

Báo Cáo Công Ty

CTCP Ánh Dương Việt Nam

Cùng với sự tăng trưởng tương đối cao trong nhu cầu sử dụng dịch vụ taxi, cổ phiếu VNS kỳ vọng có thể mang đến cho nhà đầu tư 20–40% lợi nhuận cao hơn suất sinh lợi kỳ vọng. Đây là một mã phù hợp với, chiến lược đầu tư trung và dài hạn.

Chuyên viên phân tích: Vũ Tuấn Nam

Trung Tâm Nghiên Cứu và Phân Tích ACBS

20/09/2010

NHU CẦU SỬ DỤNG DỊCH VỤ TAXI TĂNG LÊN

Ngành dịch vụ hiện là một trong những ngành có khả năng tăng trưởng khả quan nhất trong tình hình kinh tế vĩ mô trong nước hiện tại. Chúng tôi ước tính thị trường taxi sẽ tăng trưởng ổn định nhờ (1) thu nhập bình quân tăng; (2) chi phí mua xe của cá nhân còn khá đắt đỏ; (3) việc phát triển các phương tiện giao thông công cộng chưa đủ đáp ứng cho nhu cầu chung của toàn thị trường.

Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của dịch vụ taxi tại TP.HCM có thể chững lại trong thời gian tới bởi những hạn chế từ hạ tầng giao thông cũng như quy định hạn chế lưu lượng taxi của UBND TP.HCM. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng Vinasun vẫn giữ vững được tốc độ tăng trưởng hiện tại khi đẩy mạnh hoạt động ở các thị trường lân cận như Bình Dương, Đồng Nai và Vũng Tàu.

VINASUN – DOANH NGHIỆP TAXI HÀNG ĐẦU

Vinasun với thế mạnh chính tập trung vào mảng kinh doanh dịch vụ taxi, đã vượt qua đối thủ cạnh tranh lớn – tập đoàn Mai Linh để trở thành Doanh nghiệp dẫn đầu về thương hiệu taxi tại TP.HCM. Cụ thể, từ năm 2008 đến nay, VNS đã tăng mạnh số đầu xe tại TP.HCM và ngoài ra công ty còn đẩy mạnh đầu tư sang các thị trường khác tại một số tỉnh lân cận.

VNS có lợi thế cạnh tranh nổi bật khi có đội ngũ tài xế giàu kinh nghiệm, quản lý chi phí hiệu quả và đạt hiệu quả kinh tế từ lợi thế về quy mô. Do đó, VNS được kỳ vọng sẽ tiếp tục giữ được vị thế dẫn đầu trong ngành, đặc biệt là ở khu vực phía Nam. Như vậy, chúng tôi kỳ vọng VNS sẽ có tốc độ tăng trưởng doanh thu ổn định, hiệu quả sử dụng vốn tăng dù lãi sinh lãi sinh lợi gộp có xu hướng giảm do giá vốn hàng bán được ước tính tăng nhanh hơn qua giai đoạn dự phóng.

Ngoài ra, VNS vừa hoàn tất việc chuyển nhượng khu đất trên đường Thủ Khoa Huân, đem về 70 tỷ đồng lợi nhuận bất thường trong quý 3/2010.

THÍCH HỢP CHO ĐẦU TƯ DÀI HẠN

Giá hiện tại của VNS được kỳ vọng đem lại tỷ lệ sinh lợi khoảng 20 – 40% trong thời gian tới khi mức giá này có xu hướng tiến gần về giá trị nội tại của cp. Vì vậy, chiến lược Buy&Hold cho mục tiêu tăng trưởng và nhận cổ tức với VNS hiện tại là khá phù hợp.

Đối với nhà đầu tư ngắn hạn, khuyến nghị chờ thêm những tín hiệu kỹ thuật rõ ràng hơn cho giải ngân.

NỘI DUNG

| | |
|----------------------------------|----|
| THỐNG KÊ CƠ BẢN | 3 |
| HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH | 4 |
| PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH | 10 |
| ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ..... | 11 |
| PHỤ LỤC..... | 13 |

Vũ Tuấn Nam, Chuyên viên phân tích
+84 916 682 720 | namvt@acbs.com.vn

Lê Nguyệt Ánh, Trưởng bộ phận phân tích
+84 903 346 180 | anhln@acbs.com.vn

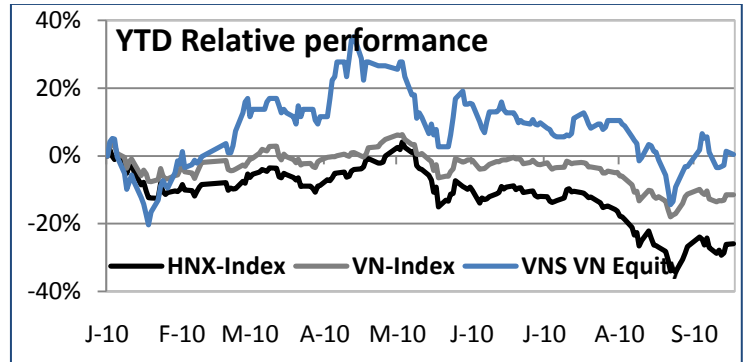
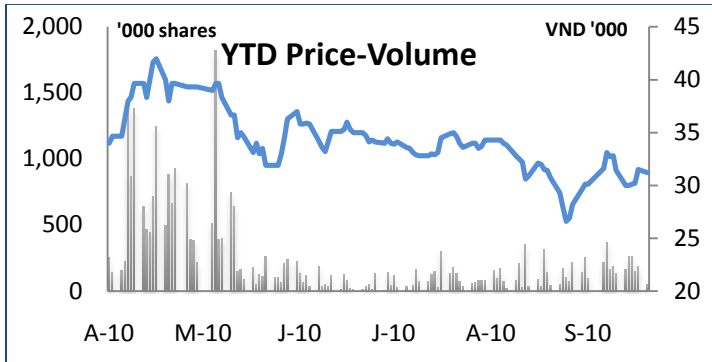
ACBS Research Centre
+84 8 5 404 3257 | research@acbs.com.vn

Contact Center
+84 8 39 107 107 | contact.center@acbs.com.vn

Website: research.acbs.com.vn

Bloomberg: ACBS <GO>

THỐNG KÊ CƠ BẢN



| Thông tin giao dịch | |
|---------------------|-------------|
| Giá hiện tại | 31.200 đồng |
| Vốn hóa | 936 tỷ đồng |
| Giá cao nhất 52wk | 44.333 đồng |
| Giá thấp nhất 52wk | 25.533 đồng |
| GDTB - 3 tháng | 149.576 cp |
| 1 Month Return | -1,56% |
| 3 Month Return | -10,76% |
| 6 Month Return | -7,91% |
| 12 Month Return | -6,12% |
| Cấu trúc cổ đông | |
| SLCP lưu hành | 30 million |
| Nước ngoài giữ (%) | 8,5% |
| Nhà nước giữ (%) | 0% |

| | 2008 | 2009 | Hiện tại |
|----------------------------|------|-------|----------|
| PE Cao nhất | 5,43 | 20,27 | 7,91 |
| PE Thấp nhất | 5,33 | 3,96 | 7,71 |
| PE Hiện tại | 5,43 | 7,02 | 7,71 |
| P/B Cao nhất | 0,57 | 2,11 | 1,29 |
| P/B Thấp nhất | 0,56 | 0,41 | 1,25 |
| P/B Hiện tại | 0,57 | 1,22 | 1,25 |
| Lợi tức 12 tháng Cao nhất | 7,23 | 10,87 | 2,67 |
| Lợi tức 12 tháng Thấp nhất | 6,74 | 3,57 | 2,53 |
| Lợi tức 12 tháng Hiện tại | 6,74 | 4,05 | 2,54 |

| Bảng KQHĐKD (tỷ đồng) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|-----------------------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần | 487 | 828 | 1.069 | 1.531 | 2.009 | 2.397 | 2.750 | 3.127 |
| GVHB | (429) | (726) | (882) | (1.265) | (1.673) | (2.017) | (2.344) | (2.692) |
| Lãi gộp | 58 | 103 | 187 | 267 | 336 | 381 | 406 | 435 |
| Doanh thu tài chính | 1 | 2 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| Chi phí tài chính | (23) | (37) | (37) | (102) | (114) | (144) | (152) | (142) |
| Chi phí bán hàng | (2) | (5) | (5) | (6) | (8) | (10) | (11) | (13) |
| Chi phí quản lý | (19) | (30) | (38) | (55) | (72) | (86) | (99) | (113) |
| Lợi nhuận khác | 58 | 44 | 34 | 106 | 86 | 166 | 187 | 186 |
| EBT | 74 | 78 | 144 | 213 | 232 | 312 | 338 | 361 |
| EAT | 53 | 56 | 107 | 159 | 174 | 234 | 253 | 271 |
| EPS (đồng) | 5.407 | 3.333 | 6.175 | 6.598 | 5.801 | 7.796 | 8.438 | 9.027 |

| Bảng CĐKT (tỷ đồng) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Tài sản ngắn hạn | 148 | 61 | 136 | 269 | 350 | 416 | 476 | 541 |
| Tài sản dài hạn | 536 | 882 | 1.173 | 1.370 | 1.697 | 1.992 | 2.275 | 2.551 |
| Nợ ngắn hạn | 65 | 70 | 57 | 151 | 266 | 310 | 521 | 883 |
| Nợ dài hạn | 81 | 341 | 549 | 683 | 916 | 1.151 | 1.214 | 1.138 |
| Vốn CSH | 538 | 533 | 703 | 805 | 865 | 947 | 1.016 | 1.071 |

| Ratios | 2008 | 2009 | 2010E | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Hệ số thanh toán | | | | | | | |
| CSTT hiện tại | 0,87 | 2,37 | 1,78 | 1,32 | 1,34 | 0,91 | 0,61 |
| CSTT nhanh | 0,87 | 2,36 | 1,77 | 1,31 | 1,34 | 0,91 | 0,61 |
| Hệ số sinh lời | | | | | | | |
| Lãi sinh lợi gộp | 12,4% | 17,5% | 17,4% | 16,7% | 15,9% | 14,8% | 13,9% |
| Lãi sinh lợi thuần | 6,7% | 10,1% | 10,4% | 8,7% | 9,8% | 9,2% | 8,7% |
| ROE | 10,4% | 17,4% | 21,1% | 20,8% | 25,8% | 25,8% | 26,0% |
| ROA | 6,9% | 9,5% | 10,8% | 9,4% | 10,5% | 9,8% | 9,3% |
| Hệ số nợ | | | | | | | |
| Tổng nợ/ TTS | 44% | 46% | 51% | 58% | 61% | 63% | 65% |
| Tổng nợ/ TVCSH | 77% | 86% | 104% | 137% | 154% | 171% | 189% |
| Tỷ lệ đòn bẩy | 1,8 | 1,9 | 2,0 | 2,4 | 2,5 | 2,7 | 2,9 |
| Hiệu quả hoạt động | | | | | | | |
| Vòng quay TTS | 1,02 | 0,95 | 1,04 | 1,09 | 1,08 | 1,07 | 1,07 |
| Vòng quay VCSH | 1,55 | 1,73 | 2,03 | 2,41 | 2,65 | 2,80 | 3,00 |

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

Dẫn đầu ngành dịch vụ taxi ở thành phố HCM

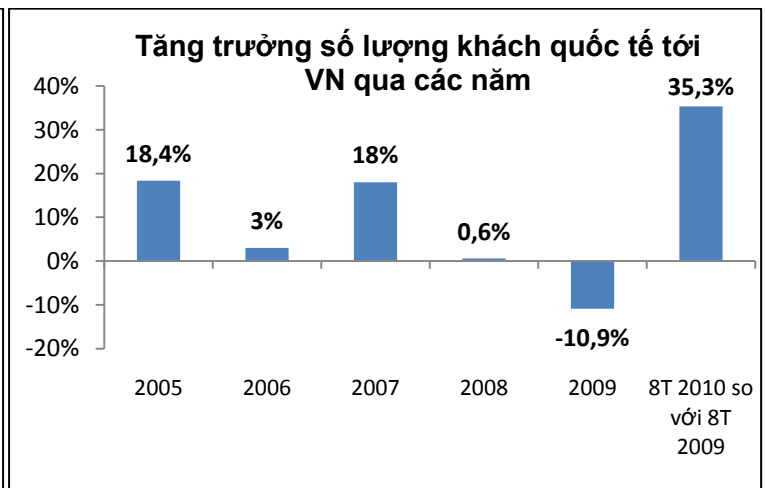
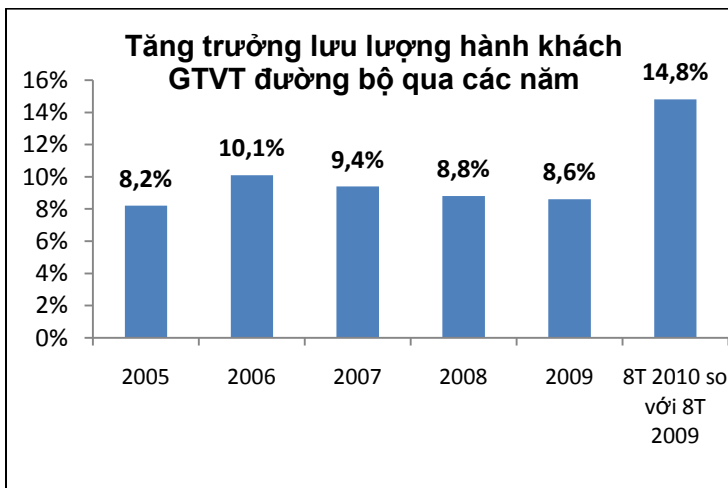
Vinasun hoạt động trong lĩnh vực taxi từ năm 2003, đến nay đã trở thành một doanh nghiệp taxi lớn tại thị trường TP. HCM với thị phần hơn 40% tính theo tổng doanh thu toàn ngành vào cuối năm 2009. Để đạt được vị trí dẫn đầu như hiện tại, VNS đã tận dụng triệt để những lợi thế cạnh tranh như:

- (1) Thương hiệu nổi tiếng về dịch vụ chăm sóc Khách hàng tốt và đội ngũ lái xe chuyên nghiệp.
- (2) Số lượng taxi hoạt động của VNS lớn nhất trong TP.HCM với khoảng 3000 đầu xe, tương đương với khoảng 20% tổng số taxi đăng kí hoạt động.
- (3) Mạng lưới kinh doanh quảng bá rộng rãi với khoảng 552 điểm tiếp thị.
- (4) Hệ thống thanh toán đa dạng với các loại thẻ thành viên và thẻ khuyến mãi.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng trong những năm tới, nhu cầu về dịch vụ taxi ở Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định, đặc biệt là ở những thành phố lớn như Hồ Chí Minh và Hà Nội do:

Khách nước ngoài cũng giúp tăng nhu cầu sử dụng taxi.

- (1) Lưu lượng hành khách sử dụng giao thông đường bộ tăng khá đều với tốc độ trung bình ở mức 9%/năm xuất phát từ nhu cầu đi lại của người dân cũng như sự gia tăng của lượng hành khách quốc tế tới Việt Nam. Hơn nữa, các chỉ số tăng trưởng về lưu lượng đường bộ và số lượng khách quốc tế trong 8 tháng đầu năm 2010 đã có sự bứt phá mạnh mẽ so với 2009. Do vậy, chúng tôi tin rằng dịch vụ taxi sẽ tăng trưởng nhanh hơn do thị trường vận tải tăng trưởng mạnh cả về quy mô (lưu lượng giao thông) và số hành khách.

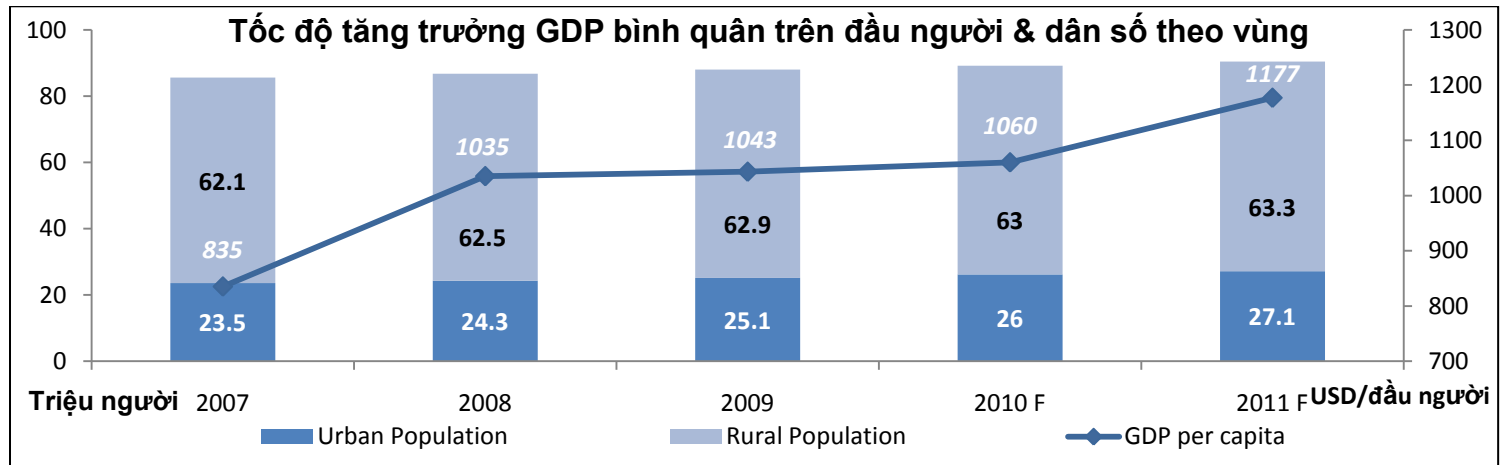


Nguồn: Tổng Cục Thống Kê

Thu nhập bình quân đầu người tăng đã kích thích nhu cầu chung của thị trường taxi.

- (2) Chỉ số GDP bình quân đầu người cả nước đang có xu hướng tăng lên và riêng thành phố Hồ Chí Minh chỉ số này trong năm 2009 đạt khoảng 2800 USD¹. Bởi vậy, với việc thu nhập của người có thu nhập trung bình tăng lên, việc đi lại trong mùa mưa và sự phát triển chưa đủ mạnh của các phương tiện giao thông công cộng khác như xe buýt, xe lam, xe ôm... thì người dân đã hướng đến sử dụng dịch vụ taxi nhiều hơn vì những dịch vụ và tiện ích của nó.

¹ Dựa trên số liệu thống kê từ Forbes



Nguồn: Tổng cục thống kê, ACBS ước tính.

Mức nhạy cảm cao với các yếu tố kinh tế dễ thay đổi là giới hạn lớn nhất của ngành.

Quy định số lượng đầu xe tối đa được đăng ký hoạt động.

Tuy nhiên, ngành taxi ở Việt Nam vẫn đang phải đối mặt với một số hạn chế như: (1) hệ thống giao thông còn chật hẹp và hiện tượng kẹt xe thì dai dẳng; (2) ngành nhạy cảm cao với nhiều yếu tố kinh tế vĩ mô như lãi suất cho vay, giá xăng dầu và các chính sách thuế; (3) chi phí đầu tư xe còn đắt đỏ.

Hiện nay, có khoảng 36 doanh nghiệp kinh doanh taxi ở thành phố Hồ Chí Minh, với hơn 12.551 đầu xe đã đăng ký. Với số lượng đó, các Doanh nghiệp phục vụ khoảng 400.000 lượt hành khách/ngày, ước tính chiếm là 30% lưu lượng giao thông của tổng các phương tiện công cộng. Trong số các doanh nghiệp nêu trên, thì Mai Linh, Vinasun, Future Taxi và Saigon Tourist là những Doanh nghiệp dẫn đầu thị trường.

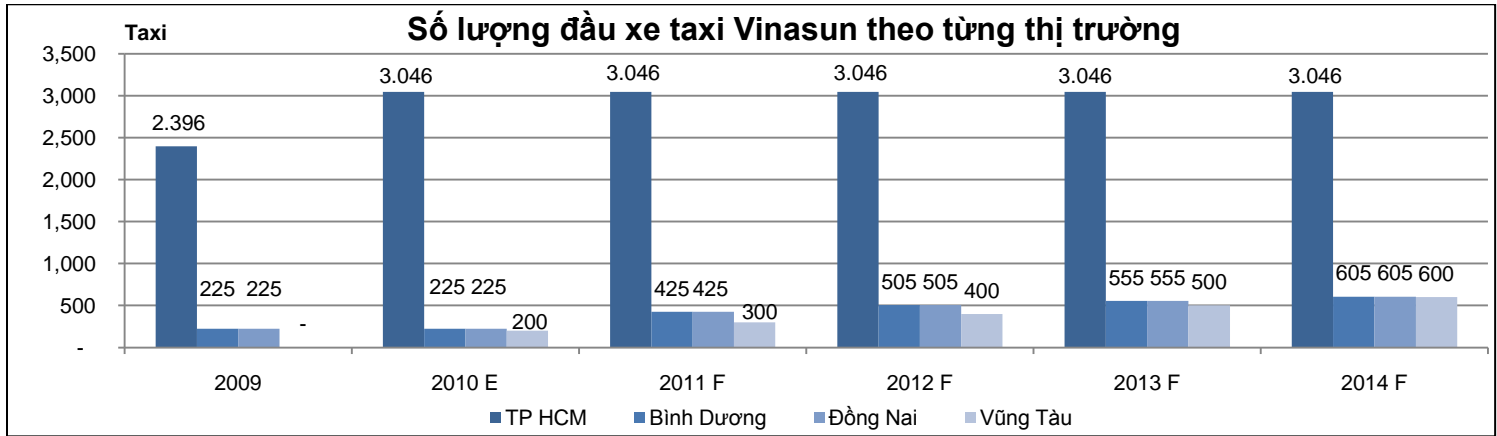
Tuy nhiên, theo số liệu từ Sở Giao Thông TP. Hồ Chí Minh, số lượng taxi hiện nay đã vượt quá 12,5% so với ước tính của chính phủ cho giai đoạn 2010-2015 và tương đương với 84% kế hoạch cho 2020. Điều này, đã góp phần làm cho hiện tượng kẹt xe tại TP.HCM thời gian gần đây trở nên nghiêm trọng hơn. Vì vậy trong tháng 6-2010, lãnh đạo thành phố đã đưa ra quy định mới hạn chế số lượng taxi được cấp phép hoạt động trong nội thành. Cũng theo quy định này, từ nay đến năm 2015 sẽ không có thêm bất cứ công ty taxi mới nào được thành lập cũng như các công ty hiện tại như VNS và Mai Linh không được phép tăng số lượng đầu xe trong nội thành thành phố.

Mới đây, Hội Doanh nghiệp Taxi thành phố Hồ Chí Minh đã lên tiếng đòi quyền lợi về việc được phép mở rộng số lượng taxi trong nội thành, nhưng chúng tôi vẫn cho rằng quy định mới này vẫn sẽ có hiệu lực.

Điều này cũng có nghĩa là thị phần hiện tại của đầu xe taxi trong thành phố sẽ hầu như không thay đổi, và tạo nên một rào cản rất lớn cho những đối thủ tiềm năng khác gia nhập thị trường.

Thâm nhập vào thị trường địa phương là giải pháp thích hợp cho sự phát triển dài lâu của VNS

Dù cũng gặp khó khăn, nhưng với chiến lược hiện tại, VNS vẫn có thể đầu tư thêm 900 taxi mới như kế hoạch trong năm 2010 khi mở rộng thị trường sang tỉnh Bình Dương, Đồng Nai và gần đây là thành phố Vũng Tàu. Vì vậy, theo dự kiến của chúng tôi, thị phần đầu xe ở thành phố Hồ Chí Minh của VNS sẽ vẫn giữ nguyên và công ty vẫn hoàn thành được kế hoạch của họ với việc đầu tư khoảng 800 xe/năm bằng việc khai thác vào những thị trường còn lại.



Nguồn: VNS, ACBS ước tính

Dù chịu ảnh hưởng của cuộc suy thoái, VNS vẫn có một sức bật đáng kể trong hoạt động kinh doanh vào năm 2009.

Dù môi trường kinh doanh trong năm 2009 không thật sự thuận lợi do tác động của suy thoái kinh tế, VNS vẫn duy trì hoạt động ổn định và đạt được mức tăng trưởng bền vững 29% về doanh thu và 93% về lợi nhuận sau thuế so với kết quả thu được vào năm 2008. Khả năng sinh lợi của VNS trong năm 2009 đã tăng lên đáng kể nhờ vào:

- (1) Số lượng taxi hoạt động tăng thêm lên đến khoảng 700 chiếc.
- (2) Giá cước taxi tăng 5%.
- (3) Giá vốn hàng bán giảm 5% vì VNS đã thay đổi thời gian sử dụng tài sản cố định ước tính từ 6 năm lên 8 năm trong phương pháp khấu hao.
- (4) Hưởng lợi từ gói hỗ trợ lãi suất 4% của chính phủ.

CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG DOANH THU

Đầu tư tập trung vào thế mạnh kinh doanh cốt lõi giúp vị trí của VNS trở nên vững vàng hơn, đặc biệt tại thị trường TP.HCM.

Chiến lược kinh doanh của VNS hiện tại là chỉ tập trung phát triển dịch vụ taxi bên cạnh đó là đầu tư Bất động sản. Với tiêu chí hoạt động nêu trên, Dịch vụ Taxi đã có mức tăng trưởng tốt và đóng góp 99% Doanh thu cho Công ty trong năm 2009. Đây chính là sự khác biệt của VNS với đối thủ cạnh tranh lớn nhất hiện nay – tập đoàn Mai Linh. Do đó, VNS hiện nay đang nổi trội hơn Mai Linh trong lĩnh vực hoạt động taxi, đặc biệt là ở thị trường thành phố Hồ Chí Minh.

Tốc độ tăng trưởng bình quân gộp hàng năm (CARG) trong doanh thu của VNS ước tính sẽ đạt được 19,5% trong giai đoạn 2010 – 2014 bởi: (1) giá cước taxi sẽ tăng hàng năm, (2) khả năng thâm nhập và mở rộng thị trường mới khá cao.

Thu nhập mỗi ngày của mỗi đầu xe

Vào năm 2008 và 2009, công suất vận doanh của VNS duy trì ở mức cao với 60%. Do đó, với dịch vụ chăm sóc khách hàng tốt và hệ thống kinh doanh rộng rãi, VNS đã đạt được mức thu nhập trên mỗi đầu xe/ ngày cao nhất trên thị trường TP.HCM, với hơn 1.3 triệu VND/ngày trong năm 2009.

Chúng tôi hi vọng rằng mức thu nhập/ xe/ ngày của VNS sẽ đạt được 1.35 triệu VND vào năm 2010 và tăng 9% hàng năm từ năm 2011, do cước phí taxi sẽ tăng tầm 7-8% hàng năm, công suất vận doanh được cải thiện và thị phần VNS sẽ tương đối ổn định trong những năm dự phóng.

Mức thu nhập/ xe/ ngày được kỳ vọng sẽ tăng 9% hàng năm.

| Doanh thu dự phóng | 2010E | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Doanh thu/ xe /ngày (triệu đồng) | 1.35 | 1.44 | 1.55 | 1.65 | 1.77 |
| Số Taxi hoạt động trung bình (xe) | 3.271 | 3.946 | 4.326 | 4.556 | 4.756 |
| Doanh thu dịch vụ taxi (triệu đồng) | 1.595.667 | 2.059.694 | 2.416.106 | 2.722.688 | 3.041.157 |

Nguồn: ACBS ước tính

Đầu tư xe tăng đáng kể

Đầu tư mạnh vào xe là yếu tố quyết định thành công của VNS.

Vào năm 2008, VNS đã đầu tư đáng kể tăng 1,052 đầu xe, gấp đôi lượng tăng thêm – 525 chiếc trong năm 2007. Chiến lược này là bước ngoặt lớn giúp VNS trở thành Doanh nghiệp cung cấp dịch vụ taxi lớn nhất tại thành phố Hồ Chí Minh, tỉnh Đồng Nai và tỉnh Vũng Tàu cuối năm 2008.

| Ước tính đầu tư xe | 2010E | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| Số lượng xe đầu tư (xe) | 900 | 800 | 800 | 800 | 800 |
| Giá mua mỗi đầu xe (triệu đồng) | 608 | 669 | 736 | 809 | 890 |
| Thay đổi tài sản cố định mỗi đầu xe (Triệu đồng) | 547.200 | 535.040 | 588.544 | 647.398 | 712.138 |

Nguồn: ACBS ước tính

Để giữ vững vị trí đầu ngành cũng như mức tăng trưởng đều, VNS có kế hoạch duy trì mức mở rộng đầu tư thêm khoảng 1.000 đầu xe mới mỗi năm. Tuy nhiên, theo chúng tôi thì thêm khoảng 800 chiếc xe mỗi năm sẽ thích hợp hơn do việc cung cấp nguồn vốn tín dụng của các Ngân hàng có thể hạn chế và việc UBND TP.HCM hạn chế số lượng xe taxi hoạt động trên địa bàn.

Trong quá trình dự phóng chúng tôi chưa tính tới khả năng VNS mở rộng sang các thị trường khác mà chỉ tính tới sự tăng trưởng ở các thị trường hiện tại (TP.HCM, Đồng Nai, Bình Dương và Vũng Tàu).

NHỮNG YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG CHI PHÍ

| Cơ cấu chi phí (% trên doanh thu) | 2010E | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Tiền lương và cp Nhiên liệu | 59,5% | 59,5% | 59,5% | 59,5% | 59,5% |
| Khấu hao tài sản cố định | 7,2% | 6,2% | 6,2% | 6,5% | 6,8% |
| Bảo hiểm, cp sửa chữa, cp khác | 17,4% | 18,8% | 19,7% | 20,3% | 20,8% |

Nguồn: VNS, ACBS ước tính

Giá vốn hàng bán của VNS bao gồm bốn yếu tố cơ bản:

Tỷ trọng giá vốn hàng bán cao và chi phí lãi vay tăng hiện là mối quan tâm hàng đầu với VNS.

- (1) Tỷ lệ chia doanh thu cho tài xế, tỷ lệ chi phí nhiên liệu và lương nhân viên trực tiếp chiếm khoảng 52% - 55% doanh thu thuần trong giai đoạn 2007 - 2009. Trong 2010, Công ty từng công bố tỷ lệ chia doanh thu cho tài xế chiếm tỷ lệ khoảng 54,5% (đã bao gồm chi phí nhiên liệu) nên chúng tôi ước tính các chi phí khác bao gồm lương nhân viên trực tổng đài và lương quản lý điểm tiếp thị sẽ có tỷ trọng 5% trên doanh thu thuần.
- (2) Khấu hao tài sản cố định giữ mức trung bình khoảng 6,7% tổng doanh thu mỗi năm từ năm 2010 dựa trên kế hoạch đầu tư thêm xe của VNS.

- (3) Tiền bảo hiểm, chi phí sửa chữa và các chi phí khác ước tính chiếm khoảng 19,4% GVHB mỗi năm. Cụ thể, chúng tôi ước tính chi phí sửa chữa trên mỗi chiếc xe sẽ tăng 5% bình quân mỗi năm và chi phí bảo hiểm sẽ tăng và duy trì ở mức 14% nguyên giá mua xe. Qua đó, việc tích lũy thêm các đầu xe mới qua các năm chắc chắn sẽ làm gia tăng đáng kể GVHB trong bảng dự phóng.

Điều đáng quan tâm tiếp theo của VNS là chi phí tài chính mà cụ thể là chi phí lãi vay. Do việc đầu tư lớn vào khoảng 3.200 đầu xe trong bốn năm tới, chúng tôi cho rằng VNS sẽ có kế hoạch vay vốn nhiều hơn bình thường. Ngoài ra, cấu trúc tài chính tương đối lành mạnh của công ty sẽ giúp Vinasun có được mức lãi vay hợp lý. Dựa trên kế hoạch đầu tư của Vinasun, chúng tôi ước tính chi phí lãi vay từ 37 tỷ đồng trong 2009 sẽ tăng mạnh tới 103 tỷ đồng trong năm 2010 do có thêm nhiều khoản nợ trong kỳ. Tính tới giai đoạn 2011-2014, thì chi phí lãi vay vẫn tăng nhưng với tốc độ chậm hơn do (1) lãi suất cho vay giảm dần và (2) tổng giá trị các khoản vay tăng chậm lại.

THU NHẬP KHÁC

Thanh lý xe

Thanh lý xe được xem là thu nhập định kỳ hàng năm của VNS.

Theo công bố của VNS, công ty đã có chính sách thanh lý các đầu xe đã qua sử dụng 5 năm. Đây là chiến lược kinh doanh của VNS nhằm duy trì dịch vụ chăm sóc khách hàng tốt với đội ngũ xe mới. Việc thanh lý nêu trên đem lại khoản thu nhập ước tính 18,3 tỷ VND trong năm 2010. Qua các năm sau, số lượng xe thanh lý được dự tính vào khoảng 510 chiếc mỗi năm dựa trên số đầu xe đã đầu tư trong năm 2006. Do giá bán xe cao hơn giá trị sổ sách nên hoạt động này kỳ vọng mang lại nguồn thu nhập định kỳ hàng năm cho Vinasun.

| Thanh lý xe ước tính | 2010E | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|--|--------|---------|---------|---------|---------|
| Số xe thanh lý hàng năm (xe) | 50 | 300 | 540 | 600 | 600 |
| Giá bán xe (triệu đồng) | 366 | 384 | 403 | 423 | 444 |
| Thu nhập khác từ thanh lý tài sản (triệu đồng) | 18.288 | 115.215 | 217.756 | 254.049 | 266.751 |

Nguồn: ACBS ước tính

Chuyển nhượng khu đất Thủ Khoa Huân

Thời gian gần đây, VNS đã hoàn tất thủ tục bán quyền sử dụng diện tích 717 m² trên đường Thủ Khoa Huân – TP. Hồ Chí Minh. Thương vụ này mang đến cho VNS doanh thu khoảng 290 tỷ đồng và thu nhập sau thuế 70 tỷ đồng qua đó góp phần tăng đáng kể nguồn vốn đầu tư taxi của VNS trong tương lai.

Trung tâm thương mại Tân Đà

Trung tâm thương mại Tân Đà được VNS kỳ vọng sẽ đem lại dòng thu nhập ổn định. Tuy nhiên, vì công ty chưa có kế hoạch cụ thể về việc sử dụng mặt bằng cũng như giá cho thuê thương mại, cùng các vấn đề cụ thể liên quan đến hướng kinh doanh lâu dài của dự án này. Vì vậy, chúng tôi chưa phản ánh thu nhập từ dự án Tân Đà khi dự phóng kết quả kinh doanh của VNS. Chúng tôi sẽ xem xét và cập nhật khi đã có thông tin cụ thể hơn từ công ty.

Về dài hạn, VNS có định hướng duy trì tiến độ thực hiện các dự án bất động sản khác như Chung cư quận 8 và Vinasun Green Villa ở Củ Chi. Tuy nhiên, do yêu cầu vốn cao từ kế hoạch đầu tư xe và mức tín dụng giới hạn hiện nay đối với các hoạt

động đầu tư bất động sản, chúng tôi rằng VNS khó có thể hoàn thành các dự án trên đúng dự kiến.

QUẢN LÝ DOANH NGHIỆP

Ban Quản trị và Ban điều hành

Những lợi thế cạnh tranh của VNS dựa trên sự phối hợp chặt chẽ của đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm.

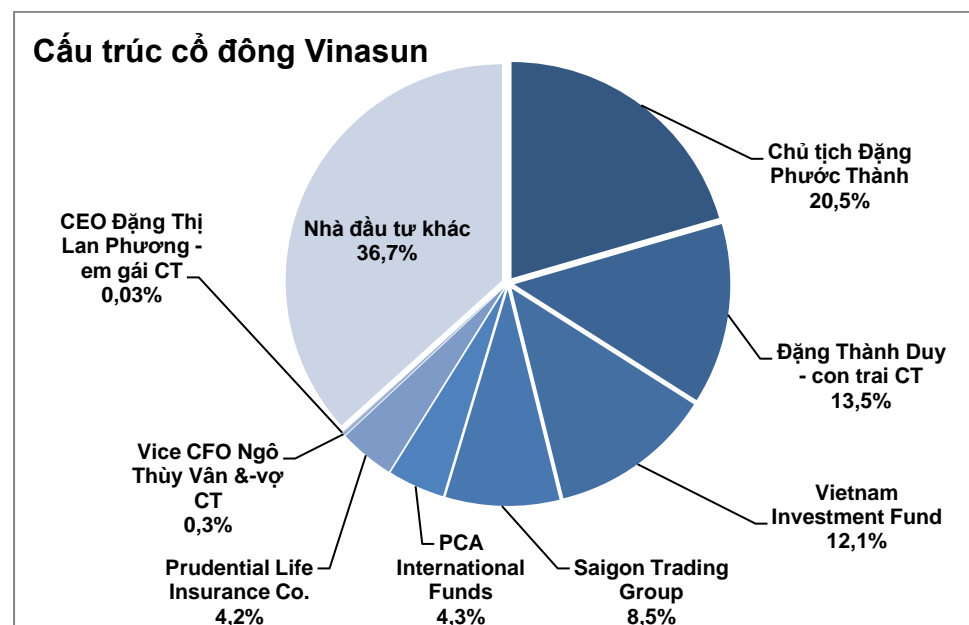
Hội đồng Quản trị, Ban giám đốc, và Ban Kiểm soát của VNS là những nhân sự giàu kinh nghiệm; và một số thành viên còn được Hội Doanh nhân Việt Nam khen thưởng cho những thành tựu đạt được và những cống hiến trong thời gian làm việc tại VNS. Dưới sự lãnh đạo của đội ngũ quản lý tốt từ khi thành lập và 7 năm hoạt động trong một thị trường cạnh tranh như TP. Hồ Chí Minh, VNS đã xây dựng dần cho mình những ưu thế cạnh tranh bền vững và đã dẫn đầu trong hoạt động kinh doanh taxi.

Tuy nhiên, vẫn tồn tại một số tồn tại trong cấu trúc quản lý doanh nghiệp như:

- (1) Không có thành viên độc lập nào trong Ban Quản trị.
- (2) Tổng giám đốc và Phó tổng giám đốc đều là thành viên của Ban quản trị.

Theo lý thuyết thì cơ cấu quản lý doanh nghiệp hiện tại của Vinasun chưa thực sự mang dáng dấp của công ty đại chúng; nhưng xét dưới góc độ quy mô hoạt động của công ty trong ngành thì mô hình trên tương đối phù hợp.

CẤU TRÚC CỔ ĐÔNG



Nguồn: Báo cáo tài chính VNS giữa niên độ 2010

Chủ tịch và những thành viên trong gia đình nắm giữ 35% cổ phần của VNS.

Chủ tịch HĐQT- ông Đặng Phước Thành và các thành viên trong gia đình, bao gồm con trai, Giám đốc và phó Giám đốc nắm giữ khoảng 35% cổ phần của VNS, mối quan hệ này có thể nâng cao tính thống nhất trong Hội đồng Quản trị VNS và ban quản trị.

Cổ đông lớn và cổ đông nội bộ của công ty nắm giữ khoảng 63,3% số lượng cổ phiếu. Với cấu trúc cổ đông khá đa dạng ở trên thì sẽ tương đối đảm bảo lợi ích của các cổ đông thiểu số.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

KHẢ NĂNG SINH LỜI ĐƯỢC CẢI THIỆN

| | 2008 | 2009 | 2010E | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Lề sinh lợi gộp | 12,4% | 17,5% | 17,4% | 16,7% | 15,9% | 14,8% | 13,9% |
| Lợi nhuận gộp ròng | 6,7% | 10,1% | 10,4% | 8,7% | 9,8% | 9,2% | 8,7% |
| ROE | 10,4% | 17,4% | 21,1% | 20,8% | 25,8% | 25,8% | 26,0% |
| ROA | 6,9% | 9,5% | 10,8% | 9,4% | 10,5% | 9,8% | 9,3% |

Nguồn: VNS, ACBS ước tính

Tỷ trọng GVHB/Doanh thu và Chi phí bán hàng và Quản lý doanh nghiệp/Doanh thu đang có xu hướng giảm xuất phát từ việc VNS đã Quản lý chi phí hiệu quả hơn qua các năm. Vì vậy, cùng với việc tăng số lượng taxi ở TP.HCM, giá taxi tăng nhẹ, lề sinh lợi gộp và lề sinh lợi gộp ròng cũng được cải thiện đáng kể cho đến 2010.

Trong giai đoạn dự phóng, doanh thu thuần dự kiến sẽ đạt được tốc độ tăng trưởng bình quân gộp sau bốn năm là 19,4%. Mặc dù tỷ lệ lãi gộp có xu hướng giảm qua các năm dự phóng nhưng chi phí bán hàng và chi phí quản lý sẽ duy trì được tại mức 0,4% và 3,6% trên doanh thu thuần về dài hạn. Do vậy, chúng tôi ước tính rằng tỷ lệ ROE của Vinasun sẽ tăng khá ổn định do có chi phí lãi vay tăng chậm lại và thu nhập từ việc thanh lý xe sẽ tăng dần.

TĂNG ĐÒN BẦY TÀI CHÍNH

| | 2008 | 2009 | 2010E | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|--------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Tổng nợ/Tổng tài sản | 44% | 46% | 51% | 58% | 61% | 63% | 65% |
| Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu | 77% | 86% | 104% | 137% | 154% | 171% | 189% |
| Đòn bẩy tài chính | 1,8 | 1,9 | 2,0 | 2,4 | 2,5 | 2,7 | 2,9 |

Nguồn ACBS ước tính

Từ năm 2007 đến năm 2009, với chiến lược tăng cường đầu tư vào các đầu xe và các dự án Bất động sản, nên Tổng nợ/Tổng tài sản tăng từ 20,6% lên đến 45,6%, và những tài sản này đều được tài trợ từ những nguồn vay dài hạn.

Vì vậy, cùng với kế hoạch mua thêm xe và thanh lý xe trong năm nay, tài sản cố định sẽ tăng lên đến 22% mỗi năm, trong khi các khoản nợ phải trả sẽ tăng lên đến 27,6% qua các năm. Chúng tôi cho rằng Tổng nợ/Tổng tài sản sẽ lên đến 65% trong năm 2014 nhằm hỗ trợ kế hoạch mua thêm 800 đầu xe mỗi năm như dự kiến.

MINH BẠCH TÀI CHÍNH

Theo ý kiến của đơn vị kiểm toán độc lập của Vinasun - AISC, báo cáo tài chính 2009 của VNS đã phản ánh trung thực và hợp lý trên các khía cạnh trọng yếu và không có bất cứ khoản loại trừ nào khi xem xét Báo cáo tài chính giữa năm. Vì vậy, dù độ tin cậy của các công ty kiểm toán trong nước không được đánh giá cao như Big4 hay các công ty kiểm toán nước ngoài khác, thì tính minh bạch tài chính của VNS vẫn được đánh giá khá tốt dựa trên cấu trúc tài chính lành mạnh những năm vừa qua.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

CÁC GIẢ ĐỊNH

- ✓ Doanh thu trung bình của VNS sẽ đạt 1,35 triệu đồng/ngày/xe trong năm 2010 và tăng 9% hàng năm từ 2011 trong đó (1) 7 – 8% là mức phí taxi tăng hàng năm; (2) tăng nhẹ trong công suất vận doanh từ 60% lên 62 – 64%.
- ✓ Lẽ sinh lợi gộp của VNS giảm nhẹ trong cuối thời kì dự phòng vì (1) tỷ lệ doanh thu chia cho tài xế, lương nhân viên cố định cũng như chi phí Nguyên liệu ước tính khoảng 60% mỗi năm; (2) chi phí sửa chữa xe hàng tháng tăng khoảng 5% mỗi năm và chi phí bảo hiểm sẽ tăng lên mức 14% giá mua xe và (3) chi phí khấu hao cũng tăng lên do việc đầu tư thêm xe mới.
- ✓ Theo kế hoạch giải ngân để tài trợ cho việc mua thêm 800 đầu xe mới mỗi năm, tỷ lệ đòn bẩy tài chính của VNS sẽ tăng lên dần lên mức 2,9 vào cuối năm 2014.
- ✓ Chi phí bán hàng và Quản lý doanh nghiệp trên Doanh thu được duy trì ở mức 0,4% và 3,6% qua các năm.
- ✓ Mặc dù lãi suất cho vay hiện tại khá cao (ước tính khoảng 16% trong năm 2010), chúng tôi ước đoán lãi suất vay dài hạn sẽ về mức 12 – 13% từ năm 2011.

| | 2009 | 2010E | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Tỷ lệ chi trả cổ tức | 22% | 20% | 30% | 40% | 50% | 60% |
| Cổ tức/cổ phần (đồng) | 2.200 | 2.000 | 3.000 | 4.000 | 5.000 | 6.000 |
| EPS (đồng) | 6.175 | 6.598 | 5.801 | 7.796 | 8.438 | 9.027 |

Nguồn: VNS, ACBS ước tính

Cùng với việc giả định rằng tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ tăng dần qua các năm do đó áp dụng mô hình định giá DDM là phương pháp thích hợp để xác định giá trị nội tại của Doanh nghiệp, trong đó:

(1) Beta điều chỉnh 6 tháng là 0.9732.²

(2) EPS ước tính đạt CAGR là 8.2% mà không có hiện tượng pha loãng cổ phiếu.

Kết quả định giá VNS theo DDM là 44.913 đ/cp sau khi áp dụng các giả định trên và điều chỉnh trên một số tài khoản do tác động từ một số thông tin của Doanh nghiệp trong thời điểm hiện tại.

² Theo ước tính của Bloomberg

ĐÁNH GIÁ RỦI RO

Biến động của thị trường taxi là rủi ro đáng chú ý nhất

Theo đánh giá của ACBS, rủi ro đáng chú ý nhất khi đầu tư vào VNS là sự nhạy cảm cao của của dịch vụ taxi với mỗi thay đổi trong giá xăng, thuế trước bạ khi mua xe và lãi suất cho vay. Trong đó, lãi suất cho vay có vai trò ảnh hưởng trọng yếu đến việc tăng tỷ lệ đòn bẩy tài chính. Trong mô hình định giá của chúng tôi, những thay đổi trong lãi suất vay dài hạn từ 2011 làm thay đổi kết quả định giá giá trị doanh nghiệp, cụ thể:

| Lãi suất cho vay dài hạn | 12.5% | 13% | 14% | 15% | 16% |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Kết quả định giá (đồng/cp) | 44.913 | 43.870 | 41.891 | 40.042 | 38.312 |

Nguồn: ACBS ước tính

Theo bảng thống kê nêu trên, thì ngay cả khi lãi suất cho vay tăng cao trong những năm tiếp theo thì giá trị nội tại của VNS hiện vẫn cao hơn giá trị thị trường của cp này khoảng 20%. Xét theo khía cạnh cơ bản, đây là cp khá an toàn cho các nhà đầu tư dài hạn.

Dưới góc độ rủi ro thị trường, xu hướng giảm giá ngắn hạn vẫn có thể tiếp diễn do diễn biến giảm của toàn thị trường. Theo phân tích kỹ thuật, VNS là cp đang có xu hướng giảm trong ngắn hạn và tăng trong dài hạn. Vùng hỗ trợ kỹ thuật mạnh ở vùng giá 24.000 – 26.000 trong khi ngưỡng kháng cự là 34.000. Điều này cho thấy rằng các Nhà đầu tư ngắn hạn nên quan sát thị trường để giải ngân vào thời điểm thích hợp nhằm tối đa hóa lợi nhuận.

Rủi ro thanh khoản do biến động giá vào thời điểm hiện tại khá thấp.

Về rủi ro thanh khoản, VNS là một cp có thanh khoản khá tốt so với các cp khác cùng ngành và tình trạng hiện tại của thị trường. Khối lượng giao dịch trung bình 3 tháng vào khoảng 150 ngàn cp/phiên. Với những nhà đầu tư thông thường thì rủi ro thanh khoản hiện khá thấp.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá thị trường hiện tại đang hứa hẹn tỷ suất sinh lợi vào khoảng 20 – 40% khi giá cổ phiếu đang hướng về giá trị nội tại. Tuy nhiên, thời gian đầu có thể kéo dài hơn mong đợi của nhà đầu tư ngắn hạn. Vì vậy, chiến lược Buy& Hold là khá thích hợp trong giai đoạn này.

Đối với các nhà đầu tư ngắn hạn, và dài hạn là những đối tượng khá nhạy cảm với xu hướng giảm giá trong ngắn hạn, chúng tôi khuyến nghị Nhà đầu tư nên quan sát thêm các tín hiệu kỹ thuật để giải ngân vào thời điểm thích hợp, mặc dù có thể sẽ cao hơn mức giá hiện tại.

PHỤ LỤC

THÔNG TIN GIAO DỊCH

| | Đơn vị: đồng/cp |
|--|-----------------|
| Giá hiện tại (cập nhật ngày 20/9/2010) | 31.200 |
| Cao nhất 52 tuần | 44.333 |
| Thấp nhất 52 tuần | 23.533 |
| Mức vốn hóa (đồng) | 936 tỷ |
| Cp đang lưu hành (cp) | 29.999.997 |
| Giá giao dịch trung bình 3 tháng | 32.500 |
| Khối lượng giao dịch trung bình 3 tháng (cp) | 149.576 |
| Giá mua trung bình của khối ngoại 3 tháng | 32.000 |
| Giá bán trung bình của khối ngoại 3 tháng | 33.000 |
| Khối ngoại mua ròng trong 3 tháng (cp) | 37.663 |

Nguồn: HSX

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

| Unit: VND million | 2008 | 2009 | 2010E | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|------------------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Doanh thu | 828.160 | 1.068.603 | 1.531.354 | 2.008.753 | 2.397.378 | 2.749.786 | 3.126.708 |
| Các khoản giảm trừ doanh thu | - | - | - | - | - | - | - |
| Doanh thu thuần | 828.160 | 1.068.603 | 1.531.354 | 2.008.753 | 2.397.378 | 2.749.786 | 3.126.708 |
| GVHB | (725.638) | (881.627) | (1.264.695) | (1.672.609) | (2.016.774) | (2.344.089) | (2.691.623) |
| Lãi gộp | 102.521 | 186.975 | 266.659 | 336.144 | 380.604 | 405.697 | 435.086 |
| Doanh thu tài chính | 2.316 | 2.193 | 3.415 | 4.480 | 5.347 | 6.133 | 6.973 |
| Chi phí tài chính | (36.585) | (36.502) | (102.469) | (114.497) | (143.851) | (151.733) | (142.275) |
| Chi phí bán hàng | (4.670) | (4.549) | (6.125) | (8.035) | (9.590) | (10.999) | (12.507) |
| Chi phí quản lý | (29.785) | (38.119) | (55.129) | (72.315) | (86.306) | (98.992) | (112.561) |
| Lãi từ HĐKD | 33.798 | 109.998 | 106.351 | 145.777 | 146.204 | 150.105 | 174.716 |
| Thu nhập khác | 50.775 | 79.303 | 308.288 | 115.215 | 217.757 | 254.049 | 266.752 |
| Chi phí khác | (6.517) | (45.481) | (202.037) | (28.959) | (52.127) | (66.644) | (80.408) |
| Lợi nhuận khác | 44.258 | 33.822 | 106.251 | 86.256 | 165.630 | 187.405 | 186.344 |
| Lợi nhuận trước thuế | 78.055 | 143.821 | 212.603 | 232.033 | 311.834 | 337.511 | 361.060 |
| Chi phí thuế DN hiện hành | (22.283) | (36.354) | (53.151) | (58.008) | (77.958) | (84.378) | (90.265) |
| Chi phí thuế DN hoãn lại | - | - | - | - | - | - | - |
| Lợi nhuận thuần | 55.773 | 107.467 | 159.452 | 174.025 | 233.875 | 253.133 | 270.795 |
| EPS (VND) | 3.333 | 6.175 | 6.598 | 5.801 | 7.796 | 8.438 | 9.027 |

DỰ PHÓNG BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

| Unit: VND Million | 2008 | 2009 | 2010E | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|---------------------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Tài sản Ngắn hạn | 61.446 | 136.190 | 268.512 | 349.922 | 416.194 | 476.289 | 540.565 |
| Tiền & Các Khoản TĐTiền | 8.627 | 59.257 | 161.805 | 212.247 | 253.310 | 290.546 | 330.372 |
| Tiền | 8.627 | 59.257 | 161.805 | 212.247 | 253.310 | 290.546 | 330.372 |
| Phải thu ngắn hạn | 28.617 | 52.147 | 71.187 | 91.081 | 107.275 | 121.961 | 137.668 |
| Phải thu từ khách hàng | 17.554 | 22.519 | 32.270 | 42.331 | 50.520 | 57.947 | 65.890 |
| Trả trước cho người bán | 1.228 | 22.011 | 31.543 | 41.377 | 49.382 | 56.641 | 64.405 |
| Phải thu khác | 9.834 | 8.574 | 7.373 | 7.373 | 7.373 | 7.373 | 7.373 |
| Dự phòng khoản phải thu khó đòi | - | (958) | - | - | - | - | - |
| Hàng tồn kho | 279 | 903 | 1.294 | 1.698 | 2.026 | 2.324 | 2.643 |
| Hàng tồn kho | 279 | 903 | 1.294 | 1.698 | 2.026 | 2.324 | 2.643 |
| Khác Ngắn hạn Tài sản | 23.924 | 23.883 | 34.226 | 44.896 | 53.582 | 61.458 | 69.883 |
| Ngắn hạn Trả trước Chi phí | 7.904 | 7.175 | 10.282 | 13.487 | 16.096 | 18.462 | 20.993 |
| Discounted VAT | 12.016 | 7.783 | 11.153 | 14.630 | 17.460 | 20.027 | 22.772 |
| Khác Ngắn hạn Tài sản | 4.003 | 8.926 | 12.792 | 16.779 | 20.026 | 22.969 | 26.118 |
| Tài sản Dài hạn | 882.072 | 1.173.425 | 1.370.207 | 1.696.916 | 1.991.953 | 2.274.617 | 2.550.806 |
| Phải thu Dài hạn | 7.786 | 5.234 | 9.503 | 9.503 | 9.503 | 9.503 | 9.503 |
| Phải thu Dài hạn Khác | 7.786 | 5.234 | 9.503 | 9.503 | 9.503 | 9.503 | 9.503 |
| Tài sản cố định Dài hạn | 666.247 | 962.312 | 1.352.036 | 1.678.745 | 1.973.782 | 2.256.446 | 2.532.634 |
| Tài sản cố định hữu hình | 527.777 | 828.458 | 1.267.278 | 1.612.830 | 1.926.710 | 2.228.216 | 2.523.248 |
| Nguyên giá | 639.784 | 1.017.067 | 1.551.396 | 2.009.212 | 2.458.752 | 2.928.432 | 3.426.150 |
| Khấu hao Lũy kế | (112.007) | (188.609) | (284.118) | (396.382) | (532.042) | (700.216) | (902.903) |
| Tài sản cố định thuê TC | 137.259 | 102.898 | 84.055 | 65.212 | 46.369 | 27.527 | 8.684 |
| Nguyên giá | 204.946 | 150.743 | 150.743 | 150.743 | 150.743 | 150.743 | 150.743 |
| Khấu hao Lũy kế | (67.687) | (47.845) | (66.688) | (85.530) | (104.373) | (123.216) | (142.059) |
| CPXDCBDD | 1.211 | 30.957 | 703 | 703 | 703 | 703 | 703 |
| Đầu tư BĐS | 197.147 | 197.210 | - | - | - | - | - |
| Nguyên giá | 197.147 | 197.210 | - | - | - | - | - |
| Khấu hao Lũy kế | - | - | - | - | - | - | - |
| Đầu tư tài chính Dài hạn | 2.400 | 2.400 | 2.400 | 2.400 | 2.400 | 2.400 | 2.400 |
| Đầu tư Dài hạn Khác | 2.400 | 2.400 | 2.400 | 2.400 | 2.400 | 2.400 | 2.400 |
| Tài sản Dài hạn Khác | 8.492 | 6.268 | 6.268 | 6.268 | 6.268 | 6.268 | 6.268 |
| Chi phí Trả trước Dài hạn | 3.003 | 1.912 | 1.912 | 1.912 | 1.912 | 1.912 | 1.912 |
| Tài sản Dài hạn Khác | 5.489 | 4.357 | 4.357 | 4.357 | 4.357 | 4.357 | 4.357 |
| Tổng Tài sản | 943.518 | 1.309.615 | 1.638.720 | 2.046.839 | 2.408.147 | 2.750.906 | 3.091.371 |
| Nợ | 410.835 | 606.150 | 834.130 | 1.181.718 | 1.460.724 | 1.734.523 | 2.020.750 |

| | | | | | | | |
|---------------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Nợ Ngắn hạn | 70.311 | 57.366 | 151.003 | 265.740 | 309.913 | 520.661 | 882.554 |
| Khoản nợ ngắn hạn | 10.000 | - | 67.532 | 172.081 | 201.482 | 403.563 | 756.580 |
| Phải trả cho nhà cung cấp | 26.393 | 8.144 | 13.006 | 13.006 | 13.006 | 13.006 | 13.006 |
| Trả trước từ khách hàng | 191 | 217 | 397 | 521 | 622 | 714 | 812 |
| Thuế Phải trả cho NN | 8.986 | 13.976 | 14.259 | 14.259 | 14.259 | 14.259 | 14.259 |
| Phải trả cho NV | 13.264 | 16.864 | 24.167 | 31.702 | 37.835 | 43.396 | 49.345 |
| Chi phí phải trả | - | 1.259 | 1.804 | 2.366 | 2.824 | 3.239 | 3.683 |
| Phải trả Ngắn hạn Khác | 8.807 | 8.312 | 8.312 | 8.312 | 8.312 | 8.312 | 8.312 |
| Quỹ khen thưởng phúc lợi | 2.670 | 8.594 | 21.526 | 23.493 | 31.573 | 34.173 | 36.557 |
| Nợ Dài hạn | 340.524 | 548.784 | 683.127 | 915.978 | 1.150.811 | 1.213.862 | 1.138.196 |
| Phải trả Dài hạn Khác | 31.117 | 47.231 | 67.684 | 88.784 | 105.961 | 121.537 | 138.196 |
| Nợ Dài hạn | 309.407 | 501.554 | 615.443 | 827.193 | 1.044.850 | 1.092.325 | 1.000.000 |
| Vốn | 532.683 | 703.465 | 804.589 | 865.121 | 947.423 | 1.016.383 | 1.070.621 |
| Vốn CSH | 532.683 | 703.465 | 804.589 | 865.121 | 947.423 | 1.016.383 | 1.070.621 |
| Vốn điều lệ | 170.000 | 200.000 | 300.000 | 300.000 | 300.000 | 300.000 | 300.000 |
| Thặng dư vốn | 328.396 | 416.648 | 330.521 | 330.521 | 330.521 | 330.521 | 330.521 |
| CP quỹ | (7.518) | (9.325) | - | - | - | - | - |
| Quỹ đầu tư và phát triển | 10.858 | 21.605 | 37.550 | 54.953 | 78.340 | 103.654 | 130.733 |
| Quỹ dự phòng tài chính | 5.429 | 10.803 | 18.775 | 27.476 | 39.170 | 51.827 | 65.367 |
| Lợi nhuận giữ lại | 25.518 | 63.735 | 117.743 | 152.170 | 199.391 | 230.381 | 244.000 |
| Tổng nguồn vốn | 943.518 | 1.309.615 | 1.638.720 | 2.046.839 | 2.408.147 | 2.750.906 | 3.091.371 |

Chứng thực của chuyên viên phân tích

Các chuyên viên phân tích được nêu tên ở trang đầu tiên, là những người chịu trách nhiệm chính cho việc lập báo cáo này, chứng thực rằng các ý kiến cũng như các quan điểm hay dự báo được nêu trong báo cáo này phản ánh đúng ý kiến, quan điểm hay dự báo của cá nhân mình về vấn đề được trình bày. Không có bất kỳ một khoản thu nhập nào của các chuyên viên phân tích có nguồn gốc phát sinh, trực tiếp hay gián tiếp, từ các đề nghị, quan điểm hay dự báo cụ thể của mình trong báo cáo.

Phân phối báo cáo

Báo cáo này chỉ dành cho các khách hàng của ACBS tại Việt Nam. Trong trường hợp khách hàng nhận hay sử dụng báo cáo này ngoài lãnh thổ Việt Nam, trách nhiệm của khách hàng là đảm bảo rằng việc nhận hay sử dụng báo cáo này được pháp luật nước sở tại cho phép. Nếu khách hàng không thể đảm bảo hoặc pháp luật nước sở tại không cho phép thì khách hàng nên hoàn trả báo cáo lại nguyên vẹn cho ACBS hoặc tiêu hủy bản báo cáo đồng thời thông báo cho ACBS về việc mình không thể tiếp tục nhận các báo cáo tương tự.

Công bố lợi ích vật chất

Vào ngày phát hành bản báo cáo, ACBS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ lợi ích vật chất nào như sở hữu cổ phiếu, khoản cho vay, khoản nợ có liên quan đến VNS.

Tuyên bố miễn trách của ACBS

Báo cáo này chỉ được phát hành với mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng của ACBS có tham gia hoạt động kinh doanh chứng khoán, nó không nhằm mục đích quảng cáo hay mời gọi khách hàng mua hoặc bán bất kỳ một loại chứng khoán cụ thể nào. Mặc dù thông tin trong báo cáo được ACBS thu thập từ các nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không đưa ra bất kỳ một đảm bảo hoặc cam kết nào về độ chính xác và đầy đủ của các thông tin đã cung cấp trong bản báo cáo. NỘI DUNG BẢN BÁO CÁO NÀY CÓ THỂ BỊ THAY ĐỔI MÀ ACBS KHÔNG CẦN PHẢI THÔNG BÁO CHO KHÁCH HÀNG.

Khách hàng không nên xem bản báo cáo này như là một bản phân tích toàn diện và đầy đủ đối với bất kỳ chứng khoán nào được nêu trong bản báo cáo. Khách hàng hoàn toàn chịu trách nhiệm đối với bất kỳ khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại nào phát sinh từ việc khách hàng thực hiện đầu tư dựa trên các ý kiến, quan điểm, đề nghị hoặc thông tin trong báo cáo này. ACBS được miễn trừ mọi trách nhiệm đối với các khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại phát sinh trực tiếp hoặc gián tiếp cho khách hàng bắt nguồn từ việc sử dụng bản báo cáo này của khách hàng, bất kể các khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại này phát sinh từ các sai sót, khiếm khuyết, lỗi hoặc sự không chính xác của nội dung bản báo cáo.

Trong bản báo cáo có chứa đựng hoặc sử dụng các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích của chuyên viên phân tích, đây là các giả định, quan điểm và phương pháp của cá nhân không phải của ACBS nên ACBS không chịu trách nhiệm về tính đúng đắn và hợp lý của chúng. Trong tương lai, ACBS có thể phát hành các bản báo cáo có những đề nghị, quan điểm hoặc dự báo trái ngược hoàn toàn với nội dung của bản báo cáo này.

Mặc dù ở thời điểm hiện tại, ACBS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ lợi ích vật chất nào có liên quan đến công ty được phân tích như đã công bố bên trên. Tuy nhiên, trong tương lai ACBS và chuyên viên phân tích có quyền mua, bán các cổ phiếu của công ty cũng như thực hiện các hoạt động làm phát sinh mối quan hệ lợi ích vật chất với công ty được phân tích.

@ ACBS giữ mọi quyền sở hữu đối với bản báo cáo này. Không một ai được phép sao chép hoặc gửi toàn bộ hoặc một phần nội dung bản báo cáo cho một bên thứ ba mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản từ ACBS.