

## Năm 2010 có khả năng đạt mức doanh thu và lợi nhuận vượt kỳ vọng

**Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng năm 2010 có thể vượt 8,6% kế hoạch kinh doanh của công ty, dự kiến đạt 188 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương đương mức tăng 76% so với năm 2009.**

**Doanh thu từ hoạt động kinh doanh vận tải taxi tăng trưởng bền vững.** VNS là doanh nghiệp taxi hàng đầu, luôn chú trọng phát triển dựa trên hoạt động kinh doanh chính của công ty. Tính từ năm 2007 đến nay, mảng dịch vụ vận tải taxi luôn đóng góp hơn 90% vào tổng doanh thu của VNS. Trong năm 2010, VNS đặt kế hoạch tăng 900 xe và đạt doanh thu từ hoạt động kinh doanh là 1.481 tỷ đồng, tăng 36% so với doanh thu năm 2009.

**Bổ sung vào lợi nhuận năm nay là thu nhập từ việc bán khu đất tại Thủ Khoa Huân thu về 70,7 tỷ đồng lợi nhuận.** Hoạt động thanh lý xe taxi cũng tạo một nguồn lợi nhuận ổn định tuy nhiên có xu hướng giảm qua 4 năm gần đây, từ 69% năm 2007 xuống 11% ước tính cho năm 2010.

**Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá bán mục tiêu là 41.300 đồng/cổ phiếu** trên cơ sở vốn điều lệ là 300 tỷ đồng, tương đương P/E 2010E 6,6x, P/B 2010E 1,1x, P/S 2010E 0,7x và EV/EBITDA 3,0x.

<b>DỰ BÁO TÀI CHÍNH,</b> tháng 11/2010	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010F</b>
LN ròng, triệu đồng	52.810	55.773	107.467	188.621
EPS, VNĐ	1.760	1.859	3.582	6.287
Thay đổi EPS (YoY)		6%	93%	76%

<b>SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ,</b> tháng 11/2010	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010F</b>
P/E	17,1	16,2	8,4	4,8
EV/EBITDA	9,2	7,3	5,7	2,2
P/S	1,9	1,1	0,8	0,5
P/B	1,7	1,7	1,3	0,8

Nguồn: Báo cáo công ty, chuyên viên phân tích dự báo

Đánh giá: **MUA**

Phân tích cổ phiếu | Vận tải  
11 tháng 11 năm 2010



**Lê Mạnh Dũng**  
Trưởng phòng Nghiên cứu và Phân tích  
dunglm@vietinbanksc.com.vn  
+84 4 39747952

**Đặng Thu Trang**  
Chuyên viên  
trangdt@vietinbanksc.com.vn  
+84 4 39747952

### Thông tin cổ phiếu

Mã cổ phiếu:	VNS
Giá cổ phiếu (11/11/2010):	30.100 đồng
Giá mục tiêu:	41.300 đồng
Số cp đang lưu hành:	29.999.997 cp
Giá trị vốn hóa:	903 tỷ đồng
KLGDBQ 10 ngày:	67.922 cp
ROE (2010E):	20%

### Biến động cổ phiếu VNS trên sàn HOSE

(trong 3 tháng)



VNS █ █

<b>DỰ BÁO TÀI CHÍNH,</b> triệu đồng	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010F</b>
Doanh thu thuần	487.315	828.160	1.068.603	1.715.565
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		<i>70%</i>	<i>29%</i>	<i>61%</i>
Lợi nhuận gộp	58.497	102.521	186.975	284.342
<i>Tăng trưởng lợi nhuận gộp</i>		<i>75%</i>	<i>82%</i>	<i>52%</i>
Lợi nhuận hoạt động	37.134	68.067	144.308	228.789
<i>Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động</i>		<i>83%</i>	<i>112%</i>	<i>59%</i>
Lợi nhuận ròng	52.810	55.773	107.467	188.621
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>		<i>6%</i>	<i>93%</i>	<i>76%</i>

<b>DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN,</b> triệu đồng	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	97.634	8.627	59.257	210.060
Các khoản phải thu	44.034	36.403	57.381	132.633
Hàng tồn kho	150	279	903	3.502
Tài sản cố định hữu hình	285.800	527.777	828.458	1.169.133
Tài sản cố định thuê tài chính	85.128	137.259	102.898	93.476
Tài sản khác	170.674	233.174	260.719	64.251
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>683.419</b>	<b>943.518</b>	<b>1.309.615</b>	<b>1.673.055</b>
Nợ ngắn hạn	60.385	67.640	48.772	242.566
<i>Vay ngắn hạn</i>	<i>1.000</i>	<i>10.000</i>		<i>28.624</i>
Nợ dài hạn	80.619	340.524	548.784	269.983
<i>Vay dài hạn</i>	<i>80.619</i>	<i>309.407</i>	<i>501.554</i>	<i>214.683</i>
Vốn chủ sở hữu	542.415	535.354	712.059	1.160.506
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>683.419</b>	<b>943.518</b>	<b>1.309.615</b>	<b>1.673.055</b>

<b>CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH,</b> tháng 11/2010	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010F</b>
D/E, %	15,0	59,7	70,4	21,0
Khả năng chi trả lãi vay	4,3	3,1	4,9	4,2
ROE, %	9,7	10,3	17,2	20,1
ROA, %	11,0	11,4	12,8	17,9
Khả năng thanh toán hiện hành	2,4	0,9	2,8	1,6
Khả năng thanh toán nhanh	2,44	0,90	2,77	1,62

<b>TỶ SUẤT LỢI NHUẬN</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010F</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp, %	12	12	17	17
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động, %	8	8	14	13
Tỷ suất EBIT, %	20	14	17	19
Tỷ suất EBITDA, %	20	20	22	24
Tỷ suất lợi nhuận ròng, %	11	7	10	11
ROE, %	10	10	17	20
ROA, %	11	11	13	18

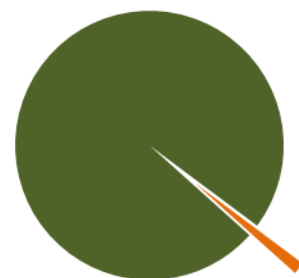
## MÔ TẢ CÔNG TY

Công ty cổ phần Ánh Dương Việt Nam với thương hiệu taxi VINASUN (VNS) hiện đang là doanh nghiệp số 1 tại các tỉnh phía Nam với 42% thị phần tại thành phố Hồ Chí Minh và 60% thị phần tại Bình Dương, Đồng Nai. Từ năm 2007 đến nay, công ty luôn đạt tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng bình quân hàng năm trên 53%. Với việc phát huy thế mạnh tập trung vào mảng kinh doanh taxi, VNS được kỳ vọng sẽ tiếp tục giữ vững vị trí tiên phong của mình.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị đầu tư cổ phiếu VNS vì đây là doanh nghiệp taxi hàng đầu tại Việt Nam, với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hằng năm cao, 53%, tỷ lệ trả cổ tức cao, hứa hẹn tiềm năng tăng trưởng tốt và bền vững trong tương lai.

## Cơ cấu doanh thu, 2009

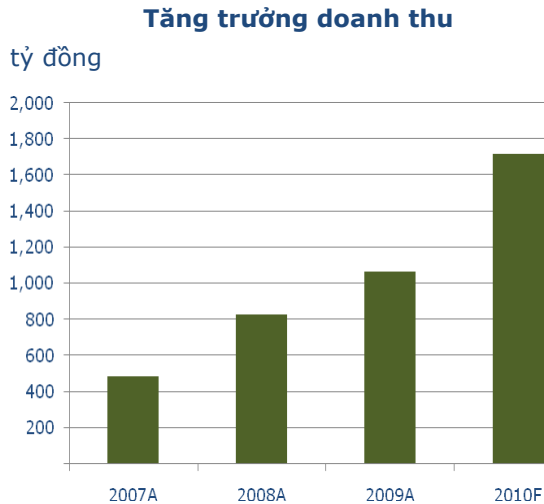


■ Taxi ■ Du lịch

Nguồn: Báo cáo công ty, chuyên viên phân tích dự báo

## PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

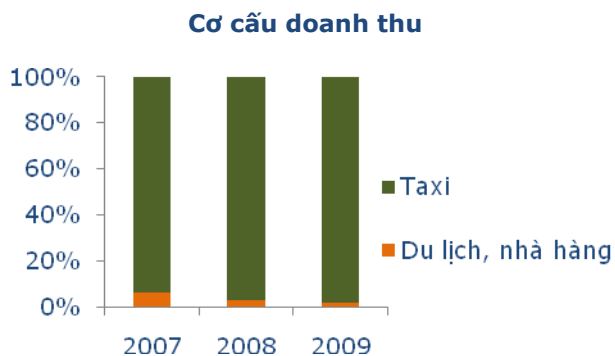
### Doanh nghiệp hàng đầu trên thị trường taxi



Năm 2003, doanh nghiệp chính thức hoạt động kinh doanh taxi và chuyển đổi mô hình kinh doanh sang công ty cổ phần với số vốn 8 tỷ đồng. Sau 7 năm kinh doanh, số lượng xe taxi của VNS lên tới hơn gần 4.000 chiếc và vốn điều lệ là 300 tỷ đồng. Được đánh giá là doanh nghiệp hàng đầu trên thị trường taxi, VNS sở hữu 42% thị phần taxi tại Tp. Hồ Chí Minh và 60% tại Bình Dương, Đồng Nai.

Hiện nay, Sở GTVT Tp. Hồ Chí Minh đã ban hành quy định về việc hạn chế gia tăng xe mới đối với các hãng taxi, trừ trường hợp đầu tư xe mới thay thế các xe cũ. Mặc dù nhìn chung, đây là một hạn chế đối với các doanh nghiệp taxi, nhưng lại là một lợi thế cho VNS. Khi các doanh nghiệp đều bị hạn chế về việc tăng số lượng xe, chúng tôi tin VNS - một hãng taxi lớn, hoạt động hơn 7 năm với gần 4.000 đầu xe, sẽ giữ vững được thị phần và vị trí trên thị trường taxi tại Tp. Hồ Chí Minh.

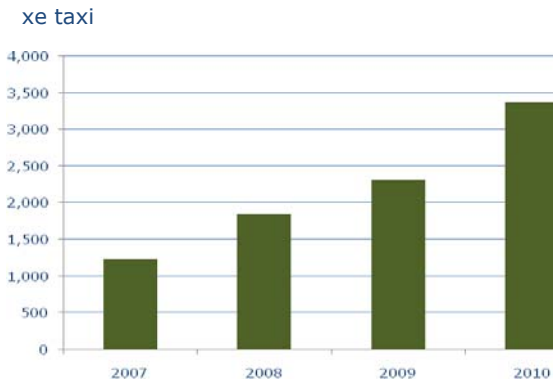
### Hoạt động kinh doanh taxi là nguồn thu chính của doanh nghiệp



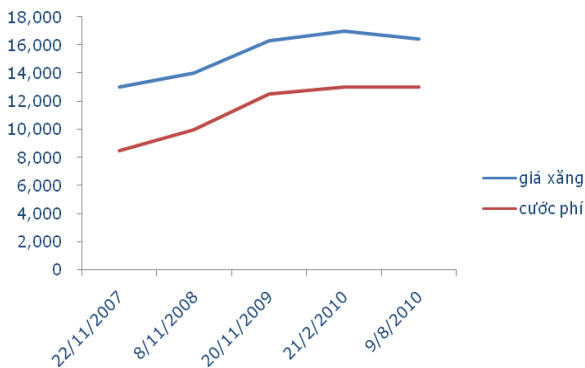
VNS có hai mảng kinh doanh là dịch vụ vận tải taxi và du lịch, nhà hàng. Tuy nhiên, nguồn doanh thu của VNS chủ yếu từ mảng kinh doanh taxi. Tính từ năm 2007 đến nay, mảng dịch vụ vận tải taxi luôn đóng góp hơn 90% vào tổng doanh thu của VNS. Đặc biệt, trong năm 2009, con số này lên tới 98,5%, tương đương 1.053 tỷ đồng. Bên cạnh đó, song song với việc tăng số lượng xe taxi, doanh thu của VNS luôn tăng trưởng khá ấn tượng. Năm 2008, doanh thu của VNS đạt 828 tỷ đồng, tăng 70% so với năm 2007. Doanh thu năm 2009 tăng 29% so với năm 2008, đạt 1.068 tỷ đồng. Điều này cho thấy, VNS luôn định hướng tập trung phát triển ngành nghề kinh doanh chính của công ty. Doanh nghiệp luôn đặt ra mục tiêu tăng lượng xe để mở rộng thị phần trên thị trường taxi. Trong năm 2010, VNS đặt kế hoạch tăng 900 xe và đạt doanh thu từ hoạt động kinh doanh là 1.481 tỷ đồng, tăng 36% so với doanh thu năm 2009.

## CƠ SỞ DỰ BÁO

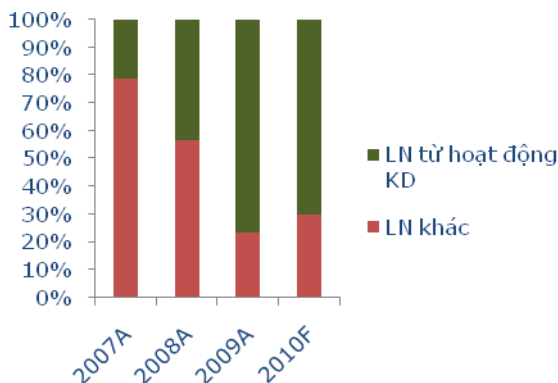
### Số lượng xe taxi trung bình tăng 46%, cước phí tăng 10% trong năm 2010



### Công ty đã chuyển thành công chi phí tăng nhiên liệu sang cho người sử dụng cuối cùng



### Lợi nhuận khác chiếm tỷ trọng lớn trong tổng lợi nhuận, tuy nhiên có xu hướng giảm dần



### Lợi nhuận ròng năm 2010 có khả năng vượt 8,6% kế hoạch kinh doanh của công ty

Chúng tôi ước tính số lượng xe taxi trung bình năm 2010 tăng khoảng 46% so với năm 2009, lên 3.371 xe. Mặc dù, Sở GTVT Tp. Hồ Chí Minh đã ban hành quy định về việc hạn chế gia tăng xe mới đối với các hãng taxi, nhưng VNS có lợi thế về thị trường hoạt động kinh doanh. VNS không chỉ tập trung phát triển kinh doanh ở Tp. Hồ Chí Minh, VNS đã có được 60% thị phần tại Bình Dương, Đồng Nai- đây cũng là nơi giúp cho VNS giải quyết vấn đề tăng lượng xe mới hoạt động tại địa bàn Tp. Hồ Chí Minh mà không phải thanh lý ngay những xe đang sử dụng. Như vậy, với số lượng đầu xe lớn như vậy ở Tp. Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai, VNS vẫn thực hiện được mục tiêu tăng taxi Vinasun phủ đều trên khắp các tuyến đường.

Theo biểu đồ giá xăng tại Việt nam và cước phí taxi Vinasun, từ cuối năm 2007 đến nay, chi phí nhiên liệu tăng 26%, cước phí của VNS tăng 53%. Như vậy, VNS đã chuyển thành công toàn bộ chi phí nhiên liệu về phía người sử dụng dịch vụ vận tải taxi. Do đó, yếu tố chi phí nhiên liệu tăng không làm ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

Ngoài lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính, VNS còn có một nguồn thu lợi nhuận khác cũng khá thường xuyên và đóng góp tỷ trọng lớn trong tổng lợi nhuận. Khoản lợi nhuận khác này được tạo ra từ hoạt động thanh lý tài sản cố định hằng năm của doanh nghiệp, dự kiến mang lại cho VNS khoảng 12 tỷ đồng trong năm nay, khi VNS thanh lý khoảng 50 xe các loại. Tuy nhiên, tỷ trọng của lợi nhuận khác đang có xu hướng giảm dần. Nếu trong năm 2007, con số này là 78% thì đến năm 2008 và 2009, lợi nhuận từ thanh lý tài sản cố định của VNS chiếm lần lượt là 56% và 23,5% tổng lợi nhuận. Năm 2010, đóng góp từ lợi nhuận khác cao hơn so với năm 2009 là do thu nhập từ việc bán khu đất tại Thủ Khoa Huân, với tổng diện tích 717m<sup>2</sup>, tổng giá trị 290 tỷ đồng đã được chuyển nhượng thành công và ghi nhận hơn 70 tỷ đồng lợi nhuận.

Với cước phí trung bình mà VNS đang áp dụng là 13.000 đồng và doanh thu bình quân trong năm 2010 là 1.400.000 đồng/xe/ca, chúng tôi dự báo VNS có khả năng đạt 1.715 tỷ đồng doanh thu (tăng 16% so với kế hoạch doanh thu hoạt động kinh doanh) và 188 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (tăng 8,6% so với kế hoạch lợi nhuận sau thuế).

## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VNS

Do không có doanh nghiệp cùng quy mô và có mô hình kinh doanh giống như VNS, nên chúng tôi lấy 10 doanh nghiệp trong ngành công nghiệp vận tải đang niêm yết tại Việt Nam để tham chiếu khi định giá. Định giá cho thấy các công ty này đang giao dịch ở mức trung bình và trung vị mức P/E 2010P lần lượt là 10,9x và 9,6x, P/B 2010P là 1,0x và 0,9x.

STT	Mã chứng khoán	Giá cổ phiếu (VNĐ)	Số cổ phiếu lưu hành	Vốn hóa (tỷ đồng)	Lợi nhuận kế hoạch 2010	P/E 2010P	P/B 2010P
1	HHG	10.000	13.600.000	136	28	4,9	1,5
2	HTV	14.400	9.415.760	136	18,38	7,4	0,6
3	VFC	14.300	19.976.121	286	12,62	22,6	1,0
4	VFR	20.100	15.000.000	302	20,2	14,9	1,4
5	VIP	10.000	59.807.785	598	55,5	10,8	0,7
6	VNA	14.300	20.000.000	286	30	9,5	0,8
7	VSC	63.500	12.030.551	764	94	8,1	1,5
8	VSP	27.000	38.084.489	1.028	107	9,6	0,8
9	VST	10.700	59.000.000	631	90	7,0	1,1
10	VTO	8.300	79.866.666	663	47,3	14,0	0,8
<b>Trung bình</b>						<b>10,9</b>	<b>1,0</b>
<b>Trung vị</b>						<b>9,6</b>	<b>0,9</b>

Nguồn: HOSE, HNX, Báo cáo của các công ty, giá cổ phiếu ngày 10/11/2010

## KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VNS

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU	2007A	2008A	2009A	2010E
Doanh thu/CP	16.244	27.605	35.620	57.186
P/S	1,9	1,1	0,9	0,5
<b>Định giá theo P/S</b>				<b>40.030</b>
EPS	1.760	1.859	3.582	6.287
P/E	17,4	16,5	8,5	4,7
<b>Định giá theo P/E</b>				<b>40.742</b>
EBITDA/CP	3.209	5.528	7.903	13.953
EV /CP	29.166	40.059	44.443	30.808
EV/EBITDA	9,1	7,2	5,6	2,2
<b>Định giá theo EV/EBITDA</b>				<b>41.859</b>
BP/CP	18.081	17.845	23.735	38.684
P/B	1,6	1,7	1,3	0,8
<b>Định giá theo P/B</b>				<b>46.420</b>
<b>GIÁ HỢP LÝ CỦA CỔ PHIẾU</b>				<b>41.301</b>

Trên cơ sở so sánh với các kết quả định giá nói trên, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá bán mục tiêu **41.300** đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi đã lập mô hình tính toán dòng tiền khả dụng của VNS và định giá VNS theo 4 phương pháp: P/S, P/E, EV/EBITDA và P/B. Trung vị kết quả 4 phương pháp này cho thấy giá bán mục tiêu của VNS khoảng 41.300 đồng/cổ phiếu, tương đương P/S 2010E 0,7x P/E 2010E 6,6x, EV/EBITDA 3,0x và P/B 2010E 0,7x.

Chúng tôi tin là các số liệu định giá khi thoái vốn này là phù hợp so với định giá các cơ hội đầu tư cổ phiếu khác hiện nay.

Chúng tôi định giá cổ phiếu VNS trên cơ sở vốn điều lệ 300 tỷ đồng, chưa bao gồm kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 375 tỷ đồng của VNS. Theo thông tin từ VNS, ngày dự định nộp tiền là cuối tháng 12/2010. Do vậy, chúng tôi cho rằng số tiền thu được từ đợt tăng vốn này sẽ không tác động đến hoạt động kinh doanh của VNS trong năm 2010. Trên cơ sở đó, mọi dự báo của chúng tôi đều ước tính trên số vốn điều lệ là 300 tỷ đồng.

**Xác nhận của người viết**

Chúng tôi, Lê Mạnh Dũng, Đặng Thu Trang xác nhận rằng những quan điểm, nhận định, dự báo và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của cá nhân chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có các khoản thu nhập nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ liên quan trực tiếp đến các khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trình bày trong báo cáo nghiên cứu này.

## **Khuyến cáo**

Báo cáo này được phát hành bởi phòng Nghiên cứu Phân tích VietinBankSc. Các thông tin, nhận định trong báo cáo này được VietinBankSc xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin có sẵn, đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy và hợp pháp. Tuy nhiên, VietinBankSc không đảm bảo tính đầy đủ, chính xác của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý các nhận định, dự báo trong báo cáo này mang tính chủ quan của người viết. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.



### **CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM VIETINBANK SECURITIES JOINT STOCK COMPANY**

#### **Trụ sở chính**

306 Bà Triệu, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
Tel: (84.4) 62 780012  
Fax: (84.4) 39 741760

#### **Chi nhánh Tp. Hà Nội**

65 Trần Duy Hưng, Quận Cầu Giấy, Hà Nội  
Tel: (84.4) 35 565858  
Fax: (84.4) 35 565959

#### **Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

49 Tôn Thất Đạm, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: (84.8) 38209987  
Fax: (84.8) 38200921

#### **Phòng Giao dịch Phan Đăng Lưu**

Tầng M, 24A Phan Đăng Lưu, P.6, Quận Bình Thạnh, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: (84.8) 35515606  
Fax: (84.8) 35515605

Website: [www.vietinbanksc.com.vn](http://www.vietinbanksc.com.vn)  
Email: [phantich@vietinbanksc.com.vn](mailto:phantich@vietinbanksc.com.vn)