

## CÔNG TY CỔ PHẦN ÁNH DƯƠNG VIỆT NAM

Báo cáo lần đầu

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH GIỮ ĐƯỢC NHỊP TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH

7/5/2012

### NHỮNG NÉT CHÍNH

**Khuyến nghị đầu tư.** Vận tải taxi là thị trường còn rất nhiều tiềm năng tại Việt Nam do quy mô dân số tăng nhanh và đời sống ngày càng được cải thiện. Với vị thế chiếm lĩnh thị phần chi phối dịch vụ vận tải taxi tại khu vực phía Nam nhờ có đội xe hùng hậu cùng với chiến lược cạnh tranh tốt. Chúng tôi cho rằng VNS là cổ phiếu có thể xem xét đầu tư trong trung và dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu Vinasun, mức giá hợp lý chúng tôi đưa ra là **35.400 đồng/cổ phần**.

**Quy mô đội xe áp đảo.** Vinasun hiện đứng ở vị trí thứ nhất với tổng cộng khoảng 4.041 xe taxi, chiếm 40% tổng lượng taxi đang hoạt động trên địa bàn Tp. Hồ Chí Minh, đơn vị đứng thứ 2 là Mai Linh với 2.412 xe. Số lượng đầu xe lớn giúp taxi Vinasun có thể phủ đều trên khắp các tuyến đường và sẵn sàng phục vụ khách hàng. Đây là một trong những lợi thế rất lớn của Vinasun bởi một hãng taxi muốn chiếm lĩnh thị trường tốt thì phải dựa vào độ bao phủ của đội xe, số lượng xe có đủ lớn thì mới tăng độ nhận biết của khách hàng.

**Taxi Vinasun chủ yếu tập trung phát triển thị trường tại các đô thị lớn tại phía Nam,** nơi có nhu cầu đi lại bằng taxi lớn, trong đó đặc biệt là tại Tp. Hồ Chí Minh, khu vực đóng góp tới gần 86% doanh thu của công ty. Đây cũng chính là điểm khác biệt lớn giữa 2 hãng taxi chiếm vị trí dẫn đầu tại Việt Nam là Mai Linh và Vinasun. Trong khi Vinasun tập trung khai thác tối đa thị trường các đô thị lớn phía Nam, nơi có nhu cầu taxi lớn thì chiến lược kinh doanh của Mai Linh là bao phủ toàn quốc, thậm chí ở cả những địa phương có nhu cầu đi lại thấp.

**Tỷ lệ nợ của Vinasun thấp hơn nhiều so với Mai Linh.** Để đầu tư phát triển đội xe, các doanh nghiệp vận tải taxi đều cần phải dựa vào vốn vay, tuy nhiên tỷ lệ sử dụng đòn bẩy lại có sự khác biệt khá lớn giữa 2 doanh nghiệp đứng đầu. Trong khi Vinasun cân bằng tỷ lệ vốn vay và vốn tự có ở mức khoảng 60/40 để mua xe là thì tỷ lệ này ở Mai Linh cao hơn gấp từ 3-5 lần. Vinasun sử dụng vốn chủ sở hữu là chủ yếu thông qua việc giữ lại lợi nhuận tái đầu tư, kết hợp với huy động một lượng nợ vay cân đối. Ngược lại, tập đoàn Mai Linh tài trợ phần lớn bằng vốn vay nhằm kỳ vọng gia tăng lợi nhuận từ đòn bẩy tài chính. Kết quả là Mai Linh bị lỗ liên tiếp trong 5 năm trở lại đây do gánh chịu chi phí lãi vay quá lớn.

#### Một số chỉ tiêu dự báo của VNS

| Chỉ số tài chính               | 2009      | 2010      | 2011      | 2012F            | 2013F            |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|------------------|------------------|
| Doanh thu (triệu VND)          | 1.068.603 | 1.643.696 | 2.274.328 | <b>2.709.846</b> | <b>2.958.610</b> |
| EBITDA (triệu VND)             | 269.762   | 499.782   | 545.496   | <b>547.662</b>   | <b>577.008</b>   |
| EBIT (triệu VND)               | 180.323   | 321.215   | 303.249   | <b>295.348</b>   | <b>323.250</b>   |
| Lợi nhuận sau thuế (triệu VND) | 107.467   | 179.427   | 132.880   | <b>162.497</b>   | <b>176.116</b>   |
| EPS (VND)                      | 5.373     | 5.981     | 4.429     | <b>5.417</b>     | <b>5.871</b>     |
| P/E (x)                        | 4,67      | 4,20      | 5,67      | <b>4,63</b>      | <b>4,28</b>      |
| P/B (x)                        | 0,71      | 0,92      | 0,88      | <b>0,84</b>      | <b>0,82</b>      |
| ROA (%)                        | 10%       | 12%       | 7%        | <b>9%</b>        | <b>9%</b>        |
| ROE (%)                        | 17%       | 24%       | 16%       | <b>19%</b>       | <b>19%</b>       |

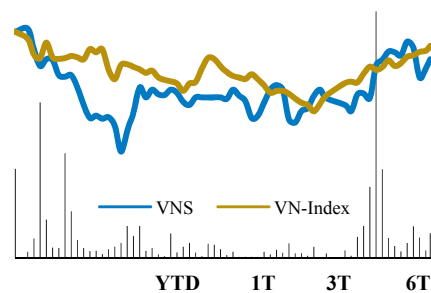
### KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

|                           |                   |
|---------------------------|-------------------|
| Giá kỳ vọng *             | <b>35.400 VND</b> |
| Giá thị trường (7/5/2012) | 25.100 VND        |
| Khoảng giá 52 tuần        | 12.740 - 29.700   |
| Khuyến nghị               | <b>MUA</b>        |
| Triển vọng 1 quý          | ↗ Tăng nhẹ        |
| Triển vọng 1 năm          | ↗ Tăng nhẹ        |
| Triển vọng dài hạn        | ↗ Tích cực        |



\* Xác định dựa trên quan điểm đầu tư dài hạn

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



|          | YTD   | 1T    | 3T    | 6T    |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| VNS      | 18,2% | -1,9% | 35,4% | 28,1% |
| VN Index | 37,6% | 9,0%  | 20,4% | 23,0% |

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                        |                    |
|------------------------|--------------------|
| Mã cổ phiếu            | <b>VNS</b>         |
| Reuters                | VNS.HM             |
| Bloomberg              | VNS VM             |
| Sàn giao dịch          | HSX                |
| Ngành                  | Dịch vụ tiêu dùng  |
| Lĩnh vực               | Du lịch & giải trí |
| Vốn hóa                | 777 tỷ đồng        |
| SL cổ phiếu lưu hành   | 29.999.997 CP      |
| KLGD bình quân 10 ngày | 12.988 CP          |

Chuyên viên phân tích

**Lưu Văn Lương**

(84 4) 3928 8080 ext 512

luuvanluong@baoviet.com.vn

## THÔNG TIN SỞ HỮU

|                   |        |
|-------------------|--------|
| Sở hữu nhà nước   | 0,00%  |
| Sở hữu nước ngoài | 23,61% |
| Sở hữu khác       | 76,39% |

## THÔNG TIN CỔ TỨC

|                      |       |
|----------------------|-------|
| Cổ tức năm gần nhất  | 20%   |
| Tỷ lệ cổ tức/thị giá | 7,97% |

## CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

### Kết quả kinh doanh

| Đơn vị (tỷ VND)     | 2009  | 2010  | 2011  | 2012F | 2013F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu           | 1.069 | 1.644 | 2.274 | 2.710 | 2.959 |
| Giá vốn             | 882   | 1.381 | 1.955 | 2.327 | 2.561 |
| Lợi nhuận gộp       | 187   | 263   | 320   | 383   | 398   |
| Doanh thu tài chính | 2     | 5     | 3     | 6     | 7     |
| Chi phí tài chính   | 37    | 81    | 125   | 79    | 88    |
| Lợi nhuận sau thuế  | 107   | 179   | 133   | 162   | 176   |

### Bảng cân đối kế toán

| Đơn vị (tỷ VND)                    | 2009         | 2010         | 2011         | 2012F        | 2013F        |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền & khoản tương đương tiền      | 59           | 63           | 38           | 13           | 13           |
| Các khoản phải thu ngắn hạn        | 52           | 96           | 124          | 134          | 216          |
| Hàng tồn kho                       | 1            | 2            | 4            | 3            | 4            |
| Tài sản cố định hữu hình           | 828          | 1.464        | 1.400        | 1.492        | 1.493        |
| Các khoản đầu tư tài chính dài hạn | 2            | 2            | 1            | 1            | 1            |
| <b>Tổng tài sản</b>                | <b>1,310</b> | <b>1,762</b> | <b>1,788</b> | <b>1,856</b> | <b>1,956</b> |
| Nợ ngắn hạn                        | 49           | 165          | 157          | 140          | 144          |
| Nợ dài hạn                         | 549          | 750          | 753          | 810          | 885          |
| Vốn chủ sở hữu                     | 703          | 820          | 856          | 893          | 914          |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>              | <b>1,310</b> | <b>1,762</b> | <b>1,788</b> | <b>1,856</b> | <b>1,956</b> |

### Chỉ số tài chính

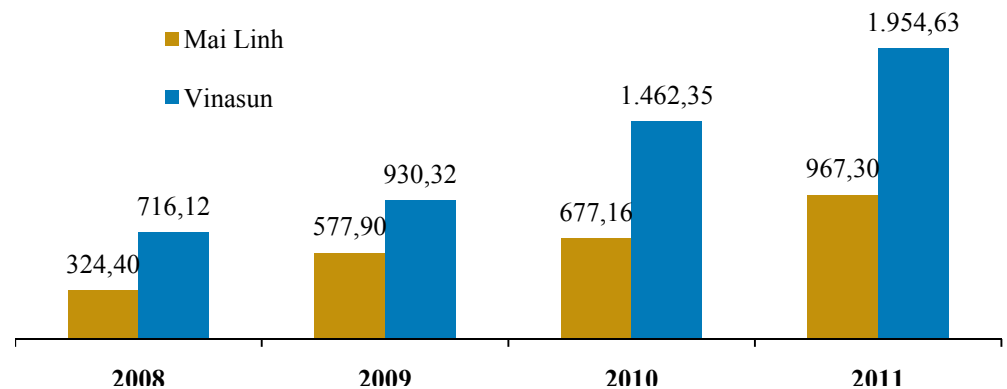
| Chỉ tiêu                           | 2009   | 2010   | 2011   | 2012F  | 2013F  |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>        |        |        |        |        |        |
| Tăng trưởng doanh thu (%)          | 29%    | 54%    | 38%    | 19%    | 9%     |
| Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%) | 93%    | 67%    | -26%   | 22%    | 8%     |
| <b>Chỉ tiêu sinh lời</b>           |        |        |        |        |        |
| Lợi nhuận gộp biên (%)             | 17%    | 16%    | 14%    | 14%    | 13%    |
| Lợi nhuận thuần biên (%)           | 10%    | 11%    | 6%     | 6%     | 6%     |
| ROA (%)                            | 10%    | 12%    | 7%     | 9%     | 9%     |
| ROE (%)                            | 17%    | 24%    | 16%    | 19%    | 19%    |
| <b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Tổng nợ/Tổng tài sản (%)           | 46%    | 52%    | 51%    | 51%    | 53%    |
| Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)    | 84%    | 109%   | 105%   | 106%   | 112%   |
| <b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>   |        |        |        |        |        |
| EPS (đồng/cổ phần)                 | 5,373  | 5,981  | 4,429  | 5,417  | 5,871  |
| Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)     | 35,173 | 27,333 | 28,529 | 29,783 | 30,477 |

Báo cáo tài chính dựa trên chuẩn mực kế toán Việt Nam

## TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG TAXI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

**Tiềm năng thị trường lớn.** Tp. Hồ Chí Minh là một trong những địa phương có nền kinh tế năng động nhất Việt Nam với tốc độ phát triển hàng năm đều vượt trên 10%, đây cũng là thành phố có mật độ dân số và mức thu nhập bình quân đầu người cao nhất cả nước. Do vậy nhu cầu sử dụng taxi cho mục đích đi công tác, du lịch, vui chơi giải trí, khám chữa bệnh,... là rất lớn. Thống kê từ một số hãng taxi dẫn đầu về thị phần cho thấy thị trường đang đạt được tốc độ tăng trưởng doanh thu lớn qua các năm, cụ thể như Vinasun có tốc độ tăng trưởng 39,8% trong giai đoạn 2008-2011, con số của Mai Linh là 43,9% trong cùng giai đoạn.

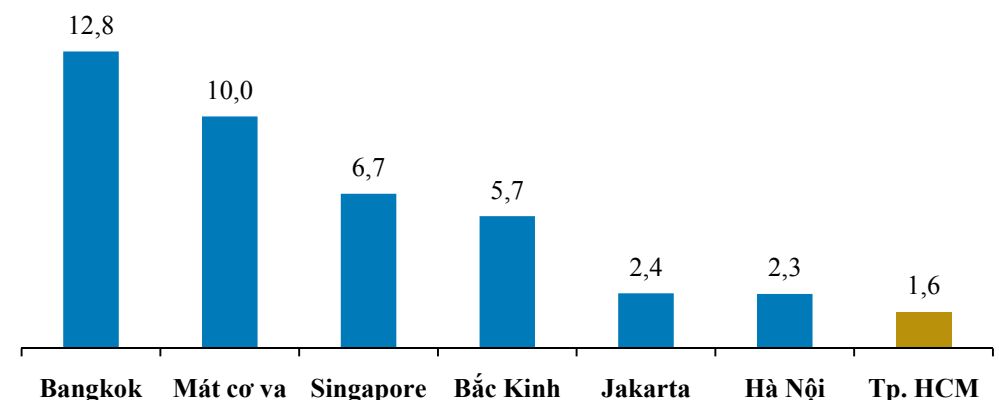
**Doanh thu taxi tại Tp. HCM của Vinasun & Mai Linh (tỷ đồng)**



*Nguồn: BVSC ước tính*

**Cung chưa đáp ứng đủ nhu cầu.** Theo sở Giao thông vận tải Tp. Hồ Chí Minh, lượng taxi của thành phố mặc dù giai đoạn 2005-2011 tăng trưởng trung bình khoảng 13,2%/năm nhưng vẫn chưa thể đủ đáp ứng nhu cầu đi lại người dân. Khả năng đáp ứng nhu cầu của thành phố mới chỉ là 1,6 taxi/1.000 dân, thấp hơn nhiều so với các thành phố năng động khác trong khu vực, hiện mật độ taxi tại Tp. Hồ Chí Minh còn thấp hơn cả thủ đô Hà Nội.

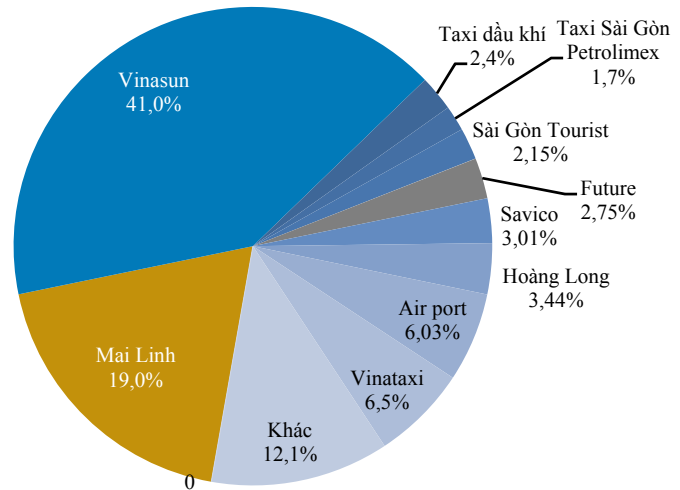
**Số taxi/1.000 dân tại một số thành phố trên thế giới**



*Nguồn: BVSC thu thập*

**Cạnh tranh khốc liệt.** Thị trường taxi Tp. Hồ Chí Minh mặc dù có sự tập trung khá lớn khi 2 đơn vị đứng đầu là Mai Linh và Vinasun đã chiếm tới 60% thị phần, 40% còn lại được chia đều cho khoảng 34 hãng taxi khác như Vinataxi, Saigon Air, SaigonTourist, Hoàng Long,... song không vì vậy mà giảm bớt tính cạnh tranh. Một số hãng taxi nhỏ cũng đã cho thấy họ không kém trong việc giành các điểm đón khách khi luồn lách vào những khu vực nhỏ hơn như các trụ sở cơ quan, tòa nhà văn phòng,... Tuy nhiên, lợi thế đang thuộc về các hãng lớn bởi ngoài chất lượng phục vụ tốt, điểm cốt yếu nhất là nhờ có đội xe hùng hậu nên độ bao phủ thị trường lớn, số lượng các điểm tiếp thị đón khách cũng vượt trội hơn hẳn.

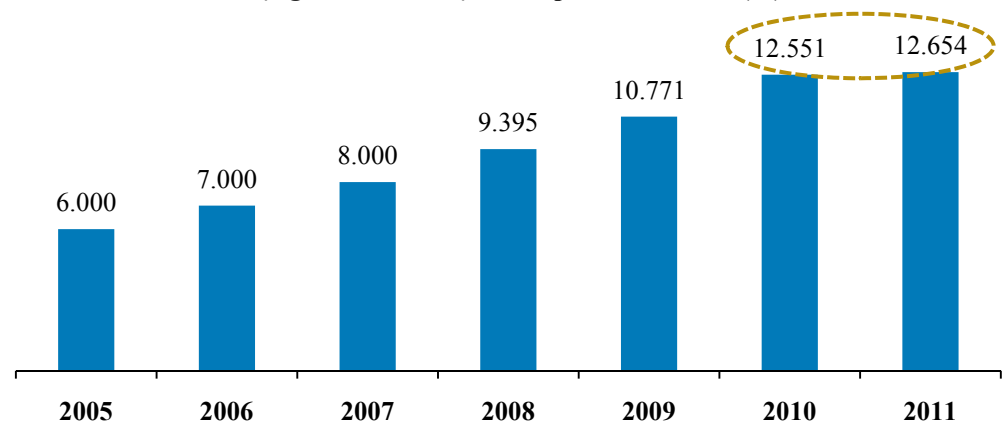
### Thị phần một số hãng taxi tại Tp. Hồ Chí Minh 2010



Nguồn: BVSC ước tính

**Hạ tầng giao thông yếu kém hạn chế sự tăng trưởng taxi trong tương lai.** Taxi mặc dù chiếm khoảng 2,6% tổng số phương tiện ô tô nhưng chiếm tới 46% mật độ lưu thông trên đường tại Tp. Hồ Chí Minh bởi đa số taxi hoạt động tại khu vực trung tâm với tần suất 24/24. Vì lý do này, kể từ ngày 1/6/2010, thành phố đã ra quyết định các đơn vị kinh doanh taxi sẽ không được tăng số xe mà chỉ được thay thế một xe cũ bằng một xe mới. Việc ban hành quyết định nói trên ít nhiều đã ảnh hưởng đến hoạt động của các công ty taxi và khiến cho lượng xe taxi trên địa bàn thành phố trong 2 năm 2010, 2011 hầu như không có sự gia tăng nào. Sự tăng trưởng trong tương lai do vậy sẽ chủ yếu đến từ việc tăng giá cước hoặc cải thiện hệ số sử dụng xe.

### Lượng xe taxi trên địa bàn Tp. Hồ Chí Minh (xe)



Nguồn: Sở Giao thông vận tải Tp. Hồ Chí Minh

## CÔNG TY CỔ PHẦN ÁNH DƯƠNG VIỆT NAM

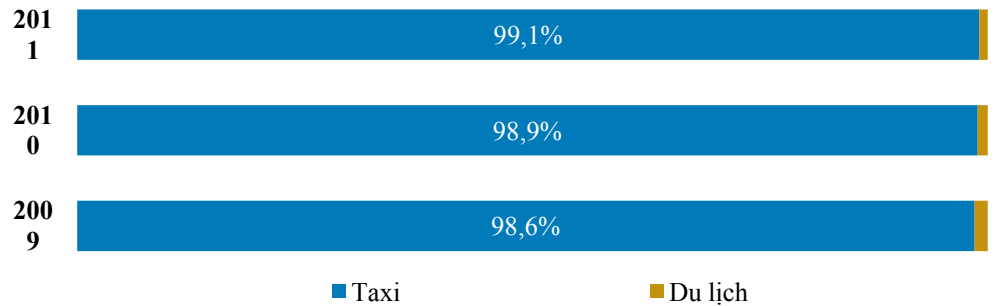
### 1. Sơ lược về Công ty.

Công ty cổ phần Ánh Dương Việt Nam được thành lập vào ngày 15/6/1995 với vốn điều lệ ban đầu là 300 triệu đồng. Năm 2003, công ty chính thức tham gia vào thị trường taxi với thương hiệu Vinasun. Đến nay, Vinasun đã trở thành doanh nghiệp taxi lớn không chỉ trên địa bàn Tp. Hồ Chí Minh mà còn tại nhiều địa phương khác như: Đà Nẵng, Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa Vũng Tàu. Năm 2008, cổ phiếu của công ty chính thức niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh với mã VNS.

## 2. Hoạt động sản xuất kinh doanh.

Hoạt động kinh doanh chính của Vinasun là dịch vụ taxi với tỷ trọng đóng góp doanh thu khoảng 99%. Ngoài ra, công ty còn tham gia cung ứng một số dịch vụ du lịch và lữ hành như tổ chức các tour du lịch trong nước và ngoài nước, du lịch văn hóa, du lịch sinh thái, bán vé máy bay, cho thuê xe,...

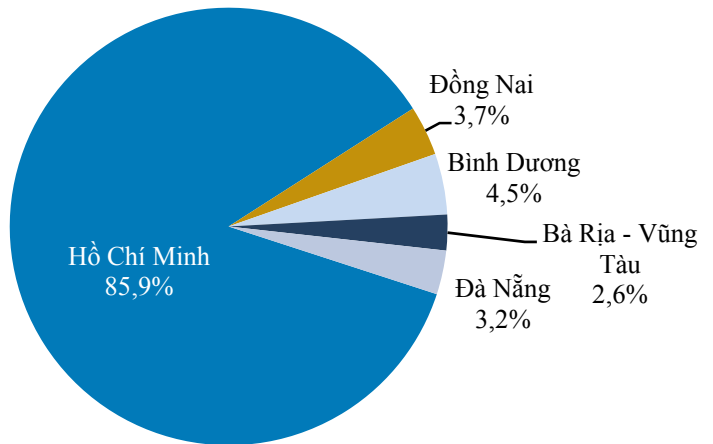
**Cơ cấu doanh thu của Vinasun 3 năm gần đây**



*Nguồn: Vinasun*

**Taxi Vinasun chủ yếu tập trung phát triển thị trường tại các đô thị lớn tại phía Nam,** trong đó đặc biệt là tại Tp. Hồ Chí Minh, khu vực đóng góp tới gần 86% doanh thu của công ty. Đây cũng chính là điểm khác biệt lớn giữa 2 hãng taxi chiếm vị trí dẫn đầu tại Việt Nam là Mai Linh và Vinasun. Trong khi Vinasun tập trung khai thác tối đa thị trường các đô thị lớn phía Nam, nơi có nhu cầu taxi lớn thì chiến lược kinh doanh của Mai Linh là bao phủ toàn quốc, thậm chí ở cả những địa phương có nhu cầu đi lại thấp. Điều này đòi hỏi phải có nhiều nguồn lực hơn về vốn, nhân sự cũng như khả năng quản lý nên mô hình của Mai Linh có hiệu quả không cao. Hiện Mai Linh đã phát triển mạng lưới kinh doanh tại 53/64 tỉnh & thành của cả nước so với con số 5 tỉnh thành của Vinasun.

**Cơ cấu doanh thu theo thị trường của Vinasun 2011**



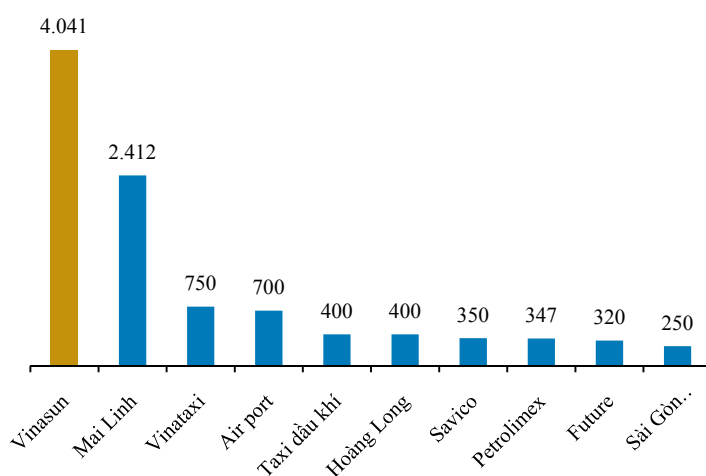
*Nguồn: Vinasun*

Chiến lược tập trung hóa đã giúp Vinasun thành công và đạt hiệu quả vượt trội hơn hẳn so với Mai Linh trong những năm gần đây. Việc tập trung vào một vài thị trường trọng điểm đã giúp cho Vinasun phân bổ nguồn lực một cách hợp lý để vươn lên dẫn đầu thị phần mà công ty tham gia. Vinasun đã và đang tiếp tục theo đuổi chiến lược này để từng bước vững chắc mở rộng địa bàn với các đối thủ cạnh tranh khác. Thị trường mà Vinasun hướng tới sẽ là các cụm kinh tế, du lịch như: Huế, Hội An, Nha Trang, Cam Ranh, Cần Thơ và các thành phố trọng điểm của cả nước.

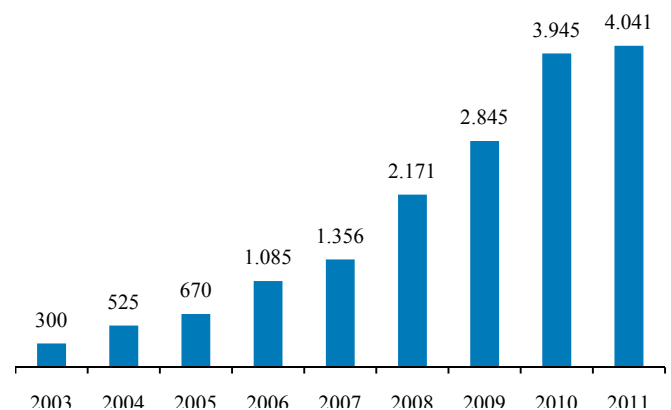
**Năng lực cạnh tranh tốt.** Có 2 phương thức mà các hãng taxi hiện đang sử dụng để cạnh tranh với nhau, thứ nhất là cạnh tranh bằng độ bao phủ của đội xe nhằm đáp ứng nhu cầu của khách hàng ngay lập tức, thứ 2 là tăng số lượng điểm tiếp thị (nơi đậu xe chờ khách). Xét cả 2 yếu tố này thì Vinasun đều bỏ xa các đối thủ còn lại:

- Quy mô đội xe áp đảo.** Tính tới thời điểm cuối năm 2011, Vinasun đứng ở vị trí thứ nhất với tổng cộng khoảng 4.041 xe taxi, chiếm 40% tổng lượng taxi đang hoạt động trên địa bàn Tp. Hồ Chí Minh, đơn vị đứng thứ 2 là Mai Linh với 2.412 xe. Số lượng đầu xe lớn giúp taxi Vinasun có thể phủ đều trên khắp các tuyến đường và sẵn sàng phục vụ khách hàng mọi lúc, mọi nơi. Chúng tôi cho rằng đây là một trong những lợi thế rất lớn của Vinasun bởi một hãng taxi muốn chiếm lĩnh thị trường tốt thì phải dựa vào độ bao phủ của đội xe, số lượng xe có đủ lớn thì mới tăng độ nhận biết của khách hàng.

**Đội xe của Vinasun so với một số hãng ở Tp. HCM**



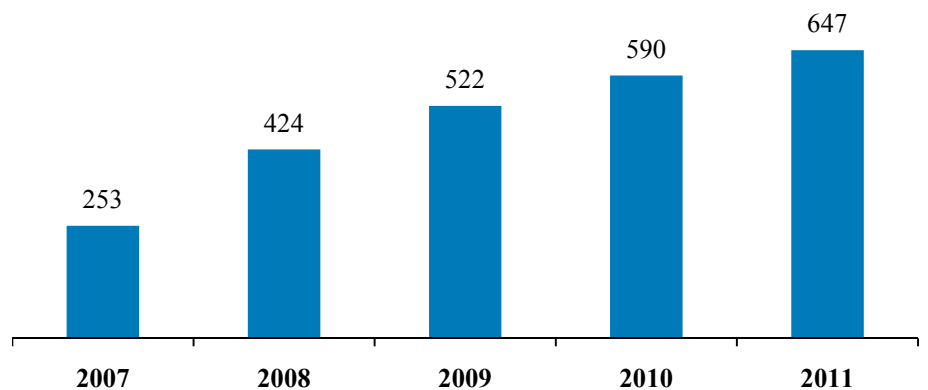
**Tốc độ phát triển đội xe của Vinasun**



Nguồn: Vinasun, BVSC tập hợp

- Số lượng các điểm tiếp thị ngày càng tăng.** Tính đến thời điểm hiện tại, Vinasun đã ký kết hợp đồng với khoảng 647 điểm tiếp thị và điểm môi giới, trong đó một số điểm tiếp thị và môi giới đạt hiệu quả cao như: các bệnh viện lớn, hệ thống khách sạn, nhà hàng, quán bar, siêu thị, nhà ga, sân bay,... Vinasun sẽ phải trả phí cho việc đỗ hoặc đưa xe vào các điểm tiếp thị đón khách thông qua 2 hình thức: hoặc là trả phí qua số cuộc gọi điện thoại, hoặc qua số lượng chuyến xe thực hiện. Việc số lượng các điểm tiếp thị tăng nhanh còn giúp cho Vinasun cải thiện hiệu quả sử dụng xe nhờ việc giảm thời gian chạy trên đường đón khách.

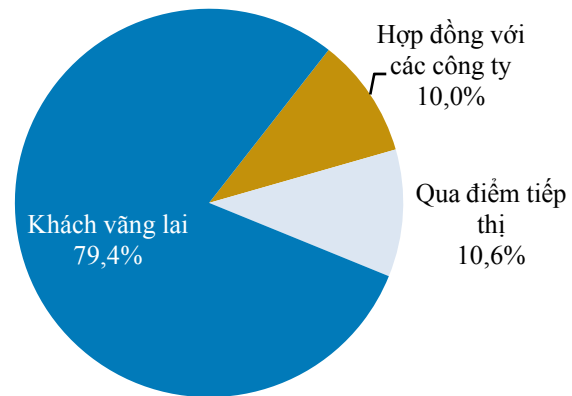
**Tăng trưởng số điểm tiếp thị của Vinasun**



Nguồn: Vinasun, BVSC tập hợp

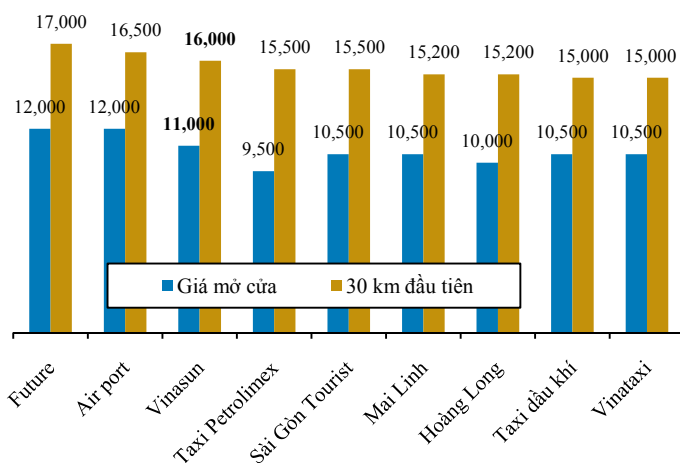
**Kênh thu hút khách hàng.** Vinasun hiện đang hướng vào 3 nguồn khách hàng chủ yếu: *thứ nhất*, 10% khách hàng trung thành đến từ các công ty sử dụng dịch vụ taxi lâu dài của Vinasun dưới hình thức thẻ taxi card; *thứ hai*, nguồn khách hàng qua các điểm tiếp thị chiếm khoảng 10,6% tổng lượng khách hàng; *thứ ba*, gần 80% khách hàng còn lại là các đối tượng vắng lai như hộ gia đình, cá nhân, khách du lịch. Khách vắng lai là nguồn khách tương đối quan trọng đối với Vinasun nên công ty rất chú trọng phát triển thương hiệu và cải tiến chất lượng dịch vụ để thu hút đối tượng này.

**Cơ cấu khách hàng của Vinasun**

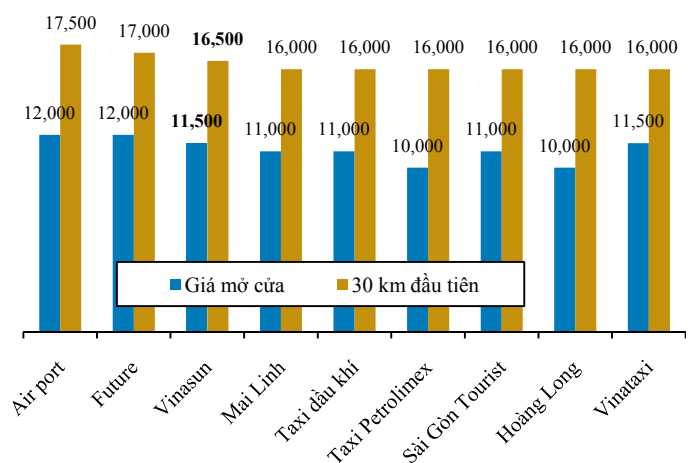


**Chính sách giá.** Trong ngành vận tải taxi tại Việt Nam, một số hãng lớn nắm thị phần chi phối như Mai Linh, Vinasun đóng vai trò là người tạo lập giá, các hãng nhỏ hơn sẽ căn cứ trên mức giá của ông lớn để xác lập mức giá sao cho có lợi cho doanh nghiệp của mình. Tuy nhiên, giá cước thị trường vẫn phải dựa trên sự phù hợp với mức tăng của giá xăng và khả năng chịu đựng của khách hàng. Đối với Vinasun, mức giá cước thông thường được định giá cao hơn từ 500-1.000 đồng/km so với các công ty nhỏ hơn nhưng bù lại chất lượng phục vụ luôn được khách hàng đánh giá cao.

**Giá cước taxi 4 chỗ của một số hãng (VND/km)**



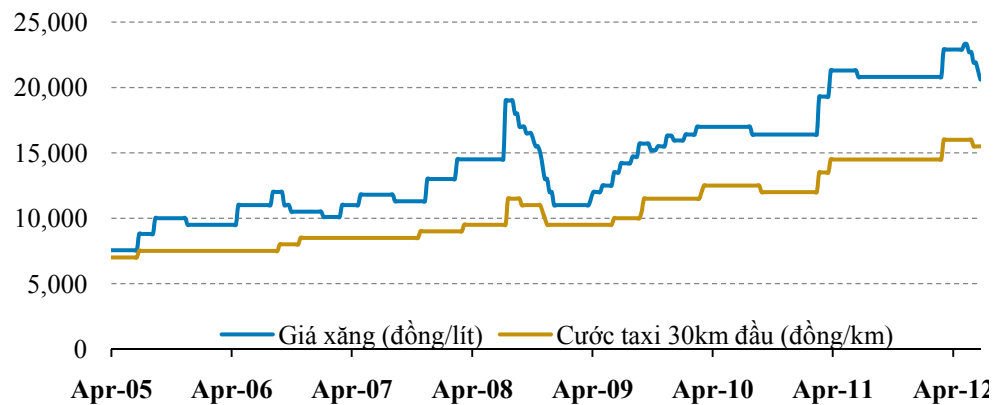
**Giá cước taxi 7 chỗ của một số hãng (VND/km)**



*Nguồn: BVSC tập hợp (giá cước tại thời điểm tháng 3/2012)*

**Quản trị chi phí đầu vào.** Đặc thù của ngành vận tải taxi là chi phí nhiên liệu chiếm tỷ trọng chính (khoảng 40%) trong giá thành dịch vụ taxi. Tuy nhiên, trong cơ chế phân chia lợi nhuận giữa Vinasun và tài xế thì chi phí nhiên liệu do người lái xe chịu, Vinasun chỉ bỏ tiền đầu tư xe. Theo dõi trong quá khứ, giá nhiên liệu và giá cước taxi có diễn biến theo sát nhau tương đối chặt chẽ, điều này chứng tỏ khi giá xăng tăng thì Vinasun có thể điều chỉnh giá cước tăng tương ứng. Do vậy, những biến động về giá nhiên liệu sẽ không có nhiều ảnh hưởng tới chi phí đầu vào của Vinasun.



**Biến động giá nhiên liệu và giá cước taxi 4 chỗ của Vinasun**


Nguồn: BVSC thu thập

**Tỷ lệ nợ của Vinasun thấp hơn nhiều so với Mai Linh.** Để đầu tư phát triển đội xe, các doanh nghiệp vận tải taxi đều cần phải dựa vào vốn vay, tuy nhiên tỷ lệ sử dụng đòn bẩy lại có sự khác biệt khá lớn giữa 2 doanh nghiệp đứng đầu. Trong khi Vinasun cân bằng tỷ lệ vốn vay và vốn tự có ở mức khoảng 60/40 để mua xe là thì tỷ lệ này ở Mai Linh cao hơn gấp từ 3-5 lần. Vinasun sử dụng vốn chủ sở hữu là chủ yếu thông qua việc giữ lại lợi nhuận tái đầu tư, kết hợp với huy động một lượng nợ vay cân đối. Ngược lại, tập đoàn Mai Linh tài trợ phần lớn bằng vốn vay nhằm kỳ vọng gia tăng lợi nhuận từ đòn bẩy tài chính. Kết quả là Mai Linh bị lỗ liên tiếp trong 5 năm trở lại đây do gánh chịu chi phí lãi vay quá lớn.

| Tỷ lệ nợ/Vốn CSH của Vinasun & Mai Linh |      |      |      |      |      |
|---|------|------|------|------|------|
| Năm                                     | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Vinasun                                 | 0,15 | 0,58 | 0,71 | 0,83 | 0,78 |
| Mai Linh                                | 1,50 | 2,17 | 2,98 | 2,47 | 3,53 |

Nguồn: BVSC thu thập

### 3. Triển vọng kinh doanh 2012.

Năm 2012, Vinasun sẽ không tiếp tục đẩy mạnh đầu tư xe do bối cảnh kinh tế vĩ mô còn gặp nhiều khó khăn, do vậy chúng tôi cho rằng doanh thu và lợi nhuận của công ty sẽ không có nhiều tăng trưởng đột biến. Sự tăng trưởng trong năm 2012 sẽ chủ yếu đến từ kỳ vọng tăng trưởng giá dịch vụ taxi khi ngay trong tháng 3/2012, Vinasun đã điều chỉnh giá cước tăng trung bình từ 7-9% tùy loại trước sức ép giá nhiên liệu đầu vào tăng. Bên cạnh đó, Vinasun còn được hưởng lợi từ việc lãi suất vay giảm khiến cho lợi nhuận được cải thiện. Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng công ty sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 19% và 22%, tương ứng với 2.710 tỷ đồng và 162 tỷ đồng.

| Một số chỉ tiêu dự báo của VNS năm 2012 |           |           |            |
|---|-----------|-----------|------------|
| Chỉ tiêu                                | 2011      | 2012      | % thay đổi |
| Doanh thu (tỷ đồng)                     | 2.274     | 2.710     | 19,1%      |
| Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)            | 133       | 162       | 22,3%      |
| Số xe bình quân (xe)                    | 4.013     | 4.30      | 7,2%       |
| Giá cước bình quân (đồng/km)            | 14.549    | 16.234    | 11,6%      |
| Doanh thu bình quân xe (đồng/xe/ngày)   | 1.645.000 | 1.848.084 | 12,3%      |

Nguồn: BVSC ước tính



#### 4. Định giá cổ phiếu.

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu VNS, kết quả cho ra giá trị cổ phiếu VNS là **35.400 đồng/cổ phần**. Mức giá này được tính toán trên các giả định khá thận trọng và chặt chẽ nhưng cũng đã phản ánh được hết tiềm năng của doanh nghiệp.

| Kết quả định giá     |             |          |               |
|----------------------|-------------|----------|---------------|
| Phương pháp định giá | Giá kỳ vọng | Tỷ trọng | Giá bình quân |
| FCFE                 | 42.677      | 50%      | 21.300        |
| FCFF                 | 28.171      | 50%      | 14.100        |
| Giá bình quân        |             |          | <b>35.400</b> |






#### KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

*Vận tải taxi là thị trường còn rất nhiều tiềm năng tại Việt Nam do quy mô dân số tăng nhanh và đời sống ngày càng được cải thiện. Với vị thế chiếm lĩnh thị phần chi phối dịch vụ vận tải taxi tại khu vực phía Nam nhờ có đội xe hùng hậu cùng với chiến lược cạnh tranh tốt. Chúng tôi cho rằng VNS là cổ phiếu có thể xem xét đầu tư trong trung và dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu Vinasun, mức giá hợp lý chúng tôi đưa ra là **35.400 đồng/cổ phần**.*

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh dựa trên nhiều chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

**Đánh giá triển vọng.** Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

| Giải thích ký hiệu  |  |
|---|--|
| Biểu tượng  | Ý nghĩa  |
|    | Lợi nhuận dự báo giảm mạnh trên 30%                |
|    | Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ trong khoảng từ 15-30%   |
|    | Lợi nhuận dự báo biến động trong biên độ $\pm 5\%$ |
|   | Lợi nhuận dự báo tăng nhẹ trong khoảng từ 15-30%   |
|  | Lợi nhuận dự báo tăng mạnh trên 30%                |

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

| Các mức khuyến nghị |   |
|---------------------|---|
| Khuyến nghị         | Định nghĩa  |
| MUA MẠNH            | Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường 30%                              |
| MUA                 | Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 15-30%                        |
| NẮM GIỮ             | Giá kỳ vọng không cao hơn và cũng không thấp hơn 15% giá thị trường |
| BÁN                 | Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường từ 15-30%                       |
| BÁN MẠNH            | Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường 30%                             |



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

### Chuyên viên phân tích:

Lưu Văn Lương

luuvanluong@baoviet.com.vn

### Chịu trách nhiệm nội dung:

Phạm Thành Thái Linh

phamthanhthailinh@baoviet.com.vn