



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC KẾT NỐI NHÀ ĐẦU TƯ

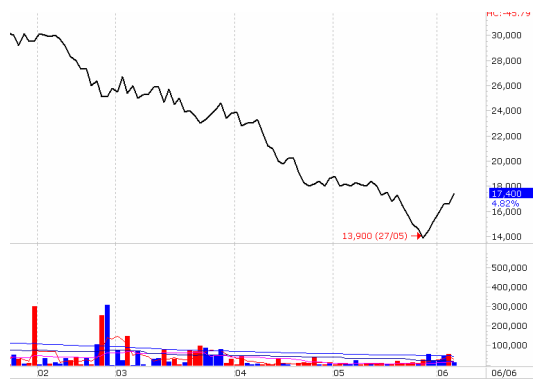
BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN ÁNH DƯƠNG VIỆT NAM

Các nét chính của VNS:

Thông tin cơ bản về VNS:

Giá cổ phiếu ngày 06/06/2011	17,400
P/E (lần)	2.9
EPS (VND)	6000
Số lượng cổ phiếu lưu hành	30,000,000
Sở hữu lớn	51.65%
Giá cao nhất 52 tuần	42,500
Giá thấp nhất 52 tuần	17,500

Đồ thị giá VNS:



- Là công ty kinh doanh dịch vụ taxi lớn nhất Thành phố Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai, TP Vũng Tàu với đội xe 4250 xe.
- Doanh nghiệp có dòng doanh thu đều đặn, tốc độ tăng trưởng ROE đều trong 3 năm gần đây, ROE 2010 đạt 22%, ROE forward 2011 20%.
- Mức P/E định giá thấp 2.9 lần so với P/E của sàn HSX 11.46 lần và P/E của ngành dịch vụ vận tải 6.69 lần. Hệ số P/B thấp ở mức 0.92 lần, P/B dự phóng 0.9 lần.
- Doanh nghiệp tiếp tục mua thêm 185 xe trong năm 2011 sau khi mua thêm hơn 1000 xe, tăng số lượng xe lên 4040 xe.

Chúng tôi khuyến nghị mua và nắm giữ cổ phiếu VNS trong thời gian từ 3 tháng tới 6 tháng. VNS là một trong số ít các cổ phiếu có dòng doanh thu đều đặn và lợi nhuận tăng trưởng bền vững cũng như kiểm soát chi phí tốt trong ngành vận tải hiện nay.

1. Giới thiệu công ty:

Công ty cổ phần Ánh Dương Việt Nam tiền thân là công ty TNHH Thương Mại Dịch vụ Lữ hành Tư Vấn đầu tư Ánh Dương, thành lập năm 1995, có vốn điều lệ 300 triệu đồng. Năm 2003, doanh nghiệp chuyển đổi thành công ty cổ phần Ánh Dương Việt Nam với vốn điều lệ 8 tỷ đồng. Trải qua 6 lần tăng vốn, hiện tại vốn điều lệ của công ty là 300 tỷ. Hoạt động kinh doanh của công ty gồm 3 mảng chính: kinh doanh taxi, kinh doanh du lịch, dịch vụ và kinh doanh ăn uống. Thế mạnh của VNS là hãng taxi mạnh nhất tại Thành phố Hồ Chí Minh, Đồng Nai và Bình Dương. Vinasun có đội xe taxi hùng hậu và chất lượng xe tốt của Toyota với các dòng xe vios, camry, Innova và đặc biệt có dịch vụ xe VIP phục vụ khách hàng cao cấp. Quý 3 năm 2010 doanh nghiệp đã đầu tư mua thêm xe nâng tổng số xe VNS sở hữu lên 4040 xe. Loại xe chủ yếu hãng sử dụng là các xe Sedan 4 chỗ và dòng xe Surp 8 chỗ.

Trong mảng kinh doanh du lịch, VNS hiện là đại lý cấp 1 của các hãng hàng không như VN Airline, đại lý cấp

2 của các hãng Korean Airline, Shanghai Airline, Thai Airways, China Airline, vv...

Trong năm 2011, VNS có kế hoạch đầu tư mở rộng hoạt động bao phủ địa bàn Tp Hồ Chí Minh, phần đầu đứng đầu ngành taxi về doanh thu bình quân/xe/ca, chất lượng phục vụ đồng đều và nâng cao các tiện ích trên xe.

1. Hoạt động kinh doanh:

Kinh doanh dịch vụ taxi chiếm tới 89% doanh thu của VNS trong các năm qua, dịch vụ du lịch chiếm khoảng 3% và kinh doanh nhà hàng chiếm 8% còn lại. Ngoài ra, VNS còn tham gia kinh doanh dự án chung cư tại quận 8, Tp Hồ Chí Minh, bắt đầu lập dự án làng biệt thự xanh Vinasun Củ Chi. Tại thành phố Hồ Chí Minh, Vinasun là hãng taxi chiếm thị phần lớn nhất với chất lượng phục vụ vượt trội. Trong 3 năm qua, hãng đã tăng số lượng xe lên gấp 3 lần và toàn bộ đội xe đều là xe của Toyota, tạo nên hình ảnh chuyên nghiệp và chất lượng phục vụ tốt, đồng đều cho hãng.

Chỉ tiêu	2006	2007	2008	2009	2010
Tổng TS	270,735	683,419	943,518	1,309,615	1,726,113
Tiền và tương đương tiền	5,700	97,634	8,627	59,257	62,698
Nợ vay (Vay ngắn hạn + dài hạn)	205,589	81,619	350,524	548,784	659,654
Vốn CSH	16,046	542,415	535,354	712,059	819,573
Vốn góp	16,000	170,000	170,000	200,000	300,000
Doanh thu thuần	264,754	487,315	828,160	1,068,603	1,641,513
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>		<i>84.1%</i>	<i>69.9%</i>	<i>29.0%</i>	<i>53.6%</i>
Lợi Nhuận	3,930	52,810	55,773	107,467	180,016
<i>Tăng trưởng LN sau thuế</i>		<i>1243.8%</i>	<i>5.6%</i>	<i>92.7%</i>	<i>67.5%</i>
ROA	1.5%	7.7%	5.9%	8.2%	10.4%
ROE	24.5%	9.7%	10.4%	15.1%	22.0%
Cổ tức bằng tiền (2010 dự kiến)				2,200	2,000
EPS	2,456	3,106	3,281	5,373	6,001

Trong năm 2010, doanh thu của công ty đã tăng trưởng 53.6%, tăng gần gấp đôi so với tốc độ tăng của năm 2009 do doanh nghiệp tăng mạnh số lượng xe thêm 3,566 chiếc vào quý 3 và công tác quản lý đội xe tốt hơn, tránh tình trạng lãng phí công suất xe cũng như điều động đội xe tốt hơn. Tốc độ tăng của lợi nhuận năm 2010 là 67.5%, cao hơn nhanh hơn tốc độ tăng doanh thu của năm.

Giá vốn hàng bán trong năm 2010 tăng nhanh do chi phí khấu hao lớn 197 tỷ, tăng 70% so với năm 2009 do số lượng xe tăng 50% và tiền trả cho lái xe nhiều hơn. Giá vốn hàng bán của VNS chủ yếu cấu thành từ 3 thành phần chính: xăng, nguyên liệu, lương trả cho lái xe và khấu hao. Các chi phí này chiếm khoảng 80% chi phí, các khoản chi phí còn lại chiếm 20%. Do giá xăng điều chỉnh từ mức 15,500 vnd/lít trong năm 2010 lên mức 21,300 vnd/lít trong đầu năm 2011.

Lợi nhuận của doanh nghiệp tăng 2010 tăng 67.5% nhưng tốc độ tăng lợi nhuận/doanh thu tăng không đáng kể, nằm ở mức 10%-11%. Điều này chứng tỏ cơ cấu hoạt động kinh doanh năm 2010 của VNS không có nhiều thay đổi. Tỷ lệ margin lợi nhuận gộp/doanh thu và lợi nhuận thuần/ doanh thu

của VNS qua các năm chỉ giao động quanh mức tương ứng 16% và 11% do chi phí nhiên liệu và lương trả cho lái xe chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu.

ROE và ROA của VNS tăng đều đặn qua các năm từ 2007 đến 2010, mặc dù doanh nghiệp tăng quy mô vốn điều lệ từ 70 tỷ lên 300 tỷ tương ứng. Điều này chứng tỏ VNS sử dụng khá hiệu quả dòng vốn mới tăng thêm và trong 3 năm qua doanh nghiệp luôn luôn cần vốn. Chúng tôi đánh giá VNS đang ở trong chu kỳ tăng trưởng và doanh thu sẽ tiếp tục tăng trong giai đoạn kinh doanh 3 năm tới. Đi kèm với sự tăng trưởng các chỉ tiêu này là quy mô hoạt động mở rộng. Nếu trong năm 2007 số lượng xe taxi của doanh nghiệp chỉ là 1440 xe, đến năm 2010 số lượng xe là 4040 xe, hoạt động trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh, Vũng Tàu, Bình Dương.

2. Chất lượng tài sản:

Trong năm 2010, VNS đã tăng vốn từ 200 tỷ đồng lên 300 tỷ, giúp quy mô kinh doanh của doanh nghiệp tăng tương ứng. Cùng với tăng vốn chủ, VNS đã tăng tỷ trọng vốn vay để mở rộng hoạt động kinh doanh. Tỷ trọng vốn vay/VCSH tăng từ 0.7 lần lên 0.8 lần và công nợ/tài sản tăng từ 0.46 lần lên 0.53 lần. Tổng tiền vay tại thời điểm cuối năm là 660 tỷ, trong đó có tới 652 tỷ vay dài hạn phục vụ mục đích mua thêm xe mới. Lãi suất vay trung bình của các khoản vay này là 12.17%/năm. Khoản vay này kéo dài sang năm 2011, VNS phải chịu lãi suất tăng cao hơn từ mặt bằng lãi suất chung điều chỉnh cao, do đó khoản lãi vay phải trả trong năm 2011 dự kiến sẽ tăng lên khoảng từ 90 tỷ tới 95 tỷ. Tuy nhiên, xét về cơ cấu tài chính, đòn bẩy tài chính của VNS là thấp, cơ cấu vốn vay khá an toàn, không tạo nhiều áp lực cho doanh nghiệp trả nợ ngắn hạn.

Tuy tỷ lệ vay ngân hàng vẫn đảm bảo an toàn nhưng hệ số thanh toán hiện hành (TSLĐ/Nợ ngắn hạn) của VNS chỉ là 1 lần, giảm mạnh từ 2.79 lần năm 2009. Phần lớn tỷ trọng trong nợ ngắn hạn là phải trả người bán do phần xe mua thêm.

CHỈ SỐ CƠ BẢN	2007	2008	2009	2010
P/E cơ bản	8,08	7,65	4,67	4,18
P/B	0,79	0,80	0,71	0,92
EV / EBITDA	1,96	3,18	3,19	3,12
EV / EBIT	4,27	6,43	5,24	5,47
KLCPLH hiện tại (Triệu)	17,00	17,00	20,00	30,00
Sở hữu nước ngoài	-	-	-	19,78%
EPS cơ bản (VND)	3.106,50	3.280,76	5.373,33	6.000,52
Book Value (VND)	31.663,98	31.334,31	35.173,27	27.319,12
Sức khỏe tài chính				
EBITDA Tỷ (VND)	209,17	231,98	296,00	432,38
Tiền / Nợ ngắn hạn	1,62	0,13	1,21	0,34
TSLĐ / Nợ ngắn hạn	2,45	0,91	2,79	1,01
Vay dài hạn / Tài sản	0,12	0,33	0,38	0,38
Vốn vay / Tài sản	0,12	0,34	0,38	0,38
Vốn vay / Vốn CSH	0,15	0,60	0,70	0,80
Công nợ / Tài sản	0,21	0,43	0,46	0,53
Công nợ / Vốn CSH	0,26	0,76	0,84	1,11
Hiệu quả sinh lời				
Lãi gộp / Doanh thu	12,00%	12,38%	17,50%	16,01%
Lãi trước thuế / Doanh thu	15,11%	9,43%	13,46%	14,67%
Lãi ròng / Doanh thu	10,84%	6,73%	10,06%	10,97%
EBITDA / Doanh thu	42,92%	28,01%	27,70%	26,34%
EBIT / Doanh thu	19,75%	13,84%	16,87%	15,02%

Trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp, vốn vay chiếm tỷ trọng thấp của tổng tài sản và tỷ lệ vốn vay/vốn CSH chỉ là 0.8 lần. Điều này gợi mở khả năng doanh nghiệp vẫn có thể tăng thêm đòn bẩy tài chính vào các năm sau để mở rộng kinh doanh mà vẫn có thể kiểm soát các hệ số này ở mức an toàn. Nếu đòn bẩy tài chính tiếp tục tăng để tài trợ cho mua thêm xe taxi mở rộng kinh doanh, tăng doanh thu, lợi nhuận và các điều kiện khác không có nhiều bất lợi (giá xăng dầu) ROE của VNS sẽ tiếp tục đà tăng trưởng trong năm 2011.

***) So sánh với công ty cùng ngành vận tải:**

Hiện nay trên thị trường niêm yết và thị trường Upcom, có 4 công ty taxi kmột số công ty taxi, song các công ty taxi còn lại quy mô khá nhỏ nên chúng tôi sẽ so sánh hiệu quả hoạt động của VNS với một số doanh nghiệp vận tải niêm yết trên sàn HSX và HNX.

Mã CK	P/E	P/B	EPS	ROE	ROA	Tăng trưởng LN	Tăng trưởng DT
Trung bình	4.1	0.8	4,069	20.6%	11.4%	33.1%	50.9%
VNS	3.2	0.7	6,001	22.0%	10.4%	67.5%	53.6%
HTV	6.6	0.5	1,662	7.5%	6.8%	-29.1%	18.2%
PSC	9.0	0.8	1,990	8.9%	4.5%	-7.1%	9.8%
PTS	6.0	1.0	2,803	15.8%	7.0%	-12.9%	16.5%
TCL	4.1	1.3	5,789	32.4%	17.7%	25.4%	50.9%
TJC	7.2	0.5	1,109	7.2%	2.7%	31.9%	31.4%
VNL	5.5	1.0	2,606	18.4%	15.2%	-1.4%	56.7%
DL1	3.2	0.8	4,276	26.1%	19.9%	74.5%	24.7%
PGT	17.6	0.6	381	3.4%	3.1%	-33.9%	-15.4%
SBC	3.7	1.1	6,307	28.8%	15.6%	-30.3%	22.7%
HHG	12.7	0.6	449	4.4%	2.4%	-20.3%	31.6%
HMH	2.7	0.7	6,177	23.9%	19.8%	32.5%	-6.8%
VNF	3.9	1.6	9,686	41.8%	23.6%	237.0%	165.0%

Nguồn: BCTC 2010 các công ty

VNS là doanh nghiệp dẫn đầu trong 3 công ty Taxi của các công ty niêm yết, ngoài ra so sánh với các công ty kinh doanh taxi lớn như Taxi Mai Linh, VNS có hiệu quả hoạt động tốt hơn rất nhiều. So sánh với các doanh nghiệp niêm yết, VNS có P/E hiện tại 3.2 lần, thấp hơn mức trung bình 4.1 lần của các doanh nghiệp so sánh. So với các doanh nghiệp có kết quả kinh doanh 2010 tốt như VNF, VNL, TCL, chỉ số P/E của VNS đang rẻ tương đối. Xét về hiệu quả hoạt động, ROA của VNS thấp hơn so với trung bình gia quyền nhưng ROE cao hơn mức chung các doanh nghiệp vận tải. Tăng trưởng lợi nhuận của VNS trong năm 2010 cao hơn mức trung bình rất lớn do quy mô hoạt động của doanh nghiệp được mở rộng và phát huy hiệu quả. Kinh doanh taxi tại thành phố 8 triệu dân và là thành phố sôi động nhất cả nước cũng như là doanh nghiệp hàng đầu đã giúp cho tình hình tài chính của VNS bền vững hơn các doanh nghiệp vận tải khác trong điều kiện giá xăng dầu từ đầu năm 2010 không ngừng tăng giá.

3. Phân tích SWOT:

1. Điểm mạnh - Lợi thế của DN taxi dẫn đầu của Thành phố HCM. - Đội xe hùng hậu (4040 xe chưa kể xe các tài xế)	2. Điểm yếu - Hệ thống phát triển nhanh và rộng khắp nên chưa kiểm soát chặt chẽ chất lượng phục vụ khách hàng của lái xe.
--	--

<p>góp và xe nhượng quyền thương hiệu), chất lượng xe tốt, chất lượng phục vụ được khách hàng đánh giá tốt.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Hệ thống khách hàng tổ chức ổn định, sử dụng taxi card - Liên kết được với hơn 800 nhà hàng, khách sạn, siêu thị, sân bay, nhà ga để đón khách. - Đội ngũ lái xe chuyên nghiệp. 	<ul style="list-style-type: none"> - Đào tạo lái xe chưa theo kịp tốc độ mở rộng quy mô trong thời gian gần đây. - Lượng taxi tại TP HCM đã vượt số lượng cho phép đến 2020, Vinasun không thể mở rộng thêm lượng xe kinh doanh trong thời gian tới.
<p>3. Cơ hội:</p> <ul style="list-style-type: none"> - TP Hồ Chí Minh hiện có 8 triệu dân và đang mở rộng nhanh, nhu cầu đi lại bằng taxi ngày một tăng cao. - Cơ hội phát triển mạnh hơn nữa tại các tỉnh ven TP Hồ Chí Minh như Bình Dương, Đồng Nai, An Giang, - Tiềm năng từ các dự án bất động sản du lịch, kinh doanh nhà hàng. 	<p>4. Thách thức:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Các hãng taxi cạnh tranh ngày càng khốc liệt về giá thành và có nhiều hãng taxi mới năng động. - Giá xăng dầu thế giới tăng làm giảm lợi nhuận biên trong thời gian qua. - Nhiều hãng taxi dù hoạt động cạnh tranh không lành mạnh với các hãng taxi có tên tuổi như Vinasun, Mai Linh, hiện tượng nhái thương hiệu để cạnh tranh ngày càng nhiều gây mất uy tín và thương hiệu Vinasun.

4. Kế hoạch kinh doanh 2011:

Trong năm 2011, VNS đặt kế hoạch tiếp tục đứng đầu thị phần taxi tại Thành phố Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai, Vũng Tàu. phần đầu là công ty có doanh số bình quân/xe/ca cao nhất trong tất cả các hãng taxi tại thành phố. Về chất lượng phục vụ, VNS cố gắng tăng chất lượng của các lái xe mới bằng cách huấn luyện thêm tay lái và nâng cao trình độ phục vụ khách hàng cũng như hãng sẽ tăng thêm các tiện ích trên xe để phục vụ tốt nhất cho khách hàng. Trong năm 2011, công ty sẽ phấn đấu phục vụ 90 triệu lượt khách hàng và tăng thêm các điểm tiếp thị cố định lên 1600 điểm và tăng thêm lượng khách hàng doanh nghiệp có nhu cầu di chuyển đều đặn lên 5000 đơn vị.

Về số lượng xe, công ty sẽ đầu tư thêm 485 chiếc trong năm 2011 và bán thanh lý 290 cũ, lượng xe cuối năm 2011 rơi vào khoảng 4235 xe bao gồm xe Innova G 1780 xe, Innova J, Vios 2455 xe. Ngoài ra, công ty sẽ lắp đặt thêm hệ thống thanh toán qua thẻ trên taxi, nâng cấp hệ thống tổng đài, tăng cường khả năng tiếp nhận và phát của tổng đài 08.38272727 lên 24.000 cuộc gọi/ngày. Một điểm đặc biệt nữa là công ty sẽ thử nghiệm hệ thống quản lý thông qua hệ thống định vị GPS cũng như tìm hiểu thêm các địa bàn mới để mở rộng hoạt động kinh doanh. Ngoài ra, với mảng kinh doanh du lịch, Vinasun Travel sẽ mở rộng mảng kinh doanh xe du lịch-xe cho thuê và đại lý phân phối vé.

Kế hoạch doanh thu:

Loại hình hoạt động	thực hiện 2010	Kế hoạch 2011	% tăng/giảm
			<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>
Hoạt động taxi	1625.8	2058.6	26.60%
Du lịch	17.9	18	0.50%
Tổng cộng	1643.7	2076.6	26.30%
LN trước thuế	239.87	215.02	-10.36%
LN sau thuế	179.42	161.27	-10%
Tỷ suất lợi nhuận/vốn điều lệ	59.80%	53.75%	-10%

Trong năm 2011, Vinasun đã tăng giá cước taxi 10% do giá xăng dầu tăng lên và các loại thuế trước bạ, thuế VAT tăng từ 5% lên 10% khiến chi phí xe đầu vào tăng lên. Cũng vì lý do này, kế hoạch lợi nhuận của VNS trong năm 2011 để ở mức 90% lợi nhuận năm 2010, song với mức lợi nhuận này tỷ suất sinh lời/vốn điều lệ của VNS vẫn rất cao đạt 53.75%. Trong tháng 4/2011, Vinasun đạt 174,2 tỷ đồng doanh thu kinh doanh và 8,04 tỷ đồng LNST. Lũy kế 4 tháng, công ty mẹ đạt 691,36 tỷ đồng doanh thu, bằng 34,3% kế hoạch kinh doanh. LNST lũy kế đạt 35,18 tỷ đồng, bằng 30,9% kế hoạch LNST từ hoạt động kinh doanh và 21,8% tổng lợi nhuận kế hoạch. Công ty đã đầu tư mới và đưa vào hoạt động 171 xe (85 xe tại Đà Nẵng). Nếu tiếp tục đà kinh doanh trong các tháng còn lại của năm, VNS chắc chắn đạt được kế hoạch kinh doanh đề ra cho năm 2011.

Kết luận:

Hiện tại được định giá ở mức P/E 2.9 lần, ROE tăng trưởng đều đặn và đạt 22% vào năm 2010 cùng lợi thế từ đơn vị kinh doanh dịch vụ taxi hàng đầu của thành phố 8 triệu dân sôi động nhất Việt Nam, VNS đang được định giá ở mức thấp và là cổ phiếu thuộc nhóm tăng trưởng, thích hợp cho mục tiêu nắm giữ từ 3 tháng tới 6 tháng. Với đặc điểm ngành nghề kinh doanh ổn định và luồng thu nhập đều đặn, VNS là một trong số ít công ty thuộc ngành vận tải hiện nay kinh doanh có lãi và đạt hiệu quả cao, rủi ro đầu tư vào VNS ở mức giá hiện tại chúng tôi đánh giá là thấp so với triển vọng kinh doanh của công ty.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



**Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC
Hội Sở Chính:**

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 615

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apex.com.vn; Website: <http://www.apex.com.vn>