

**Khuyến nghị**

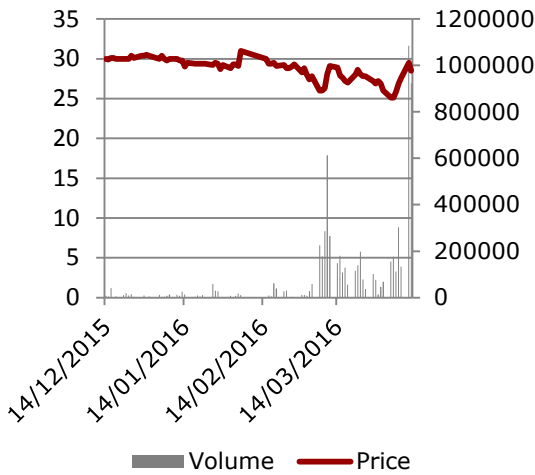
Giá mục tiêu (1 năm) (VND)	34,500
Giá hiện tại (VND)	28,500
Lợi nhuận kỳ vọng (1 năm)	21%

**MUA**

**Khuyến nghị:**

Chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu của VNS ở mức **34,500** đồng. Giá hiện tại của VNS là 28,600 đồng. Thị giá của cổ phiếu luôn bị thấp hơn so với giá trị thật của doanh nghiệp. Quý đầu tư Việt Nam đã thoái vốn khỏi VNS là tiền đề để cải thiện thanh khoản cho VNS. Do đó chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua cổ phiếu này với tầm nhìn đầu tư 1 năm, lợi nhuận kỳ vọng 21%.

**ĐỒ THỊ GIÁ**



**Điểm nổi bật:**

- ❖ **Thị trường taxi tại Việt Nam vẫn còn tiềm năng, dự đoán nhu cầu tiêu thụ taxi những năm tới tăng trưởng hơn 10%/năm nhờ có:** (1) kinh tế Việt Nam vừa thoát khỏi suy thoái và đang trên đà phục hồi sẽ kích thích tiêu dùng, (2) tăng trưởng khách du lịch của các thành phố những năm qua đều tăng từ 10 đến 15%.
- ❖ **Chiến lược đầu tư đúng đắn tập trung duy nhất vào một ngành nghề.** VNS xuất phát điểm non trẻ và không có thương hiệu được như Mai Linh nhưng vì chỉ tập trung phát triển ở ít tỉnh thành và không đầu tư dàn trải sang lĩnh vực khác. Nhờ vậy chỉ sau vài năm VNS đã
- ❖ **Với mật độ xe lớn, VNS nắm bắt được tâm lý tiêu dùng và có lợi thế rào cản gia nhập ngành lớn.** Để có đội ngũ xe đông đảo như VNS các doanh nghiệp sẽ cần vốn đầu tư lớn. Hơn thế những địa bàn như Sài Gòn đều có giới hạn số xe taxi hoạt động là cản trở cho doanh nghiệp mới.
- ❖ **Doanh thu trên từng xe vẫn tăng trưởng qua các năm và cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh.** Mặc dù số đầu xe của VNS ở HCM chỉ khoảng 25% nhưng doanh thu lại chiếm 40%. Thị phần doanh thu của VNS ở những tỉnh khác còn cao hơn chiếm đến hơn 50%, có được lợi thế như vậy do VNS có mật độ xe bao phủ lớn và thương hiệu.
- ❖ **Các doanh nghiệp cùng ngành không có lợi thế quy mô kinh doanh không hiệu quả và bị cạnh tranh khốc liệt.** Những doanh nghiệp như PGT và STT đã phải từ bỏ ngành nghề truyền thống hoặc chịu thua lỗ nhiều năm. Khi những doanh nghiệp nhỏ lẻ từ bỏ thị trường sẽ là tiềm năng tăng trưởng cho những doanh nghiệp lớn gia tăng thị phần.

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

Giá hiện tại (VND):	28,500
EPS (VND):	4,840
P/E:	6.1
Giá trị sổ sách (VND):	21,050
Hệ số Beta:	0.47
KLGD trung bình:	216,646
KLCP đang niêm yết:	67,859,192
KLCP đang lưu hành:	67,859,192
Vốn hóa (Tỷ VND):	2,001.85

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**

Đặng Phước Thành	22.19%
Tael Two Partners Ltd	18.30%
Vietnam Investments Fund	9.45%
Đặng Thành Duy	7.97%
Đặng Phước Thành	22.19%

**THÔNG TIN LIÊN LẠC**

648 Nguyễn Trãi, Phường 11, Quận 5, TP HCM

Tel: +84 (8) 3827 7178  
Fax: +84 (8) 3827 2727

**Điểm hạn chế:**

- ❖ **Trong ngắn hạn, Uber sẽ tiếp tục làm ảnh hưởng tới biên lợi gộp của VNS khiến biên lợi nhuận gộp chưa được cải thiện.** Uber đã cắt giảm hỗ trợ cho tài xế vào khoảng thời gian cuối 2015, đầu 2016. Tuy nhiên sắp tới do lo ngại vì thiếu hụt nguồn cung lái xe, Uber đã phải tiếp tục chính sách hỗ trợ mới nhằm kích cầu đầu vào.

**Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>
DTT (tỷ đồng)	3,158.062	3,770.229	4,252.164	4,711.705
+/- yoy	16.4%	19.4%	12.8%	10.8%
LNST (tỷ đồng)	302.407	408.513	427.952	501.881
+/- yoy	48.0%	35.1%	4.7%	17.2%
TTS (tỷ đồng)	2,016.438	2,435.521	2,782.547	3,129.105
+/- yoy	13.1%	20.7%	14.2%	12.5%
VCSH (tỷ đồng)	1,158.240	1,302.279	1,435.462	1,937.343
+/- yoy	59.8%	13.0%	-7.8%	34.6%
Nợ/TTS	0.426	0.465	0.484	0.423
TS LN gộp	15.83%	15.16%	16.41%	16.77%
TS LN ròng	10.84%	10.06%	10.65%	10.63%
EPS (đồng)	5,460	5,510	4,160	4,875
ROA	11.82%	14.10%	12.62%	13.24%
ROE	28.91%	33.35%	31.41%	29.88%

## MỤC LỤC

Tổng quan	P03
Phân tích ngành	P04
Hoạt động SXKD	P05
Phân tích tài chính	P08
Triển vọng	P10
Định giá	P11

## TỔNG QUAN

### Lịch sử thành lập

VNS tiền thân 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 chuyên hoạt động kinh doanh ăn uống, du lịch, với vốn điều lệ 300 triệu đồng.

Công ty bắt đầu chuyển sang hoạt động kinh doanh Taxi từ ngày 27/01/2003. Từ lúc chuyển đổi sang kinh doanh taxi với thương hiệu Vinasun, hãng đã liên tục mở rộng quy mô, vốn điều lệ tăng lên 8 tỷ năm 2003, 16 tỷ năm 2006 và lên 100 tỷ đồng năm 2007. Từ 27 chiếc xe Taxi ban đầu vào năm 2003, sau hơn 11 năm hoạt động đến cuối năm 2014, Công ty đã phát triển đội xe của mình lên 4.958 chiếc với gần 16 ngàn lao động và đang hoạt động tại TP Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai, Vũng Tàu, Đà Nẵng và Nha Trang.

Ngày 29/07/2008, công ty chính thức niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh với 17 triệu cổ phiếu, mã chứng khoán là VNS.

Sau khi niêm yết, VNS đã trải qua 3 lần tăng vốn, thông tin chi tiết được trình bày như dưới đây:

Thời gian	Vốn điều lệ (Triệu VND)
2010	299,999
2013	434,998
2014	565,495

### Cơ cấu cổ đông

Ông Đặng Thành Duy là con trai của ông Đặng Phước Thành. Nếu tính số cổ phiếu 2 người này cộng lại thì hiện tại gia đình ông Đặng Phước Thành đang nắm giữ 30% cổ phần của VNS. VNS đang có hơn 5 nhà đầu tư tổ chức tham gia trong cơ cấu cổ đông. Đáng chú ý là quỹ đầu tư Việt Nam nắm giữ 6.33% cổ phần của VNS đang thoái vốn khỏi công ty. Việc quỹ đầu tư Việt Nam thoái vốn từ đầu năm 2015 đến nay khiến cho giá của cổ phiếu khó tăng được tuy nhiên không phải là dấu hiệu đáng ngại trong dài hạn. Vì quỹ đầu tư Việt Nam thoái vốn khỏi VNS không đến từ tiềm năng của công ty không tốt mà đến từ việc họ giải thể. Ngoài ra hiện nay VNS đã full room ngoại 49%, trong tương lai khi được nới room thì VNS có thể sẽ có động lực tăng trưởng về thị giá:

Cổ đông	Tỷ lệ sở hữu
Đặng Phước Thành	22.19%
Tael Two Partners Ltd	18.30%
Vietnam Investments Fund	9.45%
Đặng Thành Duy	7.97%
GIC	7.96%
Tổng công ty TM Sài Gòn	7.91%
Quỹ đầu tư Việt Nam	6.33%

### Ban lãnh đạo

Hội đồng Quản trị	Họ tên	Ghi chú
Chủ tịch	Đặng Phước Thành	Số cổ phần nắm giữ hơn 30%
Thành viên	Đặng Thị Lan Phương	Em gái ông Thành và là tổng giám đốc
Thành viên	Tạ Long Hỷ	Phó giám đốc và tư vấn luật
Thành viên	Trần Anh Minh	Phó giám đốc và tư vấn tài chính
Thành viên	Trương Đình Quý	Phó giám đốc
Thành viên	Trần Văn Bắc	Đại diện công ty TM Sài Gòn
Thành viên	Vũ Ngọc Anh	Đại diện cho quỹ đầu tư Việt Nam

## PHÂN TÍCH NGÀNH

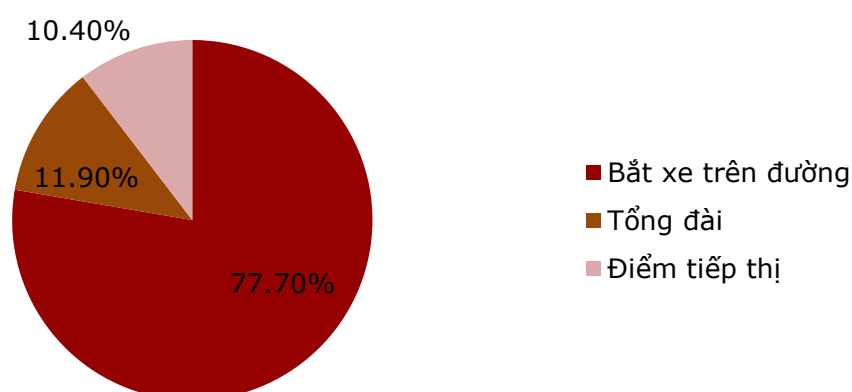
**Nhóm đối tượng taxi hướng tới phục vụ chủ yếu là giới văn phòng và khách du lịch.** Vì vậy taxi phát triển lớn mạnh ở các thành phố trọng điểm, trung tâm kinh tế lớn hoặc các thành phố phát triển về các ngành dịch vụ, văn hóa và du lịch. Tăng trưởng của ngành dịch vụ luôn là đầu tàu mũi nhọn cho tăng trưởng GDP Việt Nam vì vậy ngành taxi Việt Nam cũng là một trong những ngành có tốc độ tăng trưởng tích cực nhất của nền kinh tế.

Năm	2006 - 2010	2011	2012	2013	2014
<b>GDP</b>	<b>6,32</b>	<b>6,24</b>	<b>5,25</b>	<b>5,42</b>	<b>5,82</b>
Nông, lâm nghiệp và thủy sản	3,53	4,02	2,68	2,64	2,73
Công nghiệp và xây dựng	6,39	6,68	5,75	5,43	6,08
Dịch vụ	7,64	6,83	5,90	6,57	6,83

**Tăng trưởng nhu cầu taxi sẽ tăng tối thiểu 10%/năm do 2 yếu tố:** (1) tình hình kinh tế của đất nước hồi phục, (2) tăng trưởng du lịch ở các thành phố lớn. Kinh tế đất nước những năm trước bị đình trệ dẫn tới tình trạng cắt giảm chi tiêu của nhiều người làm ngành taxi gặp khó khăn, khi kinh tế tăng trưởng trở lại, tiêu dùng và thu nhập của người dân được cải thiện thì nhu cầu sử dụng taxi sẽ tăng trở lại. Đối với du lịch thì các thành phố như Nha Trang, Hội An, Đà Nẵng vẫn còn nhiều tiềm năng khi số lượng khách du lịch tăng thêm ở những thành phố này dao động từ 10% đến 15%.

**Khách hàng khi lựa chọn taxi sẽ dựa theo ba yếu tố sau là: độ thuận tiện, giá cước và thương hiệu.** Sự thuận tiện của taxi được dựa trên tiêu chí mật độ xe của hãng taxi đó lưu thông trong thành phố. Và sự thuận tiện này có vai trò cạnh tranh quan trọng nhất. Đối với giá cước taxi thì các công ty không ai có lợi thế cạnh tranh ngoại trừ uber với giá cước rất thấp, chúng tôi nhận định giá cước thấp đến từ chiến dịch xâm chiếm thị trường của họ, lợi thế giá thấp này không thể duy trì mãi mãi nhưng sẽ gây bất lợi của các doanh nghiệp taxi trong thời điểm hiện tại. Thương hiệu của xe taxi có đóng vai trò trong việc lựa chọn của khách hàng nhưng yếu tố này ảnh hưởng chủ yếu tới nhóm doanh nghiệp đối với khách hàng cá nhân thì họ sẵn sàng chuyển sang sử dụng thương hiệu khác với mức giá cạnh tranh và thời gian chờ taxi ngắn hơn.

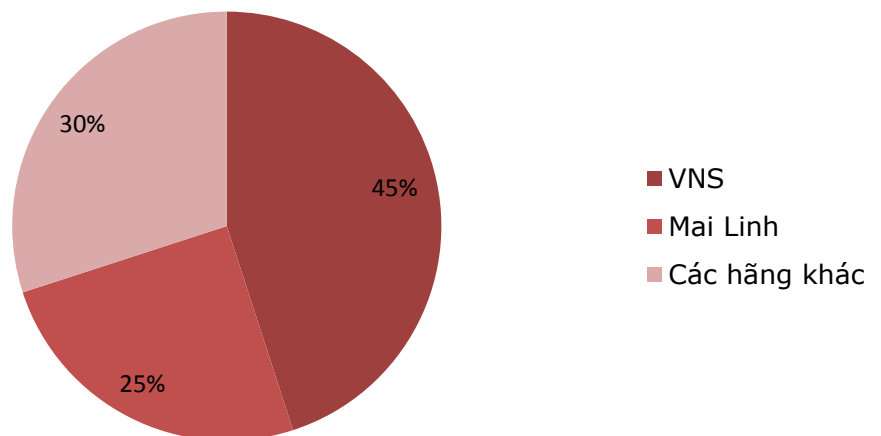
### Cơ cấu hình thức bắt xe theo VNS



**Độ phủ xe là yếu tố quan trọng nhất trong cạnh tranh ngành.** Vì khách hàng sử dụng taxi là tầng lớp có thu nhập trung bình khá và cần tiết kiệm thời gian, họ sẵn sàng trả chi phí đắt hơn để có được sự thuận tiện khi đi lại. Ở Thành phố Hồ Chí Minh chỉ mất ít hơn 5 phút là có thể bắt được xe VNS vào giờ bình thường và 15 phút khi tan tầm trong khi các hãng xe nhỏ khác thì con số này có thể lên tới một tiếng. Hơn nữa theo thống kê về cách thức bắt taxi tại Việt Nam thì có hơn 70% khách sử dụng phương tiện bắt xe ngay trên đường, để đáp ứng được với thói quen này thì sẽ cần Số lượng xe nhiều hơn so với đối thủ.

**Độ phủ xe lớn giúp doanh nghiệp có lợi thế như sau: (1) Giúp thống lĩnh thị trường:** taxi VNS đứng thứ nhất về số lượng xe khoảng 25% nhưng chiếm tới 45% thị phần doanh thu ở Hồ Chí Minh bỏ xa đối thủ đứng thứ 2 là taxi Mai Linh chỉ với 25% thị phần doanh thu. Toàn bộ thị trường taxi Hồ Chí Minh có hơn 30 doanh nghiệp nhưng 28 doanh nghiệp còn lại chỉ chia sẻ với nhau 30% thị phần. **(2) Độ phủ xe ở các thành phố lớn còn là một rào cản gia nhập ngành** vì các thành phố sẽ có mức trần về số taxi được lưu thông. Ví dụ như ở TP Hồ Chí Minh hiện tại đã đạt tối đa số lượng taxi là 12.000 chiếc, để có thể gia tăng thêm số taxi trên địa bàn của thành phố thì các hãng buộc phải mua lại số taxi của hãng khác làm chi phí tái đầu tư vào các thành phố bão hòa tăng cao.

### Thị phần taxi theo doanh thu trong Hồ Chí Minh

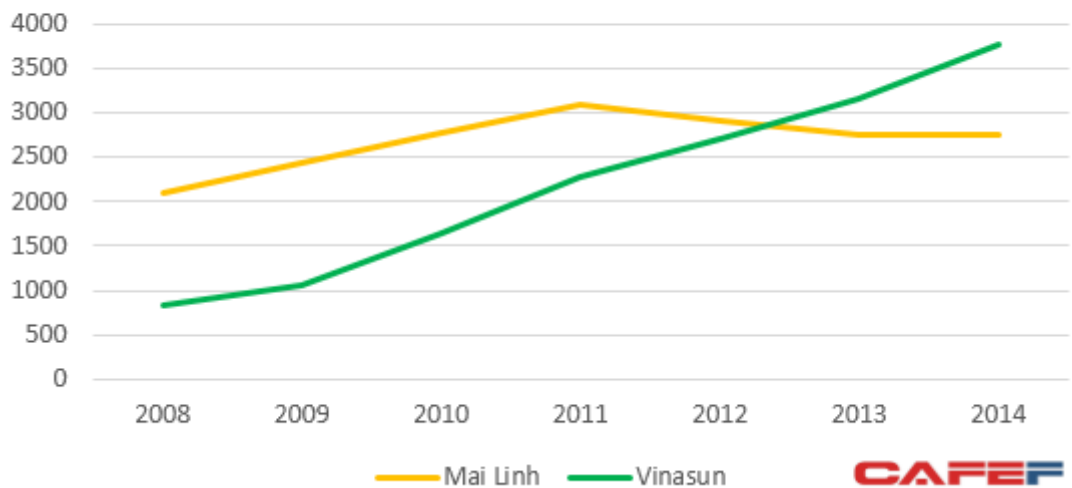


**Giá cước là yếu tố thu hút và cạnh tranh khách hàng của uber nhưng không bền vững.** Giá cước taxi năm 2016 dự đoán sẽ giảm do: (1) chi phí xăng dầu vẫn ở mức thấp và chưa có khả năng tăng trở lại trong ngắn hạn, (2) cạnh tranh trong ngành tăng cao với sự tham gia của các ứng dụng đặt taxi như uber. Tuy nhiên với mức giá 5.000 đồng/km của UberX như hiện nay thì các lái xe chia sẻ là không có lợi nhuận. Uber hiện nay đang cạnh tranh phá giá với các hãng taxi trong nước, mặt bằng giá thấp này theo chúng tôi sẽ không thể duy trì trong dài hạn nhưng sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp vận tải trong ngắn hạn. So sánh chi tiết về giá cước giữa Uber và VNS sẽ được phân tích ở phần sau.

**Bên cạnh yếu tố cạnh tranh về độ phủ và giá cước, lợi thế thương hiệu là tiêu chí lựa chọn cuối cùng nhưng không gây ảnh hưởng đáng kể.** Khách hàng có xu hướng chọn những hãng taxi có tên tuổi với đội ngũ xe sạch

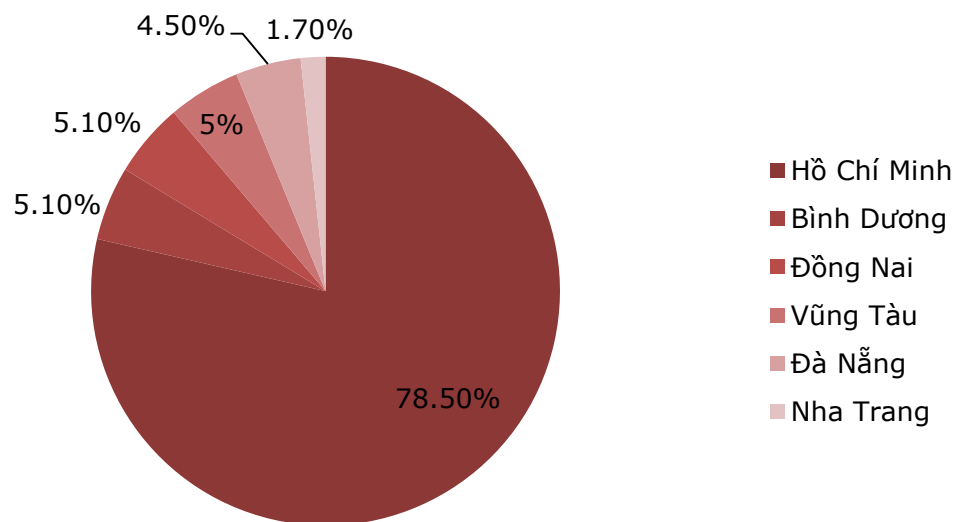
sẽ và đẹp. Tuy nhiên lợi thế thương hiệu và uy tín lâu năm không phải là yếu tố cạnh tranh gây ảnh hưởng lớn tới thị phần của ngành. Khi trong quá khứ Mai Linh là doanh nghiệp lâu năm từng chiếm lĩnh thị trường Hồ Chí Minh nhưng công ty này đã đầu tư bất động sản dẫn tới thâm hụt vốn và không tạo được độ phủ xe cần thiết để cạnh tranh trên thị trường. Chỉ sau 2 năm, công ty này phải bán lại đầu xe cho VNS vì thua lỗ và dần bị công ty ra đời sau vượt xa.

Doanh thu thuần  
Đơn vị: Tỷ đồng



### HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Tỷ trọng doanh thu theo vùng



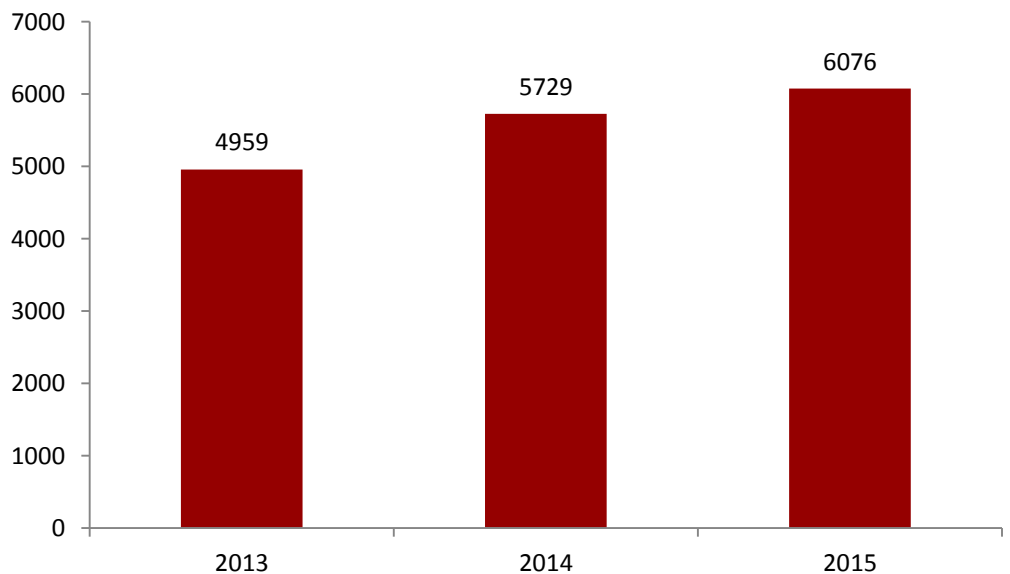
**Doanh thu của VNS có 78.5% đến từ thành phố Hồ Chí Minh.** 4 thành phố còn lại chia nhau mỗi khu vực 5% là Đồng Nai, Bình Dương, Vũng Tàu, Đà Nẵng. Nha Trang hiện tại mới chỉ có 1.7% trong tỷ trọng doanh thu. Thị trường Nha Trang VNS mới thâm nhập nên công ty sẽ đầu tư thêm xe và mở rộng hơn trong tương lai. Các thành phố như Bình Dương thì VNS đã chiếm thị phần hơn 50% về doanh thu. Hiện tại công ty có kế hoạch mua lại đầu xe từ các hãng khác ở thành phố Hồ Chí Minh để mở rộng thị phần do thành phố này đã giới hạn lưu lượng xe taxi được sử dụng. Đối với những thành phố khác không có giới hạn đầu xe thì công ty sẽ mua mới và chi phí đầu tư rẻ hơn so với đầu tư trong Hồ Chí Minh. Trong tương lai doanh thu Hồ Chí Minh vẫn sẽ là động lực tăng trưởng chính của hãng cùng với đó là việc mở rộng

địa bàn hoạt động các thành phố khác cụ thể là các tỉnh miền Tây và cụm Đà Nẵng – Huế - Hội An.

**Ảnh hưởng giá xăng đến hoạt động kết quả kinh doanh và giá cước của VNS.** Mặc dù giá cước taxi sẽ biến động cùng chiều với giá xăng dầu tuy nhiên giá cước của các hãng sẽ ít biến đổi và ổn định hơn so với giá xăng dầu trong nước. Cụ thể trong năm 2014 thì giá xăng dầu biến động trên 17 lần thì con số này với giá cước chỉ chưa tới 7. Khi xăng dầu biến động sẽ làm ảnh hưởng tới lợi nhuận của công ty, ảnh hưởng này sẽ chia sẻ cho 3 bên là tài xế, hãng xe và khách hàng. Với tỉ lệ chia sẻ doanh thu như hiện tại thì tài xế taxi sẽ bị ảnh hưởng bởi biến động xăng dầu nhiều hơn so với các hãng. Đối với mối quan hệ giữa giá xăng dầu và giá cước thì mặt bằng giá nhiên liệu đang thấp sẽ tạo áp lực tới giá cước của VNS. Trong năm 2015 cước taxi của hãng đã giảm 9% và chúng tôi dự đoán 2016 giá cước trung bình sẽ giảm khoảng 5% nữa, giá cước giảm không nhiều như năm ngoái là do: (1) triển vọng về mặt bằng giá xăng dầu, các nguyên vật liệu thô đã được dự báo bởi các chuyên gia sẽ cải thiện trong năm nay, (2) sức ép giảm giá từ cạnh tranh với uber đã được giảm bớt khi ứng dụng taxi này đang chịu nhiều sức ép đòi tăng giá cước từ các tài xế hợp tác.

**VNS có doanh thu trung bình xe cao hơn đối thủ trong ngành nhờ chiến lược đầu tư đúng đắn.** Mặc dù VNS không phải là hãng taxi giá cước rẻ nhưng doanh thu mang lại của công ty và doanh thu trung bình 1 xe đều cao hơn đối thủ đầu ngành khác (biểu đồ so sánh giá cước, doanh thu trung bình 1 xe, tổng doanh thu). Mặc dù đứng đầu về doanh thu trung bình xe nhưng chỉ số này của VNS những năm qua vẫn tăng. Số quãng đường một xe taxi của hãng vận chuyển ước tính đã tăng hơn 15% trong năm 2015 làm cho doanh thu trung bình xe của hãng tăng trưởng dù giá cước trung bình giảm. Kết quả kinh doanh có phần vượt trội như vậy là do VNS có chiến lược đầu tư tập trung hơn so với đối thủ khác: (1) chỉ đầu tư vào ngành nghề kinh doanh chính và số đầu xe hoạt động qua đó vượt qua Mai Linh trở thành hãng đứng đầu ở địa bàn Hồ Chí Minh, (2) tập trung hoạt động ở ít địa bàn hơn so với đối thủ giúp mật độ xe trên 1 tỉnh cao hơn nhiều so với các hãng khác. Cụ thể mặc dù Mai Linh có hơn 10,000 xe cao gần gấp đôi so với VNS chỉ hơn 6,000 xe nhưng số tỉnh thành VNS chỉ có 6 tỉnh trong khi ở Mai Linh là 50. Nhờ có độ phủ xe lớn VNS đã đáp ứng được tâm lý bắt xe trên đường của khách hàng và trở thành thương hiệu đáng tin cậy. Độ phủ xe lớn còn làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp taxi, chỉ cần khoảng 20% số đầu xe trên thành phố đã giúp thị phần doanh thu của doanh nghiệp chiếm 45% thị trường và qua đó doanh thu trung bình xe của VNS cao gần gấp đôi so với đối thủ đứng thứ 2 là Mai Linh.

### Số xe cuối năm





**Độ phủ xe lớn là rào cản gia nhập ngành và lợi thế cạnh tranh của VNS mà các doanh nghiệp khác không dễ có được.** Để phần đầu có độ phủ xe được như Vinasun thì các doanh nghiệp sẽ gặp phải 2 trở ngại: (1) Trở ngại về vốn, với số đầu xe như VNS hiện nay kể cả khi các doanh nghiệp có đủ tiềm lực tài chính thì cũng sẽ cần lộ trình tối thiểu 2 đến 3 năm để đuổi kịp hãng đứng đầu. Quan trọng hơn khi thị phần đang thuộc về VNS thì việc mở rộng để cạnh tranh với kẻ đứng đầu sẽ làm biên lợi nhuận của hãng taxi mới muốn phát triển không được hấp dẫn. (2) Trở ngại về chính sách khi mà các thành phố trung tâm có hạn mức tối đa số taxi được hoạt động trên địa bàn, để một hãng taxi mới tham gia thị trường hay gia tăng cạnh tranh thì các hãng này buộc phải mua lại đầu xe từ đối thủ. Chính sách hạn chế về số đầu xe là điểm trọng yếu khiến các doanh nghiệp khác không thể cạnh tranh được với VNS khi mà công ty có số đầu xe lớn nhất và vẫn đang tiếp tục đầu tư gia tăng thị phần.

**Ứng dụng đặt taxi Uber là rủi ro cạnh tranh lớn nhất nhưng chưa đáng ngại trong vòng 1 đến 2 năm tới.** Đối Uber có lợi thế cạnh tranh duy nhất là giá cước taxi để bù lại sự thiếu hụt về độ thuận tiện khi so sánh với VNS. Trước khi đi vào phân tích cần lưu ý hai đặc điểm sau: (1) Uber có thu thêm phí ngồi xe 500 đồng/phút, (2) Uber có chính sách tăng giá cước từ 1.5 đến 4 lần mỗi khi cao điểm. Dựa vào bảng giá của Uber sẽ có 2 nhóm cạnh tranh chính được xét đến là Uberblack và UberX.

- Uberblack có chất lượng xe tương đương với xe của VNS, giá cước trung bình là 11,000 đồng và giờ cao điểm là hơn 16,000 đồng đắt hơn so với cước trung bình của VNS năm 2015 khoảng 15,700 đồng. Khách hàng có nhu cầu sử dụng taxi cao nhất là những người đi làm cần di chuyển trong giờ tan tầm và những khách hàng đi taxi khi mưa để tránh nắng thì Uberblack đều không cạnh tranh nổi nên đây không phải là đối thủ chính của VNS.
- UberX là đối thủ cạnh tranh chính của VNS hiện nay. Về chất lượng xe thì UberX sẽ không được tốt như VNS. Về độ thuận tiện thì UberX không nắm bắt được xu hướng tiêu dùng của người Việt khi mà hơn 70% khách hàng có xu hướng bắt xe qua đường thay vì gọi điện liên lạc đến tổng đài. Độ phủ của taxi Vinasun giúp cho thời gian bắt xe ngắn hơn đáng kể so với đặt qua điện thoại như Uber, chưa kể tới nền tảng Uber đòi hỏi kết nối internet trong khi VNS không đòi hỏi điều đó làm việc đặt xe của Uber bất tiện hơn.
- Với nhóm khách hàng đi lại lúc trời mưa và giờ cao điểm thì phí UberX dao động từ 11,000 đến 14,000 đồng. Mức phí của UberX đang ở mức thấp và sẽ phải tăng trong tương lai vì (1) hiện tại giá phí của UberX khiến các tài xế không cảm thấy hấp dẫn, trong khi UberX đang giảm dần hỗ trợ cho tài xế, nếu ứng dụng này không tăng giá cước thêm khoảng 20% thì họ sẽ phải đối diện với rủi ro thiếu nguồn cung taxi. Bài toán của Uber là phải cân đối giữa lợi ích của lái xe và cần có giá thật rẻ để thu hút được khách hàng. (2) Uber đang cạnh tranh với các hãng taxi trong tình trạng chưa có cơ sở pháp lý ổn định, Uber hoạt động như một hãng taxi khi có áp mức phí cố định và có đội ngũ lái xe hợp tác, tuy nhiên các lái xe của ứng dụng này ko chịu sự quản lý như lái xe taxi (không bị hạn chế số xe lưu thông trong thành phố, không bị hạn chế tuyến đường, không cần giấy phép hành nghề v.v..). Uber hiện tại đang chịu rủi ro pháp lý và nếu bị xử thua trong tranh chấp thì hãng sẽ phải đối mặt với những ràng buộc giống như các hãng taxi thì lợi thế về giá bị giảm.
- Uber còn có một điểm yếu khi thiếu nguồn cung lái xe ở khu vực miền Nam. Ứng dụng đặt xe taxi không gặp vấn đề và có thể thành công ở thị trường các nước phát triển khi mà người dân coi ô tô là phương tiện đi lại phổ thông. Điều này không áp dụng được ở thị trường Việt Nam khi mà: (1) người dân không coi ô tô là phương tiện đi lại phổ



biến do cơ sở hạ tầng kém, (2) Thu nhập bình quân của Mỹ cao gấp 10 lần Việt Nam trong khi giá ô tô Việt Nam gấp 3 lần giá ô tô tại Mỹ, chênh lệch về giá này khiến việc gia tăng người sở hữu ô tô tại Việt Nam để tham gia vào mạng lưới Uber thêm khó khăn, (3) những người sở hữu ô tô Việt Nam hiện nay có thể tham gia mạng lưới Uber là nhóm có thu nhập khá và không có nhiều nhu cầu gia tăng thu nhập. Điều này khác với các nước phát triển những người thu nhập trung bình kém vẫn sở hữu ô tô để có thể cải thiện thu nhập. Uber đang gặp phải khó khăn để cân bằng giữa tài xế, lợi nhuận và khách hàng. Nếu Uber chấp nhận để giá thấp cạnh tranh như hiện nay thì tài xế sẽ không hài lòng về thu nhập và nguồn cung lái xe sẽ thêm thiếu hụt. Nếu Uber tăng giá cao thì sẽ không thể cạnh tranh được taxi truyền thống khi giờ cao điểm có giá cao hơn và độ thuận tiện khi sử dụng kém hơn rõ rệt so với VNS. Uber đang phải chọn hướng đi hi sinh lợi nhuận để lôi kéo cả tài xế và khách hàng. Uber cần môi trường sinh thái phù hợp nơi phong phú cả cung và cầu để có thể phát triển, tại thị trường như Việt Nam hiện nay khi cầu không mạnh, cung bị thiếu hụt sẽ cần thời gian khoảng vài năm để Uber thực sự là mối đe dọa cạnh tranh với các hãng taxi truyền thống.

Cuối cùng nền tảng ứng dụng taxi của Uber sẽ không thể hợp tác được với các doanh nghiệp là nhóm khách hàng thẻ của VNS. Nhóm khách hàng này chiếm khoảng 15% doanh thu của VNS. Vì những phân tích ở trên chúng tôi đưa ra nhận định Uber chưa thực sự ảnh hưởng tới khả năng kinh doanh của VNS. Và thực tế đã chứng minh qua số xe hoạt động của VNS vẫn tăng hàng năm và số quãng đường 1 xe taxi đi được trong 1 ngày của hãng cũng tăng năm 2015. Sự tăng trưởng của 2 yếu tố này thể hiện nhu cầu của người dân đối với VNS vẫn tăng trưởng và Uber chưa ảnh hưởng trọng yếu tới kết quả kinh doanh của công ty trong thời điểm hiện tại.

## **PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH**

### **Kết quả hoạt động kinh doanh**

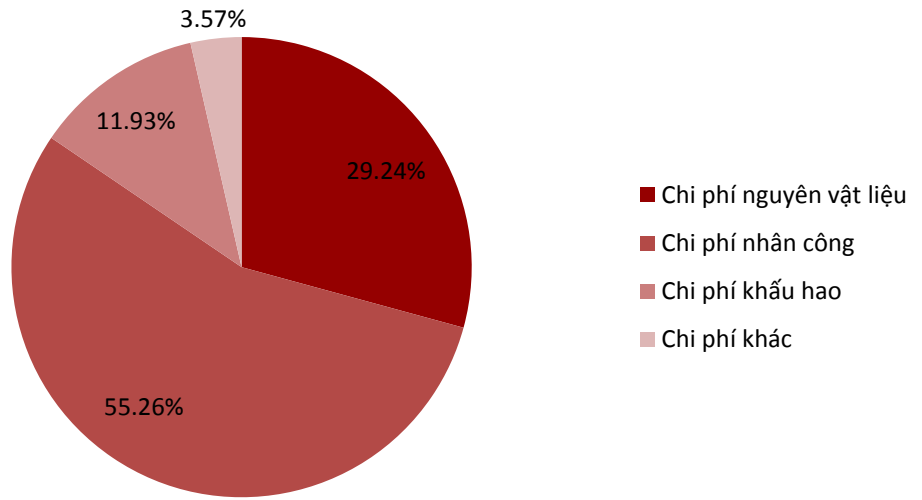
<b>Đơn vị: Tỷ đồng</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
DTT	529.958	575.084	411.667	670.426
+/- yoy	62.3%	-3.0%	-28.4%	62.9%
Lợi nhuận gộp	117.122	91.036	36.143	95.822
+/- yoy	80.4%	-22.3%	-60.3%	165.1%
LNST (tỷ đồng)	69.056	50.882	17.160	57.385
+/- yoy	98.9%	-26.3%	-66.3%	234.4%
EPS	10,155	7,482	2,523	8,439

Doanh thu của VNS tăng trưởng đều đặn 12% - 19% từ 2011 đến 2015. Tăng trưởng doanh thu những năm trước đến từ 3 yếu tố giá cước, mức độ hoạt động của một xe và số lượng xe. Từ giai đoạn 2011 đến 2014 giá cước trung bình của VNS tăng trưởng từ 5 đến 7% một năm. Năm 2015 mặc dù giá cước giảm 9% do yếu tố xăng dầu nhưng doanh thu của VNS vẫn tăng trưởng 12% trong đó số xe tăng thêm chỉ có 6.1% phần còn lại là do số quãng đường trung bình một ngày một xe taxi chạy được tăng lên. Số quãng đường trung bình một ngày một xe của VNS vẫn liên tục tăng trưởng từ năm 2013 đến nay cho thấy thị trường taxi vẫn còn màu mỡ, ngành taxi vẫn đang tăng trưởng và sự xuất hiện của Uber chưa làm ảnh hưởng nghiêm trọng tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Mặc dù bức tranh toàn cảnh của VNS vẫn còn sáng sủa khi mà: (1) triển vọng tăng trưởng của ngành vận tải du lịch ở Việt Nam sẽ hấp dẫn trong các năm tới, (2) giá cước taxi sẽ không bị giảm mạnh như năm 2015 khi giá xăng dầu tăng, và (3) cạnh tranh của Uber vẫn chưa ảnh hưởng mạnh tới doanh thu như đã phân tích thì chúng tôi vẫn dự phóng doanh thu của VNS

tương đối thận trọng khi chỉ tăng trưởng 11% vào năm 2016 và giảm dần còn 6% trong những năm sau.

## Cơ cấu chi phí 2015



Chi phí nguyên vật liệu năm 2015 giảm 5.9% do giá xăng dầu. Tỷ trọng chi phí nguyên vật liệu so với tổng chi phí giảm từ 36% xuống còn 29%. Đáng lưu ý chi phí nhân công tăng 29% trong năm 2015 do: (1) số tài xế tăng thêm, (2) một taxi bắt được nhiều khách và đi được nhiều hơn xưa, (3) áp lực tăng lương và hoa hồng nhằm lôi kéo tài xế không chuyển sang sử dụng Uber khi ứng dụng này vẫn đang hỗ trợ thu nhập mạnh mẽ cho các tài xế.

Biên lợi nhuận gộp năm 2015 đã giảm từ 16.68% xuống còn 15.16% do chi phí nhân công. Chúng tôi dự đoán biên lợi nhuận gộp cải thiện vào năm 2016 khi mà áp lực từ Uber sẽ giảm bớt.

### Chỉ số tài chính

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Thanh toán hiện hành	1.21	1.15	0.88	0.75	0.64
Thanh toán nhanh	1.19	1.12	0.87	0.74	0.63
Thanh toán nợ ngắn hạn	0.23	0.16	0.45	0.54	0.43
<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	0.71	0.72	0.63	0.65	0.75
Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn	0.52	0.47	0.43	0.47	0.48
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1.07	0.90	0.74	0.87	0.94
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Vòng quay tổng tài sản	1.28	1.52	1.66	1.69	1.63
Vòng quay khoản phải trả	11.39	13.22	10.34	9.32	10.61
Vòng quay khoản phải thu	4.87	8.58	9.27	5.39	5.50
Vòng quay hàng tồn kho	69.083	56.919	55.447	59.247	57.689
<b>Tỷ suất sinh lời</b>					
Lợi nhuận trước thuế/Doanh thu thuần	8%	8%	10%	11%	10%
Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần	6%	6%	7%	8%	8%
ROA	7%	8%	12%	14%	13%
ROE	16%	17%	21%	26%	24%

**Số ngày thu hồi tiền mặt ở mức thấp:** Do tính chất ngành nghề cung cấp dịch vụ nên vòng quay tiền mặt của VNS ở mức tương đối cao, trung bình số ngày thu hồi tiền mặt chỉ khoảng từ 2 đến 4 ngày. Số ngày đang có xu hướng giảm trong thời gian gần đây từ 4.25 xuống còn 3.39 ngày cho thấy công ty hoạt động hiệu quả hơn.

**Khả năng thanh toán:** Chỉ số thanh toán hiện hành của VNS giảm từ 1.14 xuống còn 0.64 từ năm 2012 đến năm 2015. Chỉ số này suy giảm do từ năm 2012 trở đi thì nợ dài hạn đến hạn phải trả sẽ được hoạch toán vào nợ ngắn hạn. Về cơ bản doanh nghiệp không có nợ ngắn hạn để duy trì vốn lưu động, nên tính thanh khoản của VNS vẫn được đảm bảo.

**Cấu trúc tài chính:** Cấu trúc tài chính của VNS có xu hướng giữ nguyên trong các năm, chỉ số nợ trên tổng tài sản dao động từ 42% cho tới 48%. Cấu trúc tài chính ổn định trong khi doanh nghiệp liên tục mở rộng thị phần và đầu tư thêm xe mới đã cho thấy doanh nghiệp có kế hoạch rõ ràng giữa việc phát triển và cân đối nguồn vốn.

### So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ số	VNS	PGT	STT	MNC	PCT
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	1,934	43	39	57	212
EPS cơ bản (VND)	4,786	25	-2,515	423	718
Book Value (VND)	21,200	9,000	4,300	25,000	11,200
P/E cơ bản	6	188	-1.9	14.4	12.8
Thanh toán nợ ngắn hạn	0.43	4.0	0.36	0.03	0.22
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	0.14	0.98	0.47	0.15	0.63
Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn	0.48	0.01	0.33	0.85	0.27
Biên lợi nhuận ròng	15%	4%	-0.5%	17%	1.6%
ROA	13%	0%	-31%	1%	5%
ROE	24%	0%	-46%	3%	6%

**Những doanh nghiệp với quy mô vốn nhỏ và không đứng đầu thị phần ở một số địa bàn sẽ không hoạt động kinh doanh hiệu quả trong ngành taxi.** Hai doanh nghiệp PGT với STT có quy mô vốn thấp đã chịu thua lỗ nhiều năm, PGT đã bán hết số taxi để chuyển ngành nghề kinh doanh. Khi những doanh nghiệp nhỏ lẻ từ bỏ thị trường sẽ là tiềm năng tăng trưởng cho những doanh nghiệp lớn gia tăng thị phần bằng cách mua lại số đầu xe này. Tiêu biểu như VNS số lượng xe ở Hồ Chí Minh vẫn tiếp tục tăng mặc dù số xe hoạt động của các hãng taxi trên địa bàn này không đổi.

**MNC là doanh nghiệp chiếm thị phần nhiều nhất tại miền Trung nên vẫn duy trì được hoạt động kinh doanh.** Tuy nhiên doanh nghiệp vẫn chưa hoạt động hiệu quả mấy do ROA và ROE ở mức thấp. Nguyên do bởi miền Trung vẫn chưa thực sự phát triển để kinh doanh taxi sống sót. Trong tương lai khi thị trường này được mở rộng và màu mỡ hơn thì đây sẽ là tiềm năng tăng trưởng cho cả các doanh nghiệp như VNS.

### TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

VNS là một cổ phiếu có cơ bản tốt tuy nhiên đã bị định giá thấp trong một thời gian dài do thiếu thanh khoản. Gần đây thanh khoản của VNS đã được cải thiện khi quỹ đầu tư Việt Nam hết hạn và rút khỏi thị trường Việt Nam. Việc gia tăng yếu tố thanh khoản là một điểm quan trọng giúp VNS có thể sẽ có tăng trưởng về giá trong ngắn hạn sắp tới. Ngoài ra tiềm năng của doanh nghiệp còn được củng cố qua những yếu tố sau:

- Thị trường vẫn còn nhiều tiềm năng phát triển đến từ yếu tố phát triển kinh tế và phát triển du lịch.
- Hiệu quả kinh doanh chiếm lĩnh thị trường được cải thiện do tăng trưởng doanh thu từng xe tăng hằng năm, không đầu tư dàn trải nhiều thành phố và chỉ tập trung vào một ngành duy nhất.

- Doanh nghiệp đầu ngành và có lợi thế cạnh tranh lớn nhờ độ phủ xe và hệ thống chất lượng đồng bộ.
- Trong ngắn hạn được hưởng lợi từ giá dầu, giá nguyên vật liệu.
- Yếu tố full room ngoại nhưng rủi ro ngắn hạn khi nhà đầu tư ngoại bán ào ạt những phiên gần đây.
- Rủi ro cạnh tranh với uber chưa đáng ngại ở miền Nam do yếu tố cạnh tranh về giá của Uber không được đảm bảo và không nắm bắt được tâm lý người tiêu dùng.

Doanh thu và lợi nhuận của VNS được dự phóng như dưới đây.

#### Dự phóng doanh thu

Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu	4,711	5,138	5,555	5,959	6,367
LNST	391	437	497	566	617

#### ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ

Đối với cổ phiếu VNS, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF.

#### Phương pháp DCF

Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019
Doanh thu	4,711	5,138	5,555	5,959	6,367
LNST	391	437	497	566	617
Lãi suất (1-T)	79	90	95	95	91
Khấu hao TSCĐ	234	334	419	506	608
Dòng tiền tự do (FCFE)	9	244	331	457	572
Giá trị hiện tại (NPV)	8.8	175	201	236	250
Giá trị DN sau 2020					1,595
Giá trị doanh nghiệp					2,349
Tỷ lệ pha loãng					
Số lượng cổ phiếu					60,651,000
Giá trị cổ phiếu (đồng)					34,621

#### Khuyến nghị

Giá mục tiêu của VNS là 34,500 đồng. Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu SLS, tầm nhìn đầu tư dài hạn hơn 1 năm và lợi nhuận kỳ vọng 21%.

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

Chuyên viên Phân tích: Phạm Việt Duy

Hội Sở Chính: Tòa nhà Machinco, tầng 3, số 444 Hoàng Hoa Thám, Q. Tây Hồ, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200

Fax: (84- 4) 35771966

Website: <http://www.apec.com.vn>

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của APECS:

**PHẠM VIỆT DUY**

Chuyên viên Phân tích

[duypv@apec.com.vn](mailto:duypv@apec.com.vn)

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 692