

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

Vietnam Airlines





Miễn trách

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



Xây dựng Vietnam Airlines trở thành tập đoàn kinh tế mạnh, lực lượng vận tải chủ lực, giữ vai trò chủ đạo trong giao thông hàng không Việt Nam và có giá trị xứng đáng trong khu vực Tiểu vùng CLMV với các cơ sở hạ tầng kỹ thuật bảo dưỡng, công nghiệp hàng không và đào tạo chuyên ngành tiên tiến, là cầu nối quan hệ quốc tế của nước Việt Nam hội nhập, trở thành hãng hàng không có tầm cỡ tại khu vực Đông Nam Á, đồng thời góp phần tích cực phát triển kinh tế xã hội các vùng miền và địa phương, kinh doanh có hiệu quả và là lực lượng dự bị đáng tin cậy cho an ninh quốc phòng.



— Phương án Cổ phần hóa, Vietnam Airlines

Mục lục

Giới thiệu cơ hội đầu tư	4
Triển vọng ngành Hàng không	8
Tổng công ty Hàng không Việt Nam	15
Phân tích tài chính	24
Dự báo kết quả kinh doanh	32

Giới thiệu cơ hội đầu tư

Ngành Hàng không Việt Nam đang trong giai đoạn tăng trưởng nhanh với động lực mạnh mẽ.

Ngành Hàng không thế giới đang phục hồi, Việt Nam nằm trong khu vực Hàng không năng động nhất thế giới.

FDI quay trở lại Việt Nam, du lịch đang tăng trưởng nhanh. Dân số tăng nhanh, thu nhập cải thiện đặc biệt là tầng lớp trung lưu.

Vietnam Airlines là hãng hàng không quốc gia của Việt Nam, đang có lợi thế về quy mô và sức mạnh của toàn chuỗi giá trị ngành Hàng không. Vietnam Airlines đã và đang trong quá trình đầu tư và tăng trưởng cả về quy mô tài sản, doanh thu và hiệu quả hoạt động. Vietnam Airlines cũng là một trong số ít các hãng hàng không đạt lợi nhuận ngay cả trong những năm khủng hoảng. Chúng tôi cho rằng, cổ phần hóa sẽ là cú hích mạnh hơn nữa để Vietnam Airlines tận dụng tốt nhất nền tảng để phát triển.

1 Sở hữu hệ thống tài sản hữu hình và vô hình gồm đội bay trẻ, khấu hao nhanh, mạng bay rộng, slot khai thác tại các sân bay quốc tế, nguồn nhân lực được đào tạo bài bản và thương hiệu có uy tín;

2 Kế hoạch 05 năm 2014 - 2018 của Vietnam

Airlines hướng đến nâng cao hiệu quả khai thác với dự báo nhu cầu các thị trường chính tăng trưởng với tốc độ cao;

3 Hệ thống các công ty thành viên hoạt động hiệu quả trong lĩnh vực dịch vụ hàng không.

Chúng tôi đánh giá cổ phiếu Vietnam Airlines hấp dẫn. Vietnam Airlines dự kiến chào bán 20% cho cổ đông chiến lược là tập đoàn/hãng hàng không và/hoặc tập đoàn tài chính, giúp tăng năng lực tài chính, kinh doanh, quản trị và thúc đẩy tăng trưởng sau cổ phần hóa.

Chúng tôi sử dụng phương pháp Adj EV/EBITDAR để định giá cổ phiếu Vietnam Airlines. Mức giá hợp lý cho một cổ phiếu Vietnam Airlines là 23,412.



Tổ chức phát hành

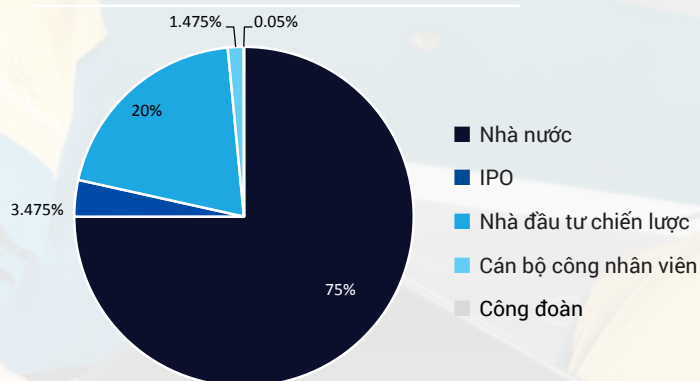
Thông tin về tổ chức phát hành

Tên công ty	Tổng Công ty Hàng không Việt Nam
Tên Tiếng Anh	Vietnam Airlines Company Limited
Tên viết tắt	Vietnam Airlines
Địa chỉ	Số 200, phố Nguyễn Sơn, phường Bồ Đề, quận Long Biên, Thành phố Hà Nội
Tel	+84.4.38272289
Fax	+84.4.38722375
Website	www.vietnamairlines.com
Vốn chủ sở hữu	10.016 tỷ đồng (31/12/2013)
Lĩnh vực hoạt động	Vận tải hàng không, phụ trợ vận tải và kinh doanh hàng hóa dịch vụ và hoạt động khác.
Ngành nghề kinh doanh chính	Vận tải hàng không

Thông tin về đợt chào bán

Mệnh giá mỗi cp	10.000 đồng
Số lượng phát hành ra công chúng	49.009.008 cổ phiếu
Giá khởi điểm	22.300 đồng
Tỷ lệ	3.475%

Cơ cấu vốn dự kiến



Một số chỉ tiêu tài chính chọn lọc

Đơn vị: tỷ VND

	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	35,342	44,528	49,142	52,460
% tăng trưởng	53.25%	25.99%	10.36%	6.75%
Tổng tài sản	38,514	48,546	55,500	59,336
Vốn chủ sở hữu	8,445	8,267	9,292	10,016
Lợi nhuận gộp	4,875	3,430	4,134	5,548
Lợi nhuận sau thuế	314	37	138	147
% tăng trưởng y-o-y	133.29%	-88.35%	277.51%	6.52%
Biên lợi nhuận gộp	13.79%	7.70%	8.41%	10.58%
ROE	3.72%	0.44%	1.49%	1.47%
ROA	0.82%	0.08%	0.25%	0.25%

Cột mốc phát triển

01/1956	Chính phủ thành lập Cục Hàng không Dân dụng
09/1956	Chuyến bay nội địa đầu tiên được khai trương
27/05/1995	Tổng công ty Hàng không Việt Nam (Vietnam Airlines) được thành lập
20/10/2002	Vietnam Airlines giới thiệu biểu tượng mới- Bông Sen Vàng
04/04/2003	Vietnam Airlines được tổ chức lại theo mô hình Công ty mẹ- Công ty con
12/2006	Trở thành thành viên chính thức của IATA
10/06/2010	Vietnam Airlines trở thành thành viên thứ 10 của Liên minh hàng không toàn cầu – SkyTeam
23/06/2010	Vietnam Airlines được chuyển thành công ty TNHH MTV do Nhà nước là chủ sở hữu.



Triển vọng ngành Hàng không

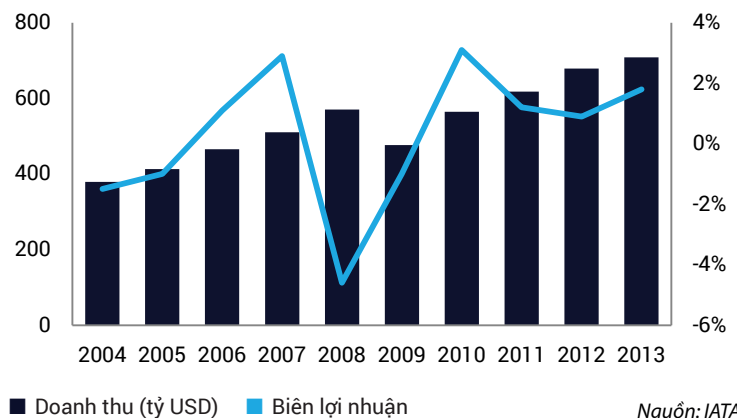
Ngành vận tải hàng không Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong thời gian tới, dựa trên các động lực từ (1) Sự phục hồi của ngành Hàng không thế giới, (2) Việt Nam nằm trong khu vực Hàng không năng động, (3) Hoạt động đầu tư và du lịch tăng trưởng nhanh, (4) Mức sống người dân được cải thiện.

Ngành Hàng không thế giới phục hồi sau khủng hoảng

Tăng trưởng trở lại

Ngành Hàng không thế giới phục hồi sau khủng hoảng kinh tế năm 2009. Năm 2013, ngành Hàng không thế giới đạt doanh thu 708 tỷ USD (+4.3% yoy), chiếm 1% GDP toàn thế giới, lợi nhuận 12,9 tỷ USD (tăng 2 lần so với năm 2012). Việt Nam có lợi thế nằm trong khu vực năng động thứ hai thế giới về hàng không.

Tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận của ngành Hàng không thế giới



Thị trường hàng không Châu Âu và Bắc Mỹ

Mạng đường bay Châu Âu và Bắc Mỹ có ý nghĩa chiến lược lâu dài với Vietnam Airlines.

Bắc Mỹ - Thị trường tiềm năng

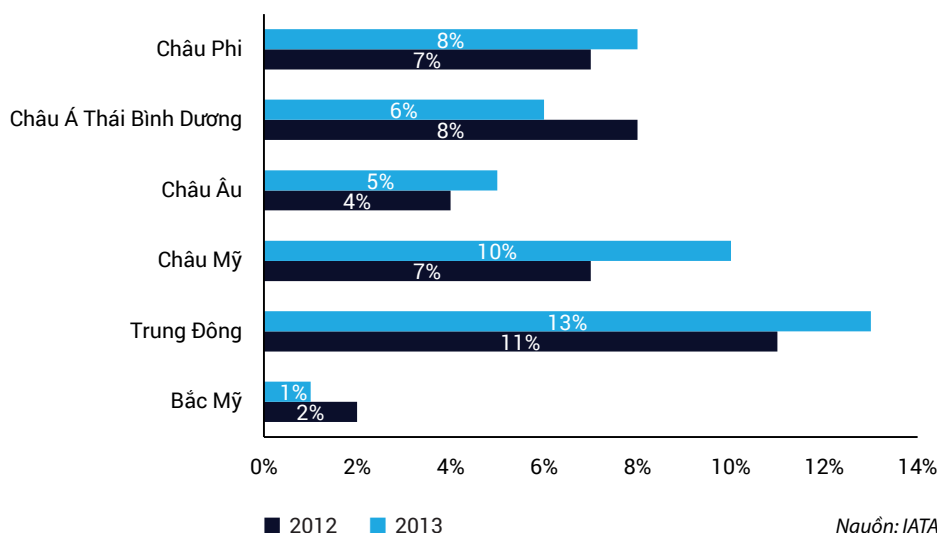
Là thị trường có nhiều tiềm năng phát triển, tập trung nhiều nhất số lượng đội bay trên toàn thế giới. Bắc Mỹ là khu vực có GDP cao nhất thế giới (25% GDP toàn cầu – 2013), GDP trên đầu người cũng đạt mức cao nhất, đạt 50,000 USD năm 2013.

Vietnam Airlines dự kiến mở cửa đường bay SGN – LAX vào năm 2016 để phát triển mạng bay qua Thái Bình Dương.

Châu Âu - Thị trường có dung lượng lớn

Với đường bay Châu Âu – Việt Nam, khách hàng chủ yếu là Việt kiều sinh sống và làm việc tại các quốc gia Châu Âu (500 – 600 ngàn người) và khách quốc tịch Pháp, Anh, Đức, Nga (chiếm khoảng trên 70% khách châu Âu đến Việt Nam). Dự báo trong những năm tới khi quan hệ Việt Nam – Châu Âu ngày càng thắt chặt trên phương diện văn hóa và kinh tế sẽ góp phần thúc đẩy tốc độ tăng trưởng của khu vực này.

Tốc độ tăng trưởng của các thị trường hàng không thế giới



Khu vực tăng trưởng mạnh Châu Á Thái Bình Dương

Châu Á Thái Bình Dương đang có tốc độ tăng trưởng và sinh lời lớn thứ 2 trên thế giới.

Thị trường hấp dẫn

Tốc độ tăng trưởng tại thị trường châu Á - Thái Bình Dương 2013 đạt 7.6% chỉ sau khu vực Trung Đông. Xét theo lợi nhuận năm 2013, toàn thị trường đạt tổng quy mô 3.2 tỷ USD chỉ sau khu vực Bắc Mỹ. Các hãng hàng không châu Á đang tăng công suất phục vụ bằng việc đặt mua một lượng lớn các máy bay mới, xây dựng thêm các đường bay, nhà ga. Giai đoạn 2014 – 2020 được dự báo sẽ là giai đoạn cạnh tranh khốc liệt.

Đông Bắc Á - Thị trường hiệu quả chính

Quan hệ kinh tế giữa Việt Nam và các quốc gia này ngày một chặt chẽ, chiếm phần lớn lượng đầu tư FDI vào Việt Nam.

Mạng đường bay này đang chiếm tới 46.35% tỷ trọng vận tải quốc tế của Vietnam Airlines; gồm Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, Hồng Kông và Đài Loan với 27 đường bay, 14 điểm đến và tần suất 128 chuyến/tuần. Vietnam Airlines đang chiếm thị phần áp đảo trên mạng đường bay giữa Vietnam và Đông Bắc Á.

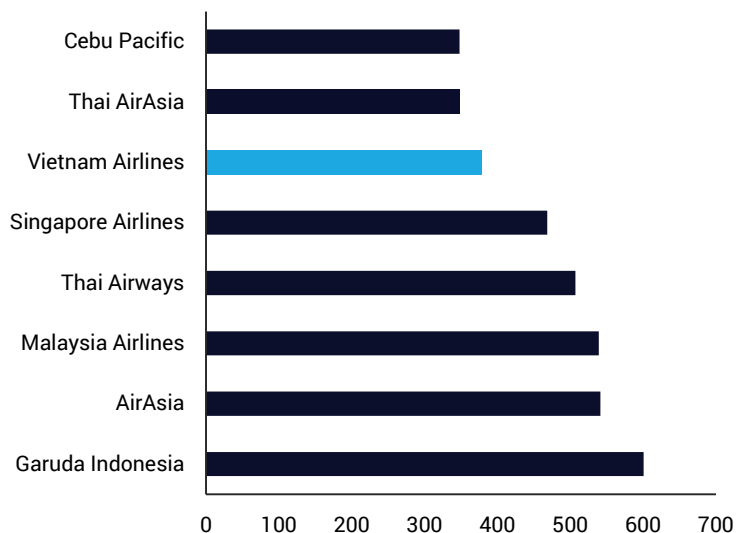
Vietnam Airlines sẽ tiếp tục đẩy mạnh khai thác thị trường này nhờ tăng tần suất bay, sử dụng các loại máy bay thân rộng được trang bị hiện đại, nâng cao chất lượng dịch vụ, năng lực cạnh tranh và hiệu quả khai thác.

Đông Nam Á - Thị trường tăng trưởng nhanh

Đông Nam Á là thị trường hàng không có tốc độ tăng trưởng cao nhất toàn cầu. Theo số liệu thống kê của CAPA và Innovata, thị trường quốc tế của Đông Nam Á có mức tăng trưởng 20% chỉ trong 18 tháng (04/2012 – 10/2013), từ mức 4.7 triệu ghế/tuần lên 5.6 triệu ghế/tuần.

Mạng đường bay này đang chiếm 21.94% tổng lượng khách vận chuyển quốc tế của Vietnam Airlines năm 2013. Vietnam Airlines chiếm khoảng 5% thị phần tải cung ứng trên thị trường hàng không khu

Công suất phục vụ của các hãng hàng không theo tuần từ 20/10/2014 đến 26/10/2014 (nghìn ghế)



Nguồn: CAPA

vực, khai thác 7 đường bay và 4 điểm đến là Thái Lan, Singapore, Malaysia và Indonesia với tần suất 99-102 chuyến/tuần.

Úc

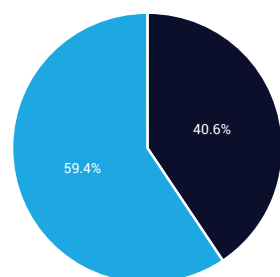
Lượng khách từ Úc đến Việt Nam tiếp tục đạt mức tăng trưởng ổn định 10%. Vietnam Airlines là hãng hàng không duy nhất khai thác đường bay thẳng giữa Úc và Việt Nam. Tuy nhiên, Vietnam Airlines sẽ phải tiếp tục cạnh tranh với các hãng có đường bay vòng chất lượng cao, đặc biệt từ Singapore Airlines, Thai Airways và Malaysia Airlines.

Tiểu vùng CLMV

Đây là thị trường tăng trưởng nhanh, giai đoạn 4/2012 đến 10/2013 đạt hơn 27% đối với Lào và Campuchia, và 76.8% đối với Myanmar. Tính đến thời điểm hiện tại, theo CAPA, tại Cambodia, Vietnam Airlines chiếm 13,3% thị phần vận tải quốc tế, trong khi Cambodia Angkor Air (Công ty liên kết của Vietnam Airlines) chiếm thị phần 16,3%. Vietnam Airlines đang duy trì vai trò là hãng hàng không chủ chốt tại các thị trường này với 8 đường bay với 5 điểm đến: Vientiane, LuangPrabang (Lào); Phnom Penh, Siem Riep (Campuchia) và Yangon (Myanmar). Tần suất khai thác tại đây đạt mức hơn 81 chuyến/tuần.

Vietnam Airlines chiếm thị phần lớn nhất trong thị trường hàng không đi và đến Việt Nam, bỏ khá xa các hãng hàng không khác.

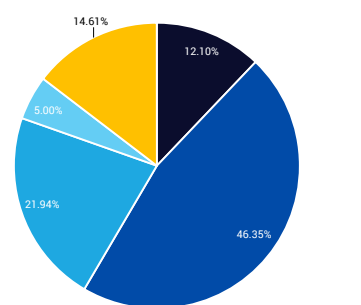
Thị phần vận chuyển hành khách trên các đường bay quốc tế đi và đến Việt Nam



■ Vietnam Airlines ■ Khác

Nguồn: CAPA

Tỷ trọng vận tải quốc tế của Vietnam Airlines



■ Châu Âu ■ Đông Bắc Á ■ Đông Nam Á ■ Úc ■ CLMV

Nguồn: Vietnam Airlines

Triển vọng thị trường Hàng không nội địa

Thị trường Hàng không nội địa đang trong thời kỳ tăng trưởng nhanh với nhiều yếu tố hỗ trợ thuận lợi từ ngành du lịch và dân số.

Tăng trưởng mạnh mẽ

Năm 2013, tổng thị trường vận chuyển của các hãng Hàng không Việt Nam ước đạt 20.7 triệu lượt khách (+18.2% yoy) và 221 nghìn tấn hàng hóa (+11% yoy)¹. Đây là mức tăng trưởng rất cao so với mức tăng 5.3% ở mảng vận tải hành khách và giảm 1% ở mảng vận tải hàng hóa của khu vực Châu Á Thái Bình Dương.

Chúng tôi đánh giá thị trường hàng không nội địa còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Trong giai đoạn 2014 – 2018, thị trường nội địa được dự báo tăng trưởng bình quân 15%/năm², đạt hơn 28.8 triệu lượt vào năm 2018. Ngành Du lịch đang tăng trưởng nhanh kèm với hoạt động đầu tư FDI và dân số tăng nhanh sẽ là động lực để ngành Hàng không tiếp tục tăng trưởng mạnh.

Các nhân tố hỗ trợ

Ngành du lịch Việt Nam có tốc độ tăng trưởng rất nhanh. Ngoại trừ năm 2009 do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế, doanh thu ngành du lịch và lượng khách du lịch đã liên tục tăng với tốc độ tăng trung bình hàng năm lần lượt là 22% và 10.57%.

Việt Nam có dân số đông và thu nhập bình quân đầu người đang trên đà tăng mạnh. Dân số Việt Nam cao thứ 3 trong khu vực, tăng trung bình 1.05%/năm theo

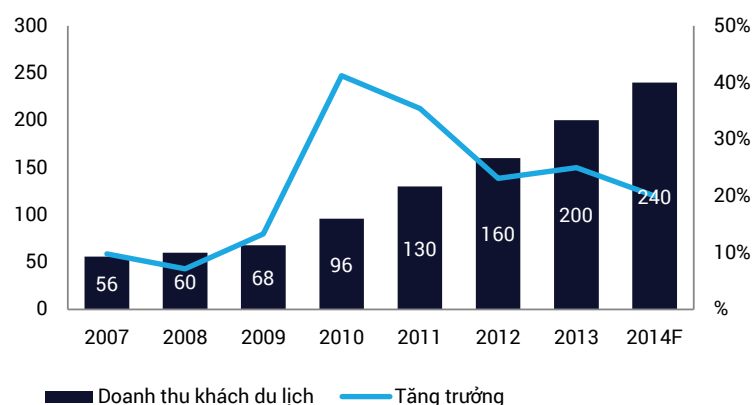
dự báo 5 năm của IMF. Năm 2013, thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam đạt 1960 USD và kỳ vọng tăng trung bình 6.5% trong 5 năm tới.

FDI sẽ duy trì mức tăng ổn định trong các năm tiếp theo nhờ các yếu tố: (1) Việc cam kết giữ ổn định tỷ giá và kiểm chế lạm phát của Chính phủ; (2) Các nước Đông Nam Á, đặc biệt là Việt Nam nhiều khả năng hưởng lợi từ sự chuyển dịch dòng vốn FDI ra khỏi Trung Quốc; (3) Hiệp định thương mại tự do FTA cùng với triển vọng về TPP trong những năm tới.

Vị thế của Vietnam Airlines

Vietnam Airlines có ưu thế lớn tại thị trường nội địa với chiến lược thương hiệu kép (dual-brand) giữa Vietnam Airlines và Jetstar Pacific Airlines.

Doanh thu từ khách du lịch (nghìn tỷ VND) và tăng trưởng tại thị trường hàng không Việt Nam



Nguồn: Cục Hàng không dân dụng Việt Nam

¹ Báo cáo tổng kết năm, Cục Hàng Không Việt Nam, 2013

² Theo Vietnam Airlines

Vietnam Airlines sử dụng chiến lược thương hiệu kép để cung cấp dải sản phẩm đa dạng, trong đó Vietnam Airlines hướng đến phân khúc khách hàng thu nhập cao và trung bình, và Jetstar Pacific hướng đến phân khúc khách hàng thu nhập thấp.

Trong giai đoạn 2008 – 2013:

- Thị phần vận chuyển hành khách, hành lý nội địa trung bình đạt 73.52%, tăng trưởng hành khách vận chuyển nội địa bình quân đạt 10.76%
- Thị phần vận tải hàng hóa, bưu kiện gần như chiếm tỷ lệ tuyệt đối, với mức thị phần trung bình trong giai đoạn 5 năm đạt xấp xỉ 90%, tăng trưởng sản lượng hàng hóa luân chuyển nội địa đạt trung bình 5.6%/năm.

	Đường bay	Điểm đến
2008	27	19
2009	31	20
2010	35	20
2011	37	20
2012	38	20
2013	39	21

Chiến lược của Vietnam Airlines là hợp tác chặt chẽ với sản phẩm của Jetstar Pacific để duy trì thị phần nội địa của 2 hãng khoảng 70 – 72%.

Vietnam Airlines đang chịu áp lực cạnh tranh khá lớn tại thị trường nội địa. Theo Cục Hàng không Dân dụng Việt Nam, thị phần nội địa năm 2013 của Vietjet Air đã đạt 26.1%, với 3.2 triệu hành khách (tăng khoảng 3 lần so với năm 2012), trong khi Jetstar Pacific Airlines – công ty con của Vietnam Airlines (hãng hàng không hoạt động theo mô hình chi phí thấp) – chỉ chiếm 15.2% thị phần.

Vietnam Airlines

Vietnam Airlines là hãng hàng không quốc gia của Việt Nam, chiếm thị phần lớn nhất (51.8%) trong số các hãng hàng không khai thác tại Việt Nam. Năm 2013 Vietnam Airlines đã vận chuyển 15 triệu lượt khách và 184.606 tấn hàng hóa qua 39 đường bay nội địa và 52 đường bay quốc tế.

Vietnam Airlines cũng là hãng hàng không có quy mô lớn trong khu vực Đông Nam Á với hai thương hiệu (1) Hãng hàng không truyền thống (Full-service carrier) với mục tiêu xây dựng hình ảnh hãng hàng không 4 sao vào năm 2015-2016, (2) Công ty con là Jetstar Pacific đáp ứng nhu cầu ngày càng cao tại phân khúc hàng không giá rẻ (LLC). Vietnam Airlines là thành viên của Tổ chức Hàng không Dân dụng Quốc tế (ICAO), Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA) và Liên minh Hàng không Skyteam (một trong 3 liên minh hàng không lớn nhất thế giới).



Hoạt động kinh doanh tăng trưởng nhanh

Vietnam Airlines đang duy trì tốc độ tăng trưởng cao so với trung bình của khu vực Châu Á vốn là khu vực năng động của hàng không thế giới.

Doanh thu và lợi nhuận

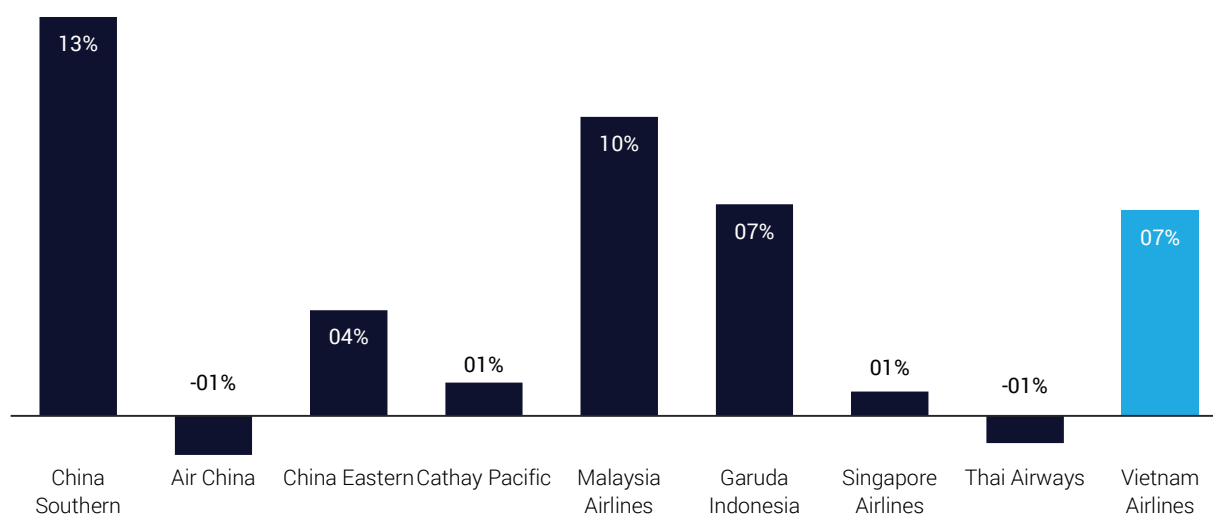
Doanh thu tăng trưởng trung bình hàng năm đạt 15.8% trong giai đoạn 2008-2013 nhờ Vietnam Airlines mở thêm các đường bay mới và nhu cầu vận tải hàng không tăng lên khi kinh tế hồi phục. So sánh với khu vực Châu Á, tỷ lệ tăng trưởng doanh thu của Vietnam Airlines thuộc nhóm tăng trưởng nhanh nhất.

Biên lợi nhuận gộp trung bình lên tới 10.66% trong 5 năm 2009-2013. Vietnam

Airlines chủ động nhiều hoạt động hàng không và dịch vụ đầu vào thông qua những công ty con/liên kết của Vietnam Airlines như nhiên liệu máy bay (Jet A1), bảo dưỡng sửa chữa...

Doanh thu của Vietnam Airlines đến từ 04 hoạt động: (1) Hoạt động vận tải hành khách, hành lý; (2) Hoạt động vận tải hàng hóa, bưu kiện; (3) Dịch vụ phụ trợ vận tải hàng không và (4) Đầu tư tài chính.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu của các hãng hàng không trong khu vực năm 2013



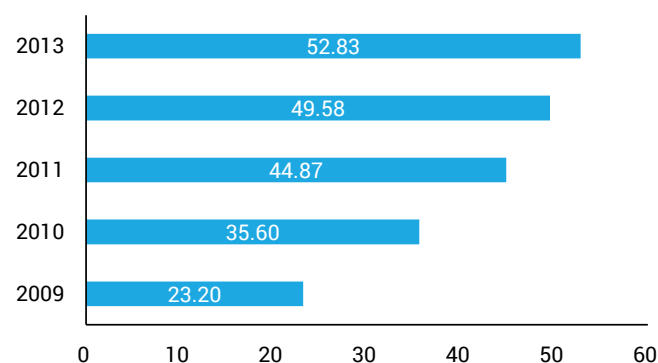
Nguồn: Báo cáo tài chính các hãng hàng không, BSC tổng hợp

Vận tải hành khách & hành lý

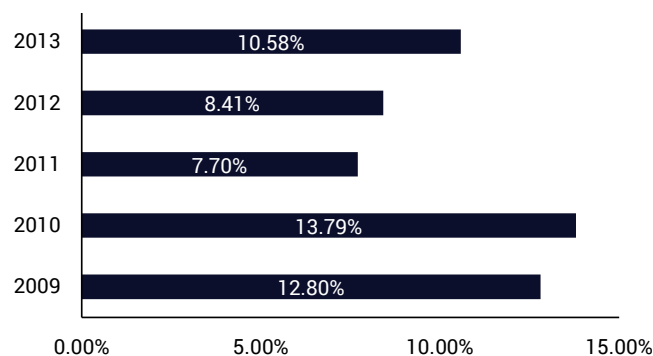
Đây là hoạt động nền tảng của Vietnam Airlines, chiếm 86% doanh thu 2013.

Năm 2013, doanh thu vận tải hành khách, hành lý đạt 45,407 tỷ đồng, tăng hơn 5% so với 2012. Vietnam Airlines chiếm 51.8% thị phần vận chuyển hành khách tổng mạng trong đó nội địa 63.2% và quốc tế 40.6%. Xét về cơ cấu doanh thu, phân khúc quốc tế góp đến 66% trong cơ cấu doanh thu vận tải hành khách, hành lý.

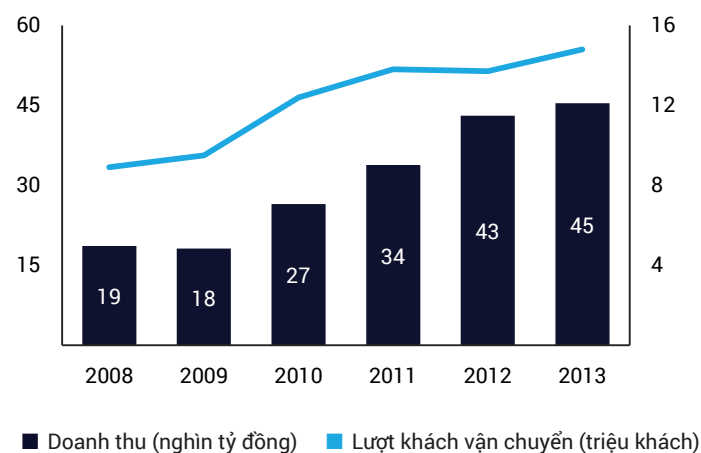
Quy mô doanh thu (nghìn tỷ) của Vietnam Airlines



Biên lợi nhuận Vietnam Airlines



Doanh thu vận chuyển hành khách hành lý và tổng số lượt hành khách vận chuyển



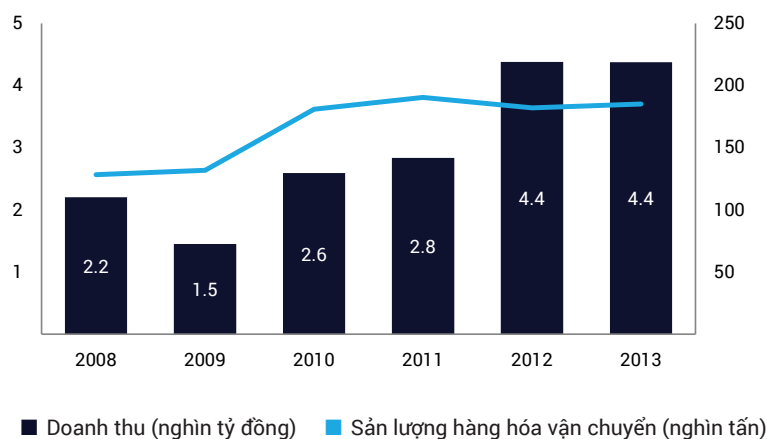
Nguồn: Vietnam Airlines

Vận tải hàng hóa, bưu kiện

Là hoạt động quan trọng thứ 2 đóng góp 8% vào tổng doanh thu của Vietnam Airlines năm 2013.

Năm 2013, doanh thu vận tải hàng hóa, bưu kiện đạt 4,377 tỷ, tăng nhẹ so với 2012. Thị phần tổng mạng của Vietnam Airlines đạt mức 29%, trong đó thị phần nội địa đạt 75%, thị phần quốc tế đạt khoảng 17%. Phân khúc quốc tế đóng góp đến 78% tổng doanh thu vận tải hàng hóa, bưu kiện của Vietnam Airlines. Chúng tôi đánh giá mảng hoạt động này còn nhiều tiềm năng tăng trưởng.

Doanh thu vận tải hàng hóa, bưu kiện và sản lượng hàng hóa vận chuyển



Nguồn: Vietnam Airlines

Sơ đồ chuỗi giá trị



Sở hữu khối tài sản giá trị

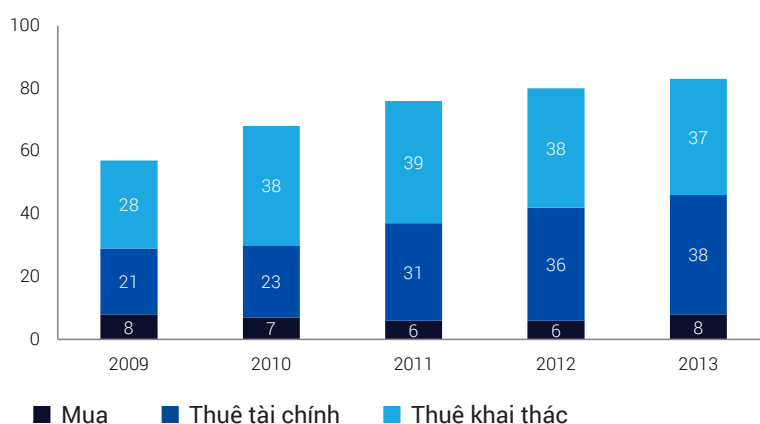
Vietnam Airlines đang sở hữu những tài sản hữu hình và vô hình có giá trị lớn – đội bay, mạng bay, slot, thương hiệu và nguồn nhân lực. Chúng tôi đánh giá, giá trị sổ sách hiện tại phần nào chưa phản ánh hết được giá trị tài sản của Vietnam Airlines.

Đội bay trẻ

Tại thời điểm 31/12/2013, Vietnam Airlines có đội bay gồm 83 máy bay gồm 8 máy bay sở hữu (3 Airbus 321, 3ATR 72 và 2 Fokker 70), 38 máy bay thuê tài chính (4 Boeing777, 28 Airbus 321 và 6 ATR 72), 37 máy bay thuê khai thác (6 Boeing 777, 17 Airbus 321 và toàn bộ đội 9 tàu Airbus 330 và 5 ATR 72). Cụ thể:

- Dòng máy bay 280 - 300 ghế (10 tàu B777 và 9 tàu A330): khai thác tầm xa các thị trường Châu Âu, Úc và 1 số đường bay tại khu vực Đông Bắc Á.
- Dòng máy bay 150 - 180 ghế (48 Airbus 321): Sử dụng để khai thác các chuyến bay nội địa, các chuyến bay quốc tế tại khu vực Đông Nam Á, Đông Bắc Á.
- Dòng máy bay 70 ghế (14 ATR 72 và 2 Fokker 70): Dùng để khai thác các đường bay địa phương, tầm bay ngắn.

Cơ cấu sở hữu đội bay của Vietnam Airlines (chiếc)



Nguồn: Vietnam Airlines

Khấu hao nhanh

Chúng tôi đánh giá giá trị sổ sách hiện tại của đội bay chưa thể hiện hết giá trị thực tế do chính sách khấu hao nhanh:

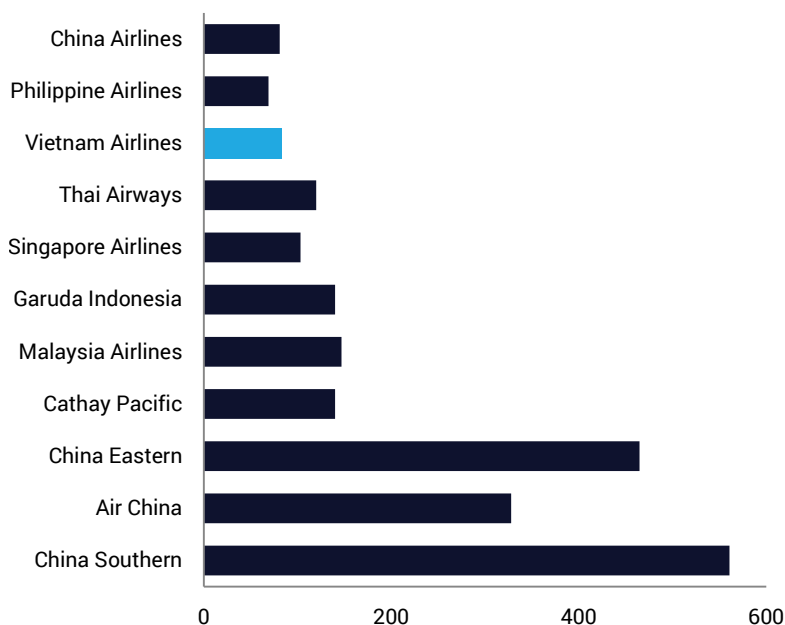
- **Tuổi máy bay trẻ.** Đội bay của Vietnam Airlines có tuổi bay trung bình là 5.34 năm, rất trẻ so với khu vực cũng như thế giới (thông thường máy bay vận hành được trên 25 năm).
- **Khấu hao nhanh hơn so với thông lệ.** Thời gian khấu hao máy bay của Vietnam Airlines trung bình 12-15 năm, thấp hơn so với trung bình ngành từ 15 đến 20 năm, dẫn đến chi phí khấu hao cao hơn các hãng hàng không khác.

Mạng đường bay & giờ hạ cất cánh (slot) tại các sân bay quốc tế

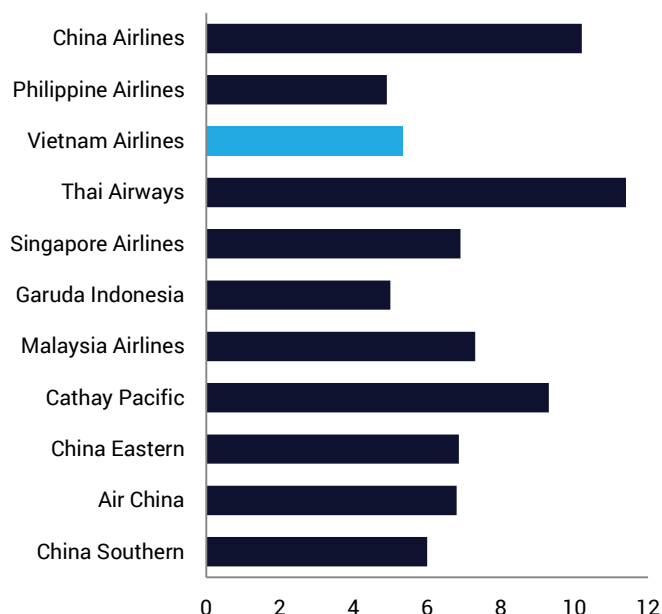
Vietnam Airlines là hãng hàng không Việt Nam có mạng đường bay lớn nhất và tăng nhanh. Mạng đường bay là tài sản vô hình không được định giá của Vietnam Airlines, gồm 52 đường bay quốc tế và 39 đường bay nội địa, gấp nhiều lần so với số lượng đường bay của các hãng hàng không Việt Nam khác. Mạng đường bay nội địa của Vietnam Airlines bao gồm:

- Các đường bay trục chính Hà Nội – TP HCM, Hà Nội – Đà Nẵng, Hà Nội – TP HCM;
- Các đường bay trục lẻ Hà Nội – Cần Thơ, TP HCM – Hải Phòng, TP HCM – Vinh;
- Các đường bay du lịch đến các điểm du lịch nổi tiếng như Huế, Nha Trang, Phú Quốc, Đà Lạt, Côn Đảo,...
- Các đường bay địa phương tới Quảng Bình, Quy Nhơn, Tây Nguyên,...

Số lượng máy bay của các hãng hàng không truyền thống châu Á (chiếc)



Tuổi trung bình của đội bay của các hãng hàng không dịch vụ đầy đủ châu Á (năm)



Nguồn: BSC tổng hợp

Mạng đường bay, slot, thương hiệu và đội ngũ nhân sự hiện là tài sản vô hình có giá trị của Vietnam Airlines.

Hiện Vietnam Airlines sở hữu trên 400 slot tại 29 điểm đến tại các sân bay quốc tế, trong đó có nhiều sân bay rất khó để được cấp quyền khai thác do mật độ khai thác tại các sân bay này đã cao như Narita, Haneda (Nhật Bản), Thượng Hải, Hồng Kông, Quảng Châu, Bắc Kinh (Trung Quốc), Charles de Gaulle (Pháp)...

Chiến lược phát triển các đường bay quốc tế và các đường bay nội địa của Vietnam Airlines hiệu quả. Trong giai đoạn 2014-2018, Vietnam Airlines sẽ mở rộng khai thác các đường bay quốc tế đồng thời hoàn thiện các đường bay hiện tại. Đặc biệt là những đường bay mang lại hiệu quả cao như các đường bay đến khu vực Đông Bắc Á.

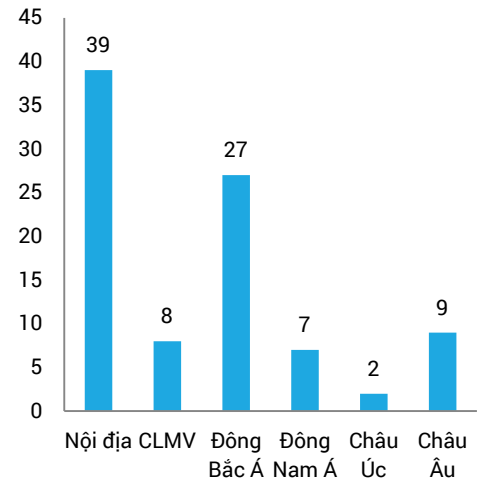
Thương hiệu Vietnam Airlines có giá trị

Vietnam Airlines hiện là thương hiệu có uy tín và vị thế tốt trong cộng đồng hàng không thế giới. Tổng giám đốc Vietnam Airlines hiện đang là thành viên trong Hội đồng điều hành của Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế IATA. Vietnam Airlines là hãng Hàng không đầu tiên trong khu vực Đông Nam Á tham gia Skyteam, vượt qua Malaysia Airlines và Garuda Airlines.

Đội ngũ nhân sự trẻ, được đào tạo bài bản

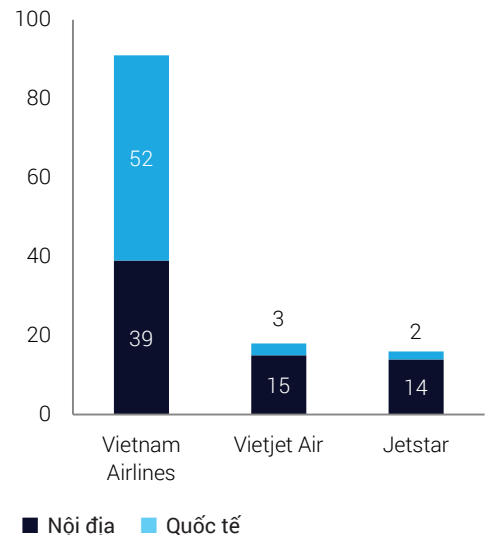
Số lượng lao động trẻ chiếm 75.9% dưới 45 tuổi, trong đó dưới 30 tuổi chiếm gần một nửa. Lao động có trình độ trên đại học chiếm 45.8%. Đội ngũ lao động quản lý cấp cao, có kiến thức, chuyên môn và kinh nghiệm vững vàng. Đội ngũ lao động đặc thù – phi công, kỹ sư, tiếp viên, kỹ thuật – được đào tạo bài bản, có nhiệt huyết cống hiến cho ngành Hàng không.

Cơ cấu mạng đường bay của Vietnam Airlines



Nguồn: Vietnam Airlines

Số lượng đường bay của các hãng hàng không Việt Nam, 31/12/2013



Nguồn: BSC tổng hợp

Kế hoạch 05 năm – Tăng hiệu quả khai thác

Chúng tôi đánh giá năng lực khai thác của Vietnam Airlines sẽ được tăng cường đáng kể để đảm bảo việc thực hiện kế hoạch 05 năm 2014 – 2018. Các chỉ tiêu hiệu quả sẽ tăng lên mức tiệm cận với các hãng hàng không trong khu vực đến năm 2018.

Tập trung đầu tư máy bay thân rộng

Vietnam Airlines lên kế hoạch tăng quy mô đội bay lên 116 chiếc vào năm 2018 (số máy bay thân rộng tăng từ 19 lên 38 chiếc và thanh lý các máy bay trên 15 tuổi). Tổng số máy bay khai thác sẽ thực hiện tiếp nhận trong giai đoạn 2014 - 2018 chủ yếu gồm 7 tàu bay A321, 19 tàu bay B787-9, và 12 tàu bay A350.

Bằng việc đưa vào khai thác và sử dụng hiệu quả đội tàu bay Boeing 787 và A350 mới, Vietnam Airlines sẽ tăng hiệu suất sử dụng máy bay trung bình của toàn đội bay.

Tăng tần suất các đường bay hiệu quả (nội địa và quốc tế)

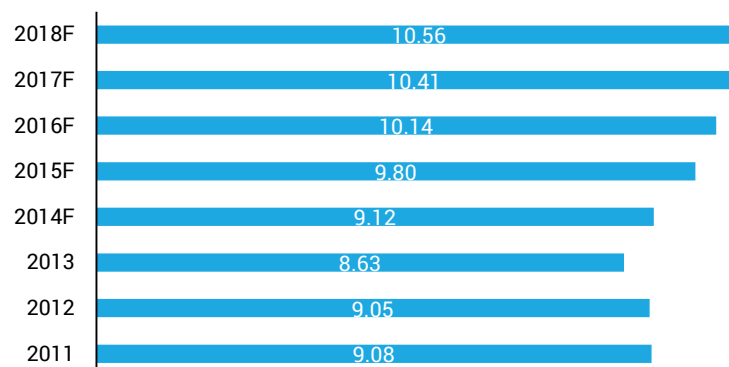
Vietnam Airlines sẽ tập trung tăng tần suất khai thác, hoàn thiện sản phẩm 2 chuyến/ngày với các đường bay Đông Bắc Á & Đông Nam Á, hoàn thiện mạng bay đến Châu Âu. Đối với thị trường nội địa, hãng sẽ tiếp tục tăng tần suất của những đường bay chính.

Nâng hạng dịch vụ và cải thiện cơ cấu khách hàng

Vietnam Airlines đặt mục tiêu nâng cao chất lượng dịch vụ lên tiêu chuẩn 4 sao vào năm 2015-2016 (hiện tại một số chỉ tiêu đã đạt 4 sao và 5 sao). Điều đó giúp Vietnam Airlines cải thiện cơ cấu khách

Trên cơ sở tiềm năng nâng cao hiệu quả khai thác, Vietnam Airlines triển khai kế hoạch 05 năm 2014 - 2018, hướng đến mục tiêu thuộc nhóm hãng hàng không dẫn đầu khu vực Asean về quy mô.

Dự báo số giờ bay trung bình của đội bay Vietnam Airlines (giờ/ngày/máy bay)



hàng, từ đó tăng doanh thu trung bình trên một hành khách.

Đẩy mạnh hợp tác với các hãng hàng không quốc tế trong và ngoài Skyteam

Vietnam Airlines sẽ tăng cường hợp tác với các hãng hàng không lớn, có uy tín trên thế giới thông qua các hình thức: Hợp tác liên danh (codeshare), hợp tác chia chặng đặc biệt (SPA) và hợp tác công nhận chứng từ (Interlines). Nhờ đó, Vietnam Airlines mở rộng được mạng lưới kinh doanh, đa dạng hóa sản phẩm, giúp tăng hiệu suất chuyên chở và giá vé bình quân.

Trong khuôn khổ liên minh toàn cầu SkyTeam, Vietnam Airlines nghiên cứu khả năng mở rộng mạng đường bay thông qua hợp tác liên danh để từng bước thâm nhập các thị trường mới; nâng cao, đồng bộ hóa chất lượng dịch vụ tiêu chuẩn quốc tế. Vietnam Airlines mở rộng hợp tác sang các lĩnh vực hợp tác đa phương trong các lĩnh vực hợp tác về đầu tư, mua sắm chung nhằm tận dụng thế mạnh của từng hãng thành viên, phối hợp lịch bay và mạng bay, đội bay.

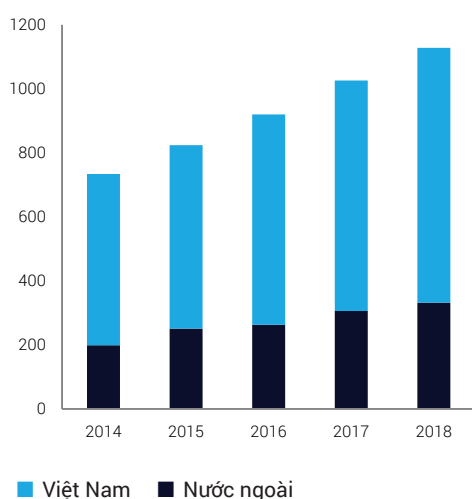
Tỷ lệ phi công trong nước tăng dần giúp tiết kiệm chi phí

Phi công là nguồn nhân lực quan trọng nhất của Vietnam Airlines, đặc biệt khi hãng sẽ chuyển sang khai thác các thế hệ máy bay mới (B787, A350) trong các năm tiếp theo.

Vietnam Airlines đặt kế hoạch duy trì tỷ lệ phi công Việt Nam trên 70% trong giai đoạn 2014 – 2018. Do tiền lương phi công luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí nhân công của hãng (72%), việc tăng tỷ trọng phi công người Việt sẽ giúp Vietnam Airlines tiết kiệm được một khoản chi phí nhân công đáng kể.



Dự kiến cơ cấu phi công của Vietnam Airlines



Nguồn: Vietnam Airlines

A close-up photograph of a hand holding a black and silver pen, pointing at a document. The document has several colorful tabs (yellow, blue, pink) visible. In the background, another hand is holding a stack of papers. The overall scene suggests a professional or academic setting.

Phân tích tài chính

Tại ngày 31/12/2013, Tổng Công ty Hàng Không Việt Nam có tổng cộng 26 đơn vị, trong đó gồm 17 công ty con; 9 công ty liên kết được hạch toán theo phương pháp vốn chủ sở hữu trong báo cáo tài chính hợp nhất.

Tổng quan tài chính doanh nghiệp

Chúng tôi cho rằng, phạm vi phân tích, đánh giá giá trị doanh nghiệp được cổ phần hóa cần được mở rộng thực hiện trên cả báo cáo tài chính hợp nhất.

Cụ thể, giá trị cổ phiếu của Vietnam Airlines sẽ được cấu thành từ giá trị của các mảng hoạt động kinh doanh và đầu tư vốn bao gồm:

- Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty mẹ.
- Giá trị kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của nhóm các công ty con sau khi khấu trừ lợi ích của các cổ đông thiểu số.
- Giá trị thu về từ hoạt động đầu tư vốn dài hạn vào các công ty liên kết và các khoản đầu tư vốn dài hạn khác.

Chúng tôi đánh giá tình hình tài chính của Vietnam Airlines lành mạnh. Trong giai đoạn 2009 - 2013, hệ số Tổng Tài sản/Vốn chủ sở hữu hiện đang ở mức cao nhưng chúng tôi đánh giá sức khỏe tài chính của Vietnam Airlines sẽ tiếp tục được cải thiện sau cổ phần hóa trên các phương diện (1) tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận và (2) chất lượng tài sản, danh mục đầu tư và cơ cấu vốn.

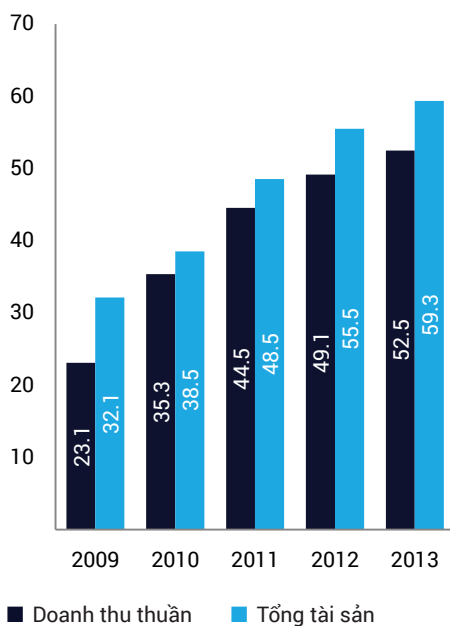
Phân tích tài chính công ty mẹ

Đối với báo cáo tài chính riêng của Vietnam Airlines, chúng tôi phân tích trên một số điểm trọng yếu gồm quy mô và cơ cấu tài sản, nguồn vốn, năng lực hoạt động và khả năng sinh lời.

Tài sản

Quy mô Tổng tài sản tăng trưởng nhanh và tỷ trọng tài sản dài hạn có xu hướng tăng dần. Trong giai đoạn 2009 – 2013, tổng tài sản của Vietnam Airlines tăng trưởng bình quân 16.57%.

Quy mô tài sản và doanh thu của Vietnam Airlines

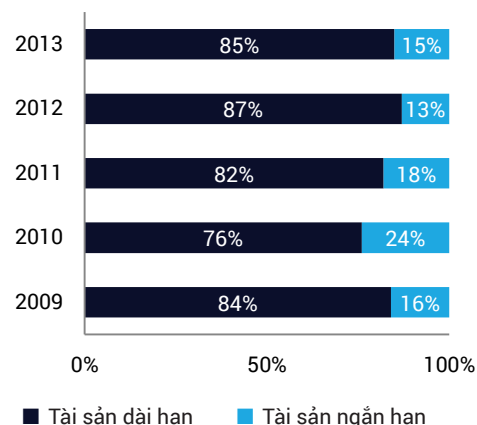


Nguồn: Vietnam Airlines

Trong giai đoạn này, Vietnam Airlines đã tiến hành nâng cấp đội bay từ 57 máy bay (2009) lên 83 máy bay (2013). Tính tại thời điểm 31/12/2013, tổng giá trị tài sản là máy bay/động cơ máy bay (bao gồm cả các khoản trả trước tiền mua, đặt cọc máy bay/động cơ máy bay) đã lên tới 44,575 tỷ đồng và chiếm 75.12% tổng tài sản. Trong đó giá trị máy bay/động cơ máy bay sở hữu và thuê tài chính lần lượt chiếm tới 10.34% và 47.59% tổng tài sản).

Tại ngày 31/12/2013, theo BCTC kiểm toán, Vietnam Airlines có tổng cộng 37 máy bay thuê hoạt động, 38 máy bay thuê tài chính và 8 máy bay sở hữu.

Cơ cấu tài sản của Vietnam Airlines



Nguồn: Vietnam Airlines

Cơ cấu nguồn vốn

Do đặc thù ngành Hàng không với quy mô đầu tư tài sản rất lớn, nên hệ số Nợ/Vốn chủ sở hữu của Vietnam Airlines đang ở mức cao, đạt trung bình 4.92 trong 3 năm gần đây. Tính đến 31/12/2013, toàn bộ khoản vay và nợ dài hạn của Vietnam Airlines có trị giá 37.82 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, khả năng trả lãi vay của doanh nghiệp vẫn được duy trì tốt với chỉ số Interest coverage ratio (EBIT/Interest expense) đạt trung bình 1.11. Hơn nữa, chúng tôi nhận thấy chi phí tài chính của Vietnam Airlines được tiết giảm đáng kể do doanh nghiệp được hưởng mức lãi suất thấp với

Vietnam Airlines sử dụng tối đa các nguồn vốn vay tín dụng xuất khẩu có bảo lãnh của Bộ Tài chính với thời hạn dài, chi phí vốn thấp.

toàn bộ các nguồn vay tín dụng xuất khẩu được bảo lãnh bởi Bộ Tài chính.

Về lãi suất cụ thể, với các khoản nợ dài hạn, được hưởng lãi suất thả nổi LIBOR 6 tháng cộng biên độ dao động từ 0% – 3.95%; hoặc lãi suất cố định dao động từ 2.1% - 4.86%/năm. Với các khoản vay dài hạn, tương ứng với từng loại tiền tệ VND, USD và EUR chịu lãi suất bình quân gia quyền lần lượt với lãi suất tương ứng khoảng 6.2%/năm, 4.6%/năm và 2.1%/năm.

Các chỉ tiêu năng lực

Do đặc thù của ngành vận tải hàng không (bán vé thu tiền trước vận chuyển sau, nhiều khoản chi dịch vụ được thanh toán sau) nên Vietnam Airlines luôn có nguồn vốn khả dụng ổn định. Các chỉ tiêu số ngày vòng quay hàng tồn kho và phải thu đều ở mức thấp, trong khi đó số ngày vòng quay phải trả ở mức cao. Đa số các khoản phải thu ngắn hạn và dài hạn khác là các khoản trả trước của các hợp đồng mua hoặc sửa chữa máy bay, động cơ,... Các khoản trả trước này chiếm lần lượt tới 71.47% và 69.28% khoản phải thu ngắn hạn/dài hạn năm 2012 và 2013.

Các chỉ tiêu năng lực hoạt động và thanh toán đều ở mức tốt so với ngành Hàng không khu vực.

Trong giai đoạn 5 năm (2009 – 2013), hệ số thanh toán hiện thời của Vietnam Airlines trung bình là 0.59, hệ số thanh toán nhanh trung bình đạt 0.54 đều cao hơn và tốt hơn so với chỉ số trung bình của nhóm các hãng hàng không thuộc thị trường châu Á mới nổi lần lượt đạt 0.52 và 0.36.

	2010	2011	2012	2013
Số ngày hàng tồn kho	5.84	3.99	3.05	2.69
Số ngày khoản phải thu	18.99	18.32	16.72	15.02
Số ngày khoản phải trả	46.99	47.13	50.00	57.52

Doanh thu

Hệ số Doanh thu/Tổng tài sản đạt trung bình 0.90, cao hơn so với các hãng hàng không trong khu vực (chỉ đạt 0.68). Giai đoạn 2009 – 2013, doanh thu thuần đạt tốc độ tăng trưởng bình quân CAGR 22.81%, cao hơn tốc độ tăng trưởng của tài sản (16.57%).

Doanh thu tăng trưởng nhanh, chủ yếu xuất phát từ việc mở rộng hoạt động khai thác trên các đường bay quốc tế.

Quá trình đầu tư tăng thêm máy bay đã mang lại hiệu quả khi hệ số chuyên chở hành khách tổng mạng tăng đều qua các năm (từ 73.1% lên 79.3%). Nguồn thu ngoại tệ của Vietnam Airlines hiện chiếm 48,59% tổng nguồn thu, phần lớn là các đồng tiền USD, EUR, JPY, AUD, KRW và CNY.

Cơ cấu chi phí

Biên lợi nhuận của Vietnam Airlines được cải thiện đáng kể, tăng từ mức 7.7% (2011) lên 8.41% (2012) và đạt 10.58% (2013). Trong cơ cấu giá vốn gồm các loại chi phí chính như sau: chi phí nguyên liệu vật liệu, chi phí khấu hao tài sản cố định, chi phí nhân công và chi phí dịch vụ mua ngoài.

Chi phí nhiên liệu luôn chiếm tỷ trọng lớn, chiếm khoảng 37% tổng chi phí, đây là nhiên liệu đặc chủng, không có hàng hóa thay thế và đặc thù của hoạt động vận tải hàng không nên sự thay đổi về giá nhiên liệu sẽ có tác động mạnh tới chi phí và lợi nhuận của Vietnam Airlines. Do đó, từ năm 2009, Vietnam Airlines đã ký các hợp đồng bảo hiểm rủi ro giá nhiên liệu với các ngân hàng uy tín, từ đó giúp giảm chi phí giá nhiên liệu là 149 tỷ đồng (2011) và hơn 65 tỷ đồng (2013).

Tỷ lệ khấu hao máy bay của Vietnam Airlines lớn hơn so với các hãng hàng không full-service trong khu vực. Với số năm khấu hao máy bay từ 12 – 15 năm, chúng tôi đánh giá Vietnam Airlines đang sử dụng mức khấu hao cao cho tài sản máy bay do

Trong 3 năm gần đây các chi phí hoạt động ổn định đã giúp chỉ số ROE của Vietnam Airlines được cải thiện tốt, tăng từ 0.44% năm 2011 lên 1.47% trong năm 2013

cùng trong thị trường châu Á, các hãng hàng không Trung Quốc như Air China, China Southern sử dụng mức khấu hao 15 – 20 năm, Singapore Airlines sử dụng khấu hao trên 15 năm, Malaysia Airlines trên 20 năm và Garuda Indonesia từ 18 – 22 năm, cho thấy mức lợi nhuận như hiện nay chưa thể hiện hết hiệu quả kinh doanh của Vietnam Airlines.

Chi phí nhân công được định hướng tiết giảm theo chính sách tiết kiệm và tăng năng suất lao động. Trong giai đoạn 2009 - 2013, hệ số hành khách vận chuyển/nhân viên đã tăng từ 1,661 lên 1,840. Năm 2013, chi phí nhân công ở mức 3,848.67 tỷ đồng, bằng 98.89% chi phí nhân công năm 2012 mặc dù

sản lượng dịch vụ cung ứng tăng lên đáng kể. Hơn nữa, chi phí nhân công rẻ đang là lợi thế của Vietnam Airlines, chỉ chiếm 7% trong tổng chi phí, trong khi chi phí này chiếm tới hơn 10% - 15% đối với các hãng hàng không khác trong khu vực.

Chi phí dịch vụ mua ngoài năm 2013 đạt 23.108 tỷ đồng, tăng 7.18% so với năm 2012 chủ yếu do tăng thuê hoạt động thêm 3 máy bay A321 và 2 động cơ máy bay; còn lại các chi phí thuộc khoản này như chi phí phục vụ chuyến bay, bảo hiểm hàng không, dịch vụ phục vụ hành khách và dịch vụ phục vụ bán đều ở mức tương đương năm 2012.

	2009		2010		2011		2012		2013	
	Giá trị	%	Giá trị	%	Giá trị	%	Giá trị	%	Giá trị	%
Chi phí nguyên liệu, vật liệu	8,336	36.89%	13,492	39.01%	17,716	39.34%	19,597	40.10%	20,351	39.68%
Chi phí nhân công	2,028	8.97%	2,720	7.86%	3,843	8.53%	3,892	7.96%	3,849	7.50%
Chi phí khấu hao tài sản cố định	1,560	6.90%	1,791	5.18%	2,171	4.82%	2,796	5.72%	3,419	6.67%
Chi phí dịch vụ mua ngoài	10,370	45.88%	16,177	46.77%	20,573	45.69%	21,559	44.12%	23,108	45.05%
Chi phí khác bằng tiền	306	1.35%	406	1.17%	726	1.61%	1,023	2.09%	567	1.11%
Tổng	22,601	100.00	34,587	100.00	45,028	100.00	48,867	100.00	51,294	100.00

Phân tích báo cáo tài chính hợp nhất

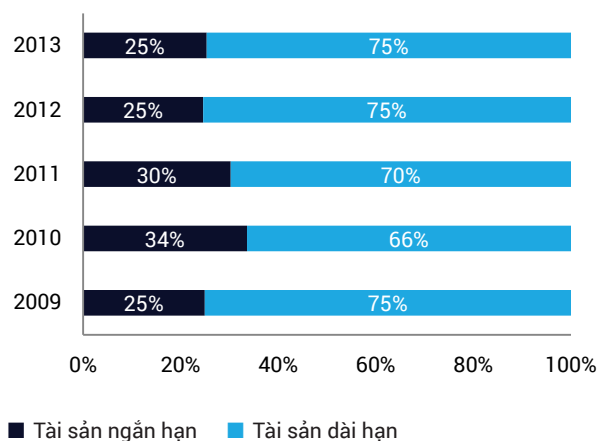
Báo cáo tài chính hợp nhất phản ánh tình hình sản xuất kinh doanh tổng hợp của Công ty mẹ - Tổng công ty Hàng không Việt Nam, các công ty con và công ty liên kết.

Báo cáo tài chính hợp nhất phản ánh tình hình sản xuất kinh doanh tổng hợp của Công ty mẹ - Tổng công ty Hàng không Việt Nam, các công ty con và công ty liên kết.

Tài sản

Quy mô Tổng tài sản tiếp tục duy trì đà tăng qua các năm do Công ty mẹ đang trong lộ trình nâng cấp đội bay: Giai đoạn 2009 – 2013, tăng trưởng bình quân Tổng tài sản đạt 18.41%, quy mô đạt 69,644 tỷ năm 2013.

Cơ cấu tài sản trên BCTC hợp nhất



So sánh với BCTC Công ty mẹ, mức chênh lệch tài sản ngắn hạn lớn, chủ yếu gồm: (1) Chênh lệch khoản tương đương tiền hơn 2,400 tỷ đồng, trong đó 2,112 tỷ đồng là khoản tiền gửi ngân hàng của Vinapco; (2) Chênh lệch hàng tồn kho 3,727 tỷ, trong đó 3,188 tỷ đồng là tài sản của Vinapco tại thời điểm 31/12/2013.

Chênh lệch tài sản dài hạn không đáng kể, do phần tài sản có giá trị lớn nhất là đội tàu bay thuộc sở hữu của Công ty mẹ.

Vay và Nợ dài hạn

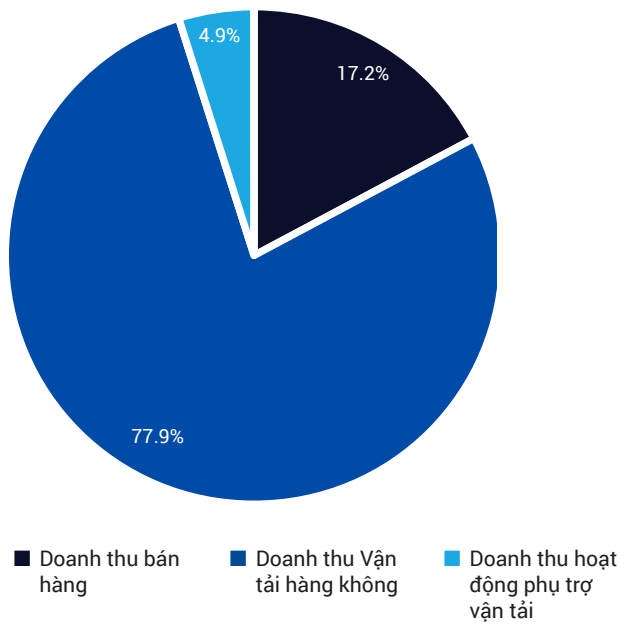
Vay và Nợ dài hạn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu Vốn và chủ yếu phục vụ hoạt động của Công ty mẹ: Hệ số Nợ/Tổng tài sản tăng từ 0.78 (2009) lên 0.85 (2013); Vay và Nợ/Tổng tài sản tăng tương ứng từ 0.57 lên 0.62 chủ yếu do Công ty mẹ tăng các khoản thuê tài chính máy bay và động cơ máy bay.

Cụ thể, với Vay và Nợ dài hạn, ngoại trừ công ty mẹ có Nợ dài hạn do thuê tài chính máy bay, các công ty con và liên kết chỉ Vay dài hạn với giá trị nhỏ; trong đó, Công ty TNHH Kỹ thuật máy bay (VAECO) là công ty con có giá trị vay dài hạn cao nhất đạt 190.14 tỷ đồng là khoản vay cho Công trình nhà xưởng Hangar A76. Với Vay và Nợ ngắn hạn, khoản vay ngắn hạn của Vinapco đóng góp tới 5,226.79 tỷ đồng (chiếm 99.35% mục vay ngắn hạn trong BCTC hợp nhất). Đây là các khoản vay bằng USD dưới hình thức vay tín chấp, mức lãi suất từ 2 – 2.5%/năm, chủ yếu dùng để thanh toán tiền nhập khẩu nhiên liệu Jet A1.

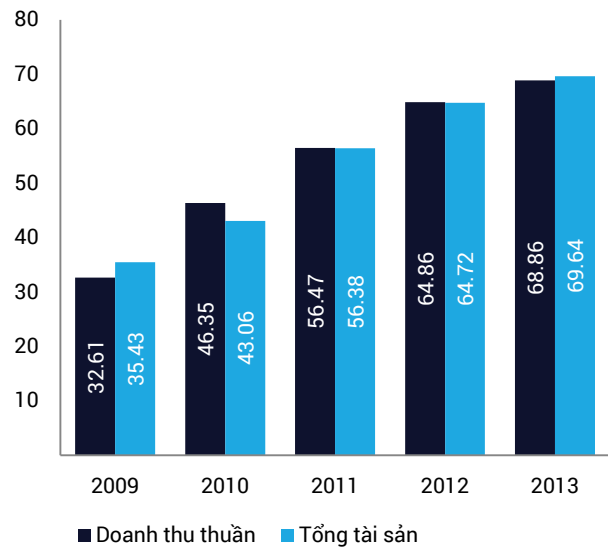
Doanh thu

Doanh thu hoạt động kinh doanh đạt mức tăng trưởng cao và hoạt động đầu tư tài chính mang lại hiệu quả tốt. Tương ứng với mức tăng bình quân tổng tài sản 18.41% (2009 – 2013), Doanh thu thuần đạt mức tăng trưởng 20.55%, tỷ số Doanh thu/Tổng tài sản trung bình đạt 1.0. Biên lợi nhuận gộp luôn dao động qua các năm (do ảnh hưởng của diễn biến giá nhiên liệu), trung bình đạt 10.94%.

Cơ cấu doanh thu hợp nhất



Tốc độ tăng trưởng doanh thu và tài sản hợp nhất



Hoạt động tài chính có hiệu quả tốt, với tỷ suất thu được từ cổ tức, lợi nhuận được chia và cổ phiếu thưởng trên tổng giá trị phần vốn đầu tư đạt 9.36% năm 2013 (7.73% năm 2012). Ngoài ra, trong năm 2013, hoạt động tài chính còn có thêm 185 tỷ đồng lãi chuyển nhượng vốn góp từ hoạt động thoái vốn tại Techcombank.

Khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán và năng lực hoạt động ở mức khá tốt so với trung bình ngành qua các năm: giai đoạn 2009 – 2013, khả năng thanh toán suy yếu nhẹ khi hệ số thanh toán ngắn hạn và hệ số thanh toán nhanh có xu hướng giảm, đạt lần lượt 0.66 và 0.49 năm 2013, tuy nhiên vẫn được đánh giá ở mức khá

tốt nếu so với trung bình ngành trong khu vực châu Á mới nổi (0.52 và 0.36). Về năng lực hoạt động, đáng chú ý số ngày khoản phải thu đang trong xu hướng giảm từ 20.74 ngày (2010) xuống còn 17.42 ngày (2013), số ngày khoản phải trả lại tăng rõ rệt từ 44.26 ngày (2010) lên 57.42 ngày (2013) cho thấy khả năng chiếm dụng vốn và vòng quay quy đổi tiền đang dần được cải thiện. Xét tổng thể hợp nhất, khả năng chi trả các khoản vay vẫn được đảm bảo tốt với chỉ số Interest coverage ratio được duy trì quanh mức 1.37 trong 3 năm gần đây.

Phân tích SWOT

STRENGTH

- Là hãng hàng không quốc gia, có thương hiệu mạnh trong nội địa và khu vực CLMV;
- Là hãng hàng không truyền thống duy nhất tại Việt Nam; sản phẩm nội địa có sự khác biệt hóa (hạng C, chương trình GLP);
- Hệ thống phục vụ đồng bộ, đa dạng, hạn chế phụ thuộc vào đối tác cung ứng;
- Dẫn đầu thị phần trên các đường bay thẳng Việt Nam - Châu Âu; Việt Nam – CLM và nội địa Việt Nam.
- Đội bay tiếp tục được đổi mới với sự bổ sung của A350-900 và B787-9 từ năm 2015 làm tăng khả năng cạnh tranh của nguồn lực, đi đầu xu hướng phát triển về công nghệ tàu bay so với các hãng trong khu vực.

OPPORTUNITIES

- Vị trí địa lý: Nằm giữa Đông Bắc Á, Đông Nam Á, Châu Âu, Nam Thái Bình Dương và Trung Quốc nên là cửa ngõ của các khu vực;
- Tốc độ phát triển của ngành du lịch nhanh; Việt Nam là điểm đầu tư hấp dẫn (năm 2012 xếp thứ 11 trên thế giới);
- Dân số trên 88,7 triệu và thu nhập ngày càng cải thiện. GDP Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng với mức tăng trên 5%/năm;
- Khách đi/đến Việt Nam vẫn tiếp tục tăng trưởng với tốc độ bình quân 10%/năm (theo dự báo của IATA);
- Cơ hội hợp tác đối với các thành viên trong liên minh SkyTeam.

WEAKNESS

- Doanh thu trung bình tại các đường bay quốc tế còn chưa cao do tỷ trọng khách có thu nhập cao thấp.
- Chất lượng dịch vụ còn ở mức thấp hơn so với các hãng lớn trong khu vực;
- Năng lực cạnh tranh trên thị trường quốc tế chưa cao;
- Chi phí khai thác cố định vẫn ở mức cao;
- Năng lực tài chính, vốn bị hạn chế;

THREATS

- Tình hình kinh tế chính trị tại các quốc gia là điểm đến của Vietnam Airlines còn nhiều biến động;
- Các rủi ro kinh tế vĩ mô vẫn hiện hữu: lạm phát tăng cao, đồng nội tệ mất giá, giá nhiên liệu đứng ở mức cao;
- Cạnh tranh gay gắt từ các hãng hàng không truyền thống và các LCC lớn trên thế giới, đặc biệt tại thị trường nội địa, khu vực và châu Âu;
- Hạ tầng sân bay chưa theo kịp với yêu cầu phát triển của ngành Hàng không; số lượng chỗ đỗ tàu bay tại các sân bay căn cứ HAN, SGN bị hạn chế;
- Lao động chuyên ngành Hàng không khan hiếm, đặc biệt là phi công, thợ kỹ thuật;

Dự báo kết quả kinh doanh

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2014 – 2018 của Vietnam Airlines căn cứ trên kế hoạch kinh doanh do doanh nghiệp xây dựng (gồm kế hoạch đội bay, kế hoạch đầu tư, kế hoạch tài chính, nhân lực, mạng đường bay...). Chúng tôi cũng lưu ý, bên cạnh kế hoạch của Vietnam Airlines, dự báo của chúng tôi dựa trên các giả định thận trọng về nhu cầu vận tải hàng không đến và đi từ Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự phục hồi của nhu cầu vận chuyển hàng không có thể sẽ mạnh mẽ hơn dự kiến, dẫn đến thực tế kết quả của công ty mẹ có thể cao sẽ hơn dự báo thận trọng của chúng tôi.



Phương pháp luận

Chúng tôi tiến hành dự báo doanh thu căn cứ trên 4 mảng hoạt động chính là (1) Hoạt động vận tải hành khách, hành lý; (2) Hoạt động vận tải hàng hóa, bưu kiện; (3) Dịch vụ phụ trợ vận tải hàng không và (4) Đầu tư tài chính. Cụ thể như sau:

Doanh thu vận tải hành khách & hành lý

(Số ghế cung ứng x hệ số chuyên chở x giá vé)

Chúng tôi dự báo nhờ việc mở rộng mạng bay, tập trung đầu tư máy bay thân rộng giúp số ghế cung ứng tăng trung bình mỗi năm khoảng hơn 10%; hệ số chuyên chở được duy trì khoảng 80% và giá vé ổn định. Doanh thu vận chuyển hành khách được dự báo tăng trưởng kép hàng năm đạt 15.09% từ 2014-2018.

Doanh thu vận tải hàng hóa & bưu kiện

(Tải cung ứng x hệ số chuyên chở x doanh thu vận chuyển/tấn)

Trong giai đoạn 2014-2018, BSC dự báo doanh thu vận tải hàng hóa sẽ tăng nhẹ vào năm 2014 và 2015 sau đó tăng mạnh vào các năm tiếp theo do năng lực vận chuyển phục vụ vận tải hàng hóa bưu kiện được cải thiện thông qua việc Vietnam Airlines đưa các dòng máy bay thân rộng Boeing 787 và A350 vào khai thác. Đồng thời, hệ số chuyên chở và cước vận chuyển được dự báo duy trì ổn định.

Doanh thu từ dịch vụ khác

Doanh thu khác của Vietnam Airlines bao gồm doanh thu từ các dịch vụ phụ trợ vận tải hàng không (doanh thu phục vụ kỹ thuật thương mại mặt đất và đầu tư tài chính, quảng cáo, cho thuê máy bay... Chúng tôi thực hiện dự báo doanh thu khác dựa theo tỷ lệ tăng

trưởng của doanh thu vận chuyển hành khách hoặc theo tỷ lệ tăng trưởng bình quân hàng năm của từng loại doanh thu.

Doanh thu hoạt động tài chính

Trong 05 năm tiếp theo BSC dự báo các công ty con và công ty liên kết của Vietnam Airlines sẽ tăng trưởng tốt, đem lại nguồn thu nhập ổn định cho Vietnam Airlines trên cơ sở phát triển các vị thế sẵn có tại thị trường nội địa.

Chi phí

Các chi phí chính bao gồm chi phí nhiên liệu, bảo dưỡng, thuê máy bay, nhân công, khấu hao, , dịch vụ hành khách, bảo hiểm, phí,...) và các chi phí gián tiếp (bán hàng, quản lý,...). Các chi phí này được dự báo theo các biểu phí và kế hoạch phát triển đường bay, đội bay và nhân lực của Vietnam Airlines. Cụ thể:

- **Chi phí trực tiếp:** căn cứ theo định mức các chi phí trực tiếp cho từng chuyến bay.
- **Chi phí gián tiếp:** dựa theo tỷ lệ tăng trưởng doanh thu.
- **Chi phí khấu hao:** chúng tôi dự báo chi phí khấu hao sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2014-2018 do gắn liền với kế hoạch phát triển đội bay của Vietnam Airlines.
- **Chi phí tài chính:** căn cứ vào kế hoạch tài chính của Vietnam Airlines,

Kết quả dự báo

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của Vietnam Airlines sẽ được cải thiện nhanh chóng trong giai đoạn 2014-2018

Kết quả kinh doanh của Vietnam Airlines sẽ được cải thiện nhanh chóng trong giai đoạn 2014-2018 nhờ tập trung đầu tư mới đội máy bay thân rộng (Boeing 787 và A350) có tính năng tiết kiệm nhiên liệu, mở rộng các đường bay quốc tế và nâng tần suất các đường bay hiện tại giúp doanh thu tăng trưởng nhanh, tăng hiệu quả khai thác, tiết kiệm chi phí, từ đó cải thiện lợi nhuận. Cụ thể:

- Trên quan điểm thận trọng, BSC dự báo doanh thu của Vietnam Airlines sẽ đạt 57,357 tỷ đồng vào năm 2014 và đạt 105,863 tỷ đồng vào năm 2018,

tương đương với tốc độ tăng trưởng kép bình quân đạt 15.07% trong giai đoạn 2014-2018. Kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhanh của thị trường Đông Bắc Á và các đường bay nội địa hiệu quả là những yếu tố đóng góp chính cho việc tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn này.

- Lợi nhuận sau thuế của Vietnam Airlines sẽ đạt 269 tỷ đồng vào năm 2014 và tăng nhanh lên 2,990 tỷ đồng vào năm 2018.

Kết quả dự báo chi tiết của BSC được trình bày cụ thể trong phụ lục 05

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 3 phương pháp (Adj EV/EBITDAR, P/E và P/B) để định giá Vietnam Airlines và các công ty con, công ty liên kết.



Phương pháp luận

Công ty mẹ, các công ty con và các công ty liên kết của Vietnam Airlines được định giá riêng, sau đó cộng gộp giá trị.

Đối với Công ty mẹ

Chúng tôi sử dụng Phương pháp Adj EV/EBITDAR do đây là phương pháp được hầu hết các tổ chức tư vấn sử dụng để định giá các hãng hàng không. Phương pháp trên có hai ưu điểm chính: (1) Phản ánh lượng vốn được sử dụng có tính đến một cách đầy đủ các chi phí để có được đội bay khai thác (đội bay sở hữu và đội bay thuê hoạt động); (2) Hạn chế ảnh hưởng của chính sách kế toán (khấu hao), chính sách thuế và chi phí vốn vay trong quá trình so sánh kết quả hoạt động của các hãng hàng không.

Phương pháp này tham chiếu mức bội EV/EBITDAR của giá trị doanh nghiệp so với EV/EBITDAR của các hãng hàng không khu vực Châu Á tương đồng để làm cơ sở xác định giá trị cho Vietnam Airlines. Giá trị của Vietnam Airlines sau đó được trừ nợ ròng (debt -

cash), giá trị vốn hóa của khoản thuê (Capitalization of Operating Leases).

Đối với các công ty con và các công ty liên kết

Chúng tôi áp dụng 02 Phương pháp:

- **Phương pháp Giá/Thu nhập (P/E).** Chúng tôi tham chiếu chỉ số P/E của VNindex trên sàn chứng khoán TP Hồ Chí Minh (có điều chỉnh chiết khấu do các công ty chưa niêm yết), sau đó nhân (x) với thu nhập sau thuế và tỷ lệ sở hữu của Vietnam Airlines tại các công ty này tại thời điểm 31/12/2013.
- **Phương pháp Giá/Giá trị sổ sách (P/B).** Đối với các công ty còn lại chúng tôi giữ nguyên phần giá trị sổ sách của khoản đầu tư của Vietnam Airlines vào các công ty này ($P/B = 1$ lần).

Kết quả định giá

Sử dụng phương pháp luận nêu trên, chúng tôi định giá cổ phiếu Vietnam Airlines ở mức 23,412 VND.

Định giá Công ty mẹ

Chúng tôi tiến hành định giá Vietnam Airlines dựa trên một số giả định cơ bản sau:

- Mức bội Adj EV/EBITDAR được tham chiếu mức bội của giá trị doanh nghiệp so với EBITDAR của các hãng hàng không truyền thống tương đồng trong khu vực châu Á. Cụ thể mức bội áp dụng cho Vietnam Airlines là 8.19.
- Mức bội khoản thuê Multiple of Rent là thừa số của tuổi trung bình của đội bay và chi phí bay và mức 7 là mức bội thường được sử dụng nhiều nhất trong việc tính toán giá trị vốn hóa khoản thuê máy bay.

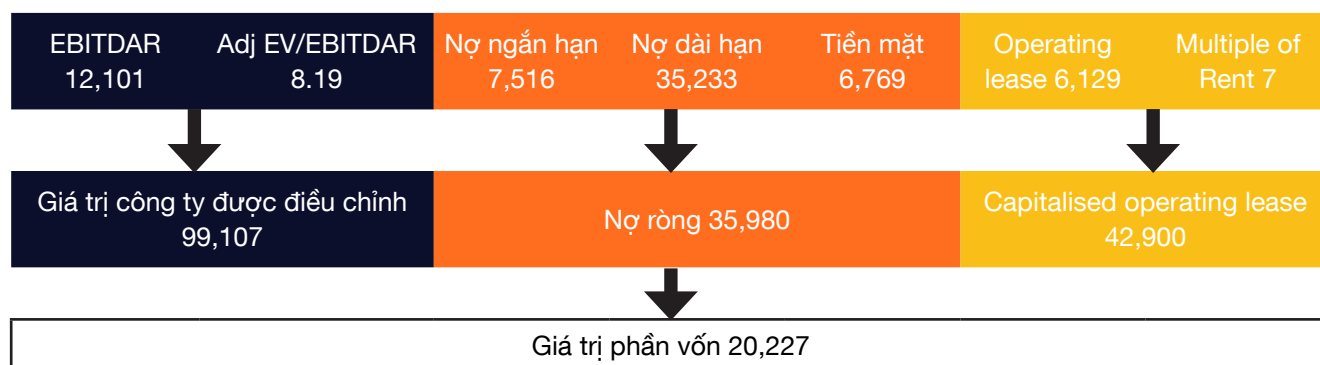
Một số dự báo cho năm 2014 của Công ty mẹ

- Tiền mặt: 6,769 tỷ đồng, tăng mạnh do thu được từ việc cổ phần hóa trong năm.

- Vay nợ dài hạn: 35,233 tỷ, tăng 4,047 tỷ đồng so với cuối năm 2013 do vay thêm để mua 4 máy bay A321 trong năm.
- Vay nợ ngắn hạn: 7,516 tỷ đồng, tăng 863 tỷ đồng do nợ ngắn hạn chủ yếu là vay nợ dài hạn và nợ thuê tài chính đến hạn trả.
- Chi phí thuê hoạt động: 6,129 tỷ đồng, giảm nhẹ so với 2013 do hợp đồng thuê 2 chiếc B777 hết hạn vào tháng 5 và tháng 12 trong khi không có hợp đồng thuê máy bay mới trong năm 2014.
- EBITDAR: 12,101 tỷ đồng, tăng 12% so với năm 2013 do tăng khấu hao của 4 máy bay mới mua đồng thời lợi nhuận ròng được cải thiện do hiệu quả khai thác tăng lên.

Dựa trên các giả định và dự báo trên, giá trị riêng của phần vốn tại Công ty mẹ được tính toán theo sơ đồ sau:

Sơ đồ định giá Công ty mẹ (tỷ đồng)



Định giá các đơn vị thành viên

BSC cho rằng P/E và P/B của chỉ số chứng khoán chính phản ánh mức độ chấp nhận của nhà đầu tư đối với giá trị của cổ phiếu. Do vậy BSC tham chiếu các chỉ tiêu này để làm căn cứ định giá phần vốn của Vietnam Airlines trong các doanh nghiệp thành viên.

- P/E sử dụng là 12.0 lần (chiết khấu so với P/E VNindex 15.3)
- P/B sử dụng là 1.0 lần (chiết khấu so với P/B của VNindex 2)

Kết quả tổng giá trị phần vốn góp của Vietnam Airlines tại 16 công ty con và công ty liên kết được định giá là 7,956 tỷ đồng, tăng 4,533 tỷ đồng.

Chi tiết định giá với từng doanh nghiệp được trình bày cụ thể tại phụ lục 01.

Kết quả định giá

Công ty mẹ, các công ty con và các công ty liên kết được định giá riêng sau đó cộng gộp từng phần. Tổng giá trị Vietnam Airlines là 24,760 tỷ đồng tương đương với 23,412 đồng/cp. Cụ thể trong đó:

- Giá trị của Công ty mẹ Vietnam Airlines: 20,227 tỷ đồng
- Giá trị tăng thêm khi định giá lại phần vốn góp tại các đơn vị thành viên: 4,533 tỷ đồng

Phương pháp cộng hợp		
Tổng giá trị Vietnam Airlines	Tỷ VND	24,760
Công ty mẹ	Tỷ VND	20,227
Chênh lệch đánh giá lại công ty con và công ty liên kết	Tỷ VND	4,533
Số lượng CP	Tr CP	1,058
Giá CP Vietnam Airlines	VND/CP	23,412

Phụ lục 01 – Thành viên tiêu biểu

Jetstar Pacific Airlines

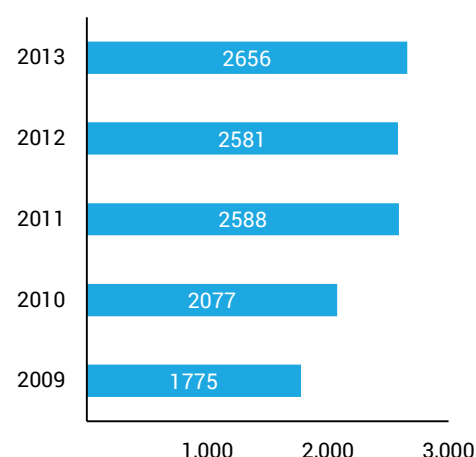
JPA cung cấp các dịch vụ vận chuyển hàng không hành khách, hàng hóa trên các chuyến bay nội địa và quốc tế hướng vào phân khúc giá rẻ LCC, đối thủ cạnh tranh chính tại Việt Nam là Viet Jet Air.

CTCP Hàng không Jetstar Pacific Airlines là hãng hàng không giá rẻ đầu tiên tại Việt Nam, tiền thân là Pacific Airlines, được thành lập năm 1992. Các cổ đông lớn gồm Vietnam Airlines (67.8%), Qantas (30%) và Saigon Tourist (2.14%).

Doanh thu thuần đạt 2,656 tỷ đồng năm 2013 (giai đoạn 2011 – 2013 tăng bình quân 1.29%) và bắt đầu có lợi nhuận gộp 36 tỷ đồng. Năm 2013, JPA vận chuyển hơn 2 triệu lượt hành khách trên 12,511 chuyến tăng, 9.8% so với 2012. Trước năm 2013, JPA ở trong tình trạng LNST âm và chỉ cải thiện khi công ty tiết giảm được chi phí thuê và bảo dưỡng máy bay cũng như chi phí nhân công, hoàn thành

chương trình chuyển đổi toàn bộ đội bay từ B737 cũ sang A320 để khai thác hiệu quả hơn.

Doanh thu thuần JPA (tỷ VND)



JPA đang đẩy mạnh kế hoạch phát triển đội bay và mạng đường bay trong năm 2014 để tăng năng lực cạnh tranh với Vietjet Air; JPA đặt mục tiêu tăng đội bay, đạt 10 chiếc A320 trong năm 2014. Thị trường Hàng Không giá rẻ còn rất nhiều tiềm năng phát triển tại Việt Nam, và JPA có nhiều cơ hội để gia tăng thị phần.

Chỉ tiêu	Đơn vị	Thực hiện 2013	So với 2012
Số chuyến	chuyến	12,511	9.80%
Khách vận chuyển	khách	2,011,972	11.90%
RPK	khách km	1,876,444,309	8.40%
ASK	khách km	2,090,975,400	9.50%
Hệ số sử dụng ghế	%	89.70%	-0.90%
Hàng hóa	tấn	9,017	0.20%

Cambodia Angkor Air (K6)

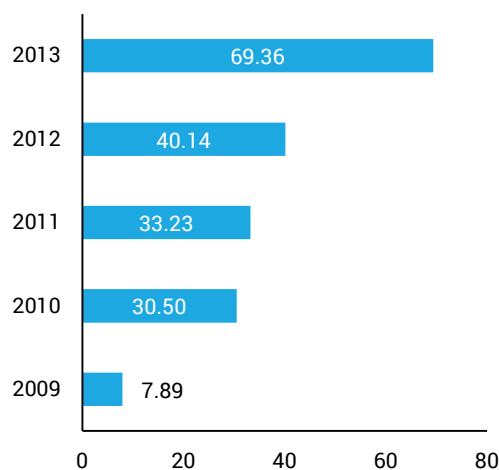
Cambodia Angkor Air là hãng hàng không lớn nhất Campuchia và là hãng hàng không quốc gia lớn thứ 9 trong khu vực. Tính đến thời điểm hiện tại K6 chiếm vị trí độc quyền trong thị trường nội địa của Campuchia với thị phần 100% và thị phần

quốc tế đi/đến Campuchia đạt 16.3%. Hiện Cambodia Angkor Air đang khai thác thường lệ 2 tuyến bay nội địa và 7 tuyến đường bay quốc tế đến Việt Nam, Thái Lan và Trung Quốc.

Trong giai đoạn 2009 - 2012, hoạt động kinh doanh của Cambodia Angkor Air đều có lãi với biên lợi nhuận gộp quanh mức 14%. Năm 2013 là giai đoạn đầu khai thác những đường bay mới nên hệ số sử dụng ghế chưa cao, đồng thời tình hình hình chính trị bất ổn tại Thái Lan và hoạt động bay chuyên cơ bị ảnh hưởng. Do đó, mặc dù năng lực vận tải quốc tế của K6 đã tăng hơn 70%yoy, khiến doanh thu năm 2013 đã tăng đến 77.38%yoy, đạt 69.36 triệu USD, nhưng nhuận gộp ghi nhận âm 1.48 triệu USD.

K6 được thành lập tháng 7 năm 2009 giữa Vietnam Airlines, Chính phủ Hoàng gia và các nhà đầu tư Campuchia, trong đó Vietnam Airlines có tỷ lệ quyền biểu quyết nắm giữ 49%

Doanh thu thuần K6 (triệu USD)



Chúng tôi đánh giá K6 có triển vọng tăng trưởng tốt trong các năm tới nhờ sức hút du lịch và đầu tư của thị trường Cambodia là rất lớn.

Cty TNHH MTV Xăng Dầu Hàng Không Việt Nam (Vinapco)

Vinapco là nhà cung cấp nhiên liệu hàng không Jet A1 tại Việt Nam với thị phần chiếm trên 90%. Đồng thời VINAPCO là đơn vị duy nhất cung ứng nhiên liệu tại tất cả các sân bay dân dụng trên toàn lãnh thổ Việt Nam có nhu cầu sử dụng nhiên liệu hàng không. Hiện VINAPCO đang thực hiện hợp đồng cung cấp nhiên liệu cho 30 hãng hàng không quốc tế và 4 hãng hàng không nội địa bao gồm Vietnam Airlines, Jetstar Pacific, Vasco và Vietjet Air.

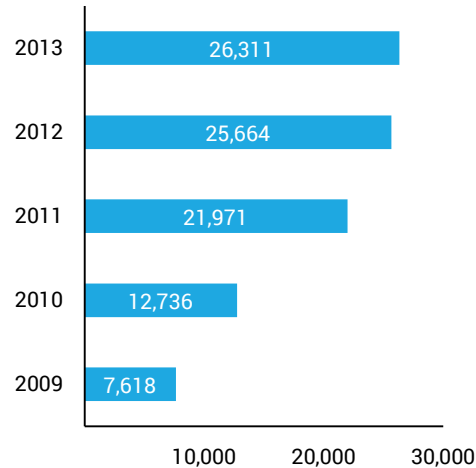
Trong giai đoạn 2009 – 2013, tốc độ tăng trưởng bình quân của Doanh thu thuần đạt CAGR 36.32% do nhu cầu nhiên liệu hàng không tăng cao cùng với sự tăng trưởng nhanh của ngành Hàng không Việt Nam.

Vinapco được thành lập trên cơ sở chuyển đổi tổ chức của 3 Xí nghiệp: Xăng dầu Nội Bài, Đà Nẵng và Tân Sơn Nhất với tổng vốn điều lệ là 400 tỷ đồng. Vietnam Airlines nắm 100% vốn điều lệ.

Tuy nhiên biên lợi nhuận thấp và không ổn định do bị ảnh hưởng bởi giá dầu thế giới, trung bình trong giai đoạn 2009 – 2013, biên lợi nhuận gộp đạt 1.91%. Năm 2013, VINAPCO đạt doanh thu 26,311 tỷ đồng (+2.52%yoy), LNST đạt 67 tỷ đồng (+9.84%yoy).

Chúng tôi đánh giá Vinapco có triển vọng tăng trưởng tốt trong các năm tới do nhu cầu nhiên liệu tăng lên cùng nhịp với sự phát triển ngành Hàng không Việt Nam.

Doanh thu thuần Vinapco (tỷ VND)

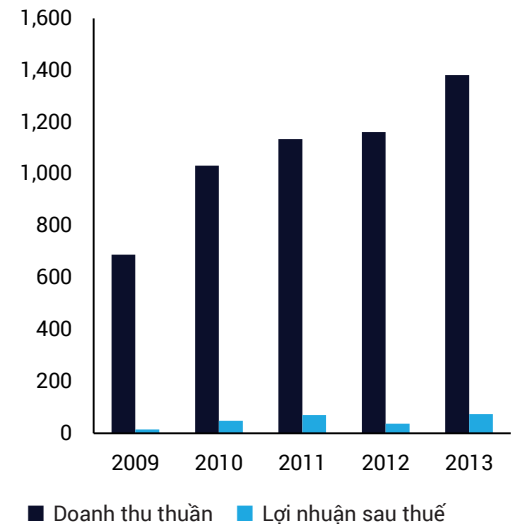


Cty TNHH MTV Kỹ thuật Máy bay (VAECO)

VAECO là tổ chức bảo dưỡng máy bay lớn nhất Việt Nam với quy mô hơn 2000 lao động, 2 chi nhánh và 7 trung tâm bảo dưỡng máy bay và thiết bị máy bay và 1 trung tâm đào tạo tại Việt Nam. Công ty đã được phê chuẩn chứng chỉ bảo dưỡng VAR-145 của Cục hàng không Việt Nam và FAR-145 của Cục hàng không liên bang Mỹ. VAECO cung cấp dịch vụ bảo dưỡng kỹ thuật cho Vietnam Airlines và các hãng hàng không quốc tế và trong nước tại Việt Nam. Trong đó, Vietnam Airlines là khách hàng lớn nhất của VAECO, mang lại đến 86.10% doanh thu cho doanh nghiệp.

Doanh thu và LNST của công ty tăng trưởng đều qua các năm, trong giai đoạn 2010 – 2013, tăng trưởng doanh thu bình quân CAGR đạt 10.21%, tăng trưởng CAGR LNST đạt 15.12%, biên lợi nhuận thuần đạt trung bình 4.8%.

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế VAECO (tỷ VND)

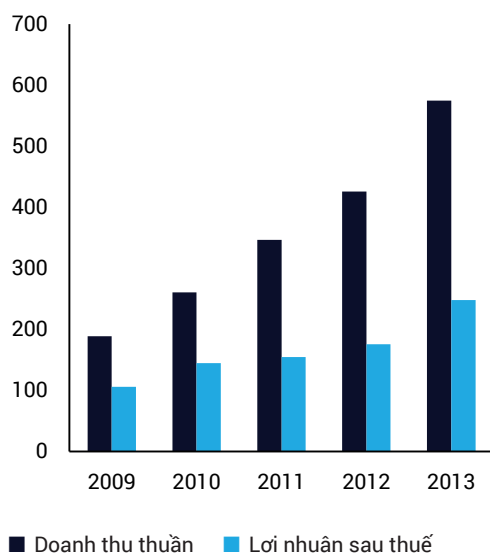


Năm 2013, VAECO đạt doanh thu 1,381 tỷ đồng (+18.96%yoy), LNST đạt 72.83 tỷ đồng (+103.02%yoy). Chúng tôi đánh giá VAECO có triển vọng tăng trưởng cao và bền vững trong các năm tới. Nguyên nhân do nhu cầu bảo dưỡng, sửa chữa máy bay tăng lên khi Vietnam Airlines, Jetstar Pacific và Cambodia Angkor Air đều có kế hoạch mở rộng đội bay giai đoạn 2014 – 2018.

CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài (NCTS)

NCTS định hướng trở thành công ty phục vụ hàng hóa chuyên nghiệp, hàng đầu tại sân bay quốc tế Nội Bài. Thị phần phục vụ hàng hóa của Công ty năm 2012 đạt 94% (98% quốc tế và 92% nội địa). Khách hàng chủ yếu bao gồm 28 hãng hàng không và hơn 100 công ty giao nhận và hàng triệu lượt khách hàng lẻ mỗi năm.

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế NCTS (tỷ VND)



Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ở mức cao trong giai đoạn 2009 – 2013, với tăng trưởng bình quân doanh thu CAGR đạt 32.11% và tăng trưởng bình quân LNST CAGR 23.61%. Năm 2013, doanh thu của NCTS tăng trưởng 34.85%yoy đạt 574.52 tỷ đồng, LNST đạt 247.5 tỷ đồng (+40.87%yoy).

Chúng tôi đánh giá NCTS có triển vọng tăng trưởng ổn định trong các năm tới. Sản lượng hàng hóa qua đường hàng không tại Nội Bài sẽ tăng nhờ (1) mở rộng nhà ga T2 và (2) các nhà đầu tư của Nhật Bản, Hàn Quốc đầu tư xây dựng, mở rộng các khu công nghiệp sản xuất sản phẩm điện tử (Samsung, LG,...) tại các tỉnh phía Bắc.

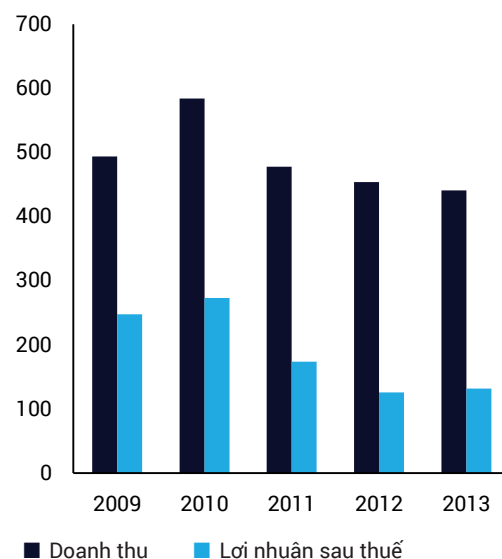
Cty TNHH Dịch Vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS)

Dịch vụ chủ yếu của TSC là cung cấp các dịch vụ kho quản lý hàng hóa, đại lý giao nhận hàng hóa và phục vụ hàng hóa. Năm 2013 phục vụ 193,178 tấn hàng hóa, chiếm 76% lượng hàng hóa qua

sân bay Tân Sơn Nhất. Các khách hàng chính gồm Vietnam Airlines (29.14%), Cathay Pacific (10.29%), China Airlines (10.07%),... và 32 hãng hàng không khác và công ty giao nhận.

Doanh thu thuần năm 2013 đạt 440.65 tỷ đồng (-2.93%yoy) do cạnh tranh khốc liệt dẫn đến sản lượng hàng hóa năm 2013 giảm 4.5%yoy. Hệ quả là công ty tăng chiết khấu, giảm giá dịch vụ cung cấp để giữ được các hãng bay lớn và ký được hợp đồng dài hạn.

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế TCS (tỷ VND)



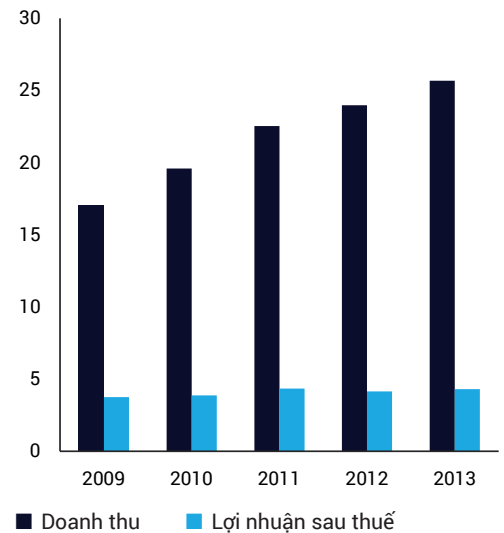
Chúng tôi đánh giá TCS có triển vọng tăng trưởng ổn định. Công ty dự kiến sẽ tăng vốn điều lệ thêm 77.27 tỷ đồng trong năm 2014, nâng tổng số vốn điều lệ lên 170.996 tỷ đồng. Việc tăng vốn sẽ giúp TCS có đủ năng lực mở rộng các mảng dịch vụ để hình thành chuỗi dịch vụ hoàn chỉnh tại Sân bay Tân Sơn Nhất khi mở rộng.

Công ty TNHH MTV Suất ăn Hàng không Việt Nam (VACS)

VACS là công ty cung ứng suất ăn hàng không duy nhất tại sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất. Công ty đang cung cấp suất ăn cho trên 30 hãng hàng không trong và ngoài nước, chiếm trên 95% thị phần cung cấp suất ăn hàng không tại sân bay Tân Sơn Nhất (hiện công ty chỉ chưa cung cấp được suất ăn cho các hãng quốc tế có bay quá cảnh qua Bangkok).

Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định: giai đoạn 2008-2013, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp tăng đều qua các năm với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm CAGR đạt lần lượt là 8.55% và 4.17%. Năm 2013, VACS đạt 25.67 triệu USD doanh thu (+7.08% y.o.y) và 4.32 triệu USD lợi nhuận sau thuế (3.92%)

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế VACS (triệu USD)



Chúng tôi đánh giá đây là một trong những công ty con kinh doanh hiệu quả nhất của Vietnam Airlines với biên lợi nhuận bình quân ROS, ROE và ROA trong giai đoạn 2008-2013 đạt lần lượt là 19%, 49% và 39%. Hơn nữa, đến năm 2013, kết thúc thời hạn hoạt động 20 năm của Liên doanh với Công ty suất ăn Cathay Pacific (CPCS), Vietnam Airlines mua lại phần vốn góp của phía nước ngoài và tăng tỷ lệ sở hữu từ 60% lên 100%. Nhờ đó, đóng góp hàng năm từ VACS cho Vietnam Airlines sẽ tăng lên đáng kể.

Phụ lục 02 – Kết quả định giá đơn vị thành viên¹

	Tỷ lệ sở hữu	LNST	P/E	P/B	Giá trị theo P/E	Giá trị theo P/B
CT TNHH MTV Suất ăn Hàng không Việt Nam	100%	91	12	1.0	1.090	
CT TNHH Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS)	55%	132	12	1.0	870	
CTCP Suất ăn Hàng không Nội Bài (NCS)	60%	32	12	1.0	228	
CTCP Dịch vụ hàng hóa Nội Bài (NCTS)	55%	248	12	1.0	1.637	
CT TNHH Giao nhận hàng hóa (Vinako)	65%	15	12	1.0	114	
CT TNHH Phân phối toàn cầu Abacus Việt Nam	90%	3	12	1.0	31	
CTCP In Hàng không (AVIPRINT)	51%	3	12	1.0	18	
CTCP Cung ứng XNK Lao động Hàng không (ALSIMEXCO)	51%	1	12	1.0	8	
CTCP Dịch vụ hàng không sân bay Nội Bài (NASCO)	51%	37	12	1.0	225	
CTCP Công trình Hàng không (AVICON)	65%	2	12	1.0	18	
CT TNHH Dịch vụ Giao nhận hàng hóa Tân Sơn Nhất (TECS)	51%	23	12	1.0	141	
CT TNHH MTV Xăng dầu Hàng không (Vinapco)	100%	67	12	1.0	807	
CTCP Đào tạo bay Việt (VFT)	52%	6	12	1.0	34	
CT TNHH MTV Kỹ thuật máy bay (VAECO)	100%	73	12	1.0		1.110
CTCP Tin học Viễn thông Hàng không (AITS)	53%	4	12	1.0		34
CTCP Cung ứng dịch vụ Hàng không (AIRSERCO)	53%	0	12	1.0		1
CTCP Hàng không Jetstar Pacific Airlines (JPA)	68%	(274)	12	1.0		-
Hãng Hàng không Cambodia Angkor Air (K6)	49%	(142)	12	1.0		986
CTCP Cho thuê máy bay Việt Nam	32%		12	1.0		428
CTCP Bảo hiểm Hàng không	20%		12	1.0		100
CTCP Khách sạn Hàng không	44%		12	1.0		42
CTCP XNK Hàng không (Arimex)	41%		12	1.0		11
CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Đà Nẵng	36%		12	1.0		11
CTCP Nhựa cao cấp Hàng không	30%		12	1.0		5
CTCP Vận tải Ô tô Hàng không	49%		12	1.0		3
CTCP Tư vấn Xây dựng và Dịch vụ Hàng không	43%		12	1.0		3
Tổng cộng					5.222	2.733

¹ Đơn vị tỷ VND.

Phụ lục 03 – Các chỉ tiêu tài chính Công ty mẹ

	2009	2010	2011	2012	2013
Chỉ tiêu về khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán ngắn hạn	0.66	0.74	0.64	0.45	0.48
Hệ số thanh toán nhanh	0.55	0.67	0.60	0.42	0.45
Khả năng thanh toán tức thời	0.18	0.21	0.15	0.13	0.08
Chỉ tiêu về cơ cấu vốn					
Tài sản Ngắn hạn/ Tổng tài sản	0.16	0.24	0.18	0.13	0.15
Tài sản Dài hạn/ Tổng tài sản	0.84	0.76	0.82	0.87	0.85
Hệ số Nợ/ Tổng tài sản	0.79	0.78	0.83	0.83	0.83
Tổng vay / TTS		0.57	0.64	0.66	0.64
Hệ số Nợ/ Vốn chủ sở hữu	3.76	3.56	4.87	4.97	4.92
Nợ ngắn hạn/TTS	0.25	0.32	0.28	0.30	0.30
Nợ dài hạn/TTS	0.54	0.46	0.55	0.54	0.53
Chỉ tiêu về năng lực hoạt động					
Vòng quay hàng tồn kho		62.48	91.53	119.55	135.57
Vòng quay các khoản phải thu		19.22	19.93	21.83	24.31
Vòng quay các khoản phải trả		7.77	7.74	7.30	6.35
Số ngày hàng tồn kho		5.84	3.99	3.05	2.69
Số ngày khoản phải thu		18.99	18.32	16.72	15.02
Số ngày khoản phải trả		46.99	47.13	50.00	57.52
Chỉ tiêu về khả năng sinh lời					
Hệ số lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần (%)		0.89%	0.08%	0.28%	0.28%
Hệ số lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu (%)		3.72%	0.44%	1.49%	1.47%
Hệ số lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản		0.82%	0.08%	0.25%	0.25%
Hệ số lợi nhuận từ HĐKD/Doanh thu thuần		-0.46%	-1.65%	-1.31%	-0.30%
Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
Hệ số Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	4.76	4.56	5.87	5.97	5.92
Hệ số Doanh thu/Tổng tài sản	0.72	0.92	0.92	0.89	0.88
Hệ số Lãi trước thuế, lãi suất/Doanh thu	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02
Hệ số lãi trước thuế/Lãi trước thuế, lãi suất	0.16	0.31	0.04	0.13	0.12
Hệ số lãi ròng/Lãi trước thuế	1.00	0.96	1.00	1.00	1.00
ROE	1.99%	3.72%	0.44%	1.49%	1.47%

Phụ lục 04 – So sánh mức bội EV/EBITDAR của các hãng hàng không trong khu vực

EV/EBITDAR	2013	2014	2015	2016
Singapore Airlines	3.27	2.89	2.59	2.36
Garuda Indonesia	1.93	1.90	1.73	1.42
China Southern	7.01	6.83	6.26	5.69
China Eastern	7.31	6.69	6.08	5.41
Air China	9.95	7.60	6.82	6.18
Malaysia	24.94	24.80	12.08	9.21
Thai Airway	4.38	7.53	5.19	4.66
Cathay Pacific	8.40	7.28	6.30	5.70
Trung bình	8.40	8.19	5.88	5.08

Phụ lục 05 – Dự báo kết quả kinh doanh của Công ty mẹ¹

Bảng cân đối kế toán	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Tổng tài sản	55,500	59,336	70,082	88,796	113,171
Tài sản ngắn hạn	7,416	8,612	14,583	16,108	23,148
Tiền và các khoản tương đương tiền	2,148	1,440	6,769	6,911	11,904
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	58	-	-	-
Các khoản phải thu ngắn hạn	4,791	6,520	7,168	8,445	10,349
Hàng tồn kho	330	362	392	463	547
Tài sản ngắn hạn khác	147	232	254	289	348
Tài sản dài hạn	48,084	50,725	55,499	72,688	90,023
Các khoản phải thu dài hạn	3,464	5,143	5,623	6,414	7,720
Tài sản cố định	34,234	35,694	38,366	54,081	68,133
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	4,380	3,584	3,958	4,332	4,706
Tài sản dài hạn khác	6,005	6,304	7,553	7,862	9,464
Nợ phải trả	46,206	49,320	55,298	73,643	92,228
Nợ ngắn hạn	16,453	17,830	19,735	24,369	29,964
Vay và nợ ngắn hạn	6,862	6,653	7,516	10,431	13,185
Phải trả cho người bán	6,259	8,536	9,410	10,952	13,092
Người mua trả tiền trước	1	120	132	150	181
Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	32	32	35	40	48
Phải trả người lao động	566	484	529	604	727
Chi phí phải trả	2,536	1,692	1,774	1,804	2,263
Các khoản phải trả, phải nộp khác	153	90	98	112	135
Quỹ khen thưởng phúc lợi	44	222	242	276	333
Nợ dài hạn	29,754	31,490	35,562	49,274	62,264
Vay và nợ dài hạn	29,654	31,189	35,233	48,898	61,812
Phải trả dài hạn khác	100	301	329	375	451
Dự phòng phải trả dài hạn	0	1	1	1	1
Vốn chủ sở hữu	9,293	10,017	14,784	15,153	20,944
Vốn chủ sở hữu	9,292	10,016	14,784	15,153	20,943
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	8,716	9,062	14,102	14,102	18,642
Quỹ đầu tư phát triển	87	87	101	131	236
Quỹ dự phòng tài chính	362	434	447	478	582
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	127	-	134	442	1,484
Quỹ khác thuộc vốn chủ sở hữu	-	91	-	-	-
Nguồn vốn đầu tư XDCB	-	343	-	-	-
Nguồn kinh phí và quỹ khác	1	1	1	1	1
TỔNG NGUỒN VỐN	55,500	59,336	70,082	88,796	113,171

¹ Đơn vị: tỷ VND

Báo cáo kết quả kinh doanh	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	49,142	52,460	57,357	65,423	78,752
Giá vốn hàng bán	45,008	46,912	49,319	55,918	66,031
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	4,134	5,548	8,038	9,505	12,722
Doanh thu hoạt động tài chính	1,149	1,205	881	917	943
Chi phí tài chính	2,069	2,528	3,226	3,407	4,219
Trong đó: Chi phí lãi vay	947	1,093	1,782	2,108	2,662
Chi phí bán hàng	2,530	3,272	3,725	4,249	5,114
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,329	1,110	1,213	1,384	1,666
Lợi nhuận (lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh	(645)	(157)	754	1,382	2,666
Thu nhập khác	822	352	-	-	-
Chi phí khác	38	38	486	767	582
Lợi nhuận (lỗ) khác	783	315	(486)	(767)	(582)
Lợi nhuận từ công ty liên kết	-	-	-	-	-
LỢI NHUẬN (LỖ) SAU THUẾ TNDN	138	147	269	615	2,084

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh					
Lợi nhuận trước thuế	138	158	269	615	2,084
Điều chỉnh cho các khoản					
Khấu hao TSCĐ	2,796	3,419	3,297	4,124	4,919
Các khoản dự phòng	379	139	18	15	38
Lãi, lỗ các khoản chênh lệch tỷ giá hối đoái chưa thực hiện	98	350	95	282	519
(Lãi), lỗ hoạt động đầu tư	(608)	(661)	-	-	-
Chi phí lãi vay	947	1,093	1,782	2,108	2,662
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trước thay đổi vốn lưu động	3,751	4,497	5,460	7,143	10,222
Tăng/giảm các khoản phải thu ngắn hạn	372	(657)	(648)	(1,277)	(1,904)
Tăng/giảm các khoản tồn kho	48	(8)	(30)	(71)	(83)
Tăng/giảm chi phí trả trước	181	273	(8)	(13)	(21)
Tăng/giảm các khoản phải trả ngắn hạn (trừ lãi vay, thuế TNDN)	678	1,667	1,040	1,714	2,832
Tiền lãi vay đã trả	(1,354)	(1,244)	(1,782)	(2,108)	(2,662)
Thuế TNDN đã nộp	-	(117)	-	-	-
Tiền thu khác từ hoạt động SXKD	3,372	1,602	-	-	-

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Tiền chi khác từ hoạt động kinh doanh	(1,986)	(3,514)	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	5,061	2,499	4,033	5,388	8,383
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư					
Tiền chi mua sắm, xây dựng TSCĐ và các tài sản dài hạn khác	(10,484)	(5,203)	(6,593)	(20,808)	(20,573)
Tiền thu thanh lý, nhượng bán TSCĐ và các tài sản dài hạn khác	4	1	-	-	-
Tiền thu hồi cho vay, bán lại các công cụ nợ	-	83	-	-	-
Tiền thu hồi đầu tư góp vốn	40	152	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn	(385)	(223)	(374)	(374)	(374)
Tiền thu lãi vay, cổ tức và lợi nhuận được chia	486	662	881	917	943
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(10,340)	(4,529)	(6,087)	(20,265)	(20,003)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính					
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, nhận vốn góp của chủ sở hữu	-	346	5,040	-	4,540
Tiền vay ngắn hạn nhận được chi trả	14,477	8,092	(1,593)	939	(5)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho chủ sở hữu	-	-	(107)	(246)	(834)
Tiền vay dài hạn nhận được chi trả(Chi trả nợ gốc vay)	(5,977)	(3,653)	4,044	13,665	12,913
Tiền chi trả nợ thuê tài chính	(3,058)	(3,477)	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	5,441	1,308	7,383	14,358	16,614
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	162	(721)	5,329	(518)	4,994
Tiền và tương đương tiền đầu năm	1,971	2,148	1,440	7,429	6,911
Ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá hối đoái quy đổi ngoại tệ	15	13	-	-	-
TIỀN VÀ TƯƠNG ĐƯƠNG TIỀN CUỐI NĂM	2,148	1,440	6,769	6,911	11,904

Giới thiệu về **BSC**

Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC) được thành lập và vinh dự trở thành Công ty chứng khoán đầu tiên trong ngành ngân hàng tham gia kinh doanh trong lĩnh vực chứng khoán, đồng thời là một trong hai Công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam.

Trải qua gần 15 năm phát triển, BSC đã đạt được nhiều thành tựu to lớn, trở thành Công ty đứng trong top 03 thị trường Việt Nam về tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp; là Công ty dẫn đầu thị trường về thị phần môi giới trái phiếu năm 2013, và nằm Top 10 nhà môi giới cổ phiếu năm 2013 tại hai sàn giao dịch. Nằm trong cơ cấu khách hàng của BSC là nhiều doanh nghiệp có thương hiệu lớn, uy tín, đóng vai trò đầu tàu trong nền kinh tế Việt Nam như Vietnam Airlines, Vinacomin, Vinatex...

Nhiệm vụ của BSC là kết nối nhà đầu tư với những sản phẩm đầu tư phù hợp nhất. Chúng tôi luôn đồng hành cùng các bạn đi tới thành công.

Liên hệ

BSC Trụ sở chính

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Trần Thăng Long

Giám đốc Khối Phân tích
longtt@bsc.com.vn
(+84) 43935 2722 ext. 118

Lê Thị Hải Đường

Giám đốc Khối Môi giới
duonglh@bsc.com.vn
(+84) 43935 2722 ext. 155