

**VNS: Công ty Cổ phần Ánh Dương Việt Nam**

**Giới thiệu chung**

Chính thức hoạt động kinh doanh taxi từ tháng 1/2003, niêm yết cổ phiếu trên HOSE từ tháng 7/2008. Hiện tại vốn điều lệ của VNS là 170 tỷ đồng.

Hoạt động chính là kinh doanh taxi, chiếm 98% doanh thu hàng năm

VNS là một trong 2 doanh nghiệp hàng đầu của Việt Nam trong lĩnh vực vận tải bằng xe taxi, dẫn đầu về doanh thu, thị phần và số lượng xe trên địa bàn hoạt động tại TP. HCM, Bình Dương, Đồng Nai. Thương hiệu taxi Vinasun được biết đến nhờ khả năng tạo dựng sự khác biệt với mạng lưới bao phủ rộng khắp các địa bàn hoạt động, dân xe chất lượng cao đồng đều, và hệ thống LCD trên toàn bộ đội xe.

**Thông tin cổ phiếu (22/06/09)**



Giá cổ phiếu (VND)	37.600
Số CP đang lưu hành	17.000.000
Vốn hóa (tỷ đ)	639
% sở hữu nhà nước	10%
% sở hữu nhà ĐTNN	5,47%
% sở hữu HĐQT	25%
KL trung bình 6 tháng	87.960

**Thông tin doanh nghiệp:**

Địa chỉ: 306 Điện Biên Phủ, phường 22, quận Bình Thạnh, TP.HCM  
Điện thoại: +84-(0)8- 827.71.78  
Fax: +84-(0)8- 822.57.66  
Website: [www.vinasuncorp.com](http://www.vinasuncorp.com)

**Chuyên viên phân tích:**

Nguyễn Mai Phương  
[phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn](mailto:phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn)

**Trưởng bộ phận:**

Vũ Đình Độ  
[do.vu@vndirect.com.vn](mailto:do.vu@vndirect.com.vn)

Năm	2007	2008	2009E	Quý	Q1/08	Q4/08	Q1/09
Doanh thu (tr đ)	487.315	828.160	1.076.608	Doanh thu (tr đ)	176.153	229.310	235.394
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12%	12%	15%	Tỷ suất lợi nhuận gộp	13%	12%	17%
Lợi nhuận ròng (tr đ)	52.810	55.773	89.738	Lợi nhuận ròng (tr đ)	16.597	12.157	17.107
EPS (đ)	5.407	3.330	5.358	Tỷ suất lợi nhuận ròng	9%	5%	7%
Tăng trưởng EPS	n/a	-38%	61%	Tổng tài sản (tr đ)	729.507	953.515	883.600
P/E (lần)	n/a	11,29	7,02	Tài sản ngắn hạn (tr đ)	140.970	61.445	58.081
P/B (lần)	n/a	1,18	1,08	Nợ ngắn hạn (tr đ)	53.709	98.670	35.120
Cổ tức/giá	n/a	3,1%	5,2%	Vốn chủ sở hữu (tr đ)	554.800	532.733	547.894
ROA	8%	6%	9%	Hệ số thanh toán bằng tiền	89%	40%	51%
ROE	10%	10%	15%	Hệ số vay/Vốn chủ sở hữu	22%	60%	55%

**Quan điểm đầu tư:**

*Kinh doanh vận tải taxi là lĩnh vực gắn liền với những chuyển biến của nền kinh tế và sẽ đi lên cùng với sự tăng trưởng của nền kinh tế đang phát triển. So với tiêu chuẩn của các nước trong khu vực, số lượng xe taxi tại Việt Nam mới chỉ đáp ứng được 50% nhu cầu. Tiềm năng tăng trưởng của lĩnh vực kinh doanh taxi là rất lớn tại một nước đang phát triển như Việt Nam, xét tới tốc độ phát triển của dân số, thu nhập và chất lượng cuộc sống của người dân ngày một tăng. Bên cạnh đó, những tín hiệu phục hồi kinh tế toàn cầu mở ra triển vọng sáng sủa cho lĩnh vực du lịch và đầu tư nước ngoài – lượng du khách và chuyên gia nước ngoài đến Việt Nam là nguồn doanh thu quan trọng cho các hãng taxi.*

*VNS là một trong hai đơn vị dẫn đầu về doanh thu và số lượng xe taxi tại TP. HCM và Bình Dương, chiếm trên 40% và 60% thị phần tại 2 tỉnh này, đồng thời mới mở rộng địa bàn hoạt động và duy trì vị thế dẫn đầu tại tỉnh Đồng Nai. Công ty sở hữu đội xe mới thuần nhất chất lượng cao, và số lượng xe liên tục tăng trưởng từ 25% - 60% trong 5 năm qua cho thấy sự mở rộng không ngừng về quy mô của doanh nghiệp. Kế hoạch phát triển đội xe trong năm 2009 và các năm tới tiếp tục khẳng định xu thế tăng trưởng quy mô của công ty.*

*VNS đang lấy ý kiến cổ đông về việc bán 717m2 đất tại Thủ Khoa Huân – vị trí đắc địa rất được quan tâm tại trung tâm Quận 1, trên cơ sở giá đất mới thẩm định đã cao hơn giá vốn tới 62%, và việc này có thể đem lại hơn 100 tỷ lợi nhuận bất thường. Ngoài ra, kế hoạch phát hành riêng lẻ 3 triệu cổ phiếu với giá không thấp hơn giá trị sổ sách cũng sẽ mang lại tối thiểu 63 tỷ đồng thặng dư cho các cổ đông. Đây sẽ là những nguồn đáng kể để VNS tiếp tục thực hiện mục tiêu mở rộng hoạt động.*

*Cổ phiếu VNS đang giao dịch ở PE và PB 2008 là 11,29 và 1,18 lần. Trên kết quả kinh doanh chúng tôi ước tính, PE và PB 2009 là 7,02 và 1,08 lần - một cơ hội hấp dẫn để cân nhắc đầu tư xét tới những tiềm năng phát triển của doanh nghiệp.*

Chúng tôi đã có cuộc trao đổi với Ban lãnh đạo Công ty về hoạt động kinh doanh năm 2008, kết quả hoạt động kinh doanh và kế hoạch kinh doanh trong năm tới:

**Hoạt động**

Hoạt động chính là kinh doanh vận tải với taxi thương hiệu Vinasun, mang lại 98% doanh thu hàng năm cho VNS. Nguyên liệu đầu vào chủ yếu là xăng A92, chiếm 47,5% giá vốn hàng bán, là yếu tố có mức độ biến động giá lớn. Việc tăng giá xăng được công ty điều chỉnh vào giá cước và tỷ lệ chia doanh thu với tài xế. Ngoài biến động về giá, nguồn cung cấp xăng được đảm bảo ổn định bằng hợp đồng dài hạn với mạng lưới các đại lý rộng khắp.

Bắt đầu từ 300 đầu xe tháng 1/2003, hiện nay VNS đã có trên 2.400 xe hoạt động trên địa bàn TP. HCM, Bình Dương, Đồng Nai, là đơn vị dẫn đầu về số lượng xe và doanh thu bình quân trên địa bàn, chiếm hơn 40% thị phần taxi tại TP. HCM, hơn 60% thị phần taxi tại Bình Dương và hơn 50% thị phần tại Đồng Nai. VNS có lợi thế với hệ thống tổng đài gồm 8 kênh phủ sóng toàn bộ địa bàn hoạt động, và hệ thống bến bãi

gồm hơn 800 điểm đón khách chủ chốt như khách sạn, nhà hàng, siêu thị, nhà ga, sân bay, khu công nghiệp, chung cư... đã được ký hợp đồng dài hạn về quyền ưu tiên.

Bên cạnh ưu thế về mạng lưới, chất lượng xe cũng là một yếu tố quan trọng làm nên thương hiệu taxi Vinasun. VNS sử dụng hoàn toàn các dòng mới nhãn hiệu Toyota. Công ty luôn đảm bảo 90% đội xe là xe mới, được chăm sóc và tu dưỡng cẩn thận, liên tục thanh lý xe cũ và đầu tư xe mới. Thương hiệu taxi Vinasun còn tạo được sự khác biệt với hệ thống màn hình LCD trang bị trên tất cả các xe tạo ra kênh giải trí cho khách hàng.

Ngoài mảng kinh doanh taxi, hoạt động kinh doanh du lịch và các dịch vụ phụ trợ với thương hiệu Vinasun Travel chiếm khoảng 1,7% doanh thu hàng năm.

### **Kết quả 2008**

Doanh thu 2008 đạt 828 tỷ, lợi nhuận sau thuế 55,7 tỷ, tăng tương ứng 70% và 6% so với năm 2007 – một mức tăng trưởng ấn tượng trong bối cảnh khó khăn chung của nền kinh tế. Nguyên nhân: (1) Mạng lưới và thị phần tăng mạnh do chiến lược đầu tư mở rộng, số đầu xe tăng 60% và số điểm tiếp thị tăng 68% trong năm (2) Giá xăng và lãi suất tăng đột biến vào giữa năm 2008 là nguyên nhân đẩy giá vốn và chi phí tăng, khiến mức tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn doanh thu.

Trong năm 2008, dư nợ dài hạn tăng rất mạnh (từ 81 tỷ lên 309 tỷ), chủ yếu do công ty vay vốn để đầu tư thêm hơn 1000 xe Innova trước khi thuế trước bạ tăng từ 2% lên 10%. Điều này được phản ánh trong tài sản cố định, tăng thêm 291 tỷ trong năm.

### **Cập nhật Kết quả kinh doanh và Dự báo 2009**

Quý 1/2009, VNS đã hoàn thành 25% kế hoạch năm với doanh thu 235 tỷ, lợi nhuận sau thuế 17 tỷ, tăng tương ứng 34% và 3% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể (17%) so với cuối năm 2008 (12,3%), chủ yếu do giá xăng đã giảm trong khi giá cước taxi không giảm. Tuy nhiên, Q1 là thời điểm công ty vẫn phải chịu lãi suất cao trên các khoản vay cũ từ năm 2008, với lãi suất trung bình 14% trên dư nợ vay dài hạn còn khá cao (286 tỷ), chi phí lãi vay 10,5 tỷ trong Q1 là nguyên nhân khiến lợi nhuận trước thuế giảm mặc dù doanh thu đã tăng so với cùng kỳ.

Quý 2/2009, hoạt động kinh doanh của VNS tiến triển rất tốt. Chúng tôi tin rằng lợi nhuận Q2 sẽ tăng ít nhất 52% so với Q1 và trong 2 quý đầu năm công ty có thể hoàn thành khoảng 70% kế hoạch lợi nhuận năm.

Do nhu cầu tăng cao, Công ty đã thực hiện đầu tư thêm 600 xe mới và 120 xe chuyển đổi, gấp đôi con số được đưa ra trong kế hoạch.

Với ước tính thận trọng chúng tôi cho rằng ***năm 2009 VNS có thể đạt doanh thu 1076 tỷ, lợi nhuận sau thuế 89 tỷ***, tăng tương ứng 30% và 60% so với năm 2008 và cao hơn khoảng 17% kế hoạch doanh thu và 30% kế hoạch lợi nhuận của công ty, vì những lý do như sau:

- 1) Số lượng xe năm 2009 sẽ tăng tối thiểu 511 chiếc, tương ứng với số lượng xe kinh doanh bình quân tăng ít nhất 27%. Đây là cơ sở để kỳ vọng mức tăng trưởng doanh thu của VNS.
- 2) Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng do giá xăng bình quân giảm. So với cuối năm ngoái, giá xăng bình quân 5 tháng đầu năm đã giảm khoảng 16% và việc tỷ suất lợi nhuận gộp tăng đã được thấy rõ trong Q1. Với diễn biến của giá dầu, xăng có thể tăng giá trong nửa cuối năm, tuy nhiên chúng tôi đánh giá mức độ và tác động của việc tăng giá xăng đối với VNS là thấp vì các hãng kinh doanh taxi thường tăng giá cước khi giá xăng tăng để đảm bảo tỷ suất lợi nhuận gộp.
- 3) Lãi suất giảm và khả năng nhận được vốn vay hỗ trợ lãi suất trung và dài hạn sẽ tiết kiệm cho VNS khoảng 9 tỷ chi phí lãi vay so với năm 2008.
- 4) Công ty sẽ chuyển đổi thời gian khấu hao xe từ 6 năm sang 8 năm, việc này làm giảm khoảng 30% chi phí khấu hao trong khi chi phí khấu hao chiếm khoảng 16% giá vốn hàng bán.

Ước tính trên của chúng tôi chưa kể đến khả năng VNS ghi nhận trên 100 tỷ lợi nhuận bất thường từ việc bán đất. VNS đang thực hiện các thủ tục để bán lô đất 717m<sup>2</sup> tại Thủ Khoa Huân, vị trí đắc địa tại trung tâm Quận 1, TP. HCM được nhiều nhà đầu tư lớn quan tâm. Giá vốn của VNS là 190 tỷ và giá đất mới thẩm định đã cao hơn giá vốn của VNS hơn 62%.

Ước tính EPS của chúng tôi cũng chưa tính thêm 3 triệu cổ phiếu mà VNS đang dự định phát hành riêng lẻ. Mặc dù việc này mang đến rủi ro pha loãng EPS, giá phát hành sẽ không thấp hơn giá trị sổ sách của VNS theo kế hoạch của Hội đồng quản trị. Như vậy, việc phát hành riêng lẻ sẽ mang lại một khoản thặng dư tối thiểu là 63 tỷ đồng, sẽ tiếp tục bổ sung cho hoạt động chính để mang lại sự tăng trưởng cho doanh nghiệp.

Ngoài ra, Công ty cũng mới khởi công Trung tâm Thương Mại Tân Đà trên mặt bằng 1200 m<sup>2</sup> tại quận 5 sẽ khai thác được từ Q4/2010.

### **Rủi ro đầu tư**

Ngành kinh doanh dịch vụ vận tải sẽ chịu tác động mỗi khi nền kinh tế có chuyển biến xấu. Bên cạnh đó, các hãng vận tải chịu rủi ro thay đổi chính sách, biến động giá nguyên liệu đầu vào như xăng, dầu. Hệ thống giao thông chưa tốt tại Việt Nam cũng có thể là một trở ngại đối với quy mô phát triển của lĩnh vực kinh doanh taxi. Nhà đầu tư cũng cần lưu tâm tới tính thanh khoản và rủi ro pha loãng cổ phiếu trước kế hoạch phát hành riêng lẻ 3 triệu cổ phiếu của VNS.

### **Định giá**

Cổ phiếu VNS đang giao dịch ở P/E và P/B 2008 là 11,29 và 1,18 lần - là mức định giá rẻ hơn so với ngành và so với thị trường chung. Trên kết quả kinh doanh chúng tôi ước tính, P/E và P/B 2009 tương ứng là 7,02 và 1,08 - là mức định giá hấp dẫn xét tới triển vọng doanh nghiệp trong tương lai.

**Khuyến cáo :**

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

**Địa chỉ liên hệ:**

**Hà Nội**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng  
Hà Nội – Việt Nam  
Tel: +84-34-941 0510  
Fax: +84-34-972 4600

**TP. Hồ Chí Minh**

51 Bến Chương Dương, Q1  
TP.HCM – Việt Nam  
Tel: +84-38-9.146.925  
Fax: +84-38-9.146.922