

CTCP ÁNH DƯƠNG VIỆT NAM (VNS)

Ngày 10 Tháng 10, 2014

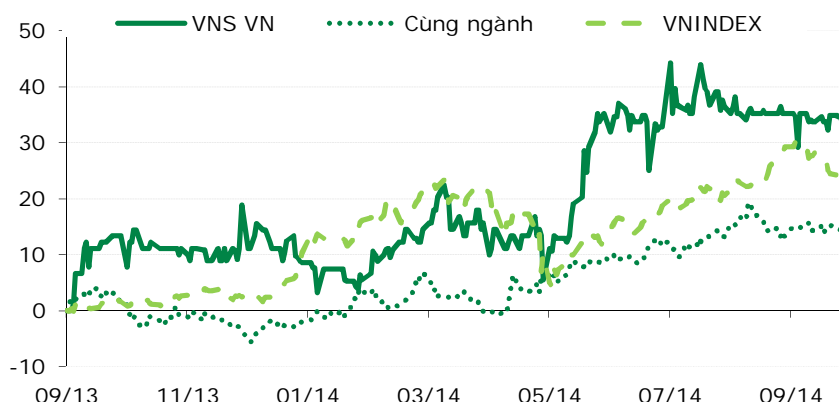
BÁO CÁO LẦN ĐẦU: MUA



Giá hiện tại (10/10/2014):	(đồng)	44.500
Giá trị nội tại:	(đồng)	60.000
Phân tích kỹ thuật khuyến nghị		Nắm Giữ
Ngưỡng kháng cự	(đồng)	48.100
Ngưỡng hỗ trợ	(đồng)	44.300
Mã Bloomberg: VNS VN	Sàn niêm yết:	HSX
Ngành: Vận tải		
Beta		0,48
Giá thấp/cao nhất (52 tuần)		48.000/ 33.279
Số lượng cổ phiếu (triệu)		56,5
Vốn hóa (tỷ đồng)		2.545
Cổ phiếu lưu hành tự do (triệu)		24,9
KLGDĐQ 12 tháng		8.455
Sở hữu nước ngoài (%)		47,19%
Năm	Lợi suất cổ tức	EPS
VPBS dự phóng 2014	4,4%	5.499
2013	1,6%	4.241
2012	4,2%	2.872
	2009-13 CAGR	2014E (tỷ đồng)
Doanh thu thuần	31%	3.457
EBIT	22%	346
LNST	20%	311
	2014-18 CAGR	
Chỉ số tài chính	VNS	Cùng ngành
PE	8,8	11,7
PEG	0,3	0,2
P/B	1,98	1,51
EBIT/I	5,74	17,52
EV/EBITDA	4,41	5,49
Nợ vay/VCSH	0,53	0,34
Biên LN ròng	8,2%	15,0%
ROA (TTM)	14,2%	7,6%
ROE (TTM)	24,5%	14,4%

Giới thiệu về công ty:

- Hoạt động kinh doanh: dịch vụ taxi và du lịch.
- Lịch sử hình thành: VNS được thành lập vào năm 1995 và đến năm 2003 công ty bắt đầu kinh doanh dịch vụ taxi. Năm 2008, công ty được cổ phần hóa và niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh.
- Vinasun có một đoàn xe khoảng 5.000 xe taxi, tập trung ở TP.HCM (82% tổng số xe)
- Tính đến cuối năm 2013, tổng tài sản là 2.016 tỷ đồng và tổng vốn chủ sở hữu là 1.153 tỷ đồng.
- Sáu tháng đầu năm 2014, doanh thu VNS đạt 1.741 tỷ đồng, 52% kế hoạch, LNST đạt 151 tỷ đồng, 60% kế hoạch năm.



Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** dài hạn đối với CTCP Ánh Dương Việt Nam (VNS) trong báo cáo lần đầu dựa vào các yếu tố sau:

- ❖ **Tiềm năng ngành lớn:** Nhờ vào tín hiệu lạc quan của nền kinh tế, nhu cầu sử dụng taxi được dự báo gia tăng ở các thành phố lớn như TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội. Các thành phố nhỏ như Nha Trang, Đà Nẵng và Hội An hiện đang trở nên hấp dẫn hơn nhờ vào hoạt động du lịch. Năm 2013, Hội An có tốc độ tăng trưởng khách du lịch cao nhất, đạt 15%, Nha Trang đứng thứ hai với 13%.
- ❖ **Hiện dẫn đầu thị trường TP.HCM:** VNS đã vươn lên dẫn đầu tại TP.HCM với 44% thị phần nhờ vào chú trọng kinh doanh taxi thay vì hoạt động đa ngành. Điều này đóng vai trò quan trọng trong vài năm qua khi Vinasun đã vượt qua đối thủ Mai Linh trở thành nhà cung cấp dịch vụ taxi hàng đầu tại thành phố đông dân nhất cả nước.
- ❖ **Tăng trưởng nhờ vào việc mở rộng thị trường:** Năm nay, công ty được cấp giấy phép hoạt động tại Nha Trang và đã mang 100 xe taxi đến thị trường này. VNS cũng đang đăng ký giấy phép tại Hà Nội, Huế và Cần Thơ, là những thị trường có tiềm năng lớn.
- ❖ **Tuy cước phí cao nhưng VNS vẫn rất phổ biến:** Với danh tiếng về chất lượng dịch vụ cao và hệ thống GPS vừa được trang bị, VNS có lợi thế cạnh tranh hơn các công ty taxi khác.
- ❖ **Lợi nhuận ròng dự kiến tăng trưởng trong năm 2014:** Sáu tháng đầu năm công ty đã hoàn thành 60% kế hoạch lợi nhuận. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng năm 2014 tăng gần 40% do chi phí khấu hao giảm và doanh thu từ thanh lý xe cũ tăng gấp đôi năm trước. Trong năm 2015, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng sẽ giảm 17% do chi phí tăng cao và hoạt động thanh lý giảm mạnh. Tuy nhiên, trong năm 2017 và 2018, doanh thu và lợi nhuận tăng do công ty gia tăng số lượng xe mạnh hơn các năm trước và thuế thu nhập doanh nghiệp giảm từ 22% xuống 20%.
- ❖ **Lợi nhuận đầu tư có thể lên đến 35% trong 12 tháng tới:** Dựa vào tỷ trọng 50/50 đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và so sánh P/E, chúng tôi dự phóng giá mục tiêu là 60.000 đồng/cổ phiếu, 35% cao hơn giá giao dịch hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng lợi tức đạt 4,4% trong năm 2014.

Vui lòng xem thông tin khuyến nghị ở cuối bản báo cáo

NỘI DUNG

TỔNG QUAN NGÀNH TAXI VIỆT NAM.....	3
VINASUN – HÃNG TAXI HÀNG ĐẦU TẠI TPHCM	6
Cơ cấu cổ đông	6
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH.....	8
Mật độ bao phủ lớn nhất TP.HCM.....	9
Đầu tư xe mạnh năm 2014	10
Kiểm soát chặt chẽ đoàn xe taxi.....	11
Giá cước tương đối cao nhưng vẫn hấp dẫn.....	11
Chiến lược – Tập trung vào các thị trường mới và đầu tư vào công nghệ.....	12
PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH.....	13
Số lượng xe là yếu tố quyết định doanh thu	13
Lợi nhuận phụ thuộc vào tỷ lệ ăn chia với tài xế	13
Đòn bẩy tài chính	15
Chính sách cổ tức	15
Kết quả khả quan 6 tháng đầu năm 2014	15
DỰ BÁO.....	16
Doanh thu – Tăng trưởng không cao bằng giai đoạn 2009-2013	16
Chi phí	17
Giá vốn dịch vụ	17
Chi phí bán hàng	17
Thuế.....	17
Hoạt động tài chính	17
Thu nhập khác	17
Biên lợi nhuận ròng và lãi cơ bản trên cổ phiếu	18
Bảng cân đối kế toán	18
Chi phí vốn	18
ĐỊNH GIÁ	19
Phương pháp so sánh tương quan.....	19
Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF).....	21
KẾT LUẬN.....	21
Phân tích độ nhạy.....	22
Phân tích kỹ thuật	23

TỔNG QUAN NGÀNH TAXI VIỆT NAM

Ngành taxi ở Việt Nam hoạt động dưới sự quản lý của Bộ Giao thông Vận tải. Ngành được đánh giá là có rào cản gia nhập lớn, với các điều kiện kinh doanh cơ bản như sau:

Tập trung tại các thành phố lớn và cạnh tranh dựa trên chất lượng

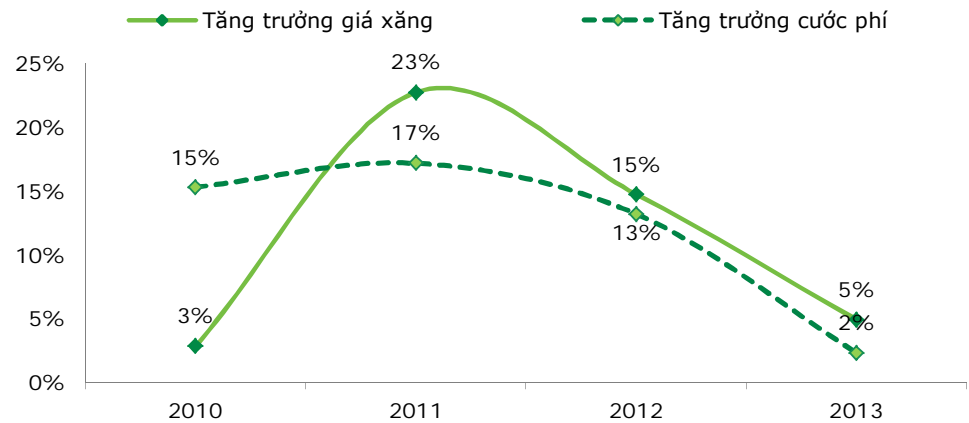
- ❖ **Điều kiện về vốn.** Vốn đầu tư ban đầu của ngành taxi là khá cao, vốn đầu tư cho một xe taxi là 600 triệu đồng và số lượng xe trung bình để bắt đầu hoạt động kinh doanh taxi là 100 chiếc.
- ❖ **Điều kiện hoạt động.** Các xe taxi được yêu cầu trang bị thiết bị quản lý cước phí và lộ trình. Ngoài ra, các chi phí phát sinh khác như chi phí bãi xe, bảo hiểm, bảo trì và lệ phí khi qua trạm kiểm soát cũng cần được xem xét kỹ lưỡng.
- ❖ **Giấy phép kinh doanh.** Đăng ký giấy phép kinh doanh dịch vụ taxi tại các tỉnh thành khác nhau là một trở ngại khác cho các công ty trong ngành. Theo nghị định 93/2012/ND-CP, quy trình đăng ký chỉ kéo dài 15 ngày cho thời hạn 7 năm. Tuy nhiên, trên thực tế một công ty có thể phải chờ đợi lâu hơn để có được giấy phép, trường hợp của Vinasun là ba năm để đăng ký hoạt động cho thị trường Nha Trang.

Các công ty taxi kiếm được lợi nhuận bằng hai cách: **(1)** Doanh nghiệp ăn chia tiền cước phí với tài xế - phương pháp này được các hãng lớn như Vinasun và Mai Linh áp dụng. Tỷ lệ ăn chia thường vào khoảng 45%-70% tùy vào doanh thu mỗi ngày của tài xế. Mức chỉ tiêu trung bình cho các tài xế là từ 1 triệu đến 1,6 triệu đồng/ngày. Trên mỗi đầu xe, các hãng taxi phải trả khoảng 400.000 – 650.000 đồng/ngày để trang trải cho các chi phí như chi phí khấu hao xe, tổng đài và lương nhân viên tổng đài; tiền xăng do tài xế chịu trách nhiệm. **(2)** Các công ty cho thuê/bán xe cho các tài xế và yêu cầu một khoản doanh thu cố định mỗi ngày. Các hãng taxi nhỏ hơn thường dùng phương pháp này. Theo đó, tài xế có thể mua xe bằng phương thức trả góp. Ngoài khoản lãi suất tiền nợ mua xe, tài xế phải nộp cho hãng khoảng 1,5 triệu đồng/tháng tiền thương hiệu và tổng đài.

Ngoài tỷ lệ ăn chia, sự khác biệt giữa những công ty lớn so với những công ty bé trong ngành là chính sách, chiến lược kinh doanh và phân khúc khách hàng công ty nhắm tới. Do đó, để thành công vững chắc, cần phải bỏ ra một chi phí lớn cho việc phân bổ xe một cách hợp lý và tăng điểm tiếp thị để gia tăng thị phần.

Như vậy qua cách kinh doanh như trên, doanh thu của các hãng taxi khó có thể bị ảnh hưởng bởi giá xăng dầu, doanh thu của các tài xế mới bị ảnh hưởng nặng nề. Đây cũng là lý do khi giá xăng biến động nhưng cước phí của ngành taxi không thay đổi ngay lập tức. Các công ty chỉ điều chỉnh cước taxi khi giá xăng biến động quá lớn ảnh hưởng nặng nề đến thu nhập của tài xế. Biểu đồ dưới đây cho thấy, độ tăng của cước phí taxi Vinasun không theo kịp độ tăng trưởng của giá xăng dầu.

Tăng trưởng trên giá cước, tăng trưởng trên giá xăng giai đoạn 2009-2013



Nguồn: VNS

Tiềm năng ở thị trường lớn lẫn nhỏ

Vì không phải là ngành tiêu dùng cần thiết, tăng trưởng của ngành taxi khá phụ thuộc vào nền kinh tế. Kinh tế tốt, thu nhập người dân dư dả thì mới có khả năng đi xe taxi. Các tín hiệu vĩ mô như tăng trưởng GDP và lạm phát là quan trọng để xác định triển vọng ngành. Với tín hiệu kinh tế khả quan, lạm phát giảm xuống còn 6% và tăng trưởng GDP trong năm dự kiến là 5,5%, thu nhập và niềm tin người tiêu dùng có xu hướng được cải thiện. Theo đó, tăng trưởng ngành taxi năm nay cũng có xu hướng gia tăng.

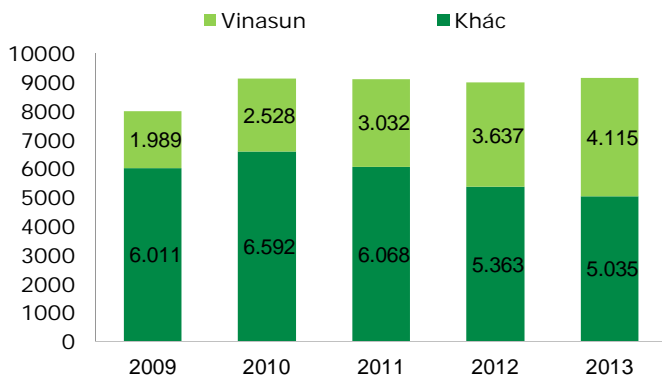
Tại Việt Nam, dịch vụ taxi được phân bố hầu hết ở các thành phố lớn, điển hình là TP.HCM với khoảng 8 triệu người và Hà Nội với hơn 7,2 triệu người. Tính đến hết 2013, số lượng taxi ở Hà Nội là xấp xỉ 17.000 chiếc với khoảng 100 thương hiệu và khoảng 10.500 chiếc với 11 thương hiệu ở TP.HCM, chiếm 51% tổng lượng xe cả nước. Số lượng taxi ở các thành phố còn lại thường ít hơn 500 chiếc.

Hiện tại, số lượng taxi ở TP.HCM không thay đổi nhiều so với 10.771 chiếc trong năm 2009. Nguyên nhân là do với số lượng xe taxi quá cao nên từ giữa năm 2010, Ủy ban Nhân dân TP.HCM ra quyết định cấm các hãng taxi gia tăng số lượng xe, chỉ có thể thay thế xe cũ bằng xe mới. Vì vậy cho tới nay, tổng số lượng xe luôn duy trì vào mức khoảng 10.000 chiếc.

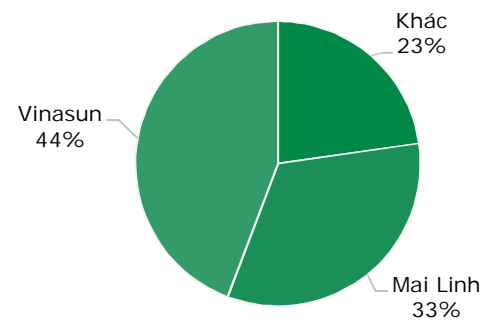
Vinasun là công ty dẫn đầu trong thị trường taxi TP.HCM

Số lượng xe của VNS tại TP.HCM

Thị phần dựa trên số xe taxi hoạt động tại TP.HCM



Nguồn: VPBS thu thập



Nguồn: VPBS thu thập

Hiện tại, Vinasun là công ty dẫn đầu thị trường TP.HCM về số lượng xe, chiếm 44% tổng số xe trên toàn thành phố, Mai Linh xếp ở vị trí thứ hai với tổng số xe chiếm 33%. Trong thời gian gần đây, thị phần của Mai Linh bị sụt giảm do hoạt động kinh doanh bị phân tán bởi đầu tư ngoài ngành, qua đó nhường vị trí dẫn đầu cho VNS. Có thể thấy ở trên, số xe VNS đang tăng trưởng và chiếm ưu thế ở thị trường TP.HCM. Trên cả nước, số lượng xe taxi của VNS chiếm khoảng 9% tổng số lượng xe.

Do không phụ thuộc nhiều vào giá cước nên tiềm năng của thị trường được quyết định bởi tốc độ đô thị hóa và hoạt động du lịch. Do đó, các địa bàn du lịch và khu thành thị là những thị trường tiềm năng. Trong những năm gần đây, ba thành phố thu hút du lịch nhiều nhất là Hà Nội, Hội An và Nha Trang. Trong năm 2013, Hội An có tốc độ tăng trưởng du khách cao nhất, đạt 15%, Nha Trang xếp sau với 13%. Về mặt dân số, bên cạnh TP.HCM và Hà Nội, các thành phố như Đà Nẵng, Cần Thơ và Hải Phòng đều có số lượng dân cư khá cao, vào khoảng 1 triệu người.

Sự tham gia toàn cầu: EasyTaxi, Grab Taxi VÀ Uber. Đối thủ cạnh tranh hay đối tác?

Một yếu tố nữa có thể xúc tác sự tăng trưởng của ngành taxi là sự tham gia của các hãng cung cấp ứng dụng taxi. Năm nay, thị trường taxi chứng kiến sự xuất hiện của GrabTaxi, Easy Taxi và Uber. Easy Taxi and GrabTaxi là hai ứng dụng hiện đang có mặt ở nhiều quốc gia, sử dụng đa ngôn ngữ. Các hệ thống này kết nối người sử dụng với tài xế trong khu vực gần nhất. Ứng dụng cung cấp thông tin về cước phí, thời gian chờ và lộ trình xe taxi trong khi chờ đợi xe đến. Doanh thu của các hãng này chủ yếu đến từ chi phí sử dụng ứng dụng của tài xế hoặc hoa hồng từ doanh thu tài xế.

Uber khác biệt so với Easy Taxi và GrabTaxi khi công ty không chỉ cung cấp ứng dụng smartphone mà còn sở hữu xe và hợp tác kinh doanh taxi. Uber sử dụng các loại xe cao cấp như Camry, dòng BMW 7 và Mercedes-Benz S550. Các xe không dùng biển hiệu taxi và tài xế không mặc đồng phục. Với ứng dụng Uber, cước phí taxi sẽ được thanh toán trực tiếp bằng thẻ tín dụng. Qua đó, khách hàng có cảm giác ngồi trên xe của chính họ. Lợi thế cạnh tranh của Uber là công ty có mức cước phí thấp hơn mức trung bình thị trường, chỉ 10.000 đồng/km so với trung bình 12.000/km. Cước phí khi sử dụng Easy Taxi và Grabtaxi phụ thuộc vào công ty mà ứng dụng đó liên kết.

Đây không phải là lần đầu tiên các ứng dụng smartphone xuất hiện tại thị trường Việt Nam. Vào năm 2011, ứng dụng Ping Taxi có mặt nhưng không gặt hái được nhiều thành công. Tuy nhiên, với sự phổ biến của smartphone và xuất hiện của ba công ty cùng một lúc, ứng dụng taxi có tiềm năng trở nên phổ biến hơn. Những ứng dụng này chỉ xuất hiện ở các thành phố lớn, nơi có độ phủ taxi lớn, việc đón taxi tương đối dễ dàng, cho nên khả năng thành công vẫn còn là một dấu chấm hỏi. Mặt khác, những ứng dụng này đa phần không chịu trách nhiệm về chất lượng dịch vụ cũng như thiệt hại của khách hàng trong trường hợp không may xảy ra như hành lý thất lạc, tai nạn v.v. Do đó, các hãng taxi uy tín trong nước vẫn là một lựa chọn an toàn hơn.

VINASUN – HÃNG TAXI HÀNG ĐẦU TẠI TP.HCM

Công ty cổ phần Ánh Dương Việt Nam (VNS) được thành lập vào năm 2003 với mức vốn hóa thị trường là 300 tỷ đồng và 300 chiếc taxi. Tính đến ngày 31/12/2013, sau 11 năm hoạt động, con số này đã lên đến 4.958 chiếc, tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm (CAGR) là 26%. Ngày 29/7/2008, công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM với mã chứng khoán VNS. Hoạt động kinh doanh chính của công ty là dịch vụ taxi, chiếm 99,5% doanh thu, 0,5% doanh thu còn lại đến từ hoạt động du lịch. Tuy nhiên, VNS dự tính sẽ giảm dần hoạt động du lịch từ năm 2014.

Taxi Vinasun



Nguồn: VPBS thu thập

Văn phòng của Vinasun



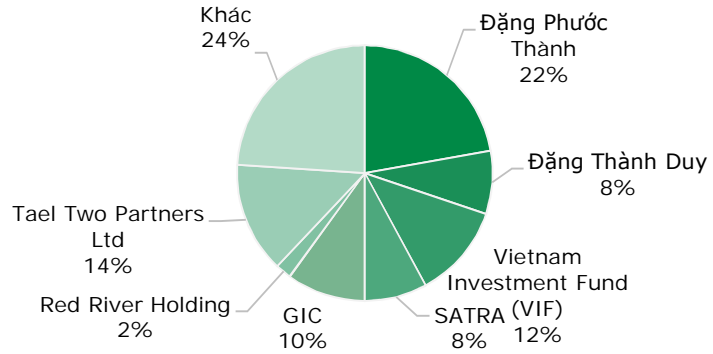
Nguồn: VPBS thu thập

Cơ cấu cổ đông

Với tỷ lệ sở hữu lớn, ông Đặng Phước Thành đóng vai trò quan trọng trong việc xây dựng chiến lược phát triển của công ty. Ông Thành bắt đầu kinh doanh từ năm 1995 sau một thời gian dài làm việc cho công ty nhà nước. Ban đầu ông mở một chuỗi các nhà hàng ở TP.HCM (đặc biệt là Trầu Cau, Hai Lúa), và từ năm 2001 đến năm 2003, khi thị trường bất động sản phát triển, ông đã tận dụng cơ hội và kiếm được nhiều lợi nhuận từ mảng này. Tuy nhiên, với khả năng kinh doanh nhạy bén, ông đã đoán trước tiềm năng của thị trường bất động sản không thể kéo dài nên ông đã bắt đầu kinh doanh dịch vụ taxi từ năm 2003. Kinh nghiệm và các mối quan hệ từ thời làm việc cho công ty nhà nước đã mang lại nhiều lợi thế cho hoạt động kinh doanh của VNS ở khu vực TP.HCM cũng như giúp công ty gia tăng đáng kể số lượng xe trên địa bàn.

Cơ cấu cổ đông của VNS khá tập trung. Chủ tịch Hội đồng quản trị - ông Đặng Phước Thành và gia đình nắm giữ 30%, trong đó một mình ông Thành sở hữu 22%. Các quỹ đầu tư sở hữu khoảng 47% VNS, trong đó giao dịch gần đây nhất là từ Red River Holding, chuyển nhượng gần 10% cổ phiếu VNS cho quỹ đầu tư Chính phủ Singapore (GIC), chỉ giữ lại tầm 2%. Phần còn lại thuộc về Satra và các cổ đông khác. Qua đây có thể thấy được vai trò hỗ trợ về tài chính của các quỹ đầu tư cho Vinasun, trong khi Satra sẽ là nhà tư vấn chiến lược cho công ty.

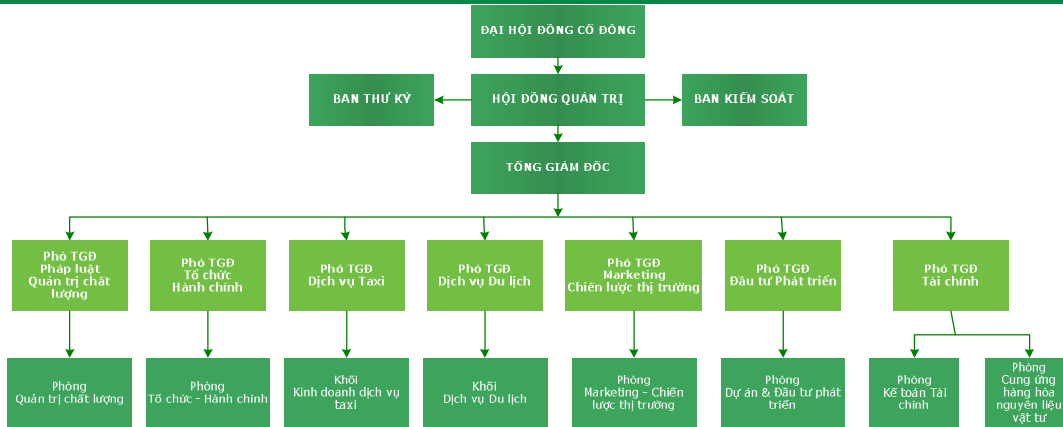
Cơ cấu cổ đông VNS (10/10/2014)



Nguồn: VNS

Các cổ đông hiện tại đều có ý định nắm giữ cổ phiếu VNS trong dài hạn vì tiềm năng tăng trưởng tốt của công ty - giá cổ phiếu VNS tăng gấp đôi trong năm 2013 so với năm trước. Do đó, thanh khoản của VNS là rất thấp, trung bình số lượng cổ phiếu giao dịch của VNS trong một năm vừa qua là gần 9,000 cổ phiếu/ ngày.

Cơ cấu tổ chức của VNS



Nguồn: VNS

Cần lưu ý rằng gia đình ông Đặng Phước Thành nắm giữ hầu hết các vị trí quan trọng của công ty, với ông Thành và bà Đặng Thị Lan Phương là Tổng giám đốc, bà Đặng Phước Hoàng Mai và ông Đặng Thành Duy là Phó Tổng giám đốc. Vinasun xuất thân từ một công ty gia đình và trong quá trình phát triển, công ty đã dần giảm tỷ lệ sở hữu của gia đình từ 100% xuống còn chỉ còn khoảng 30% như hiện nay. Mặc dù vậy, hơi hướng hoạt động công ty gia đình vẫn có thể tìm thấy ở văn phòng công ty, khi mà đời sống thu nhập của tài xế rất được quan tâm. Tỷ lệ nghỉ việc tương đối thấp cũng là vì lý do đó.

Thành viên hội đồng quản trị khá đa dạng. Trong đó, ông Nguyễn Văn Bắc và ông Vũ Ngọc Anh là người của Satra và BIDV. Ngoài ra, ông Tạ Long Hỷ, Phó Tổng giám đốc của VNS, là người có nhiều kinh nghiệm hoạt động trong ngành du lịch, với bảy năm làm việc cho Saigon Tourist trước khi gia nhập VNS vào năm 2005. Mặc dù thành lập được 10 năm nhưng hầu hết ban quản trị đã có trung bình bảy năm gắn bó với công ty. Vì vậy, họ hiểu rất rõ về VNS, đồng thời đây cũng là dấu hiệu cho thấy sự cam kết gắn bó lâu dài của ban quản trị đối với công ty.

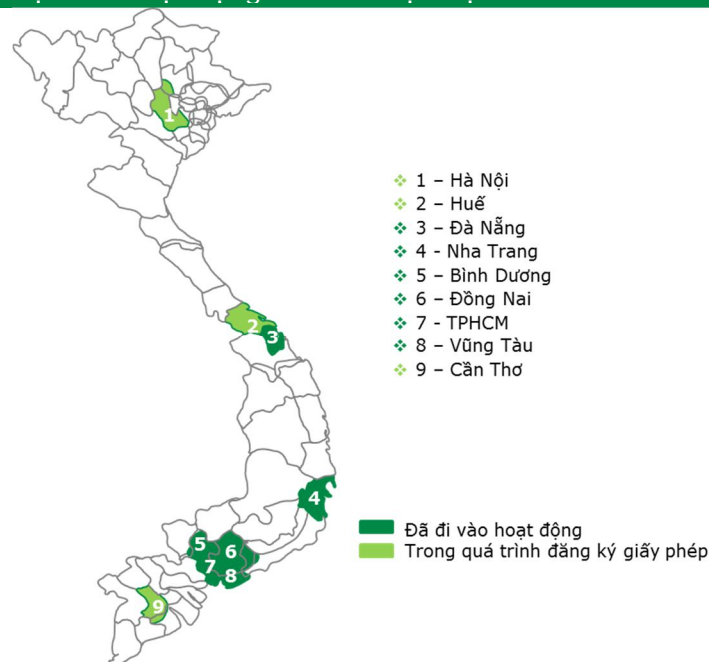
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

VNS cung cấp dịch vụ taxi và hoạt động du lịch. Tuy nhiên, VNS dự tính giảm dần hoạt động trong mảng du lịch. Từ năm 2009, doanh thu từ mảng du lịch của công ty giảm từ 1,4% xuống chỉ còn 0,5% trong năm 2013. Vì vậy, trong báo cáo phân tích này, chúng tôi chỉ tập trung vào hoạt động chính của công ty là dịch vụ taxi.

Trong mô hình kinh doanh, VNS sở hữu xe và quản lý các tài xế. Hai tài xế sẽ làm việc thay ca trong vòng 24 giờ trên một chiếc taxi. Doanh thu tối thiểu cho xe 4 chỗ của VNS là 1 triệu đồng/ngày và xe 7 chỗ là 1,7 triệu đồng/ngày. Tỷ lệ VNS ăn chia doanh thu cho tài xế vào khoảng 47% đến 65,6%. Tuy tỷ lệ chia là thấp so với thị trường, VNS là điểm đến hấp dẫn đối với các tài xế do công ty sở hữu nhiều điểm tiếp thị và có độ phủ cao nên các tài xế vẫn có thể kiếm được thu nhập cao hơn các hãng khác do cơ hội được tiếp cận với khách hàng cao hơn.

Tính đến thời điểm này, taxi Vinasun có mặt ở sáu tỉnh thành trong cả nước. Theo kế hoạch, VNS sẽ mở rộng phạm vi hoạt động ở ba thành phố: Hà Nội, Huế, Cần Thơ.

Địa bàn hoạt động của VNS tại Việt Nam



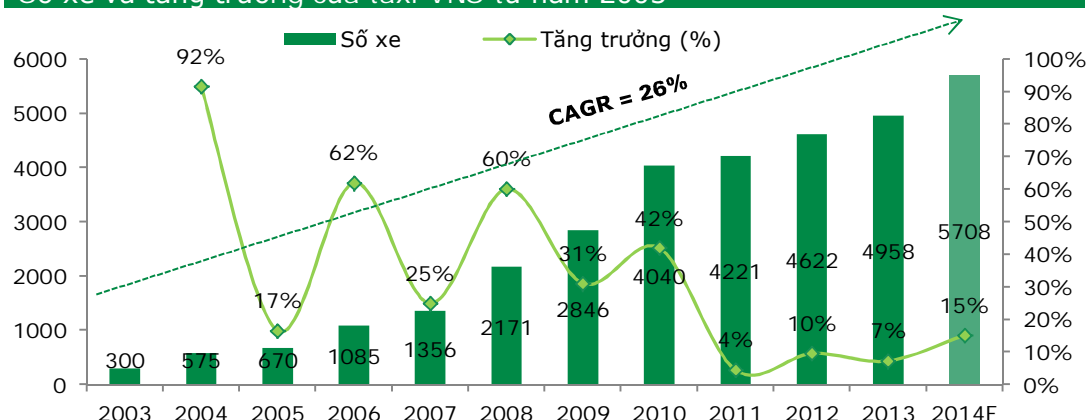
Nguồn: VNS, VPBS

Mật độ bao phủ lớn nhất TP.HCM

Số lượng xe là yếu tố quyết định đối với các ngành taxi. Càng có nhiều xe, các công ty sẽ có khả năng tăng độ phủ trên địa bàn hoạt động. Bắt đầu từ năm 2003, số lượng xe của VNS là 300 chiếc. Đến cuối năm 2013, con số này đã lên đến xấp xỉ 5.000 chiếc với CAGR là 26%. Ban quản trị đặc biệt chú trọng vào chất lượng dịch vụ, trong khi không ngừng cải thiện đội xe một cách toàn diện từ việc đầu tư công nghệ đến chăm sóc khách hàng.

VNS đã liên tục gia tăng số lượng xe ở TP.HCM. Với gần 4.000 xe taxi trên địa bàn thành phố vào cuối năm 2013, VNS đã tăng gấp đôi số lượng xe so với năm 2009 (CAGR 16%) và cải thiện đáng kể thị phần về số lượng xe trên địa bàn TP.HCM từ 25% trong năm 2009 lên đến 44% trong năm 2013.

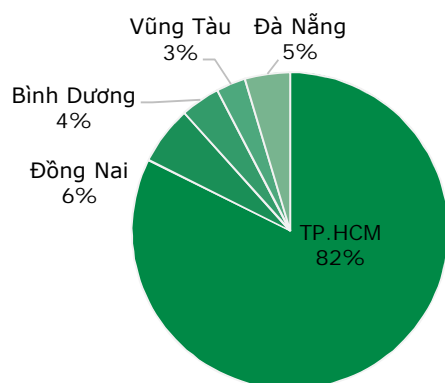
Số xe và tăng trưởng của taxi VNS từ năm 2003



Nguồn: VPBS thu thập

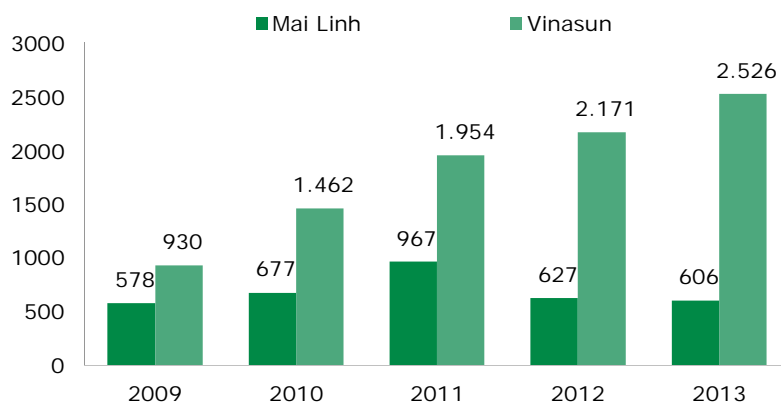
Trong năm 2014, Ủy ban Nhân dân TP.HCM đã cho phép VNS tăng thêm 500 xe trong phạm vi thành phố tăng tổng lượng xe của VNS trên địa bàn lên khoảng 4.600 chiếc. Điều này chứng tỏ thể mạnh của Ban điều hành công ty VNS trên địa bàn TP.HCM. Biểu đồ bên dưới thể hiện sự tăng trưởng doanh thu tỷ lệ thuận với tăng trưởng mạnh mẽ của số lượng xe của VNS, trong khi doanh thu của Mai Linh trên địa bàn TP.HCM đang giảm dần.

Số xe taxi Vinasun theo tỉnh thành



Nguồn: VNS

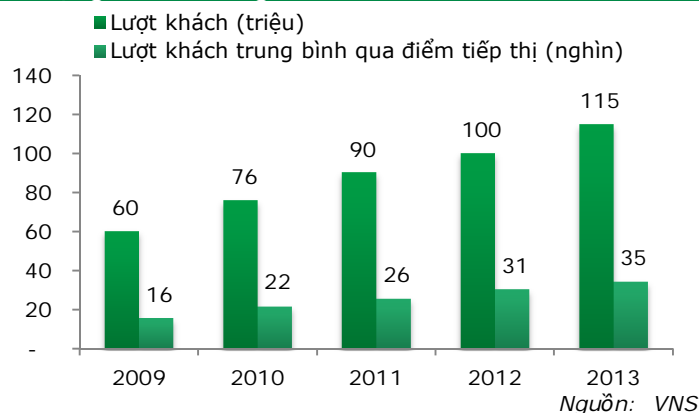
Doanh thu của VNS so với Mai Linh tại TP.HCM (tỷ đồng)



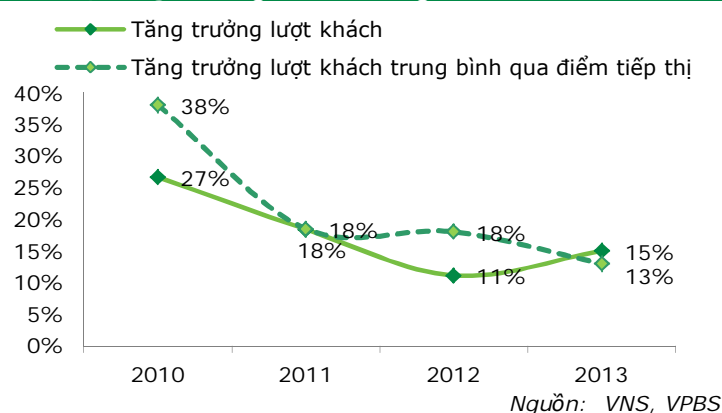
Nguồn: VNS, VPBS thu thập

Số lượng khách hàng của VNS tăng gần gấp đôi, từ 60 triệu lượt khách trong năm 2009 lên 115 triệu lượt khách trong năm 2013, tăng 92% tương đương với CAGR là 18% cho giai đoạn 2009-2014. Trong đó, số lượng khách hàng trung bình qua điểm tiếp thị chiếm 28% từ năm 2009-2011 và 30% trong hai năm 2012 và 2013. Tốc độ tăng trưởng hàng năm của số lượng khách hàng qua điểm tiếp thị là 22%, chứng tỏ chiến lược tiếp thị của VNS khá hiệu quả và công ty đã lựa chọn hợp lý các địa bàn có nhu cầu taxi cao. Các điểm tiếp thị của VNS bao gồm văn phòng, khách sạn, nhà hàng, nơi phân khúc chủ yếu là khách hàng phổ thông.

Số lượng khách hàng của VNS



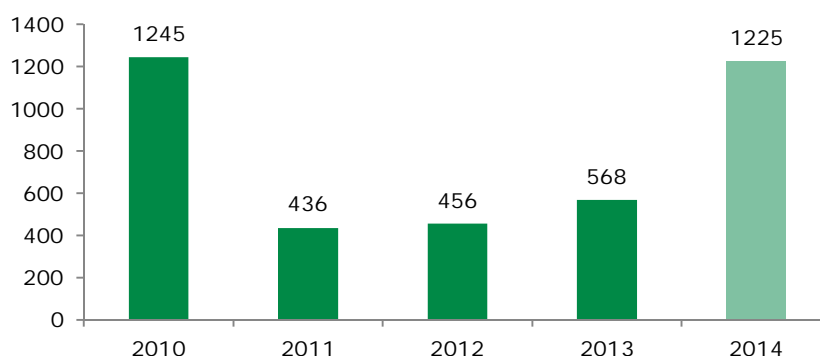
Tốc độ tăng trưởng khách hàng



Đầu tư xe mạnh năm 2014

Trong năm 2010, tổng số lượng xe của công ty tăng đáng kể gần 1.200 chiếc, tăng 42% so với năm 2009, giúp doanh thu tăng đáng kể 54% từ 1.069 tỷ đồng (51 triệu đô) lên đến 1.644 tỷ đồng (78 triệu đô). Tốc độ gia tăng này cao hơn so với dự tính khi kế hoạch ban đầu chỉ tăng 900 chiếc nhưng do nhu cầu taxi trong năm khá cao, công ty đã đầu tư thêm. Trong Đại hội cổ đông năm nay, công ty thông qua kế hoạch đầu tư thêm 1.225 chiếc, tương tự như năm 2010 và thanh lý 475 chiếc, qua đó tăng tổng số lượng xe ước tính vào cuối năm nay lên 5.708 chiếc (tăng 15% cùng kỳ). Sáu tháng đầu năm 2014, công ty đã hoàn tất 62% kế hoạch đầu tư xe, cho thấy công ty hoàn toàn có khả năng hoàn thành kế hoạch doanh thu 3.332 tỷ đồng (159 triệu đô) vào cuối năm nay.

Số xe VNS đầu tư 2010-2014



Nguồn: VPBS

Kiểm soát chặt chẽ đoàn xe taxi

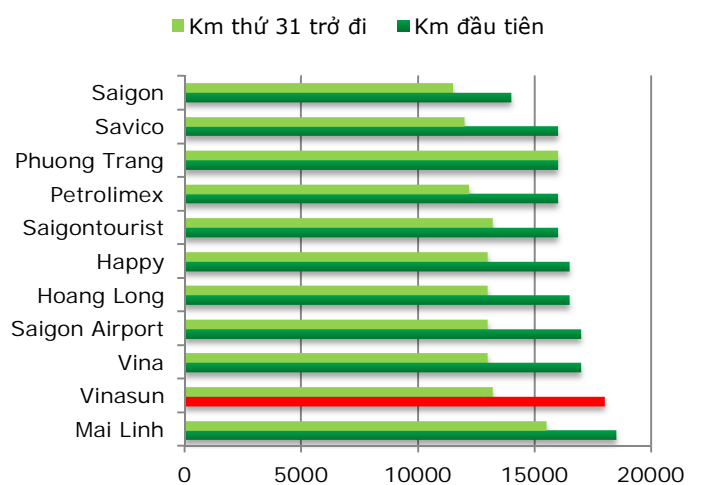
Vinasun kiểm soát chất lượng xe và dịch vụ một cách hiệu quả. Sau mỗi ngày làm việc, một chuyên viên kỹ thuật sẽ phụ trách sửa chữa cho các xe tại bến bãi đậu xe của công ty. Về mặt bảo trì, công ty có các xưởng riêng chuyên phụ trách việc bảo trì. Bảo trì được thực hiện hàng năm, và xe cũng được thay nhớt đều đặn mỗi tháng. Các thiết bị phụ tùng không để bán nên các hành vi tiêu cực không thể xảy ra. Nếu xe bị hư hỏng nhẹ, công ty sẽ chi trả phí sửa chữa nhưng đối với tai nạn hoặc thiệt hại quá lớn, tài xế sẽ phải hoàn toàn chịu trách nhiệm.

Ngoài ra, Vinasun không bán xe cho các tài xế để hoạt động mà không có sự kiểm soát từ công ty. Điều này tạo khác biệt cho VNS, công ty có thể kiểm soát tốt hơn chất lượng xe cũng như chất lượng dịch vụ chăm sóc khách hàng của các tài xế.

Giá cước tương đối cao nhưng vẫn hấp dẫn

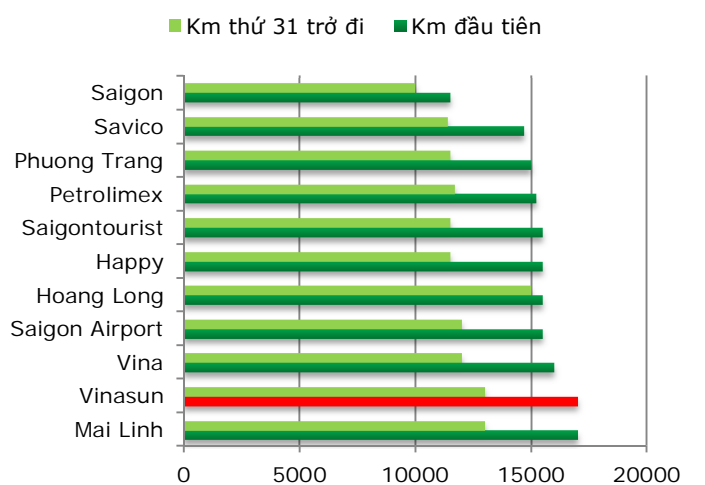
Trong cả hai phân khúc: xe bốn chỗ và xe bảy chỗ, cước phí của VNS đều thuộc vào nhóm cao nhất. Tuy nhiên, nhờ vào độ phủ cao và chất lượng dịch vụ của mình, thương hiệu taxi Vinasun vẫn rất phổ biến ở TP.HCM. Chiếm tỷ trọng 44% trong tổng số xe tại TP.HCM, taxi Vinasun rất dễ nhận thấy ở khu vực trung tâm và các khu đông dân cư. Thêm vào đó, VNS liên tục thanh lý xe cũ và bổ sung xe mới tiện nghi và thoải mái hơn nhằm nâng cao chất lượng dịch vụ. Các loại xe được chọn cũng dựa vào thị hiếu và yêu cầu của từng thị trường và từng đối tượng khách hàng khác nhau.

So sánh giá cước xe bốn chỗ của các hãng taxi ở TP HCM (VND/km)



Nguồn: VPBS thu thập

So sánh giá cước xe bảy chỗ của các hãng taxi ở TP HCM (VND/km)



Nguồn: VPBS thu thập

Chiến lược – Tập trung vào các thị trường mới và đầu tư vào công nghệ

Chiến lược của VNS là tiếp cận thị trường với khách hàng có thu nhập cao. Do đó, các địa điểm sôi nổi về hoạt động du lịch đã được cấp giấy phép kinh doanh là những ưu tiên hàng đầu. Trong năm nay, VNS đã được cấp giấy phép kinh doanh để hoạt động trên địa bàn tỉnh Nha Trang (sau ba năm đăng ký) và đã đưa 100 xe ra địa bàn hoạt động vào ngày 27/6/2014. Công ty dự tính sẽ đưa thêm 200 xe ra Khánh Hòa vào cuối năm nay. Ủy ban Nhân dân Đà Nẵng cũng đã chấp thuận tăng thêm 70 xe trong khu vực. Vì vậy, số lượng xe ước tính vào cuối năm nay ở Đà Nẵng là 300 chiếc. Ngoài ra, VNS đang trong quá trình đăng ký giấy phép hoạt động ở Cần Thơ, Hà Nội và Huế. VNS chỉ mới bắt đầu xin giấy phép ở các thành phố này vào tháng 8/2013.

Số lượng xe của VNS tại Việt Nam			
	2013	2014F	Cập nhật
TP.HCM	4.110	4.610	Chấp thuận tăng 500 xe
Đồng Nai	300	300	
Bình Dương	200	200	
Vũng Tàu	150	150	
Đà Nẵng	230	300	Chấp thuận tăng 70 xe
Nha Trang		200	100 xe đang hoạt động
Hà Nội			Trong quá trình đăng ký giấy phép
Cần Thơ			Trong quá trình đăng ký giấy phép
Huế			Trong quá trình đăng ký giấy phép
Tổng cộng (ước tính)	4.990	5.760	

Nguồn: VNS, VPBS ước tính

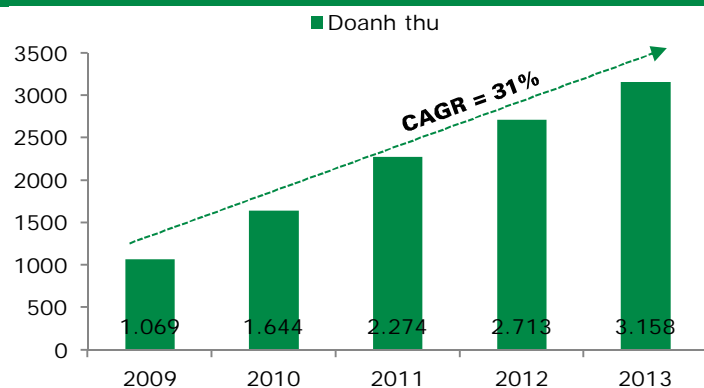
Ngoài chiến lược mở rộng thị trường và tăng cường lượng xe, VNS cũng có kế hoạch đầu tư về mặt công nghệ. Hiện nay, tất cả các taxi của VNS đều được trang bị hệ thống POS nhằm giúp khách hàng có thể thanh toán bằng thẻ ngân hàng. Ngoài ra, VNS cũng đang thử nghiệm hệ thống quản lý GPS, do công ty tự phát triển, để có thể điều khiển và theo dõi hoạt động của các xe taxi một cách hiệu quả hơn. Hệ thống này giúp tài xế có thể tiết kiệm nhiên liệu, xác định lộ trình ngắn nhất và đón khách một cách nhanh nhất. Thông tin về lộ trình đường đi sẽ được lưu lại. Vì vậy, hệ thống này giúp ích rất nhiều cho Vinasun, giúp cho công ty có thể tính toán doanh thu hàng ngày một cách hiệu quả. Hệ thống GPS hiện đang được VNS thử nghiệm cho 100 xe ở Khánh Hòa và 260 xe ở Đà Nẵng, là những khu vực mức độ bao phủ của VNS còn ít nên việc sử dụng hệ thống định vị giúp cho các taxi chạy được nhiều lượt hơn. Ở thành phố lớn như TP.HCM, do có nhiều xe, khách hàng có thể dễ dàng đón xe Vinasun hầu như ở khắp nơi mà không cần phải gọi tổng đài. Điều này cũng là một trong những lý do tại sao VNS chưa cần hợp tác với Easy taxi và Grabtaxi. Với hệ thống POS sẵn có và hệ thống GPS mới, khi cài đặt hết trên toàn bộ xe sẽ giúp VNS có được lợi thế cạnh tranh rất lớn trong ngành, khách hàng yên tâm sẽ hơn về cước phí lẫn cả tuyến đường.

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Số lượng xe là yếu tố quyết định doanh thu

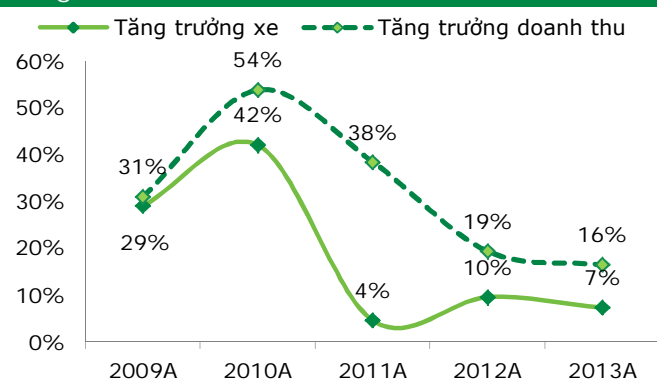
Trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013, CAGR của doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 31% và 20%. Doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh năm 2009-2010 nhưng giảm dần từ năm 2010-2013, do việc đầu tư xe của công ty trong giai đoạn này giảm dần.

Doanh thu và tăng trưởng 2009-2013 (tỷ đồng)



Nguồn: VNS

Tăng trưởng trên doanh thu và tăng trưởng trên tổng số xe 2009-2013



Nguồn: VNS

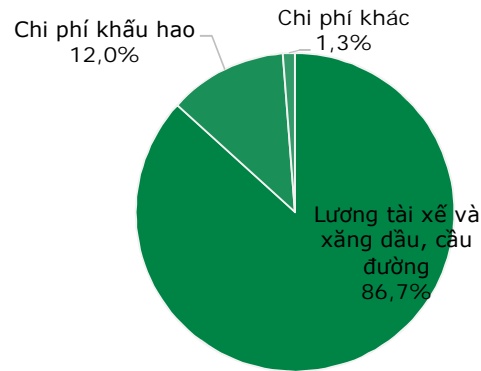
Dựa trên biểu đồ trên, chúng tôi nhận thấy được rằng tăng trưởng doanh thu của công ty thay đổi theo tỷ lệ thuận với tăng trưởng số lượng xe. Trong năm 2013, doanh thu và tổng số xe của VNS lần lượt là 3.158 tỷ đồng (150 triệu đô, tăng 16% so với năm ngoái) và 4.958 chiếc (tăng 7% so với năm ngoái). Doanh thu trung bình trên mỗi chiếc taxi đạt mức 2 triệu đồng/ngày (95 đô/ngày).

Lợi nhuận phụ thuộc vào tỷ lệ ăn chia với tài xế

Trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013, giá vốn dịch vụ của VNS chiếm 83%-86% trên tổng doanh thu của VNS. Giá vốn dịch vụ của VNS bao gồm chi phí xăng dầu, chi phí lương tài xế, chi phí khấu hao và các chi phí khác. Trong đó chi phí xăng dầu và chi phí lương tài xế được hạch toán vào khoản công ty chia cho tài xế theo tỷ lệ ăn chia doanh thu. Điều này cũng giải thích tại sao công ty không tăng cước taxi ngay khi giá xăng tăng mà chỉ điều chỉnh khi giá xăng tăng cao, ảnh hưởng đáng kể đến doanh thu tài xế. Chi phí khấu hao chiếm phần lớn trong giá vốn dịch vụ và có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của công ty.

Dựa theo báo cáo tài chính, chúng tôi phân tích tỷ lệ chi phí cho tài xế của VNS vào khoảng 73% tổng doanh thu (khoản này bao gồm chi phí lương tài xế, xăng dầu và các chi phí khác bao gồm chi phí bảo hiểm, bảo trì, phí đường bộ, lệ phí khi qua trạm kiểm soát), tức chiếm khoảng 87% tổng giá vốn dịch vụ. Chi phí khấu hao được cố định vào khoảng 12-14% tổng giá vốn dịch vụ trong giai đoạn 2010-2013. Những chi phí khác không đáng kể, chiếm chỉ khoảng 1-2% giá vốn dịch vụ.

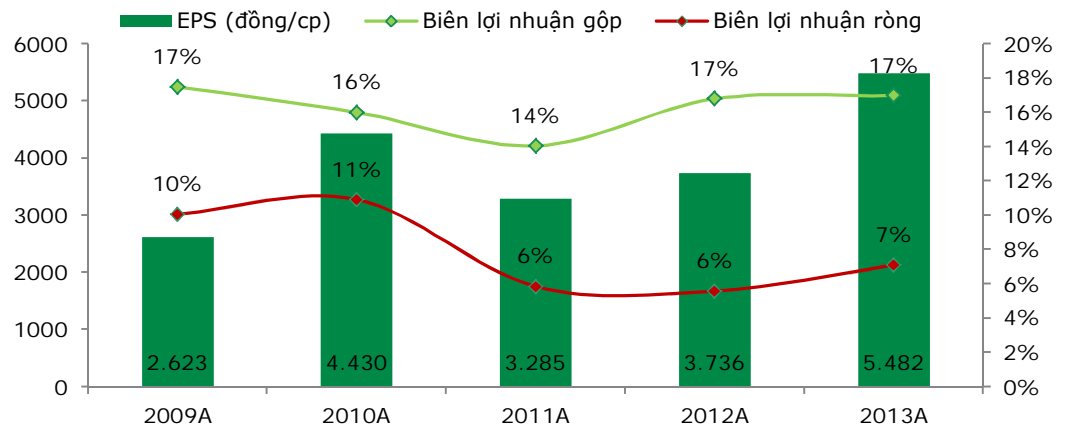
Cơ cấu chi phí trên giá vốn dịch vụ năm 2013



Nguồn: VPBS

Mặc dù doanh thu biến động mạnh trong vòng năm năm qua, VNS vẫn có thể duy trì biên lợi nhuận ròng và biên lợi nhuận gộp ở mức ổn định nhờ vào việc quản lý chi phí tốt khi tỷ trọng giá vốn dịch vụ đối với doanh thu luôn dừng ở mức từ 83% đến 86%, các chi phí khác cũng được duy trì một cách ổn định. Biên lợi nhuận ròng có xu hướng giảm từ năm 2011 do VNS bắt đầu chi trả cho việc đầu tư xe làm tăng chi phí tài chính và chi phí khấu hao.

Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của VNS



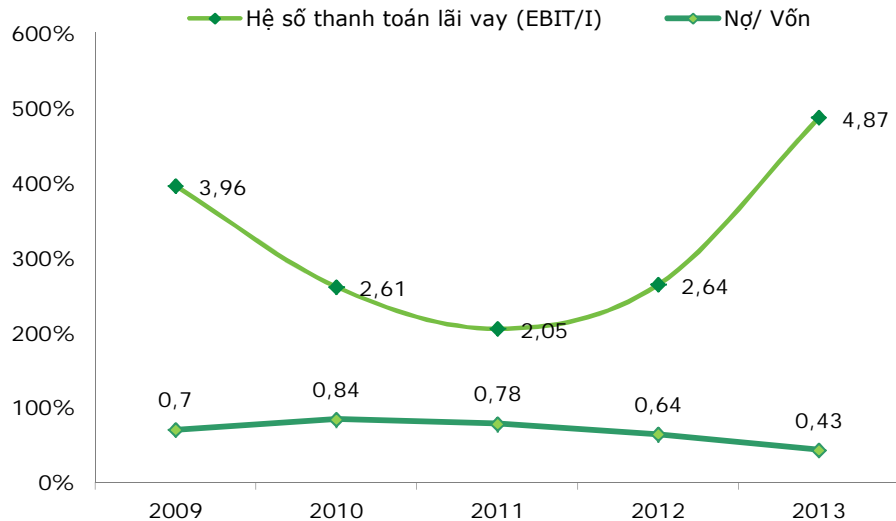
Nguồn: VPBS

Trong năm 2013, thu nhập tài chính giảm 22% so với năm ngoái xuống còn 870 triệu đồng. Cùng trong xu hướng, chi phí tài chính giảm từ 113 tỷ đồng trong năm 2012 xuống còn 66 tỷ đồng trong năm 2013. Điều này giúp cho mức lỗ về hoạt động tài chính giảm đáng kể xuống chỉ còn âm 65 tỷ đồng do đó lợi nhuận trước thuế đạt mức 302 tỷ đồng, tăng 48% so với năm 2012.

Đòn bẩy tài chính

Trong ba năm vừa qua, cấu trúc vốn của công ty liên tục được cải thiện. Chúng tôi ghi nhận được rằng chỉ số nợ/vốn chủ sở hữu giảm dần từ 0,84 lần trong năm 2010 xuống còn 0,64 lần trong năm 2012 và 0,43 lần trong năm 2013 do công ty tăng vốn liên tục trong khi nợ dài hạn giảm dần trong các năm. Chỉ số thanh toán lãi vay cũng cải thiện khá đáng kể, từ 2,05 lần năm 2011 lên 2,64 lần 2012 và 4,87 lần năm 2013.

Hệ số Nợ/Vốn và Hệ số khả năng thanh toán lãi vay



Nguồn: VPBS

Chính sách cổ tức

Giai đoạn năm 2011-2013 VNS thường chi trả cổ tức bằng tiền ở mức 10% mệnh giá (10.000 đồng) và 10% cổ phiếu. Công ty cho biết sẽ duy trì con số 20% này trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2018. Với mức giá hiện tại 45.000 đồng (1/10/2014) và tỷ lệ chia cổ tức là 20%, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi tức là 4,4%, thấp hơn lãi suất tiết kiệm.

Kết quả khả quan 6 tháng đầu năm 2014

Trong quý 2 năm 2014, VNS ghi nhận doanh thu đạt mức 869 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 72 tỷ đồng tốc độ tăng trưởng lần lượt là 18% và 53% so với cùng kỳ năm ngoái. Việc thanh lý 89 xe trong quý 2 theo kế hoạch 475 xe trong năm 2014 đã đóng góp khá lớn vào tăng trưởng lợi nhuận. Lợi nhuận tính riêng trong mảng này ở quý 2 là 21 tỷ đồng tăng 2,5 lần cùng kỳ năm ngoái.

Sáu tháng đầu năm, doanh thu của VNS đạt 1.741 tỷ đồng (hoàn thành 52% kế hoạch) và lợi nhuận ròng là 151 tỷ đồng (hoàn thành 60% kế hoạch). Số lượng xe mới tính đến thời điểm hiện tại là 768 (hoàn thành 67% kế hoạch) và lượng xe thanh lý là 242 chiếc (đạt 51% kế hoạch).

DỰ BÁO

Doanh thu – Tăng trưởng không cao bằng giai đoạn 2009-2013

VNS hoạt động theo hình thức khoán thứ nhất như đã nói ở trên. Công ty chia cho tài xế theo tỷ lệ từ 47% đến 65,6% trên tổng số tiền thu về mỗi ngày. Doanh thu tối thiểu hàng ngày của VNS là 1 triệu đồng/chiếc. Năm 2014, VNS đặt mục tiêu doanh thu đạt 1.960.000 đồng/xe/ca, giảm 3% so với năm 2013 trong khi số xe tăng hơn 6%. Từ năm 2015 chúng tôi kỳ vọng doanh thu trên đầu xe sẽ tăng 3%, và trong 3 năm tiếp theo sẽ tăng khoảng 5%. Chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về kế hoạch mở rộng của công ty vào Hà Nội và các thị trường khác do việc xin giấy phép kinh doanh ở các thành phố này vẫn còn gặp nhiều khó khăn. Tăng trưởng doanh thu dự báo không cao như giai đoạn 2009-2013.

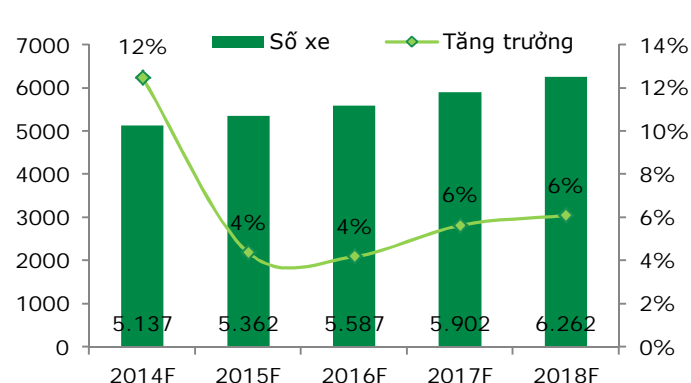
Vì VNS đầu tư xe khá mạnh vào năm 2014 (tăng 15% cùng kỳ), chúng tôi ước tính trong những năm tiếp theo con số này sẽ giảm dần với tốc độ tăng trưởng xe đạt lần lượt 11% năm 2015, 4% năm 2016, 6% năm 2017 và 5% năm 2018. Đồng thời, theo kế hoạch, công ty sẽ thanh lý 475 xe năm 2014. Chúng tôi ước tính con số này sẽ đạt 150 chiếc/năm trong những năm tiếp theo và 200 xe trong năm 2018.

	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Số xe vào cuối năm	5.708	5.958	6.208	6.558	6.958
Tăng trưởng	15%	4%	4%	6%	6%
Trong đó: thanh lý	475	150	150	150	200
% trong tổng số xe	8%	3%	2%	2%	3%

Nguồn: VPBS

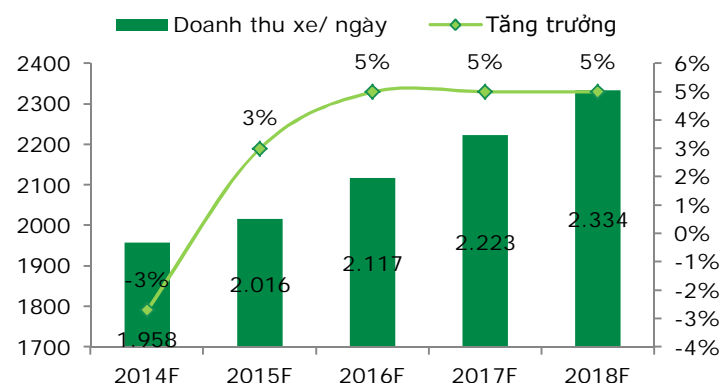
Do đó, số lượng xe hoạt động trong năm của VNS sẽ tăng 6% trong năm 2014, 11% trong năm 2015 và giữ ở mức 4-6% trong giai đoạn 2016-2018.

Tổng số xe dự báo của VNS



Nguồn: VPBS

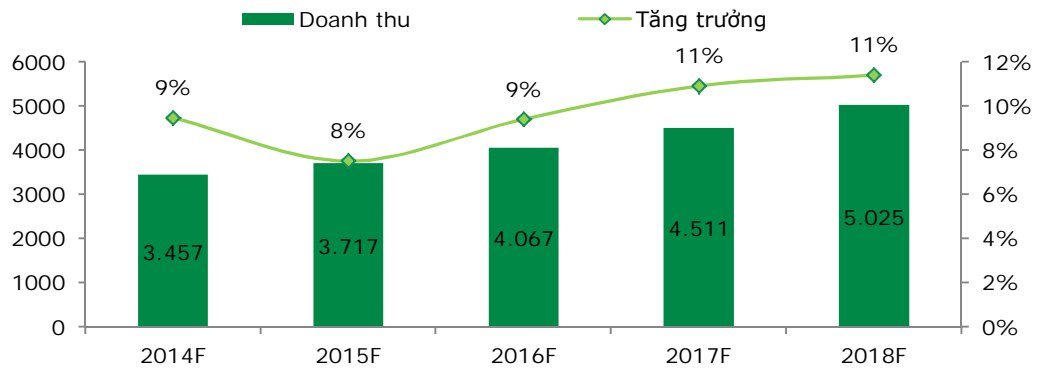
Doanh thu/xe/ngày dự báo của VNS (nghìn đồng)



Nguồn: VPBS

Dựa vào số lượng xe dự báo và doanh thu trên mỗi đầu xe, chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu của VNS trong 2014 đạt 9%, giảm nhẹ trong năm 2015 xuống 8% và sẽ dao động từ 9% đến 11% trong giai đoạn 2016-2018.

Dự báo doanh thu của VNS



Nguồn: VPBS

Chi phí

Giá vốn dịch vụ

Giá vốn dịch vụ phụ thuộc tỷ lệ ăn chia giữa công ty và tài xế. Tài xế chi trả phí xăng dầu, vì vậy trong ngắn hạn, công ty không bị ảnh hưởng bởi giá xăng, nhưng về dài hạn sẽ bị tác động và công ty sẽ phải tăng mức cước phí. Chúng tôi dự tính giá xăng không tăng mạnh nên tỷ lệ ăn chia giữa công ty và tài xế sẽ được giữ nguyên trong các năm tới (khoảng 73%-75%). Ngoài ra, chúng tôi cho rằng tỷ lệ chi phí khấu hao trên tài sản cố định luôn ổn định ở mức 10% cho suốt năm 2014-2018 hoặc 9-10% trên tổng doanh thu. Vì vậy giá vốn dịch vụ của VNS sẽ chiếm khoảng 83-85% trong tổng doanh thu.

Chi phí bán hàng & chi phí quản lý

Với khả năng kiểm soát chi phí hiệu quả, chúng tôi giả định chi phí bán hàng trên tổng doanh thu sẽ ổn định ở mức 4%-5% trong những năm tới. Chi phí quản lý trung bình sẽ vào khoảng 3-4% trên tổng doanh thu.

Thuế

Mức thuế thu nhập doanh nghiệp của VNS là 22% trong hai năm 2014 và 2015 và 20% từ năm 2016 đến năm 2018.

Hoạt động tài chính

- ❖ Doanh thu tài chính: lãi suất tiết kiệm trong giai đoạn dự báo được giả định là 5%.
- ❖ Chi phí tài chính: chúng tôi giả định lãi suất cho vay là 10% cho giai đoạn dự báo. Chi phí tài chính dựa trên số lượng xe đầu tư mỗi năm do việc đầu tư này đòi hỏi vốn đầu tư và nợ dài hạn. Trong giai đoạn dự báo, chúng tôi kỳ vọng VNS sẽ trả hết nợ của năm 2013 và năm 2014 vào năm 2017.

Thu nhập khác

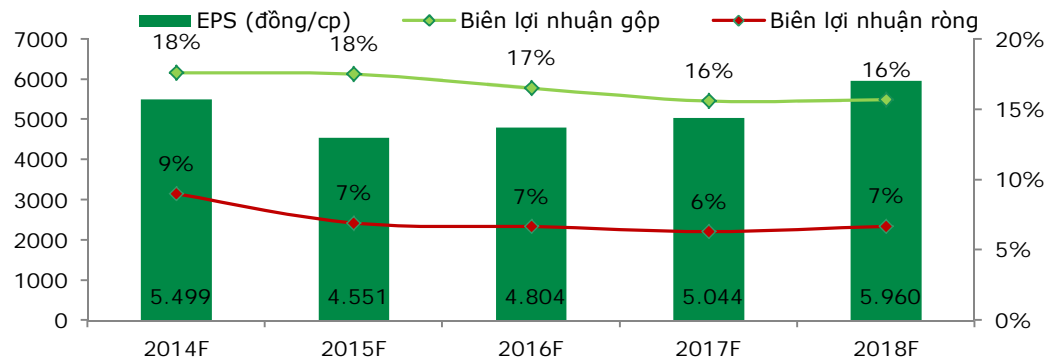
Thu nhập khác bao gồm hoạt động thanh lý. Như đã đề cập ở mục doanh thu, chúng tôi kỳ vọng VNS sẽ thanh lý một số lượng lớn xe taxi trong năm 2014, sau đó giảm dần hoạt động này. Theo đó VNS sẽ có một khoản thu nhập khác khá lớn trong 2014 (119 tỷ đồng), tuy nhiên sẽ giảm xuống khoảng 39-50 tỷ đồng trong các năm tiếp theo.

Biên lợi nhuận ròng và lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS)

Lợi nhuận ròng của VNS năm 2014 ước tính tăng 39% so với năm 2013, vào khoảng 311 tỷ đồng do công ty đã hoàn thành 60% kế hoạch lợi nhuận trong 6 tháng đầu năm, 151 tỷ đồng. Năm 2015, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng giảm 17% do chi phí tăng cao và thu nhập từ hoạt động thanh lý giảm mạnh. Tuy nhiên, lợi nhuận sẽ tăng trở lại trong hai năm 2017 (tăng 5% so với cùng kỳ) và 2018 (tăng 6% so với cùng kỳ) nhờ thu nhập từ hoạt động tài chính tăng và mức thuế thu nhập doanh nghiệp giảm từ 22% xuống còn 20%.

Theo đó, lãi cơ bản trên cổ phiếu VNS năm 2014 sẽ tăng. Biên lợi nhuận ròng dự báo đạt 9% năm 2014 và giảm xuống 6-7% trong giai đoạn 2015-2018.

Dự báo biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng



Nguồn: VPBS

Bảng cân đối kế toán

Những giả định quan trọng để xây dựng bảng cân đối kế toán:

- Số ngày dịch vụ bao gồm khoản phải thu từ khách hàng phổ thông: duy trì ở mức 6 ngày.
- Số ngày tồn kho: duy trì ở mức 1 ngày.
- Số ngày phải trả bao gồm khoản phải trả cho tiền đất, phương tiện và thiết bị văn phòng: duy trì ở mức 6 ngày.
- Nợ phải trả dài hạn: Vay và nợ dài hạn được ước tính là 600 tỷ đồng (theo công ty) và giảm dần vì chúng tôi tin rằng khoản đầu tư lớn nhất đã được thực hiện trong năm 2014 và đầu tư có xu hướng giảm nên VNS trong tương lai không còn nhu cầu vay vốn lớn.
- Cổ tức: cổ tức bằng tiền trong năm 2014 dự đoán ở mức 20% (2.000 VND/cổ phiếu) và con số này duy trì trong cả giai đoạn dự báo.

Chi phí vốn

Đầu tư mạnh về xe trong năm 2014 đồng nghĩa với việc chi phí đầu tư lớn đạt 541 tỷ đồng. Con số này sẽ giảm xuống 281 tỷ đồng, 299 tỷ đồng, 382 tỷ đồng, 440 tỷ đồng cho các năm còn lại trong giai đoạn dự báo.

ĐỊNH GIÁ

Để định giá VNS, chúng tôi sử dụng hai phương pháp: so sánh tương quan P/E và chiết khấu dòng tiền (DCF).

Phương pháp so sánh tương quan

Để thực hiện phương pháp so sánh tương quan, chúng tôi lựa chọn những công ty trong vùng do những công ty trong ngành vận tải trong nước có tầm cỡ quá nhỏ so với Vinasun. Sau khi loại bỏ những công ty có chỉ số tách biệt, chúng tôi chọn ra được bảy công ty cho danh sách so sánh:

1. **Công ty TNHH Shanghai Jinjiang International Industrial Investment:** cung cấp dịch vụ vận chuyển bằng taxi, máy bay và cho thuê xe ô tô. Công ty còn có những hoạt động liên quan đến dịch vụ cho khách sạn.
2. **Tập đoàn NanJing Zhongbei** cung cấp dịch vụ vận chuyển bằng taxi và xe buýt. Công ty cũng đầu tư vào bất động sản, cho thuê xe, mua bán và sửa chữa ô tô.
3. **Công ty TNHH Kanagawa Chuo Kotsu:** chuyên cung cấp dịch vụ vận chuyển bằng taxi và xe buýt ở khu vực Kanagawa. Công ty cũng cho thuê và bán bất động sản, hoạt động trên lĩnh vực giải trí, khách sạn, phòng vé máy bay và nhà hàng. Kanagawa Chuo Kotsu là công ty liên kết với Odakyu Electric Railway.
4. **Tập đoàn Mie Kotsu:** thông qua các công ty con, công ty cung cấp dịch vụ vận chuyển bằng xe buýt và taxi ở cộng đồng Mie. Công ty cũng bán, cho thuê và quản lý nhà, căn hộ và tòa nhà thương mại. Ngoài ra, Mie Kotsu còn hoạt động cửa hàng, khách sạn và các hoạt động liên quan đến giải trí, xây dựng.
5. **Công ty PT Express Transindo Utama Tbk** cung cấp dịch vụ taxi ở Indonesia.
6. **Công ty TNHH DAI ICHI KOUTSU SANGYO** cung cấp dịch vụ taxi và là đại lý xe hơi ở khu vực Kyushu. Công ty cũng bán, cho thuê và quản lý bất động sản.
7. **Công ty TNHH Taiwan Taxi** cung cấp dịch vụ taxi ở thành phố Taipei, Đài Loan.

Tên công ty	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng doanh thu (y-o-y)	Tăng trưởng giá cp (yoy)	Tăng trưởng EPS(y-o-y)	ROE	P/E thị trường	P/E tương quan	P/E cơ bản
Shanghai Jinjiang Internationa	858,65	3,13%	3,86%	28,36%	11,40%	14,93	0,88	13,14
Nanjing Zhongbei Group CO	414,93	1,46%	61,61%	-28,60%	15,20%	33,90	0,50	16,95
Kanagawa Chuo Kotsu Co Ltd	308,85	-0,62%	3,11%	-7,92%	9,97%	16,11	0,57	9,12
Mie Kotsu Group Holdings Inc	261,04	12,10%	-0,02%	23,69%	10,71%	16,11	0,51	8,29
Express Transindo Utama Tbk PT	250,22	31,88%	-4,45%	15,45%	18,85%	20,70	0,96	19,83
Dalichi Kotsu Sangyo Co Ltd	182,73	4,52%	20,36%	10,46%	13,20%	16,11	0,41	6,54
Taiwan Taxi Co Ltd Inc	176,21	27,53%	-14,03%	44,45%	23,20%	30,09	0,73	22,05
Trung vị	350,37	11,43%	10,06%	12,27%	14,65%	21,13	0,65	13,70
Vietnam Sun Corp	119,39	16,39%	13,09%	47,64%	24,54%	15,32	0,57	8,75

Nguồn: Bloomberg

Quan sát từ bảng so sánh trên, chúng ta có thể thấy tỷ số tài chính của VNS tốt hơn những công ty trong ngành, trong khi chỉ số P/E lại tương đối thấp. Điều này ám chỉ rằng cổ phiếu VNS hiện đang bị định giá thấp hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi tính toán giá trị tương quan của cổ phiếu VNS bằng cách nhân trung vị của chỉ số tương quan của các công ty cùng ngành với EPS năm 2014 của VNS sau khi loại bỏ lợi nhuận bất thường. Năm nay, lợi nhuận từ thanh lý xe được dự phóng là 119 tỷ đồng, cao hơn hẳn so với mức trung bình 38 tỷ đồng của công ty hàng năm.

Giá trị tương quan của cổ phiếu VNS qua phương pháp P/E

P/E trung vị/ P/E thị trường	0,65
EPS 2014 sau khi loại bỏ thu nhập bất thường (đồng/cổ phiếu)	4.384
Giá trị tương quan (đồng/cổ phiếu)	43.738

Nguồn: Bloomberg, VPBS

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

Trong phương pháp chiết khấu dòng tiền, với Beta là 0,48, là chỉ số Beta trong một năm thu thập từ Bloomberg, tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%, lãi suất phi rủi ro áp dụng là 4,85% (lãi suất trái phiếu chính phủ 5 năm), chúng tôi tính ra chỉ số WACC là 9,3%. Như vậy, chúng tôi tính toán giá trị nội tại của VNS là **76.470 đồng/cổ phiếu**.

Cũng cần chú ý rằng chỉ số Beta của VNS là khá thấp, chỉ 0,48, theo đó, chi phí vốn của VNS tương đối thấp. Cũng tại thời điểm này, lãi suất trái phiếu chính phủ 5 năm giảm xuống chỉ còn 5,7%, lý giải chi phí sử dụng vốn (WACC) của doanh nghiệp là khá thấp, chỉ 9,3%.

Chi phí vốn	
Lãi suất trái phiếu chính phủ 5 năm	4,85%
Beta	0,48
Tỷ suất lợi nhuận thị trường	15,00%
Chi phí vốn	9,73%
Chi phí lãi vay	
Lãi suất vay dài hạn	10%
Thuế suất	22%
Chi phí lãi sau thuế	7,8%
Chi phí sử dụng vốn (WACC)	
Giá hiện tại (000 đồng)	44.5
Khối lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	57
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.514
Nợ	763,16
WACC	9,3%
Tăng trưởng dài hạn	2%

Nguồn: Bloomberg, VPBS

KẾT LUẬN

Sử dụng phương pháp P/E và DCF, chúng tôi ước tính giá mục tiêu của VNS là 60.000 đồng/cổ phiếu, cao hơn 30% so với giá giao dịch hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VNS.

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF	76.470	50%	38.235
P/E	43.738	50%	21.869
Giá mục tiêu			60.104

Nguồn: VPBS

Phân tích độ nhạy

Bảng dưới đây cho thấy độ nhạy của giá cổ phiếu từ phương pháp DCF đối với tỷ lệ tăng trưởng dài hạn và WACC. Với chỉ số WACC cao hơn, giá trị DCF sẽ giảm, trong khi nếu tốc độ tăng trưởng dài hạn tăng thì giá trị DCF sẽ tăng cao.

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Chi phí sử dụng vốn (WACC)					
	76.470	7%	8%	9%	10%	11%
	0%	82.386	71.214	62.454	55.404	49.608
	1%	93.534	79.362	68.616	60.190	53.406
	2%	108.903	90.104	76.470	66.131	58.022
	3%	131.451	104.913	86.824	73.704	63.752
	4%	167.737	126.639	101.099	83.688	71.057

Như đã đề cập trong phương pháp DCF, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về kế hoạch mở rộng của VNS đến các thị trường mới. Chúng tôi phân tích độ nhạy giá trị DCF dựa vào hai tham số: doanh thu/xe/ngày và số lượng xe hoạt động của công ty trong năm 2014.

Số lượng xe- Tăng 5%	Doanh thu/xe/ngày (đồng) - Tăng 2%					
	76.470	1.880.071	1.918.440	1.957.592	1.996.744	2.036.679
	5.137	75.536	75.998	76.470	76.941	77.422
	5.651	77.801	78.309	78.828	79.346	79.875
	6.216	80.291	80.850	81.421	81.991	82.573
	6.838	83.031	83.646	84.274	84.901	85.541
	7.521	86.045	86.721	87.412	88.102	88.806

Do số liệu beta 1 năm và lợi suất chính phủ 5 năm là tương đối thấp, chúng tôi phân tích độ nhạy của giá trị DCF với các giá trị beta khác nhau và giá trị lợi suất chính phủ 5 năm khác nhau. Chúng ta có thể thấy, beta càng cao và lợi suất chính phủ 5 năm càng cao, giá trị DCF càng gần với giá giao dịch hiện tại.

Beta Tăng 10%	Lợi suất chính phủ 5 năm – Tăng 1%					
	76,470	4,85%	5,85%	6,85%	7,85%	8,85%
	0,48	76.470	72.031	68.029	64.404	61.105
	0,58	68.198	65.232	62.485	59.935	57.559
	0,68	61.385	59.485	57.685	55.978	54.355
	0,78	55.677	54.564	53.489	52.450	51.445
	0,88	50.824	50.303	49.790	49.286	48.791

Phân tích kỹ thuật

Đồ thị kỹ thuật cho thấy cổ phiếu VNS đã giảm từ mức giá cao nhất tại 48.100 đồng/cổ phiếu trong ngày 7 tháng 7 năm 2014 về mức giá thấp nhất là 42.400 đồng/cổ phiếu vào ngày 4 tháng 8 năm 2014. Sau đó, cổ phiếu VNS tích lũy trong vùng giá 44,000 - 46,000 đồng, dao động xung quanh đường trung bình động trung hạn MA50 ngày và chưa phát đi những tín hiệu mới về xu hướng. Khối lượng giao dịch ở mức thấp cũng là một trong dấu hiệu củng cố cho xu hướng tích lũy của cổ phiếu này.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **Nắm Giữ** cổ phiếu VNS tại thời điểm phát hành báo cáo.

Phân tích chiều ngang

Mã	VNS
Thời điểm phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong ba tháng	48.100
Giá thấp nhất trong ba tháng	42.400
Đường MA50 ngày hiện tại	45.000
Đường MA100 ngày hiện tại	44.300
Ngưỡng cản trung hạn	48.100
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	44.300
Khuyến nghị	NẮM GIỮ

Nguồn: VPBS

Điều chỉnh: VPBSi cá nhân: VPBSS



Nguồn: VPBS

Kết quả hoạt động kinh doanh (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu							
Doanh thu	2.713	3.158	3.457	3.717	4.067	4.511	5.025
Tổng doanh thu	2.713	3.158	3.457	3.717	4.067	4.511	5.025
Tăng trưởng	19%	16%	9%	8%	9%	11%	11%
Giá vốn dịch vụ							
Giá vốn dịch vụ (trừ khấu hao)	1.967	2.302	2.520	2.710	3.009	3.383	3.769
Giá vốn dịch vụ	2.258	2.622	2.520	2.710	3.009	3.383	3.769
Lợi nhuận gộp	456	536	937	1.007	1.057	1.128	1.256
Biên LN gộp	17%	17%	27%	27%	26%	25%	25%
Chi phí dịch vụ							
Chi phí dịch vụ	94	129	156	167	187	207	236
Tổng chi phí dịch vụ	94	129	156	167	187	207	236
Chi phí quản lý doanh nghiệp							
Lương	64	86	107	134	155	180	216
Chi phí khác	-	-	-	-	-	-	-
Tổng chi phí quản lý doanh nghiệp	64	86	107	134	155	180	216
EBIT	298	321	674	706	716	740	804
Biên lợi nhuận EBIT	11%	10%	19%	19%	18%	16%	16%
Doanh thu tài chính	1	1	10	23	37	42	40
Chi phí tài chính							
Chi phí lãi vay	113	66	76	80	64	38	4
Lãi (lỗ) chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	-	-	-
Chi phí tài chính khác	1	(0)	1	1	1	1	1
Lãi (lỗ) thu nhập tài chính	(112)	(65)	(67)	(58)	(28)	3	35
Thu nhập khác	19	45	119	38	38	38	50
Lợi nhuận trước thuế	204	302	726	685	725	780	889
Thuế thu nhập	53	78	160	151	145	156	178
Thuế suất hiệu dụng	26%	26%	22%	22%	20%	20%	20%
Lợi nhuận trước các khoản bất thường	152	224	566	535	580	624	711
Khoản lỗ bất thường sau thuế	-	-	-	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	0	1	-	-	-	-	-
Các khoản bất thường và cổ đông thiểu số	0	1	-	-	-	-	-
LN ròng	151	224	566	535	580	624	711
Biên LN ròng	6%	7%	16%	14%	14%	14%	14%
Tăng trưởng	14%	48%	153%	-6%	8%	8%	14%
Số lượng cổ phiếu bình quân	41	41	57	57	57	57	57
EPS	3.736	5.482	10.021	9.462	10.264	11.044	12.584
Cổ tức/cổ phiếu	-	-	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Tỷ lệ cổ tức	0%	0%	20%	21%	19%	18%	16%

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Tài sản ngắn hạn							
Tiền và các khoản tương đương tiền	28	209	466	736	830	794	724
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-
Khoản phải thu ngắn hạn	55	53	57	61	67	74	83
Số ngày phải thu	7	6	6	6	6	6	6
Tồn kho	4	5	8	8	9	10	12
Số ngày tồn kho	1	1	1	1	1	1	1
Tài sản ngắn hạn khác	116	141	154	165	181	201	224
Tài sản ngắn hạn	204	407	684	971	1.088	1.079	1.042
Tài sản dài hạn							
Nguyên giá	2.462	2.735	3.276	3.557	3.856	4.238	4.678
Khấu hao lũy kế	891	1.135	1.463	1.819	2.204	2.628	3.096
Tài sản cố định	1.571	1.600	1.813	1.739	1.652	1.610	1.582
Đầu tư dài hạn	1	-					
Tài sản cố định vô hình							
Tài sản dài hạn khác	7	10	10	10	10	10	10
Tài sản dài hạn	1.578	1.610	1.823	1.749	1.662	1.620	1.592
Tổng tài sản	1.782	2.016	2.507	2.720	2.749	2.699	2.634
Nợ phải trả ngắn hạn							
Khoản phải trả	16	22	23	25	28	31	35
Số ngày phải trả	3	3	3	3	3	3	3
Người mua trả trước	83	89	100	114	130	147	172
Vay và nợ ngắn hạn	37	225	127	164	265	339	204
Nợ phải trả ngắn hạn khác	41	127	139	150	166	187	208
Nợ phải trả ngắn hạn	178	463	390	453	589	704	620
Nợ phải trả dài hạn							
Vay và nợ dài hạn	558	270	636	641	377	39	(165)
Nợ dài hạn khác	106	125	125	125	125	125	125
Nợ phải trả dài hạn	664	395	761	766	502	164	(40)
Tổng công nợ phải trả	842	858	1.151	1.219	1.090	868	580
<i>Nợ trên vốn</i>	<i>38,9%</i>	<i>30,0%</i>	<i>36,1%</i>	<i>35,0%</i>	<i>27,9%</i>	<i>17,1%</i>	<i>1,9%</i>
Vốn chủ sở hữu							
Vốn chủ sở hữu ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	631	766	766	766	766	766	766
LNST chưa phân phối	306	388	586	730	888	1.060	1.284
Vốn chủ sở hữu khác			-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	936	1.153	1.352	1.496	1.654	1.826	2.050
Cổ đông thiểu số	4	5	5	5	5	5	5
Tổng nguồn vốn	1.782	2.016	2.507	2.720	2.750	2.699	2.634

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lợi nhuận ròng	204	302	311	257	271	285	337
Khấu hao	291	319	328	356	386	424	468
Thay đổi vốn lưu động	(176)	(131)	(5)	(3)	(4)	(5)	(6)
Các khoản điều chỉnh phi tiền tệ khác	103	22	9	13	16	19	23
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	422	513	642	623	669	722	821
Thanh lý TSCĐ	14	57					
Đầu tư TSCĐ	(299)	(396)	(541)	(281)	(299)	(382)	(440)
Tăng/giảm đầu tư	-	1	-	-	-	-	-
Các hoạt động đầu tư khác	1	1	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(284)	(337)	(541)	(281)	(299)	(382)	(440)
(Chi trả cổ tức)	(76)	(30)	(113)	(113)	(113)	(113)	(113)
Tăng (giảm) vay và nợ ngắn hạn	379	324	(98)	37	101	74	(134)
Tăng (giảm) vay và nợ dài hạn	(412)	(406)	366	5	(264)	(338)	(204)
Tăng (giảm) vốn cổ phần	-	135	0	-	-	-	-
Các hoạt động tài chính khác	(40)	(18)	0	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(148)	5	156	(71)	(276)	(377)	(451)
Tiền đầu kỳ	38	28	209	466	736	830	794
Thay đổi trong kỳ	(10)	181	257	270	94	(36)	(70)
Tiền cuối kỳ	29	209	466	736	830	794	724
<i>Tiền từ bảng cân đối kế toán</i>	<i>28</i>	<i>209</i>	<i>466</i>	<i>736</i>	<i>830</i>	<i>794</i>	<i>724</i>

Phân tích chỉ số	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Chỉ số định giá							
P/E	5,00	8,68	11,38	13,75	13,03	12,41	10,50
EV / EBIT	14,34	13,28	12,32	12,19	12,93	13,51	12,70
PB	0,81	1,94	2,62	2,36	2,14	1,94	1,72
Lợi suất cổ tức	4,2%	1,6%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Chỉ số sinh lời							
Biên LN gộp (trừ khấu hao)	17%	17%	18%	18%	17%	16%	16%
Biên LN hoạt động	11%	10%	10%	9%	8%	7%	7%
Biên LN ròng	6%	7%	9%	7%	7%	6%	7%
Chỉ số LN/tổng tài sản	0,08	0,12	0,14	0,10	0,10	0,10	0,13
Chỉ số LN/vốn chủ sở hữu	0,17	0,21	0,25	0,18	0,17	0,16	0,17
Chỉ số LN/chí phí vốn	0,19	0,21	0,16	0,15	0,15	0,16	0,17
Chỉ số đòn bẩy							
Chỉ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	2,64	4,87	4,54	4,35	5,15	8,37	85,14
Nợ/nguồn vốn	0,39	0,30	0,36	0,35	0,28	0,17	0,02
Nợ/vốn chủ sở hữu	0,64	0,43	0,56	0,54	0,39	0,21	0,02
Chỉ số thanh khoản							
Hệ số vòng quay tài sản	1,52	1,57	1,38	1,37	1,48	1,67	1,91
Hệ số vòng quay khoản phải thu	49	60	61	61	61	61	61
Hệ số vòng quay khoản phải trả	167	144	148	148	146	144	144
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	632	611	443	443	437	432	433
Hệ số thanh toán hiện hành	1,15	0,88	1,76	2,14	1,85	1,53	1,68
Hệ số thanh toán nhanh	1,12	0,87	1,74	2,12	1,83	1,52	1,66

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

LIÊN HỆ

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

BARRY DAVID WEISBLATT

Giám đốc Khối Phân tích

barryw@vpbs.com.vn

LÊ MAI THÙY LINH

Giám đốc - Phân tích cơ bản

linhlmt@vpbs.com.vn

ĐOÀN THANH TRÀ

Trợ lý Phân tích

tradt@vpbs.com.vn

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

MARC DJANDJI, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng tổ chức

marcdjandji@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 158

LÝ ĐẮC DŨNG

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân

dungld@vpbs.com.vn

+844 3974 3655 Ext: 335

VÕ VĂN PHƯƠNG

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1

TP.HCM

phuongvv@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 130

DOMALUX

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2

TP.HCM

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

TP.HCM

vinhnd@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 146

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH 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 gần 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 (0) 4 3974 3655
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