

# TỔNG CÔNG TY HÀNG KHÔNG VIỆT NAM (VIETNAM AIRLINES)

Ngày 4 tháng 11 năm 2014

## GIỚI THIỆU DOANH NGHIỆP SẴP IPO



Thời gian đấu giá	8:30AM ngày 14/11/2014
Tổng số lượng cổ phần đưa ra đấu giá:	49.009.008
Giá khởi điểm	22.300 đồng
Vốn điều lệ dự kiến	14,10 nghìn tỷ đồng
Vốn hóa thị trường	31,45 nghìn tỷ đồng

### Cơ cấu sở hữu dự kiến

Nhà nước	75%
Nhà đầu tư chiến lược*	20%
Nhân viên, Công đoàn	1,525%
Bán ra công chúng	3,475%

\*Đang trong quá trình lựa chọn nhà đầu tư chiến lược

	2008-13 CAGR	2014F tỷ đồng	2014-18 CAGR
<u>Công ty mẹ</u>			
Doanh thu	15,8%	59.008	16,7%
Lãi ròng	0,8%	341	83,8%
<u>Hợp nhất</u>			
Doanh thu	12,6%	n/a	n/a
Lãi ròng	-28,0%	n/a	n/a

<u>Năm 2013</u>	Vietnam Airlines	Cùng ngành (trung vị)	VN-Index
P/E	730,7	17,0	12,3
P/B	3,1	1,0	1,8
EV/EBITDAR	5,2	4,5	n/a
Biên lãi ròng	0,1%	5,2%	0,3%
ROE	0,4%	5,2%	2,2%
ROA	0,1%	1,6%	0,3%

### Giới thiệu công ty:

Vietnam Airlines được thành lập từ năm 1995 và là hãng hàng không quốc gia có đội bay trẻ và hiện đại nhất khu vực.

Công ty cũng đầu tư vào hãng hàng không giá rẻ - Jetstar Pacific Airlines để cạnh tranh trong phân khúc giá rẻ và góp 49% vốn vào hãng hàng không quốc gia Cam-pu-chia - Cambodia Angkor Air.

Các hoạt động kinh doanh chính bao gồm: vận tải hàng không, thương mại và hỗ trợ vận tải.

Địa chỉ: 200 Nguyễn Sơn, Quận Long Biên, Hà Nội.

Điện thoại: +844 3827 2289 Fax: +844 3872 2375

Website: [www.vietnamairlines.com](http://www.vietnamairlines.com)

Vietnam Airlines sẽ chính thức đấu giá 49 triệu cổ phiếu, tương đương 3,475% với mức giá khởi điểm 22.300 đồng/cổ phiếu vào ngày 14 tháng 11 năm 2014.

Chúng tôi cho rằng mức giá này có thể là quá cao:

❖ *Kết quả 9T2014 thấp:* Ban quản trị cho biết lợi nhuận ròng 9T2014 của công ty mẹ ước đạt khoảng 100 tỷ đồng. Mức lãi ròng này là khá thấp so với kế hoạch của công ty cho cả năm 2014 (341 tỷ đồng).

❖ *Kế hoạch kinh doanh cho giai đoạn 2014-2018 khá khả quan* mặc dù công ty phải đối mặt với nhiều thách thức. Trong 5 năm tới, ban quản trị đặt mục tiêu lợi nhuận ròng của công ty mẹ đạt tốc độ CAGR là 83,8%, trong khi lợi nhuận biên động mạnh và chỉ đạt tốc độ CAGR là 0,8% từ năm 2008 đến 2013.

Ban quản trị tin rằng sẽ hoàn thành những mục tiêu này thông qua việc cải thiện cơ sở vật chất và trang thiết bị, đầu tư vào máy bay thân rộng hiện đại nhằm tăng thị phần trong khu vực vào những năm tới. Mặc dù đây là những khoản đầu tư tốt, nhưng sự ảnh hưởng của những khoản này đến lợi nhuận vẫn chưa chắc chắn.

❖ *Thách thức của ngành:* Trong 5 năm qua, theo dữ liệu từ Bloomberg, 6 trên 10 vụ chào bán lần đầu ra công chúng của các hãng hàng không Châu Á đang giao dịch dưới mức giá chào bán do ngành đã vượt cung và không tạo ra lợi nhuận.

❖ *So sánh với các công ty cùng ngành:* Tại mức giá khởi điểm, giá cổ phiếu Vietnam Airlines tương đối cao so với nhóm tương đương cùng ngành trong khu vực. Thêm vào đó, các nhà đầu tư phải đối mặt với rủi ro thanh khoản do công ty vẫn chưa có kế hoạch niêm yết cụ thể.

Lợi thế then chốt bao gồm: 1) hỗ trợ từ Chính phủ, 2) quy mô lớn nhất tại Việt Nam với danh tiếng tốt, và 3) chuỗi cung ứng hàng không đầy đủ từ các công ty liên kết và các công ty con.

Rủi ro chính bao gồm: 1) biến động của giá dầu, 2) đồng Việt Nam mất giá, 3) chi phí dịch vụ sân bay tăng cao, và 4) cạnh tranh gay gắt từ các hãng hàng không giá rẻ và các hãng hàng không Trung Đông.

Vui lòng đọc khuyến nghị tại cuối báo cáo này

---

# NỘI DUNG

TỔNG QUAN NGÀNH HÀNG KHÔNG VIỆT NAM..... 3

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY ..... 5

    Thị phần..... 6

    Công ty con và công ty liên kết ..... 7

    Mạng đường bay..... 8

    Cơ cấu đội máy bay ..... 9

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH..... 11

NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH ..... 15

PHƯƠNG ÁN CỔ PHẦN HÓA ..... 16

KẾ HOẠCH KINH DOANH SAU CỔ PHẦN HÓA..... 17

SƠ SÁNH NHÓM CÙNG NGÀNH..... 19

KẾT LUẬN ..... 20

*Báo cáo tài chính hợp nhất tóm tắt..... 21*

## TỔNG QUAN NGÀNH HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

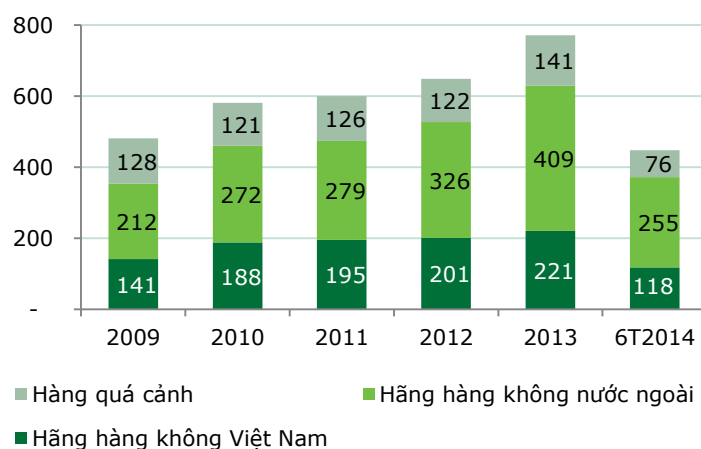
Nằm trên vị trí chiến lược trên trục Nam Bắc và Đông Tây của khu vực, Việt Nam có tiềm năng rất lớn trong việc phát triển giao thông vận tải bằng đường hàng không. Từ năm 2009 đến năm 2013, tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) của vận tải hàng hóa và hành khách qua các cảng hàng không Việt Nam lần lượt đạt 12,5% và 18,4%. Hiệp hội IATA dự báo trong năm nay thị trường vận tải hàng không của Việt Nam sẽ đứng thứ 3 thế giới về tốc độ tăng trưởng vận tải hành khách và hàng hóa quốc tế và đứng thứ 2 về tăng trưởng vận tải hành khách trong nước.

Thị phần của các hãng hàng không trong nước chiếm 28,6% về sản lượng hàng hóa và 47% về số lượng hành khách vận chuyển. Hiện chỉ có bốn hãng bay của Việt Nam là Vietnam Airlines, Jetstar Pacific, Vietjet Air và VASCO, trong đó Vietnam Airlines – hãng hàng không quốc gia - chiếm lĩnh thị phần trong tất cả các đường bay.

Về cảng hàng hóa hàng không, Sân bay Tân Sơn Nhất là cảng năng động nhất với hai đơn vị chuyên trách hàng hóa: Công ty Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS) – liên doanh giữa Vietnam Airlines, Singapore Airport Terminal Services Ltd. và Công ty TNHH Dịch vụ Sân bay Miền Nam; và Công ty Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCSC) – liên doanh giữa CTCP Đại lý Liên hiệp Vận chuyển (GMD – HSX), Công ty Sân bay Miền Nam, Bộ Quốc phòng và NHTMCP Á Châu. Ở Sân bay Nội Bài, đơn vị chuyên trách hàng hóa cũng là công ty con của Vietnam Airlines. Theo khảo sát của Ngân hàng Thế giới, các chủ hàng thụ hưởng và các nhà cung cấp dịch vụ kho vận cho rằng những đơn vị chuyên trách hàng hóa quốc doanh làm việc kém hiệu quả và tốn kém chi phí. Thêm vào đó, trình độ kỹ năng của nhân viên tại ga hàng hóa sân bay còn thấp và việc hạn chế các doanh nghiệp tư nhân hoạt động trong thị trường vận tải hàng hóa hàng không đã dẫn đến thực trạng thị trường Việt Nam kém cạnh tranh hơn các nước tương đồng khác.

Thị trường vận tải hàng hóa hàng không

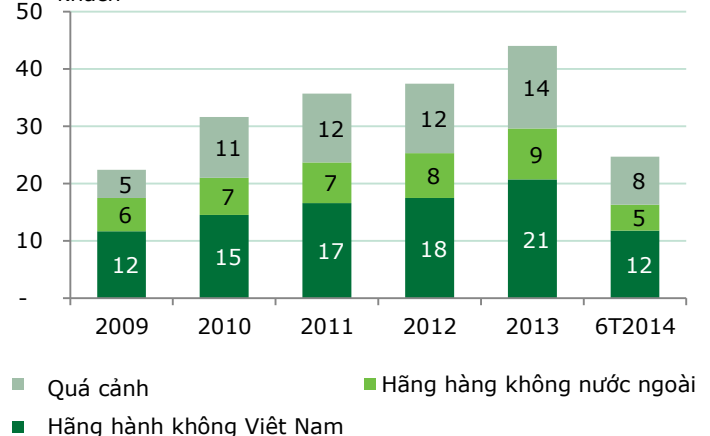
nghìn tấn



Nguồn: CAAV

Thị trường vận chuyển hành khách hàng không

triệu hành khách



Nguồn: CAAV

## Lợi thế từ điều kiện địa lý

Có rất nhiều yếu tố góp phần làm nên những con số tăng trưởng ấn tượng của hàng không Việt Nam như vậy:

- Vị trí chiến lược: Việt Nam có vị trí chiến lược trên tuyến Bắc-Nam và Đông-Tây trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương.
- Khoảng cách xa giữa hai thành phố chính: Hà Nội cách Thành phố Hồ Chí Minh 1.760 km theo đường bộ, trong khi đó, hạ tầng đường bộ và đường sắt kém phát triển, đã thúc đẩy nhu cầu hàng không trong nước tăng mạnh.
- Điều kiện vị trí thuận lợi: Việt Nam có những danh lam thắng cảnh đẹp thu hút lượng lớn khách du lịch quốc tế hàng năm.
- Chi phí nhân công rẻ và chính sách mở cửa: Việt Nam đang thu hút đầu tư từ những tập đoàn đa quốc gia lớn thúc đẩy thị trường vận tải hàng không phát triển mạnh như Samsung, Intel, Honda, v.v.

## Quy hoạch tổng thể

Chính phủ Việt Nam ban hành quy hoạch tổng thể phát triển ngành hàng không với Quyết định số 21/QĐ-TTg ngày 8 tháng 1 năm 2009 đã chấp thuận đề án quy hoạch tổng thể phát triển ngành giao thông vận tải hàng không đến năm 2020 với định hướng đến năm 2030 có các điểm chính sau:

- Tốc độ CAGR của sản lượng vận tải hàng hóa thông qua: mục tiêu đạt 16% từ năm 2010 đến 2015; 18% từ năm 2015 đến 2020; và 14% đến năm 2030.
- Mạng đường bay: phát triển đội bay vận tải hàng hóa trên tuyến bay đến Châu Âu, Nhật Bản, Mỹ và Trung Quốc trước năm 2015 và phát triển sân bay Chu Lai thành cảng trung chuyển hàng hóa trong giai đoạn 2010 đến năm 2020.
- Cảng hàng không: đầu tư thêm mới năm sân bay và phân loại thành ba khu vực: miền Bắc (9 sân bay), miền Trung (7 sân bay), và miền Nam (10 sân bay).
- Công nghiệp hàng không: thành lập công ty liên doanh hoặc 100% vốn nước ngoài đầu tư vào sản xuất các bộ phận của máy bay.
- Vốn đầu tư: vốn đầu tư cho các dự án ưu tiên đến năm 2020 và năm 2030 lần lượt ước đạt 14,2 triệu USD và 20,5 triệu USD.

Theo Cục Hàng không Việt Nam, hiện có 21 cảng hàng không, trong đó có 7 cảng hàng không quốc tế (Nội Bài, Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng, Cam Ranh, Phú Bài, Phú Quốc và Cần Thơ). Trung bình cứ cách chưa đầy 100km là có một sân bay, dẫn đến mật độ sân bay ở Việt Nam cao hơn hẳn so với các nước khác. Trên thực tế, chỉ có ba cảng hàng không nhộn nhịp và năng động nhất nước là Nội Bài, Tân Sơn Nhất và Đà Nẵng, trong khi những sân bay khác hoạt động khá ẽo ẹt.

Thế nhưng, theo quy hoạch của Chính phủ đến năm 2020, cả nước sẽ có thêm 5 cảng hàng không nữa, nâng tổng số lên 26 cảng hàng không đáp ứng được 123 triệu lượt khách và 3,1 triệu tấn hàng hóa. Với số liệu thực tế năm 2013 và giả định tăng trưởng cao 20% mỗi năm thì các cảng vẫn hoạt động dưới công suất và không mang lại lợi nhuận như mong muốn.

## **Rào cản từ vận tải đường bộ**

Xét trong cơ cấu khối lượng vận chuyển hàng, thì vận tải hàng không xếp cuối trong các phương tiện vận chuyển. Theo dự báo của Ngân hàng Thế giới, đến năm 2030, thị phần của hàng không sẽ tăng lên 0,03%, với tốc độ CAGR của tấn.km (đơn vị vận chuyển) từ năm 2008 đến năm 2030 đạt 6,5%. Việc thị phần vận tải của Việt Nam vẫn còn phụ thuộc rất nhiều vào vận chuyển đường bộ (chiếm hơn 70%) cũng là rào cản cho vận tải hàng không phát triển.

## **Đầu tư vào ngành hàng không Việt Nam**

Có khá ít các nhà đầu tư nước ngoài trong lĩnh vực hàng không ở Việt Nam do nhiều trở ngại.

Thứ nhất là do lợi nhuận thấp. Các hãng hàng không thế giới chưa mang lại lợi nhuận cao cho chủ đầu tư, trong khi ở Việt Nam thậm chí có những hãng bay đã phá sản như Indochina Airlines hay Air Mekong phải xin dừng hoạt động mà chưa biết ngày hoạt động trở lại. Những doanh nghiệp lớn như Vietnam Airlines vẫn phải xin Chính phủ tiếp tục bảo lãnh cho khoản vay để mua sắm máy bay mới. Kết quả kinh doanh của các đơn vị mặt đất thì ngoại trừ Công ty Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCSC) có tín hiệu khả quan, những đơn vị còn lại cũng không công bố rõ ràng số liệu.

Thứ hai là quan ngại của Chính phủ khi sử dụng vốn nước ngoài vào các dự án phát triển hàng không. Với những quy định hiện tại, các công ty nước ngoài muốn tham gia vào lĩnh vực hàng không tại thị trường Việt Nam đều phải thành lập công ty liên doanh với Nhà nước hoặc công ty trong nước và số vốn không quá 49%.

Tuy nhiên, do nhu cầu vốn lớn từ các dự án sân bay trong khi vốn ngân sách chỉ có thể tài trợ một phần nhỏ, Chính phủ đang kêu gọi các nhà đầu tư tư nhân dưới hình thức BOT (xây dựng – vận hành – chuyển giao) hoặc liên doanh với Chính phủ. Thêm vào nữa, theo chủ trương cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, Vietnam Airlines sẽ được cổ phần hóa trong năm nay và bán cổ phần lần đầu ra công chúng (IPO) cho các nhà đầu tư chiến lược cũng như các nhà đầu tư khác. Đây cũng là một cách thức để các nhà đầu tư có thể tham gia vào thị trường Việt Nam.

Chúng tôi nhận thấy mặc dù ngành hàng không Việt Nam quy mô còn nhỏ, nhưng triển vọng ngành cũng khá khả quan nhờ vào tăng trưởng dân số, khách du lịch cũng như tăng trưởng kinh tế.

## **TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY**

Tổng Công ty Hàng không Việt Nam (Vietnam Airlines) được thành lập vào năm 1995 và là hãng hàng không quốc gia chiếm 51,8% thị phần vận chuyển hành khách tại Việt Nam năm 2013. Công ty trở thành thành viên chính thức thứ mười của Liên minh toàn cầu SkyTeam vào năm 2010.

Vietnam Airlines cung cấp dịch vụ vận tải hàng không và các hoạt động phụ trợ. Trong đó, vận chuyển hành khách là dịch vụ chính (chiếm 95% doanh thu vận chuyển).

## Các nhãn hiệu và quyền của Vietnam Airlines

Nhãn hiệu con cò  
Được bảo hộ ở  
Việt Nam và Trung  
Quốc



Nhãn hiệu "Vasco"  
và hình "Được  
đăng ký bảo hộ tại  
Việt Nam



Nhãn hiệu "Vietnam  
Airlines và hình"  
Được đăng ký bảo  
hộ tại 46 quốc gia  
trên thế giới



Nhãn hiệu  
"Heritage"  
Được đăng ký bảo  
hộ tại Việt Nam

HERITAGE

Nhãn hiệu "Golden  
Lotus Plus và hình"  
Được đăng ký bảo  
hộ tại 18 quốc gia  
trên thế giới



Nhãn hiệu  
"Heritage  
fashion"  
Được đăng ký bảo  
hộ tại Việt Nam

HERITAGE  
FASHION

Nhãn hiệu "Viet  
Air và hình"  
Được đăng ký  
bảo hộ tại Đài  
Loan tới  
31/12/2020



Các kiểu dáng  
công nghiệp: bát  
đựng rau trộn,  
thìa, dao  
ăn, cốc đĩa, tách  
trà, khay ăn  
Được đăng ký bảo  
hộ tại Việt Nam



Nguồn: Bản công bố thông tin

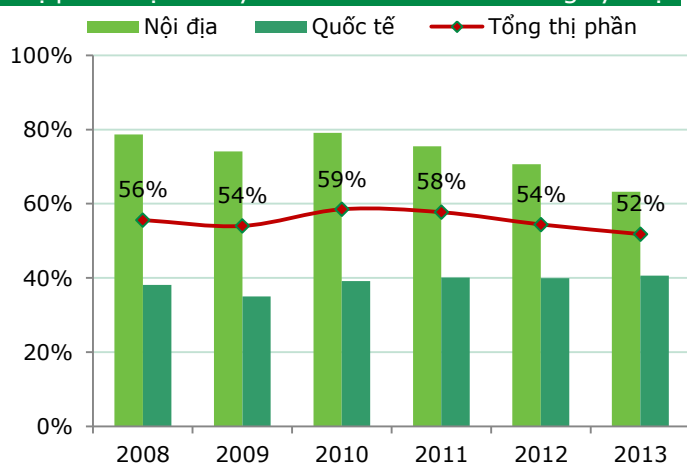
## Thị phần

Về mảng vận chuyển hành khách, thị phần của công ty mẹ đã giảm từ 56% năm 2008 xuống còn 52% vào năm 2013. Trong 6 năm gần đây, công ty mẹ đạt thị phần vận chuyển khách nội địa cao nhất (79%) vào năm 2010, sau đó giảm dần xuống mức 63% năm 2013, do có sự tham gia của các hãng hàng không giá rẻ như Vietjet Air và Air Mekong. Trong cùng giai đoạn đó thì thị phần vận chuyển khách quốc tế lại tăng từ năm 2010 và đạt 41% năm 2013. Vietnam Airlines giữ vững vị thế là hãng hàng không truyền thống duy nhất ở Việt Nam.

Về mảng vận tải hàng hóa, thị phần các tuyến vận tải trong nước và quốc tế của Vietnam Airlines đều rơi vào xu hướng giảm do cạnh tranh gay gắt.

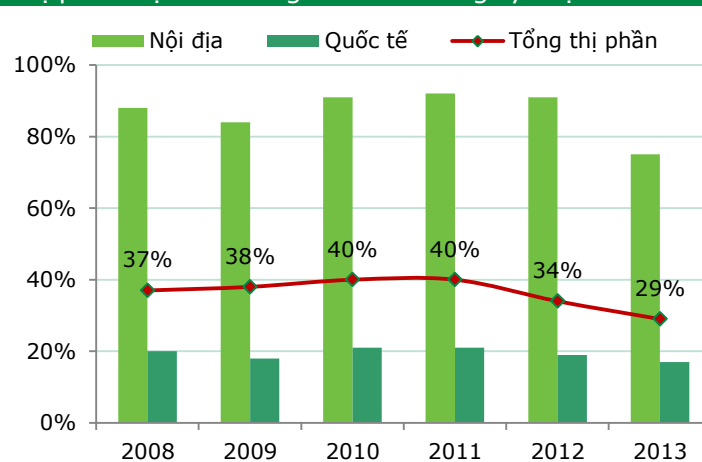
Sau khi hợp nhất với Jetstar Pacific Airlines từ năm 2012, thị phần vận chuyển hành khách và hàng hóa của công ty năm 2013 lần lượt đạt 57,5% và 30,7%.

### Thị phần vận chuyển hành khách của công ty mẹ



Nguồn: Bản công bố thông tin

### Thị phần vận tải hàng hóa của công ty mẹ



Nguồn: Bản công bố thông tin

## Công ty con và công ty liên kết

Vietnam Airlines hiện có 18 công ty con và 8 công ty liên kết. Những đơn vị này đều trực tiếp hay gián tiếp tham gia vào dây chuyền vận tải hàng không của công ty nhằm tạo ra một sản phẩm đồng bộ cho ngành hàng không.

Tại thời điểm ngày 31 tháng 12 năm 2013, công ty sở hữu 68,46% vốn của Jetstar Pacific Airlines (JPA) - một trong những hãng hàng không giá rẻ của Việt Nam, giúp công ty cạnh tranh với các hãng hàng không giá rẻ khác. Thêm vào đó, công ty cũng sở hữu 49% cổ phần của Cambodia Angkor Air - hãng hàng không quốc gia Cam-pu-chia vào cuối quý 3/2014.

### Các công ty con của Vietnam Airlines

Tên công ty	Đơn vị	Vốn điều lệ đăng ký	Vốn điều lệ thực góp	Vốn đăng ký của Vietnam Airlines	Vốn thực góp của Vietnam Airlines	Tỷ lệ sở hữu của Vietnam Airlines	Hoạt động kinh doanh chính
Công ty TNHH MTV Xăng dầu Hàng Không Việt Nam (VINAPCO) (*)	tỷ đồng	400	400	400	400	100,0%	Kinh doanh nhiên liệu hàng không
Công ty TNHH MTV Kỹ thuật máy bay (VAECO) (*)	tỷ đồng	1.059	1.059	1.059	1.059	100,0%	Dịch vụ sửa chữa, bảo dưỡng máy bay
Công ty TNHH Phân phối toàn cầu ABACUS Việt Nam	triệu USD	0,18	0,18	0,18	0,18	90,0%	Dịch vụ đặt giữ chỗ tự động
Hãng Hàng không Cambodia Angkor Air (**)	triệu USD	100	75	59	59	78,7%	Kinh doanh vận tải hàng không
Công ty cổ phần Hàng không Jetstar Pacific Airlines (JPA)	tỷ đồng	1.867	1.867	1.267	1.267	67,8%	Kinh doanh vận tải hàng không
Công ty TNHH Giao nhận hàng hóa (VINAKO)	tỷ đồng	9	9	6	6	65,1%	Dịch vụ giao nhận hàng hóa, dịch vụ vận tải mặt đất, kho bãi
Công ty cổ phần Công trình hàng không (AVICON)	tỷ đồng	27	27	17	17	64,5%	Xây dựng dân dụng
Công ty cổ phần Suất ăn hàng không Nội Bài (NCS)	tỷ đồng	50	50	30	30	60,0%	Cung cấp suất ăn trên máy bay
Công ty TNHH MTV Suất ăn Hàng không Việt Nam (VACS) (***)	tỷ đồng	85	85	85	45	100,0%	Thực phẩm, cung cấp suất ăn cho các chuyến bay
Công ty cổ phần Dịch vụ hàng hóa Nội Bài (NCTS) (****)	tỷ đồng	96	96	53	53	55,1%	Dịch vụ phục vụ hàng hóa các chuyến bay
Công ty TNHH Dịch vụ hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS)	tỷ đồng	94	94	52	52	55,0%	Dịch vụ phục vụ hàng hóa các chuyến bay
Công ty cổ phần Cung ứng dịch vụ hàng không (AIRSERCO)	tỷ đồng	28	28	15	15	53,0%	Dịch vụ phục vụ ngành hàng không, kinh doanh dịch vụ tổng hợp
Công ty cổ phần Tin học và Viễn thông hàng không (AITS)	tỷ đồng	56	58	31	31	52,7%	Cung cấp dịch vụ tin học và viễn thông
Công ty cổ phần Đào tạo bay Việt (VFT)	tỷ đồng	100	66	34	34	51,5%	Đào tạo phi công
Công ty TNHH Dịch vụ giao nhận hàng hóa Tân Sơn Nhất (TECS)	tỷ đồng	51	51	26	26	51,0%	Vận chuyển, Dịch vụ giao nhận hàng hóa, cho thuê kho bãi
Công ty cổ phần Dịch vụ hàng không sân bay Nội Bài (NASCO)	tỷ đồng	83	83	42	42	51,0%	Dịch vụ phục vụ vận tải hàng không
Công ty cổ phần Cung ứng Xuất nhập khẩu lao động hàng không (ALSIMEXCO)	tỷ đồng	10	10	5,1	5,1	51,0%	Xuất nhập khẩu lao động hàng không, dịch vụ lữ hành, du lịch
Công ty cổ phần In hàng không (AVIPRINT)	tỷ đồng	21	21	11	11	51,0%	In vé máy bay, vé cầu đường, sản xuất bao bì

Ghi chú: (\*) : Các công ty này chưa thay đổi giấy phép hoạt động kinh doanh theo vốn góp mới tại ngày 30/9/2014.

(\*\*) : Tại ngày 30/9/2014: tỷ lệ vốn góp của Vietnam Airlines là 49%.

(\*\*\*) : sự khác biệt giữa vốn góp đăng ký và vốn thực góp của VNA do (i) Chênh lệch tỷ giá tại ngày chuyển đổi thành CTCP và (ii) giá mua của VNA thấp hơn mệnh giá.

(\*\*\*\*) : Vốn góp của NCTS tại ngày 30/9/2014 là 24921 tỷ đồng, trong đó Vietnam Airlines sở hữu 55,13%.

Nguồn: Bản công bố thông tin

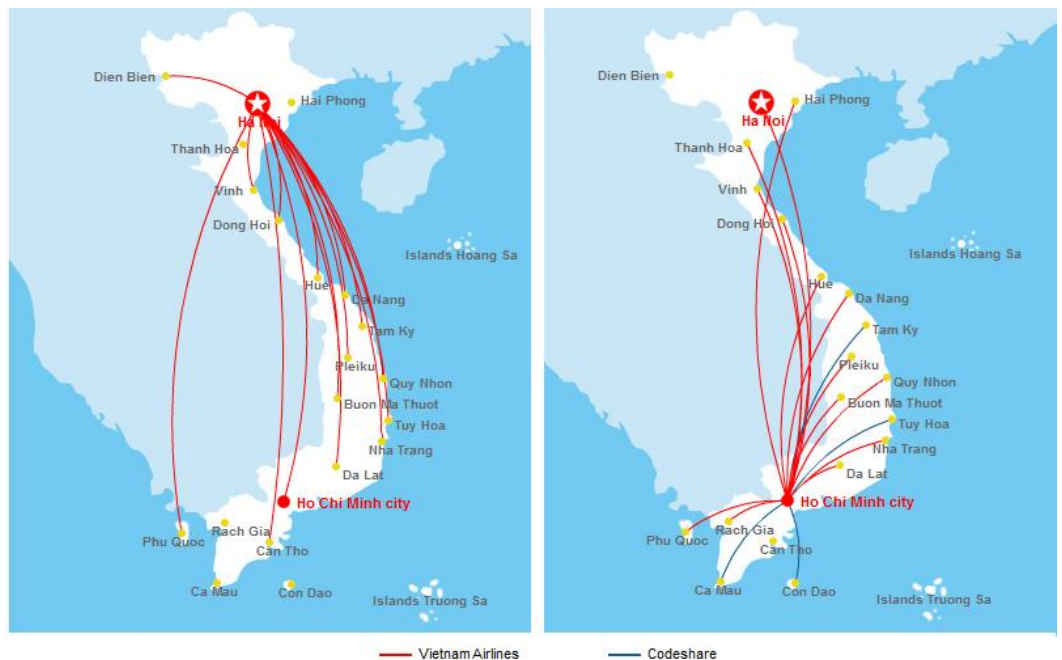
## Mạng đường bay

Một trong những lợi thế then chốt của các công ty hàng không chính là mạng đường bay. Vietnam Airlines đang vận hành mạng đường bay theo mạng lưới “trục-nan”, kết nối các sân bay cửa ngõ tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM).

### Nội địa:

Vietnam Airlines là hãng hàng không duy nhất khai thác các chuyến bay đến tất cả 21 sân bay của Việt Nam. Do đó, Vietnam Airlines giữ vị trí độc quyền trong một số chặng bay như: TP.HCM đi Đồng Hới - Quảng Bình hay Hà Nội đến Điện Biên.

### Mạng đường bay nội địa từ Hà Nội và TP.HCM



Nguồn: Vietnam Airlines

### Quốc tế:

Tổng số các điểm đến của Vietnam Airlines gồm 66 thành phố, hầu hết là các thành phố năng động và tấp nập, trong đó có những nơi thu hút nhiều khách du lịch cũng như nơi có nhu cầu đi lại lớn.

Đến cuối năm 2013, công ty đã hợp tác liên doanh với 20 hãng hàng không và Công ty Đường sắt Quốc gia Pháp; hợp tác chia chặng đặc biệt (SPA) với 80 hãng hàng không và Deutsche Bahn – một hãng tàu hỏa của Đức.

Trong các chặng bay quốc tế năm 2013, Đông Bắc Á là chặng bay then chốt nhất trong vận chuyển quốc tế của Vietnam Airlines với tỷ trọng 46,4% nhờ vào các mối quan hệ kinh tế bền chặt giữa Việt Nam và các quốc gia trong khu vực này. Thứ hai là Đông Nam Á - khu vực tăng trưởng nhanh nhất trên thế giới. Khu vực này chiếm tỷ trọng 21,9% và Vietnam Airlines nắm giữ khoảng 5% thị phần toàn khu vực. Tiểu vùng Campuchia - Lào - Myanmar - Việt Nam (CLMV) xếp thứ ba với tỷ trọng 14,6%, và Vietnam Airlines cũng là hãng hàng không hàng đầu trong tiểu vùng CLMV. Xếp thứ tư là Châu Âu với tỷ trọng 12,1%. 70% khách du lịch Châu Âu đến từ Pháp, Anh, Đức và Nga. Công ty hy vọng rằng khu vực này sẽ tăng tỷ trọng trong tương lai dựa trên các mối quan hệ kinh tế gắn kết hơn giữa Việt Nam và Châu Âu. Chiếm tỷ trọng nhỏ nhất là Úc mặc dù Vietnam Airlines là hãng hàng không duy nhất có

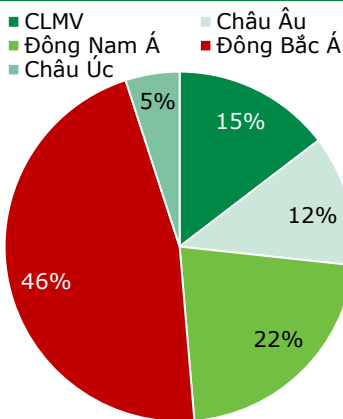
chặng bay thẳng từ Việt Nam đến Úc, do sự cạnh tranh của các đường bay vòng chất lượng cao như Singapore Airlines, Thai Airways và Malaysia Airlines.

Theo phân loại khách du lịch thì khách đi từ Trung Quốc và Nga chiếm số lượng lớn trong khối lượng hành khách của Vietnam Airlines. Do những quốc gia này cũng như ở khu vực Châu Âu đang công bố số liệu tăng trưởng kinh tế chậm lại, nên doanh thu từ những thị trường này có thể sẽ giảm trong năm 2014 và 2015.

Hiện nay, Vietnam Airlines đang sở hữu hơn 400 giờ hạ / cất cánh (slot) tại 29 điểm trên toàn thế giới, thậm chí ở một số sân bay khó hợp tác do quá tải như: Narita (Nhật Bản), Haneda (Nhật Bản), Thượng Hải, v.v.

Trong tương lai, chiến lược của công ty là mở rộng mạng lưới bay quốc tế, đặc biệt ở tuyến bay Đông Bắc Á, và tăng tính hiệu quả của mạng nội địa hiện tại.

**Cơ cấu doanh thu vận chuyển tuyến quốc tế**



**Mạng đường bay quốc tế của Vietnam Airlines**

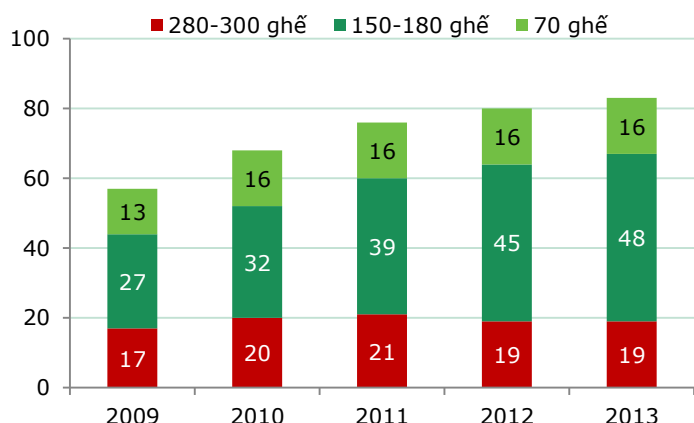
Vùng	Số đường bay	Tần suất tuần	Điểm đến
CLMV	6	73	Viêng Chăn, Luông Pra-băng Phnôm Pênh, Siêm Riệp Rangon
Đông Bắc Á	8	32	Cao Hùng, Đài Bắc
	4	47	Tô-ky-ô, Ô-sa-ka, Fu-ku-ô-ka, Na-gô-ya
	5	49	Xê-un, Pu-san
Đông Nam Á	7	99 – 120	Thái Lan, Xinh-ga-po, Ma-lay-xi-a, In-đô-nê-xi-a
Úc	2	14	Sydney, Melbourne
Trung Quốc	10	57	Hồng Kông, Thượng Hải, Bắc Kinh, Quảng Châu, Thành Đô, Hàng Châu
Châu Âu	9	10	Pa-ri
		8	Phrangphuốc
		7 – 8	Mát-x-cơ-va
		4	Luân Đôn
<b>Tổng</b>	<b>53</b>	<b>29</b>	

*Nguồn: Bản công bố thông tin*

## Cơ cấu đội máy bay

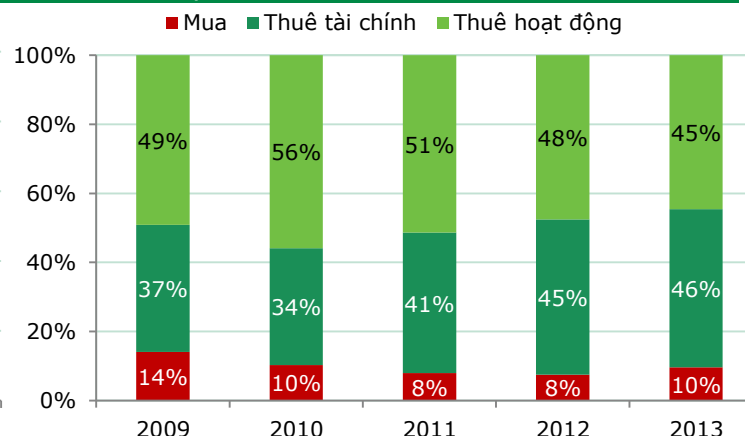
Để phục vụ nhiều điểm đến và mở rộng thị phần của mình, Vietnam Airlines đã xây dựng đội bay gồm nhiều loại, thông qua hình thức mua bán, cho thuê tài chính và thuê hoạt động. Số lượng máy bay đã tăng từ 57 trong năm 2009 lên 83 vào năm 2013. Đội bay của công ty là một trong những đội trẻ nhất trong khu vực và thế giới. Tính đến ngày 31 tháng 12 năm 2013, tuổi bình quân máy bay là 5,34 năm, thấp hơn nhiều so với Japan Airlines (10,2 năm), Korean Air (10,1 năm) và Thai Airways (12,1 năm).

## Đội bay



Nguồn: Bản công bố thông tin

## Cơ cấu đội bay



Nguồn: Bản công bố thông tin

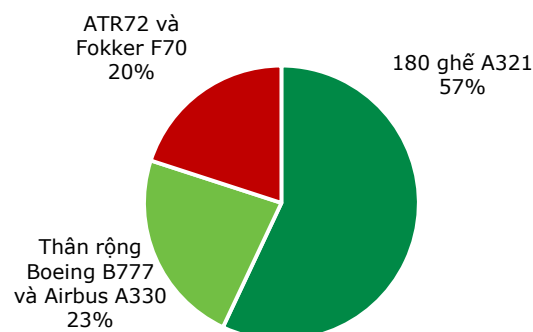
Theo phân loại máy bay, đội bay của Vietnam Airlines khá đồng nhất với phần lớn là máy bay 180 ghế A321 (57%), tiếp đến là máy bay thân rộng Boeing B777 và Airbus A330 (23%), máy bay ATR72 và Fokker F70 (20%). Cơ cấu này khá giống với Malaysia Airlines và Philippines Airlines là những hãng có 50% máy bay là loại 150 đến 180 ghế. Tuy nhiên, tỷ trọng máy bay thân rộng của Vietnam Airlines lại thấp hơn tỷ lệ của Singapore Airlines và Thai Airways với 90%.

Công ty duy trì tỷ trọng máy bay tự mua thấp và giảm dần tỷ trọng này từ 14% năm 2009 xuống còn 10% năm 2013 với chủ yếu là các máy bay 70 ghế. Trong giai đoạn này, công ty chỉ mua thêm 2 máy bay A321, trong khi thuê thêm 24 chiếc. Vì thế, tỷ lệ thuê máy bay (gồm thuê tài chính và thuê hoạt động) tăng từ 86% năm 2009 lên 90% năm 2013, trong đó, tỷ lệ thuê hoạt động cao hơn thuê tài chính. Cơ cấu này giúp bảng cân đối kế toán của công ty lành mạnh hơn do tài sản cố định và nợ vay không phản ánh khoản thuê hoạt động.

Trong tương lai gần, Vietnam Airlines có kế hoạch đầu tư vào loại máy bay Boeing B787-9 và Airbus A350 có trọng lượng nhẹ và tiết kiệm nhiên liệu hơn. Công ty sẽ sử dụng những máy bay này trong các đường bay liên lục địa có giá vé cao.

## Đội tàu bay của công ty tại ngày 31/12/2013

Loại	Sở hữu và thuê tài chính	Thuê hoạt động	Tổng	Tuổi bình quân (năm)
Boeing 777	4	6	10	9,67
Airbus A330		9	9	8,43
Airbus A321	31	17	48	3,28
ATR72	9	5	14	6,17
Fokker F70 (*)	2		2	
<b>Tổng</b>	<b>46</b>	<b>37</b>	<b>83</b>	<b>5,34</b>



Ghi chú: (\*): Những máy bay này đã dừng hoạt động từ cuối tháng 5/2014  
 Nguồn: Bản công bố thông tin

Vietnam Airlines cũng sở hữu 957.544,3 mét vuông đất, trong đó, 76,6% được trả tiền thuê hàng năm. Các khu đất này trải rộng trên toàn lãnh thổ Việt Nam.

#### Quyền sử dụng đất của Vietnam Airlines tại ngày 31/12/2013

Loại	Đất (mét vuông)	%
Quyền sử dụng đất	224.500,5	23,4%
Cố thu tiền sử dụng đất lâu dài	14.758,6	1,5%
Không thu tiền sử dụng đất	209.741,9	21,9%
Đất thuê trả tiền hàng năm	733.043,8	76,6%

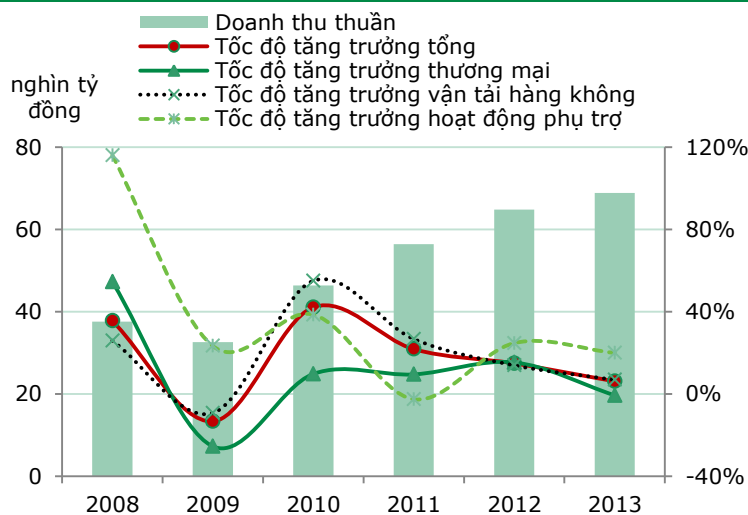
Nguồn: Bản công bố thông tin

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Doanh thu

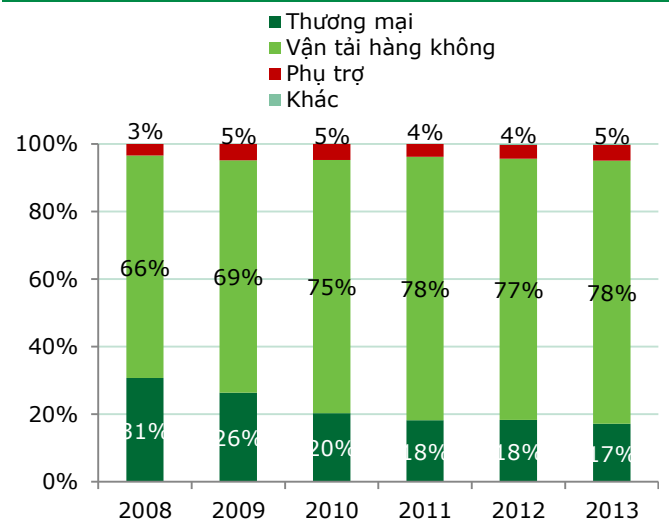
Trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2013, doanh thu thuần hợp nhất của Vietnam Airlines có tốc độ CAGR đạt 12,9%. Trong đó, doanh thu từ vận tải hàng không đóng góp chính với tỷ trọng từ 65,9% năm 2008, tăng lên 77,8% năm 2013, theo sau là thương mại (17,2% doanh thu hợp nhất năm 2013), phụ trợ (4,7%) và các hoạt động khác (0,3%). Tuy nhiên, doanh thu phụ trợ có tốc độ CAGR từ năm 2008 đến năm 2013 cao nhất đạt 20,0%, tiếp đến là vận tải hàng không (16,8%) và thương mại (0,5%).

#### Doanh thu hợp nhất



Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất

#### Cơ cấu doanh thu hợp nhất



Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất

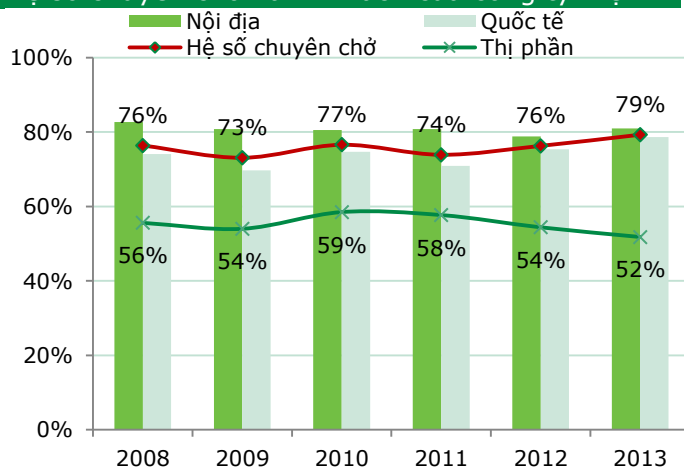
Về cơ cấu doanh thu của công ty mẹ, doanh thu vận tải hàng không đóng góp nhiều nhất với tỷ lệ trung bình trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2013 là 95,8%.

## Một số chỉ tiêu vận tải hàng không của công ty mẹ

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Hành khách</b>						
<b>Khách luân chuyển</b> (triệu lượt x km)	<b>14.803</b>	<b>14.655</b>	<b>19.169</b>	<b>21.091</b>	<b>22.692</b>	<b>25.098</b>
Nội địa	4.283	4.984	6.428	6.906	6.423	6.969
Quốc tế	10.520	9.671	12.742	14.185	16.269	18.129
<b>Ghế luân chuyển</b> (triệu ghế x km)	<b>19.383</b>	<b>20.046</b>	<b>25.02</b>	<b>28.556</b>	<b>29.740</b>	<b>31.648</b>
Nội địa	5.181	6.165	7.974	8.542	8.154	8.604
Quốc tế	14.202	13.881	17.053	20.014	21.586	23.044
<b>Hệ số chuyên chở hành khách</b>	<b>76,40%</b>	<b>73,10%</b>	<b>76,60%</b>	<b>73,90%</b>	<b>76,30%</b>	<b>79,30%</b>
Nội địa	82,7%	80,8%	80,6%	80,8%	78,8%	81,0%
Quốc tế	74,1	69,7%	74,7%	70,9%	75,4%	78,7%
<b>Số lượng khách chuyên chở</b> (triệu)	<b>8,9</b>	<b>9,4</b>	<b>12,3</b>	<b>13,6</b>	<b>13,6</b>	<b>15,0</b>
Nội địa	5,4	6,3	8,1	8,9	8,3	9,0
Quốc tế	3,5	3,1	4,2	4,8	5,3	6,0
<b>Thị phần</b>	<b>55,60%</b>	<b>54,00%</b>	<b>58,50%</b>	<b>57,70%</b>	<b>54,40%</b>	<b>51,80%</b>
Nội địa	78,7%	74,1%	79,1%	75,5%	70,6%	63,2%
Quốc tế	38,1%	35,0%	39,1%	40,1%	39,9%	40,6%
<b>Hàng hóa</b>						
<b>Số lượng hàng hóa luân chuyển</b> (nghìn tấn x km)	<b>295.987</b>	<b>292.971</b>	<b>415.618</b>	<b>412.025</b>	<b>479.623</b>	<b>522.074</b>
Nội địa	76.704	85.462	109.899	112.806	115.715	100.784
Quốc tế	219.283	207.509	305.719	299.219	363.908	421.290
<b>Tổng tải cung ứng km</b> (nghìn tấn x km)	<b>547.809</b>	<b>561.479</b>	<b>729.762</b>	<b>846.681</b>	<b>809.383</b>	<b>797.074</b>
Nội địa	154.768	190.858	255.829	260.519	204.123	177.499
Quốc tế	393.041	370.621	473.933	586.162	605.260	619.575
<b>Hệ số chuyên chở hàng hóa</b>	<b>54,0%</b>	<b>52,2%</b>	<b>57,0%</b>	<b>48,7%</b>	<b>59,3%</b>	<b>65,5%</b>
Nội địa	49,6%	44,8%	43,0%	43,3%	56,7%	56,8%
Quốc tế	55,8%	56,0%	64,5%	51,1%	60,1%	68,0%
<b>Sản lượng hàng hóa vận chuyển</b> (tấn)	<b>128.411</b>	<b>131.925</b>	<b>181.244</b>	<b>190.885</b>	<b>182.243</b>	<b>184.606</b>
Nội địa	77.403	87.310	112.707	119.072	102.260	97.726
Quốc tế	51.008	44.615	68.537	71.813	79.983	86.880
<b>Thị phần</b>	<b>37%</b>	<b>38%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>34%</b>	<b>29%</b>
Nội địa	88,0%	84,0%	91,0%	92,0%	91,0%	75,0%
Quốc tế	20,0%	18,0%	21,0%	21,0%	19,0%	17,0%

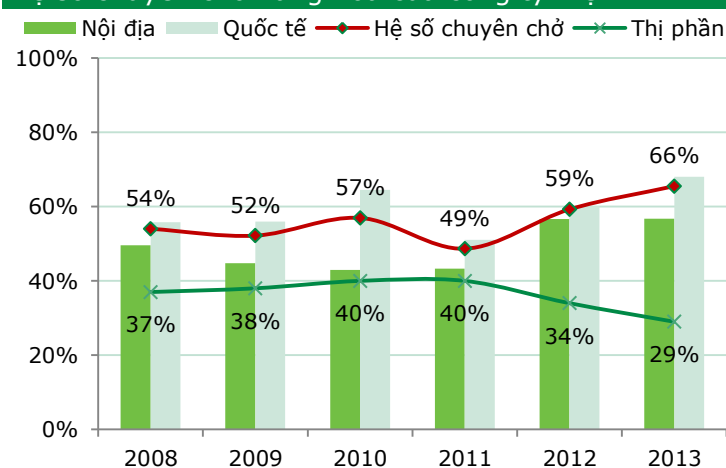
Nguồn: Bản công bố thông tin

### Hệ số chuyên chở hành khách của công ty mẹ



Nguồn: Bản công bố thông tin

### Hệ số chuyên chở hàng hóa của công ty mẹ



Nguồn: Bản công bố thông tin

## Chi phí

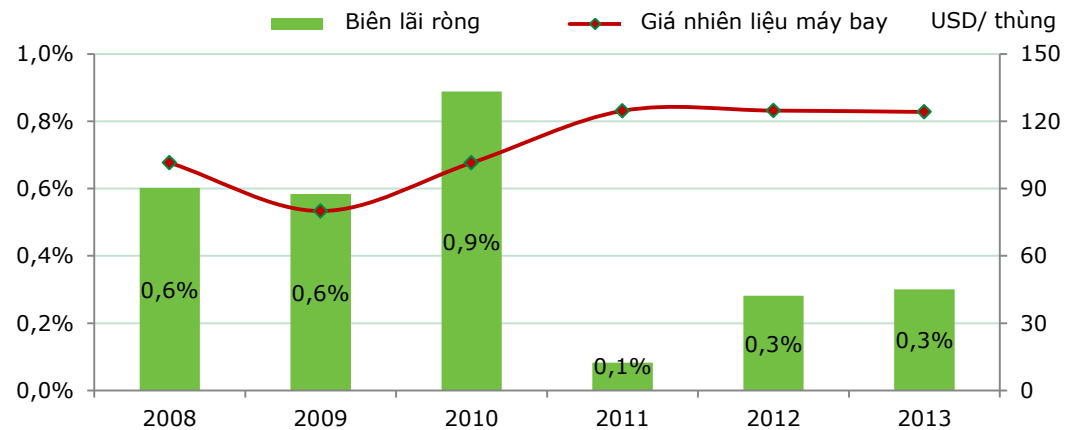
Từ năm 2008 đến năm 2013, tổng chi phí hợp nhất (bao gồm cả giá vốn hàng bán, chi phí dịch vụ, chi phí tài chính và các chi phí khác) chiếm 99% tổng doanh thu hợp nhất và thu nhập từ các hoạt động khác. Trong đó, giá vốn hàng bán chiếm tỷ trọng cao nhất đạt 89,5%; chi phí lãi vay tăng dần từ 881,5 tỷ đồng trong năm 2008 lên đến 1.260,7 tỷ đồng trong năm 2013.

Trong cơ cấu chi phí của công ty mẹ, tỷ lệ chi phí nguyên vật liệu trên tổng chi phí đã giảm từ 43% năm 2008 xuống còn 38% vào năm 2013. Chi phí nhiên liệu máy bay đóng góp chính trong chi phí nguyên vật liệu và bị tác

động bởi xu hướng giá dầu thô thế giới. Theo công ty, từ năm 2008 đến năm 2012, chi phí nhiên liệu máy bay tăng dần, ngoại trừ năm 2009 do giá dầu lao dốc. Trong năm 2013, chi phí nhiên liệu giảm 4,2% so với cùng kỳ nhờ giá dầu giảm. Bên cạnh đó, chi phí nhiên liệu máy bay của công ty cũng bị tác động bởi tỷ giá USD so với VNĐ, thuế nhập khẩu và thuế môi trường.

Để giảm thiểu những ảnh hưởng của biến động giá dầu, từ năm 2010, Vietnam Airlines đã ký kết với một số ngân hàng lớn như Citibank, Techcombank, ANZ, v.v. để bảo hiểm từ 35% đến 45% giá nhiên liệu tiêu thụ. Nhờ vậy, công ty đã tiết kiệm được tổng cộng 214 tỷ đồng trong ba năm qua.

#### Biên lãi ròng của công ty mẹ và biến động giá nhiên liệu máy bay

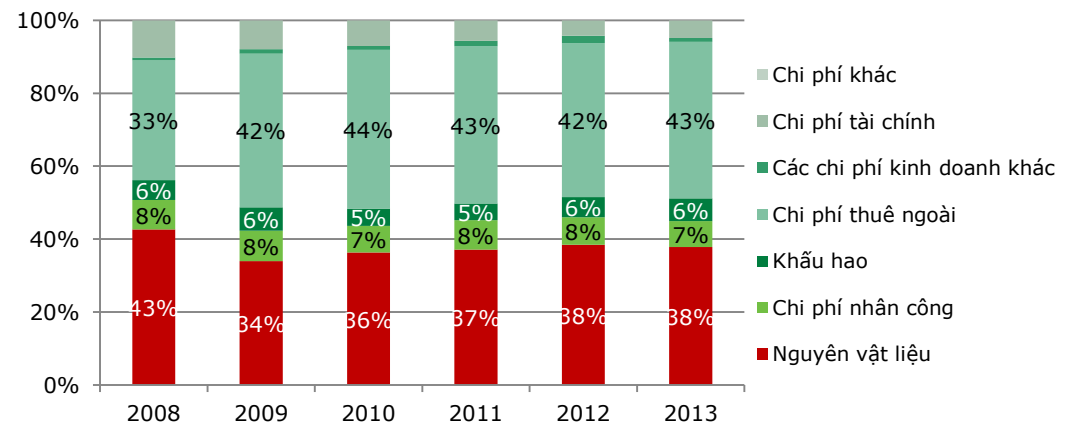


Nguồn: IATA, báo cáo tài chính công ty mẹ

Theo phân loại chi phí, chi phí thuê ngoài chiếm tỷ lệ cao nhất trong tổng chi phí, do chi phí thuê máy bay tăng cao qua các năm, và có tốc độ CAGR đạt 21,1% từ năm 2008 đến năm 2013.

Chi phí khấu hao (bao gồm chi phí khấu hao của tài sản cố định thuộc sở hữu công ty và chi phí phân bổ từ tài sản thuê tài chính) vẫn duy trì ở mức 6% trong suốt giai đoạn này. Vietnam Airlines khấu hao đội bay với thời gian từ 12 đến 15 năm, thấp hơn mức trung bình của ngành (từ 15 đến 20 năm), dẫn đến chi phí cao hơn.

#### Cơ cấu chi phí của công ty mẹ



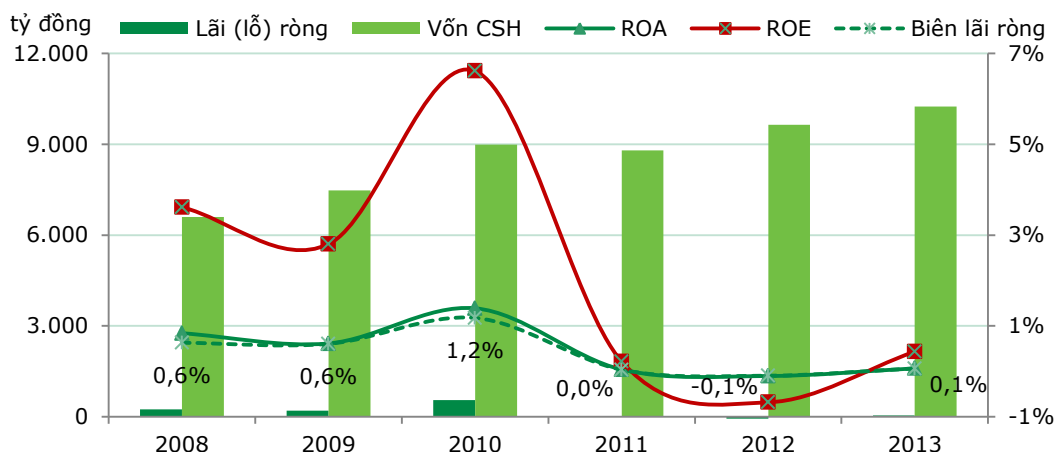
Nguồn: Bản công bố thông tin

## Khả năng sinh lời

Từ năm 2008 đến năm 2013, lợi nhuận ròng của công ty thay đổi đáng kể do ảnh hưởng từ suy thoái kinh tế, kéo theo ROE biến động mạnh.

Chúng tôi nhận thấy biên lãi ròng trong giai đoạn này khá phù hợp với biến động của tỷ suất lợi nhuận sau thuế của ngành hàng không toàn cầu.

### Các chỉ tiêu sinh lời



Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất

## Kết quả kinh doanh 6T2014 của công ty mẹ

Theo báo cáo tài chính công ty mẹ, trong 6T2014, doanh thu thuần đạt 27.135,8 tỷ đồng, hoàn thành 45,9% kế hoạch kinh doanh năm 2014. Lợi nhuận ròng đạt 108,6 tỷ đồng, tương đương 31,8% kế hoạch năm 2014.

Những tranh chấp giữa Việt Nam và Trung Quốc vào tháng 5 năm 2014 đã ảnh hưởng xấu đến doanh thu và lợi nhuận ròng của công ty do lượng khách Trung Quốc đến Việt Nam và lượng khách Việt Nam đi Trung Quốc sụt giảm.

Gần đây, ban quản trị đã tiết lộ lợi nhuận ròng 9T2014 của công ty mẹ ước đạt khoảng 100 tỷ đồng, gần với kết quả 6T2014; nói cách khác, công ty mẹ đã không tạo ra lợi nhuận trong quý 3/2014. Điều này là do tác động từ cuộc khủng hoảng chính trị ở Ukraina, dẫn đến hành khách Nga sụt giảm mạnh và khoảng thời gian thấp điểm của du lịch từ tháng 9 đến giữa tháng 10.

Ban quản trị dự kiến sẽ vận chuyển được 16,2 triệu hành khách vào cuối năm 2014, tăng 8% so với cùng kỳ.

## NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Lợi thế

- Lợi thế kinh tế nhờ quy mô

Vietnam Airlines là hãng hàng không quốc gia nên nhận được nhiều sự hỗ trợ từ Chính phủ. Như đã đề cập ở trên, công ty độc quyền trong một số đường bay nội địa và hợp tác với các hãng hàng không khác để cung cấp mạng đường bay quốc tế. Vietnam Airlines có nhiều lợi thế để mở rộng dịch vụ của mình nhờ vào đội máy bay trẻ và có quy mô.

- Độc quyền nội địa

Vietnam Airlines hiện là hãng hàng không truyền thống duy nhất ở Việt Nam. Điều này là một lợi thế đặc biệt cho tuyến Hà Nội – TP.HCM, tuyến thường đi lại của các doanh nhân là những người không muốn sử dụng hàng không giá rẻ.

- Dễ tiếp cận nguồn vốn và chi phí tài chính thấp

Công ty đã nhận được hỗ trợ từ Chính phủ trong việc tiếp cận vốn, bằng cả hình thức trực tiếp như tăng vốn chủ sở hữu lẫn gián tiếp dưới dạng bảo lãnh vốn vay cho các máy bay, mua động cơ và nâng cấp máy bay. Đến cuối năm 2013, khoảng 74% dư nợ vay của công ty được Chính phủ bảo lãnh.

- Các điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định

### Thách thức

- Biến động giá nhiên liệu

Do chi phí nguyên liệu chiếm từ 37% đến 38% tổng chi phí, sự biến động của giá dầu thô sẽ tác động đáng kể đến kết quả kinh doanh của công ty. Ban quản trị ước tính rằng cứ mỗi 1 USD biến động trong giá dầu thì chi phí nhiên liệu sẽ điều chỉnh từ 150 tỷ đồng đến 160 tỷ đồng.

Để bảo hiểm một phần rủi ro này, công ty đã tham gia hợp đồng phái sinh với tỷ lệ bảo hiểm rủi ro là 35% tổng nhiên liệu tiêu thụ trong năm.

- Khó khăn trong việc kiểm soát rủi ro tỷ giá

Hiện tại, theo ban quản trị, 50% dòng tiền thu của công ty là ngoại tệ, trong đó, JPY chiếm khoảng 10%, tiếp theo là EUR (8% - 9%), KRW (8% - 9%), USD (7% - 8%) và AUD (4% - 5%). Do vậy, nếu các đồng tiền này mất giá, công ty sẽ nhận được ít doanh thu hơn. Về mặt chi phí, nếu đồng Việt Nam mất giá, chi phí nhiên liệu và chi phí sân bay quốc tế sẽ tăng lên.

Để kiểm soát rủi ro này, ban lãnh đạo công ty đã thiết lập hệ thống kiểm soát tiền mặt quốc tế kể từ năm 2013. Dựa trên dự báo về biến động tỷ giá của từng loại tiền, công ty có thể điều chỉnh dòng tiền tương ứng.

- Không còn quyền điều phối giờ hạ / cất cánh tại các sân bay quốc tế Nội Bài và Tân Sơn Nhất.

Do quyền điều phối giờ hạ / cất cánh được chuyển giao cho Bộ Giao thông Vận tải từ năm 2007, công ty mất đi công cụ hữu hiệu khi đàm phán với khách hàng, dẫn đến chi phí dịch vụ sân bay gia tăng.

- Áp lực cạnh tranh gay gắt hơn

Công ty đã vấp phải sự cạnh tranh gay gắt hơn không chỉ ở khu vực mà còn cả thị trường trong nước. Thực tế cho thấy Vietjet Air – một hãng hàng không

giá rẻ - gia nhập thị trường vào tháng 5 năm 2011 đã gây sức ép cho hoạt động công ty vì thị phần của Vietjet Air tăng lên mỗi năm. Đến cuối năm 2013, Vietjet Air chiếm 26% thị phần vận chuyển hành khách trong nước. Tuy nhiên, hãng hàng không này chỉ ảnh hưởng đến công ty con của Vietnam Airlines là Jetstar Pacific vì khách hàng của Vietnam Airlines chủ yếu thuộc tầng lớp thu nhập cao và công ty tin rằng với việc nâng cấp các dịch vụ của mình đạt tiêu chuẩn bốn sao trong tương lai sẽ giúp thị phần tăng lên.

Trong khu vực, nhiều hãng hàng không Đông Nam Á giá rẻ như Air Asia đã gia nhập và thiết lập tuyến đường bay từ / đến Việt Nam. Ngoài ra, sự tham gia của các hãng hàng không Trung Đông như Emirates, Qatar Airways và Etihad Airways cho thấy sự thay đổi rõ nét trong bản đồ vận tải hàng không giữa Châu Âu và Châu Á. Việc các hãng bay lớn đang thiết lập các chặng bay giữa hai châu lục thông qua các trung tâm trung chuyển ở Trung Đông đã tạo sức ép cho tất cả các hãng hàng không Châu Âu và Châu Á, bao gồm Vietnam Airlines.

## PHƯƠNG ÁN CỔ PHẦN HÓA

Quyết định 1611/QĐ-TTg ngày 10 tháng 9 năm 2014 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt đề án cổ phần hóa công ty mẹ của Vietnam Airlines. Sau khi cổ phần hóa, vốn điều lệ của Vietnam Airlines dự kiến sẽ đạt 14.101,8 tỷ đồng, trong đó 75% sẽ thuộc về Nhà nước.

Theo kế hoạch được thông qua, vào ngày 14 tháng 11 năm 2014, công ty sẽ tổ chức chào bán cổ phần ra công chúng lần đầu qua hình thức đấu giá với mức giá khởi điểm là 22.300 đồng mỗi cổ phiếu.

### Cơ cấu vốn cổ phần sau cổ phần hóa

	Giá trị (tỷ đồng)	Số cổ phiếu	Tỷ lệ	Vốn cổ phần dự kiến thu được (tỷ đồng)
Vốn Nhà nước	10.576,4	1.057.638.000	75,0%	10.576,4
Bán ưu đãi cho nhân viên	208,0	20.795.100	1,5%	362,8
Công đoàn	7,1	705.092	0,1%	9,4
Nhà đầu tư chiến lược *	2.820,4	282.036.800	20,0%	6.289,4
Phát hành cổ phiếu ra công chúng	490,1	49.009.008	3,5%	1.092,9

*\*Đang trong quá trình lựa chọn nhà đầu tư chiến lược  
Nguồn: Bản công bố thông tin*

Theo kế hoạch, số tiền thu được từ cổ phần hóa sẽ được sử dụng cho các dự án đầu tư và phát triển mở rộng quy mô đội máy bay.

Ban quản trị cũng cho biết rằng công ty sẽ có kế hoạch niêm yết cổ phiếu trên Sở giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) khi công ty đáp ứng đủ tất cả các điều kiện. Tuy nhiên, theo Quyết định 51/QĐ-TTg, ban hành ngày 15 tháng 9 năm 2014, các doanh nghiệp cổ phần hóa phải niêm yết cổ phiếu trên sàn chứng khoán khi có đủ điều kiện.

## Dự kiến nguồn vốn thu được từ cổ phần hóa

Nội dung		Giá trị (tỷ đồng)
Vốn điều lệ sau cổ phần hóa	(a)	14.101,84
Vốn nhà nước sau cổ phần hóa	(b)	10.576,38
Tiền thu từ cổ phần hóa	(c)	7.754,50
Thu từ việc bán cổ phần cho nhân viên		362,75
Thu từ việc bán cổ phần cho Công đoàn		9,43
Thu từ việc bán cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược		6.289,42
Phát hành cổ phiếu ra công chúng		1.092,90
Giá trị mệnh giá cổ phần đã bán cho CBCNV, công đoàn, NĐT chiến lược, bán đấu giá ra bên ngoài để lại doanh nghiệp	(d)	3.525,46
Giá trị mệnh giá cổ phần phát hành thêm để lại DN	(e)=(a)-(b)	3.525,46
Chi phí cổ phần hóa dự kiến	(f)	57,02
Chi phí giải quyết chính sách đối với lao động dôi dư	(g)	-
Phần thặng dư vốn để lại doanh nghiệp tương ứng tỷ lệ cổ phần phát hành thêm/Vốn điều lệ	(h)=[(c)-(d)-(f)-(g)*[(e)/(a)]]	1.043,00
Phần thặng dư vốn còn lại	(c)-(e)-(f)-(g)-(h)	3.129,02

Nguồn: Bản công bố thông tin

### Nhà đầu tư chiến lược

Quyết định 1611/QĐ-TTg cho phép Bộ Giao thông Vận tải có quyền lựa chọn đối tác chiến lược là các công ty hàng không hoặc các tổ chức tài chính có kinh nghiệm đầu tư trong ngành công nghiệp hàng không. Vietnam Airlines ưu tiên lựa chọn các công ty hàng không trước các nhà đầu tư tài chính. Quá trình bán cổ phần cho đối tác chiến lược dự kiến sẽ kết thúc vào ngày 9 tháng 3 năm 2015.

Công ty cũng thuê các tổ chức tư vấn chuyên nghiệp là Morgan Stanley và Citigroup để thực hiện quá trình lựa chọn nhà đầu tư chiến lược trong vòng 6 tháng kể từ ngày 10 tháng 9 năm 2014. Số lượng tối đa là ba nhà đầu tư chiến lược, nhưng có khả năng là Vietnam Airlines chỉ chọn một nhà đầu tư.

Theo ban quản trị, cuối tháng 10 năm 2014, đã có hơn hai nhà đầu tư nộp hồ sơ để trở thành nhà đầu tư chiến lược của Vietnam Airlines, tuy nhiên các thông tin chi tiết vẫn chưa được công bố.

## KẾ HOẠCH KINH DOANH SAU CỔ PHẦN HÓA

Sau cổ phần hóa, ban lãnh đạo dự kiến tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm của tổng doanh thu công ty mẹ sẽ đạt 14%-20% kể từ năm 2015 đến năm 2018. Để cải thiện lợi nhuận, công ty sẽ áp dụng chiến lược cắt giảm chi phí nhằm giảm tỷ lệ chi phí trên doanh thu từ 99,5% ở các năm trước, xuống còn 96,2% vào năm 2015, và 95,6% trong năm 2018. Như vậy, biên lãi ròng trung bình hàng năm giai đoạn 2015 - 2018 sẽ là 3,1%, và đạt 3,6% vào năm 2018. Công ty không có bất kỳ kế hoạch chi trả cổ tức nào trong 5 năm tới.

Giải thích cho tốc độ tăng trưởng ấn tượng của lợi nhuận ròng các năm tới, ban quản trị đã đưa ra các luận điểm sau:

- Việc hoàn thành quá trình thay thế các máy bay thân rộng thế hệ mới vào năm 2018 sẽ giúp cắt giảm 25% chi phí nhiên liệu, và từ 15% đến 20% chi phí kiểm tra, sửa chữa và bảo trì, dẫn đến biên lợi nhuận gộp tăng.
- Đội máy bay mới sẽ giúp công ty nâng cấp dịch vụ của mình lên đẳng cấp bốn sao, từ đó giúp thu hút nhiều hơn khách hàng có thu nhập cao cũng như tăng trưởng doanh thu.
- Quá trình cổ phần hóa sẽ dẫn đến sự thay đổi trong quản lý, xây dựng hệ thống quản trị quốc tế hiện đại trong công ty.

## Kế hoạch kinh doanh của công ty mẹ

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Doanh thu</b>	<b>49.142</b>	<b>52.460</b>	<b>59.008</b>	<b>67.497</b>	<b>81.246</b>	<b>95.017</b>	<b>109.532</b>
% tăng trưởng	10,4%	6,8%	12,5%	14,4%	20,4%	16,9%	15,3%
Giá vốn hàng bán	45.008	46.912	52.560	59.303	69.698	80.927	94.054
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>4.134</b>	<b>5.548</b>	<b>6.448</b>	<b>8.194</b>	<b>11.548</b>	<b>14.090</b>	<b>15.478</b>
Chi phí bán hàng	2.530	3.272	2.904	3.457	4.288	4.906	5.577
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.329	1.110	1.401	1.568	1.658	1.778	1.892
<b>Tổng CPBH và CPQLDN</b>	<b>3.859</b>	<b>4.382</b>	<b>4.305</b>	<b>5.025</b>	<b>5.946</b>	<b>6.684</b>	<b>7.469</b>
<b>EBIT</b>	<b>275</b>	<b>1.166</b>	<b>2.143</b>	<b>3.169</b>	<b>5.602</b>	<b>7.406</b>	<b>8.009</b>
Doanh thu tài chính	1.149	1.205	364	401	427	455	487
Chi phí tài chính	2.069	2.528	2.809	2.923	3.697	4.149	4.636
Lợi nhuận khác	783	315	643	697	830	924	995
<b>EBT</b>	<b>138</b>	<b>158</b>	<b>341</b>	<b>1.344</b>	<b>3.162</b>	<b>4.636</b>	<b>4.855</b>
Thuế	0	0	0	211	602	920	961
Thuế suất hiệu dụng	0,0%	0,0%	0,0%	15,7%	19,0%	19,8%	19,8%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>138</b>	<b>158</b>	<b>341</b>	<b>1.133</b>	<b>2.560</b>	<b>3.716</b>	<b>3.894</b>
Biên LN ròng	0,3%	0,3%	0,6%	1,7%	3,2%	3,9%	3,6%

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014	2015	2016	2017	2018
Tiền và các khoản tương đương tiền	2.148	1.440	3.620	5.176	5.338	8.986	13.817
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>7.416</b>	<b>8.612</b>	<b>13.443</b>	<b>16.104</b>	<b>17.183</b>	<b>18.262</b>	<b>24.411</b>
Tài sản cố định	34.234	35.694	37.717	51.276	61.052	68.277	70.962
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>48.084</b>	<b>50.725</b>	<b>52.345</b>	<b>66.622</b>	<b>77.936</b>	<b>83.760</b>	<b>83.376</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>55.500</b>	<b>59.336</b>	<b>65.788</b>	<b>82.726</b>	<b>95.119</b>	<b>102.022</b>	<b>107.787</b>
Vay nợ ngắn hạn	6.862	6.653	9.953	11.625	9.437	7.875	8.276
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>16.453</b>	<b>17.830</b>	<b>21.240</b>	<b>24.688</b>	<b>25.527</b>	<b>27.142</b>	<b>30.812</b>
Vay nợ dài hạn	29.654	31.189	30.037	42.539	47.500	50.256	50.184
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>29.754</b>	<b>31.490</b>	<b>30.154</b>	<b>42.672</b>	<b>47.660</b>	<b>50.443</b>	<b>50.399</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>46.206</b>	<b>49.320</b>	<b>51.394</b>	<b>67.360</b>	<b>73.187</b>	<b>77.585</b>	<b>81.211</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.293</b>	<b>10.017</b>	<b>14.394</b>	<b>15.366</b>	<b>21.932</b>	<b>24.437</b>	<b>26.576</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>55.500</b>	<b>59.336</b>	<b>65.788</b>	<b>82.726</b>	<b>95.119</b>	<b>102.022</b>	<b>107.787</b>

Nguồn: Bản công bố thông tin

Để đạt được mục tiêu kinh doanh, công ty sẽ đầu tư nâng cao chất lượng dịch vụ. Vốn đầu tư cho giai đoạn từ năm 2014 đến 2018 được dự phóng ở mức 69.994 tỷ đồng, trong đó, vốn đầu tư cho máy bay mới là 63.297 tỷ đồng.

### Kế hoạch đầu tư

Vốn đầu tư từ 2014 đến 2018		Kế hoạch mở rộng đội bay					
Vốn đầu tư	Tỷ đồng	Máy bay	2014	2015	2016	2017	2018
Máy bay	63.297	A321	4	3			
Xây dựng cơ bản	2.356	B787-9		4	3	1	
Thiết bị	2.348	A350			2	4	2
Đầu tư tài chính	1.993						
<b>Tổng</b>	<b>69.994</b>	<b>Tổng</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>2</b>

Nguồn: Bản công bố thông tin

Về kế hoạch mở rộng đội bay, theo phê duyệt của Thủ tướng Chính phủ cho giai đoạn 2014-2018, công ty sẽ nhận thêm tổng cộng 23 máy bay mới.

Đối với kế hoạch xây dựng, công ty tập trung vào việc lập kế hoạch và đầu tư vào cơ sở hạ tầng như sân đỗ máy bay với các phân xưởng phụ trợ và phương tiện để sửa chữa máy bay tại các sân bay.

Công ty cũng có kế hoạch thành lập các công ty mới hỗ trợ cho vận tải hàng không, tiếp tục tăng vốn chủ sở hữu ở các công ty con và thoái vốn đầu tư tại 12 công ty con và công ty liên kết trong giai đoạn từ năm 2014 đến 2016.

Để huy động vốn cho các dự án đầu tư, vốn chủ sở hữu công ty mẹ dự kiến tăng 165% so với cuối năm 2013 đạt mức 26.576 tỷ đồng năm 2018. Công ty dự định huy động vốn qua các nguồn: (i) 3.525 tỷ đồng do thực hiện bán thành công 25% vốn điều lệ thông qua IPO, (ii) phát hành thêm 4.000 tỷ đồng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu vào năm 2015, (iii) phát hành thêm 4.500 tỷ đồng cổ phiếu để giảm tỷ lệ sở hữu của Nhà nước xuống còn 65%.

## SO SÁNH NHÓM CÙNG NGÀNH

Theo ban lãnh đạo, mức giá khởi điểm 22.300 đồng/cổ phiếu này là gần với phương pháp định giá của các bên thứ ba và có tính đến giá bán cho các nhà đầu tư chiến lược. Trước đó, liên doanh tư vấn của Citigroup và Morgan Stanley đã đưa ra giá trị hợp lý tại ngày 31 tháng 12 năm 2013 là 22.213 đồng/cổ phiếu. Công ty Định giá và Tư vấn Tài chính Việt Nam với phương pháp định giá tài sản đã đưa ra giá trị hợp lý của mỗi cổ phần tại ngày 31 tháng 3 năm 2013 là 21.166 đồng.

So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực, chỉ số EV/EBITDAR của Vietnam Airlines tương đối cao hơn mức trung bình của nhóm ngành trong khu vực, đồng nghĩa với mức giá khởi điểm của cổ phiếu Vietnam Airlines đang mắc hơn và có thể kém hấp dẫn đối với các nhà đầu tư trong khu vực.

### Nhóm tương đương cùng ngành trong khu vực

Công ty	Vốn hóa thị trường	Doanh thu		Lãi (lỗ) ròng		2013				P/E		P/B		EV/EBITDAR
		2013	% tăng trưởng	2013	Biến LN	Tài sản	Vốn CSH	ROE	ROA	2013	Trượt	2013	Trượt	
	tỷ USD	tỷ USD		triệu USD		tỷ USD	tỷ USD							
Japan Airlines Co Ltd	10,0	15,0	-1,8%	2.078	20,7%	12,9	6,0	36,0%	14,9%	4,6	6,7	1,7	1,7	2,1
Air China Ltd	9,2	15,4	1,9%	531	5,8%	33,9	8,9	6,3%	1,7%	17,0	20,9	1,0	1,1	7,5
Singapore Airlines Ltd	8,9	12,2	2,5%	305	3,4%	18,1	10,5	2,9%	1,7%	33,8	41,9	0,8	0,9	2,9
ANA Holdings Inc	8,3	18,0	0,4%	522	6,3%	22,7	8,1	6,6%	2,1%	14,2	25,9	1,0	1,1	3,5
Cathay Pacific Airways Ltd	7,3	13,0	1,1%	338	4,6%	22,3	8,1	4,4%	1,6%	24,6	19,2	0,9	0,9	6,3
China Eastern Airlines Corp Ltd	6,6	14,4	6,2%	386	5,9%	23,1	4,4	10,1%	1,8%	11,4	15,9	1,5	1,1	7,0
China Southern Airlines Co Ltd	4,6	16,0	1,6%	323	7,0%	27,3	5,7	5,9%	1,3%	11,8	37,2	0,8	0,6	7,8
Qantas Airways Ltd	3,2	15,0	9,5%	1	0,0%	18,3	5,3	0,0%	0,0%	n/m	n/m	0,6	1,3	2,7
Korean Air Lines Co Ltd	2,1	10,8	-4,1%	(206)	n/m	21,8	2,5	n/m	n/m	n/m	3,6	0,8	0,8	n/a
Eva Airways Corp	1,9	4,2	2,9%	25	1,3%	5,1	1,2	2,1%	0,5%	72,2	55,1	1,6	1,6	n/a
Air New Zealand Ltd	1,8	3,6	5,3%	149	8,4%	4,3	1,4	10,4%	3,3%	9,0	8,8	1,3	1,2	3,0
Garuda Indonesia Persero Tbk PT	1,1	3,7	7,0%	11	1,0%	3,0	1,1	1,0%	0,4%	83,5	n/m	1,0	0,9	2,6
Cebu Air Inc	1,0	1,0	7,6%	12	1,2%	1,5	0,5	2,4%	0,8%	55,8	19,3	2,1	1,8	8,0
Thai Airways International PCL	1,0	6,7	-0,1%	(393)	n/m	9,4	1,7	n/m	n/m	n/m	n/m	0,5	0,7	5,5
Trung bình			2,9%		5,5%			7,3%	2,5%	30,7	23,1	1,1	1,1	4,9
Trung vị			2,2%		5,2%			5,2%	1,6%	17,0	19,3	1,0	1,1	4,5
Vietnam Airlines	1,5	3,2	6,2%	2	0,1%	3,3	0,5	0,4%	0,1%	730,7	n/a	3,1	n/a	5,2

Ghi chú: Giá trị doanh nghiệp và vốn hóa của Vietnam Airlines dựa trên giá khởi điểm 22.300 đồng/cp  
 Nguồn: Bloomberg, dữ liệu tại ngày 30/10/2014

---

## KẾT LUẬN

Chúng tôi hy vọng sự phục hồi của nền kinh tế toàn cầu và nhu cầu du lịch ngày càng tăng sẽ giúp ngành hàng không trong nước phát triển nhanh chóng kể từ năm 2016.

Là hãng hàng không quốc gia và có lợi thế kinh tế về quy mô lớn nhất trong nước, Vietnam Airlines có nhiều ưu đãi từ Chính phủ và các cơ hội tăng trưởng.

Công ty đặt mục tiêu lợi nhuận ròng của công ty mẹ năm 2014 tăng gấp đôi so với năm trước và tiếp tục tăng trưởng ấn tượng trong những năm tới. Kế hoạch kinh doanh cho giai đoạn từ năm 2014 đến 2018 là quá khả quan mặc dù công ty phải đối mặt với nhiều thách thức trong thời gian tới, đặc biệt là sự cạnh tranh từ các hãng hàng không Trung Đông và hãng hàng không giá rẻ.

Theo kế hoạch kinh doanh sau cổ phần hóa cũng như giá bán khởi điểm, chúng tôi thấy rằng giá cổ phiếu của Vietnam Airlines tương đối cao hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực. Ngoài ra, nhà đầu tư phải đối mặt với rủi ro thanh khoản vì công ty vẫn chưa có kế hoạch niêm yết cụ thể.

## Báo cáo tài chính hợp nhất tóm tắt

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH</b> (tỷ đồng)	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>
<b>Doanh thu</b>	37.612	32.609	46.354	56.465	64.859	68.855
% tăng trưởng	35,5%	-13,3%	42,2%	21,8%	14,9%	6,2%
Giá vốn hàng bán	31.390	26.725	37.980	48.914	56.451	57.950
<b>Lợi nhuận gộp</b> (loại trừ chi phí khấu hao)	<b>6.222</b>	<b>5.883</b>	<b>8.374</b>	<b>7.551</b>	<b>8.408</b>	<b>10.905</b>
Chi phí bán hàng	1.798	1.859	3.178	2.845	2.940	3.607
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.262	1.137	1.600	1.854	1.930	1.699
<b>Tổng CPBH và CPQLDN</b>	<b>3.059</b>	<b>2.996</b>	<b>4.778</b>	<b>4.699</b>	<b>4.871</b>	<b>5.306</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3.162</b>	<b>2.887</b>	<b>3.595</b>	<b>2.852</b>	<b>3.537</b>	<b>5.599</b>
Khấu hao	1.560	1.704	1.942	2.342	3.024	3.705
<b>EBIT</b>	<b>1.602</b>	<b>1.184</b>	<b>1.653</b>	<b>510</b>	<b>513</b>	<b>1.894</b>
Doanh thu tài chính	1.518	1.083	1.823	2.396	1.083	1.023
Chi phí tài chính	2.930	2.206	2.976	3.284	2.098	2.728
Lợi nhuận khác	422	549	501	800	836	351
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	13	15	13	-6	56	-33
<b>EBT</b>	<b>625</b>	<b>624</b>	<b>1.013</b>	<b>416</b>	<b>391</b>	<b>507</b>
Thuế	194	171	203	175	248	249
Thuế suất hiệu dụng	31,0%	27,3%	20,0%	42,1%	63,5%	49,2%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>431</b>	<b>453</b>	<b>810</b>	<b>241</b>	<b>143</b>	<b>258</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	208	286	266	221	206	214
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>223</b>	<b>167</b>	<b>544</b>	<b>19</b>	<b>-63</b>	<b>43</b>
Biên LN ròng	0,6%	0,5%	1,2%	0,0%	-0,1%	0,1%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)						
<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b> (tỷ đồng)	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	2.306	2.164	3.879	5.911	5.491	5.047
Các khoản đầu tư ngắn hạn	533	423	1.121	502	227	287
Các khoản phải thu	3.006	4.163	6.782	7.452	6.530	7.707
Hàng tồn kho	1.198	1.622	2.122	2.757	3.278	4.090
Tài sản ngắn hạn khác	276	457	557	435	405	521
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>7.319</b>	<b>8.829</b>	<b>14.462</b>	<b>17.057</b>	<b>15.931</b>	<b>17.652</b>
Tài sản cố định	17.554	18.388	19.658	28.557	35.622	37.784
Các khoản đầu tư dài hạn	577	771	858	982	2.096	2.092
Tài sản dài hạn khác	3.498	7.439	8.078	9.785	9.796	11.799
	0	0	0	1	1.278	317
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>21.629</b>	<b>26.598</b>	<b>28.595</b>	<b>39.326</b>	<b>48.793</b>	<b>51.992</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>28.948</b>	<b>35.428</b>	<b>43.057</b>	<b>56.383</b>	<b>64.723</b>	<b>69.644</b>
Các khoản phải trả	5.332	6.579	8.748	10.905	12.037	14.160
Vay nợ ngắn hạn	2.101	2.849	6.238	8.919	11.422	11.978
Nợ ngắn hạn khác	447	652	822	337	895	516
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>7.880</b>	<b>10.080</b>	<b>15.807</b>	<b>20.161</b>	<b>24.354</b>	<b>26.655</b>
Vay nợ dài hạn	13.843	17.300	17.574	26.670	29.778	31.513
Nợ dài hạn khác	162	151	175	219	441	773
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>14.005</b>	<b>17.451</b>	<b>17.750</b>	<b>26.889</b>	<b>30.219</b>	<b>32.286</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>21.885</b>	<b>27.532</b>	<b>33.557</b>	<b>47.050</b>	<b>54.573</b>	<b>58.941</b>
Vốn góp và các quỹ khác	6.366	7.203	8.540	8.428	9.353	10.309
Lợi nhuận chưa phân phối	235	276	443	365	288	-62
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.601</b>	<b>7.480</b>	<b>8.983</b>	<b>8.793</b>	<b>9.641</b>	<b>10.247</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	461	417	516	540	509	456
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>28.948</b>	<b>35.428</b>	<b>43.057</b>	<b>56.383</b>	<b>64.723</b>	<b>69.644</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b> (tỷ đồng)	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	600	(1.412)	1.911	1.986	4.739	2.448
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(3.328)	(2.471)	(3.648)	(10.236)	(10.682)	(4.943)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	1.390	3.682	3.432	10.285	5.508	2.038
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(1.338)</b>	<b>(201)</b>	<b>1.695</b>	<b>2.035</b>	<b>(435)</b>	<b>(457)</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	3.660	2.306	2.164	3.879	5.911	5.491
Ảnh hưởng của chênh lệch tỷ giá hối đoái	(17)	59	20	(3)	15	13
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>2.306</b>	<b>2.164</b>	<b>3.879</b>	<b>5.911</b>	<b>5.491</b>	<b>5.047</b>

<b>PHÂN TÍCH CÁC CHỈ SỐ</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>
<b>Chỉ số sinh lời</b>						
Biên LN gộp	12,4%	12,8%	13,9%	9,2%	8,3%	10,5%
Biên LN gộp (loại trừ chi phí khấu hao)	16,5%	18,0%	18,1%	13,4%	13,0%	15,8%
Biên EBITDA	8,4%	8,9%	7,8%	5,1%	5,5%	8,1%
Biên LN hoạt động	4,3%	3,6%	3,6%	0,9%	0,8%	2,8%
Biên LN ròng	0,6%	0,5%	1,2%	0,0%	-0,1%	0,1%
Tỷ số LN/tổng tài sản	0,8%	0,5%	1,4%	0,0%	-0,1%	0,1%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	3,4%	2,4%	6,6%	0,2%	-0,7%	0,4%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>						
Tỷ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	1,8x	1,6x	2,0x	0,4x	0,4x	1,5x
Tỷ số thanh toán lãi vay và chi phí đầu tư từ EBITDA ( EBITDA / (I + capex) )	0,8x	0,9x	0,9x	0,2x	0,3x	0,8x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	70,7%	72,9%	72,6%	80,2%	81,0%	80,9%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	241,5%	269,4%	265,1%	404,8%	427,3%	424,4%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>						
Hệ số vòng quay tài sản	1,3x	1,0x	1,2x	1,1x	1,1x	1,0x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	31,4	40,1	43,1	46,0	39,3	37,7
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	68,5	81,3	73,6	73,3	74,2	82,5
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	13,4	19,3	18,0	18,2	19,5	23,2
Hệ số thanh toán hiện hành	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x
Hệ số thanh toán nhanh	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,5x	0,5x

---

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc Khối Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

**Lưu Bích Hồng**

Giám đốc - Phân tích cơ bản  
honglb@vpbs.com.vn

**Nguyễn Thị Quỳnh Trang**

Chuyên viên phân tích  
trangntq@vpbs.com.vn

**Lê Thị Diệu Linh**

Trợ lý phân tích  
linhltd@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

**Marc Djandji, CFA**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức  
& Nhà đầu tư Nước ngoài  
marcdjandji@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 158

**Lý Đắc Dũng**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân  
dungld@vpbs.com.vn  
+844 3974 3655 Ext: 335

**Võ Văn Phương**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
phuongvv@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 130

**Domalux**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2  
Thành phố Hồ Chí Minh  
domalux@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 128

**Trần Đức Vinh**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ  
Hà Nội  
vinhtd@vpbs.com.vn  
+844 3835 6688 Ext: 369

**Nguyễn Danh Vinh**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai  
Thành phố Hồ Chí Minh  
vinhnd@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 146

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lượng và thường của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418