

BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (23/11/2016):	VND	33.900
Giá trị nội tại dài hạn:	TT định giá đúng	
Giá mục tiêu:	VND	36.500
Xu hướng ngắn hạn		Trung lập
Ngưỡng kháng cự	VND	
Ngưỡng hỗ trợ	VND	
Mã Bloomberg: VNS VN	Sở giao dịch: HSX	
Ngành:	Dịch vụ du lịch	
Beta:		0,6
Giá cao/thấp nhất 52 tuần (đồng)		37.800/24.400
SLCP đang lưu hành		67.859.192
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)		2.354,7
Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do (%)		67.859.192
KLGDBQ 12 tháng		190.900
Sở hữu nước ngoài (%)		5,43%

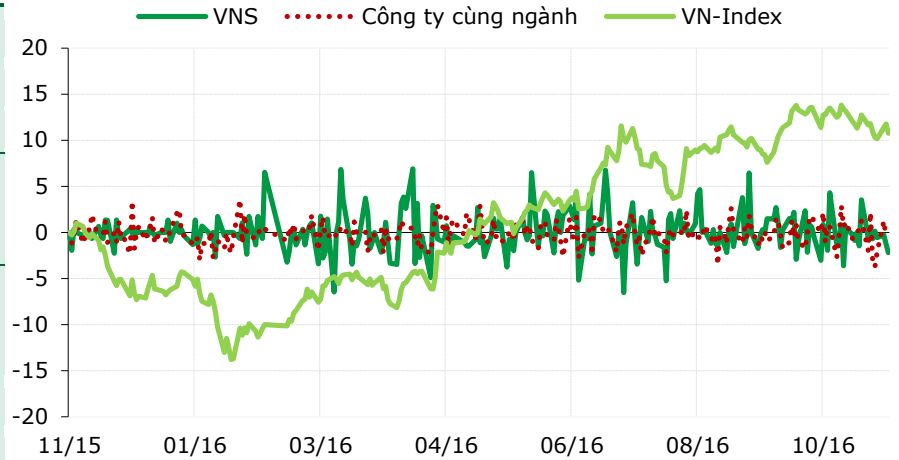
Năm	Cổ tức	EPS (đồng)
2016F	20%	4.806
2015	20%	4.836
2014	20%	4.611
2013	20%	3.297

Chỉ số trượt	VNS	Ngành	VNI
P/E (lần)	7,9	11	16,2
P/B (lần)	1,9	2,1	1,9
EV/EBITDA	3,9	6,1	10,4
Nợ/VCSH	62,4	64,3	99
Biên LN ròng	7,7	6,4	8,5
ROE	18,4	21,4	11,8
ROA	10,4	10,6	2
(Tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Doanh thu	4.252,2	4.610,2	5.186,5
EBITDA	810,2	869,3	896,7
LNST	328,2	326,1	323,2

Introduction:

Vinasun Corp được thành lập từ năm 1995 và chính thức bắt đầu cung cấp dịch vụ taxi từ năm 2003. Năm 2008, công ty tiến hành cổ phần hóa và niêm yết trên sàn chứng khoán TP.HCM.

HĐ kinh doanh chủ yếu của VNS bao gồm vận tải taxi, dịch vụ du lịch và một số lĩnh vực khác.



Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** cho VNS với giá mục tiêu là 36.500 đồng/cổ phiếu trong 12 tháng tới với những luận điểm sau:

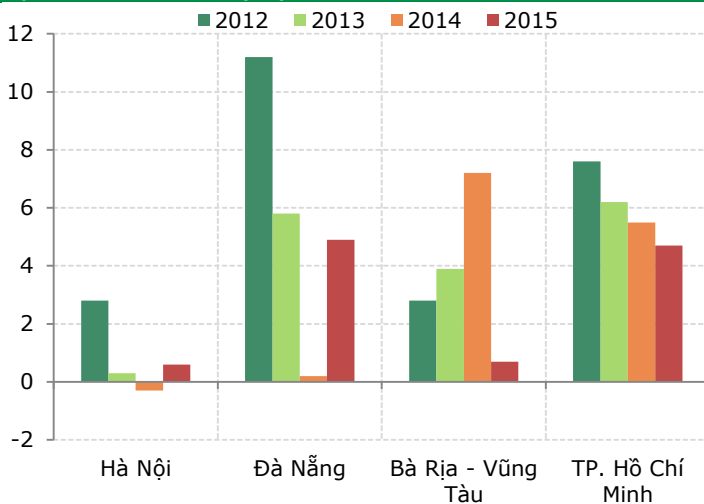
- ❖ **Kết quả kinh doanh đang cho thấy dấu hiệu chứng lại** do thiệt hại từ cuộc chiến giành thị phần với các đối thủ nước ngoài là Grab và Uber. Trong 9T/2016, LNST hợp nhất đạt 242,5 tỷ đồng, giảm 5,9% so với cùng kỳ năm 2015. Biên lợi nhuận gộp cũng theo đó giảm xuống từ 8% trong 9T/2015 xuống còn 7% năm 2016.
- ❖ **Kế hoạch trả cổ tức của VNS đều đặn với tỷ lệ khá hấp dẫn.** VNS sẽ trả cổ tức với tỷ lệ 20% trong năm 2016 – mức cổ tức tương đối hấp dẫn. Tuy nhiên, tại mức giá hiện tại và xem xét đến tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn, tỷ suất cổ tức của VNS là 5,9% thấp hơn lãi suất huy động ngân hàng.
- ❖ **Cơ hội tăng trưởng trong ngắn hạn là không nhiều chủ yếu là do** sự cạnh tranh ngày càng tăng. Ngoài ra, VNS cũng chưa chú trọng vào việc phát triển ở các thị trường khác.
- ❖ **Thị trường đang định giá thấp với cổ phiếu của VNS.** Tuy nhiên, chỉ số ROE và ROA trượt 12 tháng của VNS lần lượt là 18,4% và 10,4%, tức là thấp hơn mức TB ngành, cho thấy VNS vẫn đang trong giai đoạn tái cơ cấu.
- ❖ **Triển vọng tích cực từ dịch vụ vận tải cao cấp Vcar.** Trong thời gian tới, VNS sẽ chú trọng phát triển đội xe Vcar nhằm phục vụ khách hàng phân khúc cao cấp. Với biên lợi nhuận gộp ước vào khoảng 20%, dịch vụ Vcar hứa hẹn sẽ là động lực tăng trưởng mạnh mẽ trong tương lai.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

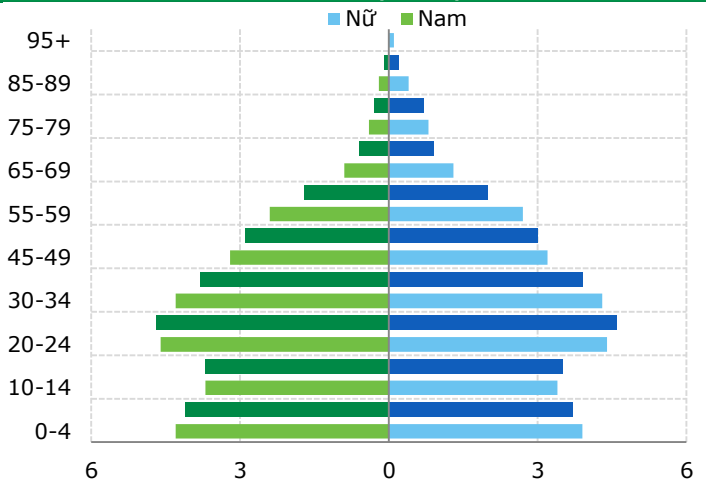
KẾT QUẢ KINH DOANH 9T/2016

Kết quả kinh doanh hợp nhất 9T/2016 của VNS kém khả quan (lợi nhuận sau thuế giảm 5,9% theo năm) nguyên nhân chủ yếu là do thiệt hại đến từ cuộc đua giành thị phần với hai tân binh của thị trường vận tải taxi, đó là Uber và Grab. Doanh thu đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của VNS là vận tải taxi vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng khá, đạt 3.346,2 tỷ đồng (tăng 4,9% so với cùng kỳ năm ngoái). Doanh thu vận tải taxi của VNS được hưởng lợi từ nhiều yếu tố vĩ mô như: (1) GDP của Việt Nam tăng trưởng ổn định trong những năm gần đây, góp phần cải thiện chất lượng cuộc sống và xu hướng chi tiêu của người tiêu dùng (chuyển sang sử dụng những phương tiện giao thông có chi phí cao hơn), (2) hệ thống hạ tầng tại địa bàn mà VNS hoạt động như Tp.HCM, Nha Trang, Đà Nẵng, Vũng Tàu ngày càng được cải thiện, thuận tiện cho việc điều phối cũng như cắt giảm chi phí vận chuyển, (3) lượng khách quốc tế đến Việt Nam ngày càng gia tăng, đặc biệt tập trung ở những khu vực có sự hoạt động của VNS, (4) dân số Việt Nam là dân số trẻ (40% dân số trong độ tuổi từ 25-49), có xu hướng chi tiêu thoáng hơn nên khả năng sử dụng dịch vụ giao thông tư nhân để di chuyển là cao hơn, (5) những địa bàn hoạt động lớn của VNS như Tp.HCM, Đà Nẵng có tỷ suất di cư thuận và tốc độ tăng trưởng dân số khá cao.

Tỷ lệ di cư thuận (%)



Cơ cấu dân số theo độ tuổi (2016)



Nguồn: Tổng cục thống kê

Doanh thu 9T/2016 của VNS đạt 3.441,3 tỷ đồng (tăng 8,4% theo năm), đạt 76,6% kế hoạch. Mặc dù tăng trưởng doanh thu đều đặn nhưng chỉ tiêu này đang có dấu hiệu chững lại khi so sánh với tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu trong 5 năm qua ở mức 16,9%. Tốc độ tăng trưởng doanh thu giảm chủ yếu là do việc mở rộng thị phần khó khăn do gặp sự cạnh tranh quyết liệt từ những đối thủ nước ngoài, nổi bật có Grab và Uber. Bên cạnh đó, số lượng taxi tại Tp.HCM – thị trường lớn nhất của VNS – hiện tại đã lên tới con số 13.000 chiếc, tức là vượt quy hoạch đến năm 2020 tới 300 chiếc. Tp.HCM, do đó, đã thực hiện những chính sách siết chặt số lượng xe taxi đăng ký mới, kiểm soát niên hạn xe từ 12 năm xuống còn 8 năm và chỉ cho phép đưa xe mới vào hoạt động khi đã thay thế xe cũ khiến việc tăng số lượng xe để gia tăng mật độ xe và thị phần gặp trở ngại. Việc thực hiện chính sách cũng như ban hành những biện pháp để kiểm soát giá cước, mức chiết khấu cho chủ xe đối với các hãng

xe sử dụng công nghệ như Uber và Grab chưa triệt để khiến cho nhiều doanh nghiệp truyền thống như VNS gặp nhiều trở ngại.

Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ còn 14,5% so với mức 15,5% cùng kỳ năm ngoái do chi phí khấu hao cho xe mới cũng như các chi phí lương, hỗ trợ tài chính cho các tài xế và các chi phí gián tiếp khác liên quan đến hoạt động cung cấp dịch vụ tăng lên như một nhu cầu tất yếu để tăng khả năng cạnh tranh với các doanh nghiệp khác.

Chi phí lãi vay trong 9T/2016 tăng lên mức 60,5 tỷ đồng, tăng 15,5% so với cùng kỳ năm ngoái do dư nợ tăng tương ứng.

Chi phí hoạt động của VNS tăng 14,9% theo năm trong 9T/2016 do công ty thực hiện tăng cường quản lý nhằm nâng cao chất lượng dịch vụ tổng đài, dịch vụ GPS và hệ thống điều động xe qua tin nhắn; tăng thưởng cho nhân viên và tài xế, tăng chi phí bảo hiểm xã hội; đầu tư vào công nghệ, phát triển ứng dụng di động; duy trì và mở rộng các điểm đón khách tại các cao ốc văn phòng cũng như trung tâm thương mại; số lượng xe mới được đưa vào hoạt động thay thế các xe cũ cũng gia tăng các loại chi phí như: thuế trước bạ 10%, phí đường bộ 2 triệu đồng/năm, lệ phí đăng ký xe mới.

Kết quả kinh doanh 9T/2016					
(Tỷ đồng)	9T/2016	9T/2015	% thay đổi	Kế hoạch 2016	% kế hoạch
Doanh thu	3.441,3	3.203,4	7,4%	4.495,6	76,6%
Vận tải taxi	3.346,2	3.189,3	4,9%		
Khác	95,1	14,1	574,5%		
Giá vốn hàng bán	2.944,1	2.705,9	8,8%		
LN gộp	497,3	497,5			
Biên LN gộp (%)	14,5%	15,5%			
Chi phí hoạt động	260,8	227	14,9%		
Doanh thu hoạt động tài chính	6,8	6,5	4,6%		
Chi phí tài chính	60,4	52,3	15,5%		
Thu nhập khác	120,4	105,8	13,8%		
Lợi nhuận trước thuế	303,3	330,5	-8,2%	330	91,9%
Thuế TNDN	60,7	72,7	-16,5%		
Lợi nhuận sau thuế	242,6	257,8	-5,9%	264	91,9%
LNST của cổ đông công ty mẹ	241,1	256,8	-6,1%		
Biên LNST (%)	7,0%	8,0%			
EPS (đồng)	3.239	3.768	16,3%		

Nguồn: VNS, VPBS

Trong 9T/2016, thu nhập khác từ hoạt động thanh lý xe tăng 13,8% do công ty đẩy mạnh việc thay mới xe cũ nhằm đảm bảo chất lượng dịch vụ. Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ đạt 241,1 tỷ đồng, giảm 6,1% so với cùng kì, ghi nhận biên lợi nhuận là 7,0% so với mức 8,0% cùng kì năm ngoái.

Tổng nợ vay vào thời điểm cuối Q3/2016 đạt mức 1.098,7 tỷ đồng (tăng 22,6% so với đầu năm) do áp lực cạnh tranh ngày một gia tăng gây sức ép không nhỏ cho VNS, đòi hỏi công ty phải liên tục đầu tư xe mới (chủ yếu sử dụng vốn vay) để thay thế xe cũ nhằm duy trì chất lượng dịch vụ cũng như thị phần. Tỷ số thanh toán nhanh của VNS cũng vì thế giảm xuống mức 48,9%, giảm so với mức đầu năm là 63,8%, cho thấy những rủi ro tiềm ẩn trong ngắn hạn. Tuy nhiên, những rủi ro này chưa ở mức đáng lo ngại do công ty vẫn duy trì được tỷ lệ nợ/VCSH khá tốt ở mức 66,4%, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng ổn định và tỷ lệ nợ/tổng tài sản đang ở mức 35%, là mức tương đối an toàn. Tiền và tương đương tiền cuối Q3/2016 ở mức 229,8 tỷ đồng, giảm 14% so với con số đầu năm

TRIỂN VỌNG & DỰ PHÓNG 2016-2017

Doanh thu: Doanh thu từ hoạt động cốt lõi này của VNS có những thuận lợi từ các yếu tố vĩ mô như tăng trưởng GDP; tăng trưởng lượng khách du lịch đến Việt Nam; xu hướng dịch chuyển sang các đô thị phát triển có cơ sở hạ tầng tốt; chỉ số giá tiêu dùng CPI tăng... Ngoài những yếu tố vĩ mô, nội tại của VNS cũng có những yếu tố cạnh tranh bền vững như: (1) độ phủ sóng rộng khắp Tp.HCM với hơn 6.000 xe theo kế hoạch phát triển của năm 2016, chiếm khoảng 46% tổng số xe hoạt động trên địa bàn thành phố, (2) hệ thống điều phối xe bằng tổng đài 38 27 27 27 hoạt động hiệu quả, tránh tình trạng một khách hàng yêu cầu nhưng nhiều xe cùng lúc đến đón, (3) giá cước phí của VNS luôn được duy trì ổn định, không thay đổi tùy vào từng thời điểm, từng khung giờ như Uber và Grab, (4) VNS khai thác hiệu quả những tuyến đi tỉnh có quãng đường vận chuyển dài hay đi ra sân bay, thực hiện kết nối với các doanh nghiệp thông qua Vietinbank và có những sảnh đón khách ở các tòa nhà văn phòng hay trung tâm thương mại lớn, (5) quyền lợi của khách hàng luôn được đảm bảo bởi pháp luật cũng như năng lực quản lý chất lượng tài xế rất cao của VNS.

Mặc dù có những yếu tố thuận lợi đến từ vĩ mô lẫn nội tại doanh nghiệp, trong năm 2017, chúng tôi dự báo doanh thu từ hoạt động vận tải taxi của VNS vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng nhưng với tốc độ là 7,3%, cao hơn so với mức tăng trưởng doanh thu dự báo là 6% của năm 2016 nhưng so với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm CAGR trong giai đoạn 2011-2015, là 16,8%, thì vẫn thấp hơn khá nhiều. Nguyên nhân là do những tác động tiêu cực từ sự phát triển mạnh mẽ của 2 đối thủ Uber và Grab khiến cho số lượng khách hàng bị phân tán. Việc các hãng xe công nghệ này liên tiếp đưa ra những ưu đãi và các dịch vụ mới như UberMoto hay GrabBike cũng giúp cho thương hiệu của họ đến được gần hơn với công chúng hơn, qua đó làm tăng độ phủ sóng, mức độ nhận diện thương hiệu, khả năng sử dụng những dịch vụ như UberX hay GrabTaxi – vốn là dịch vụ dùng để cạnh tranh với các hãng taxi truyền thống – cũng theo đó tăng lên. Bên cạnh đó, cơ cấu dân số trẻ của Việt Nam cũng khiến cho việc khuyến khích và thay đổi thói quen sử dụng dịch vụ dễ dàng hơn, thúc đẩy sự chuyển dịch từ sử dụng taxi truyền thống sang sử dụng taxi công nghệ. Những bước đi mới của VNS nhằm đối phó với Uber và Grab như phát triển ứng dụng di động chưa thực sự mang lại hiệu quả vì: (1) thời điểm ra mắt quá muộn so với Uber và Grab, (2) khách hàng đã định vị VNS là doanh nghiệp taxi truyền thống nên việc phát triển ứng dụng di động không dễ dàng thuyết phục được người dùng so với Uber và Grab.

Tuy nhiên, dù phải đối mặt với nhiều khó khăn, VNS vẫn còn đó nhiều cơ hội dựa trên những ưu thế cạnh tranh của nội tại doanh nghiệp và cơ hội đến từ những nhược điểm của đối thủ. Một số các nhược điểm có thể được kể đến như: (1) giá cước phí (mô hình Surge Pricing Technology) không cố định và có hệ số rất cao khi gặp điều kiện bất lợi như: trời mưa, giao thông ùn tắc hay thậm chí là khi khu vực quanh địa điểm đặt xe có quá ít xe đang hoạt động; (2) rủi ro về chất lượng khi các thủ tục đăng ký làm lái xe cho các hãng này rất nhanh chóng, cũng không có rào buộc rõ ràng về mặt pháp luật (điển hình là Uber khi công ty này không đăng ký kinh doanh ở Việt Nam nên không chịu trách nhiệm với đối tác và khách hàng). Ngoài ra, mỗi công ty còn có các nhược điểm khác như: với Grab, khách hàng sẽ phải chịu phí khi thay đổi lịch trình; lái xe có quyền chọn không chở khách nếu thấy quãng đường quá ngắn... Sau khoảng thời gian đầu

xâm nhập thị trường với hàng loạt các ưu đãi cho người dùng và mức cước phí rất thấp, Uber đã bắt đầu gia tăng cước phí tối thiểu từ 5.000 đồng lên 15.000 đồng, cước phí mỗi kilometers từ 5.000 đồng lên 7.500 đồng. Trong tương lai gần, chúng tôi dự báo Uber sẽ khó có thể duy trì mức giá thấp như hiện tại còn với Grab, giá cước của họ vốn dĩ đã gần bằng giá cước của taxi truyền thống. Như vậy, yếu tố cạnh tranh lớn nhất của hai hãng taxi công nghệ này sẽ không còn tạo ảnh hưởng mạnh đến người tiêu dùng như trước và đây sẽ là cơ hội cho VNS và các hãng taxi truyền thống khác.

Ngoài ra, một điểm nhấn quan trọng trong hoạt động kinh doanh của VNS trong năm 2017 là dịch vụ xe cao cấp Vcar. Hiện tại, dịch vụ này của Vinasun vẫn trong giai đoạn phát triển ban đầu bao gồm việc xây dựng đội ngũ xe và tạo lập cổng kết nối đến với khách hàng nên chưa thể đóng góp được nhiều vào lợi nhuận của công ty. Thế nhưng, chúng tôi kỳ vọng với chủ trương phát triển dịch vụ này của VNS, nguồn cầu thực tế từ phân khúc khách hàng cao cấp và chất lượng dịch vụ, công nghệ được cải tiến sẽ tạo tiền đề phát triển cho năm 2018. Chúng tôi dự báo doanh thu cả năm 2016 sẽ là 4.610,2 tỷ đồng (tăng 8,4% theo năm) và doanh thu cả năm 2017 sẽ là 5.186,5 (tăng 12,5% theo năm).

Biên lợi nhuận gộp: Biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục xu hướng giảm trong năm 2017 do VNS tiếp tục phải duy trì mức chiết khấu cao cho các tài xế, khấu hao cho các xe mới đi vào hoạt động tăng, đặc biệt là ở các dòng xe cao cấp cho dịch vụ Vcar, khiến cho giá vốn tiếp tục tăng lên. Biên lợi nhuận gộp dự báo cho năm 2017 sẽ là 15,1% cao hơn so với mức dự báo 14,9% của năm 2016. Trong giai đoạn 2018 trở đi, biên lợi nhuận gộp của VNS dự báo sẽ tiếp tục tăng khi dịch vụ Vcar phát triển mạnh mẽ và việc chiết khấu cho các tài xế duy trì ổn định do (1) tỷ lệ tài xế chuyển qua lái cho Uber và Grab sẽ vẫn gia tăng nhưng dự kiến không còn tăng mạnh như trước khi 2 công ty cắt giảm rất mạnh khoản tiền trợ cấp doanh thu và đưa ra nhiều điều kiện, chỉ tiêu khiến cho các lái xe không còn hứng thú; (2) việc số lượng tài xế tham gia quá nhiều cũng khiến cho thu nhập mỗi tài xế giảm nhẹ khi lượng khách hàng bị phân tán và dịch vụ Vcar thời điểm này cũng bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận gộp chung của công ty sau giai đoạn đầu tư ban đầu.

Chi phí lãi vay: Chi phí lãi vay trong năm 2017 tiếp tục tăng do công ty gia tăng các khoản nợ vay để tiếp tục thực hiện chính sách thay mới xe cũ và đẩy mạnh đầu tư dịch vụ xe Vcar. Mức tăng của chi phí lãi vay được dự báo khoảng 28,5%, cao hơn rất nhiều so với mức tăng 16,7% của năm 2016.

Chi phí hoạt động (bao gồm chi phí bán hàng và chi phí quản lý): Tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu dự báo cho năm 2016 là 7,5% dựa trên kết quả của 9T/2016. Trong năm 2017, chúng tôi dự báo tỷ lệ này sẽ tăng lên mức 8,4%. Nguyên nhân là do mặc dù VNS nhiều khả năng sẽ không còn phải chi tiêu quá mức cho lương thưởng và các khoản mục trợ cấp, bảo hiểm để giữ chân nhân viên nhưng công ty vẫn phải chi tiền để đầu tư công nghệ, dịch vụ và chi phí phát sinh đối với xe mới đăng ký cũng như những khoản chi phí khác như chi phí bảo dưỡng, bảo trì xe (chiếm từ 1-2% tổng doanh thu của VNS), chi phí khuyến mãi để khuyến khích khách hàng sử dụng Vinasun App và các khách hàng doanh nghiệp...

Thu nhập khác từ hoạt động thanh lý xe: Trong năm 2017, công ty tiếp tục duy trì được dòng tiền tốt từ hoạt động thanh lý xe cũ với tỷ lệ thu hồi vốn năm

trong khoảng 60-70%. Trong năm 2016, theo kế hoạch từ ban quản trị, VNS sẽ tiến hành thanh lý 850 xe và đầu tư thêm 1.150 xe mới. Trên thực tế, dựa vào mức thực hiện của năm 2015 (số xe thanh lý và đầu tư mới thực tế lần lượt cao hơn 15% và 11% so với kế hoạch), chúng tôi dự báo mức thanh lý thực tế sẽ là 950 xe (cao hơn 11,8% so với kế hoạch) và mức đầu tư xe mới thực tế là 1.200 xe (cao hơn 4,3% so với kế hoạch). Trong năm 2017, chúng tôi cho rằng VNS sẽ tiếp tục duy trì chính sách thay mới xe cũ và phát triển tập trung đội xe Vcar. Vì vậy, số lượng xe thanh lý sẽ duy trì tốc độ hiện tại còn số lượng xe đầu tư mới sẽ giảm so với mức dự báo của năm 2016 do giá xe cao cấp (Camry, Fortuner và Lexus) cho đội xe Vcar là khá cao nên việc đầu tư mạnh mẽ trong thời gian gần đây sẽ khiến cho dòng tiền của doanh nghiệp không được ổn định và tạo ra những rủi ro thanh toán. Số lượng xe đầu tư mới sẽ là 1,600 chiếc và số lượng xe thanh lý sẽ là 900 chiếc. Tương ứng, thu nhập từ hoạt động này trong năm 2016 dự kiến đạt 162,5 tỷ đồng, và năm 2017 dự kiến là 182,8 tỷ đồng tăng 12,5% so với mức dự báo của năm 2016 và +25,9% so với năm 2015.

Từ những giả định trên, chúng tôi dự phóng **LNST** của cổ đông công ty mẹ VNS năm 2016 là 326,1 tỷ đồng, giảm 1% so với năm ngoái và năm 2017 là 323,2 tỷ đồng, giảm 0,8% so với mức dự báo của năm 2016.

Kết quả kinh doanh dự phóng					
(Tỷ đồng)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
Doanh thu	3.158,1	3.770,2	4.252,2	4.610,2	5.186,5
% tăng trưởng	-	19,4%	12,8%	8,4 %	12,5%
Vận tải taxi	3.142,1	3.746	4.234,2	4.488,1	5.063,7
Khác	16	24,3	17,9	122,1	122,8
Giá vốn hàng bán	2.621,8	3.141,5	3.607,6	3.925,5	4.404,4
LN gộp	536,2	628,7	644,6	684,7	782,1
Biên LN gộp (%)	17%	16,7%	15,2%	14,9%	15,1%
Chi phí hoạt động	214,9	253,8	300	348,7	438
Doanh thu hoạt động tài chính	0,9	7,7	9,4	9,7	10,2
Chi phí tài chính	65,6	64,5	71	82,9	106,5
Thu nhập khác	45,4	90,4	145,2	162,5	182,8
Lợi nhuận trước thuế	302	408,5	428	425,3	430,6
Thuế TNDN	77,6	94,5	98,7	98,1	106,2
Lợi nhuận sau thuế	224,4	313,9	329,3	327,2	324,4
LNST của cổ đông công ty mẹ	223,7	312,9	328,2	326,1	323,2
% tăng trưởng	-	39,9%	4,9%	-1%	-0,8%

Nguồn: VNS, VPBS dự phóng

TRIỂN VỌNG GIAI ĐOẠN 2018-2020

Triển vọng tăng trưởng trong giai đoạn 2018-2020, theo chúng tôi, của VNS là khá tích cực. Những động lực tăng trưởng chính của VNS trong giai đoạn này, ngoài những yếu tố vĩ mô như đã đề cập, đến từ nội tại của doanh nghiệp trong đó nổi bật là lợi nhuận đóng góp từ dịch vụ Vcar sau giai đoạn đầu tư ban đầu. Hiện tại, theo tính toán sơ bộ, số lượng xe cho dịch vụ Vcar vào khoảng 300 chiếc bao gồm chủ yếu là dòng xe Camry 4 chỗ với giá từ 16.000-17.000 đồng – mức giá khá hợp lý.

Nếu hoàn thành đúng như kế hoạch phát triển đội xe Vcar lên 2000 chiếc vào cuối năm 2018 và việc tái cơ cấu đội xe taxi truyền thống với tỷ lệ khoảng 70-75% là xe 7 chỗ, lợi nhuận gộp của VNS sẽ được cải thiện đáng kể và đây cũng là điều kiện giúp cho VNS đưa ra nhiều chính sách khuyến mãi, giảm giá để từ

đó gia tăng tính cạnh tranh của doanh nghiệp. Tổng số lượng đầu xe của VNS vào cuối năm 2018 được ước tính vào khoảng 7.900 chiếc.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu 36.500 đồng, tương đương với tiềm năng tăng giá khoảng 7,7% dựa trên cơ sở sử dụng phương pháp P/E và EV/EBITDA với tỷ trọng 50%-50% để định giá cổ phiếu **VNS**.

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Giá cp
P/E	38.000	50%	19.000
EV/EBITDA	35.000	50%	17.500
Giá mục tiêu			36.500

Ở mức giá hiện tại, VNS đang được giao dịch với mức P/E trượt là 7,8x, thấp hơn so với mức P/E trung bình của các công ty trong khu vực là 11x; mức P/E dự phóng cho năm 2016 và năm 2017 lần lượt là 7,0x và 7,1x. Trong năm 2017, chúng tôi kỳ vọng VNS sẽ tiếp tục duy trì chính sách cổ tức với tỷ lệ là 20% và tỷ suất cổ tức kỳ vọng là 5,8%.

Nhóm công ty cùng ngành trong khu vực

Tên công ty		Sàn giao dịch	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ đồng)	Chỉ số trượt (tương đối)			
					ROE (%)	ROA (%)	P/E	EV/EBITDA
ITR IN	International Travel House Ltd	SENSEX	India	562	7,3	5,2	9,6	3,8
BLCL IN	Balmer Lawrie & Co Ltd	SENSEX	India	7.329	13,7	7,3	11,1	7,0
1235 HK	Travel Expert Asia Enterprises Ltd	HSI	Hong Kong	1.094	21,5	13,0	15,6	5,0
BIRD IJ	Blue Bird Tbk PT	JCI	Indonesia	12.608	23,6	8,7	10,2	6,2
AATD AB	Abdul Mohsen Al-Hokair	SASEIDX	Saudi Arabia	8.912	24,6	8,9	6,0	5,0
6882 HK	EGL Holdings Co Ltd	HSI	Hong Kong	2.011	63,3	48,1	6,5	4,0
KCAR TB	Krungthai Car Rent and Lease PCL	SET	Thailand	1.965	14,6	4,9	11,0	4,0
2731 TT	Lion Travel Service Co Ltd	TWSE	Taiwan	3.742	18,7	5,2	16,2	10,9
PANR IJ	Panorama Sentrawisata Tbk PT	JCI	Indonesia	1.225	16,2	1,9	10,9	9,0
SUN SL	Sunshine Holdings PLC	CSEALL	Sri Lanka	1.004	11,5	3,1	12,8	6,5
Trung bình					21,5	10,6	11	6,1
Trung vị					17,5	6,3	10,9	5,6
VNS VN	CTCP Ánh Dương Việt Nam	HSX	Vietnam	2.354,7	18,4	10,4	7,8	3,9

Nguồn: Bloomberg

PHỤ LỤC

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh				
(tỷ đồng)	2014A	2015A	2016F	2017F
Doanh thu	3.770,2	4.252,2	4.610,2	5.186,5
Giá vốn hàng bán	3.141,5	3.607,6	3.925,5	4.404,4
Lợi nhuận gộp	628,7	644,6	684,7	782,1
Chi phí hoạt động	253,8	300	348,7	438,0
Lợi nhuận hoạt động	374,9	344,6	336	344,1
Doanh thu tài chính	7,7	9,4	9,7	10,2
Chi phí tài chính	64,5	71	82,9	106,5
Lợi nhuận khác	90,4	145,2	162,5	182,8
Lợi nhuận trước thuế	408,5	428	425,3	430,6
Thuế TNDN	94,5	98,7	98,1	106,2
Lợi nhuận sau thuế	313,9	329,3	327,2	324,4
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	1,1	1,1	1,2
LNST của cổ đông cty mẹ	312,9	328,2	326,1	323,2
% Biên LNST	8.30%	7.70%	7.1%	6,2%
EPS (Đồng)	4.611	4.836	4.806	4.762

Chỉ số định giá				
Chỉ số PE	7,1x	5,9x	7,1x	7.4x
EV/EBITDA	3,0x	3,2x	3,6x	3,9x
Chỉ số P/S	0,5x	0,5x	0,5x	0,4x
Chỉ số P/B	1,4x	1,3x	1,5x	1,4x
Lợi suất cổ tức tiền mặt	20%	20%	20%	20%

Chỉ số sinh lời				
Biên LN gộp	16,7%	15,2%	14,9%	15,1%
Biên EBITDA	20,3%	19,1%	18,9%	17,6%
Biên LN ròng	8,3%	7,7%	7,1%	6,2%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	24,1%	22,9%	21%	18,8%

Chỉ số đòn bẩy				
Tỷ số thanh toán lãi vay	5,8x	4,9x	0,2x	0,3x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	0,6x	0,6x	0,3x	0,3x
Hệ số thanh toán hiện hành	0,8x	0,6x	0,6x	0,3x
Hệ số thanh toán nhanh	0,7x	0,6x	0,3x	0,3x

Bảng cân đối kế toán				
(tỷ đồng)	2014A	2015A	2016F	2017F
Tài sản ngắn hạn	401,9	399,8	388,3	280,7
Tiền & tương đương tiền	288,1	267,2	242,1	129,7
Các khoản phải thu	84	98,5	108,9	110,8
Hàng tồn kho	5,4	7,1	8,1	8,7
Tài sản ngắn hạn khác	24,4	27	29,2	31,5
Tài sản dài hạn	2.033,6	2.382,7	2.753,2	3.515,2
Khoản phải thu dài hạn	0,5	0,6	0,6	0,6
Tài sản cố định	1.963	2.253,9	2.641	3.421,4
Tài sản dài hạn khác	70,1	128,2	111,6	93,2
Tổng tài sản	2.435,5	2.782,5	3.141,5	3.702,1
Nợ ngắn hạn	533,3	624,5	685,3	825,4
Các khoản phải trả	25,5	40,7	46,3	102,1
Vay nợ ngắn hạn	287,6	351,4	382	448
Nợ ngắn hạn khác	220,2	232,4	257	275,3
Nợ dài hạn	599,9	722,6	896,5	1.194,6
Vay nợ dài hạn	448,9	544,9	700	983
Nợ dài hạn khác	151	177,7	196,5	211,6
Tổng nợ	1.133,2	1.347,1	1.581,8	2020
Vốn chủ sở hữu	1.302,3	1.435,5	1.559,7	1.682,1
Vốn cổ phần	565,5	678,6	678,6	678,6
Thặng dư vốn cổ phần	200	86,9	86,9	86,9
Lợi nhuận chưa phân phối	354,7	439	518,1	589,8
Vốn khác	176,3	224,1	268,2	317,8
Lợi ích cổ đông thiểu số	5,7	6,8	7,9	9
Tổng nợ và vốn CSH	2.435,5	2.782,5	3.141,5	3.702,1

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
(tỷ đồng)	2014A	2015A	2016F	2017F
LCTT từ HĐ kinh doanh	646,4	549,4	524,2	498,1
LCTT từ HĐ đầu tư	(665,2)	(606,1)	(785,3)	(995,7)
LCTT từ HĐ tài chính	98,3	35,7	236	305,2
LCTT trong kỳ	79,5	(20,9)	(25,1)	(112,4)
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	208,6	288,1	267,2	242,1
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	288,1	267,2	242,1	129,7

LIÊN HỆ

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

Lê Anh Minh, CFA

Giám đốc - Phân tích cơ bản
minhla@vpbs.com.vn

Lê Việt Anh

Trợ lý phân tích
anhlv@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Lý Đắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+84 1900 6457 Ext: 335

Trần Thanh Bạch

Phó Giám Đốc Dịch vụ Ngân hàng Cá nhân Cao Cấp Prestige
bachtt@vpbs.com.vn
+84 190 056 1218 Ext: 2607

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

Lê Kiên Cường

Phòng Môi giới Khách hàng Tổ chức
cuonglk@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 202

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi CTCP Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế

Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

T - +84 1900 6457

F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai

Quận 1 – TP. Hồ Chí Minh

T - +84 (0) 8 3823 8608

F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh

Quận Hải Châu – Đà Nẵng

T - +84 (0) 511 356 5419

F - +84 (0) 511 356 5418