25F | 2025F | |
| Revenue | 31,235 | 27,462 | 58,697 | 11.7 | 12.8 | 116,792 | 11.6 | - | - |
| Vận chuyển | 25,935 | 22,151 | 40,652 | 12.0 | 16.4 | 94,389 | 12.0 | - | - |
| Bán hàng & khác | 5,300 | 5,311 | 8,537 | 10.0 | (1.0) | 22,403 | 10.0 | - | - |
| NPAT | 1,672 | 571 | 2,243 | (58.3) | 69.9 | 3,192 | (52.4) | - | - |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KIS Research

Ghi chú: USD/VND = 26,000; Giá xăng máy bay = USD90/bbl

Cạnh tranh gia tăng có thể gây áp lực lên sản lượng hành khách. Trong năm 2025F, doanh thu có thể đạt 116.8 nghìn tỷ đồng (+12% n/n) trong khi LNST giảm xuống còn 3.2 nghìn tỷ đồng (-52% n/n) do có khoản thu nhập bất thường lớn trong năm 2024.

- Tàu bay trở lại khai thác hậu bảo dưỡng hỗ trợ tăng trưởng:** Trong số 20 tàu bay cần bảo dưỡng động cơ, 15 tàu bay đang dừng khai thác, và 2 chiếc đã hoạt động trở lại. Chúng tôi kỳ vọng đội tàu bay khai thác của HVN sẽ tăng 14% n/n, tuy nhiên, sự cạnh tranh gia tăng và nhu cầu trong nước phục hồi dần có thể gây áp lực lên lợi suất hành khách.
- Hàng hóa và dịch vụ của công ty con:** chúng tôi kỳ vọng phân khúc này sẽ duy trì mức tăng trưởng trung bình trước dịch là 10%, gần với mức tăng trưởng 12% sản lượng hành khách hàng không.

HVN hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA dự phóng 1 năm là 26, gần với +1.2 lần độ lệch chuẩn trung bình trước dịch là là 9.7. Giá mục tiêu đồng thuận là 34,500 đồng (Bloomberg), tương ứng mức tăng giá 25.5% so với giá thị trường hiện tại.

Rủi ro: Các sự kiện địa chính trị leo thang có thể dẫn đến tỷ giá USD/VND tăng, giá nhiên liệu tăng và việc đổi lịch bay, điều này sẽ tác động mạnh đến doanh thu và lợi nhuận của các hãng hàng không.

Vietjet Air JSC (VJC)

Không xếp hạng

| | |
|-------------------------------|----------------|
| Giá cp (09/01, VND) | 99,300 |
| Vốn hóa (tỷ VND) | 53,782 |
| SLCP lưu hành (triệu) | 542 |
| Cao/ Thấp 52 tuần (VND) | 118,800/99,200 |
| GTGD TB 6T (tỷ VND) | 77 |
| Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%) | 52.5/13.1 |
| Cổ đông lớn (%) | |
| CTTNHH ĐT Hướng Dương Sunny | 28.6 |
| Nguyễn Thị Phương Thảo | 8.8 |

| | DT | LNHD | LNR | EPS | % tăng | BPS | PE | P/B | ROA | ROE | Cổ tức |
|-------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|--------|-------|-----|-------|--------|--------|
| | (tỷ đồng) | (tỷ đồng) | (tỷ đồng) | (đồng) | (n/n) | (VND) | (x) | (x) | (x) | (%) | (%) |
| 2022A | 40,142 | (3,464) | (2,262) | (4,178) | 9 | 27,470 | 956 | 4.0 | (3.8) | (14.3) | 0.0 |
| 2023A | 58,341 | (529) | 197 | 363 | (3,133) | 28,123 | 297 | 3.8 | 0.3 | 1.3 | 0.0 |
| 2024F | 75,368 | 5,495 | 2,737 | 5,054 | 1,292 | 33,177 | 19.8 | 3.0 | 2.9 | 16.5 | 0.0 |
| 2025F | 72,360 | 1,896 | 648 | 1,197 | (76) | 34,374 | 83.0 | 2.9 | 0.7 | 3.5 | 0.0 |
| 2026F | 82,113 | 1,158 | 288 | 532 | (56) | 34,906 | 186.9 | 2.8 | 0.3 | 1.5 | 0.0 |

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

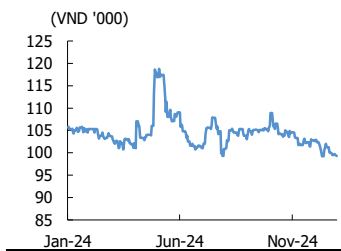
Ghi chú: LNST và EPS thuộc về cổ đông kiểm soát

Sự đánh đổi

Performance

| | 1M | 6M | 12M |
|-----------------------|-------|-------|--------|
| Tuyệt đối (%) | (3.3) | (1.7) | (6.1) |
| Tương đối với VNI (%) | (1.3) | 0.4 | (15.3) |

Stock price



Biên LNHD giảm do nhu cầu yếu đi và cạnh tranh gia tăng. Trong 9T24, VJC báo cáo doanh thu thuần 52.2 nghìn tỷ đồng (+19% n/n), LNST 1.4 nghìn tỷ đồng (7.3 lần so với 9T23). VJC ghi nhận lợi nhuận cao trong 1Q24, tuy nhiên, sang 3Q24 nhu cầu giảm và cạnh tranh gay gắt hơn từ các hãng hàng không Đông Nam Á, dẫn đến biên LNHD giảm.

Bảng 5. Dự phóng KQKD của VJC

(tỷ đồng, %)

| | 1Q25F | 2Q25F | 1H25F | | 2025F | | Đồng thuận | |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|-------|
| | | | YoY | QoQ | | YoY | 1H25F | 2025F |
| Revenue | 19,558 | 18,603 | 38,161 | 12.1 | (7.7) | 72,360 | 4.0 | - |
| Vận chuyển | 18,233 | 17,277 | 35,510 | 11.8 | 25.9 | 67,057 | 11.8 | - |
| Kinh doanh tàu bay | 1,326 | 1,326 | 2,651 | 16.4 | (79.8) | 5,303 | (65.6) | - |
| NPAT | 215 | 98 | 312 | (62.6) | (80.5) | 648 | (76.3) | 1,690 |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KIS Research

Ghi chú: USD/VND = 26,000; Giá xăng máy bay= USD90/bbl

Sự đánh đổi giữa tăng trưởng và lợi nhuận. Doanh thu và LNST năm 2024F dự kiến đạt lần lượt 65.6 nghìn tỷ đồng (+5% n/n) và 1,4 nghìn tỷ đồng (+310% n/n).

- Vận tải hàng không:** VJC hiện có 24 tàu bay bị ảnh hưởng bởi lỗi động cơ, trong đó có 9 tàu bay đang được sửa chữa và 3 tàu bay mới vừa hoạt động trở lại. Trong 2H24, VJC đã mở rộng đội tàu bay với 8 chiếc A321neo mới, dẫn đến ước tính của chúng tôi về mức tăng trưởng 13% của đội tàu bay khai thác. Để thúc đẩy tăng trưởng lưu lượng hành khách và duy trì thị phần, VJC đang ưu tiên mở rộng đội bay hơn là giữ biên lợi nhuận ngắn hạn. Chiến lược này, dù rất quan trọng đối việc giữ thị phần, nhưng có thể tác động tiêu cực đến lợi suất hành khách vào năm 2025F.
- Kinh doanh tàu bay:** Chúng tôi kỳ vọng VJC sẽ tiếp tục mở rộng đội bay của mình với 4 tàu bay mới qua hoạt động bán và tái thuê.

VJC hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA dự phóng 1 năm là 46, cao hơn +12 lần độ lệch chuẩn của trung bình trước dịch là 13.1. Giá mục tiêu đồng thuận là 105,000 đồng (Bloomberg), cao hơn 5.7% so với giá thị trường hiện tại.

Rủi ro: VJC phải đối mặt với rủi ro đáng kể từ tranh chấp pháp lý đang diễn ra với FitzWalter Aviation (FWA) liên quan đến hợp đồng cho thuê tàu bay. VJC đã thông báo với chúng tôi rằng họ đã kháng cáo phán quyết ban đầu. Trong

trường hợp có kết quả bất lợi ở phiên tòa sắp tới trong năm 2025, VJC đã chia sẻ rằng họ và FWA có thể đàm phán để có bồi thường thấp hơn.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua;

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 10 Jan 2024.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 10 Jan 2024.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu trong báo cáo này và hiện không phải là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Phòng Phân Tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2024 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.