

企業レポート・

ベトナム航空





免責事項

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。

“

私たちは、カンボジア、ラオス、ミャンマーとベトナムを含むメコンデルタの諸国地域における強力な経済力と高い位置とベトナム航空輸送業界のリーディング企業になるために努力しています。確立されたインフラと高度な専門的能力を身に付けることで、我々は東南アジアにおける優秀な航空企業のトップにランクインしようと努力しております。私たちは、国の国際関係の橋渡しをしたいし、経営の効率化、国家安全保障のための信頼できる予備力として機能することによってベトナムの社会経済発展に大きく貢献したい。

—ベトナム航空の株式化計画

”

目次

投資ハイライト	4
ベトナム航空業界見通し	8
ベトナム航空の概要	15
企業財務	24
業績見通し	32

投資ハイライト

ベトナム航空業界は、強力なダイナミクスで急速な成長を経験している。

ベトナム航空業界は世界航空業界の回復の最初の兆候の恩恵を受け、世界の最もダイナミックな地域に位置している。

繁栄する観光産業、外国直接投資の資本流入からの収益、急速な人口増加と特に中所得階級で所得が改善されていることは、航空輸送業界の主要な成長要因である。

ベトナム航空は、規模の経済と強力なバリューチェーンという利点を有し、世界金融危機の期間も、利益を維持することができた数少ない航空会社の一つである。同社は規模と売上高を拡大し、操業効率を向上している。私たちは、今回のIPOがベトナム航空の繁栄にとって、非常に重要な後押しになるだろうと考えている。

1 ベトナム航空は、有形資産及び無形資産の両方において、多くの顕著な利点を有しており、それらは、新しい航空機団、速い減価償却費、大規模な路線網、国際空港での発着枠、プロフェッショナルな従業員や名高いブランドなどである。

2 2014年～2018年の5年間におけるベトナム航空の事業計画は、主要市場の急速な需要の成長の見通しの下、経営の効率改善を強調している。

3 関連各社は、航空業界において、効率的な経営を行ってきた。

新規株式公開(IPO)後、業績を向上させる目標の下、更に財務力、運用と管理を強化するために、ベトナム航空は、他の航空企業、金融機関等の戦略的パートナーに資本の20%をIPOにより売却する。

私たちはベトナム航空株式を評価するために、調整済み EV/EBITDAR の評価方法を使用している。合理的な株価は1株当たり23,412VNDである。



ベトナム空港の紹介

ベトナム空港の紹介

会社名(ベトナム語)

会社名(英語)

略称

住所

Tel

Fax

Website

資本金

事業内容

業界

ベトナム航空

Vietnam Airlines Company Limited

Vietnam Airlines

200 Nguyen Son, Long Bien, Ha Noi

+84.4.38272289

+84.4.38722375

www.vietnamairlines.com

10兆160億ドン(2013年12月31日 現在)

航空輸送、運用サポート及びその他のサービス、
空港

IPOの紹介

額面価格

1万ドン

発行予定株数

4,9009,008株

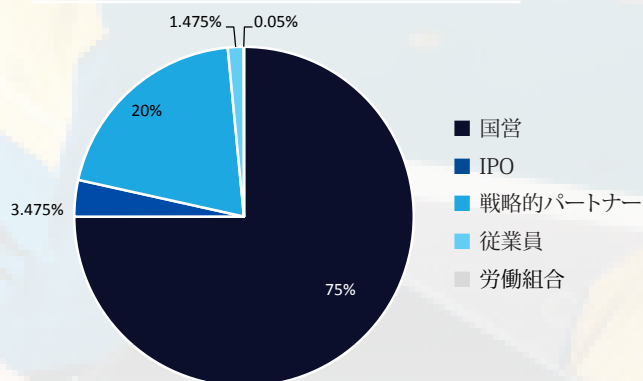
最低公募価格

22,300 ドン/株

発行比率

3.475%

IPO実施後株主構成



主要な財務指標
(10億ドン)

	2010	2011	2012	2013
売上高	35,342	44,528	49,142	52,460
前年同期比	53.25%	25.99%	10.36%	6.75%
総資産	38,514	48,546	55,500	59,336
資本金	8,445	8,267	9,292	10,016
売上総利益	4,875	3,430	4,134	5,548
税引後利益	314	37	138	147
前年同期比	133.29%	-88.35%	277.51%	6.52%
売上総利益率	13.79%	7.70%	8.41%	10.58%
ROE	3.72%	0.44%	1.49%	1.47%
ROA	0.82%	0.08%	0.25%	0.25%

沿革

01/1956	民間航空局がベトナム政府によって設立される。
09/1956	初の国内線フライトが行われる。
27/05/1995	ベトナム航空株式会社はベトナム航空と航空会社20社が合併して設立された。
20/10/2002	ゴールデンロータスの新しいシンボルを導入
04/04/2003	親社・子会社のモデルに再編成
12/2006	国際航空運送協会(IATA)の正式なメンバーになる
10/06/2010	グローバルな航空アライアンス・スカイチームの第10番目のメンバーになる
23/06/2010	ベトナム航空は100%国有の有限会社に形態変更された。



業界見通し

ベトナム航空業界は将来に向けて、力強い成長を遂げるであろう。その要因は以下の通り：(1)グローバル航空業界の回復の兆し(2)ベトナムが、ダイナミックな航空市場にあるという立地の有利さ(3)投資と観光の急速な成長(4)ベトナムにおける生活水準の向上

グローバル航空業界の回復

成長

グローバル航空業界は、2009年の経済低迷の後、成長の機会を見出している。グローバル航空業界の2013年売上高は前年比4.3%増の7,080億ドル、全世界の国内総生産（GDP）の1%を占めた。利益は2012年比で2倍となり、129億ドルに達した。ベトナムはまた、世界第2位の成長率を持つ航空運輸市場に位置することから恩恵を受けている。

グローバル航空業界の利益と売上高の成長、



ヨーロッパや北米の航空

これらの市場は、ベトナム航空に対し長期的な戦略的ルー

北米—潜在的市場

2013年のデータによれば、北米市場は、航空機数、GDP(世界のGDPの25%)、一人当たりGDP(50,000USD)が、ともに世界最大で、多くの成長潜在を持つ。

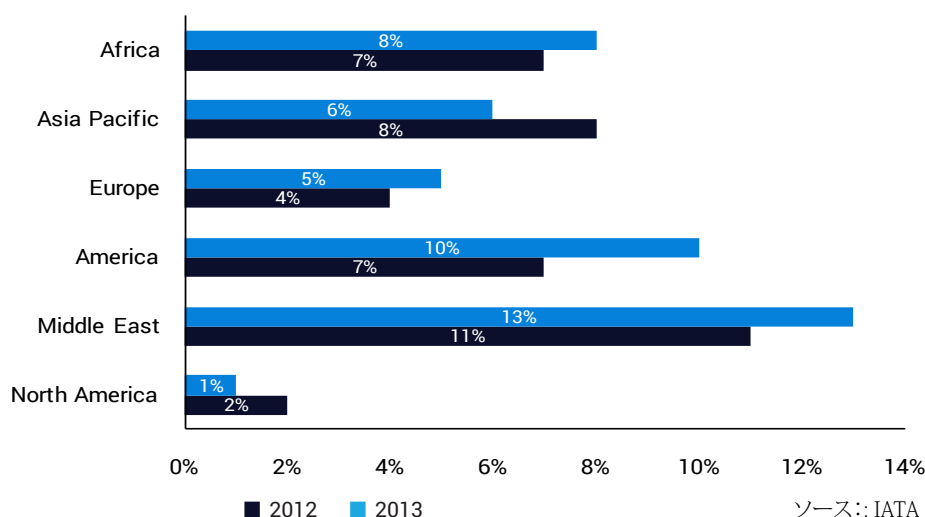
びフランス、イギリス、ドイツ、ロシアからの観光客(ベトナムへの旅行客の70%を占める)だ。文化と経済活動の面で花開くベトナム - ヨーロッパの関係は、この市場の成長を促進すると期待される。

ベトナム航空は太平洋路線網を開発するために SGN - LAX ルートを2016年に開設する計画である。

ヨーロッパ - 高需要市場

このルートの主な顧客は海外に住んでいるベトナム人(現在、欧州諸国に住んで、働いているベトナム人の数は約50万~60万人)及

グローバル航空市場の成長率、



アジア太平洋 一力強い成長市場

アジア太平洋地域は、世界第2位の利益を上げる市場でありながら、非常に高い成長率を維持している。

見込み市場

アジア太平洋地域の成長率は2013年、中東市場に次ぐ第2位で、7.6%に達した。同市場の2013年の純利益合計は北米市場を次ぐ第2位で、32億ドルに達した。多くのアジア航空企業は、新しい飛行機を追加購入し、新たなルートと空港を追加建設することを通じて、輸送容量を増やしている。2014年～2020年の期間において、競争が激しくなると予想される。

北東アジア - 主な収入源

ベトナムへの外国直接投資の大部分を占めている北東アジア諸国とベトナムの経済関係は、繁栄している。

日本、韓国、中国、香港、台湾を含むこれらのルートは、ベトナム航空の国際輸送容量の46.35%を占めている。現在、27路線、14の目的地、週当たり128便と、ベトナム・北東アジア間のルートにおいて、ベトナム航空は、最大の市場シェアを占めている。

ベトナム航空は、効率・競争力・サービス品質を向上し、ワイドボディ航空機を使用し、飛行頻度を増加させることによって同市場の開拓を強化する。

東南アジア・急成長市場

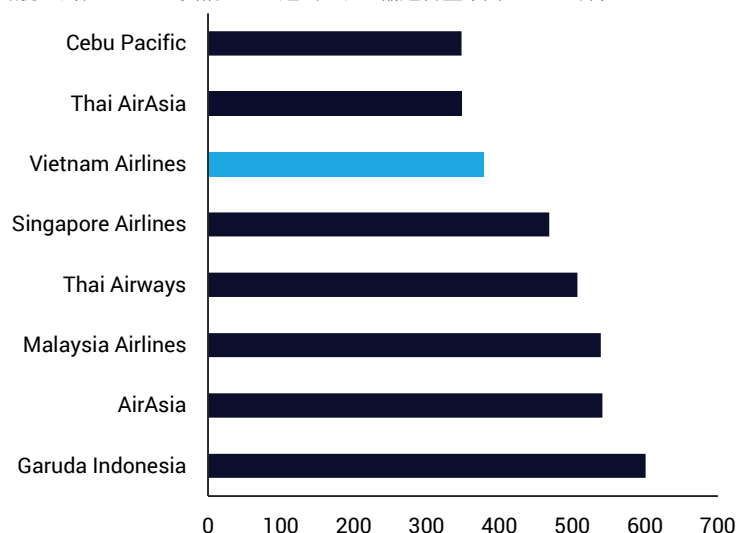
東南アジア市場は世界的にみても最高の成長率となっている。CAPAとInnovataによると、2012年4月～2013年10月における同市場の成長率は470万席/週から560万席/週へとわずか18ヶ月で20%増となった。

東南アジアの路線ネットワークは2013年には、ベトナム航空の国際線旅客数の21.94%を占めた。同社は、同地域における航空輸送の5%を供給して、7路線とタイ、シンガポール、マレーシア、インドネシアを含む、4目的地(週間の当たり99～102便)を運営している。

オーストラリア

オーストラリアの乗客数は安定的に10%ずつ成長している。ベトナム航空は、オーストラリアとベトナム間の直行ルートを持つ唯一の航空会社である。しかし、ベトナム航空はシンガポール航空、タイ航空、マレーシア航空等

各航空会社によって供給される週当たりの輸送容量(単位:1000席)



ソース: CAPA

の直行ルートではないが品質の高い路線を持つ航空会社と競合し続けている。

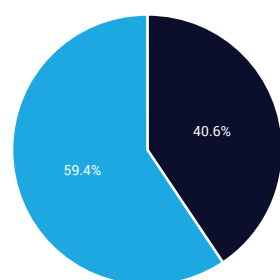
カンボジア・ラオス・ミャンマー・ベトナム

この市場は力強い成長をしている。2012年4月～2013年10月におけるラオス市場、カンボジア市場及びミャンマー市場の成長率はそれぞれ、27%、27%と76.8%だった。CAPAによると、現在の時点まで、カンボジアの国際航空運輸市場のシェアはベトナム航空が13.3%、Cambodia Angkor Air（ベトナム航空の連結会社）が16.3%である。ベトナム航空は、ビエンチャン（Vientiane）、ルアンパバーン（Luang Prabang）（ラオス）、プノンペン（Phnom Penh）、シェムリアップ（Siem Riep）（カンボジア）、ヤンゴン（Yangon）（ミャンマー）等で、8路線・5目的地というこ

の市場における主要航空会社としての地位を維持している。飛行頻度は、週当たり81フライト以上である。

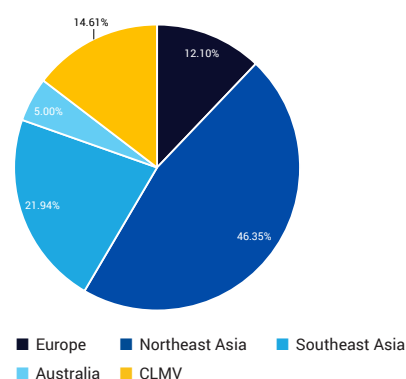
ベトナム航空は、第二位に大きく差をつけて、最大の国際線市場シェアを保持してい

ベトナム航空の国際輸送の市場シェア



■ Vietnam Airlines

ベトナム航空の国際輸送の収入構造



■ Europe ■ Northeast Asia ■ Southeast Asia
■ Australia ■ CLMV

ソース：CAPA

ソース：Vietnam Airlines

国内市場の見通し

国内市場は、観光や大きな人口などの多くのサポート要素のおかげで、成長が加速する期間が続いている。

国内市場は、観光や大きな人口などの多くのサポート要素のおかげで、成長が加速する期間が続いている。

2013年に、ベトナム航空は2,070万人の乗客(前年同期比18.2%増)と221,000 t(前年同期比11%増)の貨物を輸送した。この成長率は、アジア太平洋市場の乗客輸送5.3%増、貨物輸送1%減に比べて非常に高いものである。

当社は、国内市場は多くの成長ポテンシャルを持っていると信じている。国内市場は、2014年～2018年の期間において、年率15%で成長し、2018年には、乗客数は2,880万人に達すると期待されている。急成長中の観光産業、直接投資活動、および膨大な人口は、航空業界に好影響をもたらす誘因となるだろう。

成長誘因

ベトナム観光業界は加速的成長を経験している。2009年の景気低迷期を除いて、観光業界の収入と観光客の数は、それぞれ年間平均22%、10.57%の成長率で一貫して増加している。

ベトナムは、膨大な人口を抱え、一人当たりの平均所得が増加している。国際通貨基金(IMF)による向こう5年間の予測によると、ベトナムの人口の年間平均成長率は1.05%、地域における第3位にランキングしていると予測されている。2013年、ベトナム人の一人当たりの平均所得は1,960ドル、5年間で6.5%上昇すると期待されている。

外国直接投資は以下の要素に基づいて、今後数年で安定した成長を維持する可能性が高い。(1)政府による、低インフレと為替レートの安定へのコミットメント(2)中国からの外国直接投資資金のシフトによって恩恵を受ける可能性(3)今後数年でFTAとTPP協定が締結される見通し

ベトナム航空の地位

国内市場において、ベトナム航空は、ジェットスター・パシフィック航空とのデュアルブランド戦略によって、大きな優位を得ている。

ベトナム航空業界における観光からの収益(単位:1兆ドン)と成長率



ソース:ベトナム民間空港局

ベトナム航空は、デュアルブランド戦略を優先する。その中で、ベトナム航空は中位・高所得者層を対象とする一方、ジェットスター・パシフィックは、低所得者層に焦点を当てる。

2008～2013年の期間：

- 乗客と荷物輸送の平均市場シェアは73.52%だった。国内線旅客輸送の成長率は平均10.76%だった。
- ベトナム航空の貨物輸送シェアは業界のほぼすべての市場シェアを占めた。5年間における平均シェアはほぼ90%に達し、年間平均国内貨物輸送の成長率は5.6%であった。

ベトナム航空の戦略は国内市場シェアの70～72%を維持するために、ジェットスター・パシフィックと緊密に協力することだ。

ベトナム航空は、国内市場で競争圧力に苦しんでいる。ベトナム民間航空局によると、ベトジェットエアの2013年の乗客は320万人（2012年に比べて3倍増加）で、国内市場シェアは26.1%に達する中、ジェットスター・パシフィック航空（LCC）は市場シェアは15.2%に留まった。

	路線	目的地
2008	27	19
2009	31	20
2010	35	20
2011	37	20
2012	38	20
2013	39	21

ベトナム航空

ベトナム航空は、国内市場シェア51.8%のベトナムの国営航空会社である。2013年には、39の国内路線と52の国際路線で操業し1,500万人の乗客と184,606 t の貨物を輸送した。事業規模は、東南アジア地域における他の航空会社に比べて大きい。ベトナム航空のビジネスモデルは、(1)フルサービス航空部門(2)LCC部門(子会社のジェットスター・パシフィックを通じて)。

フルサービス航空部門では、ベトナム航空の目標は、2015年～2016年までに、4つ星航空会社のブランドイメージを獲得することである。ベトナム航空は国際民間航空機関(ICAO)、国際航空運送協会(IATA)とスカイチームアライアンスのメンバーとして、グローバルに運営されている。



急速な成長

世界で最もダイナミックな地域の一つであるアジアで、他のアジアの航空会社に比較して、ベトナム航空は平均以上の成長率を維持している。

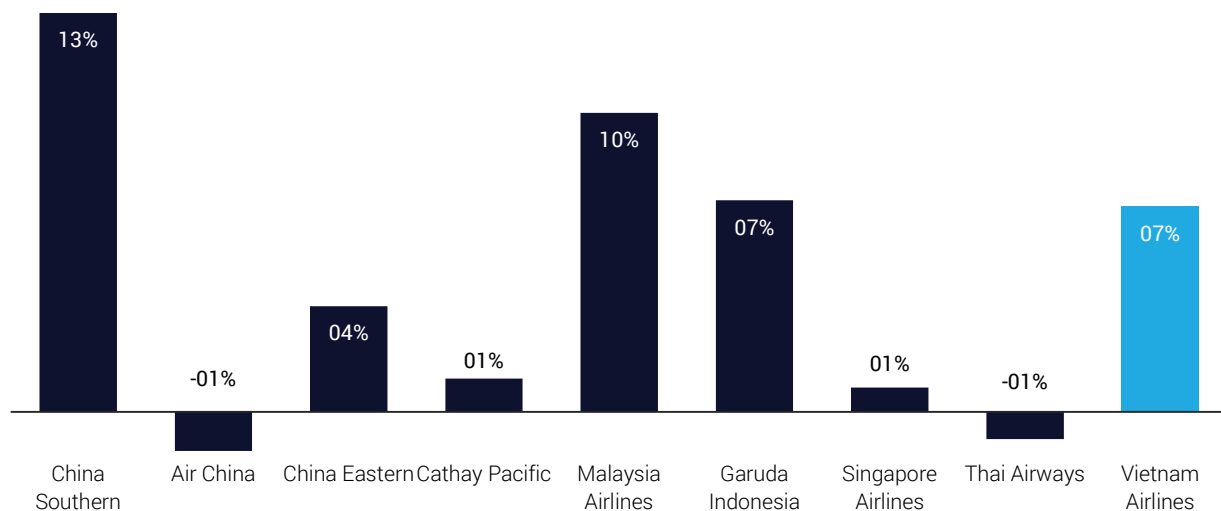
収益及び利益

2008年～2013年の期間における年間平均収益成長率は、15.8%であり、アジアで最も高い。新たな航路での操業や航空輸送需要の回復の結果である。

ベトナム航空の収益の大部分は(1)旅客と手荷物運送、(2)貨物輸送、(3)航空輸送補助サービス及び(4)財務投資から来ている。

2008年～2013年の期間における売上総利益率は10.66%であったが、これは、燃料(ジェットA1)、修理やメンテナンスなど、ベトナム航空の子会社および関連会社を通じて、効率的な入力管理が奏功したためである...

2013年における航空会社の売上高の成長率



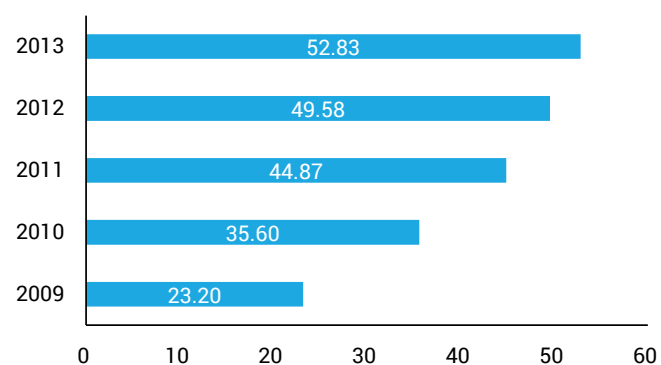
ソース：空港企業らの財務諸表、BSC

旅客と手荷物運送

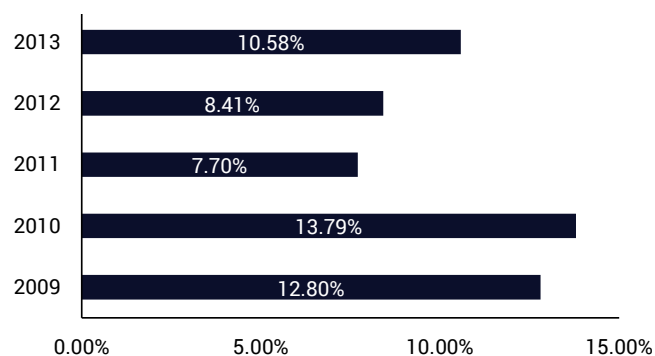
これがベトナム航空の主な収入である。2013年には、同事業からの売上高は前年比5%増の454億700万ドンに達し、総売上高の86%を占めた。

ベトナム航空は、市場シェアの51.8%を占めている。具体的には、ベトナム航空は国内線の63.2%、国際線の40.6%を占めている。国際部門は、特に同事業の旅客売上高の66%に貢献した。

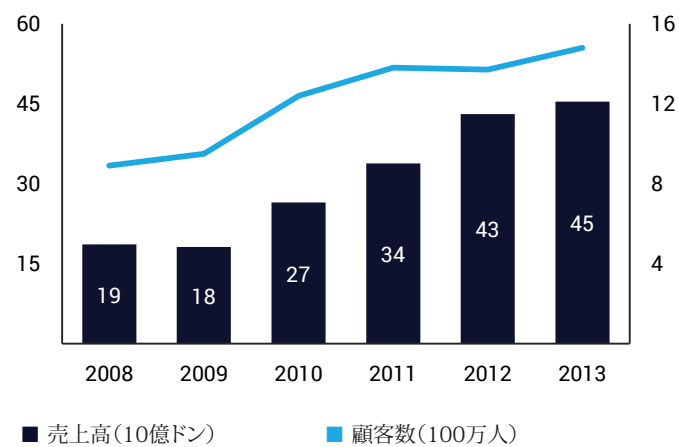
2009年～2013年におけるベトナム航空の売上高(単位:10億ドン)



2009年～2013年におけるベトナム航空の利益率



売上高と輸送した顧客数



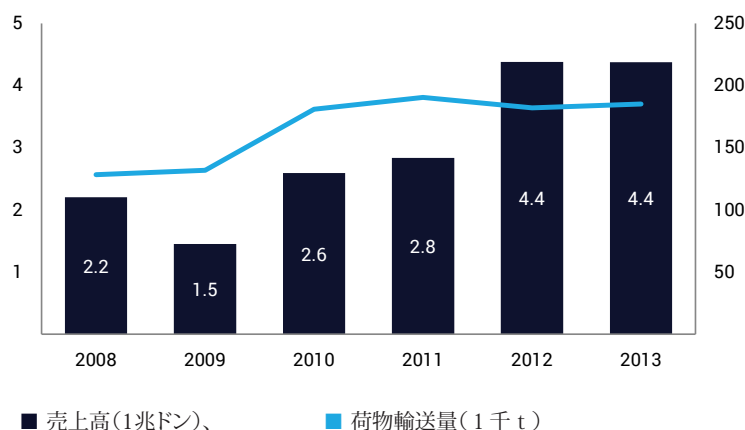
ソース:ベトナム航空

貨物輸送

この事業は、2013年にベトナム航空の総収益の8%に達する貢献を行った。

2013年における売上高は前年比小幅増加の4兆3,770億ドンであった。総市場シェアは、29%であり、そのうち、国内市場の75%と国際市場の17%である。

国際部門は同事業の売上高の78%という圧倒的な割合で貢献した。当社は、同事業が、今後数年間に大きな成長の潜在力があると信じている。



ソース:ベトナム航空

ベトナム航空のサプライチェーン



価値のある資産

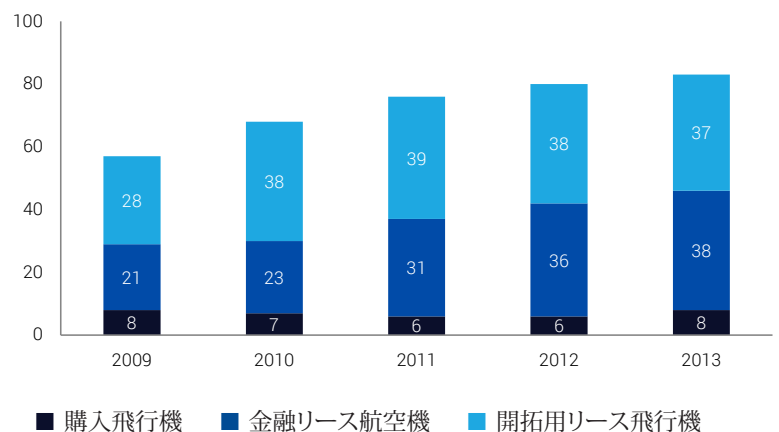
ベトナム航空は、機齢の若い航空機団、急速な減価償却、大規模な路線網、国際空港で発着枠、プロフェッショナルな従業員、ブランド力等の有形及び無形の資産の両方で、多数の大きな優位を保持している。当社は、現在報告されている簿価が、ベトナム航空の資産の公正価値を

機齢の若い航空機団

2013年12月31日の時点で、ベトナム航空は、同社が購入した航空機8機(エアバス321型3機、ATR 72型3機、フォッカー70型2機)、ファイナンスリースの航空機38機(ボーイング777型4機、エアバス321型28機、ATR 72 型6機)、オペレーティングリースの航空機37機(ボーイング777型6機、エアバス321型17機、エアバス320型9機、ATR 72 型5機)の計83航空機を保有していた。詳細は以下の通り。:

- 280席～300席のボーイング777型10機及びエアバス330型9機はヨーロッパ、オーストラリア、及び一部の北東アジア都市へ長距離フライトに使用されている。
- 150席～180席のエアバス321型48機は、東南アジア、北東アジアの国内及び国際路線で使用されている。
- 70席のフォッカー70型2機及びATR72型14機は、国内及び短距離フライトで使用されている。

2009年～2013年における航空機構成



ソース:ベトナム航空

急速な減価償却

当社は、現時点で簿価は急速な減価償却方式によりベトナム航空の資産の公正価値を反映していないと信じている。

- 機齢が若い航空機：航空機の平均齢は5.34年で、地域の他の航空会社よりも大幅に若い。
- 急速な減価償却：ベトナム航空の会計方針により、減価償却の期間は12-15年間であり、業界平均減価償却の期間は約15～20年間である。

路線ネットワークと国際空港での発着枠

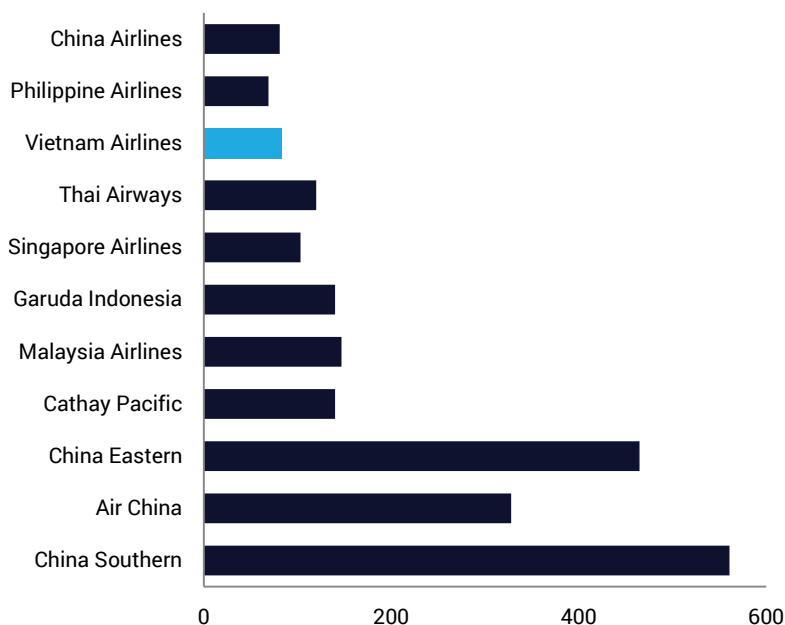
ベトナム航空は、国内で最も包括的な路線網を持っています。52国際路線と39国内路線を含むベトナム航空の路線ネットワークは同社の金銭で評価されていないが高い価値のある資産です。ベトナム航空の国内路線の明細は以下の通り。

- ハノイ、ホーチミン、ダナンという主要なハブを結ぶ路線;
- ハノイ⇄カントー、ホーチミン⇄ハイフォン、ホーチミン⇄ビンの二次的なハブを結ぶ路線
- フエ、ニャチャン、フーコック、ダラット、コンダオ等の観光地への路線
- クアンビン、クイニョン、テイグエン等の地方への路線

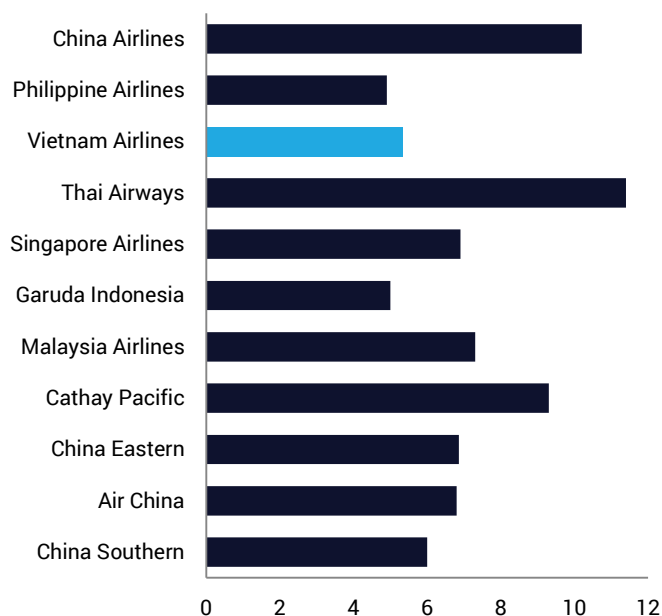
現在、ベトナム航空は、29の国際空港での400の発着枠を有している。その多くは、成田空港、羽田空港(日本)、上海空港、香港空港、広州空港、北京空港(中国)、シャルル・ド・ゴール空港(フランス)などの発着許可が得にくい離発着頻度が高い空港である。...

国内路線を向上させる戦略が有効であることは証明されている。2014年～2018年の期間におけるベトナム航空は国際的なネットワー

アジアの航空会社における航空機数(機)



アジアにおけるフルサービス航空会社の平均機齢(年)



ソース:BSC

路線ネットワーク、発着枠と労働力はベトナム航空の重要な無形資産である。

久、特に北東アジアなどの効率の良い国際路線を拡大する計画である。

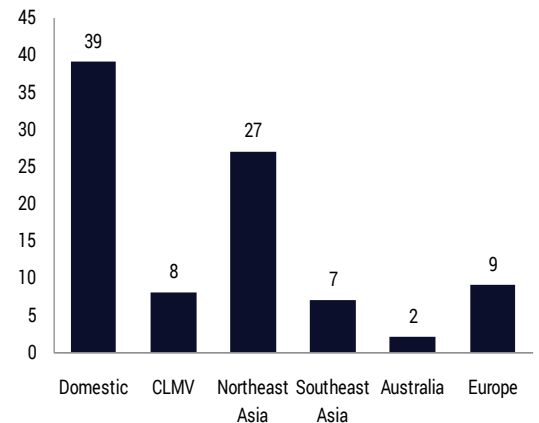
価値あるブランド力

ベトナム航空というブランド名は、国際航空業界において名誉ある強い立場を保持するひとつの貴重な資産である。同社の社長兼最高経営責任者(CEO)は、現在、IATA協会のボードメンバーである。ベトナム航空は、マレーシア航空やガルーダ航空に先んじて、東南アジアにおいてスカイチームに参加した最初の企業である。

若くプロフェッショナルな従業員

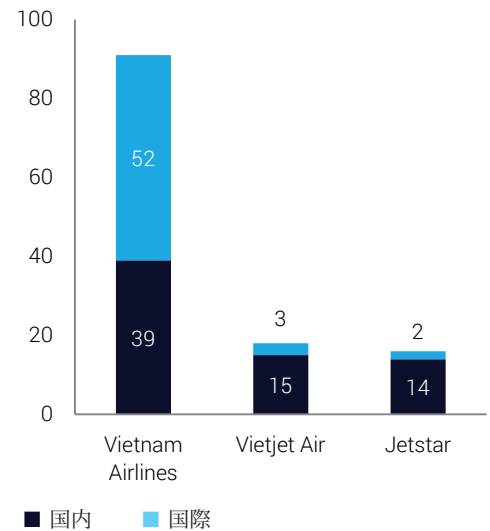
従業員は平均的に若い。従業員の75.9%であり、45歳以下のは、約半分が30歳以下である。大学および大学院卒の従業員の割合は45.8%である。上級管理従業員は航空業界について確かな専門知識を持つ一方、技術スタッフ、キャビンアテンダント、パイロットなどの専門的な航空スタッフは定期的な職業訓練を受けている。

路線構造



ソース:ベトナム航空

ベトナム航空の路線数



ソース:BSC

5年間にける戦略計画は、効

当社は、2014年～2018年の期間における戦略的計画を満たすために、輸送能力が大幅に改善するものと考えている。効率性を示す各種指数は、2018年までに地域における他の航空会社の平均水準に近づくであろう。

新ワイドボディ旅客機を買収

ベトナム航空は、2018年までに116航空機に航空機団を拡大する計画である。具体的には、ワイドボディ航空機数を19から38に引き上げる。内訳は、A321型7機、B787-9型19機、A350型12機である。

787ボーイング型機やA350型機を導入することで、ベトナム航空は、航空機団全体の平均的操業効率を高める。

効率性の高いルートにおける飛行頻度の引き上げ(国内及び国際市場)

ベトナム航空は、輸送頻度を引き上げて、北東アジア及び東南アジア及びヨーロッパへのフライト(1日当たり2便)の操業効率を改善すべく努力する。国内市場では、ベトナム航空は主要航路のフライト頻度を増加させる。

サービス品質を向上し、顧客構造を改善

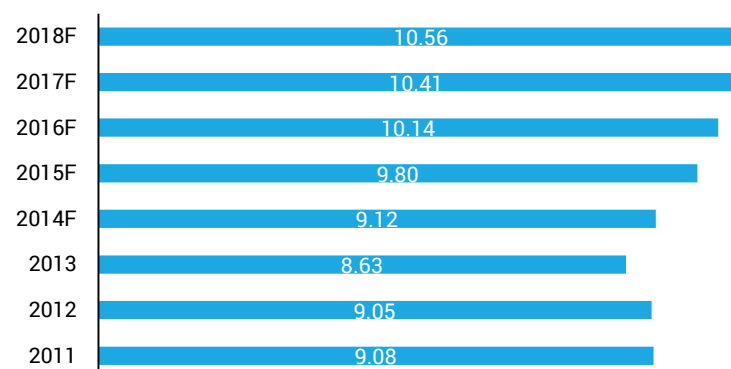
ベトナム航空は、2015年～2016年に4つ星の水準を獲得することを目指す。現在、いくつかの指標では、すでに4つ星や5つ星にランクされている。この高い水準は、ベトナム航空の顧客構造を改善して、旅客一人当たりの収益を引き上げることが期待される。

スカイチームメンバーや他の航空会社との提携を強化

コードシェア、SPA及びインターラインなど、いくつかの協力方法がある。そのようにして、ベトナム航空は、ビジネス上の関係を広げ、サービスを多様化し、輸送上の生産性と平均運賃を引き上げることができるだろう。

ベトナム航空は、2014年～2018年の5年間計画を実施し、ASEAN地域においてトップの航空会社になることを目指している。

Projected average block hour of Vietnam Airlines (hour/day/aircraft)

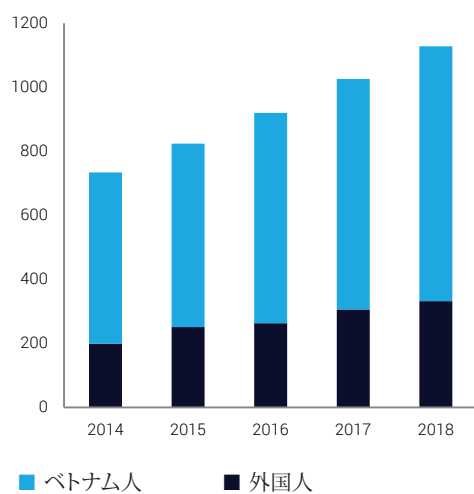


スカイチームの枠組みの中では、ベトナム航空は、コードシェアを通じて、路線網を広げること、徐々に新たな市場へ参入し、サービス品質を国際的水準へ引き上げることが可能になるだろう。また、ベトナム航空は、スカイチームのメンバー各社の強みを活かして、投資・購買・乗組員・運行計画等で多面的な協力関係が可能になるだろう。

パイロットの大半がベトナム人であることによる大幅なコスト節減

パイロットは、ベトナム航空の労働力で最重要な部分である。B787、A350等の次世代航空機を導入すると、その重要性はさらに高まっている。

ベトナム航空のパイロット構造



ソース:ベトナム航空

ベトナム航空は、2014年～2018年の期間において、ベトナム人パイロットの比率を70%以上に維持する予定である。パイロットの給与は全人件費の72%を占めていることにより、ベトナム人パイロットの比率を上げることでベトナム航空のコスト節減となる。





財務分析

2013年12月31日現在、ベトナム航空は26のグループ各社を抱えており、その内訳は、17の子会社と9の連結財務諸表持分法適用会社である。

企業財務の概要

我々の意見では、ベトナム航空の価値を導出するためには、単独及び連結の両方の財務諸表において、財務分析及び企業価値評価を行う必要がある。

具体的には、ベトナム航空の株式価値は、下記の通り事業活動及び資本投資から構成されている。:

- 親会社の業績
- 少数株主持分を控除した後の子会社の業績.
- 関連会社への投資及び他の長期投資活動からの利益.

我々の評価によると、ベトナム航空は健全な財務状況にある。2009年～2013年の期間では、資産/自己資本比率は、やや高かったが、私たちは、ベトナム航空の財務健全性はIPO後に、(1)収益性の改善に伴う売上成長及び(2) 資産の質、資本構成及び投資ポートフォリオの面で、改善され続けると信じている。

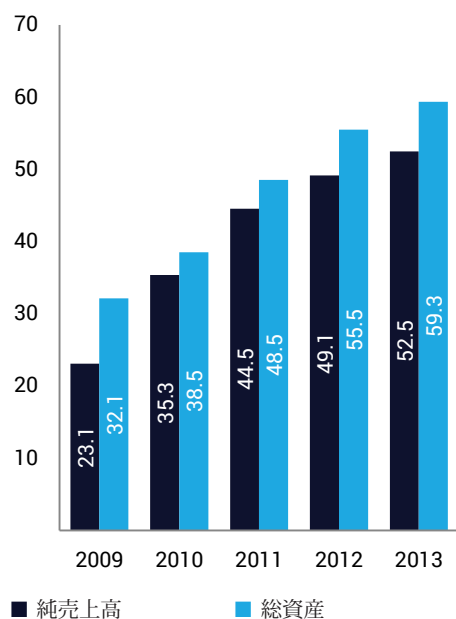
親会社の財務分析

ベトナム航空の単独財務諸表に関連して、我々は資産構成、資本、運営能力と収益性を含むいくつかの重要なポイントについて分析を行う。

資産

総資産は急成長し、非流動資産の割合は漸増する傾向がある。2009年～2013年の期間では、総資産の年平均成長率は16.57%に達した。

総資産及び純売上高

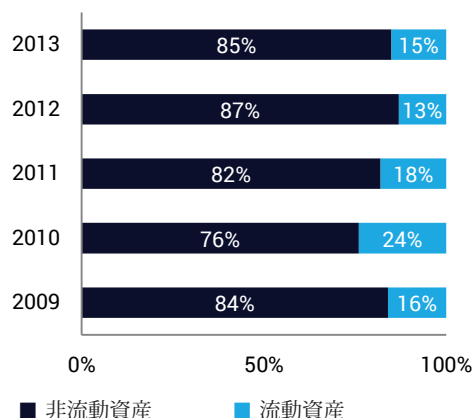


ソース: ベトナム航空

この期間中、ベトナム航空は57機(2009)から83機(2013)に航空機数を引き上げた。2013年12月31日現在、航空機/航空機エンジン(航空機/航空機エンジンの前払金を含む)は44兆5750億ドンで総資産の75.12%を占めている。航空機/航空機エンジンの価値の総資産に占める割合は、購入分が10.34%、ファイナンス・リースが47.59%となっている。

2013年12月31日現在、監査済財務諸表によると、ベトナム航空にはオペレーティング・リースされた空港機数が37機、ファイナンス・リースされた空港機数が38機、購入された空港機数が8機あった。

ベトナム航空の資産構成



ソース: ベトナム航空

資本構成

大規模な資産投資を必要とする航空業界の特性により、ベトナム航空の負債/自己資本比率は高レベルで、過去3年間で平均4.92であった。2013年12月31日現在、非流動性負債は37兆8,200億ドンだった。しかし、ベトナム航空の借入金利息への支払い能力は、依然高く、平均インタレスト・カバレッジ・レシオ(EBIT/支払利息)は1.11に達した。更に、ベトナム航空の金融費用は財務省が保証する長期的債務の低金利のおかげで、大幅に減少した。

金利については、長期借入金の金利は6ヶ月LIBORプラス0%～3.95%で、或いは年2.1%～4.86%で固定された。

ベトナム航空は財務省が保証する輸出信用ローン (長期的に低い資本コスト)を最適化している。

ドン、米ドル、ユーロ建て長期借入金、加重平均金利で、それぞれ年間6.2%、4.6%、2.1%だった。

運営活動比率

輸送サービスの提供前に現金を回収できたり、後払いでも構わない費用が存在するなどという航空業界の商習慣により、ベトナム航空は優れた資金回収サイクルを保持している。棚卸資産回転日数及び売上債権回転日数は低レベルで留まる一方、買掛金支払日数はかなり長い。他の短期及び長期の売掛金はほとんど航空機やエンジンなどの修繕や購入の契約の前払金で、2012年に売掛金の71.47%、2013年に69.47%を占めていた。

運営能力比率、決済能力比率は地域航空業界 比かなり良い。

2009年～2013年までの5年間では、平均流動比率及び平均当座比率はそれぞれ0.59、0.54で、新興アジアの他社の平均レベル(それぞれ0.52、0.36である)よりも良い。

	2010	2011	2012	2013
棚卸資産回転日数	5.84	3.99	3.05	2.69
売上債権回転日数	18.99	18.32	16.72	15.02
買掛金支払日数	46.99	47.13	50.00	57.52

売上高

売上高/総資産比率は地域の航空業界平均レベル(0.68)よりも高い0.90である。2009年～2013年までの期間では、売上高の年平均成長率が22.81%で、資産成長率(16.57%)を上回った。

売上高は国際線旅客事業の拡大により、急成長した。

航空機数の増加は効果をもたらし、運送係数は数年間で73.1%から79.3%へ漸増した。米ドル、ユーロ、日本円、豪ドル、韓国ウォンや人民元などの外貨建て収益は総収益の48.59%を占めている。

費用構成

ベトナム航空の利益率は7.7%(2011年)、8.41%(2012年)、10.58%(2013年)と大幅に改善した。コスト構成には、原材料及び燃料費、非流動資産の減価償却費、人件費、外注費などが含まれている。

原材料及び燃料費は総費用の大きな部分(約37%)を占めている。航空業界では、代替製品のない特別な燃料を使用することから、燃料価格の変動は、ベトナム航空の費用と収益性に大きな影響を与える。そのため、2009年以来、ベトナム航空は、信頼できる銀行と燃料価格ヘッジ契約を締結し、燃料費用の節約は2011年に1,490億ドン、2013年には650億ドン以上となった。

ベトナム航空の航空機の減価償却費は地域での他のフルサービス航空会社よりも大きかった。ベトナム航空の減価償却は、アジア市場の他社より速く、業界平均の15年より速い。資産減価償却期間は、ベトナム航空が12～15年間であるのに対して、中国国際航空と中国南方航空は15～20年間、シンガポール航空は15年間以上、マレーシア航空のは20年間以上、ガルーダ・インドネシア航空は18～22年間である。それゆえ、当社は、現在の利益水準が、実際の業績を完全には反映していないと考えている。

人件費:同社は、コスト節減及び労働生産性改善の施策を実施している。2009年～2013年の期間、乗客/スタッフ係数は1,661から1,840に上昇した。2013年の人件費は、3兆8,486億7,000万ドンであり、これは2012年の98.89%に相当する一方、サービス品質は顕著に高まった。低い人件費は、ベトナム航空の優位性であり、総費用のわずか7%に過ぎないのに対して、地域の他の航空会社では、総費用占める人件費は10%～15%となっている。

外注費:2013年には、外注費は23兆1,080億ドンに達し、2012年に比べて7.18%の増加であった。これは、主に、A321航空機3機と航空機エンジン2台のオペレーティング・リースでの新規導入による。他の費用(機内サービス、保険、旅客サービス及び販売サービス等)は2012年と比べてほぼ水準であった。

直近の3年間で、営業費用の伸びが抑えられたことで、ベトナム航空のROEは 2011年の0.44%から2013年の1.47%に増加した。

	2009		2010		2011		2012		2013	
	Giá trị	%	Giá trị	%	Giá trị	%	Giá trị	%	Giá trị	%
原材料費	8,336	36.89%	13,492	39.01%	17,716	39.34%	19,597	40.10%	20,351	39.68%
人件費	2,028	8.97%	2,720	7.86%	3,843	8.53%	3,892	7.96%	3,849	7.50%
非流動資産の減価償却費	1,560	6.90%	1,791	5.18%	2,171	4.82%	2,796	5.72%	3,419	6.67%
外注費	10,370	45.88%	16,177	46.77%	20,573	45.69%	21,559	44.12%	23,108	45.05%
他費用	306	1.35%	406	1.17%	726	1.61%	1,023	2.09%	567	1.11%
合計	22,601	100.00	34,587	100.00	45,028	100.00	48,867	100.00	51,294	100.00

連結財務諸表分析

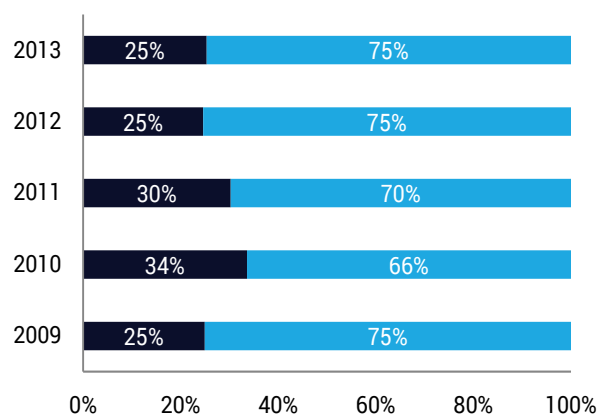
連結財務諸表はベトナム航空株式会社である親会社、その子会社及び関連会社の連結業績を反映している。

連結財務諸表はベトナム航空株式会社である親会社、その子会社及び関連会社の連結業績を反映している。

総資産

総資産は親会社の航空機隊整備計画により、順調に増加した。2009年～2013年の期間では、総資産は2013年に69兆6,440億ドンで、年平均成長率は18.41%に達した。

資産構成



2013年12月31日現在で、親会社の財務諸表と連結財務諸表の相違点は下記の通りである。(1)現金同等物の2兆4,000億ドンの相違は、そのうち2兆1,120億ドンがVinapcoの銀行預金として含まれているためだった。(2)棚卸資産の3兆7,270億の相違は、そのうち3兆1,880億ドンがVinapcoの棚卸資産として含まれているためだった。

最も重要な資産である航空機は、親会社によって保有されていることから、非流動資産の相違はわずかである。

長期借入金及び非流動負債

長期借入金及び非流動負債は資本構成の大部分を占め、親会社の運営活動に使用されていた。総負債/総資

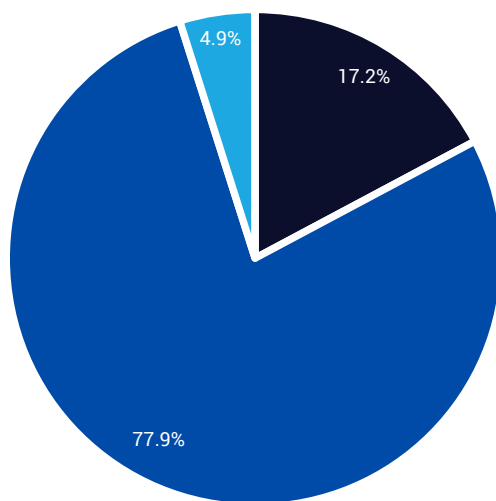
産比率は2009年の0.78から2013年に0.85に増加した。長期借入金及び非流動負債/総資産比率は航空機及び航空機エンジンのファイナンス・リースの増加により、0.57から0.62に増加した。

具体的には、航空機及び航空機エンジンのファイナンス・リースの増加による親会社の非流動負債を除いて、子会社と連結会社の長期借入金は少なかった。そのうち、ベトナム航空エンジニアリング会社(VAECO)の長期借入金はハンガーA76工場に使用された1,901億4,000万ドンだった。短期借入金及び流動負債に関しては、Vinapcoの分が連結財務諸表での短期貸付金の99.35%を占める5兆2,267億9,000万ドンであった。金利が年2～2.5%のドル建て無担保貸付金であり、主に燃料輸入の支払いに用いられた。

売上高

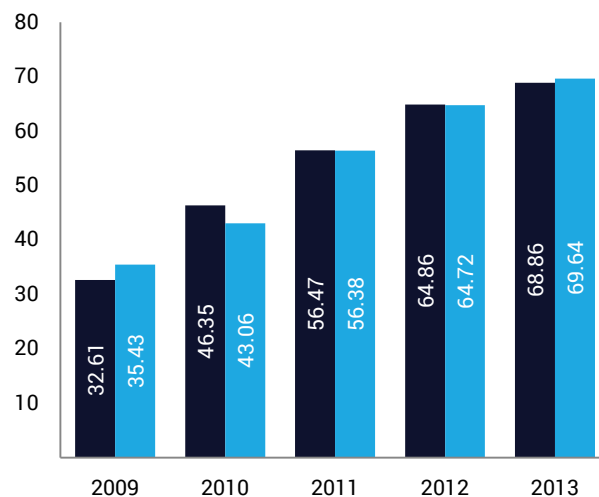
営業活動売上高は高い成長率を達成する一方、金融投資も良い結果を得た。2009年～2013年の期間において、18.41%増加した総資産に歩調を合わせて、純売上高も20.55%増加し、売上高/総資産比率は平均して1.0に達した。燃料価格の影響により、売上総利益率は近年変動しつつも、平均10.94%に達した。

連結売上高の構成



■ 販売売上高 ■ 航空輸送売上高 ■ 補助的活動の売上高

連結売上高及び総資産の成長率



金融活動は良い結果を達成した。配当、利益分配及び無償割当ての株式/投資総額比率は2013年に9.36%に達した(2012年は7.73%)。また、融資活動としては、2013年に、テクコムバンクへの出資を回収した分の1,850億ドルが含まれる。

インタレスト・カバレッジ・レシオは過去3年間で1.37を維持した。

決済能力及び運営能力

決済能力は業界平均レベルと比べて優れている。2009年～2013年までの期間では、決済能力はわずかに減少し。2013年に流動比率及び当座比率はそれぞれ0.66、0.49だったが、新興アジア地域の業界平均レベル(それぞれ0.52、0.36)より依然として優れている。運営能力には、売上債権回転日数は2010年の20.74日から2013年の17.42日に減少した。買掛金支払日数は2010年の44.26日から2013年に57.42日に増加し、現金回収周期の改善を示した。全般的に、利息支払能力は依然高く、イ

SWOT分析

SWOT 強み

- 国内だけではなく、CLMV地域にもおける強力なブランドを持つ国営航空会社である。;
- クラスC及びGLPプログラムなどの差別化商品を持つベトナムで唯一のフルサービス航空会社である。;
- 納品業者への依存を減らす多様な調達システムがある。
- ベトナムからヨーロッパへの、ベトナムからCLMへの直行便、国内市場での大手会社である。
- 2015年以降、A350-900 と B787-9を取得して、航空機編成を革新し、業界の技術パイオニアとして競争力を強化する。

SWOT 弱み

- 高所得層の顧客割合が低いため、国際線での平均売上高はまだ低い。
- サービス品質は地域の創業他社に劣る。;
- 国際市場での競争力はまだ高くない;
- 固定費用が高い;
- 財務能力が限られている;

SWOT 機会

- 地理的位置:世界の異なる地域への玄関口に位置している;
- 観光産業が急成長する;
- ベトナムは2012年に世界11位となった魅力的投資先となっている。;
- 人口は8,870万人以上で、一人当たり所得は改善されつつある。;
- ベトナムのGDP成長率は年5%に達すると予測されている。;
- IATAの予測によると、ベトナムへの旅行者数は年10%のペースで増加している。
- スカイチームのメンバーである

SWOT 脅威

- 目的地の国家に政治的不安定性がある。;
- 高インフレ、通貨下落、燃料費の値上げなどのマクロ経済的リスクがある。;
- 国内、地域及び欧州市場で確立された国際的フルサービスと格安航空会社(LCC)との熾烈な競争がある。;
- 空港インフラがまだ業界の急成長に追いついていない。HAN、SGNでの着陸場は限られている。;
- 特にパイロット、技術者などの熟練労働者が不足している。;

業績見通し

2014年～2018年の期間の業績予測は、航空機編成整備計画、投資計画、財務計画、人的資源及び飛行ネットワークを含むベトナム航空の事業計画に基づいている。注意すべきは、私たちの予測は、ベトナムにおける航空輸送需要についての保守的仮定に基づいているという点である。しかし、航空輸送需要は予想よりも強く回復する可能性があり、その場合、親会社の実績は我々の保守的予想よりも高いだろう。



方法論

我々は(1)旅客と荷物輸送(2)貨物輸送(3)補助サービス(4)金融投資を含む4つの重要な分野に基づき、売上高を予測している。詳細は下記の通りである。:

旅客及び荷物輸送分野の売上高

(座席数 x 座席利用率 x チケット価格)

我々の予測によると、ワイドボディ航空機への投資、フライトネットワークの拡大のおかげで、座席数は年間10%増加し、座席利用率は80%で、チケット価格は安定化する。2014年~2018年までの期間では、旅客輸送分野の売上高の年成長率は15.09%に達すると予測されている。

貨物輸送分野の売上高

(運送能力 x 積載率 x トン当たりの売上高)

BSCの予測によると、2014年~2018年までの期間では、貨物輸送分野の売上高は2014年と2015年に微増となり、その後に、貨物輸送能力の改善に伴い、急激に増加する。これは、ボーイング787と A350ワイドボディ機の導入による。その間、積載率及び運賃は安定した状態を保つだろう。

他のサービスからの売上高

他のサービスからの売上高は商用技術サービス、金融投資、広告、航空機リースなどの空気輸送補助サービスから出た。私たちの予測は旅客輸送の売上高成長率或いは各分野の年平均成長率に基づいている。

金融投資分野の売上高

BSCの予測によると、今後5年間に、ベトナム航空の子会社及び連結会社は、国内市場における既存の強みを発揮することで、成長率が高まり、ベトナム航空に安定的収入源をもたらすだろう。

費用

主な費用は、燃料費、メンテナンスコスト、航空機リース、労働、減価償却費、その他の営業サービス、保険料、手数料等、間接費(販売費、管理費など)が含まれる。これらの費用は、ベトナム航空の料金表と運航路線の拡大、航空機隊や人的資源開発計画に従って予測されている。詳細は以下の通りである。:

- 直接費用:各フライトの直接費用に基づいている。
- 間接費用:売上高の成長率に基づいている
- 減価償却費:我々は、2014年から2018年の期間では、航空機隊整備計画により、減価償却費は大幅に増加すると期待している。
- 財務費用:ベトナム航空の財務計画に基づいている。

予測結果

我々の予測によると、ベトナム航空の業績は2014年～2018年の期間に大幅に改善される。

ベトナム航空の業績は2014年～2018年の期間では大幅に改善されると見込まれる。これは、燃費節約機能があるワイドボディ航空機への投資(ボーイング787及びA350)、国際運航路線の拡大、既存の運航路線の飛行頻度を増加させて、収益成長率を加速することによるものだ。詳細は下記の通りである。:

- 保守的観点のもとでは、当社は、ベトナム航空の売上高は2014年に57兆3,570億ドンだが、2018年に105兆8,630億ドンに達するものと予測している。これは、年平均15.07%の成長に当たる。北東アジア市場と国

内市場の急成長が、この期間の売上高成長の主な貢献要因である。

- 税引後利益は2014年に2,690億ドンで、2018年に2兆9,900億ドンに達すると期待されている。

詳細な予測結果は、付録05に示されている。5

評価

私たちはベトナム航空株式、子会社、連結会社の価値を決めるため、(1)調整されたEV/EBITDAR、(2) P / E評価方法及び(2)P/B評価方法を含む3つの方法を組み合わせて使用している。



方法論

親会社、子会社、連結会社を別々に評価した後、合計して、ベトナム航空の価値を導出している。

親会社

当社は、親会社の価値を評価するために、航空業界における最も人気のある評価方法となっている調整後のEV/EBITDAR方法を使用している。同方法の利点は、(1)所有している航空機編成及びリースされた航空機編成を含む全てのコストを計算していること、及び(2)他社との業績を比較する時に、会計方針(減価償却方針)、租税政策やレバレッジなどの影響を受けにくくしていること、の二点である。

調整後のEV/EBITDAR倍率はアジアにおける類似の航空会社のEV/EBITDAR倍率の平均である。ベトナム航空の価値は、企業価値から純債務(債務マイナス現金)及びオペレーティング・リース総額を差し引いたものだ。

子会社及び連結会社

我々は以下の2つの方法を利用している。

- P/E方法(株価／収益倍率): 私たちは、非上場企業の状況を反映するために、VN指数の割引いたP / E(15.3x)を参照している。計算されたP / E(12X)は2013年12月31日の時点におけるベトナム航空の税引後利益及び保有率を乗じた。
- P/B方法(株株価／簿価倍率): 残りの企業の簿価は変わらないと想定されている。したがって、P / Bが1倍と推定されている。

評価結果

上記の方法論に基づくと、ベトナム航空の株価は一株当たり23,412ドンと推定される。

親会社の株式の評価

親会社は以下の仮定に基づき、評価されている。:

- ベトナム航空の調整済 EV/EBITDAR係数は、8.19x であり、これはアジアにおける同様の航空会社のEV/EBITDAR係数の平均と同じである。
- 賃貸倍数 (Multiple of Rent) は航空機編成の機齢平均と飛行コストの係数である。リースされた航空機の市場価値を計算する際に使用される最も一般的倍数は7 x である。

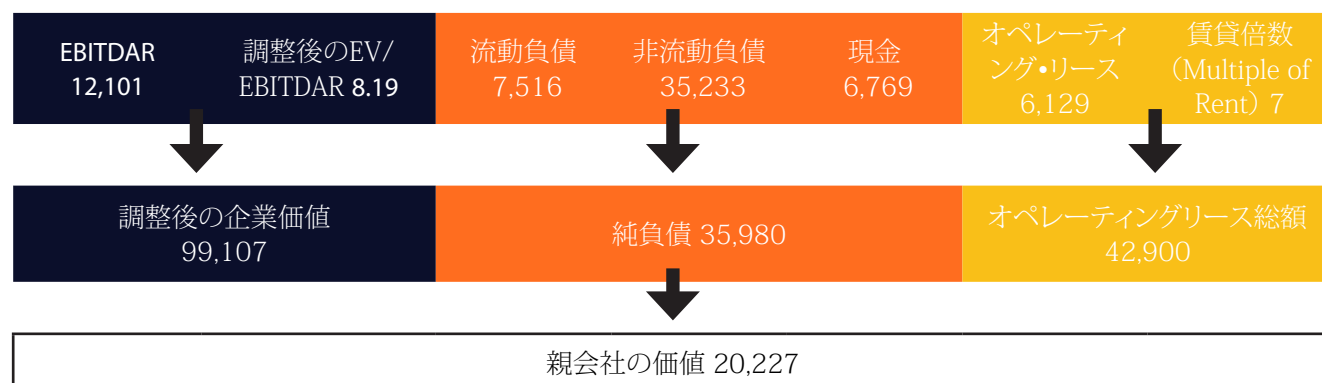
- 短期借入金、長期債務及びファイナンス・リース負債が満期となることから、前年比8,630億増加となり、7兆5,160億ドンに達する。
- オペレーティング・リース費用は、6兆1,290億ドンと前年比微減の予測である。これは、2機のB777の賃貸契約が、それぞれ5月と12月に期限切れになる一方で、2014年に新規賃貸契約がないためである。
- EBITDAR は 12兆1,010億ドンと、前年比 12 % 増の予測である。これは、新規の航空機 4 機の減価償却費の増加と純利益の改善のためである。

2014年の親会社の見通し

- IPOのため、現金が6兆7,690億ドンに急増する。
- 長期借入金は、2014年に4機のA321を購入する資金調達により、前年比4兆470億増加となり、35兆2,330億ドンに達する。

上記の仮定及び予測に基づいて、親会社の価値は下記の通りに計算されている。

親会社の評価ダイアグラム(10億ドン)



子会社及び連結会社の評価

BSCの評価によると、各指数のP / E及びP / Bは投資家が受容できる株価レベルを測定するもので、子会社及び関連会社におけるベトナム航空の価値を適切に評価できる。

- P/E は 12 と算出(VN指数のP/E 15.3 を割引)
- P/B は1と推定(VN指数の P/B 2を割引)

16社の子会社および連結会社におけるベトナム航空の価値は7兆9,560億ドンで、4兆5,330億ドンの増加価値を含んでいる。

各企業の評価の詳細は、付録01に提示されている。

評価結果

親会社、子会社、連結会社は個別に評価し、合計したものをベトナム航空の価値とする。したがって、ベトナム航空の価値は24兆7,600億ドンで、ベトナム航空の株価は一株当たり23,412ドンである。詳細は下記の通りである。

- 親会社の価値：20兆2,270億ドン
- 子会社および連結会社におけるベトナム航空の価値：4兆5,330億ドン

合計		
ベトナム航空の価値	10億ドン	24,760
親会社	10億ドン	20,227
子会社および連結会社におけるベトナム航空の価値：	10億ドン	4,533
株式数	100万株	1,058
ベトナム航空の株価	VND/CP	23,412

付録01 – 重要なメンバー

ジェットスター・パシフィック航空(JPA)

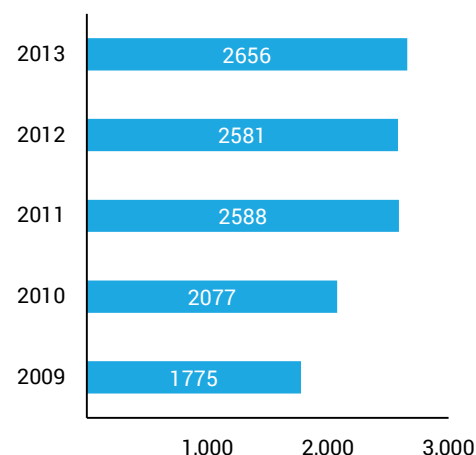
JPAは国内、国内線、国際線における旅客及び貨物サービスを提供する格安航空会社(LCC)で、ベトナム市場におけるベトジェットエアの主要な競争相手となっている。

JPA(旧パシフィック航空)はベトナム初の格安航空会社で、1992年に設立された。大口株主はベトナム航空(67.8%)、カンタス航空(30%)、サイゴンツーリスト(2.14%)である。

純売上高は、2013年に2兆6,560億ドンに達し(2011年～2013年の期間に、年平均で1.29%増)、粗利益は360億ドンだった。昨年、JPAは200万人以上の乗客をのべ12,511のフライトで輸送し、これは2012年比で9.8%の増加となった。2013年より前には、JPAの税引後利益は赤字であったが、その後、JPAの税引後利益は改善した。これは、航空機の賃貸費用、メンテナンスコスト、人件費などの費用削減、古いB737型航空機から効率的な運用が可能なA320へと航空機編

成を再構成したためである。

JPAの純売上高(10億ドン)



2014年に、JPAはベトジェットエアとの競争力を強化するために、航空機編成及び路線ネットワークの拡大を計画している。2014年に、JPAは10機のA320に航空機編成を拡大することを目指している。格安航空市場はベトナムでの潜在的市場で、JPAは市場シェアを拡大する大きなチャンスがある。

	単位	2013	Y-o-y
航空 便数	フライト	12,511	9.80%
乗客数	人	2,011,972	11.90%
RPK	乗客 - キロ	1,876,444,309	8.40%
ASK	乗客 - キロ	2,090,975,400	9.50%
座席利用率	%	89.70%	-0.90%
貨物	ton	9,017	0.20%

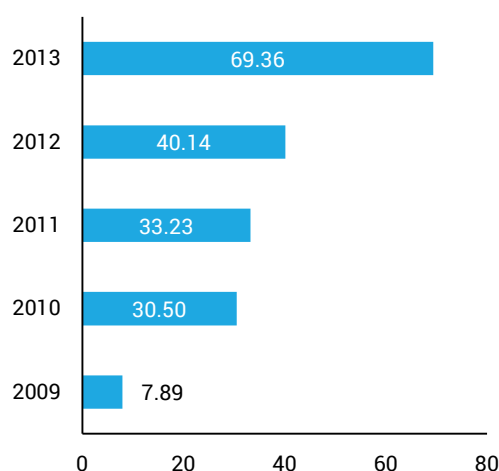
カンボジア・アンコール航空(K6)

カンボジア・アンコール航空(K6)はカンボジアでの最大航空会社で、地域で第9位にランクされている。国内航空輸送の市場シェアは100%で、国際航空輸送の市場シェアは16.3%である。現在では、K6は国内線2路線及びベトナム、タイ、中国への国際線7路線を運営している。

2009年～2012年の期間では、K6は売上高が高成長し、その間、売上総利益率が14%であった。2013年は、同社は新路線開発の初期段階にあったことから、座席使用率は低かった。同時に、タイの政情不安も同社の運営活動に影響を与えた。そのため、2013年に、国際運輸能力は前年同期比70%増となり、売上高は同比77.38%増となったものの、売上総利益は148万ドルの赤字を計上した。

K6はベトナム航空、カンボジア王国政府とカンボジアの投資家の合弁会社として2009年7月に設立された。そのうち、ベトナム航空の保有率は49%である。

純売上高(100万)



今後数年間のK6の成長見通しについて、当社は楽観的である。カンボジアにおける観光及び投資には大きな可能性があるからである。

航空ガソリン・オイル運搬会社(Vinapco)

Vinapcoはベトナムで90%以上という圧倒的な市場シェアを占めるジェットA1航空燃料の提供者である。同社は、ベトナムにおける全ての民間空港での排他的な燃料提供者である。現在では、同社はベトナム航空、ベトナム航空サービス会社(VASCO)、ジェットスター・パシフィック航空(JPA)、ベトジェットエアを含む4国内航空会社及び30以上の国際航空会社の重要な航空燃料サプライヤーである。

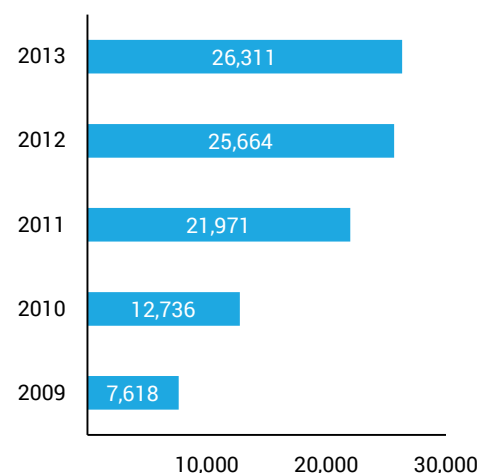
2009年～2013年の期間で、純売上高の年平均成長率は36.32%に達した。これは、ベトナム航空業界の急成長により、航空燃料への需要が高まったためである。

Vinapcoは4,000億ドンの資本金を持ち、ノイバイガソリン会社、ダナンガソリン会社及びタンソンニャットガソリン会社を含む3企業の組織再編により設立された。ベトナム航空による保有率は100%である。

しかし、石油価格の高騰により2009年～2013年の期間、平均売上総利益率は低く不安定となって、1.91%にとどまった。2013年に、Vinapcoは売上高が前年比2.52%増の26兆3,110億ドンであり、税引後利益は前年比9.84%増の670億ドンだった。

Vinapcoの成長見通しに関して、当社は楽観的に評価している。今後数年間は、航空燃料への高い需要とベトナム航空業界の急成長が見込めるためである。

純売上高(10億ドン)



ベトナム航空エンジニアリング社(バエコ、VAECO)

VAECOは、ベトナム最大の航空機整備会社であり、約2,000人の労働者、2カ所の支店、7カ所の航空機整備センター及び1カ所のトレーニングセンターを持つ。同社は、ベトナム航空局によるVAR-145や米国連邦航空局によるFAR-145などの認証を取得している。VAECO

はベトナム航空、他の国内外の航空会社に技術保守サービスを提供している。そのうち、ベトナム航空は、VAECOの売上高の86.10%をもたらす最大顧客となっている。

売上高及び税引後利益は2010年～2013年の期間、漸増している。売上高の年平均成長率は10.21%で、税引後利益の年平均成長率は15.12%あった。平均純利益率は4.8%だった。

純売上高及び税引後利益(10億ドン)



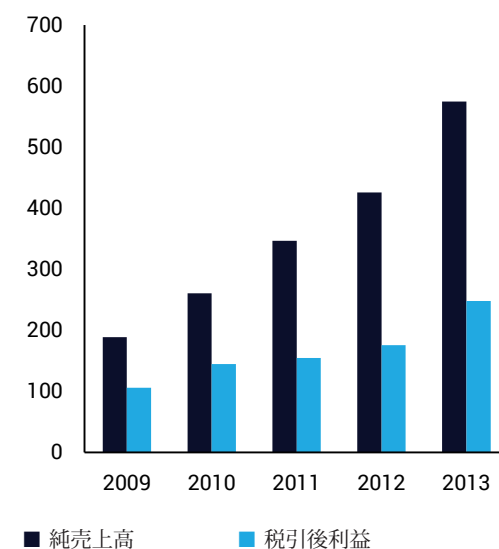
2013年、VAECOの売上高は前年比18.96%増の1兆3,810億ドンで、税引後利益は前年比103.02%増の728億3,000万ドンに達した。我々の評価によると、VAECOは、強力かつ安定的な成長の見通しである。2014年～2018年の期間は、メンテナンス及び修理サービスの需要が増加するだろう。ベトナム航空、ジェットスター・パシフィック、カンボジア・アンコール航空が拡張計画を持っているためである。

ノイバイ貨物サービス社(NCTS)

NCTSはノイバイ国際空港でプロフェッショナルで一流の貨物運送サービス提供者となることを目指している。2012年の同社市場

シェアは94%(国際線が90%、国内線が92%だった)である。クライアントには、主に28航空会社、100以上のフォワーディング会社、毎年何百万人の個人客が含まれている。

純売上高及び税引後利益(10億ドン)



2009年～2013年の期間、NCTSの売上高及び利益は急成長した。売上高及び税引後利益の年平均成長率はそれぞれ32.11%、23.61%に達した。2013年に、売上高は前年比34.85%増の5,745億2,000万ドンで、税引後利益は前年比40.87%増の2,475億ドンに達した。

我々の評価によると、NCTSは、今後数年間に安定的に成長する。(1)ターミナルT2の拡張及び(2)サムスン、LG等、日本と韓国の投資家は、北部地方の工業地帯で様々な電子製品の生産を拡大していることから、ノイバイ空港で空路での商品の輸送需要は拡大するであろう。

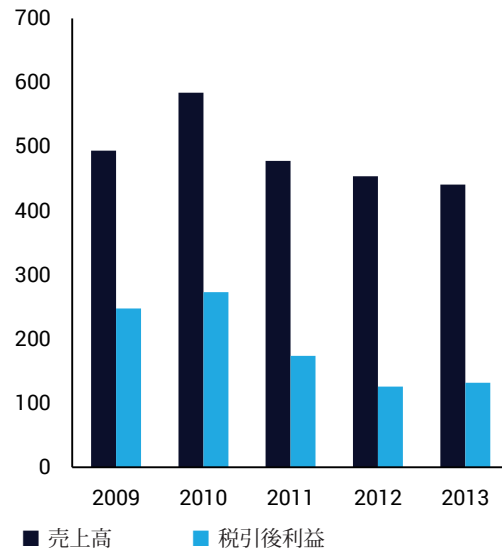
タンソンニャット・カーゴ・サービス (TCS)

TCSは、貨物倉庫管理サービス、貨物運送及び荷役サービスなどの提供者である。2013年に、同社は、タンソンニャット空港での貨物取扱量の76%を占める19万3,178 tの

貨物を運送した。主なクライアントは、ベトナム航空(29.14%)、キャセイパシフィック航空(10.29%)、チャイナエアライン(10.07%)、32の他の航空会社と運送会社などである。

熾烈な競争により、貨物貨物取扱量は前年同期比4.5%減となったことから、2013年純売上高は前年同期比2.93%減の4,406億5,000万ドンであった。そのため、同社は主要航空会社との長期契約を保持するために、料金の割引を実施した。

純売上高及び税引後利益(10億ドン)



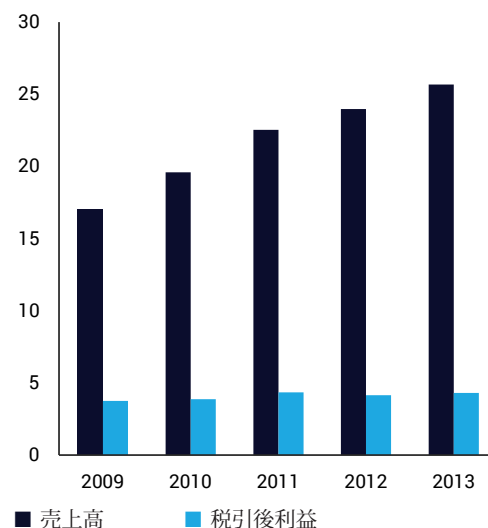
我々の評価によると、TCSは安定的に成長するだろう。同社は資本金に772億7,000万ドンを追加し、資本金を170兆9,960億ドンに引き上げることを計画している。増資案は、TSCが各種のサービスを展開しやすくし、タンソンニャット空港でのサービスチェーンの完成に役立つだろう。

ベトナム航空ケータリング社(VACS)

VACSはタンソンニャット国際空港における唯一のケータリングサービス会社である。同社はタンソンニャット国際空港において、30社以上の国内外の航空会社にケータリングサービスを提供し、市場シェアの95%を占めている(ACSは、バンコクを通過する国際航空会社にはケータリングサービスを提供していない)。

売上高及び税引後利益は安定的に成長:2008年~2013年の期間では、売上高及び税引後利益は漸増し、年平均成長率はそれぞれ8.55%、4.17%であった。2013年、VACSの売上高及び税引後利益はそれぞれ2,567万ドル(前年同期比7.08%増)、432万ドル(3.92%増)に達した。

純売上高及び税引後利益(100万ドル)



VACSは、その優れた運営効率という点で、ベトナム航空における最も成功した子会社の一つである。2008年~2013年までの期間での平均のROS、ROE及びROAはそれぞれ19%、49%、39%だった。20年間の契約が満了したため、2013年までに、キャセイパシフィックケータリングサービス(CPCS)とのジョイントベンチャーは公式に完了した。

ベトナム航空は航空会社は、この外国パートナーから株式を購入し、60%から100%に保有率を引き上げた。したがって、VACSはベトナム航空に大きく貢献するだろう。

付録02:子会社及び連結会社の 評価

	保有率	P/E	P/B	P/E方法による価値	P/B方法による価値
Vietnam Airlines Caterers Ltd	100%	91	12	1.0	1.090
Tan Son Nhat Cargo Services Company Limited (TCS)	55%	132	12	1.0	870
Noi Bai Catering Services JSC (NCS)	60%	32	12	1.0	228
Noi Bai Cargo Terminal Services JSC (NCTS)	55%	248	12	1.0	1.637
Vinako Forwarding Co., Ltd (VINAKO)	65%	15	12	1.0	114
Abacus Distribution Systems (Vietnam) Ltd	90%	3	12	1.0	31
Aviation Printing Joint Stock Company (AVIPRINT)	51%	3	12	1.0	18
Aviation labor supply and import – export joint stock company (ALSIMEXCO)	51%	1	12	1.0	8
Noibai Airport Services Joint-Stock Company (NASCO)	51%	37	12	1.0	225
Aviation Construction JSC(AVICON)	65%	2	12	1.0	18
Tan Son Nhat Cargo Services and Forwarding Co., LTD (TECS)	51%	23	12	1.0	141
Vietnam Air Petrol Company Limited (VINAPCO)	100%	67	12	1.0	807
Viet Flight Training (VFT)	52%	6	12	1.0	34
Vietnam Airlines Engineering Company Ltd (VAECO)	100%	73	12	1.0	1.110
Aviation Information and Telecommunications JSC (AITS)	53%	4	12	1.0	34
Air Services Supply Joint Stock Company (AIRSERCO)	53%	0	12	1.0	1
Jetstar Pacific Airlines JSC (JPA)	68%	(274)	12	1.0	-
Cambodia Angkor Air	49%	(142)	12	1.0	986
Vietnam aircraft leasing company	32%		12	1.0	428
Aviation Insurance JSC	20%		12	1.0	100
Aviation Hotel JSC	44%		12	1.0	42
Airline import and export company JSC (Arimex)	41%		12	1.0	11
Da Nang Airport Services Joint-Stock Company	36%		12	1.0	11
Aviation Plastics JSC	30%		12	1.0	5
Automobile Aviation Transport JSC	49%		12	1.0	3
合計	43%		12	1.0	3
				5.222	2.733

付録3 - 親会社の財務比率

	2009	2010	2011	2012	2013
決済能力					
流動比率	0.66	0.74	0.64	0.45	0.48
当座比率	0.55	0.67	0.60	0.42	0.45
現金比率	0.18	0.21	0.15	0.13	0.08
資本構成					
流動資産/総資産	0.16	0.24	0.18	0.13	0.15
非流動資産/総資産	0.84	0.76	0.82	0.87	0.85
負債/総資産	0.79	0.78	0.83	0.83	0.83
借入金/総資産		0.57	0.64	0.66	0.64
負債/資本	3.76	3.56	4.87	4.97	4.92
流動負債/資本	0.25	0.32	0.28	0.30	0.30
非流動負債/資本	0.54	0.46	0.55	0.54	0.53
運営活動能力					
棚卸資産回転率		62.48	91.53	119.55	135.57
売上債権回転率		19.22	19.93	21.83	24.31
買掛金回転率		7.77	7.74	7.30	6.35
棚卸資産回転日数		5.84	3.99	3.05	2.69
売上債権回転日数		18.99	18.32	16.72	15.02
買掛金支払日数		46.99	47.13	50.00	57.52
利益性					
税引後利益/純売上高(%)		0.89%	0.08%	0.28%	0.28%
株主資本利益率(%)		3.72%	0.44%	1.49%	1.47%
総資産利益率(%)		0.82%	0.08%	0.25%	0.25%
営業利益/純売上高		-0.46%	-1.65%	-1.31%	-0.30%
デュポンモデル(5つの要素)					
総資産/株主資本	4.76	4.56	5.87	5.97	5.92
売上高/総資産	0.72	0.92	0.92	0.89	0.88
支払金利前税引前利益/売上高	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02
税引前利益/支払金利前税引前利益	0.16	0.31	0.04	0.13	0.12
税引後利益/税引前利益	1.00	0.96	1.00	1.00	1.00
ROE	1.99%	3.72%	0.44%	1.49%	1.47%

付録 04- EV/EBITDAR

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

付録05： 親会社の業績予測

貸借対照表	2012	2013	2014F	2015F	2016F
総資産	55,500	59,336	70,082	88,796	113,171
流動資産	7,416	8,612	15,243	16,108	23,148
現金及び現金同等物	2,148	1,440	6,769	6,911	11,904
短期的金融投資	-	58	-	-	-
短期売掛金	4,791	6,520	7,168	8,445	10,349
棚卸資産	330	362	392	463	547
他の流動資産	147	232	254	289	348
非流動資産	48,084	50,725	54,839	72,688	90,023
長期売掛金	3,464	5,143	5,623	6,414	7,720
非流動資産	34,234	35,694	9,026	54,081	68,133
長期的金融投資	4,380	3,584	3,958	4,332	4,706
他の非流動資産	6,005	6,304	6,893	7,862	9,464
負債	46,206	49,320	55,298	73,643	92,228
流動負債	16,453	17,830	19,735	24,369	29,964
短期借入金及び負債	6,862	6,653	7,516	10,431	13,185
買掛金	6,259	8,536	9,410	10,952	13,092
前払い	1	120	132	150	181
未払税金	32	32	35	40	48
未払賃金	566	484	529	604	727
未払費用	2,536	1,692	1,774	1,804	2,263
他の未払金	153	90	98	112	135
ボーナス及び福祉基金	44	222	242	276	333
非流動負債	29,754	31,490	35,562	49,274	62,264
長期借入金及び負債	29,654	31,189	35,233	48,898	61,812
他の長期負債	100	301	329	375	451
長期負債に対する引当金	0	1	1	1	1
自己資本	9,293	10,017	14,784	15,153	20,944
自己資本	9,292	10,016	14,784	15,153	20,943
資本金	8,716	9,062	14,102	14,102	18,642
投資及び開発基金	87	87	101	131	236
財務積立金	362	434	447	478	582
利益剰余金	127	-	134	442	1,484
他の基金	-	91	-	-	-
基本的建設向け資本金	-	343	-	-	-
他の基金	1	1	1	1	1
総資本	55,500	59,336	70,082	88,796	113,171

損益計算書	2012	2013	2014F	2015F	2016F
純売上高	49,142	52,460	57,357	65,423	78,752
売上原価	45,008	46,912	49,319	55,918	66,031
総利益	4,134	5,548	8,038	9,505	12,722
財政活動からの利益	1,149	1,205	881	917	943
財政費用 ¥	2,069	2,528	3,226	3,407	4,219
その内:金利費用	947	1,093	1,782	2,108	2,662
販売コスト	2,530	3,272	3,725	4,249	5,114
一般管理費	1,329	1,110	1,213	1,384	1,666
営業活動からの利益	(645)	(157)	754	1,382	2,666
他の利益	822	352	-	-	-
他の費用	38	38	486	767	582
他の活動による利益	783	315	(486)	(767)	(582)
連結会社からの利益	-	-	-	-	-
税引後利益	138	147	269	615	2,084

キャッシュ・フロー 計算書	2012	2013	2014F	2015F	2016F
営業活動によるキャッシュフロー					
税引前利益	138	158	269	615	2,084
調整項目					
減価償却費	2,796	3,419	3,297	4,124	4,919
引当金	379	139	18	15	38
為替差損益	98	350	95	282	519
投資活動による損益	(608)	(661)	-	-	-
金利費用	947	1,093	1,782	2,108	2,662
流動資本変更前の運営活動による利益	3,751	4,497	5,460	7,143	10,222
短期売掛金の減少/(増加)	372	(657)	(648)	(1,277)	(1,904)
棚卸資産の減少/(増加)	48	(8)	(30)	(71)	(83)
前払い費用の減少/(増加)	181	273	(8)	(13)	(21)
金利費用、法人所得税を除外した短期買掛金の減少/(増加)	678	1,667	1,040	1,714	2,832
前払い金利費用	(1,354)	(1,244)	(1,782)	(2,108)	(2,662)
前払い法人所得税	-	(117)	-	-	-
営業活動による他のキャッシュ・インフロー	3,372	1,602	-	-	-
営業活動による他のキャッシュ・アウトフロー	(1,986)	(3,514)	-	-	-

キャッシュ・フロー 計算書	2012	2013	2014F	2015F	2016F
営業活動による純キャッシュ・フロー	5,061	2,499	4,033	5,388	8,383
投資活動によるキャッシュ・フロー					
非流動資産及び他長期資産の購入、建設	(10,484)	(5,203)	(6,593)	(20,808)	(20,573)
非流動資産の売却による収入	4	1	-	-	-
貸付金の回収	-	83	-	-	-
出資分の回収	40	152	-	-	-
他社への投資、出資	(385)	(223)	(374)	(374)	(374)
受取利息、受取配当金など	486	662	881	917	943
投資活動による純キャッシュ・フロー	(10,340)	(4,529)	(6,087)	(20,265)	(20,003)
財務活動によるキャッシュ・フロー					
株式発行による収入	-	346	5,040	-	4,540
短期貸付活動による収入	14,477	8,092	(1,593)	939	(5)
配当金	-	-	(107)	(246)	(834)
長期貸付活動による収入(借入金の返済)	(5,977)	(3,653)	4,044	13,665	12,913
ファイナンス・リースの返済	(3,058)	(3,477)	-	-	-
財務活動による純キャッシュ・フロー	5,441	1,308	7,383	14,358	16,614
純キャッシュ・フロー	162	(721)	5,329	(518)	4,994
年初現金及び現金同等物	1,971	2,148	1,440	7,429	6,911
為替レートの変動による影響	15	13	-	-	-
期末の現金及び現金同等物	2,148	1,440	6,769	6,911	11,904

Giới thiệu về BSC

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

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

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

Liên hệ

BSC Trụ sở chính

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

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

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

Trần Thăng Long

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

Lê Thị Hải Đường

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