

CTCP Ánh Dương Việt Nam (VNS- HSX)

Cuộc chiến giành thị phần

- **Kết quả kinh doanh Q3/2016 – Một sự ổn định đáng quan ngại**
- **Triển vọng ngành dịch vụ taxi tại Việt Nam vẫn khá tích cực**
- **Cạnh tranh khốc liệt tại thị trường taxi miền Nam**
- **Đối phó với cạnh tranh từ các ứng dụng E-hailing: nhiều thách thức**

Quan điểm đầu tư

Với sự xâm nhập mạnh mẽ từ Uber và Grab trong vòng 2 năm qua, VNS cũng như các công ty taxi truyền thống đang phải đương đầu với cạnh tranh và chịu những tác động tiêu cực lên KQKD cũng như hiệu quả hoạt động. Sự hiệu quả, tiện lợi cũng như chi phí cạnh tranh của các doanh nghiệp công nghệ thúc đẩy ngành taxi truyền thống phải có sự chuyển mình và VNS đang dẫn đầu bằng thử nghiệm với Vinasun App và Vcar. Mặc dù chưa nhìn thấy triển vọng rõ ràng nào từ chiến lược mới này, chúng tôi đánh giá cao tính năng động của VNS trước những tác động từ cạnh tranh.

Nhìn về dài hạn, RongViet Research cho rằng VNS có khả năng sẽ tăng trưởng chậm hơn tăng trưởng của ngành hoặc chỉ có thể cố gắng duy trì lợi nhuận. Cuộc chiến giành thị phần sẽ còn tiếp diễn cho đến khi nào thị phần giữa các bên được xác lập. Từ nay đến đó, chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp taxi truyền thống đều phải tiêu tốn nhiều chi phí để bảo vệ “miếng bánh” của mình hoặc xác lập mạnh mẽ ranh giới của phân khúc mà họ muốn chiếm giữ. Đối với VNS, phân khúc khách tại các điểm tập trung, hoặc khách văn phòng có thể sẽ là mảng hoạt động tiềm năng nên tập trung chú trọng trong tương lai.

Xét về định giá, VNS đang ở mặt bằng định giá thấp so với các cổ phiếu có cùng hiệu quả hoạt động hay so sánh chung với toàn thị trường, tuy vậy, đặt trong bối cảnh cạnh tranh hiện tại và chắc chắn còn tiếp diễn trong tương lai của ngành, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu VNS.

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016E
Doanh thu thuần	3.158	3.770	4.252	4.625
% tăng trưởng	16%	19%	12,8%	8,8%
Lợi nhuận sau thuế	224	313	328	325
% tăng trưởng	48%	39,9%	4,9%	-0,9%
Tỷ suất LNST (%)	7,1%	8,3%	7,7%	7,0%
ROA (%)	11,1%	12,9%	11,8%	12,1%
ROE (%)	27,2%	28,5%	24,5%	22,3%
EPS (VND)	5.144	5.535	4.837	4.747
EPS đ/chính (VND)	3.297	4.612	4.837	4.747
Giá trị sổ sách (VND)	18.918	19.390	19.772	21.519
Cổ tức tiền mặt (VND)	4.200	4.000	3.000	3.000
P/E (x)*	5,3	5,9	7,1	7,2
P/BV (x)*	1,0	1,4	1,7	1,6

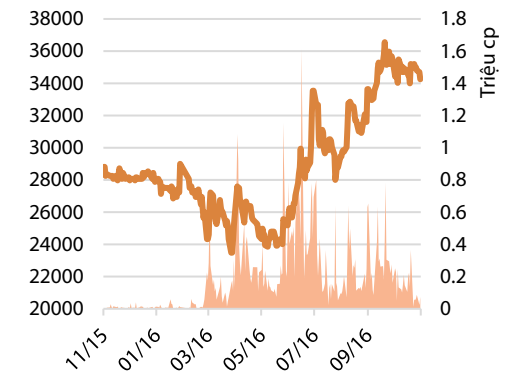
Nguồn: RongViet Research, * giá đóng cửa ngày 08/11/2016

THEO DÕI

Giá thị trường (VNĐ)	34.250
Giá mục tiêu (VNĐ)	NA
Thời gian đầu tư	NA

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vận tải
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.354
SLCPDLH	67.859.192
Beta	0,47
Free Float (%)	44,33
Giá cao nhất 52 tuần	36.600
Giá thấp nhất 52 tuần	23.500
KLGD bình quân 20 phiên	138.000



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	6T	1N
VNS	16,27	20,83	27,38
Vận tải	-7,92	-5,38	-3,98
VN30 Index	4,45	4,50	16,08
HSX Index	7,47	11,70	36,35

Cổ đông lớn (%)

Tael Two Partners Ltd.	18,30
Government of Singapore	7,96
Tổng Công ty Thương mại Sài Gòn	7,91
Giới hạn sở hữu NN (%)	6,08

Nguyễn Trung Kiên

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1320

kien.nt@vdsc.com.vn

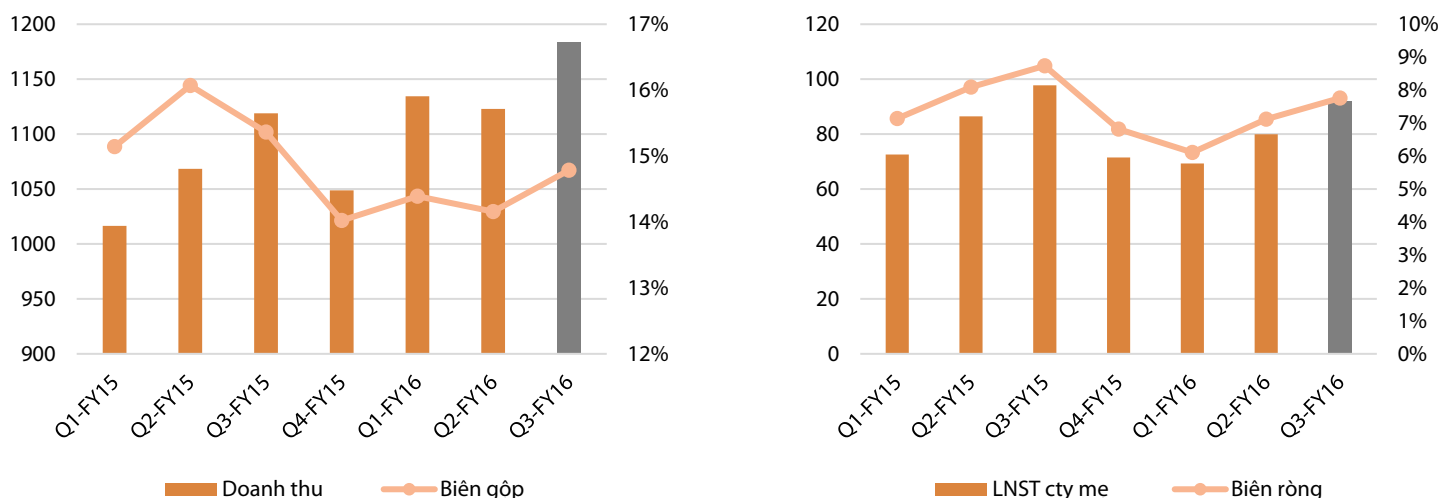
Kết quả kinh doanh Q3/2016 – Một sự ổn định đáng quan ngại

Trong Q3/2016, VNS đạt mức doanh thu 1.184 tỷ đồng, tăng trưởng nhẹ 5,8% yoy. LNST cty mẹ đạt mức tăng trưởng âm -6,0% yoy, tương ứng ~92 tỷ đồng. Có thể nói, mức tăng trưởng doanh thu khiêm tốn không thể kéo lợi nhuận kinh doanh chính cải thiện theo trong bối cảnh hầu hết các loại chi phí của VNS đều tăng nhẹ. Cụ thể, chi phí khấu hao (+12,1% yoy), chi phí tài chính (+15,6% yoy), chi phí bán hàng và quản lý (+14,9% yoy) tăng khá đều đặn trong thời gian qua. Những ảnh hưởng này thực tế đã thể hiện ra từ đầu năm 2016 đến nay. Tính chung 3 quý đầu năm, doanh thu và LNST cty mẹ lần lượt đạt 3.441 tỷ đồng (+7,4% yoy) và 241 tỷ đồng (-6,1% yoy).

Tuy nhiên, do tính chu kỳ của hoạt động kinh doanh taxi, Q3 thường là mùa cao điểm, LNST cty mẹ của VNS tăng trưởng khá tích cực so với Q2, 14,9% qoq. Biên lợi nhuận gộp đã phá vỡ đà sụt giảm trong thời gian qua khi đạt mức 14,8%, cao hơn con số 14,2% trong Q2 và đang là thời điểm VNS hoạt động có hiệu quả nhất trong năm. Ngoài ra, biên lợi nhuận của VNS vẫn còn ở mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành như Mai Linh (Hà Nội, Miền Trung và Miền Nam) hay Sài Gòn Tourist Taxi... và điều này cho thấy khả năng cạnh tranh về giá cước của VNS tại thị trường Việt Nam là vẫn còn.

Theo đánh giá của RongViet Research, nguyên nhân dẫn đến việc sụt giảm biên lợi nhuận của VNS trong mấy năm gần đây đến từ Uber và Grab khi VNS phải điều chỉnh mức lợi nhuận ăn chia với tài xế nhằm duy trì lượng xe và độ phủ lớn, tránh tình trạng nhân viên chuyển qua hoạt động cho các công ty công nghệ. Ngoài ra, biên ròng cũng chỉ đạt mức 7,8% so với 8,8% cùng kỳ năm 2015. Việc VNS đẩy mạnh hoạt động marketing và các chương trình khuyến mại cho khách hàng sử dụng Vinasun App cùng việc vận hành dòng xe Vcar cũng là một điểm khiến cho chi phí tăng mạnh trong thời gian qua.

Hình 1: Kết quả kinh doanh của VNS theo quý



Nguồn: VNS, RongViet Research

Với đặc tính của ngành dịch vụ, VNS vẫn duy trì được dòng tiền khá khỏe mạnh. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định và là nguồn nuôi sống các hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy trong hai năm trở lại đây, do nhu cầu cho hoạt động đầu tư khá lớn, chiếm gần như toàn bộ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, công ty phải sử dụng thêm vay nợ để cân đối với các khoản chi khác như nhu cầu vốn lưu động, cổ tức cho cổ đông... Chúng tôi đánh giá rủi ro tài chính của doanh nghiệp là khá thấp nhưng việc tăng sử dụng nợ trong bối cảnh doanh thu tăng trưởng chậm là yếu tố cần được theo dõi. Chi tiết, trong Q3/2016, vay và nợ thuê tài chính dài hạn phục vụ cho mục đích đầu tư xe tăng mạnh lên 645 tỷ đồng, +18,4% yoy.

Triển vọng ngành dịch vụ taxi tại Việt Nam vẫn khá tích cực

Trong Q3/2016, tăng trưởng GDP Việt Nam ước đạt 5,9%, cao hơn so với kì vọng của RongViet Research. Tính chung cả năm, GDP Việt Nam 2016 và 2017 được chúng tôi kì vọng sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt 6,1% và 6,5%. Mặc dù những con số trên phần nào cho thấy sự chứng lại của tăng trưởng kinh tế, thu nhập bình quân đầu người vẫn liên tục có sự cải thiện tương đối đều đặn trong vòng 5 năm trở lại đây. Bên cạnh đó, tầng lớp trung lưu ở Việt Nam được đánh giá có mức tăng trưởng nhanh nhất trong khu vực ĐNÁ với triển vọng tăng từ 12 triệu người trong năm 2012 lên 33 triệu người vào năm 2020. Đây được xem là động lực tăng trưởng cho tất cả các ngành tiêu dùng, dịch vụ giải trí, du lịch, trong đó taxi là một nhu cầu thiết yếu trong điều kiện phương tiện công cộng còn khá hạn chế ở Việt Nam. Ngoài ra, với thuế suất nhập khẩu ô tô được dự đoán sẽ giảm dần trong thời gian tới nhưng lộ trình sẽ diễn ra trong dài hạn và cơ sở hạ tầng cho việc đậu xe cũng như bến bãi tại TP.HCM chưa thực sự phát triển, nhu cầu taxi dự kiến sẽ vẫn có sự cải thiện trong dài hạn. Bên cạnh đó, sự sụt giảm của giá dầu trong 2 năm trở lại đã phần nào giảm áp lực về chi phí cho hoạt động của các doanh nghiệp taxi, từ đó cải thiện biên lợi nhuận, tạo "room" cho việc hạ giá cước và thúc đẩy nhu cầu sử dụng.

Cạnh tranh khốc liệt tại thị trường taxi miền Nam

VNS tiếp tục duy trì vị thế đầu ngành. VNS đang có những lợi thế dẫn đầu lớn trong ngành tại khu vực miền Nam với độ phủ xe rộng nhất trong phân khúc doanh nghiệp taxi truyền thống. Tại thị trường miền Nam, tính riêng cuối năm 2015, tổng số lượng xe đang hoạt động của VNS là 6.141 chiếc. Nếu loại trừ đi các khu vực như Đà Nẵng, Bình Dương, Vũng Tàu, Cần Thơ..., số lượng xe ước tính tại thị trường Tp. HCM là trên 5.500 chiếc. Trong khi đó, mặc dù với tổng số lượng xe taxi trên cả nước trên 11.000 đơn vị, Mai Linh chỉ phân bố 3.500 – 3.700 chiếc tại khu vực miền Nam, đứng thứ 2 về thị phần. Ngoài ra, VNS là doanh nghiệp tại khu vực miền Nam có số lượng những sảnh đón/bắt xe nhiều nhất với ~1.500 điểm và phần lớn đã phủ khắp các điểm trọng yếu tại địa bàn Tp. HCM.

Mặc dù vậy, VNS đang đối mặt với cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ mới và cũ. Đầu tiên là Phương Trang Taxi, với khá nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực vận tải người và hàng hóa đường bộ. Tính đến cuối năm 2015, tổng số taxi nhãn hiệu Phương Trang vẫn còn khá khiêm tốn với 150 chiếc và phần lớn là dòng xe 4 chỗ Hyundai Grand i10 với chi phí vận hành khá thấp. Việc mở rộng hoạt động ra phân khúc trung chuyển lộ trình ngắn giúp Phương Trang hoàn thành chuỗi giá trị dịch vụ vận tải của mình. Theo đó, với chi phí cạnh tranh và lộ trình hiện tại, Phương Trang Taxi trong thời gian tới sẽ tiến đến vị trí thứ 3 trong thị trường taxi tại TP. HCM khi dự tính đầu tư lên đến 2.000 xe. Mặc dù vậy, với thị trường vốn đã khá "đông đúc" như TP. HCM, Phương Trang Taxi sẽ cần thời gian ít nhất lên đến 2 – 3 năm để đạt được số lượng taxi như trên.

Bên cạnh đó, với chiến lược đầu tư 10.000 xe điện tại TP.HCM trong vòng 10 năm tới từ Mai Linh, đây sẽ là tình huống cạnh tranh mà VNS cần phải cân nhắc chiến lược đối phó trong dài hạn. Trong trung và ngắn hạn, chúng tôi cho rằng taxi điện chưa phải là bài toán chiến lược hợp lý do (1) chất lượng cơ sở hạ tầng nhằm phục vụ xe điện tại miền Nam, đặc biệt là TP. HCM còn tương đối thấp, (2) thời gian vận hành liên tục khá thấp cũng như thời gian nạp năng lượng khá lâu, không phù hợp cho dịch vụ taxi và (3) chi phí đầu tư xe điện cao trong khi Mai Linh đang đối mặt tình hình tài chính không mấy tích cực. Ngoài ra, Mai Linh cũng đầu tư vào những mảng xe chạy tại các đô thị vệ tinh xung quanh khu vực TP HCM nhằm đánh vào những phân khúc chưa được khai thác mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá hoạt động trên sẽ chưa thể đem lại nhiều ảnh hưởng trọng yếu lên VNS do TP. HCM vẫn là địa điểm đóng góp trọng yếu vào KQKD của doanh nghiệp.

Trong thời điểm hiện tại, VNS đang đối mặt với những rủi ro mất thị phần lớn nhất đến từ doanh nghiệp công nghệ kết nối như Uber và Grab (E-Hailing applications). Có thể nhận thấy với thời gian gia nhập thị trường của Grab và Uber từ năm 2014 đến nay, biên lợi nhuận của VNS có sự sụt giảm cũng như mức độ tăng trưởng đã có sự chững lại so với thời điểm trước đây. Tính đến đầu năm 2016, Việt Nam trở thành thị trường tăng trưởng dịch vụ Uber nhanh thứ 2 và chỉ đứng sau Trung Quốc (mới thâm nhập thị trường 1 năm trở lại). Uber cung cấp hơn 1,5 triệu chuyến đi chỉ tính riêng tại Hà Nội và đã vượt qua các thành phố lớn trên thế giới như London, Paris, Singapore... Với độ xâm nhập thị trường Việt Nam của phân khúc điện thoại thông minh đang ở mức cao trong khu vực Đông Nam Á (>50% người sử dụng điện thoại sở hữu điện thoại thông minh) cộng với tỷ lệ 75% người dùng có dịch vụ internet di động (cao nhất tại Đông Nam Á), không khó để giải thích cho sự tăng trưởng vượt trội của Uber và Grab với tốc độ nhanh nhất so với các nước trong khu vực. Điều này cho thấy những khó khăn trực diện mà Uber và Grab mang đến cho VNS, bằng các chương trình khuyến mại và chi phí di chuyển thấp, hai công ty này đang là đối thủ cạnh tranh trực tiếp và đe dọa thị phần của VNS.

Đối phó với cạnh tranh từ các ứng dụng E-hailing – Nhiều thách thức

Đối phó cạnh tranh bằng cách “bắt chước” đối thủ. Vcar và Vinasun App là 2 chiến lược VNS đang áp dụng nhằm giảm thiểu rủi ro đến từ ứng dụng như Uber và Grab. Trong năm 2016, VNS chính thức ra mắt ứng dụng đặt xe trên điện thoại di động Vinasun App nhằm cạnh tranh trực tiếp với các ứng dụng hiện hữu. Theo tìm hiểu của RongViet Research, Vinasun App là ứng dụng thay thế phương thức gọi qua tổng đài và hiện tại vẫn còn thiếu khá nhiều chức năng để có thể so sánh được với Uber và Grab trong thời điểm hiện tại. Theo đó, Vinasun App chưa cho phép thanh toán qua thẻ hay ước tính chi phí trước khi đặt xe. Có thể thấy, ứng dụng trên phần nào chỉ để thay thế phương thức đặt xe hiện hữu của VNS.

Bảng 1: So sánh cách thức vận hành dựa trên ứng dụng E-hailing phổ biến với Vinasun App

	Vinasun App	Uber	Grab
Phương thức thanh toán	Tiền mặt	Tiền mặt Thẻ thanh toán	Tiền mặt Thẻ thanh toán
Lộ trình	Xác định trước	Xác định trước	Xác định trước
Cước phí	Không xác định trước	Xác định trước	Xác định trước
Đưa/đón khách	Xác nhận qua điện thoại	Xác nhận qua điện thoại	Xác nhận qua điện thoại
Hệ thống đánh giá	1 chiều Khách hàng đánh giá tài xế	2 chiều Khách hàng và tài xế có thể đánh giá lẫn nhau	1 chiều Khách hàng đánh giá tài xế
Tài xế	Thuê	Bán thời gian	Thuê/Bán thời gian
Phương tiện vận chuyển (xe)	Sở hữu	Không sở hữu	Không sở hữu
Quan hệ giữa chủ app và tài xế	Người thuê – Người lao động	Quan hệ hợp tác	Quan hệ hợp tác

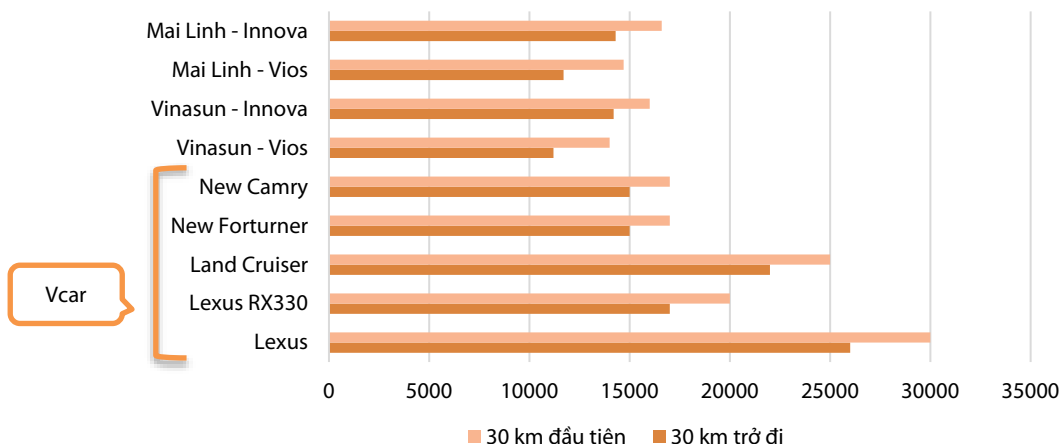
Nguồn: RongViet Research

Ngoài ra, VNS đang vận hành chạy thử 150 – 200 xe Vcar – dòng xe cao cấp bao gồm Lexus, Land Cruiser, Fortuner... và không dán vỏ xe như xe taxi thông thường. Hình thức trên sẽ là chở khách theo hợp đồng và trong thời điểm hiện tại VNS đang thí điểm phân khúc trên ở 8 tỉnh thành chính là TP. HCM, Đà Nẵng, Cần Thơ, Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu, Khánh Hòa, và Đồng Tháp. Bên cạnh đó, dòng xe Vcar chỉ có thể được đặt qua ứng dụng Vinasun App và tổng đài với chi phí cao hơn khá nhiều so với taxi thông thường (Hình 2). Ngoài ra, xe Vcar loại giá cước thấp thì chất lượng xe khá tương đồng với taxi thông thường hoặc tương tự như phân khúc tầm trung của các lái xe Uber. Do đó, chúng tôi chưa thấy được tiềm năng và hiệu quả của mô hình kinh doanh này trong trung và ngắn hạn khi dịch vụ Uber và Grab mang lại vẫn có những ưu thế về sự tiện lợi cũng như giá cả.

Mặc dù vậy, đây là những bước đi thể hiện sự linh động trong chiến lược của VNS khi các doanh nghiệp taxi khác chưa có những động thái nào nhằm đối mặt với Uber và Grab. Trong tương lai, VNS sẽ tiếp tục

đầu tư xe mới và thanh lý xe cũ nhằm cải thiện chất lượng xe cũng như duy trì độ phủ sóng tại thị trường Tp. HCM.

Hình 2: So sánh giá cước taxi thường và Vcar



Nguồn: RongViet Research

Phân tích chi tiết hơn về giá cước

Cũng cần lưu ý rằng rằng yếu tố tiên quyết ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn dịch vụ đến từ giá cước. Theo đó, trong khi Uber đang áp dụng giá cước thả nổi theo nhu cầu thì Vinasun (hay các doanh nghiệp taxi truyền thống khác) và Grab đang có mức cước cố định (Grab vẫn tăng giá vào giờ cao điểm). Theo ước tính và tìm hiểu của RongViet Research, cấu thành giá cước của Uber, Grab và Vinasun có những yếu tố khác biệt tiên quyết sau:

So sánh cước phí di chuyển của Vinasun, Grab và Uber*

*RongViet Research ước tính theo giả định khoảng cách là 7km (từ 141 Nguyễn Du đến Sân bay Tân Sơn Nhất), thời gian di chuyển ước tính 20 – 25p, không tính các phụ phí khác, không tính các chương trình khuyến mại và không phải giờ cao điểm. Giá Uber được chúng tôi lấy tại trang chủ tại ngày 08/11/2016.

Thành phần	Cước cơ bản	Cước km	Cước theo phút	Tổng
Vinasun – 4 chỗ	11.000/500m	14.500 * 6.5	0	105.250
Vinasun – 7 chỗ	12.000/500m	16.500 * 6.5	0	119.250
GrabCar – 4 chỗ	24.000/2km	11.700 * 5	0	82.500
GrabCar – 7 chỗ	28.000/2km	14.000 * 5	0	98.000
UberX	4.500	7000 * 7	450	79.000 – 104.000
UberBlack	6.500	11.500 * 7	600	125.000 – 164.000
Uber – 7 chỗ	6.500	11.500 * 7	600	125.000 – 164.000

Nguồn: RongViet Reseach

Có thể nhận thấy cước của Grab đang thấp hơn Vinasun trong khoảng 15 – 20%, trong khi đó đối với UberX, giá cước (tính trung bình) thấp hơn 10 – 15%. Bên cạnh đó, phân tích cơ cấu giá cước, ứng dụng E-hailing có lợi thế hơn Vinasun ở các khoảng đường đi ngắn khi ước tính 2km đầu, giá cước của Grab chỉ xấp xỉ 12.000 đồng/km và Uber có thể chỉ nằm trong khoảng từ 10.000 – 12.000 đồng, trong khi Vinasun là ~16.375 đồng. Ngoài ra, khách hàng sử dụng Uber chỉ bị áp cước cơ bản và phí tối thiểu 15.000 đồng/chuyến mà không có phí mở cửa xe.

Đối với Grab, do đã đăng kí loại hình kinh doanh vận tải tại Việt Nam và đóng thuế trong thời gian hoạt động tại đây, mức độ cạnh tranh về giá cước phần nào bị sụt giảm khi không có các chương trình khuyến



mại. Mặc dù vậy, điều này cũng thể hiện khả năng duy trì mặt bằng giá hiện tại của Grab là hoàn toàn có thể do không chịu rào cản pháp lý nào khác.

Trong thời điểm hiện tại, Grab cũng đã tấn công và thâm nhập các phân khúc vận tải khác như GrabBike (dịch vụ vận chuyển bằng xe máy), Grab for Work (dịch vụ di chuyển cho doanh nghiệp) và GrabExpress (dịch vụ vận chuyển hàng hóa). Theo đánh giá, sự mở rộng hoạt động của Grab sẽ hướng tới mục đích chính nhằm tăng khả năng nhận diện thương hiệu và sẽ không có nhiều sự ảnh hưởng lên Vinasun do GrabBike và GrabExpress không nằm trong phân khúc taxi và khối khách hàng thẻ (phục vụ doanh nghiệp) đã được VNS phát triển từ rất lâu. Do đó, sẽ khó để Grab for Work thực sự bắt kịp nếu không đưa ra những mức chiết khấu hấp dẫn hơn VNS hoặc Mai Linh đã cung cấp trong thời gian qua. Theo đó, khách hàng thẻ của VNS được chiết khấu lũy tiến từ 3% - 21% còn Mai Linh sẽ là 2% - 8% hàng tháng.

Về Uber, với quyết định từ Bộ Tài chính về việc chính thức thực hiện thu thuế từ Uber, việc này sẽ thu hẹp sự khác biệt về cước giữa Uber và các doanh nghiệp taxi truyền thống. Bên cạnh đó, KQKD của Uber cho thấy những vấn đề chính những công ty công nghệ đang gặp phải là (1) chi phí cao, dẫn đến biên lợi nhuận thấp, (2) phải liên tục huy động vốn nhằm phục vụ cho việc tăng trưởng và (3) KQKD sẽ khó cải thiện khi độ phủ ứng dụng đã đạt ngưỡng bão hòa. Bên cạnh đó, trong những ưu điểm của Uber và Grab như chi phí thấp, sự tiện lợi trong việc đặt xe và thanh toán cũng như mở ra cơ hội thu nhập, các phần mềm kết nối trên cũng không tránh khỏi những nhược điểm trọng yếu. Thứ nhất là sự thay đổi đột ngột về giá theo “cung cầu” đặc biệt trong “giờ cao điểm” hoặc những lúc yếu tố thời tiết làm ảnh hưởng đến nhu cầu sử dụng dịch vụ. Ngoài ra, với những cung đường dài, khách hàng sử dụng Uber phải chi trả cho khoảng phí theo phút. Do đó, với tình hình giao thông hiện tại tại TP.HCM, điều này sẽ tạo thành một điểm bất lợi khác cho Uber.

Trong bức tranh cạnh tranh ở trên, VNS đang dẫn đầu về thương hiệu cũng như giá dịch vụ, khả năng tăng giá cước của VNS trong thời gian tới là rất hạn chế, thậm chí ngay cả khi giá dầu phục hồi. Do đó, biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh suy giảm là điều khó tránh khỏi. Chúng tôi nhận thấy VNS vẫn có những lợi thế ở các kênh khách hàng nhất định tại các điểm tập trung (văn phòng, trung tâm thương mại, khách sạn, nhà hàng...), khách hàng doanh nghiệp, khách hàng trên đường hoặc khách đi sân bay, hành lý nhiều, khách nhóm. Ngoài ra, RongViet Research đánh giá khả năng cân bằng của thị trường taxi trong dài hạn giữa phân khúc truyền thống và ứng dụng bắt xe là chưa thể xảy ra. Do đó, việc lựa chọn đúng hướng đi để phát huy thế mạnh của mình, chấp nhận phân chia lại thị trường có thể là hướng khả thi hơn là cạnh tranh đối đầu với những công ty công nghệ. Theo đánh giá của chuyên viên, VNS có khả năng cao sẽ tiếp tục duy trì giá cước như trong thời điểm hiện tại nhằm tránh tình trạng gia nhập vào cùng phân khúc Taxi giá thấp. Bên cạnh đó, VNS sẽ có những mảng hoạt động riêng nhằm cạnh tranh trực tiếp với Uber và Grab như đã đề cập ở trên là Vcar và Vinasun App.

Quan điểm và định giá:

Với sự xâm nhập mạnh mẽ từ Uber và Grab trong vòng 2 năm qua, VNS cũng như các công ty taxi truyền thống đang phải đương đầu với cạnh tranh và chịu những tác động tiêu cực lên KQKD cũng như hiệu quả hoạt động. Sự hiệu quả, tiện lợi cũng như chi phí cạnh tranh của các doanh nghiệp công nghệ thúc đẩy ngành taxi truyền thống phải có sự chuyển mình và VNS đang dẫn đầu bằng thử nghiệm với Vinasun App và Vcar. Mặc dù chưa nhìn thấy triển vọng rõ ràng nào từ chiến lược mới này, chúng tôi đánh giá cao tính năng động của VNS trước những tác động từ cạnh tranh.

Nhìn về dài hạn, RongViet Research cho rằng VNS có khả năng sẽ tăng trưởng chậm hơn tăng trưởng của ngành hoặc chỉ có thể cố gắng duy trì lợi nhuận. Cuộc chiến giành thị phần sẽ còn tiếp diễn cho đến khi nào thị phần giữa các bên được xác lập. Từ nay đến đó, chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp taxi truyền thống đều phải tiêu tốn nhiều chi phí để bảo vệ “miếng bánh” của mình hoặc xác lập mạnh mẽ

ranh giới của phân khúc mà họ muốn chiếm giữ. Đối với VNS, phân khúc khách tại các điểm tập trung, hoặc khách văn phòng có thể sẽ là mảng hoạt động tiềm năng nên tập trung chú trọng trong tương lai.

Xét về định giá, VNS đang ở mặt bằng định giá thấp so với các cổ phiếu có cùng hiệu quả hoạt động hay so sánh chung với toàn thị trường, tuy vậy, đặt trong bối cảnh cạnh tranh hiện tại và chắc chắn còn tiếp diễn trong tương lai của ngành, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu VNS.

Phụ lục – VNS liệu đang được thị trường định giá thấp?

Bảng 1: Doanh nghiệp cùng ngành và một số chỉ tiêu tài chính

Quốc gia	Tên công ty	Mã	Vốn hóa (tỷ VND)	P/E	EV/EBITDA hiện tại	P/B
Việt Nam	Vietnam Sun Corp	VNS VN	2.307	7,89	4,06	1,40
Đài Loan	Taiwan Taxi Co Ltd	2640 TT	1.481	14,88	-	1,86
Indonesia	Express Transindo Utama Tbk	TAXI IJ	647	-	4,60	0,43
Indonesia	Steady Safe Tbk Pt	SAFE IJ	100	34,91	-	-
Indonesia	Blue Bird Tbk Pt	BIRD IJ	12.815	9,09	5,61	1,76
Trung bình (Tỷ trọng vốn hóa)			3.445	9,15	4,85	1,65

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

Có thể nhận thấy nếu so sánh với các quốc gia khác, đặc biệt với doanh nghiệp Blue Bird – hoạt động khá giống Vinasun và cũng đang tìm cách để đổi mới với những ứng dụng E-hailing (App di động và dòng xe sang), VNS đang được thị trường đưa ra một chiết khấu nhất định về định giá (~12 – 15% so với trung bình ngành).

Bảng 2: Doanh nghiệp cùng ngành và một số chỉ tiêu tài chính

Tên công ty	Vốn hóa (tỷ VND)	Biên gộp – Quý	Biên gộp – Năm	ROA – 12 tháng	ROE – 12 tháng	Nợ/Vốn CSH
Vietnam Sun Corp	2.307	14,79	15,16	10,45	18,42	66,41%
Taiwan Taxi Co Ltd	1.481	40,88	48,42	5,50	12,49	71,70%
Express Transindo Utama Tbk	647	19,62	35,16	(1,50)	(4,79)	172,43%
Steady Safe Tbk Pt	100	-	85,80	8,85	-	-
Blue Bird Tbk Pt	12.815	26,73	30,55	11,51	21,13	45,50%

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

Mặc dù vậy, đánh giá về hiệu quả hoạt động kinh doanh lại cho thấy những bức tranh khá trái ngược. Biên lợi nhuận của VNS đang đứng ở mức thấp trong ngành và có xu hướng sụt giảm. Điều này là bối cảnh chung của toàn ngành do sự đổ bộ của Uber và Grab trong vòng 2, 3 năm trở lại đây. Tuy nhiên, nhìn về lợi nhuận dựa trên tài sản và vốn chủ, VNS đang cho thấy ưu thế vượt trội hơn khi giữ vững mức trên 10%. Ngoài ra, tỷ lệ nợ của VNS cũng ở mức khá an toàn khi chỉ xấp xỉ 66%.

Bảng 3: Tăng trưởng về doanh thu

	2015	2014	2013	2012	2011
Vietnam Sun Corp	12,78%	19,38%	16,39%	19,30%	38,37%
Taiwan Taxi Co Ltd	10,62%	32,98%	27,53%	12,25%	28,78%
Express Transindo Utama Tbk	9,03%	29,52%	31,88%	53,94%	54,32%
Steady Safe Tbk Pt	-27,11%	-22,00%	-23,32%	-29,98%	-12,59%
Blue Bird Tbk Pt	14,99%	21,37%	26,51%	20,88%	-

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

Bảng 4: Tăng trưởng về lợi nhuận sau thuế

	2015	2014	2013	2012	2011
Vietnam Sun Corp	4,9%	39,9%	48,0%	13,7%	-25,9%
Taiwan Taxi Co Ltd	-28,5%	17,2%	51,4%	20,6%	34,9%
Express Transindo Utama Tbk	-75,1%	-21,0%	52,4%	24,3%	89,7%
Steady Safe Tbk Pt	-73,6%	-16,5%	-167,6%	-27,7%	-381,6%
Blue Bird Tbk Pt	2,8%	-8,5%	446,8%	87,1%	0,0%

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

Bên cạnh đó, VNS cùng với Blue Bird duy trì được mức tăng trưởng doanh thu mặc dù tốc độ tăng trưởng đang suy yếu dần. Trong khi các doanh nghiệp khác đang đối mặt với sự sụt giảm nghiêm trọng về lợi nhuận, VNS giữ vững được đà cải thiện so với cùng kì. Điều này chứng tỏ khả năng “chống chịu” của VNS đang là khá tốt trong thời điểm hiện tại với các chiến lược kinh doanh khá nhanh nhạy. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng còn khá nhiều điểm VNS phải chứng tỏ bản thân cùng với mức định giá thực sự chưa có nhiều khác biệt so với trung bình ngành, RongViet Research vẫn duy trì mức đánh giá thận trọng là **THEO DÕI** đối với cổ phiếu VNS.

BÁO CÁO CẬP NHẬT NHANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản 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 báo cáo 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 bản 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. Rong Viet Securities 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 bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities 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 trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**