

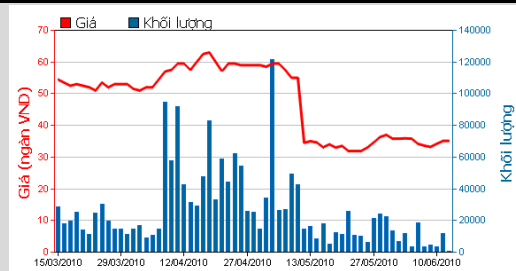
MCK: VNS (HSX)

CTCP ÁNH DƯƠNG VIỆT NAM

NĂM GIỮ

ĐỊNH GIÁ 39.100 VND**Chuyên viên : Vũ Hoàng Việt****Email: viet.vh@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 348****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (ngày 15/06/10) (VND)	35.300
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	65.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	31.900
Số CP đang lưu hành	30.000.000
KLGD bình quân 3 tháng	288.816
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.059
Trailing P/E (2009) (x)	5,9
Forward P/E (2010) (x)	5,9
P/BV (BV 31/03/10) (x)	0,9

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	Q1/10	2010 KH	2010F
DT	1.069	369	1.481	1.546
LNTT	144	39	231	237
LNST	107	29	174	180
VĐL	200	200	300	300
TTS	1.310	1.590		1.614
VCSH	703	755		783
ROA (%)	8,2%			11,2%
ROE (%)	15,1%			22,7%
EPS (VND)	6.175			6.009
GTSS (VND)	35.173			26.116
Tỷ lệ cổ tức (%)	22%	-	-	25%

Nguồn: BCTC VNS

VẬN TẢI ĐƯỜNG BỘ

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, EPS 2010 được dự báo sẽ vào khoảng 6.009 đồng, tương đương mức P/E forward 5,9 lần. Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của cổ phiếu VNS tại thời điểm này xoay quanh 39.100 đồng/cp (tương đương mức vốn hóa 1.173 tỷ). So với mức giá giá tham chiếu ngày 16/06/2010 (35.300 đồng/cp), cổ phiếu VNS đang được giao dịch thấp hơn mức giá hợp lý 9,7%. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể cân nhắc tiếp tục nắm giữ cổ phiếu VNS và có thể mua vào tùy thuộc vào tỷ lệ lợi nhuận mong đợi.

Ngành kinh doanh dịch vụ taxi có nhiều triển vọng từ tốc độ tăng trưởng kinh tế ổn định. Trong các năm qua, ngành kinh doanh taxi đã cho thấy những bước tăng trưởng cả về chất và lượng với sự tham gia thị trường hoặc mở rộng quy mô của hàng loạt các hãng taxi lớn từ 2007, qua đó đã làm tăng đáng kể mức độ cạnh tranh cũng như chất lượng phục vụ. Số lượng xe cũng tăng đầy ấn tượng, vào 2004, Tp. HCM chỉ mới có khoảng gần 6.000 chiếc, đến đầu 2010 con số này là 12.500 chiếc, tốc độ tăng trưởng gộp gần 15%/năm.

Vinasun có địa bàn hoạt động tại ba khu vực Tp. HCM, Đồng Nai, Bình Dương – là những khu vực có nền kinh tế năng động và tăng trưởng cao nhất nước. Trong 2010, mục tiêu tăng trưởng của ba khu vực này tiếp tục được đặt ra ở mức hai con số (lần lượt là 11%; 12%; 13%) sẽ là tiền đề cho tăng trưởng trong thu nhập xã hội tại ba khu vực này cũng như trong nhu cầu sử dụng taxi.

Về tầm nhìn dài hạn, theo quy hoạch phát triển Tp. HCM đến 2025, vai trò của Bình Dương, Đồng Nai và các vùng phụ cận khác sẽ là rất quan trọng hỗ trợ cho sự phát triển của khu vực Tp. HCM, chưa kể đến tiềm năng từ các thị trường khác như Vũng Tàu, Đà Nẵng, Nha Trang,... mà VNS sẽ mở rộng sắp tới.

Khả năng nội tại vững mạnh và được gián tiếp “hưởng lợi” bởi chính sách, xét trên góc độ tích cực. Khả năng nội tại của Công ty đến từ đội xe được đầu tư mạnh về số lượng và cả chất lượng. Chiến lược đầu tư tập trung vào đội xe của VNS đã tỏ ra rất đúng đắn. Từ 2006 đến 2009, tốc độ tăng trưởng gộp hàng năm (CAGR) của đội xe đạt 27%/năm, doanh thu tăng tương ứng 42%/năm.

Hiện nay, tổng số xe VNS đang khai thác là 3.451 chiếc với 2/3 là các xe Innova mới và chất lượng phục vụ cao. Đến cuối năm 2010, số lượng xe sẽ có thể lên đến gần 3.800 chiếc trên cả ba địa bàn hoạt động. Theo tiêu chí số lượng xe tại Tp. HCM, hiện VNS đang đứng ở vị trí đầu tiên, sau đó là Mai Linh với trên 2.500 đầu xe. Lợi thế về thị phần khiến VNS và Mai Linh phần nào có khả năng chi phối giá cả trên thị trường.

Quy định mới tạm ngưng cấp phép đăng ký taxi mới trong Tp. HCM tuy trực tiếp ảnh hưởng đến khả năng mở rộng thị phần nhưng VNS lại phần nào gián tiếp được “hưởng lợi” trong việc giữ vững những gì đang có tại thị trường Tp. HCM. Nhờ đó, Công ty sẽ thoải mái hơn khi hướng đến các thị trường tiềm năng khác như Vũng Tàu, Đà Nẵng, Nha Trang,...

Hoạt động kinh doanh BĐS mang lại nguồn thu đột biến trong 2010: VNS có kế hoạch chuyển nhượng khu đất 717m² Thủ Khoa Huân, thu về khoảng 290 tỷ doanh thu và khoảng hơn 70 tỷ lợi nhuận sau thuế. Đây sẽ là nguồn vốn thặng dư đáng kể để VNS có thể thực hiện các kế hoạch đầu tư đội xe cũng như tham gia vào các hoạt động đầu tư, liên doanh liên kết khác.

Nguồn thu ổn định từ mảng BĐS cũng sẽ bắt đầu đóng góp từ cuối 2010 khi dự án Trung tâm thương mại Tân Đà đi vào khai thác. Mức độ đóng góp cụ thể sẽ tùy thuộc vào phương án kinh doanh mà Công ty sẽ thực hiện.

Rủi ro: Trong ngắn hạn, với tổ chức kinh doanh như hiện tại, chúng tôi cho rằng rủi ro kinh doanh đối với VNS là không nhiều. Về dài hạn, các chính sách quản lý theo hướng làm chậm lại sự phát triển quá nhanh của ngành sẽ có những ảnh hưởng nhất định đến kế hoạch đầu tư và phát triển dài hạn của Công ty.

CTCP Ánh Dương Việt Nam

Lầu 6 – 7 – 8, tòa nhà Hà Phan, số 5 Phan Xích Long, P.2, Q. Phú Nhuận, Tp. HCM

ĐT: (84 – 8) 3827.7178

Fax: (84 – 8) 3827.9255

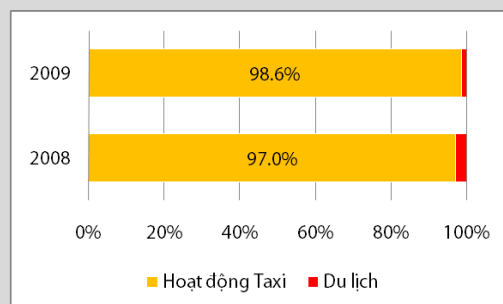
Website: www.vinasuncorp.com

Thành lập: Năm 1995

Cổ phần hóa: Năm 2008

Quản trị - Điều hành

Tên	Chức vụ
Đặng Phước Thành	CT.HĐQT
Huỳnh Văn Minh	PCT. HĐQT
Tạ Long Hỷ	TV. HĐQT – PTGD
Đặng Thị Lan Phương	TV. HĐQT – TGĐ
Trương Đình Quý	TV. HĐQT
Ngô Thị Thúy Vân	PTGD
Huỳnh Văn Sỹ	PTGD
Đặng Phước Hoàng Mai	PTGD
Trần Anh Minh	PTGD
Nguyễn Bảo Toàn	PTGD
Trương Đình Quý	PTGD

Cơ cấu doanh thu

Nguồn: BCTC VNS

Một số chỉ tiêu của hoạt động dịch vụ taxi

Chỉ tiêu	2008	2009
Số lượng cuộc gọi bình quân/ngày	16.471	18.000
Lượt khách qua điểm tiếp thị	11.072	15.913
Số xe cuối năm	1.847	2.846
Doanh thu bình quân (triệu/xe/ngày)	1.252.000	1.320.000
	10.000	10.500
Giá cước bình quân	d/km	đ/km

Nguồn: VNS

Vinasun tiền thân là một công ty tư nhân kinh doanh ăn uống và du lịch nội địa, được thành lập vào 1995 với số vốn điều lệ ban đầu 300 triệu đồng. Bước ngoặt đến với Vinasun sau 8 năm khi hoạt động kinh doanh được mở rộng sang kinh doanh Taxi. Từ đó, VNS có tốc độ tăng trưởng ấn tượng về kết quả hoạt động cũng như tổng tài sản. Ngày 29/07/2008, Công ty chính thức niêm yết trên HSX với số vốn điều lệ 170 tỷ vào thời điểm đó.

Tính đến cuối 05/2010, vốn điều lệ của VNS là 300 tỷ, trong đó tổ chức đầu tư nước ngoài nắm giữ 8,4%.

Hoạt động sản xuất kinh doanh

Hoạt động kinh của VNS hiện gồm kinh doanh Taxi dưới thương hiệu Taxi Vinasun, dịch vụ du lịch với Vinasun Travel và các hoạt động đầu tư dự án khác.

Kinh doanh dịch vụ taxi: đây là hoạt động chủ yếu mang lại nguồn thu cho VNS trong những năm gần đây. Trong 2009, 98,6% doanh thu đến từ mảng kinh doanh dịch vụ taxi.

Tính đến thời điểm hiện tại, đội xe của Vinasun gồm 3.451 chiếc bao gồm các loại xe thuộc các dòng mới như Vios, Inova G, Inova J. Sự tăng mạnh số lượng xe từ 2.171 xe (cuối 2008) lên 2.846 (cuối 2009) là kết quả của khả năng nắm bắt nhu cầu thị trường, tận dụng những ưu đãi của Chính Phủ và quyết định đầu tư táo bạo của Ban lãnh đạo VNS trong 2009 – đầu tư thêm 898 chiếc xe so với dự tính ban đầu 420 chiếc. Trong bốn tháng đầu năm 2010, VNS tiếp tục đưa vào khai thác thêm 550 chiếc. Hiện nay, trong phạm vi thành phố Hồ Chí Minh, VNS có 2.946 xe hoạt động, còn lại khoảng 450 chiếc hoạt động trên địa bàn các tỉnh Đồng Nai, Bình Dương. Cùng với sự gia tăng về lượng xe, số điểm tiếp thị và số lượt khách phục vụ cũng tăng mạnh từ 424 điểm (2009) – phục vụ 4 triệu lượt khách lên 522 điểm (2009) – phục vụ 5,8 triệu lượt. Cùng với đó là sự mở rộng khách hàng cố định từ 1.492 công ty lên 3.558 công ty.

Theo thống kê vào cuối 02/2010, thành phố Hồ Chí Minh đang có hơn 12.500 chiếc taxi đang hoạt động. Như vậy, xét về quy mô đội xe, VNS đang chiếm gần 27% thị phần. Với đội xe được đầu tư đúng mức, độ tuổi trung bình thấp và chất lượng đồng nhất, hoạt động kinh doanh taxi trong 2009 tiếp tục ghi nhận tốc độ tăng trưởng bất chấp giai đoạn khủng hoảng. Điều này được thể hiện qua mức tăng trưởng của các chỉ tiêu cơ bản như trên cũng như các chỉ tiêu về số lượng cuộc gọi, doanh thu bình quân xe/ngày,...

Kinh doanh dịch vụ du lịch và ăn uống: dù là hoạt động ban đầu của VNS nhưng đến nay tỷ trọng đóng góp vào nguồn thu không nhiều, chỉ dưới 5% mỗi năm. VNS tổ chức thực hiện các tour du lịch trong và ngoài nước cũng như loại hình du lịch kết hợp hội nghị và nghỉ dưỡng (MICE), đại lý vé máy bay của các hãng hàng không lớn như Vietnam Airline, Korean Airline,... Hoạt động kinh doanh ăn uống được VNS khai thác từ hai nhà hàng Tân Đà Cao lầu (1.200 m² – 50 bàn) và nhà hàng Hai Lúa (2.500 m² – 100 bàn). Hoạt động này có xu hướng giảm dần trong những năm gần đây.

Khai thác, kinh doanh BĐS: khu đất diện tích 717m² tại Thủ Khoa Huân quận 1, giá vốn 197,2 tỷ sẽ được chuyển nhượng trong 2010, nguồn thu sau thuế từ đây được dự báo sẽ khoảng gần 70 tỷ đồng.

Về dài hạn, VNS có kế hoạch thực hiện một số dự án khác như dự án chung cư tại quận 8 và một dự án khá tham vọng là dự án làng biệt thự xanh VINASUN tại Tây Bắc Củ Chi. Cả hai dự án này đều thuộc tầm nhìn phát triển dài hạn và hiện đang trong quá trình thiết kế và xây dựng phương án đầu tư.

Chi phí

Trong cơ cấu giá vốn 2009, chiếm tỷ trọng cao nhất là chi phí lương tài xế và chi phí giá xăng, dầu – 57% trong 2009. Kế đó là chi phí khấu hao – 10,8% và các chi phí bảo dưỡng, sửa chữa khác.... Trong 2009, VNS đã điều chỉnh lại tỷ lệ khấu hao cho đội xe, kéo dài thời gian khấu hao từ 6 thành 8 năm khiến chi phí khấu hao giảm. Bên cạnh đó, giá nhiên liệu bình quân trong 2009 cũng thấp hơn 2008. Những yếu tố trên đã góp phần làm tăng tỷ suất lợi nhuận gộp của VNS tăng mạnh lên 17,5% so với 12,4% của năm trước.

Thị trường – Đối thủ cạnh tranh

Hoạt động kinh doanh taxi của VNS tập trung tại khu vực Tp. HCM là chủ yếu, cạnh đó là các tỉnh Đồng Nai, Bình Dương. Thị phần (xét trên tiêu chí doanh thu bình quân/ngày/xe) tại Tp. HCM đạt 42% và 60% ở hai tỉnh còn lại. Lợi thế của VNS đến từ mức độ bao phủ rộng khắp với đội xe, số điểm đại lý lớn và chất lượng phục vụ cao.

So sánh với taxi Mai Linh và toàn khu vực miền Nam, Mai Linh vẫn là công ty đứng đầu ngành về số lượng taxi và độ phủ. Tuy nhiên, nếu chỉ xét tại địa bàn Tp. HCM, VNS lại là công ty đứng đầu về các chỉ tiêu trên.

Tiềm năng tăng trưởng

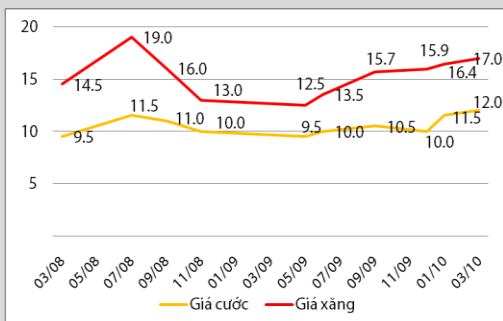
Hiện nay, việc đi lại bằng taxi vẫn còn khá xa xỉ đối với đại bộ phận dân cư trong xã hội. Do đó, triển vọng kinh doanh của VNS sẽ phụ thuộc nhiều vào tốc độ tăng trưởng kinh tế, qua đó là sự tăng trưởng trong nhu cầu cũng như thu nhập của xã hội. Hoạt động tập trung chủ yếu tại Hồ Chí Minh, Bình Dương và Đồng Nai; triển vọng tăng trưởng của VNS trong thời gian tới là rất lớn.

Trong tình hình khó khăn 2009, GDP Tp. HCM vẫn tăng trưởng 7,8%; gấp 1,5 lần so với mức 5,32% của cả nước. Hai tỉnh Bình Dương và Đồng Nai cũng có mức tăng trưởng GDP 10,3% và 9,3%. Trong 2010, các mục tiêu tăng trưởng của ba khu vực này lần lượt là 11% (HCM); 13% (Bình Dương) và 12% (Đồng Nai). Tăng trưởng kinh tế ổn định sẽ là tiền đề cho sự phát triển hơn nữa của nhu cầu sử dụng taxi nói chung và hoạt động kinh doanh VNS nói riêng. Triển vọng tương lai còn được hỗ trợ bởi thu nhập ngày càng cao của xã hội. GDP bình quân đầu người cả nước giai đoạn 2005 – 2010 tăng bình quân 13,6%. GDP bình quân của Tp. HCM, Bình Dương và Đồng Nai trong 2009 lần lượt là 2.606; 1.209 và 1.403 USD/người/năm –cao hơn so với mức bình quân của cả nước –1.043 USD/người/năm. Riêng đối với thị trường Tp. HCM, tốc độ tăng trưởng thu nhập trong 5 năm tới được dự báo sẽ duy trì ở mức 10% - 12%.

Bên cạnh các yếu tố mang tính vĩ mô, triển vọng tăng trưởng từ năng lực nội tại của VNS cũng rất đáng kể. Đó là triển vọng từ một thương hiệu mạnh, đội xe lớn, chất lượng cao và độ tuổi trung bình thấp. VNS đang sở hữu đội xe lớn nhất Tp. HCM, 3.451 xe, kế tiếp là CTCP Mai Linh với khoảng 2.500 chiếc. Mức độ bao phủ rộng khắp là một thế mạnh của VNS trong việc phát triển thị phần tại Tp. HCM. Có thể nói, thị phần lớn tại Tp. HCM cùng với Mai Linh phần nào giúp hai doanh nghiệp này có khả năng áp

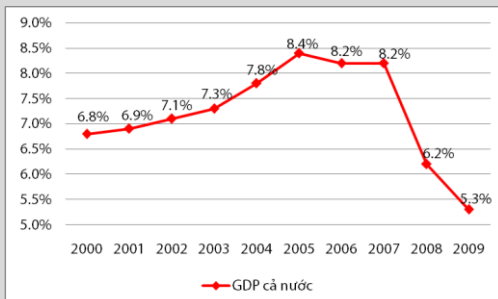
Diễn biến giá xăng và giá cước taxi từ 2008

Đvt: nghìn đồng



Nguồn: VDSC

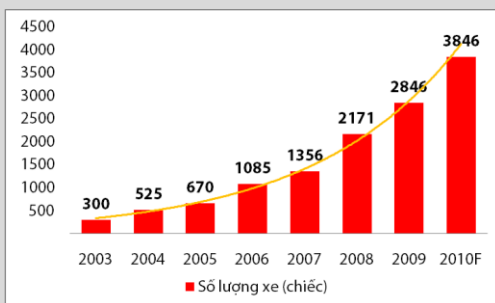
Tốc độ tăng trưởng GDP cả nước từ 2000



Nguồn: GSO

Số lượng xe của VNS từ 2003

Đvt: chiếc



Nguồn: VNS

đặt một mặt bằng giá cước mà không lo ngại khả năng mất thị phần.

Trong 2010, theo kế hoạch đầu tư, số đầu xe của VNS sẽ tăng thêm 900 chiếc. Hiện nay, VNS đã hoàn thành 61% kế hoạch đầu tư 2010 với việc đưa vào khai thác 550 chiếc Innova G và còn 55 xe đã nhận nhưng chưa khai thác, nâng tổng số xe hiện có của VNS lên 3.451 chiếc. Kế hoạch đầu tư xe mới trong 2010 của VNS phần nào sẽ chững lại sau quyết định tạm ngừng cấp phép đăng ký taxi mới của Sở Giao thông Vận tải Tp. HCM kể từ ngày 01/06/2010. Chúng tôi cho rằng quyết định này chỉ mang tính tạm thời khi cơ sở hạ tầng chưa đủ hoàn thiện để đáp ứng cho loại hình kinh doanh taxi. Tuy nhiên, ở góc độ một Công ty đang dẫn đầu trên các địa bàn hoạt động như VNS, quyết định trên có khi lại là yếu tố tích cực, giúp củng cố vị trí của VNS, sức mạnh trong cạnh tranh và chi phối thị trường,... Chỗ đứng về thị phần được đảm bảo tại thị trường lớn nhất - HCM là một thuận lợi rất lớn cho VNS trong thời gian tới khi hoạt động được mở rộng sang các thị trường tiềm năng khác như Vũng Tàu, Đà Nẵng, Nha Trang,...

Chúng ta có thể nhìn nhận quyết định trên như một yếu tố tích cực, đó là sức mạnh áp đặt giá cho VNS sẽ được củng cố thêm và thứ tự thị phần của các Công ty trong ngành sẽ không thay đổi.

Bên cạnh hoạt động chính, kinh doanh BĐS hứa hẹn sẽ mang lại một khoản khá đột biến cho nguồn thu trong 2010 của VNS. Đó là khoản lợi nhuận từ chuyển nhượng khu đất diện tích 717m² tại Thủ Khoa Huân, quận 1, tp. HCM. Lợi nhuận ước tính khoảng 70 tỷ sau thuế, sẽ hạch toán trong 2010.

Nguồn thu ít đột biến hơn nhưng mang tính bền vững sẽ bắt đầu xuất hiện từ 2011. Đó là khi Trung tâm Thương mại Tân Đà dự kiến hoàn thành và đi vào hoạt động từ 10/2010. Dự án được xây dựng trên diện tích 1.200m², diện tích sàn xây dựng 7.026m², khởi công từ 06/2009. Nguồn thu sau thuế từ dự án này được ước tính vào khoảng 12 tỷ - 13 tỷ/năm.

Rủi ro kinh doanh

Tiềm năng tăng trưởng phụ thuộc nhiều vào mức độ phát triển của nền kinh tế và thu nhập xã hội. Diễn biến xấu đi của nền kinh tế hoàn toàn có thể ảnh hưởng đến hoạt động của VNS qua tác động đến nhu cầu và khả năng chi tiêu.

Ngoài ra, VNS còn chịu tác động bởi rủi ro chính sách. Điển hình nhất là quyết định dừng đăng ký taxi mới như chúng tôi đã đề cập. Chắc chắn nếu không có thay đổi trong dài hạn, chắc chắn chiến lược đầu tư đội xe và phát triển ứng với từng thị trường của VNS sẽ phải thay đổi.

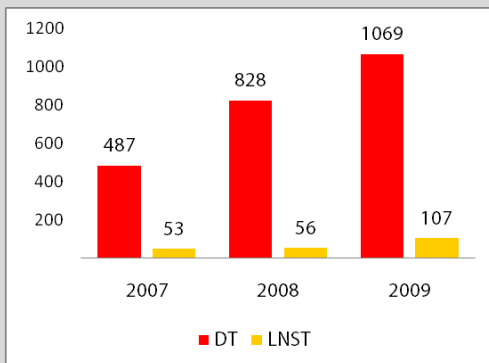
Tình hình tài chính

Chỉ tiêu tăng trưởng: Trải qua một năm 2009 đầy khó khăn đối với các doanh nghiệp trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế sâu rộng, VNS vẫn duy trì được mức tăng trưởng 29% trong DT - có thể được xem là khá ấn tượng. Số lượng xe tăng 31% từ 2.171 chiếc lên 2.846 chiếc trong 2009 và giá cước bình quân trong 2009 cũng cao hơn trong 2008 là hay yếu tố giúp VNS đạt được sự tăng trưởng trên.

Khả năng sinh lợi: Diễn biến trái chiều của giá xăng và giá cước taxi trong 2009 (giá xăng bình quân trong 2009 giảm nhẹ trong khi giá cước taxi tăng khoảng 500đ/km)

Doanh và Lợi nhuận qua các năm

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: BTC VNS

Khả năng sinh lời

	2008	2009	QI/10
LN Gộp/DT	12,4%	17,5%	16,9%
LN HĐKD/DT	8,2%	13,5%	10,4%
LNST/DT	6,7%	10,1%	7,9%
ROA	5,9%	8,2%	-
ROE	10,4%	15,1%	-

Nguồn: BTC VNS

Cấu trúc tài chính

	2008	2009	QI/10
Cấu trúc tài sản			
Phải thu/TTS	3,9%	4,4%	3,6%
HTK/TTS	55,9%	63,3%	69,2%
TSCĐ/TTS	0,3%	0,2%	0,2%
Cấu trúc vốn			
Tổng nợ/TTS	43,3%	45,6%	52,6%
Nợ vay/TTS	33,9%	38,3%	40,2%

Nguồn: BTC VNS

cùng với chính sách khấu hao mới – kéo dài thời gian khấu hao đội xe từ 6 năm thành 8 năm là hai yếu tố hỗ trợ cho sự cải thiện trong tỷ suất lợi nhuận gộp của VNS từ 12,4% trong 2008 thành 17,5%.

Các chính sách tiết giảm chi phí được kiểm soát tốt trong 2009. Tỷ lệ các chi phí bán hàng, chi phí quản lý/doanh thu đều giảm nhẹ so với năm trước. Lợi nhuận từ hoạt động tài chính không biến động nhiều – thu nhập tài chính giảm nhẹ 0,21% trong khi chi phí tăng 3,4%. Tuy nhiên, chi phí tài chính năm sau có thể tăng do chương trình hỗ trợ lãi suất 4% đã kết thúc. Trong 2009, nguồn thu nhập khác từ thanh lý 223 chiếc xe có mức đóng góp đáng kể cho LNTT của VNS với lợi nhuận ròng khoảng 34 tỷ trong tổng 144 tỷ LNTT 2009. Kết thúc 2009, LNST Công ty đạt 107 tỷ, tăng 92,6%.

Tăng trưởng mạnh trong DT và LNST giúp các tỷ suất sinh lợi ROE, ROA cũng trở nên tốt hơn. Cụ thể, ROA tăng từ 5,9% (2008) lên 8,2% (2009); tương ứng là mức tăng từ 10,4% lên 15,1% trong ROE.

Kết thúc 4 tháng đầu năm 2010, VNS đã đạt 492,3 tỷ DT và 36,2 tỷ LNST, hoàn thành 35,2% kế hoạch lợi nhuận hoạt động chính và 20,8% tổng kế hoạch LN.

Cấu trúc tài chính: Như một đặc thù của ngành, VNS sử dụng vốn vay cao để phục vụ cho việc đầu tư đội xe. Tính đến hết 2009, tỷ lệ nợ vay của VNS trong tổng tài sản khoảng 45,6% và toàn bộ là nợ vay dài hạn. Khoảng 300 tỷ trong tổng nợ 502 tỷ là nguồn vốn vay được hưởng mức ưu đãi lãi suất. Trong 2009, nợ vay dài hạn của VNS tăng mạnh khoảng 62%. Nhờ nguồn vốn điều lệ và thặng dư được bổ sung với 3 triệu cổ phiếu phát hành thêm cho cổ đông chiến lược, tỷ lệ nợ/tổng tài sản của VNS không biến động quá mạnh. Khả năng thanh toán của Công ty trong 2009 được cải thiện đáng kể so với năm ngoài với các hệ số thanh toán đều trên 2,7 lần.

Trong 05/2010, VNS đã tăng vốn từ 200 tỷ lên 300 tỷ bằng cách phát hành cổ phiếu thưởng. Quy mô vốn tăng lên sẽ mở ra nhiều khả năng tiếp cận vốn của VNS, đảm bảo nguồn tài trợ cho các dự án đầu tư đội xe cũng như các dự án BĐS khác của Công ty.

Dự phóng – Định giá

Dự phóng

Doanh thu: Hoạt động kinh doanh taxi tiếp tục sẽ duy trì được sự ổn định trên cơ sở đội xe sẵn có và cơ hội tăng trưởng đến từ hoạt động đầu tư thêm đội xe. Theo kế hoạch, ít nhất 900 xe sẽ được đầu tư mới trong năm nay. Kế hoạch đầu tư đã được hoàn thành 61% với 550 xe vừa được đưa vào khai thác, số xe hiện tại của VNS là 3.451 xe.

Trong tình hình từ 01/06/2010, các doanh nghiệp chỉ có thể thay thế xe mới bằng xe cũ chứ không được đăng ký thêm taxi mới. Chúng tôi thận trọng sử dụng số xe hiện tại trong dự phóng nguồn thu 2010. Như vậy, năng lực hoạt động của VNS đã được nâng lên 18% so với đầu năm. Chúng tôi giả định cước taxi bình quân trong cả năm 2010 sẽ tăng khoảng 7% -10% tương ứng với dự báo giá xăng dầu trong 2010 sẽ tăng khoảng 10% - 12%. Trên cơ sở và những ước tính trên, chúng tôi ước tính tổng DT 2010 của VNS sẽ khoảng 1.546 tỷ, vượt 3,2% kế hoạch và tăng 44,7%.

Lợi nhuận gộp: tỷ trọng chi phí khấu hao trong 2010 sẽ tăng nhẹ do hoạt động đầu tư thêm xe trong 2009 và 2010. Chúng tôi giả định chi phí khấu hao 2010 sẽ chiếm

khoảng 12,5% DT. Chiếm tỷ trọng lớn hơn trong cơ cấu giá vốn là tiền xăng và tiền lương cho tài xế. Do giá cước taxi sẽ được điều chỉnh tăng khi giá xăng tăng nhằm đảm bảo một mức lợi nhuận nhất định trên mỗi km cho VNS. Còn lại là các loại chi phí khác như bảo dưỡng, sửa chữa đội xe,... Tỷ suất lợi nhuận gộp cả năm 2010 sẽ giảm so với 2009, vào khoảng 16,2%.

Chi phí: Hoạt động đầu tư đội xe được tài trợ chủ yếu bởi nguồn vốn vay ngân hàng. Sang 2010, chi phí lãi vay sẽ cao hơn do chương trình hỗ trợ lãi suất đã kết thúc. Chúng tôi ước tính tỷ lệ chi phí lãi vay/doanh thu trong 2010 sẽ khoảng từ 4,5% - 4,7% so với 3,4% của 2009.

Thu nhập khác: Trong 2010, thu nhập khác của VNS sẽ đến từ nguồn thanh lý xe và chuyển nhượng khu đất diện tích 717m² tại Thủ Khoa Huân, Q.1. Bên cạnh đó, số lượng xe có thể được thanh lý trong năm nay khoảng 50 chiếc với giá bán hiện tại khoảng 230 - 280 triệu/chiếc. Chúng tôi ước tính tổng thu nhập khác từ thanh lý xe và chuyển nhượng lô đất sẽ khoảng 100 - 105 tỷ trước thuế.

Lợi nhuận: trên cơ sở những dự phóng trên, lợi nhuận ròng 2010 của VNS được dự phóng đạt khoảng 180 tỷ đồng, tương đương mức EPS 2010 khoảng 6.009 đồng, tăng trưởng 67,8% so với 2009.

Bảng cân đối kế toán

Về cơ cấu tài sản, quy mô vốn điều lệ của VNS được tăng lên gấp 1,5 lần sau khi chia thưởng cổ phiếu theo tỷ lệ 2:1. Điều này giúp VNS dễ dàng hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn vay. Vay nợ dài hạn trong 2010 được ước tính sẽ tăng nhẹ để phục vụ cho nhu cầu đầu tư đội xe. Kế hoạch đầu tư xe tiếp tục được thực hiện sẽ khiến tài sản cố định tăng khoảng 55% so với 2009.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và P/BV để định giá cổ phiếu VNS. Tuy nhiên, hiện tại trên hai sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam chưa có doanh nghiệp cùng ngành với VNS. Do đó, chúng tôi quyết định sử dụng mức P/E và P/B thận trọng là 9 và 1,2.

Tuy nhiên, do khoản thu nhập khác khoảng 95 tỷ đồng từ chuyển nhượng khu đất mang tính chất đột biến và không bền vững được chúng tôi loại khỏi EPS trước khi tính toán theo phương pháp P/E, sau đó, nguồn thu bất thường (sau thuế) sẽ được cộng thêm vào giá trị thị trường hợp lý từ hoạt động kinh doanh chính. Như vậy, theo phương pháp P/E, giá trị hợp lý của VNS sẽ là 39.041 đồng/CP.

Đối với phương pháp P/B, giá trị sổ sách VNS sau khi hạch toán khoản lợi nhuận bất thường sẽ đạt 26.116 đồng/cp.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	39.041	60%	23.425
P/BV	39.174	40%	15.669
Giá bình quân		100%	39.094

SƠ LƯỢC NGÀNH KINH DOANH VẬN TẢI TAXI

Hiện nay với dân số 7.123.340 người (tính đến 00h ngày 01/04/2009) và số lượng taxi khoảng 12.500 taxi, số lượng taxi bình quân cho một người là khoảng 569 người/xe. Con số trên còn thấp so với mức 75 người/xe của Bangkok; 100 người/xe của Thượng Hải.... Như vậy, tiềm năng phát triển của ngành này còn rất nhiều với định hướng phát triển dài hạn của Tp. HCM và các vùng lân cận như Đồng Nai, Bình Dương. Tuy nhiên, sự phát triển của ngành sẽ phụ thuộc nhiều vào sự hoàn thiện và khả năng đáp ứng của cơ sở hạ tầng như cầu đường, giải quyết tình trạng kẹt xe,....

Tác động của quyết định ngưng đăng ký taxi mới trong khu vực Tp. HCM

Theo con số thống kê mới nhất tính đến hết 03/2010, hiện nay tại khu vực thành phố Hồ Chí Minh, hiện đang có khoảng hơn 12.500 chiếc taxi đăng ký hoạt động. Con số trên chưa kể đến số lượng taxi dù không đăng ký. So với quy hoạch phát triển giao thông vận tải TP. HCM tầm nhìn đến 2020, số lượng taxi dự kiến chỉ khoảng 9.500 xe trong giai đoạn 2010 – 2015. Sự phát triển quá nhanh của loại hình kinh doanh taxi trong tình hình cơ sở hạ tầng đang từng bước được hoàn thiện đã dẫn đến quyết định ngưng cấp phép cho taxi đăng ký mới, các doanh nghiệp đang hoạt động chỉ có thể được thay thế một xe mới bằng một xe cũ. Đây là một biện pháp hợp lý với tình hình xã hội hiện nay, tuy nhiên rất có thể đây sẽ gây ra nhiều tác động không mấy tích cực đến thị trường kinh doanh vận tải bằng taxi.

- Thứ nhất, trong bối cảnh hơn 50% số xe taxi đang hoạt động hiện nay thuộc về một số nhỏ doanh nghiệp. Quyết định trên sẽ gián tiếp góp phần tạo nên một vị thế độc quyền của nhóm này. Thứ tự thị phần trong khu vực Tp. HCM sẽ không thay đổi cũng như sức mạnh áp đặt giá (giá cao hơn, thấp hơn) của nhóm này cũng sẽ được củng cố. Như vậy, một cách gián tiếp, quyết định trên góp phần “bóp chết” các doanh nghiệp mới tham gia và đang tạo dựng thị trường. Rào cản gia nhập ngành vốn đã cao (do chi phí đầu tư, thị phần ban đầu) vô hình chung lại được nâng lên cao hơn nữa.
- Thứ hai và tiêu cực hơn, quyết định trên có thể làm tăng số lượng taxi dù (các DN nhỏ hơn tìm cách lách luật để gia tăng số lượng taxi). Đó là một vấn đề đã từ lâu, các cơ quan quản lý vẫn chưa thể kiểm soát một cách triệt để.

Hoạt động M&A trong hoạt động kinh doanh dịch vụ taxi trong thời gian tới rất có thể sẽ trở nên sôi động hơn khi các hãng nhỏ sẽ phải tìm cách liên kết lại để tiếp tục cạnh tranh và tồn tại. Ngoài ra, M&A còn sẽ diễn ra khi các DN lớn tìm cách mở rộng quy mô hoạt động bằng cách thôn tóm các công ty nhỏ hơn và đang gặp khó khăn. Chúng tôi cho rằng sẽ cần thêm một thời gian để những ảnh hưởng từ quyết định trên trở nên sâu và rộng để những thay đổi về thứ tự thị phần có thể có sự thay đổi.

PHỤ LỤC

	2007	2008	2009	2010E
Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)				
Doanh thu	487	828	1.069	1.546
Lợi nhuận HĐKD	37	68	144	200
Lợi nhuận trước thuế	74	78	144	237
Lợi nhuận sau thuế	53	56	107	180
EBIT	300	115	180	307
EBITDA	413	232	296	456
Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)				
Tiền mặt	98	9	59	25
Tài sản ngắn hạn	50	53	77	120
Tài sản cố định	286	528	828	1.295
Tổng tài sản	683	944	1.310	1.614
Tổng nợ vay	91	319	502	702
Tổng nợ	150	408	598	819
Vốn chủ sở hữu	538	533	703	783
Tốc độ tăng trưởng (%)				
Doanh thu	-	69,9%	29,0%	44,7%
Lợi nhuận trước thuế	-	6,0%	84,3%	64,9%
Lợi nhuận sau thuế	-	5,6%	92,7%	67,8%
Tổng tài sản	-	38,1%	38,8%	23,2%
Vốn chủ sở hữu	-	-1,3%	33,0%	11,4%
Khả năng sinh lợi (%)				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	12,0%	12,4%	17,5%	16,2%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	15,1%	9,4%	13,5%	15,3%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	10,8%	6,7%	10,1%	11,7%
ROA	7,7%	5,9%	8,2%	11,2%
ROE	9,7%	10,4%	15,1%	22,7%
Hiệu quả hoạt động (lần)				
Vòng quay Tổng tài sản	0,7	0,9	0,8	1,0
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	0,9	1,5	1,5	1,9
Vòng quay các khoản phải thu	17,1	28,9	20,5	22,2
Vòng quay hàng tồn kho	2.859	2.610	976	500
Vòng quay các khoản phải trả	7,2	12,6	18,1	19,7
Khả năng thanh toán (lần)				
Khả năng thanh toán hiện hành	2,13	0,91	2,79	1,25
Khả năng thanh toán nhanh	2,13	0,90	2,77	1,23
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,41	0,13	1,21	0,21
Cấu trúc vốn (%)				
Tổng nợ / Vốn chủ sở hữu	27,9%	76,6%	84,9%	104,6%
Nợ vay / Tổng tài sản	13,3%	33,9%	38,3%	43,5%
Tổng nợ / Tổng tài sản	21,9%	43,3%	45,6%	50,8%



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2010.