



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

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN ÁNH DƯƠNG VIỆT NAM (VNS – HOSE)

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu VNS tại mức giá thị trường hiện tại.

Một số điểm nổi bật:

- ❖ VNS hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực kinh doanh vận tải bằng xe taxi. Hiện tại, công ty đang dẫn đầu thị trường tại khu vực TP. Hồ Chí Minh, đồng thời “phủ sóng” các địa bàn Vũng Tàu, Bình Dương và Đồng Nai, và Đà Nẵng (thông qua công ty con Vinasun Green).
- ❖ Các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động của VNS ở mức cao nhất so với các công ty cùng ngành đang niêm yết.
- ❖ Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2013 của công ty đạt mức tăng trưởng ấn tượng. Lợi nhuận tăng 62% so với cùng kỳ.
- ❖ Giá xăng bình ổn trở lại cùng lãi suất giảm mạnh năm 2013 là điều kiện thuận lợi cho hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty trong năm nay.

KHOI PHÂN TÍCH & ĐẦU TƯ CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Hà Nội, ngày 16/07/2013

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Trụ sở: Toà nhà APEC Building- Số 14 Lê
Đại Hành- Hai Bà Trưng - Hà Nội
Điện thoại: 04.35730200 Ext: 692
Fax: 04.35771966

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 16/07/2013 (nghìn đồng)	40.5
EPS trailing (nghìn đồng)	5.74
P/E	9.53
Giá trị sổ sách (nghìn đồng)	24.31
Hệ số Beta	-0.25
KLGD trung bình 10 phiên	12,120
KLCP lưu hành	40,499,818
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1,640.24

Tiền thân của VNS là Công ty TNHH Thương mại Dịch vụ Lữ hành Tư vấn Đầu tư Ánh Dương Việt Nam, được thành lập vào ngày 15/06/1995, với vốn điều lệ là 300 triệu đồng. Ngày 27/01/2003, hoạt động kinh doanh Taxi được chính thức đưa vào hoạt động với thương hiệu TAXI VINASUN.

Công ty chuyển đổi sang hình thức công ty cổ phần vào ngày 17/07/2003 và niêm yết trên

HOSE từ ngày 29/07/2008. Trải qua nhiều lần phát hành bổ sung cổ phiếu (lần gần nhất là vào ngày 10/07/2013, vốn điều lệ hiện tại của VNS là 404,998,180,000 đồng.

Tính đến thời điểm hiện tại, ông Đặng Phước Thành đang là cổ đông lớn nhất, nắm giữ 23.83% vốn điều lệ, đồng thời là chủ tịch hội đồng quản trị. Ngoài ra, trong cơ cấu cổ đông của công ty có một số định chế tài chính như quỹ Red River Holding, Quỹ Đầu tư Việt Nam, Vietnam Investments Fund I.

TÌNH HÌNH SẢN XUẤT KINH DOANH

Ngành nghề hoạt động

Công ty hoạt động trong 2 lĩnh vực chính là Kinh doanh vận tải bằng xe Taxi với Thương hiệu VINASUN TAXI, và Kinh doanh du lịch, xe tour, dịch vụ vé máy bay với thương hiệu VINASUN TRAVEL.

Hiện tại, công ty đang dẫn đầu thị trường tại khu vực TP. Hồ Chí Minh, đồng thời “phủ sóng” các địa bàn Vũng Tàu, Bình Dương và Đồng Nai, và Đà Nẵng (thông qua công ty con Vinasun Green).

Trong năm 2012, Công ty mẹ đã đầu tư 456 chiếc, thanh lý 55 xe, nâng tổng đầu xe của Công ty cuối năm 2012 của Công ty mẹ lên 4,442 chiếc và của toàn Công ty là 4,622 chiếc. Công ty đặt mục tiêu trở thành Hãng Taxi hàng đầu Việt Nam, sau năm 2015, sẽ mở rộng sang các Thành phố trọng điểm của cả nước khi chuẩn bị đầy đủ các điều kiện và khi nền kinh tế đã phục hồi và phát triển.

Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận, nguồn vốn

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	TTM Q1
Doanh thu thuần	1,068.60	1,643.70	2,274.33	2,713.31	2,823.40
Tăng trưởng doanh thu thuần	29.0%	53.8%	38.4%	19.3%	4.1%
Lợi nhuận sau thuế	107.47	179.43	132.88	151.49	172.65
Tăng trưởng LNST	92.7%	67.0%	-25.9%	14.0%	14.0%
Tổng tài sản	1,309.62	1,761.75	1,787.92	1,782.13	1,773.68
Tăng trưởng tổng tài sản	38.8%	34.5%	1.5%	-0.3%	-0.5%
Vốn chủ sở hữu	712.06	819.98	855.87	936.13	984.62
Tăng trưởng VCSH	33.0%	15.2%	4.4%	9.4%	5.2%

Doanh thu của công ty tăng trưởng mạnh trong giai đoạn từ 2009 trở lại đây. Lợi nhuận sau thuế năm 2011 giảm mạnh, vì đây là năm mà giá xăng tăng đến 21%, ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Tuy vậy, công ty nhanh chóng lấy lại “phong độ” vào năm 2012, mặc dù bối cảnh kinh tế trong và ngoài nước vẫn chưa thoát khỏi khó khăn, công ty đã hoàn thành vượt mức

kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2012 mà Nghị quyết Đại hội đồng cổ đông đã thông qua: Tổng doanh thu kinh doanh đạt 2,713.3 tỷ, tăng 19.3% so với năm 2011 và cao hơn 4.8% so với kế hoạch, lợi nhuận sau thuế đạt 151.48 tỷ đồng, tăng 22.3% so với kế hoạch và tăng 14% so với năm 2011.

Năm 2013, VNS trình kế hoạch tổng doanh thu 2,880.7 tỷ đồng, tăng 6.2%; lợi nhuận trước thuế 239.4 tỷ đồng, tăng 17.35%; lợi nhuận sau thuế đạt 179.5 tỷ đồng, tăng 18.5% so với thực hiện năm 2012. Cổ tức kế hoạch năm 2013 dự kiến 20%/mệnh giá.

Kết quả quý 2 công ty lãi ròng 46.8 tỷ đồng, tăng 54.8% so với cùng kỳ. Lũy kế 6 tháng đầu năm, công ty mẹ VNS lãi ròng 94.6 tỷ đồng, tăng trưởng ấn tượng gần 62% so với 6 tháng đầu năm 2012. So với 6 tháng cùng kỳ năm trước, lãi gộp 6 tháng đầu năm nay chỉ tăng 26.9%, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh 68.12% nhưng chi phí tài chính giảm mạnh 39.75% khiến lợi nhuận trước và sau thuế 6 tháng đầu năm nay của công ty tăng trưởng ấn tượng.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Các chỉ số tài chính

Chỉ số	2009	2010	2011	2012	TTM Q1
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	2.79	1.05	1.21	1.15	1.35
Hệ số thanh toán nhanh	2.77	1.04	1.19	1.12	1.32
Tiền/Nợ ngắn hạn	1.21	0.34	0.23	0.16	0.16
Cấu trúc tài chính					
Vay dài hạn/Tài sản	0.38	0.39	0.37	0.31	0.29
Vốn vay/Tài sản	0.38	0.39	0.37	0.33	0.31
Công nợ/Tài sản	0.46	0.53	0.52	0.47	0.44
Hiệu quả hoạt động					
Thời gian TB thu tiền KH	14	16	18	18	19
Thời gian TB xử lý HTK	0	0	1	1	1
Thời gian TB trả cho NCC	7	15	14	5	4
Chu kỳ tiền tệ	7	1	4	13	16
Tỷ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	17.5%	16.0%	14.1%	16.8%	17.4%
Lãi hoạt động/Doanh thu	10.3%	8.2%	5.9%	6.8%	7.3%
Lãi trước thuế/Doanh thu	13.5%	14.6%	7.8%	7.5%	8.2%
Lãi ròng/Doanh thu	10.1%	10.9%	5.8%	5.6%	6.1%
ROA	9.5%	11.7%	7.5%	8.5%	9.7%
ROE	17.2%	23.4%	15.9%	16.9%	17.5%

Khả năng thanh toán

Tổng tài sản ngắn hạn của VNS tính đến 31/03/2013 là 209.6 tỷ đồng, tập trung chủ yếu vào khoản mục các khoản phải thu ngắn hạn (144.3 tỷ đồng). Nợ ngắn hạn của công ty tính đến thời điểm tương tự là 154.8 tỷ đồng. Với quy mô tài sản và nợ ngắn hạn như vậy, hệ số thanh toán hiện hành của công ty là 1.35 lần. Mặc dù đây là con số khá thấp so với các công ty cùng ngành cũng như các công ty được niêm yết trên sàn, nhưng có thể thấy đa số tài sản ngắn hạn của VNS là tài sản có tính thanh khoản cao. Giá trị hàng tồn kho chỉ đạt 4.7 tỷ đồng. Với hệ số thanh toán nhanh vẫn đảm bảo 1.32 lần, VNS không gặp nhiều rủi ro về mặt thanh toán trong ngắn hạn, đặc biệt khi các chỉ số này đã được cải thiện nhiều so với các năm gần đây.

Cấu trúc tài chính

Tỷ lệ vốn vay và công nợ trên tài sản của VNS tương đối ổn định trong các năm gần đây. Với đòn bẩy tài chính gần như không biến động, công ty sẽ được nhiều thuận lợi trong bối cảnh lãi suất thị trường giảm mạnh vào năm 2013.

Hiệu quả hoạt động

Các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động cho thấy công ty có xu hướng kéo dài thời gian phải trả tiền của khách hàng và rút ngắn thời gian phải trả cho nhà cung cấp trong 2 năm trở lại đây. Tuy nhiên do đặc tính của ngành, các chỉ tiêu này đều ở mức thấp, về cơ bản hoạt động của công ty không có nhiều thay đổi.

Tỷ suất sinh lời

Tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty được duy trì ổn định trong khi tỷ suất lợi nhuận biên giảm mạnh trong 2 năm 2011, 2012, chủ yếu do chi phí tài chính, cụ thể là chi phí lãi vay đã ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Các chỉ tiêu về tỷ suất sinh lời của VNS đã phục hồi trở lại trong năm 2013.

So sánh với các công ty trong ngành

Chỉ số	VNS	MNC	PCT	PGT	STT
<i>Cơ sở tính toán</i>	<i>TTM</i>	<i>TTM</i>	<i>MRY</i>	<i>TTM</i>	<i>TTM</i>
Giá đóng cửa	35,500	4,100	3,300	3,300	2,800
KLCPLH hiện tại (Triệu)	40.50	8.07	23.00	9.24	8.00
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	1,437.74	33.09	75.9	30.5	22.4
Sở hữu nước ngoài	33.94	0.01	0.55	1.04	8.17
EPS cơ bản (VND)	4,246.63	1,162.63	358.12	168.45	-1,698.49
Book Value (VND)	32,821	12,383	10,524	9,971	8,572
P/E cơ bản	8.36	3.53	9.21	19.59	-1.65
P/E pha loãng	8.36	3.53	9.21	19.59	-1.65
P/B	1.08	0.33	0.31	0.33	0.33
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.16	0.04	1.32	17.57	0.28
TSLD/Nợ ngắn hạn	1.35	0.29	2.05	28.95	1.96
Vay dài hạn/Tài sản	0.29	0.24	-	-	0.06
Vốn vay/Tài sản	0.31	0.48	-	-	0.09
Vốn vay/Vốn CSH	0.56	1.93	-	-	0.13
Công nợ/Tài sản	0.44	0.74	0.31	0.04	0.32
Công nợ/Vốn CSH	0.80	3.01	0.44	0.04	0.46
Lãi gộp/Doanh thu	17.39%	21.20%	2.08%	23.57%	6.23%
Lãi hoạt động/Doanh thu	7.31%	1.75%	0.87%	-4.26%	-22.09%
Lãi trước thuế/Danh thu	8.21%	2.97%	1.24%	8.70%	-15.95%
Lãi ròng/Doanh thu	6.11%	2.19%	0.93%	5.38%	-15.59%
ROE	18.22%	9.55%	3.45%	1.61%	-16.19%
ROA	9.65%	2.22%	2.33%	1.53%	-11.99%

So với các công ty cùng ngành được niêm yết trên sàn đem ra so sánh, VNS là công ty có quy mô lớn nhất, P/E ở mức trung bình. MNC được định giá thấp hơn nhưng MNC là công ty con của Tập đoàn Mai Linh đang gặp nhiều khó khăn. Với tiềm năng tăng trưởng hiện tại, MNC được định giá thấp hơn VNS là điều hợp lý.

Các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động của VNS như ROA, ROE đều ở mức cao hẳn so với các công ty khác trong ngành.

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> ❖ Lợi thế của doanh nghiệp taxi dẫn đầu TP. Hồ Chí Minh ❖ Đội xe hùng hậu (hơn 4400 xe chưa kể xe các tài xế góp và xe nhượng quyền thương hiệu), chất lượng xe tốt, chất lượng phục vụ được khách hàng đánh giá tốt ❖ 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"> ❖ Hệ thống phát triển nhanh và rộng khắp nên chưa kiểm soát chặt chẽ chất lượng phục vụ khách hàng của lái xe ❖ Đào tạo lái xe chưa theo kịp tốc độ mở rộng quy mô trong thời gian gần đây ❖ Lượng taxi tại TP Hồ Chí Minh đã vượt số lượng cho phép đến năm 2020, Vinasun không thể mở rộng thêm lượng xe kinh doanh trong thời gian tới.
Cơ hội	Thách thức
<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. 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Các hãng taxi cạnh tranh ngày càng khốc liệt về giá thành và có nhiều hãng tắc xi 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.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tính WACC		
Lãi suất phi Rủi ro (Risk Free Rate)	12.0%	LS Trái phiếu Chính phủ trung và dài hạn
Mức bù rủi ro (VN Index Equity Risk Premium)	6.0%	Source: Damodaran
Chỉ số Equity Beta của cổ phiếu	1.54	Risk of the company being valued vs VN Index
Chi phí vốn Cổ phần	21.2%	Risk Free Rate + Beta* Equity Risk Premium
Lãi suất Tiền vay của Doanh nghiệp	12.0%	Cost of Debts
Tỷ suất Thuê TNDN	25.0%	Effective Tax rate
Lãi tiền vay sau thuế	9.0%	
Vốn vay/Tổng tài sản	50.0%	Target Capital Structure
Tỷ lệ Chiết khấu WACC	16.6%	

Với giả định tỷ suất lợi nhuận biên không đổi, doanh thu và lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2012 đến 2016 tăng trưởng 15%/năm, từ sau giai đoạn này tăng trưởng 6%/năm (bằng tốc độ tăng trưởng dài hạn GDP của Việt Nam), ta có bảng dự tính luồng tiền tự do như sau:

Đơn vị tính: tỷ đồng	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu	3,105.75	3,416.32	3,757.95	4,133.75	4,547.12
Lợi nhuận sau thuế	189.92	210.81	234.00	259.73	288.31
Lãi suất (1-T)	96.28	105.91	116.50	128.15	140.96
Khấu hao	99.38	109.32	120.25	132.28	145.51
Đầu tư vào tài sản cố định	124.23	136.65	150.32	165.35	181.88
Đầu tư vào vốn lưu động	114.91	126.40	139.04	152.95	168.24
Dòng tiền tự do (FCFF)	146.44	162.98	181.38	201.86	224.65
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2016				2,119.30	
Giá trị doanh nghiệp				2,791.11	
Giá trị nợ				784.87	
Số lượng cổ phiếu lưu hành	40,499,818				
Giá trị cổ phiếu (đồng)	49,537				

Như vậy, theo phương pháp chiết khấu dòng tiền, VNS được định giá ở mức 49,537 đồng/cổ phiếu. Với mức giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu VNS tại mức giá thị trường hiện tại.

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:

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

Điện thoại: (84- 4) 3573 0200 EXT: 615

Fax: (84- 4) 35771966

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