

# VIET THANH SECURITIES

## BÁO CÁO PHÂN TÍCH - TCT



KHUYẾN NGHỊ	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ MỤC TIÊU	PHƯƠNG THỨC ĐẦU TƯ
NẮM GIỮ	75,100	83,900	DÀI HẠN

**NGÀNH: DU LỊCH, GIẢI TRÍ**

Công ty cổ phần cáp treo núi Bà Tây Ninh là doanh nghiệp độc quyền cung cấp các dịch vụ vận chuyển du khách tham quan khu di tích núi Bà trong hơn 10 năm qua.

**SÀN: HNX**

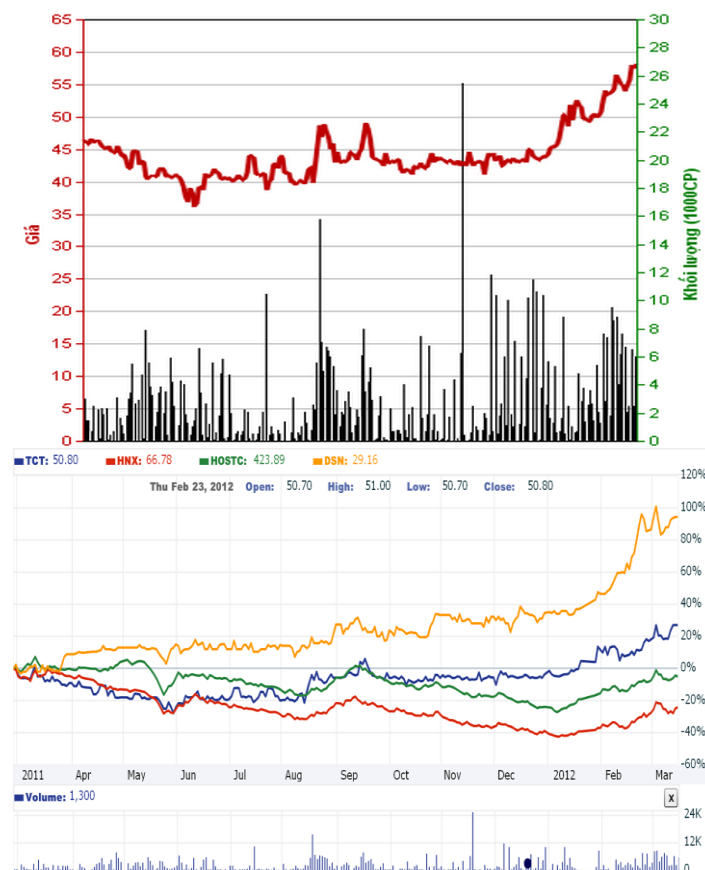
### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Biên độ giá 52 tuần	<b>36,100 – 59,000</b>	EPS*	<b>14,939</b>	ROA*	<b>37.39%</b>	Sở hữu nhà nước	<b>51%</b>
Ngày GD đầu tiên	<b>05/10/2009</b>	BV*	<b>40,931</b>	ROE*	<b>41.61%</b>	Sở hữu nước ngoài	<b>8.54%</b>
Số CP lưu hành	<b>3,197,000</b>	P/E	<b>3.88</b>	Cổ tức 2011	<b>n/a</b>	KL GD BQ**	<b>3,292</b>
Vốn hóa thị trường	<b>188.62 Tỷ đồng</b>	P/B	<b>1.41</b>	Beta:	-	GD ròng NN**	<b>57,500</b>

### TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Công ty cổ phần cáp treo núi Bà Tây Ninh luôn đạt hiệu quả kinh doanh rất cao trong giai đoạn 2006-2011. Cụ thể là doanh thu tăng trưởng bình quân 17.72%/năm và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng bình quân 36.88%/năm trong giai đoạn này. Thu nhập trên 1 cổ phần (EPS) luôn duy trì ở mức cao và đạt bình quân trên 10,000 đồng/năm. Đáng chú ý EPS năm 2011 lên tới gần 15,000 đồng.
- Nhờ lợi thế là doanh nghiệp độc quyền trong việc cung cấp dịch vụ vận chuyển bằng cáp treo, máng trượt cho du khách tham quan tại khu du lịch núi Bà Tây Ninh – nơi được xem là khu vực linh thiêng và có ý nghĩa tâm linh đặc biệt đối với người dân Tây Ninh và các tỉnh lân cận – và hiệu quả trong kiểm soát chi phí (đặc biệt là chi phí khấu hao tài sản cố định gồm hệ thống cáp treo, máng trượt đã được khấu hao gần 100%) nên tỷ suất lợi nhuận sau thuế luôn duy trì xu thế tăng kể từ năm 2005 và đạt bình quân 55.11% trong giai đoạn từ 2005 – 2011.
- TCT dự kiến hoàn thành dự án cáp treo mới trong năm 2012 để nâng tổng công suất vận chuyển lên 3,000 người/giờ nhằm đáp ứng tốt hơn nhu cầu tham quan núi Bà. Ước tính vào mỗi dịp lễ, Tết có tới khoảng 1 triệu lượt khách tham quan khu du lịch núi Bà khiến nhu cầu đi cáp treo, máng trượt của du khách vượt quá công suất vận chuyển của công ty.
- Tỷ lệ chi trả cổ tức mặc dù không ổn định nhưng luôn dưới hình thức tiền mặt và với tỷ lệ từ 20% trở lên trong giai đoạn 2007-2011 (2007: 24%, 2008: 55%, 2009: 20%, 2010: 50%, 2011: 40%)
- Tuy nhiên, do tích lũy 1 lượng tiền mặt rất lớn lên đến 137 tỷ đồng chiếm 95% tổng tài sản của TCT nên hiệu quả sử dụng tài sản của công ty chưa cao. Chính sách giữ tiền mặt ở một tỷ lệ rất cao như TCT rất hợp lý trong giai đoạn kinh tế khó khăn nhưng nhiều khả năng công ty sẽ tiến hành tìm kiếm các dự án đầu tư mới trong thời gian tới nhằm giải phóng lượng tiền mặt dư thừa nói trên..

### DIỄN BIẾN GIÁ (trong 1 năm)



### THÔNG TIN TÀI CHÍNH

TỶ VNĐ	2009	2010	2011
Doanh thu thuần	40.75	46.51	63.11
Lợi nhuận gộp	35.89	44.70	60.90
Lợi nhuận thuần HĐKD	31.92	40.71	63.18
Lợi nhuận sau thuế	26.44	30.60	47.76
EPS (VNĐ)	11,026	9,573	14,939
Tổng tài sản	90.03	109.79	145.68
Nợ phải trả	8.83	11.08	14.82
Vốn chủ sở hữu	81.20	98.72	130.86
Cổ tức	20% <sup>TM</sup>	50% <sup>TM</sup>	40% <sup>TM</sup>
Giá trị sổ sách	25,389	30,877	40,931

\*Cuối năm 2011, \*\*3 tháng gần nhất



## TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### **Nghành nghề kinh doanh chính:**

- Vận chuyển du khách, hàng hóa bằng cáp treo, máng trượt tại khu du lịch núi Bà Đen – Xã Ninh Sơn – Thị xã Tây Ninh – Tỉnh Tây Ninh.
- Cho thuê quảng cáo trên panô, cabin và trụ tháp thuộc địa bàn công ty quản lý.
- Kinh doanh thương mại, xuất nhập khẩu, vật tư thiết bị, hàng hóa nông sản, dịch vụ du lịch.

### **Công nghệ, máy móc thiết bị**

- Hiện tại, công ty đang sử dụng hệ thống cáp treo do Trung Quốc sản xuất theo công nghệ của Áo. Hệ thống này được sử dụng từ năm 1998 với công suất tối đa là 500 lượt khách/giờ, có chiều dài 1,225m. Tổng số cabin là 180 chiếc, mỗi cabin chở được 2 khách người lớn.
- Hệ thống máng trượt công nghệ Đức do Trung Quốc sản xuất được đưa vào sử dụng từ năm 2002, gồm 2 tuyến kéo lên và trượt xuống có công suất phục vụ là 500 lượt khách/giờ. Tổng số xe trượt là 122 xe, mỗi xe chở được 2 khách người lớn.
- Các hệ thống cáp treo, máng trượt đều có gắn thiết bị an toàn. Tại các trạm trung chuyển trong quá trình cáp treo, máng trượt đi từ chân núi lên đỉnh núi đều có các nhân viên hướng dẫn du khách ra vào và sử dụng các thiết bị an toàn.
- Ngoài ra, công ty còn có 1 hệ thống xe lửa dùng để vận chuyển du khách từ cổng khu du lịch đến chân núi được đưa vào sử dụng từ năm 2003 với mục đích hỗ trợ cho hệ thống cáp treo và máng trượt.

### **Quy trình cung cấp dịch vụ**



Nguồn: Bản cáo bạch TCT

## THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

### **CÔNG TY CỔ PHẦN CẤP TREO NÚI BÀ TÂY NINH**

Địa chỉ: Xã Ninh Sơn, Thị xã Tây Ninh, Tỉnh Tây Ninh  
Điện thoại: (066) 3624 022 – (066) 3620 048 – (066) 3623 448  
Fax: (066) 3823 448  
Email: [info@catour.com.vn](mailto:info@catour.com.vn)  
Website: [www.catour.com.vn](http://www.catour.com.vn)

*Danh sách cổ đông cập nhật ngày 3/11/2011*

CƠ CẤU SỞ HỮU	Số CP nắm giữ	Tỷ lệ
<b>Công ty CP du lịch thương mại Tây Ninh</b>	1,630,520	51%
<b>Công ty bảo hiểm nhân thọ Tây Ninh</b>	300,000	9.38%
<b>Tổng công ty bảo hiểm Việt Nam</b>	211,490	6.62%
<b>Cổ đông khác (cán bộ công nhân viên và cổ đông ngoài công ty)</b>	1,054,990	33%
- <b>Trong đó: sở hữu Nước ngoài</b>	273,000	8.54%

### **CỔ ĐÔNG NỘI BỘ**

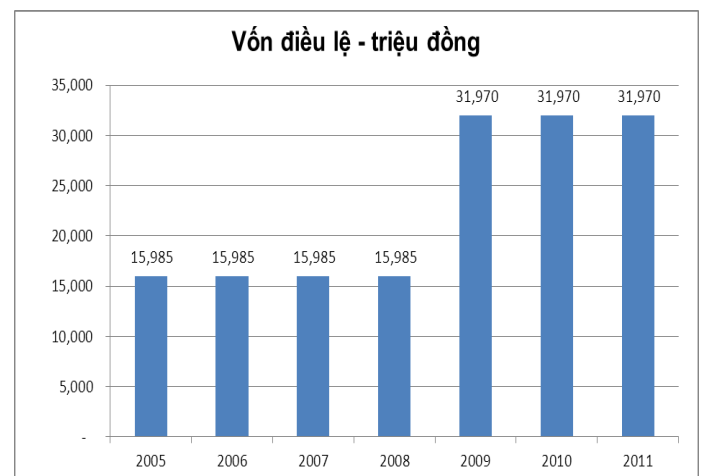
Lê Thanh Sơn – Ủy viên HĐQT 3,700 0.12%

### **Cổ đông lớn (>5%)**

Gồm 3 tổ chức đã trình bày trong phần cơ cấu sở hữu ở trên.

### **QUÁ TRÌNH TĂNG VỐN**

Kể từ khi thành lập năm 2001, TCT chỉ 1 lần nâng vốn điều lệ với mức tăng gấp đôi vốn điều lệ cũ. Tính tới cuối năm 2011, vốn điều lệ của TCT đạt 31.97 tỷ đồng.



Nguồn: TCT

## KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Doanh thu thuần của TCT liên tục đạt mức tăng trưởng khá trong giai đoạn 2006 – 2011, bình quân đạt 17.72%/năm. Riêng trong báo cáo KQKD kiểm toán năm 2011, doanh thu thuần tăng tới 35.69%, là mức tăng trưởng cao nhất kể từ năm 2006 bởi mức tăng trưởng doanh thu từ năm 2006 đến 2010 đều dưới 17%. Doanh thu thuần 2011 đạt 63 tỷ đồng, tăng cao bất thường so với năm 2010 do công ty đã tăng giá vé dịch vụ cáp treo, máng trượt và các loại hình dịch phụ trợ gồm vé xe lửa, xe điện. Giá vé dịch vụ cáp treo, máng trượt mà TCT cung cấp năm 2011 đã tăng 85% đối với người lớn và 129% đối với trẻ em so với năm 2010.

Việc kiểm soát tốt chi phí đầu vào mang lại cho TCT mức lợi nhuận sau thuế trên doanh thu rất cao. Ngoài ra, tài sản cố định hữu hình đã được khấu hao gần như 100% trong năm 2008 giúp TCT tiết giảm mạnh chi phí khấu hao trong giai đoạn 2009 – 2011. Do đó, tỷ suất lợi nhuận sau thuế liên tục gia tăng từ mức 31.65% năm 2005 lên tới 76.26% năm 2011, đạt bình quân 55.2%/năm trong giai đoạn này. Lợi nhuận sau thuế năm 2011 đạt 48 tỷ đồng, tăng 57.25% so với năm 2010 và cũng là mức tăng cao nhất trong giai đoạn 2006 – 2011.

Bên cạnh đó, mức lợi nhuận cao còn do sự đóng góp từ mảng hoạt động tài chính mà cụ thể là các khoản tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn dưới 1 năm, các khoản thu nhập từ lãi tiền gửi năm 2011 đạt 18 tỷ đồng, tăng 71% so với năm 2010. Cuối năm 2011, tổng các khoản tiền và tương đương tiền đạt 137 tỷ đồng, chiếm 94% tổng tài sản.

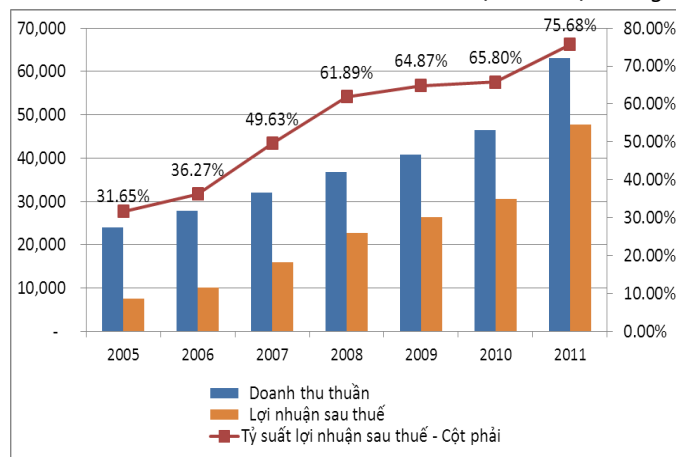
**Phân loại doanh thu thuần theo mảng hoạt động kinh doanh, dịch vụ vận chuyển du khách bằng cáp treo, máng trượt đóng góp trên 98% vào doanh thu của TCT.**

Là doanh nghiệp độc quyền trong việc cung cấp dịch vụ vận chuyển khách tham quan tại khu di tích núi Bà, Tây Ninh nên hoạt động vận chuyển du khách bằng cáp treo, máng trượt là mảng kinh doanh mang lại nguồn thu chủ yếu cho TCT, chiếm hơn 98% doanh thu thuần của công ty, mặc dù trong giai đoạn từ 2009 – 2011, tỷ trọng của doanh thu cáp treo, máng trượt có suy giảm nhẹ.

Tăng trưởng của doanh thu vận chuyển nhìn chung khá ổn định duy trì ở mức trên 10% trong giai đoạn 2006-2011. Riêng năm 2011, do TCT tăng giá vé vận chuyển nên doanh thu vận chuyển đã tăng 35.56%, góp phần nâng mức tăng doanh thu thuần lên 35.69%.

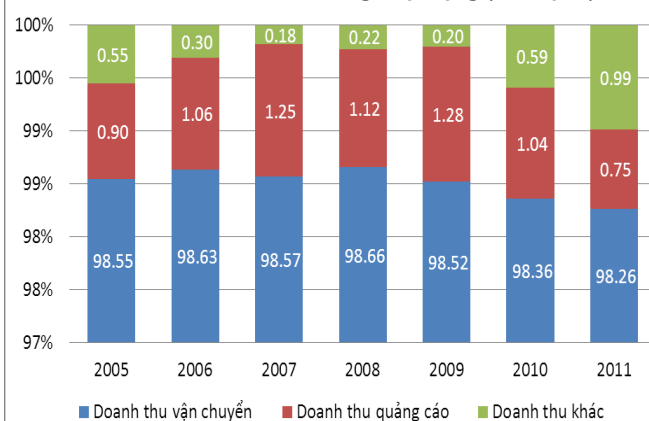
Doanh thu từ hoạt động quảng cáo và doanh thu khác như cho thuê mặt bằng... mặc dù chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ (dưới 2%) nhưng cũng góp phần nâng cao nguồn thu cho công ty.

Đơn vị tính: triệu đồng



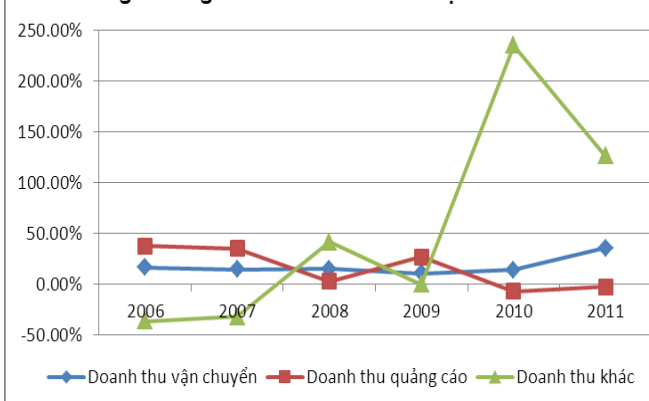
Nguồn: TCT

**Cơ cấu doanh thu theo mảng hoạt động (đơn vị: %)**



Nguồn: TCT và VietThanh Securities

**Tăng trưởng doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh**



Nguồn: VietThanh Securities

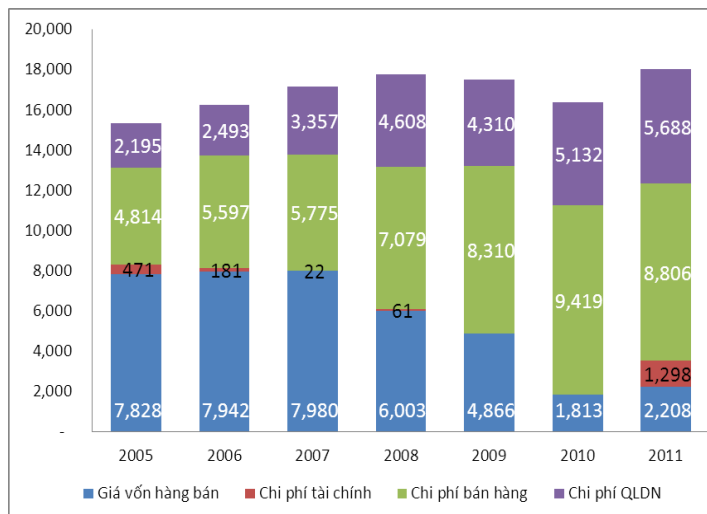
## CƠ CẤU CHI PHÍ

### GIÁ VỐN HÀNG BÁN

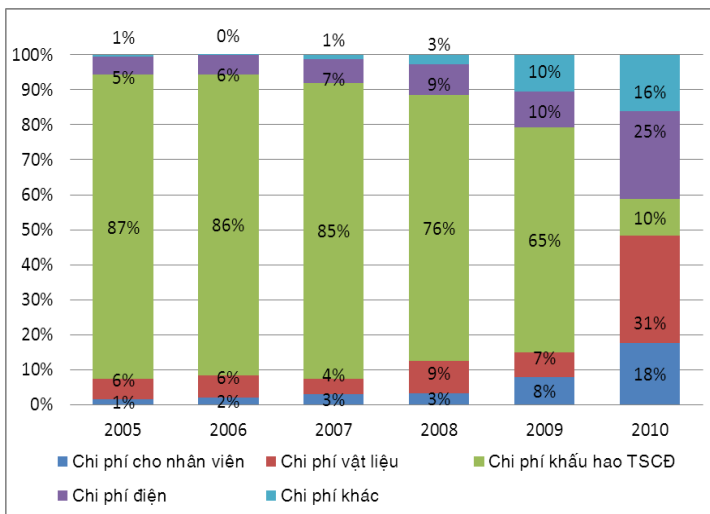
Là khoản mục hiện chỉ chiếm 1 tỷ lệ rất thấp so với doanh thu thuần của TCT. Giai đoạn 2005 – 2011, giá vốn hàng bán của công ty liên tục giảm từ mức cao nhất là 7.98 tỷ đồng năm 2007 xuống chỉ còn 1.81 tỷ đồng năm 2010, năm 2011 giá vốn hàng bán tăng gần 22% nhưng cũng chỉ đạt 2.2 tỷ đồng, chiếm 3.5% doanh thu thuần.

Giá vốn hàng bán giảm mạnh do công ty đã khấu hao gần như 100% tài sản cố định vào năm 2008 gồm hệ thống cáp treo sử dụng từ năm 1998 và hệ thống máng (xe) trượt được sử dụng từ năm 2003 nên chi phí khấu hao giảm mạnh từ 6.94 tỷ đồng năm 2006 xuống chỉ còn 22 triệu đồng năm 2011. Do chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng rất lớn trong giá vốn hàng bán nên chi phí khấu hao giảm mạnh đã kéo giá vốn hàng bán giảm theo.

Các chi phí kinh doanh chính – đơn vị: triệu VND



Cơ cấu giá vốn hàng bán

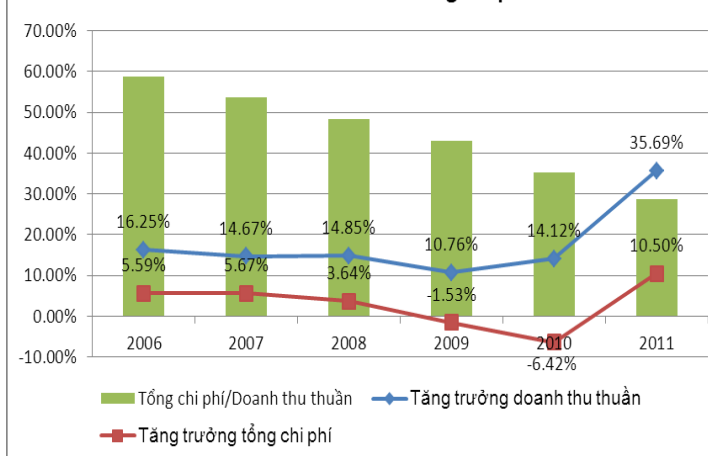


Nguồn: VietThanh Securities tổng hợp từ BCTC 2006 - 2011 của TCT

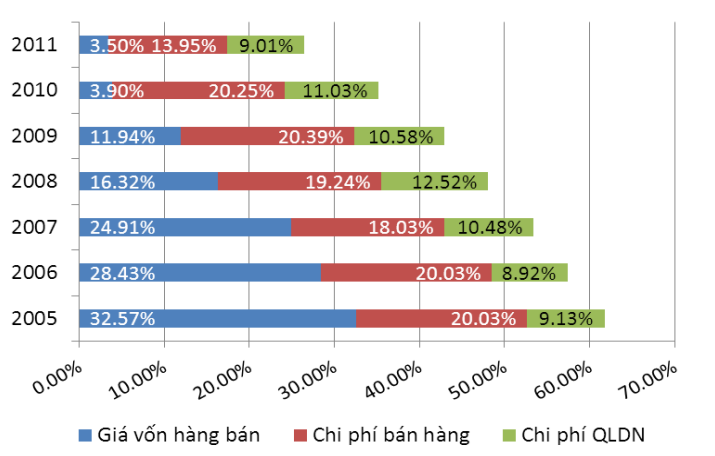
### CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Nhìn chung, TCT quản lý chi phí rất tốt, tỷ lệ tổng chi phí so với doanh thu thuần liên tục được kéo giảm trong giai đoạn 2006 – 2011. Tổng chi phí từ mức chiếm tới gần 60% doanh thu thuần đã giảm khá nhanh qua từng năm và đến cuối năm 2011 chỉ còn chiếm gần 30% doanh thu thuần. Bên cạnh đó, tốc độ tăng trưởng của tổng chi phí luôn thấp hơn doanh thu thuần, điều này lý giải tại sao TCT luôn đạt mức lợi nhuận sau thuế biên rất cao bình quân 55.11%/năm và liên tục tăng trưởng trong thời gian dài từ 2005 – 2011.

Doanh thu thuần và tổng chi phí



Tỷ trọng các chi phí trên doanh thu thuần



Nguồn: VietThanh Securities tổng hợp từ BCTC 2006 - 2011 của TCT

## ĐÁNH GIÁ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

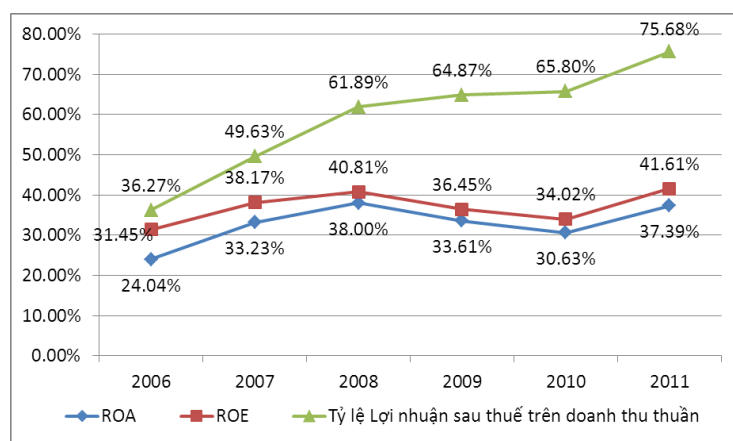
Nhìn chung duy trì ở mức cao, chỉ số ROA và ROE đều trên 30% trong 3 năm gần nhất. Bên cạnh đó, do kiểm soát chi phí tốt và đã khấu hao gần 100% nguyên giá tài sản cố định nên chi phí giá vốn giảm mạnh, hiện chỉ chiếm chưa tới 5% doanh thu thuần.

Do tỷ trọng các khoản tiền và tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn luôn chiếm trên 90% tổng tài sản trong 3 năm từ 2009 – 2011 nên hiệu quả sử dụng tổng tài sản của TCT không cao. Vòng quay tổng tài sản chỉ giao động quanh mức 0.5 lần. Do hoạt động chính của công ty là cung cấp dịch vụ vận chuyển bằng cáp treo, máng trượt nên hàng tồn kho chiếm tỷ lệ rất thấp, dưới 5% tổng tài sản và người sử dụng dịch vụ trả tiền ngay khi sử dụng nên các chỉ số về vòng quay hàng tồn kho và khoản phải thu không có nhiều ý nghĩa giải thích cho hiệu quả hoạt động của công ty.

### LỢI NHUẬN

Giai đoạn 2006- 2008, lợi nhuận sau thuế của công ty liên tục tăng với tốc độ cao, trên 30%/năm nhưng trong 2 năm 2009 – 2010, tăng trưởng lợi nhuận suy giảm mạnh chỉ còn dao động trong khoảng 15%-17%. Tuy nhiên, năm 2011 nhờ tăng giá vé lên 85% đối với người lớn và 129% đối với trẻ em so với năm 2010 và kiểm soát chi phí tốt, đồng thời có nguồn thu 18 tỷ đồng từ tiền gửi ngân hàng và không phải trả lãi vay nên lợi nhuận sau thuế của công ty tăng 55.19%, đạt gần 48 tỷ đồng.

Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên doanh thu thuần đang có xu hướng tăng từ mức 31.65% năm 2005 lên 61.89% năm 2008 và tiếp tục tăng lên 75.68% năm 2011.



### KHẢ NĂNG THANH TOÁN

Nhìn chung rất tốt. Cả 2 chỉ số thanh toán hiện hành, thanh toán nhanh đều trên 10 lần trong 3 năm gần nhất. Hiện tại công ty không sử dụng nợ vay nên rủi ro mất khả năng thanh toán là không có.

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH	2009	2010	2011
<b>Chỉ số giá trị</b>			
EPS (ngàn VND)	11,026	9,573	14,939
Book Value (ngàn VND)	25,398	30,877	40,931
Doanh thu/CP	12,747	14,547	19,740
Tỷ lệ cổ tức/MG	25%	125%	225%
<b>Tốc độ tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	10.76%	14.12%	35.69%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	16.55%	24.54%	36.26%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	16.09%	15.76%	56.05%
Tăng trưởng tổng tài sản	33.80%	21.96%	32.68%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	28.12%	22.81%	32.56%
<b>Chỉ số thanh toán</b>			
Thanh toán hiện hành	10.65	10.52	10.36
Thanh toán nhanh	10.41	10.36	10.24
Thanh toán tiền mặt	1.43	0.27	10.08
<b>Chỉ số hiệu quả HĐKD</b>			
ROA	33.61%	30.63%	37.39%
ROE	36.45%	34.02%	41.61%
Lợi nhuận gộp/DT	88.06%	96.10%	96.50%
Lợi nhuận kinh doanh/DT	78.32%	87.54%	100.12%
Lợi nhuận trước thuế/DT	78.60%	87.70%	100.43%
Lợi nhuận ròng/DT	64.87%	65.80%	75.68%
<b>Chỉ số hiệu quả quản lý</b>			
Vòng quay khoản phải thu	10.07	15.05	24.31
Số ngày thu tiền bình quân	36.24	24.25	15.01
Vòng quay hàng tồn kho	2.88	1.18	1.63
Số ngày tồn kho	126.88	309.03	223.58
Vòng quay tài sản cố định	17.66	49.61	58.19
Vòng quay tổng tài sản	0.52	0.47	0.49
<b>Phân tích Dupont</b>			
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	1.11	1.11	1.11
Lợi nhuận ròng biên	64.87%	65.80%	75.68%
<b>Cơ cấu vốn (hệ số đòn bẩy)</b>			
Nợ dài hạn/Vốn+Nợ dài hạn	0.90%	0.98%	0.89%
Tổng nợ/Tổng tài sản	9.80%	10.09%	10.17%



## SO SÁNH NGÀNH DỊCH VỤ GIẢI TRÍ

Trong số các doanh nghiệp niêm yết trên cả 2 sàn HoSE và HNX chúng tôi nhận thấy chỉ có Công ty cổ phần văn hóa Đầm Sen – DSN (HoSE) là có mô hình kinh doanh tương tự với TCT. Chúng tôi tiến hành so sánh 1 số chỉ tiêu về hoạt động kinh doanh và tài chính của 2 TCT so với DSN.

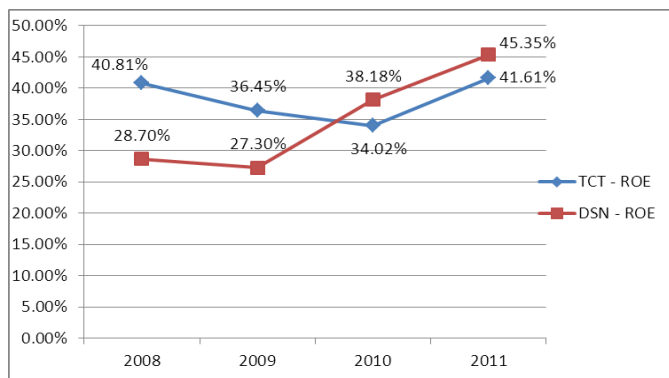
### TĂNG TRƯỞNG DOANH THU THUẦN VÀ LỢI NHUẬN SAU THUẾ

Doanh thu thuần của TCT tăng trưởng tương đối ổn định hơn so với DSN, trong 3 năm từ 2009 – 2011, doanh thu thuần của TCT liên tục tăng từ 10.76% năm 2009 lên 14.12% năm 2010 và 35.69% năm 2011, đạt 63.1 tỷ. Trong khi đó doanh thu thuần của DSN tăng giảm thất thường, năm 2009 doanh thu chỉ tăng 2.63% nhưng năm 2010 tăng mạnh lên 29.81%, sau đó tăng 25.09% trong năm 2011 đạt 134.8 tỷ, mức tăng trưởng doanh thu thuần của DSN 2 năm qua khá ổn định.

Cả TCT và DSN đều có tăng trưởng lợi nhuận sau thuế biến động mạnh trong năm 2011, cả 2 công ty đều giải trình là do lượng khách sử dụng dịch vụ tăng (DSN) hoặc tăng giá vé (TCT). Lợi nhuận sau thuế năm 2011 của TCT đạt 47.8 tỷ, tăng 56.05% so với năm 2010, trong khi đó DSN đạt lợi nhuận sau thuế 56.7 tỷ, tăng 51.5% so với năm 2010.

### HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Biên lợi nhuận sau thuế của TCT luôn cao gấp đôi so với DSN cho thấy TCT kiểm soát chi phí tốt hơn so với DSN và các hoạt động tài chính cũng mang lại lợi nhuận cao hơn. Nhưng do TCT tồn trữ quá nhiều tiền mặt nên hiệu quả sử dụng tổng tài sản của TCT chỉ bằng 1 nửa so với DSN. Vì vậy, ROA và ROE của TCT thấp hơn DSN.

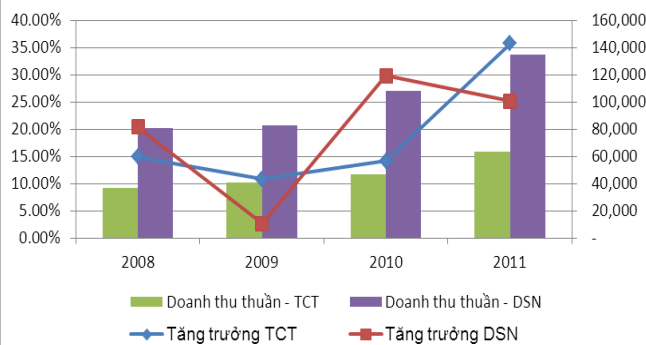


### ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH

Cả TCT và DSN đều không sử dụng nợ vay, lợi nhuận thu được hiện đang được tích lũy dưới dạng tiền mặt. Trong khi TCT có 137 tỷ tiền mặt, chiếm 94% tổng tài sản thì DSN cũng có tới 71 tỷ tiền mặt, chiếm gần 50% tổng tài sản.

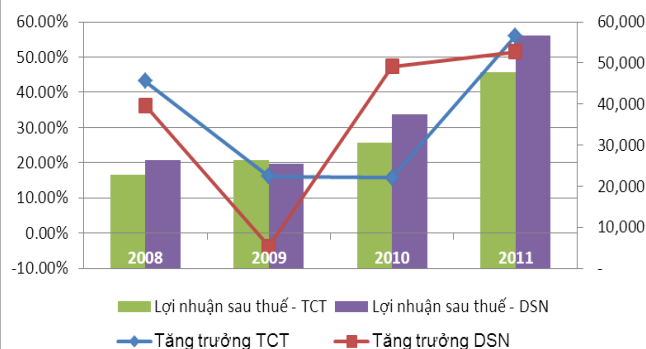
Chúng tôi đánh giá đây là chiến lược đúng đắn của 2 doanh nghiệp trong bối cảnh năm 2011 nền kinh tế phải đối mặt với lạm phát cao và chính sách thắt chặt tiền tệ, tài khóa của Chính Phủ, đa số các doanh nghiệp phải chịu áp lực lớn về chi phí lãi vay trong khi lãi suất vay nợ ngân hàng ở mức rất cao khoảng 17% - 25%.

### Doanh thu thuần và tăng trưởng doanh thu thuần



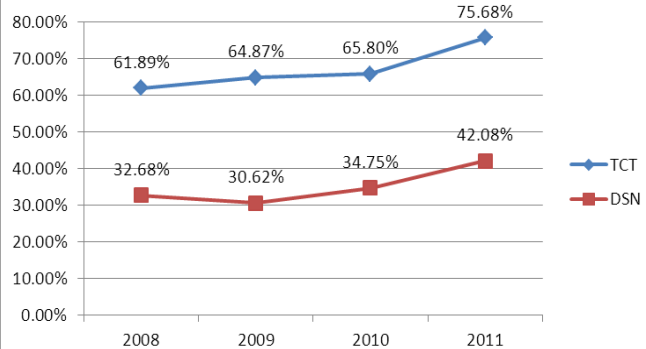
Nguồn: BCTC TCT và DSN, VietThanh Securities ước tính

### Lợi nhuận sau thuế và tăng trưởng

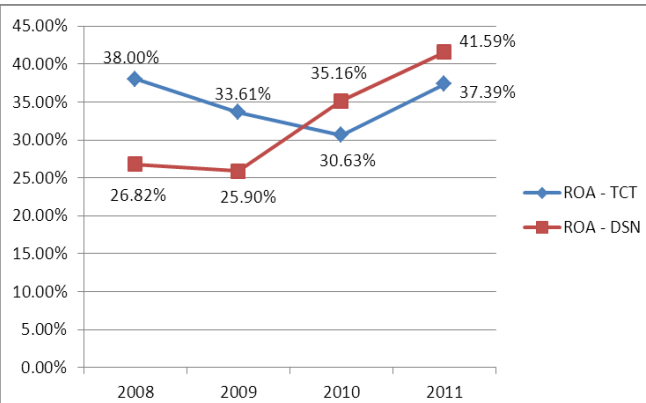


Nguồn: BCTC TCT và DSN, VietThanh Securities ước tính

### Tỷ suất lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần



Nguồn: BCTC TCT và DSN, VietThanh Securities ước tính



Nguồn: BCTC TCT và DSN, VietThanh Securities ước tính

## TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN CỦA TCT

**Tăng trưởng dự kiến của ngành du lịch Việt Nam giai đoạn 2011 – 2020 khoảng 11.5% – 12%/năm.**

Đây là mục tiêu trong chiến lược phát triển ngành được Thủ tướng phê duyệt ngày 30/12/2011, như vậy mục tiêu này cao hơn mức tăng bình quân 8% của giai đoạn 2000 – 2010. Phần đầu nâng GDP ngành du lịch chiếm khoảng 8% GDP cả nước, cao gấp đôi so với mức hiện nay là 4% GDP cả nước.

**Thu nhập của người dân tăng theo đà tăng trưởng của nền kinh tế nên chi tiêu dành cho du lịch, giải trí cũng tăng theo.**

Theo kết quả điều tra mức sống hộ gia đình mới nhất của Tổng cục thống kê năm 2010 thì thu nhập bình quân đầu người tại Việt Nam là 1,387,200 đồng/người/tháng tăng 39% so với năm 2008. Chi tiêu đạt 1,210,700 đồng/người/tháng tăng 52% so với năm 2008, trong đó, chi tiêu cho ăn uống ngoài gia đình, văn hóa, thể thao, giải trí chiếm 11% và đang có xu hướng tăng dần.

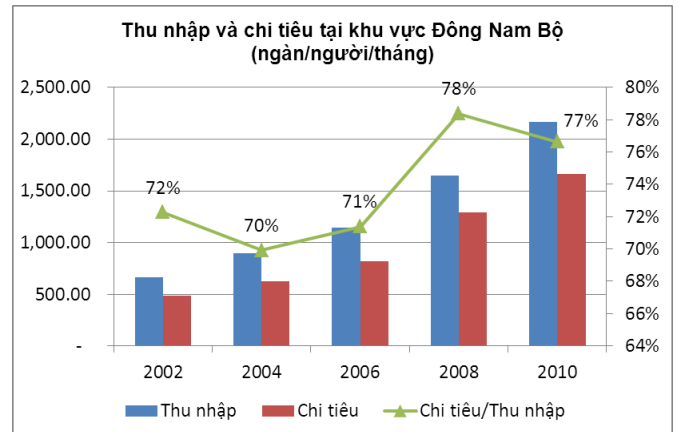
Khu vực Đông Nam Bộ là nơi có thu nhập bình quân đầu người cao nhất cả nước (năm 2010 đạt 2,165,000 đồng/người/tháng) và do đó mức chi tiêu cũng cao hơn (năm 2010 đạt 1,659,100 đồng/người/tháng).

Khách hàng của TCT chủ yếu đến từ khu vực Đông Nam Bộ và tỉnh nhà Tây Ninh nên khi thu nhập gia tăng người dân sẽ có xu hướng tăng chi tiêu cho các dịch vụ vui chơi giải trí, du lịch theo tour. Vì vậy, nhu cầu tiềm năng đối với dịch vụ cáp treo, máng trượt của TCT vẫn rất lớn. Bên cạnh đó, với mức tăng trưởng dân số bình quân hàng năm tại Đông Nam Bộ vào khoảng 1% - 1.5% có thể sẽ là lượng cầu tiềm năng trong dài hạn đối với dịch vụ của TCT.

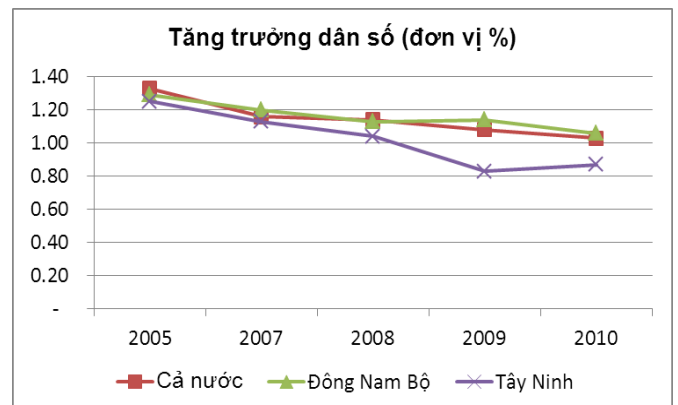
**Nhu cầu hành hương tới viếng núi Bà mỗi dịp lễ, Tết kéo theo nhu cầu sử dụng dịch vụ tại khu du lịch Núi Bà gia tăng.**

Theo báo Tây Ninh Online thì lễ hội xuân tại núi Bà là 1 trong 5 lễ hội có quy mô và thời gian tổ chức lớn nhất cả nước, hàng năm cứ mỗi dịp lễ Tết lại có tới hơn 1 triệu người hành hương từ các tỉnh Đông Nam Bộ, Đồng bằng sông Cửu Long và trong địa bàn tỉnh Tây Ninh đến dự lễ hội và nhu cầu sử dụng cáp treo, máng trượt của TCT lên viếng núi Bà thường vượt quá công suất vận chuyển.

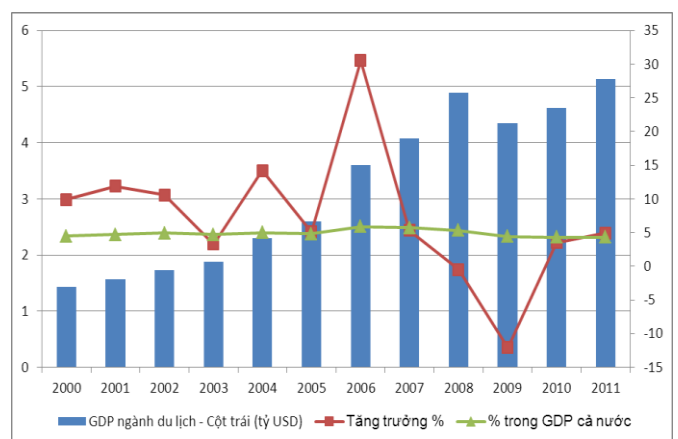
Theo số liệu của TCT, nhu cầu đi cáp treo khoảng 40,000 lượt/ngày và máng trượt khoảng 15,000 lượt/ngày trong những ngày cao điểm của lễ hội. Khách hàng của TCT ngoài những tín đồ hành hương truyền thống còn có cả du khách từ trong và ngoài nước.



Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam



Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam



Nguồn: World travel and tourist council

## **RỦI RO KINH DOANH**

Ngoài những rủi ro của nền kinh tế như chu kỳ tăng trưởng, lạm phát, lãi suất và phát luật, TCT còn phải đối mặt với những rủi ro mang tính đặc thù như:

### **- Rủi ro về cạnh tranh.**

Tại địa bàn tỉnh Tây Ninh hiện nay không có khu vui chơi giải trí quy mô lớn nào khác ngoài khu du lịch núi Bà Đen nên TCT hiện đang là doanh nghiệp độc quyền cung cấp các dịch vụ cáp treo, máng trượt. Tuy nhiên, TCT vẫn phải chịu sự cạnh tranh tiềm ẩn từ TPHCM, Bình Dương, Đồng Nai, Vũng Tàu, Đồng bằng Sông Cửu Long... là những địa phương có các địa danh, khu vui chơi, lễ hội như: địa đạo Củ Chi, Suối Tiên, Đầm Sen (TPHCM), Đại Nam (Bình Dương), lễ hội bà chúa Sứ (núi Sam – Châu Đốc, An Giang) ...có thể thu hút 1 lượng khách không nhỏ hàng năm.

### **- Rủi ro về thời tiết.**

Do đặc điểm của hệ thống máng trượt là có nhiều khúc cua và độ dốc lớn nên để an toàn cho du khách, máng trượt buộc phải ngừng hoạt động khi trời mưa nên nếu tại các lễ hội xuất hiện mưa bất thường có thể ảnh hưởng không tốt đến doanh thu của công ty.

Hệ thống cáp treo có thể vận hành trong điều kiện mưa nhẹ, ít gió, trong trường hợp xảy ra mưa to, gió mạnh thì cáp treo buộc phải ngừng hoạt động do các cabin không thể che hết mưa cho du khách, nếu gió mạnh sẽ không đảm bảo an toàn.

Tuy nhiên, do Tây Ninh nằm sâu trong đất liền và hệ thống cáp treo, máng trượt của công ty được xây dựng tại khu vực có khí hậu ôn hòa, ít chịu ảnh hưởng của thời tiết bất thường như các tỉnh Miền Trung, Miền Bắc.

### **- Rủi ro về kỹ thuật vận hành.**

Nếu một khâu nào đó trong quy trình vận hành cáp treo, máng trượt không thực hiện đúng các quy trình kỹ thuật hoặc nguyên tắc an toàn hoặc do sơ suất từ phía du khách thì tai nạn có thể xảy ra và hậu quả sẽ rất lớn vì cáp treo và máng trượt đều ở rất cao so với mặt đất.

Để hạn chế thiệt hại, công ty đã tiến chuẩn hóa quy trình vận hành, mua bảo hiểm tai nạn cho du khách và tài sản cho công ty. Việc quản lý chất lượng theo tiêu chuẩn ISO được áp dụng từ đầu năm 2004 có thể hạn chế tai nạn do lỗi vận hành

Công ty cũng chú trọng huấn luyện cho nhân viên về kỹ năng cứu hộ và trang bị các phương tiện cần thiết để phục vụ công tác cứu hộ khi có tai nạn.

## **KẾ HOẠCH PHÁT TRIỂN**

Chiến lược của TCT trong dài hạn là: *“Củng cố nội lực, duy trì sự ổn định, tăng cường hiệu quả kinh doanh để đem lại lợi ích cao nhất cho cổ đông”*. Để đáp ứng chiến lược trên, TCT đang tập trung thực hiện 1 số dự án đầu tư sau

### **Các dự án đang triển khai**

- Xây dựng 1 hệ thống cáp treo mới theo công nghệ Châu Âu có công suất vận chuyển thiết kế là 1,500 người/giờ và có thể nâng cấp lên 2,000 người/giờ, gồm 22 cabin có thể chở tối đa 8 người/cabin. Hệ thống cáp treo này đạt tiêu chuẩn về công nghệ và tiêu chuẩn về an toàn của Hiệp hội vận chuyển cáp treo (O.I.T.A.F). Theo báo cáo của Hội Đồng quản Trị công ty thì tổng mức đầu tư xây dựng của dự án là 208 tỷ đồng, trong đó 40% là vốn tự có, 40% vay ngân hàng phát triển Việt Nam (VDB) và 20% vay ngân hàng thương mại.

- Công ty dự định sẽ đưa dự án cáp treo mới vào khai thác trong năm 2012. Như vậy, sẽ nâng tổng công suất vận chuyển lên tối đa 3,000 người/giờ, gồm hệ thống cáp treo mới 2,000 người/giờ, cáp treo cũ 500 người/giờ và máng trượt 500 người/giờ. Đáp ứng tốt hơn nhu cầu tham quan Núi Bà trong các dịp Lễ, Tết.

### **Các khoản đầu tư dài hạn**

- Công ty hiện đang đầu tư dài hạn vào Công ty CP Khách sạn và lữ hành Tây Ninh 368.6 triệu đồng, chiếm 5.64% vốn chủ sở hữu của Công ty CP Khách sạn và lữ hành Tây Ninh.

- Riêng khoản đầu tư vào Công ty CP nước khoáng Ninh Điền Tây Ninh là 1.5 tỷ đồng, chiếm khoảng 1% tổng tài sản của TCT hiện đang trong quá trình thu hồi do Công ty CP nước khoáng Ninh Điền Tây Ninh đang trong quá trình làm thủ tục giải thể và thanh lý tài sản do hoạt động kinh doanh không hiệu quả. Tính đến ngày 31/12/2011, TCT đã tạm trích lập dự phòng gần 1.3 tỷ đồng cho khoản đầu tư này. Đây là khoản đầu tư mà công ty kiểm toán Vietland (đơn vị kiểm toán cho TCT) lưu ý trong báo cáo kiểm toán năm 2011.



## ĐỊNH GIÁ

- WACC	16%
- Tốc độ tăng trưởng (g)	5%
➤ Theo phương pháp FCFF:	111,400 VND
➤ Theo phương pháp FCFE:	102,000 VND
➤ Theo P/E ước tính 2012 (P/E = 5):	52,400 VND
➤ Theo P/B ước tính 2012 (P/B = 1.5):	69,800 VND
➤ Bình quân với tỷ trọng 25% mỗi phương pháp:	83,900 VND

Chúng tôi định giá theo các yếu tố được dự báo và giả định như sau:

Chỉ tiêu	2012E	2013E	2014E	2015E
Tốc độ tăng trưởng doanh thu (%)*	16%	26%	5%	5%
Giá vốn hàng bán/doanh thu (%)	5%	5%	5%	5%
Chi phí bán hàng/doanh thu (%)	15%	15%	15%	15%
Chi phí QLDN/doanh thu (%)	10%	10%	10%	10%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	31.97	31.97	31.97	31.97
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%/Mệnh giá)	n/a	n/a	n/a	n/a

\*Doanh thu tăng mạnh trong năm 2013 dựa vào giả định công ty sẽ đưa hệ thống cáp treo mới công suất 2,000 người/giờ vào hoạt động nâng tổng công suất vận tải lên 3,000 người/giờ, đồng thời công ty có thể tăng giá vé lên 5% mỗi năm kể từ mức bình quân 80,000 đồng/lượt trong năm 2012

đơn vị tính: triệu đồng

Chỉ tiêu	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
Doanh thu thuần	63,109	73,000	91,980	96,579	101,408
Lợi nhuận gộp	2,208	3,650	4,599	4,829	5,070
Lợi nhuận trước thuế	60,901	69,350	87,381	91,750	96,338
Lợi nhuận sau thuế	18,073	7,056	6,388	6,889	9,436
Vốn điều lệ	31,970	31,970	31,970	31,970	31,970
EPS (đồng)	14,939	10,481	14,144	15,649	17,531

### KHUYẾN NGHỊ:

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu TCT trên cơ sở triển vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ổn định từ việc độc quyền cung cấp dịch vụ vận chuyển bằng cáp treo, máng trượt phục vụ nhu cầu tham quan khu di tích núi Bà – Tây Ninh

Tuy nhiên, do thanh khoản của TCT hiện ở mức rất thấp khoảng 3 nghìn đơn vị/phiên do cơ cấu cổ đông khá cô đặc và tổng số cổ phiếu lưu hành chỉ đạt 3,179,000 đơn vị, nên TCT chỉ thích hợp với mục tiêu đầu tư dài hạn.



**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu VND)**

	2009	2010	2011
<b>Tài sản</b>	<b>90,027</b>	<b>109,794</b>	<b>145,680</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>86,154</b>	<b>106,363</b>	<b>141,286</b>
Tiền và tương đương tiền	11,546	2,706	137,476
Đầu tư ngắn hạn	69,500	99,000	-
Phải thu ngắn hạn	3,135	3,045	2,147
Hàng tồn kho	1,690	1,380	1,325
Tài sản ngắn hạn khác	283	232	338
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>3,873</b>	<b>3,431</b>	<b>4,394</b>
Phải thu dài hạn	-	-	-
Tài sản cố định	1,067	808	1,361
Bất động sản đầu tư	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	2,019	1,869	1,123
Tài sản dài hạn khác	787	754	1,910
<b>Nguồn vốn</b>	<b>90,026</b>	<b>109,795</b>	<b>145,680</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>8,827</b>	<b>11,080</b>	<b>14,822</b>
Nợ ngắn hạn	8,086	10,107	13,641
Nợ dài hạn	741	973	1,181
Nợ khác	-	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>81,199</b>	<b>98,715</b>	<b>130,858</b>
Vốn điều lệ	31,970	31,970	31,970
Thặng dư vốn và các quỹ	49,229	66,745	98,888
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>820</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Vốn cổ đông thiểu số	-	-	-

**BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

	2009	2010	2011
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>40,753</b>	<b>46,508</b>	<b>63,109</b>
<i>Giá vốn hàng bán</i>	4,866	1,813	2,208
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>35,887</b>	<b>44,695</b>	<b>60,901</b>
Thu nhập hoạt động tài chính	8,652	10,569	16,775
Doanh thu tài chính	8,652	10,569	18,073
Chi phí tài chính	-	-	1,298
<i>Chi phí lãi vay</i>	-	-	-
Chi phí bán hàng	8,310	9,419	8,806
Chi phí quản lý doanh nghiệp	4,310	5,132	5,688
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>31,919</b>	<b>40,713</b>	<b>63,182</b>
Thu nhập khác	113	73	196
Doanh thu khác	113	73	278
Chi phí khác	-	-	82
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>32,032</b>	<b>40,786</b>	<b>63,378</b>
Thuế TNDN phải nộp	5,622	10,245	15,854
<b>Lợi nhuận sau thuế TNDN</b>	<b>26,437</b>	<b>30,604</b>	<b>47,759</b>
Phần hùn thiểu số	-	-	-
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>26,437</b>	<b>30,604</b>	<b>47,759</b>

**CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH**

	2009	2010	2011
<b>Chỉ số giá trị</b>			
EPS (ngàn VND)	11,026	9,573	14,939
Book Value (ngàn VND)	25,398	30,877	40,931
Doanh thu/CP	12,747	14,547	19,740
Tỷ lệ cổ tức/MG	25%	125%	225%
<b>Tốc độ tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	10.76%	14.12%	35.69%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	16.55%	24.54%	36.26%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	16.09%	15.76%	56.05%
Tăng trưởng tổng tài sản	33.80%	21.96%	32.68%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	28.12%	22.81%	32.56%
<b>Chỉ số thanh toán</b>			
Thanh toán hiện hành	10.65	10.52	10.36
Thanh toán nhanh	10.41	10.36	10.24
Thanh toán tiền mặt	1.43	0.27	10.08
<b>Chỉ số hiệu quả HĐKD</b>			
ROA	33.61%	30.63%	37.39%
ROE	36.45%	34.02%	41.61%
Lợi nhuận gộp/DT	88.06%	96.10%	96.50%
Lợi nhuận kinh doanh/DT	78.32%	87.54%	100.12%
Lợi nhuận trước thuế/DT	78.60%	87.70%	100.43%
Lợi nhuận ròng/DT	64.87%	65.80%	75.68%
<b>Chỉ số hiệu quả quản lý</b>			
Vòng quay phải thu	5.22	5.51	6.74
<i>Số ngày thu tiền bình quân</i>	36.24	24.25	15.01
Vòng quay hàng tồn kho	2.88	1.18	1.63
<i>Số ngày tồn kho</i>	126.88	309.03	223.58
Vòng quay tài sản cố định	17.66	49.61	58.19
Vòng quay tổng tài sản	0.52	0.47	0.49
<b>Phân tích Dupont</b>			
Tổng tài sản/Vốn chủ SH	1.11	1.11	1.11
Lợi nhuận ròng biên	64.87%	65.80%	75.68%
<b>Cơ cấu vốn (hệ số đòn bẩy)</b>			
Nợ dài hạn/Vốn+Nợ dài hạn	0.90%	0.98%	0.89%
Tổng nợ/Tổng tài sản	9.80%	10.09%	10.17%



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN VIỆT THÀNH VIETTHANH SECURITIES COMPANY – VTS

Địa chỉ : 82-84 Calmette, phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại : (84-8) 3821 8686 - (84-8) 3914 7799 FAX: (84-8) 39144511

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

**Người thực hiện:** **Lê Đăng Quang**  
[quang.le@vts.com.vn](mailto:quang.le@vts.com.vn)

**Bản quyền:** Báo cáo này được bảo vệ bản quyền Công ty Cổ phần Chứng khoán Việt Thành bởi luật pháp Việt Nam và các luật lệ, công ước khác. Mọi hình thức sao chép, tái bản, sử dụng trên các phương tiện truyền thông đối với Báo cáo này cần được sự đồng thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán Việt Thành..

**Tuyên bố trách nhiệm:** Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản tin này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của Báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem Báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VTS tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của Báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong Báo cáo này được VTS thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính của chúng tôi có giá trị đến ngày phát hành Báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo trước.