

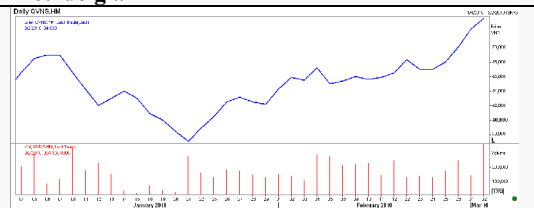
## GIỮ

### Số liệu chính

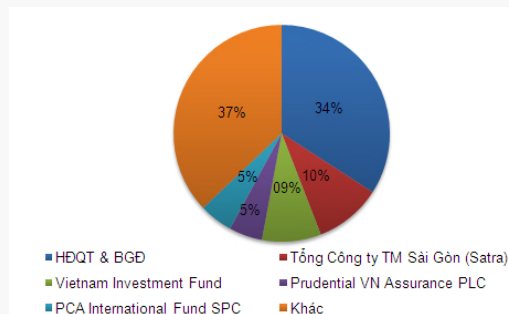
Giá @ 3/3/2010	54.500 VNĐ
Mức giá mục tiêu	56.000 VNĐ
Giá trị vốn hóa thị trường	1.080 tỷ VNĐ
Sở hữu nước ngoài	6,97 %

Chỉ số định giá	2009	2010	2011
EPS (VNĐ)	5.373	8.506	9.230
Tăng trưởng EPS	64%	58%	9%
P/E	10,0x	6,3x	5,9x
P/B	1,5x	1,2x	1,1x
EV/EBITDA	5,1x	3,5x	3,2x
ROE	15%	20%	18%
ROIC	14%	18%	17%
Sinh lợi cổ tức	20%	15%	15%

### Biểu đồ giá



### Tỷ lệ sở hữu



## GIÁ MỤC TIÊU 56,000

Chúng tôi thực hiện báo cáo lần đầu cho cổ phiếu VNS với khuyến nghị **Giữ**, mức giá mục tiêu là 56.000VNĐ tương ứng với P/E 2010 13,6x lần (6,6x lần nếu tính cả lợi nhuận từ thanh lý BĐS đầu tư) với các tiêu điểm sau:

**Ngành vận tải taxi là ngành có mật độ tập trung cao và rào cản gia nhập lớn.** Mức độ cạnh tranh cao làm giảm tính cạnh tranh về giá giữa các công ty trong ngành. Việc cạnh tranh chủ yếu diễn ra trên số lượng và độ bao phủ của đội xe. Hiện tại, thị phần vận tải taxi trong khu vực phía Nam nằm trong tay một vài công ty, nhưng hai “đại gia” Mai Linh và Vinasun đã chiếm hơn 80% thị phần của cả khu vực. Do vậy, hai hãng này dễ dàng thỏa hiệp với nhau để thống nhất giá cước khi có sự biến đổi của chi phí đầu vào. Mức giá này mặc nhiên được xem là mức giá chung của thị trường và các hãng nhỏ không có khả năng can thiệp.

**Tốc độ tăng trưởng của ngành sẽ chậm lại trong vòng ba năm tới.** Hiện tại thành phố Hồ Chí Minh có trên 12.000 taxi hoạt động, trong đó có hơn 2.000 xe là taxi “dù”. Đây là con số khổng lồ so với quỹ đất ít ỏi dành cho giao thông và gần chạm ngưỡng dự báo của phương tiện này vào năm 2020 là 12.700 xe. Nhiều khả năng trong thời gian tới Ủy ban nhân dân thành phố sẽ tiến hành kiểm soát việc thành lập mới các doanh nghiệp kinh doanh loại hình này và tránh việc đầu tư thêm xe một cách tràn lan. Nếu việc này được thông qua, tăng trưởng của ngành trong thời gian tới chủ yếu sẽ dựa vào việc cải thiện hệ số sử dụng xe cũng như việc tăng giá cước.

**VNS có thương hiệu mạnh và lợi thế cạnh tranh lớn về đội xe.** Có thể nói tại Việt Nam việc sử dụng dịch vụ taxi là một trong những nhu cầu xa xỉ so với mức thu nhập bình quân của người dân đô thị. Do vậy, khi khủng hoảng xảy ra cùng với việc thắt chặt nhu cầu tiêu dùng đã làm cho nhiều hãng taxi gặp khó khăn. Tuy nhiên, chỉ với 7 năm kinh nghiệm trong hoạt động kinh doanh taxi nhưng VNS đã cho thấy khả năng vượt “bão khủng hoảng” khi doanh thu liên tục tăng trưởng trong 2 năm 2008 & 2009, lần lượt là 70% và 29%. Bên cạnh đó, với lợi thế về thương hiệu và đội xe của mình cùng với việc số lượng điểm tiếp thị ngày càng gia tăng, chúng tôi tin tưởng vào việc cải thiện hệ số sử dụng xe cũng như khả năng nâng cao hiệu quả hoạt động của Công ty trong thời gian tới.

**Dự báo doanh thu tăng 39% và lợi nhuận tăng 59% trong năm 2010.** VNS với chiến lược kinh doanh tập trung phát triển tại 3 thị trường chiến lược là thành phố Hồ Chí Minh, Bình Dương và Đồng Nai. Đây là 3 khu vực thuộc dạng sầm uất nhất các tỉnh phía Nam với mức sống người dân tương đối cao so với mức trung bình của cả nước và cũng là khu vực có nhiều khu công nghiệp, khu chế xuất thuận tiện cho việc phát triển hoạt động kinh doanh taxi. Chất lượng xe tốt, thương hiệu uy tín và một đội xe vững mạnh là yếu tố chính giúp VNS duy trì được đà tăng trưởng tốt trong thời gian tới. Dự báo trong năm 2010 VNS sẽ tiếp nối đà tăng trưởng của năm 2009 với doanh thu ước đạt khoảng 1.488 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế khoảng 170,8 tỷ đồng (trong đó lợi nhuận thu được từ việc bán đất ở Thủ Khoa Huân khoảng 70 tỷ đồng), lần lượt tăng 39,2% về doanh thu và 59% về lợi nhuận sau thuế so với năm 2009.

## Sơ lược về công ty

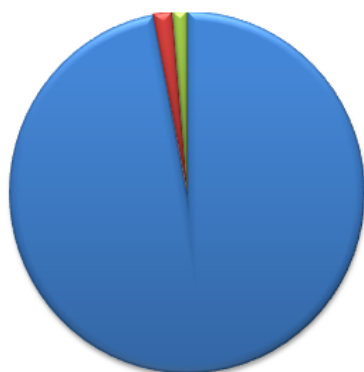
### Lịch sử hình thành

- Công ty Cổ phần Ánh Dương Việt Nam được thành lập vào ngày 15 tháng 06 năm 1995 với vốn điều lệ ban đầu là 300 triệu đồng, hoạt động chính là kinh doanh ăn uống và du lịch nội địa. Từ ngày 27 tháng 1 năm 2003, kinh doanh Taxi được chính thức đưa vào hoạt động với thương hiệu Vinasun. Hoạt động kinh doanh taxi mang lại doanh thu chủ yếu cho VNS với tỷ trọng doanh thu ngày càng tăng, chiếm khoảng 97% trên tổng doanh thu. Với thâm niên 7 năm hoạt động trong lĩnh vực taxi, hiện nay VNS là một trong hai đơn vị dẫn đầu về doanh thu cũng như số lượng xe tại Tp. Hồ Chí Minh, Bình Dương và Đồng Nai, với thị phần tương ứng chiếm hơn 50%, 60% và 50% tại 3 tỉnh này.
- VNS chính thức niêm yết trên Hose vào tháng 3/2008 với vốn điều lệ đăng ký là 170 tỷ đồng. Tính đến hết tháng 12 năm 2009, VNS có khoảng 2.845 xe taxi với hơn 85% phục vụ khách hàng vắng lai, 15% còn lại là các tổ chức có hợp đồng kỳ hạn. Hiện tại Công ty có hơn 800 khách hàng là doanh nghiệp sử dụng thẻ taxi.

### Ngành nghề kinh doanh

- Kinh doanh vận tải bằng xe taxi với thương hiệu Taxi Vinasun
- Kinh doanh du lịch, dịch vụ vé máy bay với thương hiệu Vinasun Travel
- Kinh doanh nhà hàng, ăn uống
- Kinh doanh địa ốc, bất động sản. Hiện tại Công ty đang xây dựng Trung tâm thương mại Tân địa với tổng diện tích là 1.200 m2, dự kiến đến hết quý 3/2010 sẽ hoàn thành và đưa vào hoạt động. Dự án Chung cư 103 Trương Đình Hội quận 8 với diện tích đất là 2.659 m2 hiện vẫn chưa xây dựng. Khu đất 26-28-30-32 Thủ Khoa Huân hiện đang thương lượng với đối tác để chuyển nhượng.

### Cơ cấu doanh thu



■ Kinh doanh taxi ■ Kinh doanh dịch vụ, du lịch ■ Kinh doanh ăn uống

### Thông tin căn bản

Trụ sở	306 Điện Biên Phủ, P22, Bình Thạnh, TP. HCM
Điện thoại	(84.8) 3827 7178 - 3827 2727
Fax	(84.8) 3822 5766 - 3512 9100
Website	<a href="http://www.vinasuncorp.com">http://www.vinasuncorp.com</a>
Vốn điều lệ	200.000.000.000 đồng
Đơn vị Kiểm toán	Công ty Kiểm toán và Dịch vụ tin học (AISC)

### Ban lãnh đạo

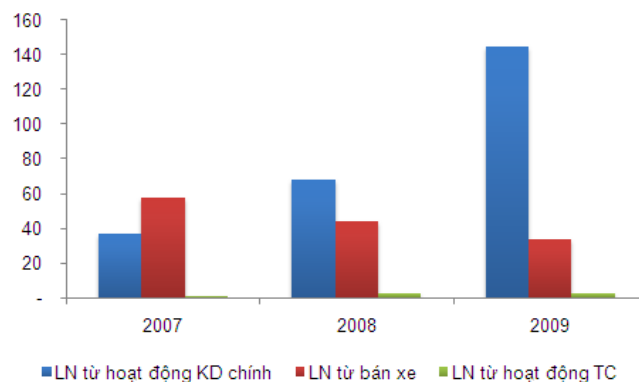
#### HDQT

Đặng Phước Thành	Chủ tịch HĐQT
Huỳnh Văn Minh	Phó Chủ tịch HĐQT
Đặng Thị Lan Phương	Thành viên HĐQT
Tạ Long Hỷ	Thành viên HĐQT
Trương Đình Quý	Thành viên HĐQT

#### Ban Giám đốc

Đặng Thị Lan Phương	Tổng Giám đốc
Tạ Long Hỷ	Phó Tổng Giám đốc
Trương Đình Quý	Phó Tổng Giám đốc
Ngô Thị Thúy Vân	Phó Tổng Giám đốc
Huỳnh Văn Sỹ	Phó Tổng Giám đốc
Trần Anh Minh	Phó Tổng Giám đốc
Đặng Phước Hoàng Mai	Phó Tổng Giám đốc

### Cơ cấu lợi nhuận



## Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2008	2009	2010	2011
Doanh thu thuần	828	1.069	1.531	1.901
Giá vốn hàng bán	726	882	1.271	1.587
CP bán hàng & quản lý	(34)	(43)	(56)	(70)
EBITDA	232	296	427	471
Khấu hao	117	116	136	167
EBIT	115	180	291	305
Chi phí lãi vay	(37)	(37)	(64)	(59)
Thu nhập khác	44	34	85	29
LN trước thuế	78	144	227	246
Thuế TNDN	(22)	(36)	(57)	(62)
Lợi ích của CDTs	-	-	-	-
LN sau thuế	56	107	170	185

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2008	2009	2010	2011
Tiền và CKTĐT	9	59	26	46
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-
Các khoản phải thu	29	52	65	74
Hàng tồn kho	0,28	0,90	0,95	1,00
TS ngắn hạn khác	24	24	25	32
Tổng TS ngắn hạn	61	136	117	153
Các khoản phải thu dài hạn	8	5	5	4
TSCĐ	666	962	1.286	1.483
Bất động sản đầu tư	197	197	10	10
Đầu tư tài chính	2	2	2	2
TS dài hạn khác	8	6	6	6
Tổng TS dài hạn	882	1.173	1.309	1.505
Tổng tài sản	944	1.310	1.426	1.659

Nợ ngắn hạn	68	49	69	79
Nợ dài hạn khác	341	549	485	552
Tổng nợ phải trả	408	598	554	631
Tổng vốn CSH	535	712	872	1.027
Vốn điều lệ	170	200	200	200
Tổng cộng nguồn vốn	944	1.310	1.426	1.659

LCTT (tỷ đồng)	2008	2009	2010	2011
LN trước thuế	78	144	227	246
Khấu hao TSCĐ	117	116	136	167
Các khoản dự phòng	-	-	-	-
Lãi/lỗ từ HĐ đầu tư	(2)	(34)	(85)	(29)
Chi phí lãi vay	-	37	64	59
Thay đổi vốn lưu động	(14)	(13)	22	6
Thu nhập khác từ HĐKD	(40)	84	(129)	(127)
LC tiền thuần HĐKD	139	333	235	322
Mua sắm TSCĐ, XDCBDD	(467)	(516)	(428)	(409)
Tiền thu từ thanh lý TSCĐ	-	83	265	75
Khác	52	2	-	-
LC tiền thuần HĐĐT	(415)	(431)	(163)	(334)
Phát hành/(Mua lại) CP	-	(2)	-	-
Tiền vay nhận được	-	324	50	200
Tặng/Giảm nợ gốc vay	238	(142)	(125)	(138)
Chi trả cổ tức	(44)	(32)	(30)	(30)
Phát hành/(Mua lại) CP	(8)	-	-	-
LC tiền thuần HĐTC	186	149	(105)	32
LC TT trong năm	(89)	51	(33)	20
Tiền đầu năm	-	9	59	26
Tiền cuối năm	-	59	26	46

Tăng trưởng	2008	2009	2010	2011
Doanh thu	70%	29%	43%	24%
EBITDA	141%	28%	44%	10%
EBIT	19%	57%	61%	5%
LN thuần	6%	93%	58%	9%
EPS	6%	64%	58%	9%
Tỷ suất LN gộp	12%	17,5%	17,0%	16,5%
EBITDA/Doanh thu	28%	27,7%	27,9%	25%
EBIT/Doanh thu	13,84%	17%	19%	16%
EPS (VNĐ)	3.281	5.373	8.506	9.230
DPS (VNĐ)	2.582	2.000	1.500	1.500

Chỉ số tài chính	2008	2009	2010	2011
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Khả năng TT hiện hành	0,91	2,79	1,69	1,93
Khả năng TT nhanh	0,13	1,21	0,37	0,58
<b>Chỉ số sinh lợi</b>				
ROE	10%	15%	20%	18%
ROA	6%	8%	12%	11%
ROIC	7%	9%	13%	12%

<b>Hiệu quả HĐKD</b>				
Số ngày phải thu	8	8	8	8
Số ngày tồn kho	0	1	1	1
Số ngày phải trả	13	3	3	4

<b>Đòn bẩy tài chính</b>				
Nợ/VCSH	60%	7%	7%	61%
Nợ/Tổng vốn đầu tư	36%	41%	33%	32%
Khả năng trả lãi vay	3,1x	4,9x	4,5x	5,2x
Giá trị SS (VNĐ'000)	31,5	35,6	43,6	51,4

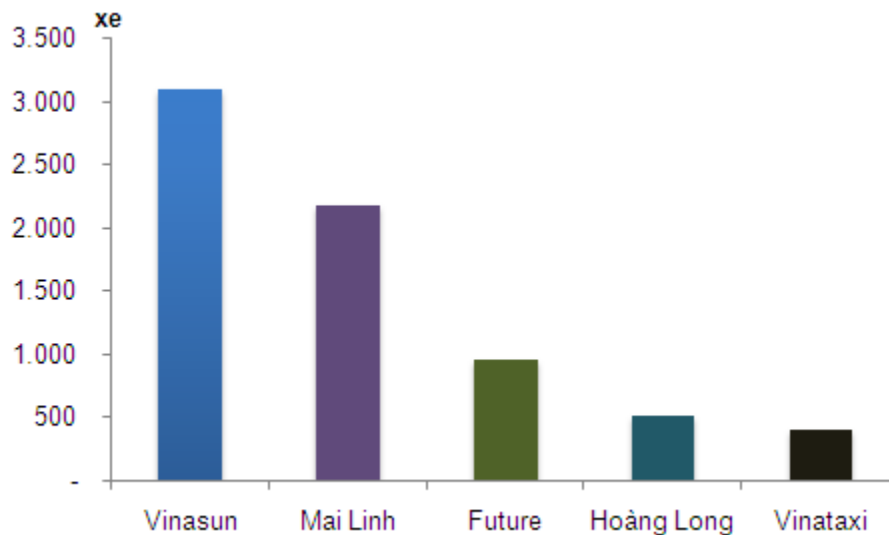
Định giá	2008	2009	2010	2011
Tại giá thị trường	54,5	54,5	54,5	54,5
P/E	16,6x	10,1x	6,4x	5,9x
P/B	1,7x	1,5x	1,2x	1,1x
EV/EBITDA	6,0x	5,2x	3,5x	3,3x
Suất sinh lợi cổ tức	25,8%	20%	15%	15%
Tại giá mục tiêu	56,0	56,0	56,0	56,0
P/E	17,1x	10,4x	6,6x	6,1x
P/B	1,8x	1,6x	1,3x	1,1x
EV/EBITDA	6,2x	5,3x	3,6x	3,3x
Suất sinh lợi cổ tức	25,8%	20%	15%	15%

Nguồn: BCTC 2009, VCSC ước tính

## Vận tải taxi là ngành có mức độ tập trung cao và rào cản gia nhập lớn

**Mức độ tập trung cao làm giảm tính cạnh tranh về giá giữa các công ty trong ngành.** Hiện tại thị phần vận tải taxi trong khu vực phía Nam nằm trong tay một vài công ty, nhưng hai “đại gia” Mai Linh và Vinasun đã chiếm hơn 80% thị phần (tính trên số lượng xe lưu hành) của cả khu vực. Các hãng taxi nhỏ chỉ khoảng vài chục đến vài trăm taxi. Do chiếm lĩnh phần lớn thị phần trong ngành, 2 công ty dẫn đầu là Mai Linh và Vinasun có khả năng đàm phán với nhau để thống nhất mức giá cước mỗi khi có sự thay đổi trong các yếu tố chi phí đầu vào. Mức giá cước này thường được xem là mức giá chung của thị trường do các công ty nhỏ không có khả năng chi phối về giá. Các doanh nghiệp mới gia nhập thị trường như Hoàng Long và Future cũng áp dụng mức giá cước này dù thực tế họ có thể lỗ hoặc không có lời do chi phí cố định cao và biên lợi nhuận trong ngành là khá thấp. Trên thực tế, trong hiện tại cũng như quá khứ, mức độ dao động về giá giữa các hãng taxi thường không đáng kể.

**Hình: Hai công ty đầu ngành áp đảo về số lượng xe**

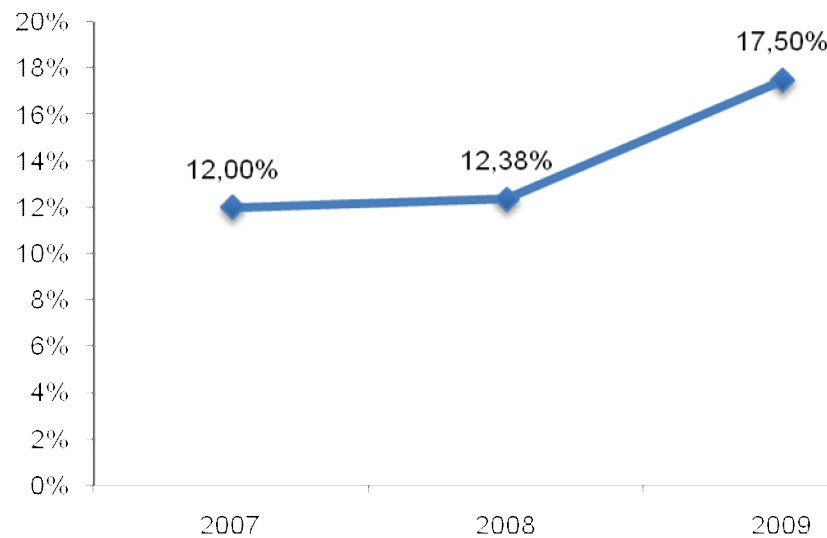


**Cạnh tranh chủ yếu diễn ra trên số lượng và độ bao phủ của đội xe.** Cạnh tranh trong ngành chủ yếu xoay quanh yếu tố thời gian. Làm thế nào để đáp ứng nhu cầu đi lại của khách hàng một cách nhanh nhất là câu hỏi mà tất cả các doanh nghiệp taxi đều đưa lên hàng đầu. Chính điều này đã hình thành 2 trục cạnh tranh chính trong ngành: (i) tối thiểu hóa thời gian chờ đợi của khách hàng từ lúc gọi xe đến lúc có xe, và (ii) tính sẵn sàng hay mức độ bao phủ của đội xe nhằm đáp ứng nhu cầu của khách hàng ngay lập tức. Chính vì thế, các doanh nghiệp trong ngành đều cố gắng phát triển đội xe ngày càng nhiều và tăng số lượng điểm tiếp thị (nơi đậu xe chờ khách) của mình. Với số lượng xe áp đảo cũng như số lượng điểm tiếp thị ngày càng tăng, Vinasun ngày càng thu hút được nhiều cuộc gọi từ khách hàng cũng như cải thiện hiệu quả sử dụng xe (tính bằng tỷ số giữa quãng đường xe chạy chở khách trên tổng số quãng đường xe chạy trong ngày).

Bên cạnh đó, hiện Sở Giao thông vận tải đã kiến nghị Ủy Ban Nhân dân thành phố về việc hạn chế cấp phép cho những hãng taxi mới, đồng thời khống chế số lượng đầu xe taxi của các hãng taxi hiện hữu trong điều kiện xe taxi tăng thiếu kiểm soát. Kiến nghị này nếu được chấp thuận sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các hãng taxi lớn như Mai Linh, Vinasun bành trướng thị phần hoạt động vì lợi thế về đội xe của họ sẽ không thể bị phá vỡ. Dù vậy, chúng tôi cho rằng kiến nghị này mang tính chất hành chính, áp đặt khá cao nên khó có khả năng thông qua. Trong điều kiện cạnh tranh bình thường, Vinasun vẫn có thể tiếp tục phát triển đội xe để đảm bảo tính cạnh tranh của mình.

**Khả năng chuyển giao chi phí cho người tiêu dùng.** Trong hoạt động kinh doanh taxi, các Công ty thường sử dụng phương thức ăn chia trên doanh thu với tài xế. Tỷ lệ này bao gồm chi phí nhiên liệu và tiền lương, trong đó nhiều liệu là chi phí có mức biến động nhiều nhất qua các năm. Trên thực tế, biến động của giá xăng dầu không phải là vấn đề quá lớn đối với các công ty taxi. Thứ nhất, do hoạt động vận tải gắn liền với biến động của giá xăng dầu, nên khi giá xăng tăng thì các công ty vận tải thường có lý do chính đáng để tăng giá cước. Thứ hai, mức tăng giá cước chỉ cần bằng  $\frac{1}{4}$  mức tăng giá xăng là đủ để đảm bảo tỷ suất lợi nhuận cho các công ty taxi vì chi phí nhiên liệu chỉ chiếm khoảng hơn 25% doanh thu. Do đó, tỷ lệ điều chỉnh giá cước mỗi lần có biến động của giá xăng thường khá thấp nên không gây ra sự chú ý đáng kể. Thứ ba, như đã phân tích ở trên, mức độ tập trung trong ngành là khá cao nên khả năng điều chỉnh giá là tương đối dễ dàng. Do đó, dù giá xăng dầu biến động khá nhiều trong các năm qua, nhưng biên lợi nhuận gộp của VNS gần như không thay đổi nhiều.

**Hình: Tỷ suất LN gộp của VNS qua các năm**



*Nguồn: VNS*

Chi phí cố định lớn là rào cản đáng kể đối với các doanh nghiệp mới muốn gia nhập thị trường: hầu hết các hãng taxi khi bắt đầu kinh doanh đều phải bỏ một khoản tiền ban đầu lớn để trang bị đầy đủ hệ thống xe phục vụ cho hoạt động kinh doanh, dẫn đến chi phí khấu hao lớn. Trong khi đó, hệ số sử dụng xe khá thấp trong thời gian đầu khi thương hiệu mới chưa được nhiều người biết đến khiến cho nhiều doanh nghiệp có khả năng bị lỗ. Những yếu tố này là rào cản rất lớn đối với doanh nghiệp taxi muốn gia nhập thị trường. Tuy nhiên, ưu điểm của ngành là vốn lưu động cần thiết không đáng kể, và tài sản có khả năng thanh lý cao.

### Tốc độ tăng trưởng của ngành có thể chậm lại trong vòng 3 năm tới

Hiện tại Tp. Hồ Chí Minh có trên 10.000 xe taxi của các hãng như Mai Linh, Vinasun, Savico, Saigon Air, Hoàng Long, Future taxi. Ngoài ra còn khoảng 2.000 xe taxi “dù” hoạt động ngoài tầm kiểm soát. Bên cạnh đó, gần đây có một số hãng taxi mới ra đời hoặc từ Hà Nội vào mở thêm chi nhánh như taxi Happy, taxi Vạn Xuân với số lượng vài trăm xe. Như vậy, số lượng taxi hoạt động tại Tp. Hồ Chí Minh đã lên đến hơn 12.000 xe, gần chạm ngưỡng dự báo cho phương tiện này vào năm 2020 là 12.700 xe. Đây là con số khổng lồ so với quỹ đất ít ỏi dành cho giao thông. Do vậy, nhiều khả năng trong thời gian tới Ủy ban nhân dân thành phố sẽ kiểm soát việc đầu tư thêm xe. Hiện tại ở Hà Nội đang tiến hành thực hiện việc tạm dừng cấp phép đăng ký mới các doanh nghiệp, kể cả hợp tác xã kinh doanh vận tải khách bằng taxi, khuyến khích các doanh nghiệp đang hoạt động nâng cao chất lượng phương tiện, dịch vụ và không tăng thêm số lượng kể từ ngày 1/3/2010. Với những biện pháp này dự báo trong thời gian tới ngành vận tải taxi sẽ có tốc



độ tăng trưởng chậm lại do việc kiểm soát của Ủy ban Nhân dân thành phố về việc thành lập mới các doanh nghiệp kinh doanh taxi cũng như việc hạn chế cho trang bị, đầu tư thêm xe. Tuy nhiên, theo chúng tôi việc hạn chế này chỉ thực hiện trong một thời gian ngắn trước mắt vì nguyên nhân chính là do cơ sở hạ tầng chưa đáp ứng kịp nhu cầu đi lại của người dân cũng như tốc độ tăng trưởng của ngành taxi. Bên cạnh đó, hiện dân số thành phố khoảng hơn 8 triệu dân trong khi tiêu chuẩn các nước trong khu vực là khoảng từ 200 đến 400 khách/xe/ngày tùy thuộc vào đặc điểm mỗi nước. Nếu theo tiêu chuẩn của thành phố hiện đại, thì ngành taxi cần phải có tốc độ tăng trưởng bình quân 20% hàng năm về đầu xe. Do vậy, theo chúng tôi sau khi giải quyết được vấn đề trên thì tốc độ tăng trưởng của ngành sẽ hồi phục lại.

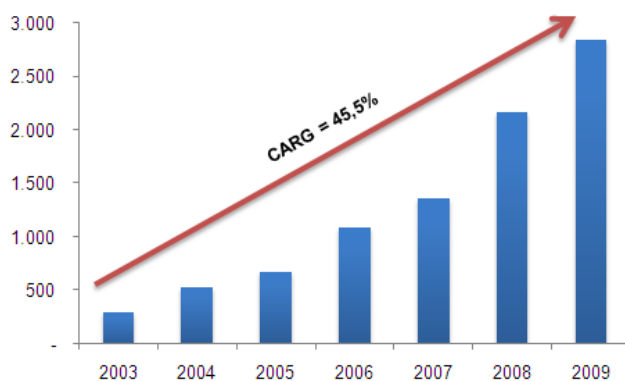
Tuy nhiên, nếu việc kiểm soát số lượng xe được thực hiện, tăng trưởng chủ yếu sẽ dựa vào việc cải thiện hệ số sử dụng xe cũng như việc tăng giá cước trong thời gian tới. Chúng tôi nghĩ việc tăng hệ số sử dụng xe hoàn toàn có thể thực hiện được. Thứ nhất, đời sống sinh hoạt ngày càng tăng sẽ làm tăng nhu cầu sử dụng dịch vụ tiêu dùng. Thứ hai, số người sử dụng dịch vụ tiêu dùng cũng tăng do số người trong độ tuổi lao động tăng lên hàng năm.

### Viansun có thương hiệu mạnh và lợi thế cạnh tranh lớn về đội xe

Dù chỉ mới có 7 năm kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực taxi, nhưng Vinasun đã có những bước phát triển vượt bậc và đã xây dựng được một nền tảng thương hiệu vững chắc trong ngành. Chính sức mạnh thương hiệu cùng với những lợi thế cạnh tranh vượt trội, Vinasun vượt qua giai đoạn khủng hoảng 2008-2009 một cách vững vàng. Thực tế, dịch vụ taxi vẫn là một trong những dịch vụ cao cấp đối với mức thu nhập trung bình của người dân đô thị. Do đó, khi nền kinh tế bước vào khủng hoảng thì người dân sẽ hạn chế chi tiêu đối với các loại hình dịch vụ này, dẫn đến doanh thu của các doanh nghiệp taxi giảm mạnh trong giai đoạn này. Dù vậy, VNS vẫn đạt được mức tăng trưởng doanh thu khá cao, lần lượt là 70% và 29% trong 2 năm 2008 và 2009.

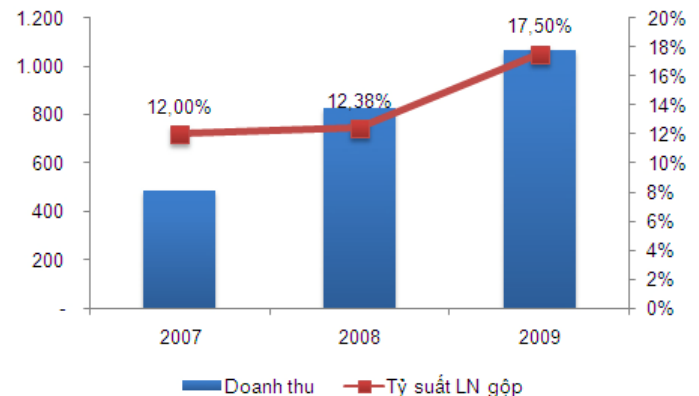
Mặt khác, với lợi thế về thương hiệu và đội xe của mình, khả năng đàm phán để mở rộng số lượng điểm tiếp thị của Vinasun ngày càng tăng lên. Do đó, chúng tôi tin rằng công ty hoàn toàn có thể tiếp tục nâng mật độ bao phủ của mình trong thời gian tới, từ đó cải thiện hệ số sử dụng xe và nâng cao hiệu quả hoạt động. Hiện tại, VNS được xem là doanh nghiệp đứng đầu xét về hiệu quả kinh doanh trên mỗi đầu xe cũng như thị phần hoạt động với tổng số xe đạt hơn 3.000 chiếc cùng 8.000 nhân viên và gần 1.500 điểm tiếp thị trên khắp địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh, Bình Dương và Đồng Nai.

Hình: Số lượng xe taxi qua các năm



Nguồn: VNS

Hình: Doanh thu & LN gộp qua các năm



Nguồn: VNS

## Kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2009

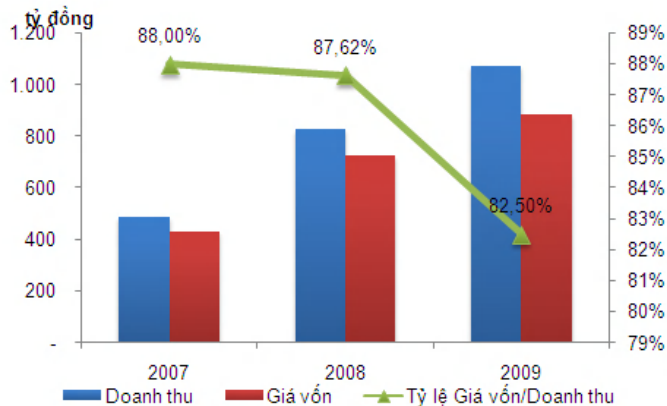
VNS công bố kết quả kinh doanh 2009 với doanh thu 1.068,6 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 107 tỷ. Theo đó, Công ty đã hoàn thành 159% kế hoạch lợi nhuận và tăng 92,69% so với cùng kỳ năm 2008.

**Chiến lược kinh doanh tốt giúp Công ty vượt qua giai đoạn khó khăn nhất.** Năm 2009 là một năm tương đối khó khăn đối với ngành vận tải do dư âm của cuộc khủng hoảng tài chính thế giới để lại. Tuy vậy, với chiến lược tập trung phát triển ba thị trường chính, không đầu tư tràn lan, VNS vẫn đạt kết quả kinh doanh khả quan với doanh thu tăng 29% và lợi nhuận sau thuế tăng hơn 92% so với năm 2008. Cũng trong năm 2009 Công ty tiến hành đầu tư mua mới 674 xe, tương ứng tăng 31% so với năm 2008 nhằm tăng thị phần cũng như doanh thu cho VNS. Tính đến hết năm 2009, thị phần VNS đã chiếm hơn 50% tại Tp. Hồ Chí Minh, 60% tại Bình Dương và 50% tại Đồng Nai. Đồng thời, giá cước taxi trung bình năm 2009 tăng 1.000 đồng/km, tương ứng tăng 10% so với năm 2008.

**Lợi nhuận tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng doanh thu do thay đổi thời gian khấu hao cùng với việc hưởng lợi từ việc cho vay ưu đãi của Chính phủ.** Trong năm 2009, Công ty đã tiến hành điều chỉnh thời gian khấu hao xe, từ 6 năm lên 8 năm nên giá vốn năm 2009 chỉ tăng 21%, thấp hơn so tốc độ tăng trưởng doanh thu là 92%. Tỷ lệ giá vốn/doanh thu giảm, từ 87,62% năm 2008 xuống còn 82,5% năm 2009. Nhờ thế, tỷ lệ lãi gộp/doanh thu được cải thiện đáng kể, từ 12,38% năm 2008 lên 17,5% năm 2009.

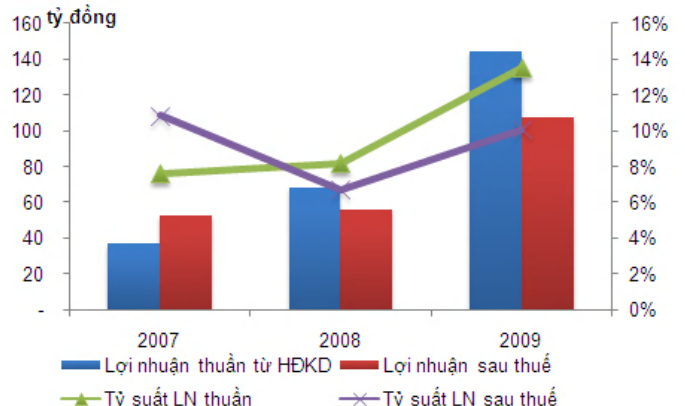
**Hình: Doanh thu & Giá vốn qua các năm**

Do thay đổi thời gian khấu hao nên tỷ lệ GV/doanh thu giảm



Nguồn: VNS

**Hình: Tỷ suất lợi nhuận qua các năm**



Nguồn: VNS

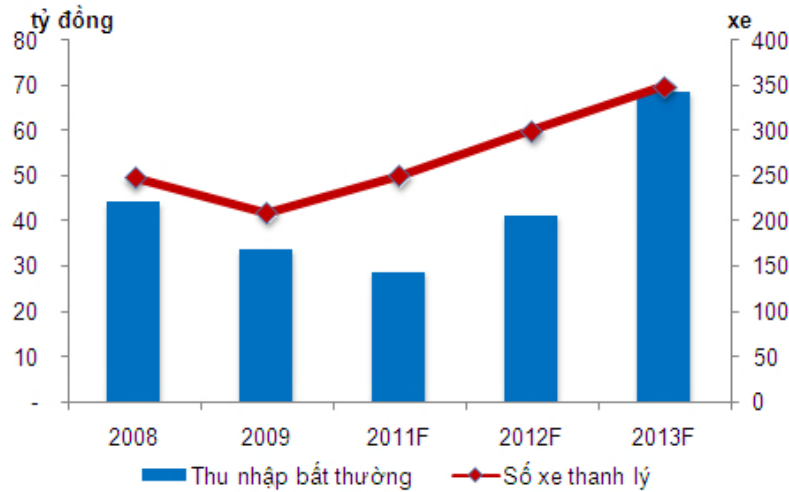
## Hiệu quả sử dụng vốn ngày càng được cải thiện

Lợi nhuận tăng trưởng nhanh làm chỉ số ROE và ROIC được cải thiện đáng kể qua các năm, thể hiện sự nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, và làm cho cổ phiếu VNS trở nên hấp dẫn hơn. Một số yếu tố hỗ trợ điều này bao gồm:

**Thứ nhất, bức tranh lợi nhuận trở nên sáng sủa hơn.** Việc điều chỉnh lại thời gian khấu hao đã giúp phần nào phản ánh đúng thực chất hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, do việc hạch toán khấu hao nhanh những năm trước nên trong vòng năm năm tới

VNS vẫn có những khoản lợi nhuận đột biến từ việc thanh lý xe do giá trị còn lại của những xe này bằng 0.

**Hình: Ước tính thu nhập do thanh lý xe trong 4 năm tới**



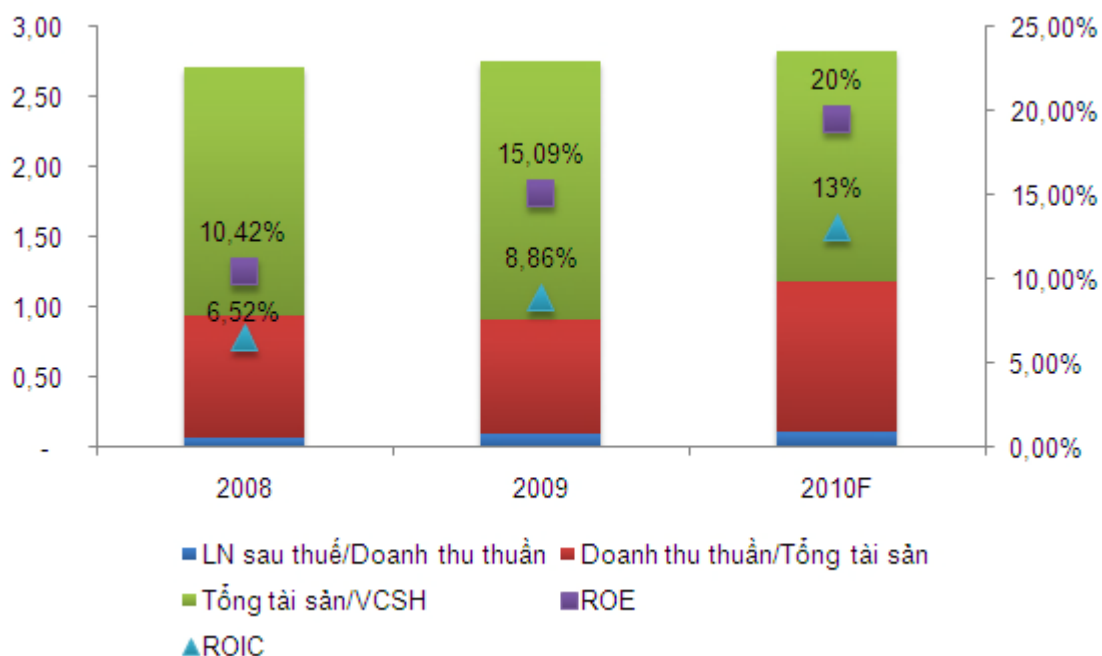
Nguồn: VNS & VCSC

**Thứ hai, tài sản không phục vụ hoạt động kinh doanh chiếm tỷ trọng gần 20% tổng tài sản sẽ được thanh lý trong năm 2010.** Bất động sản đầu tư chiếm gần 200 tỷ là quyền sử dụng 717,1 m<sup>2</sup> đất tại Thủ Khoa Huân, quận 1 và 2.739 m<sup>2</sup> đất tại đường Trương Đình Hội, phường 16, quận 8. Bất động sản này chưa thực sự đem lại hiệu quả hoạt động cho Công ty trong những năm qua. Do vậy, việc thanh lý khu đất Thủ Khoa Huân trong năm 2010 sẽ đem lại một khoản lợi nhuận đột biến cho VNS, đồng thời giúp hoạt động kinh doanh chính tăng trưởng thêm 20% do hiệu quả từ việc tái đầu tư. Dự kiến lợi nhuận sau thuế từ việc bán khu đất vào khoảng 70-80 tỷ đồng.

**Thứ ba, phát huy hết hiệu quả đòn bẩy tài chính.** Đặc trưng của hoạt động kinh doanh taxi là chi phí cố định lớn do việc đầu tư ban đầu hệ thống xe phục vụ cho hoạt động kinh doanh chính. Thông thường cơ cấu vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn khoảng từ 30%-50% được xem là thành công trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính. VNS với tỷ lệ nợ/vốn chiếm khoảng 70,44% và tỷ lệ nợ/tổng nguồn vốn là 38,3% đã tàm cho tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu được cải thiện đáng kể, từ 10,42% năm 2008 lên 15,09% năm 2009.



Hình: Tăng trưởng ROE &amp; ROIC qua các năm



Nguồn: VNS

### Năm 2010 dự báo doanh thu tăng 39% và lợi nhuận tăng 54%

Hiện tại chiến lược kinh doanh của Vinasun là tập trung phát triển tại 3 thị trường chính là Tp. Hồ Chí Minh, Bình Dương và Đồng Nai. Đây là 3 khu vực thuộc dạng sầm uất nhất các tỉnh phía Nam với mức sống người dân tương đối cao và cũng là khu vực có nhiều khu công nghiệp, khu chế xuất thuận tiện cho việc phát triển hoạt động kinh doanh taxi. Ngoài ra, với việc nền kinh tế trong nước dần hồi phục sau cuộc khủng hoảng tài chính thế giới sẽ giúp cho nhu cầu sinh hoạt của người dân tăng lên, đặc biệt ở những thành phố có nhu cầu sinh hoạt cao như Tp. Hồ Chí Minh. Dự kiến mức chi tiêu bình quân đầu người sẽ cao hơn mức trung bình của cả nước. VNS với ưu thế sẵn có tại những khu vực này sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi chính khi nhu cầu sử dụng dịch vụ tiêu dùng này tăng theo mức sống của người dân. Có thể nói VNS đang dần bước vào chu kỳ tăng trưởng mạnh sau một thời gian tập trung phát triển thương hiệu cũng như đầu tư để có một đội xe vững mạnh.

Dự báo trong năm 2010 VNS sẽ tiếp nối đà tăng trưởng của năm 2009 với doanh thu ước đạt khoảng 1.488 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế khoảng 170,8 tỷ đồng (trong đó lợi nhuận thu được từ việc bán đất ở Thủ Khoa Huân khoảng 70 tỷ đồng), lần lượt tăng 39,2% về doanh thu và 59% về lợi nhuận sau thuế so với năm 2009. Ngoài ra, trong năm 2010 VNS dự kiến sẽ tiếp tục tăng tài sản cố định bằng việc đầu tư thêm từ 700-800 xe taxi mới, tương ứng tăng hơn 26% so với năm 2009.

## Mức giá mục tiêu 56.000 theo mô hình DCF

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) với WACC 19,4%, chúng tôi định giá cổ phiếu VNS là 56.000 VNĐ. Chúng tôi tin rằng mô hình DCF là thích hợp để định giá cổ phiếu này vì (i) ngành taxi có rất ít doanh nghiệp niêm yết nên việc định giá theo phương pháp so sánh (relative valuation) là không khả thi (ii) mô hình DCF cho phép chúng tôi theo dõi hiệu ứng lợi nhuận đột biến trong 1, 2 năm tới do thanh lý tài sản nhưng không để đột biến này làm sai lệch giá trị doanh nghiệp, và (iii) tính toán giá trị đầu tư theo số lượng xe một cách chi tiết trong những năm tới.

### BĐ12: Các giả định trong mô hình định giá

Một số giả định và kết quả cơ bản của mô hình định giá chiết khấu dòng tiền tự do

<b>Giai đoạn dự phóng</b>		
Thời gian	4 năm	
Tăng trưởng doanh thu trung bình	27%	Kỳ vọng số đầu xe ổn định ở mức 4.200 chiếc vào năm cuối của giai đoạn dự phóng
Tỷ suất lợi nhuận gộp trung bình	16,40%	
<b>Giai đoạn tăng trưởng dài hạn</b>		
Thời điểm bắt đầu	2014	Số liệu trong GD này được ước tính dựa trên dự phóng 2013
Tăng trưởng hàng năm	4%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp trung bình	16%	
Chi phí mua sắm TSCĐ/Doanh thu	9%	TSCĐ mua mới vừa đủ thay thế TSCĐ bị thanh lý.
<b>DCF</b>		
Tổng giá trị doanh nghiệp (triệu đồng)	1.570.877	
Tổng giá trị của chủ sở hữu (triệu đồng)	1.630.134	
Số cổ phiếu (triệu cổ phiếu)	20	
Giá mục tiêu	56.429	

Nguồn: VCSC ước tính

### Chi tiết về một số giả định quan trọng

#### Tăng trưởng doanh thu

Giá cước taxi tăng khoảng 10%/năm và công suất mỗi năm tăng khoảng 5%. Chúng tôi dự báo mức tăng công suất hoạt động của xe trên cơ sở số điểm tiếp thị cũng như số lượng cuộc gọi đến tổng đài ngày càng tăng, bình quân tăng khoảng 20% trong 2 năm 2008 & 2009. Ngoài ra, sắp tới VNS đưa chương trình định vị GPS vào hoạt động nhằm rút ngắn thời gian đón khách cũng như tiết kiệm được nhiên liệu, giảm tình trạng tài xế chạy đua để giành khách sẽ làm tăng công suất hoạt động của mỗi xe. Dự báo doanh thu trong giai đoạn này tăng khoảng 27%/năm.

Chỉ tiêu	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Tổng số xe ước tính	3.545	3.827	4.101	4.244	4.244
Ước tính đơn giá tăng	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Ước tính công suất tăng	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	-
Công suất 1 xe	60,00%	63,00%	66,15%	69,46%	69,46%
Doanh thu bình quân 1 xe 2009	1,03				
Doanh thu 1 xe/ngày (triệu đồng)	1,18	1,36	1,57	1,80	1,98
<b>Tổng doanh thu (triệu đồng)</b>	<b>1.531.257</b>	<b>1.900.902</b>	<b>2.342.567</b>	<b>2.787.955</b>	<b>3.066.750</b>

Tăng, giảm tài sản cố định (xe taxi)

**Tình hình đầu tư mới:** Chúng tôi dự báo tài sản cố định trung bình tăng hơn 13%/năm với giá mua trung bình tăng khoảng 10%/năm trong giai đoạn dự phóng và 5% trong giai đoạn tăng trưởng dài hạn.

**Tình hình thanh lý xe:** dự báo năm 2010 VNS không thanh lý xe do Công ty đã thanh lý một số lượng lớn trong 3 năm trước. Bên cạnh đó, trong năm 2010 VNS có khoản thu nhập bất thường từ việc chuyển nhượng khu đất ở Thủ Khoa Huân nên đủ nguồn lực tài chính cho việc đầu tư thêm xe. Từ năm 2011, Công ty sẽ tiếp tục tiến hành thanh lý số xe đã chạy hơn 5 năm. Kỳ vọng đến năm 2014, số đầu xe ổn định ở mức 4.200 xe.

Chỉ tiêu	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Số xe thanh lý ước tính	-	250	300	349	300
Lợi nhuận thu được (triệu đồng)		28.695,90	41.368,30	68.754,76	75.000,00
Số xe ước tính đầu tư mới	700	532	574	492	300
Tổng giá trị đầu tư ước tính (triệu đồng)	490.000	409.448	486.189	437.642	280.145
<b>Tổng số xe ước tính</b>	<b>3.545</b>	<b>3.827</b>	<b>4.101</b>	<b>4.244</b>	<b>4.244</b>

Nhu cầu vay vốn

Chúng tôi dự báo từ năm 2011, Công ty mới tiến hành vay vốn nhằm phục vụ cho nhu cầu đầu tư tài sản mới với số tiền vay bằng ½ tổng giá trị đầu tư.

Chúng tôi dự báo những khoản vay này sẽ được trả dần trong 4 năm với lãi suất năm 2010 là 15%, những năm tiếp theo là 12%.

Chỉ tiêu	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Tổng giá trị đầu tư ước tính (triệu đồng)	490.000	409.448	486.189	437.642	280.145
Dư nợ đầu năm	501.554	426.165	488.277	500.388	462.500
Vay trong năm	50.000	200.000	200.000	200.000	-
Trả nợ trong năm	125.388	137.888	187.888	237.888	150.000
<b>Dư nợ vay cuối năm ước tính</b>	<b>426.165</b>	<b>488.277</b>	<b>500.388</b>	<b>462.500</b>	<b>312.500</b>
Lãi vay	15%	12%	12%	12%	12%
<b>Chi phí lãi vay ước tính</b>	<b>63.925</b>	<b>58.593</b>	<b>60.047</b>	<b>55.500</b>	<b>37.500</b>

## ĐỊNH NGHĨA CÁC KHUYẾN NGHỊ

<b>MUA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cổ phiếu được chúng tôi đánh giá cao. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư đạt 20%/năm hoặc hơn, với ít rủi ro giảm giá.</li> </ul>
<b>NĂM GIỮ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cổ phiếu theo chúng tôi đã được định giá hợp lý. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư đạt dưới 20%/năm nhưng rủi ro giảm giá không cao.</li> </ul>
<b>BÁN</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cổ phiếu không được chúng tôi đánh giá cao. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư thấp với nhiều rủi ro giảm giá.</li> </ul>

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.