

VAT (HNX)

*CTCP VIỄN THÔNG VẠN XUÂN*

Giá hiện tại: 14,900 đ/cp

Giá hợp lý : 14,000 – 16,500 đ/cp

Nguyễn Thị Kiều – [kieunt@hbse.com.vn](mailto:kieunt@hbse.com.vn)



NGÀY NIÊM YẾT

15/12/2010

**Bảng 2: Một số chỉ số tài chính**

CHỈ SỐ	
BV	12,45 đ
EPS dự kiến	2,833 đ
P/B	1.20
P/E dự kiến	5.26

Nguồn: HBS Research

## HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

**Bảng 1: Thông tin chung**

Tên pháp định:	CTCP Viễn thông Vạn Xuân
Tên quốc tế:	Van Xuan Telecom Joint Stock Company
Tên viết tắt:	VATEL
Vốn điều lệ:	12 tỷ đồng
Trụ sở chính:	85 Trần Đình, Tân Triều, Thanh Trì, Hà Nội
Điện thoại:	(84 – 4) 364 03 503
Fax:	(84 – 4) 364 03 560
Website	<a href="http://www.vatel.com.vn">www.vatel.com.vn</a>

Nguồn: Bản cáo bạch Công ty cổ phần Viễn thông Vạn Xuân

**Bảng 3: Các chỉ tiêu tài chính cơ bản năm 2008 – QIII/2010**

	2008	2009	6 tháng năm 2010
TTS (tỷ đồng)	13.471	21.461	23.391
DTT (tỷ đồng)	9.941	17.626	10.689
GVHB	7.224	11.198	7.131
LNST (tỷ đồng)	0.824	2.524	1.583
LNST/DTT	8.30%	14.30%	14.30%
LNST/TTS	6.12%	11.76%	6.77%
GVHB/DTT	72.67%	63.53%	66.71%
Cổ tức/VĐL	15%	20%	-
Hệ số thanh toán ngắn hạn	1.44	1.48	-
Hệ số thanh toán nhanh	1.42	1.25	-
Nợ /TTS	0.50	0.55	-
Nợ /VCSH	0.98	1.24	-

Nguồn: Bản cáo bạch Công ty cổ phần Viễn thông Vạn Xuân

**Bảng 4: Một số chỉ tiêu kế hoạch 2010 - 2013**

	2010	2011	2012
<b>VĐL(tỷ đồng)</b>	12.000	20.000	28.000
<b>TDT(tỷ đồng)</b>	21.000	32.000	43.000
<b>LNST(tỷ đồng)</b>	3.400	5.250	9.000
<b>LNST/TDT</b>	16.19%	16.41%	20.93%
<b>LNST/VCSH</b>	28.33%	26.25%	32.14%
<b>CỔ TỨC/VĐL</b>	20%	20%	25%

Nguồn: Bản cáo bạch Công ty cổ phần Viễn thông Vạn Xuân

**LỊCH SỬ HÌNH THÀNH**

Công ty cổ phần Viễn thông Vạn Xuân được thành lập vào ngày 04/05/2006 với vốn điều lệ 4.5 tỷ đồng.

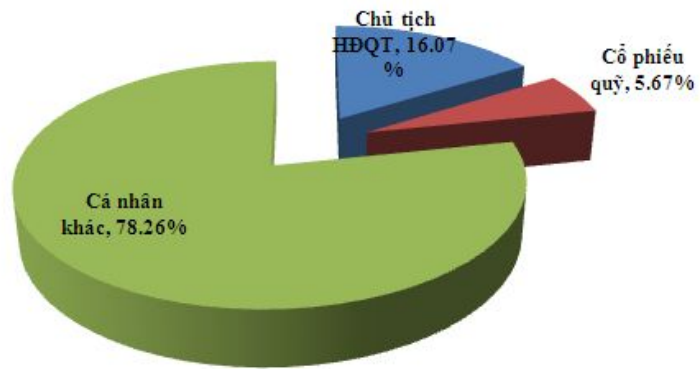
**Bảng 5: Quá trình tăng vốn điều lệ của Công ty**

Thời gian	Vốn điều lệ	Số vốn tăng thêm	Phương thức tăng vốn
<b>2006</b>	4.5		Thành lập công ty
<b>2007</b>	5.3	0.8	Phát hành riêng lẻ
<b>2009</b>	6.9	0.6	Phát hành riêng lẻ
<b>2010</b>	12	5.1	

Nguồn: Bản cáo bạch Công ty cổ phần Viễn thông Vạn Xuân

**LĨNH VỰC DOANH****KINH****Ngành nghề kinh doanh chính**

- Tư vấn thiết kế
- Cung cấp dịch vụ giám sát hành trình xe
- Xây lắp các công trình viễn thông
- Đào tạo về thầu, giám sát thi công và kỹ sư đánh giá xây dựng



*Nguồn: Bản cáo bạch Công ty cổ phần Viễn thông Vạn Xuân*

Tại ngày 15/09/2010 Công ty không còn cổ đông sáng lập.

## TRIỂN VỌNG NGÀNH

Trong những năm gần đây, thị trường viễn thông – công nghệ thông tin Việt Nam đã có những bước phát triển vượt bậc với mức tăng trưởng 25% hàng năm, đóng góp vào khoảng 10% tăng trưởng GDP. Tốc độ phát triển Internet, điện thoại cố định ở Việt Nam ở mức cao. Chủ trương của Nhà nước cũng định hướng phát triển viễn thông và Internet sẽ trở thành ngành kinh tế mũi nhọn, có tốc độ tăng trưởng cao gấp 1.5 – 2 lần tốc độ tăng trưởng chung của nền kinh tế. Điều này cho thấy ngành tư vẫn thiết kết buru chính viễn thông ngày càng có nhiều cơ hội phát triển, phù hợp với xu hướng phát triển của xã hội và phù hợp với định hướng phát triển kinh tế của đất nước.

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Sản phẩm dịch vụ chính

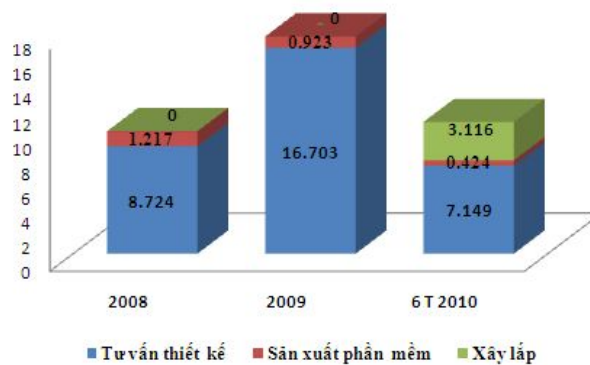
- Tư vấn thiết kế các công trình Buru chính Viễn thông
  - ✓ VAT cung cấp dịch vụ thiết kế cho các công trình thiết lập hạ tầng mạng, đường truyền hay dịch vụ kỹ thuật viễn thông, cụ thể là các hệ thống đường truyền dẫn dữ liệu, vô tuyến, cột, trạm phát sóng (BTS), hệ thống bể ngầm, cống ngầm dẫn cáp, v.v..
- Xây lắp công trình viễn thông
- Sản xuất và kinh doanh phần mềm
- Đào tạo nguồn nhân lực, cấp chứng chỉ liên quan đến xây dựng cơ bản
- Cung cấp, quản lý hệ thống giám sát hành trình xe

### Thị trường chính

- Khách hàng thường xuyên của VAT là các tập đoàn cung cấp dịch vụ viễn thông như VNPT, Viettel, Vietnam Mobile và EVN Telecom

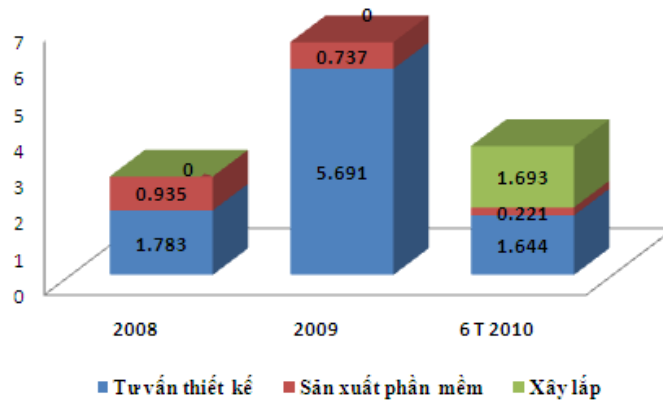
**Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu qua các năm**

Đơn vị: Tỷ đồng



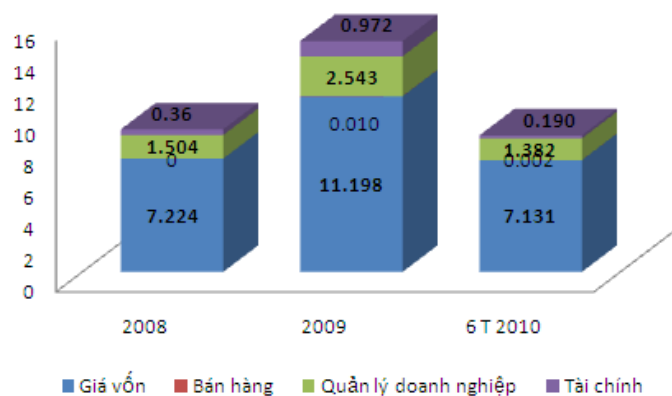
**Biểu đồ 3: Cơ cấu lợi nhuận qua các năm**

Đơn vị: Tỷ đồng



**Biểu đồ 4: Cơ cấu chi phí qua các năm**

Đơn vị: Tỷ đồng



Nguồn: Bản cáo bạch Công ty cổ phần Viễn thông Vạn Xuân

**Chi phí của doanh nghiệp:**

Giá vốn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong chi phí của công ty. Do công ty ngày càng mở rộng nên giá trị tuyệt đối của các khoản chi phí ngày càng tăng. Tuy nhiên, tỷ

trọng các khoản chi phí so với doanh thu có xu hướng giảm. Tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần giảm mạnh từ 73% năm 2008 xuống còn 63.5% năm 2009 và chiếm 66.71% 6 tháng đầu năm 2010. Tổng chi phí sản xuất kinh doanh cũng có xu hướng giảm qua các năm cho thấy hiệu quả quản lý, hiệu quả sản xuất kinh doanh của công ty cũng có xu hướng tăng.

**Doanh thu và lợi nhuận:**

Hoạt động mang lại doanh thu và lợi nhuận lớn nhất cho công ty hiện nay là hoạt động tư vấn, thiết kế các công trình bưu chính viễn thông.

Doanh thu năm 2009 tăng 77% so với năm 2008 do Công ty đã chủ động mở rộng thị trường và lĩnh vực kinh doanh, qua đó đã mở rộng thị trường sang các doanh nghiệp ngoài VNPT như Tập đoàn viễn thông quân đội Viettel, Huawei Việt Nam và đặc biệt mở rộng kinh doanh ra nước ngoài (Cambodia).

Lợi nhuận hoạt động kinh doanh tăng mạnh, lợi nhuận từ hoạt động tăng 243% so với năm 2008. Lợi nhuận sau thuế 6 tháng năm 2010 bằng 46.55% kế hoạch lợi nhuận năm 2010. Lợi nhuận năm 2009 tăng mạnh so với năm 2008 là do Công ty tăng cường hiệu quả quản lý và chi phí, chú trọng vào các hoạt động có lợi nhuận biên cao.

## VỊ THẾ CÔNG TY

**Bảng 6: Một số chỉ tiêu của doanh nghiệp cùng ngành năm 2009**

	VAT	NIS	GLT	LTC
TTS (Tỷ đồng)	21.461	78.854	202.228	236.831
VCSH (Tỷ đồng)		33.119	110.813	59.379
VĐL (Tỷ đồng)	12.000	30.000	89.261	25.000
DTT (Tỷ đồng)	17.626	30.862	284.993	142.685
LNST (Tỷ đồng)	2.524	2.672	47.764	7.820
LNST/DTT	14.32%	8.66%	16.76%	5.48%
LNST/VĐL	21.03%	8.91%	53.51%	31.28%
ROA	-	8.07%	43.10%	13.17%
ROE	11.76%	3.39%	23.62%	3.30%

*Nguồn: Tổng hợp*

Hiện tại so với các doanh nghiệp cùng ngành VAT có quy mô nhỏ nhất, với quy mô nhỏ như vậy nên hiệu quả sản xuất kinh doanh của VAT so với các doanh nghiệp cùng ngành là lớn hơn vì hiệu quả đầu tư, quản lý chi phí sẽ tốt hơn.

## CÁC HỢP ĐỒNG

**Bảng 7 : Các hợp đồng và các dự án lớn đang thực hiện hoặc đã ký kết**

STT	Hợp đồng	Trị giá (USD)	Đối tác	Thời gian	Sản phẩm
1	Xây lắp cột anten dây co 65m tại Svay Chrum – Cambodia	23,731.74	Huawei Cambodia	10/2009 – 6/2010	Xây dựng anten
2	Xây lắp cột	21,875.53	Huawei	10/2009 –	Xây dựng

	anten dây co 65m tại Svay Teur – Cambodia			Cambodia	6/2010	anen
3	Xây lắp cột anten day co 65m tại Cham Commune – Cambodia	23,289.62		Huawei Cambodia	10/2009- 6/2010	Xây dựng anten
4	Xây lắp cột anten tự đứng 65m tại Crey Commune – Cambodia	48,174.15		Huawei Cambodia	10/2009- 6/2010	Xây dựng anten
5	Xây lắp cột anten tự đứng 65m tại Chabok Commune – Cambodia	47,395.73		Huawei Cambodia	10/2009- 6/2010	Xây dựng anten
6	Đầu tư xây dựng mạng cáp quang ODN giai đoạn 2010 – 2013 khu vực tỉnh Hậu Giang	300 triệu VND		Viễn thông Cần Thơ – Hậu Giang	2010	Tư vấn thiết kế
7	Đầu tư xây dựng mạng cáp quang ODN giai đoạn 2010 – 2012 khu vực tỉnh Hậu Giang	450 triệu VND		Viễn thông Cần Thơ – Hậu Giang	2010	Tư vấn thiết kế
8	Xây dựng các tuyến cáp quang ODN tại tỉnh Cà mau giai đoạn 2010 – 2012	300 triệu VND		Viễn thông Cà mau	2010	Tư vấn thiết kế
9	Xây dựng mới mạng cáp quang phụ vụ phát triển mạng FTTxAON giai đoạn 2009 – 2010 tỉnh Tiền Giang	300 triệu VND		Viễn thông Tiền Giang	01/2010 – 9/2010	Tư vấn thiết kế
10	Xây dựng các tuyến cáp quang thay thế vi ba – Viễn thông Tây Ninh năm 2010	300 triệu VND		Viễn thông Tây Ninh	04/2010 – 10/2010	Tư vấn thiết kế
11	Cugn cấp thiết bị giám sát hành	200 triệu VND		Viễn thông Tân	01/2010 – 10/2010	Thiết bị giám sát

	trình xe phục vụ sản xuất kinh doanh- Công ty Cổ phần thiết bị Tân Phát			Phát			hành trình
<b>12</b>	Cung cấp thiết bị và sử dụng hệ thống giám sát công ty Cp Minh Trí Đức	62 triệu VND		CTCP Minh Trí Đức	04/2010 – 10/2010		Thiết bị giám sát hành trình
<b>13</b>	Xây dựng hạ tầng bê tông treo cáp và xây dựng mạng truyền dẫn tại tỉnh Vĩnh Long năm 2009	301 triệu VND		Tập đoàn Viettel	2009 2010	-	Tư vấn thiết kế
<b>14</b>	Xây dựng hạ tầng bê tông treo cáp và xây dựng mạng truyền dẫn tại tỉnh Trà Vinh năm 2009	251 triệu VND		Tập đoàn Viettel	2009 2010	-	Tư vấn thiết kế
<b>15</b>	Xây dựng hạ tầng bê tông treo cáp và xây dựng mạng truyền dẫn tại tỉnh Cà Mau năm 2009	310 triệu VND		Tập đoàn Viettel	2009 2010	-	Tư vấn thiết kế
<b>16</b>	Xây dựng hạ tầng bê tông treo cáp tại tỉnh Bến Tre năm 2009	187 triệu VND		Tập đoàn Viettel	2009 2010	-	Tư vấn thiết kế
<b>17</b>	Xây dựng hạ tầng bê tông treo cáp tại tỉnh Bến Tre năm 2009	184 triệu VND		Tập đoàn Viettel	200 - 2010		Tư vấn thiết kế

*Nguồn: Bản cáo bạch Công ty cổ phần Viễn thông Vạn Xuân*

Với kinh nghiệm nhiều năm và đội ngũ cán bộ được đào tạo cơ bản, Công ty Cổ phần Viễn thông Vạn Xuân đã trở thành một đối tác tinh cậy, tín nhiệm của các đơn vị trong ngành bưu chính viễn thông.

Đối với hoạt động giám sát hành trình xe (một hoạt động chủ đạo của Công ty trong tương lai): Công ty là một trong những công ty đi đầu trong ngành được đầu tư phần mềm, chất lượng thiết bị và có chỗ đứng vững vàng trong thị trường. Do đó hoạt động này hứa hẹn mang lại lợi nhuận lớn cho công ty trong tương lai.



## NHẬN XÉT

VAT là doanh nghiệp nhỏ so với các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường hiện nay nói chung và đối với ngành hạ tầng mạng nói riêng.

Do quy mô doanh nghiệp nhỏ, nên hiệu quả quản lý chi phí, hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp cũng ở mức tốt hơn so với trung bình ngành.

VAT đã và đang triển khai hoạt động giám sát hành trình xe, công ty chủ trương sẽ phát triển mạnh mẽ trong tương lai và hứa hẹn nhiều lợi nhuận từ hoạt động này.

### **Định giá**

#### **Phương pháp P/E**

Lợi nhuận sau thuế 6 tháng đầu năm 2010 của VAT đạt 1.583 tỷ đồng, đạt 46.5% kế hoạch lợi nhuận năm 2010.

Căn cứ vào các hợp đồng và thời gian hoàn thành các hợp đồng này, cũng như căn cứ vào giá trị các hợp đồng, chúng tôi cho rằng mức lợi nhuận sau thuế đề ra năm 2010 đạt 3.4 tỷ đồng là hoàn toàn có thể thực hiện được.

Hiện tại số lượng cổ phiếu lưu hành của VAT là 1.2 triệu cổ phiếu. EPS dự kiến năm 2010 đạt 2,833 đ/cp.

Chúng tôi tính P/E trung bình của các cổ phiếu hoạt động trong lĩnh vực hạ tầng mạng, phương pháp tính P/E dựa trên mức vốn hóa thị trường, chúng tôi thu được P/E trung bình của ngành này đạt 7.5 lần.

Mặc dù VAT có hiệu suất sinh lời cao, tuy nhiên quy mô của VAT nhỏ hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành, do đó chúng tôi ước tính P/E của VAT năm 2010 vào khoảng 5 -6 lần.

Theo phương pháp P/E, giá hợp lý năm 2010 của VAT vào khoảng **14,000 – 17,000 đ/cp.**

#### **Phương pháp P/B**

Tính đến ngày 30/06/2010, giá trị sổ sách của VAT đạt 12,455 đ/cp.

P/B trung bình của các cổ phiếu hoạt động trong lĩnh vực hạ tầng mạng tại thời điểm hiện tại là 1.67 lần.

Chúng tôi ước lượng P/B của VAT vào khoảng 1.1 – 1.3 lần.

Theo phương pháp P/B, giá hợp lý của VAT vào khoảng 13,700 – 16,000 đ/cp.

#### **Tổng hợp hai phương pháp**

Theo phương pháp P/E giá hợp lý năm 2010 vào khoảng 14,000 – 17,000 đ/cp.

Theo phương pháp P/B giá hợp lý năm 2010 vào khoảng 13,700 – 16,000 đ/cp.

Tổng hợp hai phương pháp P/E và P/B theo tỷ lệ 50:50 chúng tôi ước lượng giá hợp lý năm 2010 của VAT vào khoảng 14,000 – 16,500 đ/cp.

## KHUYẾN CÁO

Bản báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và lưu hành trong HBS, các chi nhánh và các khách hàng. Báo cáo này không hướng tới hoặc có ý định phân phối cho bất cứ cá nhân hay tổ chức là công dân hoặc sống tại những khu vực và lãnh thổ mà việc phân phối, xuất bản hoặc sử dụng nó trái với quy định và pháp luật của khu vực hoặc lãnh thổ đó.

Báo cáo không được coi là mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đặc biệt của người nhận được bản báo cáo. Thông tin và ý kiến trong báo cáo không và không nên được coi là một đề nghị, khuyến nghị thúc đẩy mua/bán một chứng khoán cụ thể, các thương vụ đầu tư liên quan hoặc các hoạt động đầu tư khác.

Thông tin trong bản báo cáo được lấy từ những nguồn được coi là chính xác và hợp lý tại thời điểm phát hành bản báo cáo. Chúng tôi không đảm bảo rằng bản báo cáo bao hàm tất cả những thông tin nhà đầu tư yêu cầu. HBS hoặc các chi nhánh không đảm bảo các thông tin và ý kiến trong báo cáo là hoàn toàn chính xác, hợp lý, toàn diện và không có sai sót. HBS và chi nhánh không chịu trách nhiệm pháp lý về hậu quả thua lỗ hoặc thiệt hại về tài chính do sử dụng bản báo cáo này.

Các quan điểm thể hiện trong báo cáo là quan điểm cá nhân của người phân tích về chứng khoán hoặc công ty được phân tích. Người phân tích không phải chịu trách nhiệm trực tiếp hoặc gián tiếp về kết luận hoặc khuyến nghị cụ thể nào trong bản báo cáo.

Nhà đầu tư nên tự tiến hành việc thẩm định thông tin trong báo cáo, bao gồm cả xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể, đồng thời tham khảo ý kiến của chuyên gia tư vấn tài chính của mình về các vấn đề luật pháp, kinh doanh, tài chính, thuế trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào liên quan tới các chứng khoán được nêu trong báo cáo.



## **CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HÒA BÌNH**

### **HBS – HỢP TÁC CÙNG PHÁT TRIỂN**

34 Hai Bà Trưng – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel.: (84 4) 39368866;

### **HBS RESEARCH**

Trưởng phòng Phân tích và Tư vấn : Nguyễn Phúc Thịnh [thinhnp@hbse.com.vn](mailto:thinhnp@hbse.com.vn)

Chuyên viên phân tích : Lê Huy Cường [cuonglh@hbse.com.vn](mailto:cuonglh@hbse.com.vn)  
Trịnh Ngọc Duyên [duyentn@hbse.com.vn](mailto:duyentn@hbse.com.vn)  
Vũ Thái Hà [havt@hbse.com.vn](mailto:havt@hbse.com.vn)  
Nguyễn Thị Kiều [kieunt@hbse.com.vn](mailto:kieunt@hbse.com.vn)