

CÔNG TY CỔ PHẦN ÁNH DƯƠNG VIỆT NAM

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

Báo cáo cập nhật Q3/2012

17/10/2012

NHỮNG NÉT CHÍNH

Dự báo kết quả kinh doanh Q3/2012. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VNS trong quý 3/2012 lần lượt đạt 686,3 và 38,5 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 4% và 23% so với quý 2/2012. Doanh thu tăng do giá cước taxi tăng nhẹ, đồng thời chi phí lãi vay giảm khiến cho lợi nhuận tăng khá tốt.

❑ **Giá cước taxi.** Sau 4 đợt tăng và 1 lần giảm giá xăng trong quý 3/2012 với mức tăng tổng cộng 2.450 đồng/lít, tương đương 11,6%. Vinasun công bố điều chỉnh tăng giá cước taxi 500 đồng/km (khoảng 3%), áp dụng cho tất cả các dòng xe kể từ 15/8/2012. Sở dĩ giá cước tăng ít hơn so với giá nhiên liệu bởi giá xăng tại thời điểm đầu quý 3/2012 giảm khoảng 3% nhưng giá cước taxi vẫn được giữ nguyên.

❑ **Số đầu xe.** Số đầu xe đang hoạt động tính đến cuối quý 3/2012 của Vinasun ước tính vào khoảng 4.300 xe, không có nhiều biến động so với thời điểm đầu năm.

Triển vọng năm 2012. Chúng tôi dự báo năm 2012 Vinasun sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 22% và 3%, so với năm 2011. Năm 2012, Vinasun sẽ không tiếp tục đẩy mạnh đầu tư xe do bối cảnh kinh tế vĩ mô còn nhiều bất ổn. Đây là cơ sở khiến chúng tôi cho rằng doanh thu của công ty sẽ không còn duy trì được tốc độ tăng trưởng cao như các năm trước (trung bình khoảng 47% trong giai đoạn 2007-2011). Bên cạnh đó, hoạt động thanh lý xe cũng giảm mạnh khiến cho lợi nhuận tăng trưởng ở mức khiêm tốn.

❑ **Quan điểm đầu tư ngắn hạn.** Với kết quả kinh doanh quý 3 và cả năm 2012 của Vinasun dự báo không có nhiều điểm nổi bật, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu của Vinasun trong ngắn hạn sẽ không có biến động mạnh. Hiện cổ phiếu VNS hiện đang được giao dịch với mức P/E khoảng 5,6 lần, đây không phải là mức P/E hấp dẫn để đầu tư.

❑ **Quan điểm đầu tư dài hạn.** Vận tải taxi là lĩnh vực 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 **34.500 đồng/cổ phần**.

Một số chỉ tiêu dự báo của VNS

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012F	Q3/2011	Q3/2012F
Doanh thu (triệu VND)	1.643.696	2.274.328	2.770.027	594.649	686.290
EBITDA (triệu VND)	499.782	545.496	538.218	131.072	127.304
EBIT (triệu VND)	321.215	303.249	285.904	70.510	64.226
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	179.427	132.880	136.573	38.543	38.539
EPS (VND)	5.981	4.429	4.552	4.065	4.571
P/E (x)	4,23	5,71	5,56	6,22	5,54
P/B (x)	0,93	0,89	0,86	0,89	0,86
ROA (%)	12%	7%	7%	7%	7%
ROE (%)	24%	16%	16%	14%	16%

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

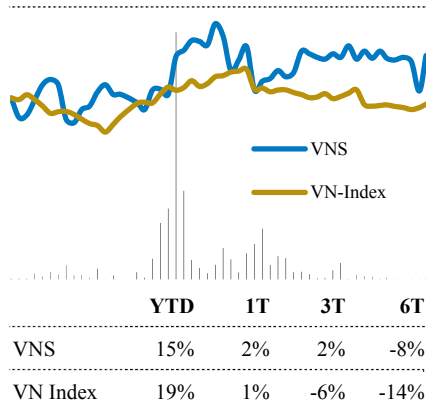
Giá kỳ vọng *	34.500 VND
Giá thị trường (17/10/2012)	25.300 VND
Khoảng giá 52 tuần	15.960 - 28.800
Khuyến nghị	MUA
Triển vọng 1 quý	↗ Tăng nhẹ
Triển vọng 1 năm	↗ Tăng nhẹ
Triển vọng dài hạn	↑ Tích cực

Bán mạnh Bán Năm giữ Mua Mua mạnh



* Xác định dựa trên quan điểm đầu tư dài hạn

BIẾN ĐỘNG GIÁ



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	VNS
Reuters	VNS.HM
Bloomberg	VNS VN
Sàn giao dịch	HSX
Ngành	Dịch vụ tiêu dùng
Lĩnh vực	Dịch vụ taxi
Vốn hóa	759 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	29.9999.997 CP
KLGD bình quân 10 ngày	336 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	26,71%
Sở hữu khác	73,29%

THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	15%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,93%

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	2.770	3.024
Giá vốn	882	1.381	1.955	2.381	2.618
Lợi nhuận gộp	187	263	320	389	407
Doanh thu tài chính	2	5	3	4	4
Chi phí tài chính	37	81	125	104	90
Lợi nhuận sau thuế	107	179	133	137	174

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Tiền & khoản tương đương tiền	59	63	38	19	23
Các khoản phải thu ngắn hạn	52	96	124	137	221
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
Tổng tài sản	1.310	1.762	1.788	1.867	1.973
Nợ ngắn hạn	49	165	157	143	147
Nợ dài hạn	549	750	753	828	904
Vốn chủ sở hữu	703	820	856	883	908
Tổng nguồn vốn	1.310	1.762	1.788	1.867	1.973

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012F	2013F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	29%	54%	38%	21.8%	9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	93%	67%	-26%	2.8%	27%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	17%	16%	14%	14%	13%
Lợi nhuận thuần biên (%)	10%	11%	6%	5%	6%
ROA (%)	10%	12%	7%	7%	9%
ROE (%)	17%	24%	16%	16%	19%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	46%	52%	51%	52%	53%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	84%	109%	105%	109%	115%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	4.71	4.23	5.71	5.56	4.36
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	0.72	0.93	0.89	0.86	0.84

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

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH Q3/2012

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VNS trong quý 3/2012 lần lượt đạt 686,3 và 38,5 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 4% và 23% so với quý 2/2012. Doanh thu tăng do giá cước taxi tăng nhẹ, đồng thời chi phí lãi vay giảm khiến cho lợi nhuận tăng khá tốt.

Giá cước taxi. Sau 4 đợt tăng và 1 lần giảm giá xăng trong quý 3/2012 với mức tăng tổng cộng 2.450 đồng/lít, tương đương 11,6%. Vinasun công bố điều chỉnh tăng giá cước taxi 500 đồng/km (khoảng 3%), áp dụng cho tất cả các dòng xe kể từ 15/8/2012. Sở dĩ giá cước tăng ít hơn so với giá nhiên liệu bởi giá xăng tại thời điểm đầu quý 3/2012 giảm khoảng 3% nhưng giá cước taxi vẫn được giữ nguyên. Với mức điều chỉnh này, giá cước taxi của Vinasun (30 km đầu tiên) đối với dòng xe Vios 4 chỗ là 16.000 đồng/km, xe Inova J là 16.500 đồng/km, Inova G là 18.000 đồng/km. Giá cước bình quân quý 3/2012 do vậy ước tính vào khoảng 16.706 đồng/km, cao hơn 2,1% so với mức trung bình trong 2 quý đầu năm.

Số lượng điểm tiếp thị. Trong tháng 7/2012, Vinasun đã lấy thêm được 4 điểm đón khách quan trọng (bao gồm khách sạn Legend, Movenpick, Riverside và bệnh viện FV ở Tp. HCM) từ đối thủ cạnh tranh Mai Linh, nâng tổng số điểm tiếp thị lên gần 900 điểm. Việc có thêm các điểm tiếp thị sẽ giúp cho Vinasun có nguồn khách hàng ổn định, giảm thời gian chạy trên đường đón khách.

Số đầu xe. Số đầu xe đang hoạt động tính đến thời điểm cuối quý 3/2012 của Vinasun ước tính vào khoảng 4.300 xe. Chiến lược của Vinasun sẽ không đầu tư thêm nhiều xe trong năm 2012 do tình hình kinh tế khó khăn khiến cho nhu cầu đi lại bằng taxi cũng bị ảnh hưởng. Hơn nữa, việc đầu tư xe bị giới hạn bởi quy định của UBND Tp. HCM không được đầu tư xe mới mà chỉ được phép thay thế xe cũ.

Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2012 của Vinasun						
Chỉ tiêu	Q3/2011	Q3/2012F	% thay đổi	Lũy kế 2011	Lũy kế 2012F	% thay đổi
Doanh thu (tỷ đồng)	594,6	686,3	15,4%	1.683,0	2.004,4	19,1%
LNST (tỷ đồng)	38,5	38,5	0,0%	93,3	97,6	4,6%

Nguồn: VNS, BVSC ước tính

TRIỂN VỌNG NĂM 2012

Chúng tôi dự báo năm 2012 Vinasun sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 22% và 3%, so với năm 2011. Năm 2012, Vinasun sẽ không tiếp tục đẩy mạnh đầu tư xe do bối cảnh kinh tế vĩ mô còn nhiều bất ổn. Đây là cơ sở khiến chúng tôi cho rằng doanh thu của công ty sẽ không còn duy trì được tốc độ tăng trưởng cao như các năm trước (trung bình khoảng 47% trong giai đoạn 2007-2011). Bên cạnh đó, hoạt động thanh lý xe cũng giảm mạnh khiến cho lợi nhuận tăng trưởng ở mức khiêm tốn.

Dự báo kết quả kinh doanh 2012 của VNS

Chỉ tiêu	2011	2012	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	2.274	2.770	22%	<p>Giá cước taxi. Chúng tôi cho rằng giá nhiên liệu trong 3 tháng cuối năm 2012 sẽ giữ ở mức ổn định. Sau đợt điều chỉnh tăng giá cước 500 đồng/km trong quý 3/2012, giá cước và giá nhiên liệu đã trở về mức cân bằng. Do vậy, chúng tôi dự báo giá cước taxi trong quý cuối năm sẽ duy trì ở mức tương đương như thời điểm cuối quý 3. Giá cước bình quân 2012 ước tính ở mức khoảng 16.595 đồng/km, giá cước trung bình 2011 là 14.549 đồng/km.</p> <p>Số đầu xe. Bối cảnh kinh tế vĩ mô 2012 còn nhiều bất lợi khiến cho nhu cầu đi lại bằng taxi cũng bị ảnh hưởng nên chúng tôi cho rằng Vinasun sẽ không đẩy mạnh đầu tư xe trong năm nay mà sẽ tập trung khai thác tối đa thị trường hiện tại. Theo kế hoạch, Vinasun sẽ đầu tư thêm</p>

250 xe và thanh lý 50 xe trong năm 2012, thấp hơn gần một nửa so với con số đầu tư thêm của năm 2011 là 436 xe. Inova G (dòng xe có 2 dàn lạnh) tiếp tục được công ty ưu tiên đầu tư nhằm hướng vào chất lượng dịch vụ tốt hơn và đem lại doanh thu nhiều hơn.

Giá vốn	1.955	2.381	22%	Cơ chế chia doanh thu giữa doanh nghiệp taxi và người lái xe (Vinasun đầu tư xe, tài xế chịu chi phí nhiên liệu) khiến cho Vinasun có được tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh taxi khá ổn định.
Lợi nhuận gộp	320	389	22%	
Thu nhập khác	69	20	-71%	Số xe thanh lý của Vinasun dự kiến trong năm 2012 chỉ khoảng 50 xe, thấp hơn nhiều so với con số 255 xe của năm 2011. Do vậy, doanh thu từ hoạt động thanh lý xe giảm mạnh.
Chi phí khác	25	7	-71%	
LN sau thuế	133	137	3%	
EPS	4.429	4.552	3%	

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ






Quan điểm đầu tư ngắn hạn. Với kết quả kinh doanh quý 3 và cả năm 2012 của Vinasun dự báo không có nhiều điểm nổi bật, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu của Vinasun trong ngắn hạn sẽ không có biến động mạnh. Hiện cổ phiếu VNS hiện đang được giao dịch với mức P/E khoảng 5,6 lần, đây không phải là mức P/E hấp dẫn để đầu tư.

Quan điểm đầu tư dài hạn. Vận tải taxi là lĩnh vực 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 **34.500 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.

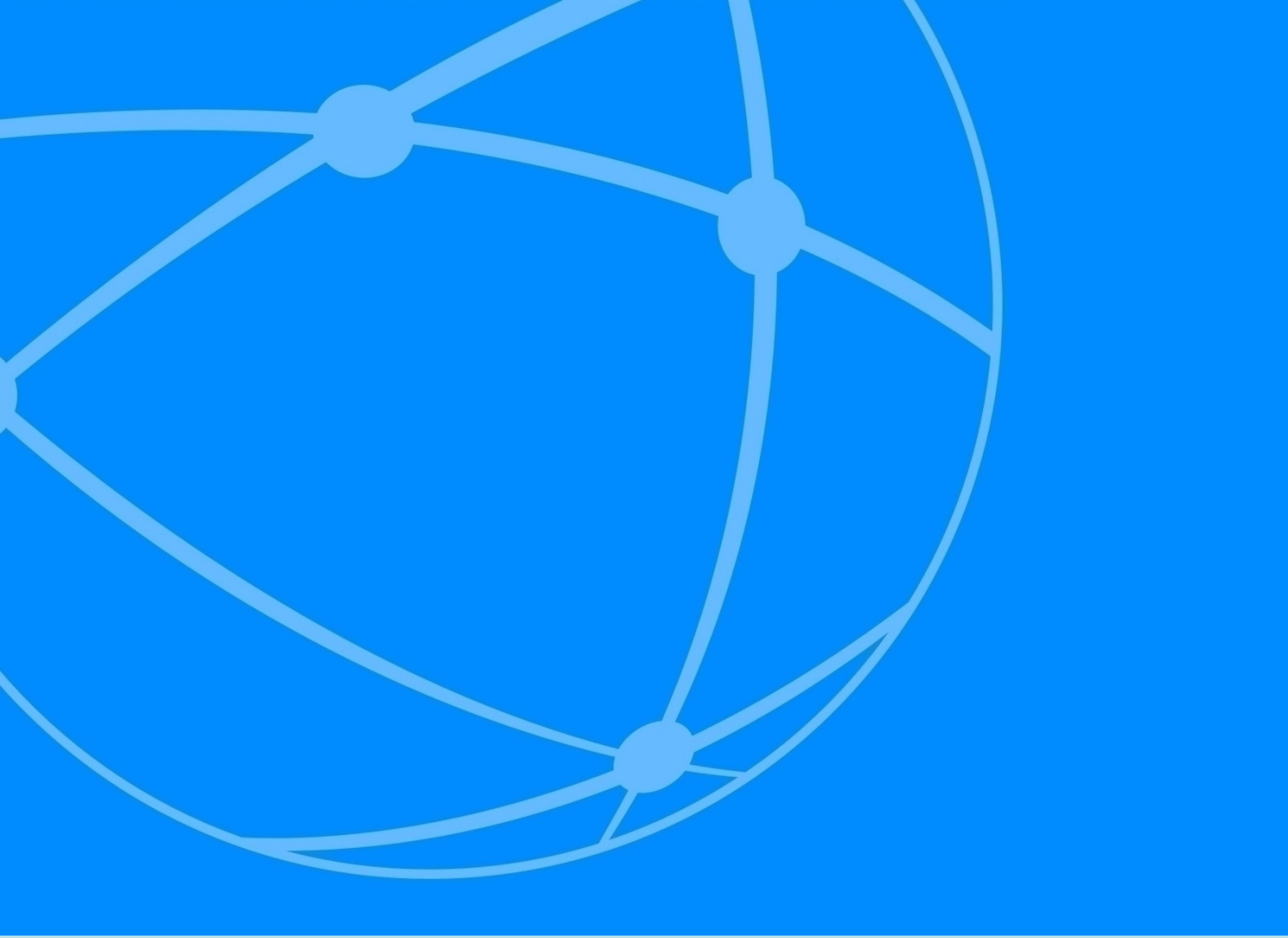
Đánh giá triển vọng. Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

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 khuyến 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: (84 4) 3 928 8080

Fax: (8 44) 3 928 9888

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

Tel: (84 8) 3 914 6888

Fax: (84 8) 3 914 7999

Chuyên viên phân tích:

Lưu Văn Lương

luuvanluong@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Phạm Thành Thái Linh

phamthanhthailinh@baoviet.com.vn