

# TỔNG CÔNG TY HÀNG KHÔNG VIỆT NAM – VIETNAM AIRLINES

## Tổng công ty Hàng không Việt Nam – Vietnam Airlines

### ❑ Phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng.

- Tổng công ty Hàng không Việt Nam được cổ phần hóa theo hình thức giữ nguyên phần vốn nhà nước, phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn điều lệ. Theo đó, vốn điều lệ sau khi cổ phần hóa là 14.102 tỷ đồng, trong đó Nhà nước nắm giữ 75% do Bộ Giao thông vận tải làm đại diện chủ sở hữu. Công ty sẽ thực hiện phát hành thêm 25% cho 4 đối tượng: (1) nhà đầu tư tham gia đấu giá cổ phần được tổ chức vào ngày 14/11/2014; (2) nhà đầu tư chiến lược nước ngoài là tập đoàn, hãng hàng không nước ngoài hoặc là nhà đầu tư tài chính nước ngoài và được tiến hành song song với quá trình triển khai IPO trong nước; (3) Bán ưu đãi cho cán bộ công nhân viên; (4) bán ưu đãi cho tổ chức công đoàn.

Cổ đông	Tỷ lệ (%)	Số cổ phần (cổ phiếu)	Giá trị (triệu đồng)	Giá bán
Nhà nước	75,00%	1.057.638.000	10.576.638	
Phát hành thêm	25,00%	352.546.000	3.525.546	
<b>Trong đó</b>				
- CP đấu giá công khai	3,48%	49.009.008	490.009	Giá khởi điểm 22.300 đồng/cp
- CP bán cho NĐT chiến lược	20,00%	282.036.800	2.820.036	Giá thỏa thuận nhưng không thấp hơn giá đấu BQ thấp nhất
- ESOP theo thâm niên công tác	0,80%	11.320.600	113.320	60% giá đấu BQ thấp nhất
- ESOP theo cam kết làm việc tiếp cho CTCP	0,67%	9.474.500	94.745	Bằng giá đấu BQ thấp nhất
- Công đoàn	0,05%	705.092	7.051	60% giá đấu BQ thấp nhất
<b>Vốn điều lệ sau CPH</b>	<b>100%</b>	<b>1.410.184.000</b>	<b>14.101.840</b>	

- Theo quyết định số 1611/QĐ-TTg ngày 10/09/2014 về phê duyệt Phương án Cổ phần hóa Tổng Công ty Hàng không Việt Nam, Công ty sẽ được quản lý và sử dụng số tiền thặng dư thu từ cổ phần hóa. Phần tiền này sẽ được dùng để góp bổ sung phần vốn Nhà nước khi Công ty tăng vốn điều lệ và duy trì mức sở hữu nhà nước tối thiểu 65% vốn điều lệ.

### ❑ Điểm nhấn đầu tư.

#### (1) Vietnam Airlines là doanh nghiệp chiếm thị phần chi phối trên thị trường hàng không Việt Nam.

Vị thế chi phối của Vietnam Airlines được hình thành dựa trên các yếu tố:

- Sở hữu một mạng đường bay nội địa lớn nhất, đường bay quốc tế tới các thị trường du lịch trọng điểm của Việt Nam và các slot sân bay ở những cảng hàng không lớn trên thế giới.
- Mạng lưới kinh doanh và hệ thống phân phối có tầm bao phủ rộng.
- Hệ thống hạ tầng kỹ thuật phục vụ bay và cơ sở phục vụ mặt đất hoàn chỉnh.

**(2) Sản phẩm đa dạng cho nhiều phân khúc khách hàng.**

Đi theo chiến lược thương hiệu kép từ năm 2012, trong đó Vietnam Airlines sẽ cung cấp sản phẩm cho phân khúc khách hàng doanh thu trung và cao cấp, còn Jetstar Pacific sẽ phục vụ khách hàng phân khúc doanh thu thấp. Mục tiêu của Công ty sẽ duy trì thị phần nội địa của cả 2 hãng từ 70% - 72%.

**(3) Hoạt động kinh doanh vận tải hàng không kém hiệu quả trong giai đoạn trước cổ phần hóa**

So sánh với các hãng hàng không khác trong khu vực Châu Á, quy mô doanh thu của Vietnam Airlines còn khá nhỏ và hiệu quả cũng ở mức thấp. Tuy nhiên, sau khi cổ phần hóa, hoạt động sẽ có khả năng cải thiện qua các biện pháp tăng doanh thu bằng cách phát triển mạng đường bay, tăng cường hợp tác với liên minh Skyteam và các biện pháp để giảm chi phí trong đó quan trọng nhất là giảm chi phí nhiên liệu bay.

**(4) Theo kế hoạch, hoạt động của Vietnam Airlines sẽ cải thiện đáng kể từ năm 2016**

Trong kế hoạch kinh doanh giai đoạn 2014 – 2018, Vietnam Airlines đặt mục tiêu doanh thu tăng bình quân 16,7%/năm và lợi nhuận tăng mạnh 83,8%/năm, dựa trên kế hoạch đổi mới đội bay hiện nay sang máy bay thân rộng thế hệ mới như A350-900 và B787-9 để nâng cấp các chất lượng dịch vụ kỳ vọng tăng số lượng khách có thu nhập cao. Ngoài ra, các dòng máy bay mới sẽ giúp giảm tiêu hao nhiên liệu và giảm các chi phí bảo trì, bảo dưỡng từ đó có thể cải thiện mạnh về biên lợi nhuận. Với tốc độ tăng trưởng như kế hoạch đến năm 2016 các chỉ tiêu định giá của Vietnam Airlines sẽ về mức hợp lý, PE và PB lần lượt là 12x và 1,43x.

**(5) Đầu tư mạnh vào phát triển đội bay và mạng đường bay**

Giai đoạn 2014 – 2018, Công ty sẽ đầu tư 63.297 tỷ đồng để phát triển đội bay, mục tiêu đến 2018, Vietnam Airlines sẽ có đội bay 116 với khả năng tiết kiệm nhiên liệu sẽ có ý nghĩa rất quan trọng cải thiện hiệu quả hoạt động của Vietnam Airlines.

**(6) Cơ hội từ tăng trưởng của ngành du lịch và tăng trưởng kinh tế và hội nhập của Việt Nam**

Theo đánh giá của BMI, lượng khách du lịch đến Việt Nam (inbound) và khách đi du lịch nước ngoài (outbound) tăng trưởng bình quân lần lượt 5,3% và 11,4% trong giai đoạn 2014 – 2018. Bên cạnh nguồn khách du lịch và giao thương kinh tế, Việt Nam với đội hình tàu bay so với dân số đang còn thấp, tỷ lệ sử dụng dịch vụ hàng không của người dân vẫn còn khá thấp so với mặt bằng khu vực và thu nhập bình quân đầu người tăng sẽ là những yếu tố thúc đẩy sự phát triển của ngành hàng không.

**❑ Rủi ro cần lưu ý**

**(1) Hạ tầng kỹ thuật cảng hàng không còn yếu gây hạn chế cho việc phát triển đội bay.**

**(2) Hiệu quả hoạt động phụ thuộc nhiều vào giá nguyên liệu.**

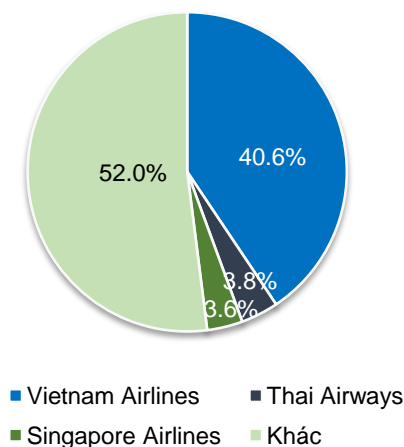
**(3) Cạnh tranh ngày càng tăng**

## Doanh nghiệp chiếm thị phần chi phối thị trường hàng không Việt Nam

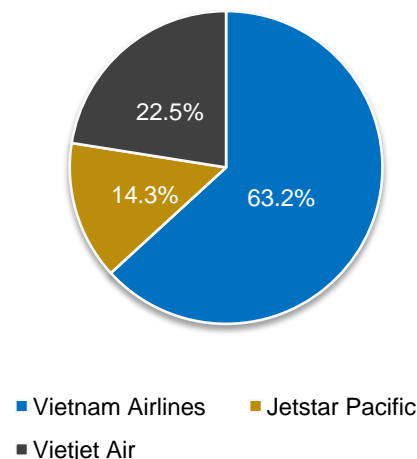
Tổng công ty hàng không Việt Nam (Vietnam Airlines) là doanh nghiệp đầu tiên được thành lập trong ngành hàng không dân dụng Việt Nam. Sau quá trình hơn 20 năm hình thành và phát triển, hiện nay Vietnam Airlines là một thương hiệu lớn nắm giữ thị phần chi phối trên thị trường hàng không Việt Nam. Doanh thu từ vận chuyển hành khách và hàng hóa đem lại doanh thu chính cho Công ty trong đó doanh thu từ vận tải hành khách, hành lý chiếm 86% tổng doanh thu và doanh thu vận tải hàng hóa, bưu kiện chiếm 8% tổng doanh thu. Vị thế chi phối của Vietnam Airlines được hình thành dựa trên các yếu tố:

- **Sở hữu một mạng đường bay nội địa lớn nhất, đường bay quốc tế tới các thị trường du lịch trong điểm của Việt Nam và các slot sân bay ở những cảng hàng không lớn trên thế giới**

Thị phần vận chuyển hành khách quốc tế



Thị phần vận chuyển hành khách nội địa



Nguồn: Vietnam Airlines

Hiện nay, thị trường hàng không nội địa đang được khai thác bởi 3 hãng hàng không Vietnam Airlines, Jetstar Pacific (công ty con của Vietnam Airlines nắm giữ 67,83%) và Vietjet Air, Vietnam Airlines đang là đơn vị sở hữu một mạng đường bay mạnh nhất phủ khắp các vùng miền là những điểm du lịch nổi tiếng của Việt Nam và những vùng kinh tế phát triển. Các đường bay được khai thác với tần suất cao, các chuyến bay trải đều trong ngày. Năm 2013, Vietnam Airlines chiếm 63% thị phần vận chuyển hành khách nội địa, kể đến là công ty Vietjet Air với 23%.

Số lượng đường bay và điểm đến của các hãng hàng không nội địa

	Vietnam Airlines	Vietjet Air	Jetstar Pacific
Đường bay	39	19	18
Điểm đến	21	13	10

Nguồn: BVSC tổng hợp

Ngoài ra, Vietnam Airlines cũng đang là doanh nghiệp có thị phần chi phối đối với mạng đường bay quốc tế đi/đến Việt Nam. Trong hơn 20 hãng máy bay có đường bay đến Việt Nam, Vietnam Airlines đang có thế mạnh ở các đường bay quốc tế Việt Nam với khu vực Đông Bắc Á (Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, Đài Loan), Châu Âu (Pháp, Đức, Anh, Nga) và đường bay tiểu vùng Campuchia – Lào – Myamma. Các nước Đông Bắc Á là các quốc gia có kim ngạch giao thương lớn nhất với Việt Nam đóng góp 43% kim ngạch xuất nhập khẩu của cả nước, đồng thời cũng là thị trường chiếm 48% tổng số lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam, do đó sở hữu đường bay Việt Nam tới các khu vực này đang là thế mạnh của Vietnam Airlines. Đối với đường bay tiểu vùng Campuchia – Lào – Myamma, nhờ vị trí cửa ngõ khu vực nên Việt Nam có lợi thế về phát triển du lịch liên kết vùng cũng như tiềm năng phát triển kinh tế của khu vực nhất là tại Myanmar đã thu hút nhiều lượt khách sử dụng các đường bay của Vietnam Airlines tới tiểu vùng Campuchia – Lào – Myanmar.

**Lượng khách quốc tế đến Việt Nam và kim ngạch giao thương  
của các thị trường có đường bay của VNA**

	Lượng khách quốc tế đến VN		Giá trị kim ngạch XNK năm 2013	
	Số lượng (lượt)	Tỷ trọng (%)	Giá trị (USD)	Tỷ trọng (%)
<b>Đông Bắc Á</b>	3,659,561	48.3%	114,372	43.3%
<b>Châu Âu</b>	790,408	10.4%	17,930	6.8%
<b>Thị trường khác</b>	3,122,383	41.2%	131,763	49.9%
<b>Tổng cộng</b>	<b>7,572,352</b>	<b>100%</b>	<b>264,065</b>	<b>49.9%</b>

*Nguồn: Tổng cục hải quan, Tổng cục du lịch*

Đặc biệt, Vietnam Airlines đang có lợi thế từ việc sở hữu các slot (thời gian đến và đi từ một sân bay giành cho một máy bay vào một ngày giờ nhất định) tại các sân bay Việt Nam và các sân bay quốc tế. Vietnam Airlines đang sở hữu khoảng 400 slot tại các sân bay quốc tế trong đó có Bắc Kinh, Tokyo, Pháp, Hong Kong là các sân bay nằm trong top 10 các sân bay có mật độ khai thác cao. Đối với các slot tại sân bay nội địa, tuy không còn quyền điều phối slot tại sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài nhưng với lượng lớn các slot hiện nay mà Vietnam Airlines đang sở hữu cũng là lợi thế quan trọng để Công ty có thể đàm phán trao đổi slot với các hãng hàng không khác khi có nhu cầu tăng tần suất bay hoặc mở các tuyến bay mới.

- ❑ **Mạng lưới kinh doanh và hệ thống phân phối có tầm bao phủ rộng.** Hệ thống kinh doanh bán hàng của Vietnam Airlines bao gồm các kênh: (1) các phòng vé, chi nhánh của Vietnam Airlines trong và ngoài nước; (2) Bán vé trực tuyến từ trang web của Vietnam Airlines; (3) bán gián tiếp qua các đại lý, tổng đại lý được Vietnam Airlines chỉ định và các công ty du lịch tại các thị trường. Trong đó, kênh bán hàng cho các đại lý với khả năng bao phủ rộng và giúp cho Hãng có khả năng phục vụ cho nhiều đối tượng khách hàng đang là một kênh bán hàng quan trọng nhất đóng góp đến 90% doanh thu bán vé của Vietnam Airlines. Kênh bán hàng trực tuyến đóng góp khoảng 6,3% tổng doanh thu, tuy tỷ trọng đóng góp còn nhỏ nhưng kênh bán này có ưu điểm là khả năng tiếp cận khách hàng tốt và giảm được chi phí bán hàng đồng thời sẽ có xu hướng tăng lên trong thời gian tới cùng với sự phát triển của công nghệ thông tin. Mục tiêu của Vietnam Airlines sẽ tăng doanh thu bán vé từ kênh bán hàng trực tiếp thông qua website và điện thoại sẽ đóng góp khoảng 15% tổng doanh thu vào năm 2018.

- ❑ **Hệ thống hạ tầng kỹ thuật phục vụ bay và cơ sở phục vụ mặt đất hoàn chỉnh.** Để phục vụ cho hoạt động vận tải hàng không, Vietnam Airlines đã kết nạp và thành lập các công ty con và thành viên tạo thành một chuỗi giá trị hỗ trợ cho hoạt động bay và các dịch vụ hàng không. Với 14 đơn vị trực thuộc, 18 công ty con và 08 công ty liên kết, các thành viên này không chỉ cung cấp các sản phẩm dịch vụ cho hoạt động của Vietnam Airlines mà còn phục vụ cho các hãng hàng không nội địa và nước ngoài hoạt động tại các sân bay Việt Nam. Trong đó, có một số công ty con của Vietnam Airlines cung cấp các sản phẩm dịch vụ đặc thù cho ngành hàng không và chiếm thị phần chi phối, đáng kể đến là VINAPCO (công ty cung cấp nhiên liệu hàng không Jet A-1 tại Việt Nam, chiếm 90% thị phần) và VAECO (công ty duy nhất tại Việt Nam cung cấp các dịch vụ kỹ thuật bảo dưỡng máy bay).

## Sản phẩm đa dạng cho nhiều phân khúc khách hàng

Vietnam Airlines hoạt động dưới hình thức hãng hàng không truyền thống từ khi thành lập cho tới nay, tuy nhiên từ năm 2012 Công ty bắt đầu tham gia vào thị trường hàng không giá rẻ (LCC – Low cost carriers) bằng việc tiếp nhận hãng hàng không Jetstar Pacific Airlines – JPA. Cùng với JPA, Vietnam Airlines đang thực hiện chiến lược thương hiệu kép cung cấp sản phẩm đa dạng cho nhiều phân khúc khách hàng. Trong đó, Vietnam Airlines sẽ cung cấp sản phẩm cho phân khúc khách hàng doanh thu trung và cao cấp, còn JPA sẽ phục vụ khách hàng phân khúc doanh thu thấp. Chiến lược thương hiệu kép này đang được khá nhiều hãng hàng không trên thế giới áp dụng và đã đem lại kết quả khá tốt như hãng hàng không Thai Airways với hai thương hiệu hàng không giá rẻ Thai Air Asia và Nok Air hay Singapore Airlines với thương hiệu Scoot Airlines...

Mô hình hãng hàng không giá rẻ là mô hình phát triển khá mạnh trong hai thập kỷ gần đây. Trong mô hình này, hãng sẽ tập trung giảm chi phí hoạt động bằng việc lựa chọn những sân bay giá rẻ, chỉ sử dụng một loại máy bay, bán vé trực tiếp qua mạng internet... Là đơn vị đầu tiên cung cấp sản phẩm dịch vụ bay giá rẻ, JPA hiện đang hoạt động trên các đường bay nội địa và quốc tế. Với đường bay nội địa, đối thủ cạnh tranh cùng phân khúc với JPA là Vietjet Air còn đối với đường bay quốc tế từ Việt Nam JPA phải cạnh tranh với khá nhiều hãng hàng không như Vietjet Air, Air Asia, Cebu Airlines, Lion Airlines... Sau khi Vietnam Airlines nhận chuyển giao đại diện vốn Nhà nước từ SCIC tại JPA (năm 2012) và thực hiện việc tái cơ cấu, hoạt động của JPA có những thay đổi tuy nhiên khoảng thời gian này cũng là thời điểm Vietjet Air bắt đầu triển khai các đường bay nội địa theo mô hình hãng hàng không giá rẻ với đội hình máy bay mới, giá bán thấp đã trở thành một thách thức lớn trong quá trình cơ cấu cải thiện hoạt động của JPA. Do đó, mặc dù hiệu quả hoạt động đã cải thiện so với các năm trước nhưng JPA vẫn tiếp tục lỗ trong 2 năm 2012 và 2013. Kỳ vọng với việc khai thác tốt đội bay mới A320 (bắt đầu từ đầu năm 2013) và kế hoạch phát triển thêm tàu bay mới, hoạt động của JPA sẽ tốt hơn trong thời gian tới.

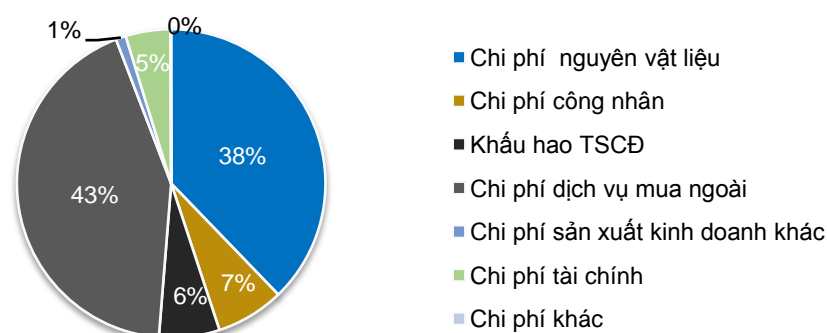
Đối với Vietnam Airlines, trong chiến lược phát triển giai đoạn 2015 – 2016, Công ty sẽ xây dựng thương hiệu Vietnam Airlines thành hãng hàng không 4 sao theo tiêu chuẩn quốc tế và hướng tới tiêu chuẩn 5 sao trong giai đoạn 2017 – 2018. Với chiến lược phát triển thương hiệu kép này, Vietnam Airlines cùng với Jetstar Pacific Airlines sẽ duy trì thị phần nội địa của cả 2 hãng từ 70% - 72%.

## Hoạt động vận tải hàng không kém hiệu quả trong giai đoạn trước cổ phần hóa

Liên tục 5 năm qua, kết quả hoạt động kinh doanh vận tải hàng không của Vietnam Airlines đều không hiệu quả. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính (công ty mẹ) đều ghi nhận lỗ do sự biến động của 3 chi phí: chi phí nguyên liệu, chi phí dịch vụ mua ngoài và chi phí tài chính.

- ❑ Chi phí nguyên liệu chiếm khoảng 37% - 38% trong chi phí của hoạt động kinh doanh vận tải hàng không 3 năm gần đây, trong đó phần lớn là chi phí cho nguyên liệu xăng Jet A-1 do đó biến động giá dầu mỏ trên thế giới sẽ có tác động đáng kể đến chi phí nguyên liệu của Công ty. Để hạn chế các tác động của biến động giá nguyên liệu, Vietnam Airlines đã thực hiện một số biện pháp như sử dụng công cụ bảo hiểm giá nguyên liệu, áp dụng chính sách phụ thu giá vé khi giá nguyên liệu tăng cao, giảm chi phí nguyên liệu bằng cách đổi mới đội tàu bay và phối hợp với IATA triển khai thực hiện chương trình bay tiết kiệm. Các biện pháp này kỳ vọng sẽ là yếu tố chính cải thiện hoạt động của Vietnam Airlines thời gian tới. Ngoài ra, trong ngắn hạn Công ty còn được hỗ trợ bởi xu hướng giảm của giá dầu mỏ, sẽ giúp cho lợi nhuận của 6 tháng cuối năm tích cực hơn nửa đầu năm 2014.
- ❑ Chi phí dịch vụ mua ngoài là nhóm có tỷ trọng lớn nhất khoảng 42% - 43% tổng chi phí trong 3 năm 2011 – 2013. Chi phí thuê máy bay, mua và thuê chuyển/tải/chỗ là loại chi phí lớn nhất trong chi phí dịch vụ mua ngoài. Do nhu cầu phát triển mạng đường bay, Vietnam Airlines tăng thuê thêm máy bay và đồng thời các khoản phí này được thanh toán bằng ngoại tệ do đó cũng tác động làm tăng chi phí dịch vụ mua ngoài trong thời gian qua. Sắp tới, nhu cầu thuê thêm phương tiện bay để phát triển mạng đường bay sẽ tiếp tục làm tăng chi phí dịch vụ mua ngoài nhưng chúng tôi cho rằng điều này sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu tốt hơn.
- ❑ Chi phí tài chính chiếm một tỷ trọng không cao trong cơ cấu chi phí khoảng từ 4% - 5,5% nhưng là khoản mục có mức biến động lớn trong 3 năm qua. Cuối năm 2013, nợ vay ngắn và dài hạn chiếm khoảng 63% tổng tài sản của Công ty mẹ trong đó đa số là vay dài hạn. Nhờ được nhà nước bảo lãnh nên Vietnam Airlines luôn có được lãi suất vay khá thấp khoảng 6,2% cho VND, bình quân 4,6% cho khoản vay bằng USD và 2,1% cho khoản vay EUR. Và vì phần lớn các khoản vay là bằng ngoại tệ nên Công ty phải chịu tác động mạnh từ thay đổi tỷ giá. Xu hướng sắp tới, dư nợ vay sẽ tiếp tục tăng để tài trợ cho các dự án đầu tư cơ bản của Vietnam Airlines và lãi suất có xu hướng đi lên với các khoản vay ngoại tệ kết hợp cùng tỷ giá tăng, chi phí tài chính sẽ tiếp tục biến động tăng trong thời gian tới.

**Cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố**





Chính do sự biến động của 3 nhóm chi phí này nên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính của công ty mẹ bị lỗ nhưng nhờ bù đắp bằng lợi nhuận khác nên Công ty mẹ vẫn ghi nhận lợi nhuận dương khá khiêm tốn trong 3 năm qua. Từ đó có thể thấy lợi nhuận hợp nhất của Vietnam Airlines đang được đóng góp chính từ kết quả kinh doanh của các Công ty con. Trong số 18 công ty con của Vietnam Airlines chỉ có hai công ty là Hãng hàng không Campuchia Angkor Air và Jetstar Pacific Airlines lỗ trong năm 2013, các công ty còn lại đều hoạt động có lợi nhuận đặc biệt các công ty cung cấp suất ăn hàng không và dịch vụ giao nhận hàng hóa có tỷ suất lợi nhuận ròng và hiệu quả lợi nhuận trên vốn rất cao.

#### Các công ty con của Vietnam Airlines có hiệu quả hoạt động cao

			Vốn điều lệ	% VNA	Doanh thu	LNST	Biên LNST	ROE
<b>CT TNHH Giao nhận hàng hóa</b>	VINAKO	tỷ đồng	9	65%	102	14.6	14.4%	58.6%
<b>CTCP Suất ăn hàng không Nội Bài</b>	NCS	tỷ đồng	50	60%	379	31.6	8.3%	28.1%
<b>CT TNHH MTV Suất ăn Hàng không VN</b>	VACS	triệu USD	4	100%	26	4.3	16.8%	61.0%
<b>CTCP Dịch vụ hàng hóa Nội Bài</b>	NCTS	tỷ đồng	96	55%	575	247.5	43.1%	86.0%
<b>CT TNHH Dịch vụ hàng hóa Tân Sơn Nhất</b>	TCS	tỷ đồng	94	55%	441	131.8	29.9%	59.0%

Nguồn: VNA

Nhìn chung, do hoạt động chính không hiệu quả nên kết quả hợp nhất của Vietnam Airlines cũng không cao. So sánh với các hãng hàng không khác trong khu vực Châu Á, quy mô doanh thu của Vietnam Airlines còn khá nhỏ và hiệu quả cũng ở mức thấp. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá sau khi cổ phần hóa, các biện pháp tăng doanh thu bằng cách phát triển mạng đường bay, tăng cường hợp tác với liên minh Skyteam và các biện pháp để giảm chi phí trong đó quan trọng nhất là giảm chi phí nhiên liệu bay, thì hiệu quả hoạt động của Vietnam Airlines sẽ cải thiện tốt hơn.

	EBIT/ Doanh thu	EBITDA/ Doanh thu	ROE	ROA	PB	PE
<b>Singapore Airlines</b>	4.60	15.57	2.71	1.58	1.08	37.47
<b>Air China</b>	7.20	18.14	10.77	2.87	6.19	97.25
<b>Cathay Pacific Airlines</b>	4.60	11.38	5.31	2.04	6.96	167.01
<b>Korean Airlines</b>	2.03	14.33	(2.41)	(0.31)	0.83	(11.10)
<b>China Airlines</b>	(0.47)	10.21	(2.47)	(0.56)	34.62	(1,347.84)
<b>Eva Airways</b>	2.32	11.39	1.47	0.35	47.45	2,258.88
<b>Thai Airways</b>	3.99	14.00	(8.13)	(1.79)	18.22	(80.62)
<b>Asiana Airlines</b>	3.08	7.86	(2.96)	(0.41)	0.85	(6.88)
<b>China Eastern Airlines</b>	4.08	12.95	17.05	2.86	7.56	81.46
<b>China Southern Airlines</b>	4.09	12.95	10.43	2.49	4.45	79.00
<b>Garuda Indonesia Persero</b>	2.69	6.77	7.21	2.92	0.88	88.33
<b>Malaysia Airlines</b>	(7.83)	(3.18)	(78.90)	(9.70)	22.55	(37.74)
<b>Trung bình</b>	<b>3.76</b>	<b>13.17</b>	<b>3.41</b>	<b>1.22</b>	<b>8.75</b>	<b>68.61</b>
<b>Vietnam Airlines</b>	<b>1.81</b>	<b>6.20</b>	<b>2.24</b>	<b>0.34</b>	<b>1.97</b>	<b>78.52</b>

Nguồn: Bloomberg, VNA

## Theo kế hoạch hoạt động của Vietnam Airlines sẽ cải thiện đáng kể từ 2016

Trong kế hoạch kinh doanh giai đoạn 2014 – 2018, Vietnam Airlines đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận rất mạnh 83,8%/năm đến từ 2 yếu tố doanh thu tăng bình quân 16,7%/năm và biên lợi nhuận sẽ cải thiện từ 10.93% năm 2014 lên mức 14,13% năm 2018. Cơ sở Vietnam Airlines đưa ra kế hoạch tăng trưởng khả quan này chủ yếu dựa trên kế hoạch đổi mới đội bay hiện nay sang máy bay thân rộng thế hệ mới như A350-900 và B787-9 để nâng cấp các chất lượng dịch vụ kỳ vọng tăng số lượng khách có thu nhập cao. Ngoài ra, các dòng máy bay mới sẽ giúp giảm tiêu hao nhiên liệu khoảng 25% và giảm các chi phí bảo trì, bảo dưỡng từ đó có thể cải thiện mạnh về biên lợi nhuận. Với tốc độ tăng trưởng như kế hoạch đến năm 2016 các chỉ tiêu định giá của Vietnam Airlines sẽ về mức hợp lý, PE và PB lần lượt là 12x và 1.43x

### Kế hoạch kinh doanh của Vietnam Airlines

	Đơn vị	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Kế hoạch kinh doanh</b>						
Doanh thu thuần	tỷ đồng	59,009	67,496	81,246	95,017	109,532
Lợi nhuận gộp	tỷ đồng	6,449	8,194	11,549	14,090	15,479
Lợi nhuận sau thuế TNDN	tỷ đồng	341	1,132	2,561	3,716	3,894
<b>Kế hoạch nguồn vốn</b>						
Nợ ngắn hạn	tỷ đồng	21,240	24,688	25,527	27,142	30,812
Nợ dài hạn	tỷ đồng	30,154	42,672	47,660	50,443	50,399
Vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	14,394	15,366	21,932	24,437	26,576
Tổng nguồn vốn	tỷ đồng	65,788	82,726	95,119	102,022	107,787
<b>Hiệu quả hoạt động</b>						
Tỷ suất lợi nhuận gộp		10.93%	12.14%	14.21%	14.83%	14.13%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế		0.58%	1.68%	3.15%	3.91%	3.56%
Tỷ suất lợi nhuận trên vốn sở hữu		2.37%	7.37%	11.68%	15.21%	14.65%
<b>Chỉ tiêu định giá</b>						
PE		92.22	27.78	12.28	8.46	8.08
PB		2.18	2.05	1.43	1.29	1.18

Nguồn: VNA



## Đầu tư mạnh vào phát triển đội bay và mạng đường bay

Để cạnh tranh và phát triển trong xu hướng toàn cầu hóa, việc phát triển mạng bay là chiến lược chung của tất cả các hãng hàng không. Đối với Vietnam Airlines, bên cạnh thế mạnh là đường bay nội địa, Công ty sẽ phát triển thêm nhiều đường bay mới và tăng tần suất bay đến các thị trường có lượng lớn khách du lịch và kinh doanh với Việt Nam như Đông Bắc Á, Châu Âu, Mỹ... Ngoài ra công ty cũng tăng tần suất bay và phát triển thêm các điểm bay mới tới khu vực Đông Nam Á.

### Kế hoạch phát triển mạng đường bay 2015 – 2018

Dự kiến thời gian khai thác	
<b>Các đường bay mới</b>	
Tp. Hồ Chí Minh - Los Angeles	2016
Hà Nội - Úc (Melbourne, Sydney)	
Miền trung (VN) - Đông Bắc Á	
<b>Điểm đến mới</b>	
Berlin (Đức)	2015
Denpasar (Indonesia)	2015
Manila (Phillipines)	2015
Brisbane (Úc)	2017
Adelaide (Úc)	2018
Dubai (Các tiểu vương quốc Ả Rập)	2017
Doha (Qatar)	2018
Bombay (Ấn Độ)	2015
Dehli (Ấn Độ)	2015
<b>Tăng tần suất bay</b>	
Đường bay Đông Bắc Á	2 chuyến/ngày/đường bay
Đường bay Đông Nam Á	2 chuyến/ngày/đường bay

Nguồn: VNA

Nhằm phục vụ cho mục tiêu phát triển mạng bay, Vietnam Airlines sẽ tiếp tục đầu tư để tăng cường số lượng và trẻ hóa đội tàu bay. So với các hãng hàng không nội địa, Vietnam Airlines là hãng có đội tàu bay mạnh nhất hiện nay với tổng số lượng 83 chiếc có tuổi trung bình 5.34 năm, trong đó sở hữu và thuê tài chính là 46 chiếc và 37 chiếc là thuê khai thác. Tuy nhiên, so với các hãng hàng không truyền thống trong khu vực, đội tàu bay của Vietnam Airlines ở mức trung bình về số lượng tàu bay nhưng có độ tuổi trung bình khá trẻ.

**So sánh đội tàu bay của Vietnam Airlines với các hãng trong khu vực**

	Số lượng máy bay	Tuổi trung bình
China Southern Airlines	479	6.30
China Eastern Airlines	357	6.30
Air China	317	6.10
Korean Airlines	152	9.30
Cathay Pacific Airways	142	8.10
Garuda Indonesia	136	5.40
Singapo Airlines	105	7.00
Malaysia Airlines	98	4.50
Thai Airways	97	11.00
<b>Vietnam Airlines</b>	<b>83</b>	<b>5.34</b>
China Airlines	81	10.20
Eva Airways	65	9.50
Phillippin Airlines	50	4.30
Lao Airlines	10	3.20

Nguồn: BVSC tổng hợp

Trong thời gian tới Vietnam Airlines sẽ đẩy mạnh đầu tư hiện đại hóa đội bay. Giai đoạn 2014 – 2018, Công ty sẽ đầu tư 63.297 tỷ đồng để phát triển đội bay (chiếm 90% tổng đầu tư trong giai đoạn trên). Đầu tư đội bay tập trung vào 4 dự án:

- ❑ Dự án đầu tư 10 tàu bay A321 ký hợp đồng năm 2007, Vietnam Airlines đã nhận 6 máy bay, còn lại 4 máy bay sẽ nhận vào năm 2014.
- ❑ Dự án đầu tư 16 tàu bay A321 ký hợp đồng năm 2009, Vietnam Airlines đã nhận 13 máy bay, còn lại 3 máy bay sẽ nhận vào năm 2015.
- ❑ Dự án đầu tư 10 máy bay A350 ký hợp đồng năm 2007.
- ❑ Dự án đầu tư 8 tàu bay B787-9 ký hợp đồng năm 2007.

Ngoài ra, công ty tiếp tục thuê khai thác để phát triển đội bay mục tiêu đến 2018, Vietnam Airlines sẽ có đội bay 116 chiếc với nhiều chủng loại máy bay mới có khả năng bay tầm xa, tầm trung và tầm ngắn phù hợp với việc phát triển mạng đường bay của Vietnam Airlines. Và với đội hình máy bay mới có khả năng tiết kiệm nhiên liệu có ý nghĩa rất quan trọng cải thiện hiệu quả hoạt động của Vietnam Airlines.

**Kế hoạch phát triển đội tàu bay của Vietnam Airlines**

	Tổng số 2013	Số lượng tàu bay tăng hằng năm					Tổng số 2018	Loại máy bay sử dụng
		2014	2015	2016	2017	2018		
<b>280 - 300 ghế</b>	19	-1	5	5	4	6	38	A330, B777, A350, B787
<b>150 - 180 ghế</b>	48	2	4	2	3	5	64	A321, A320
<b>70 ghế</b>	16	-2	0	-	0	0	14	ATR 72
<b>Tổng số</b>	<b>83</b>	<b>-1</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>116</b>	

Nguồn: VNA

Để đáp ứng nhu cầu vốn cho đầu tư cơ bản khoảng 69.994 tỷ đồng trong giai đoạn 2014 – 2018 (trong đó phần lớn 63.297 tỷ đồng cho phát triển đội bay), bên cạnh nguồn vốn vay dài hạn, Vietnam Airlines sẽ tiếp tục tăng vốn chủ sở hữu đến năm 2018 đạt 26.576 tỷ đồng bao gồm từ các nguồn: (1) Tiền thu được từ phát hành lần đầu 25% vốn điều lệ năm 2014; (2) Phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu năm 2015 khoảng 4.000 tỷ đồng; (3) Phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu năm 2016 khoảng 4.500 tỷ đồng, giảm tỷ lệ sở hữu của Nhà nước xuống còn 65%.

## **Cơ hội từ phát triển kinh tế, hội nhập của Việt Nam và tăng trưởng của Ngành du lịch**

Sự phục hồi kinh tế kéo theo hoạt động giao thương và nhu cầu du lịch tăng trưởng là yếu tố thúc đẩy cho ngành hàng không nói chung và Vietnam Airlines nói riêng. Mặc dù nền kinh tế toàn cầu còn nhiều bất ổn tuy nhiên theo dự báo gần đây về tăng trưởng toàn cầu của IMF, năm 2014 vẫn duy trì tương đương năm 2013 ở mức 3,3% và đạt mức 3,8% cho năm 2015. Do đó, hoạt động giao thương và du lịch sẽ tiếp tục tăng trưởng và xu hướng tiếp tục dịch chuyển về khu vực Châu Á. Năm 2013, lượng khách du lịch đến khu vực Châu Á tăng 6,2% so với 2012 trong đó khu vực Đông Nam Á ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất với 10,5% (theo báo cáo của UNWTO – tổ chức du lịch thế giới thuộc Liên hiệp quốc). Tỷ trọng khách đến khu vực Châu Á, cụ thể là Đông Nam Á trong thời gian tới sẽ tiếp tục tăng vì đây là khu vực tập trung nhiều quốc gia có tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và có những điểm du lịch hấp dẫn. Dự kiến đến 2020, khu vực Đông Nam Á sẽ đón tiếp khoảng 125 triệu lượt khách tăng gần gấp đôi so với mức 84,2 triệu lượt khách của năm 2013. Đối với du lịch Việt Nam, là quốc gia nằm trong khu vực Đông Nam Á, ngành du lịch nước ta cũng tăng trưởng khá tốt trong thời gian qua. Theo đánh giá của BMI, lượng khách du lịch đến Việt Nam (inbound) và khách đi du lịch nước ngoài (outbound) tăng trưởng bình quân lần lượt 5,3% và 11,4% trong giai đoạn 2014 – 2018. Với mức tiềm năng của ngành du lịch và nhu cầu giao thương lớn sẽ tạo ra cơ hội không nhỏ cho ngành hàng không phát triển.

Bên cạnh nguồn khách du lịch và giao thương kinh tế, Việt Nam với đội hình tàu bay so với dân số đang còn thấp, tỷ lệ sử dụng dịch vụ hàng không của người dân vẫn còn khá thấp so với mặt bằng khu vực và thu nhập bình quân đầu người tăng sẽ là những yếu tố thúc đẩy sự phát triển của ngành hàng không. Do đó, Vietnam Airlines với vai trò là một doanh nghiệp chi phối thị trường hàng không nội địa và có mạng đường bay trong khu vực mạnh sẽ có tiềm năng tăng trưởng cao.

## **Các rủi ro cần lưu ý**

Đối với hoạt động kinh doanh của Việt Nam Airlines bên cạnh những rủi ro khách quan như hạ tầng cảng hàng không còn yếu gây hạn chế cho việc phát triển đội bay và mạng đường bay; hay các rủi ro đặc thù ngành như biến động giá nguyên liệu và biến động tỷ giá, Vietnam Airlines còn phải đối mặt với những rủi ro đáng chú ý như:

### **Cạnh tranh ngày càng tăng**

Xu hướng hội nhập và chính sách mở cửa nền kinh tế đang tạo điều kiện cho nhiều hãng hàng không tư nhân và liên doanh hình thành và phát triển ở thị trường Việt Nam. Bên cạnh đó, sự phát triển nhanh của mô hình hàng không giá rẻ cũng đang đe dọa thị phần của các hãng hàng không truyền thống.

Sự hấp dẫn của thị trường hàng không Châu Á và chính sách mở cửa bầu trời tại Asean sẽ kéo thêm nhiều hãng hàng không trong khu vực Châu Á và các khu vực khác như Trung Đông tham gia khai thác trên thị trường Việt Nam dẫn đến cạnh tranh sẽ ngày càng mạnh.

Tốc độ tăng vốn nhanh và mạnh để đáp ứng nhu cầu phát triển đội bay của Vietnam Airlines đang đặt ra một thách thức không nhỏ cho quá trình cải thiện hoạt động kinh doanh của Công ty sau khi cổ phần hóa. Trong những năm vừa qua, mặc dù doanh thu của Vietnam Airlines tăng trưởng khá tốt bình quân 14% (ngoại trừ năm 2013 chỉ tăng 6%) nhưng lợi nhuận lại suy giảm và phần lớn đến từ các công ty con, còn lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ khá khiêm tốn. Sau cổ phần hóa việc cải thiện hoạt động kinh doanh trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt cùng lúc với việc tăng vốn sẽ tạo ra áp lực lớn cho Vietnam Airlines.

## Nhận định của BVSC

- ❑ Năm 2014, Vietnam Airlines (công ty mẹ) đặt kế hoạch doanh thu là 55.835 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế khoảng 335 tỷ đồng, lần lượt tăng 6,4% và 127% so với 2013. Tuy nhiên, nhìn vào kết quả kinh doanh 6 tháng/2014, lợi nhuận sau thuế công ty mẹ chỉ đạt khoảng 108 tỷ đồng, mục tiêu lợi nhuận 335 tỷ đồng sẽ khó đạt được cho dù 6 tháng cuối năm Vietnam Airlines có thuận lợi khi giá nhiên liệu giảm.
- ❑ Nhìn chung, hiệu quả hoạt động của Vietnam Airlines trong các năm qua đều ở mức khá thấp do tác động của nguyên nhân lớn nhất là chi phí nguyên liệu. Trong ngắn hạn Công ty đang được hỗ trợ bởi giá dầu đã giảm mạnh và có thể duy trì ở mức thấp cho năm 2015. Theo Ban lãnh đạo Công ty đánh giá, nếu giá nhiên liệu cho máy bay duy trì mức 105 usd/thùng thì chi phí nhiên liệu sẽ giảm còn 31% (so với mức 38% hiện nay), điều này sẽ tác động rất tích cực đến lợi nhuận cho năm 2015. Ngoài ra, tính biến động của giá nhiên liệu lên hoạt động kinh doanh của Vietnam Airlines trong thời gian tới cũng đang được hạn chế phần nào nhờ các giải pháp như phát triển, thay thế đội tàu bay để giảm hao phí nhiên liệu và bảo hiểm giá nguyên liệu. Chúng tôi khá lạc quan về khả năng cải thiện hiệu quả hoạt động của Vietnam Airlines sau cổ phần hóa cùng với mức tăng doanh thu 16,7%/năm đoạn 2014 – 2018, lợi nhuận sẽ có mức tăng mạnh trong tương lai.
- ❑ Tại mức giá khởi điểm 22.300 đồng/CP, Vietnam Airlines đang có P/B và P/E lần lượt là 1,97x và 78,52x. So với bình quân khu vực PE của Vietnam Airlines khá cao tuy nhiên P/B thấp so với bình quân PB của khu vực là 8,75x. Với những lợi thế hiện có của Vietnam Airlines như chúng tôi đánh giá ở trên, mức PE và PB hiện tại sẽ được cải thiện nhiều trong tương lai, do đó chúng tôi đánh giá cổ phiếu của Vietnam Airlines sẽ một khoản đầu tư phù hợp cho mục tiêu đầu tư dài hạn khoảng 3 – 5 năm. Một điểm cần lưu ý đối với cổ phiếu của Công ty là tỷ lệ sở hữu của Nhà nước sau cổ phần hóa vẫn còn khá cao (đến năm 2018 nhà nước vẫn nắm giữ 65%) và số lượng cổ phiếu tự do chuyển nhượng cũng ở mức thấp sẽ ảnh hưởng tới tính thanh khoản của cổ phiếu.



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999