SVC (HOSE) CTCP DỊCH VỤ TỔNG HỢP SÀI GÒN (SAVICO)

MARITIME SECURITIES

Chuyên viên Phân tích
Bùi Ngọc Lan Phương - phuongbnl@msi.com.vn

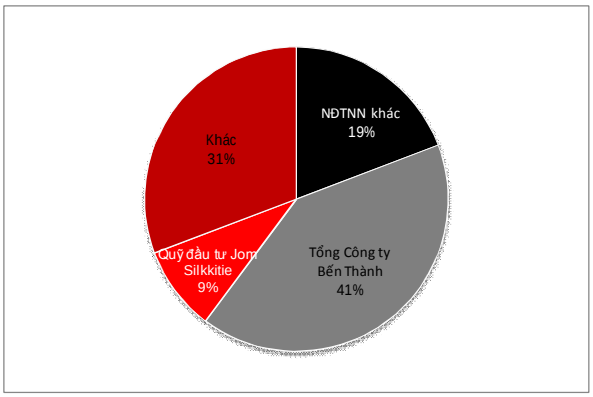
Báo cáo phân tích
08.10.2015

KHUYẾN NGHỊ: MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Giá cổ phiếu (VND)	25,500
Giá mục tiêu (VND)	36,600
Tiềm năng tăng/giảm (%)	43.5
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	68.9
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	68.9
Tăng trưởng giá so với VNI- (%)	74.7
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	636.9
SL CP lưu hành (triệu cp)	25.0
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	4.7
P/E Trailing (x)	8.7
P/B (x)	0.6
P/E VN-Index (x)	12.0

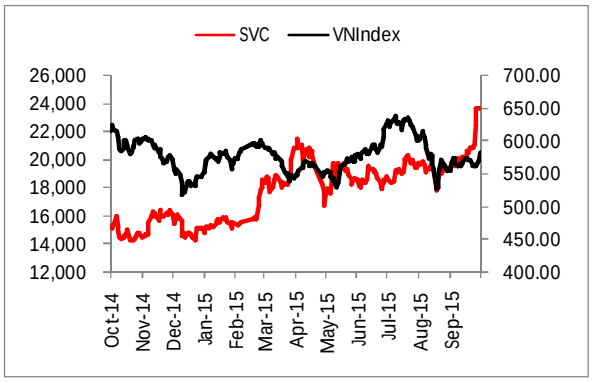
Nguồn: SVC, MSI

Cơ cấu cổ đông (Cập nhật tháng 9, 2015)



Nguồn: CafeF, SVC, MSI

Biến động giá



Nguồn: Vietstock, MSI

GIỚI THIỆU VỀ CÔNG TY

Savico hiện đang xây dựng và phát triển các chuỗi đại lý phân phối ôtô và xe gắn máy với các thương hiệu uy tín như: Toyota, Ford, GM … thông qua hệ thống 13 Công ty con và 5 Công ty liên kết trải dài khắp Việt Nam. Hiện tại, Savico là nhà phân phối ôtô dẫn đầu trong Hiệp hội các nhà sản xuất Ôtô Việt Nam (VAMA) với thị phần phân phối ôtô tăng từ mức 6,4% trong năm 2008 lên 9,7% trong năm 2014.

Với hơn 30 năm kinh nghiệm hoạt động kinh doanh và là một thương hiệu lớn, Công ty tiếp tục xác định chiến lược kinh doanh 2015 - 2020 và tầm nhìn 2030 là phát triển theo mô hình Công ty đầu tư, tập trung vào 3 lĩnh vực (1) Dịch vụ thương mại, (2) Dịch vụ bất động sản và (3) Dịch vụ tài chính.

Savico đã khẳng định vị thế là nhà phân phối ôtô số 1 Việt Nam (không tính các công ty vừa lắp ráp vừa phân phối xe ô tô). Cơ cấu sản phẩm của Savico tập trung chủ yếu vào phân khúc xe trung cấp với giá cả cạnh tranh và lợi ích kinh tế. Lượng xe tiêu thụ của toàn hệ thống ôtô Savio đã tăng trưởng với mức bình quân hơn 20%/năm qua các năm. Savico hiện đang đặc biệt quan tâm đến các hoạt động dịch vụ gia tăng (sửa chữa, bảo hành, bào trì, sơn, xe cho thuê …).

Hiên nay Savico đang sở hữu một quỹ đất lớn với nhiều dự án bất động sản đa dạng như cao ốc văn phòng, căn hộ, trung tâm thương mại … Savico tập trung chủ yếu vào khai thác các dự án có mức hiệu quả cao nhằm phát triển một hệ thống dịch vụ vững chắc và ổn định.

Bộ phận Dịch vụ tài chính hiện đang tập trung vào hoạt động tái cơ cấu danh mục để nâng cao hiệu quả của danh mục đầu tư với thu nhập bình ổn trong thời gian dài hạn.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG VÀ BAN LÃNH ĐẠO

Savico có cơ cấu cổ đông tập trung với chủ yếu là những cổ đông lớn và nội bộ. Cổ đông lớn nhất của Savico là Tổng công ty Bến Thành hiện đang nắm giữ 41% cổ phần. Cổ đông lớn kế tiếp là Quỹ đầu tư Jom Silkkitie với mức nắm giữ cổ phần vào khoảng 9%. Các nhà đầu tư nước ngoài khác hiện đang nắm giữ khoảng 19% cổ phần của Savico. Các cổ đông còn lại nắm gần 31% cổ phần.

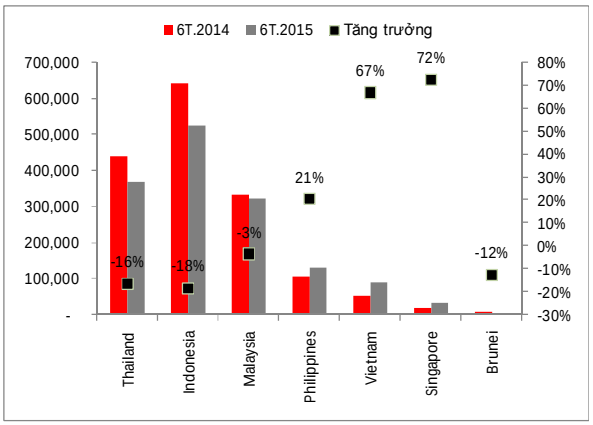
Hiện nay trong Hội đồng quản trị của Savico, ngoại trừ 2 thành viên độc lập, những thành viên còn lại đều từ nội bộ công ty.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu SVC cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn vì những lý do sau:

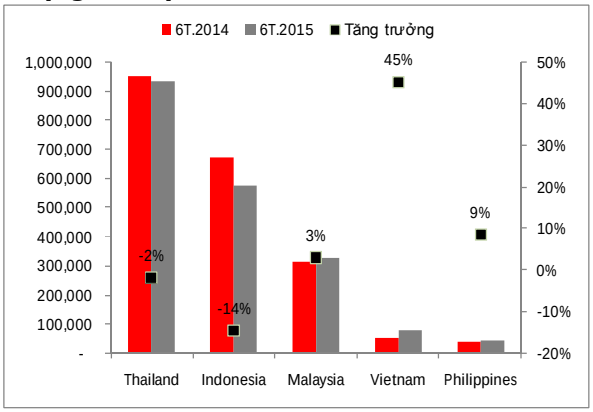
- Cổ phiếu SVC được định giá theo phương pháp Chiết khấu dòng tiền với giá trị hợp lý là 36.600 đồng, cao hơn mức giá hiện tại là 43,5%.
- Cổ phiếu SVC đang được giao dịch ở mức giá thấp hơn giá trị thực với mức P/B là 0,6 và P/E Trailing là 8,7x, thấp hơn 27,5% so với P/E thị trường hiện tại (12,0x).
- Mức cổ tức cao 12% và tỉ suất cổ tức trong 6T.2015 là 4,7%.
- Kết quả tích cực trong 6T.2015 với doanh thu 4.080,7 tỷ đồng (+20,4% y/y) và lợi nhuận 40,9 tỷ đồng (+101,3% y/y). Cho kết quả cả năm 2015, chúng tôi kỳ vọng cả doanh thu và lợi nhuận đều cao hơn kế hoạch của công ty.
- Savico là công ty dẫn đầu về mảng phân phối xe ô tô với hơn 30 năm kinh nghiệm và chiếm khoảng 10% VAMA.
- Savico hiện đang sở hữu và khai thác các cao ốc văn phòng, TTTM, khách sạn và khu nghỉ dưỡng, đất nền ...
- Tiềm năng tăng trưởng cho cả 2 mảng phân phối ô tô và phân phối xe tải do điều kiện thị trường tốt (mức tăng trưởng 20% trong năm 2013, 48% trong năm 2014 và 57% trong 8T.2015), chính sách hỗ trợ của chính phủ và kế hoạch phát triển hợp lý của công ty.
- Hưởng lợi từ Nghị định 60 về việc nới room cho nhà đầu tư nước ngoài tăng sở hữu lên 100% doanh nghiệp niêm yết.
- Kết quả kinh doanh tăng trưởng ổn định trong những năm vừa qua và ước tính mức tăng trưởng bình quân 39%/năm trong giai đoạn 2016-2018.

Doanh số bán xe của các nước thành viên AAF



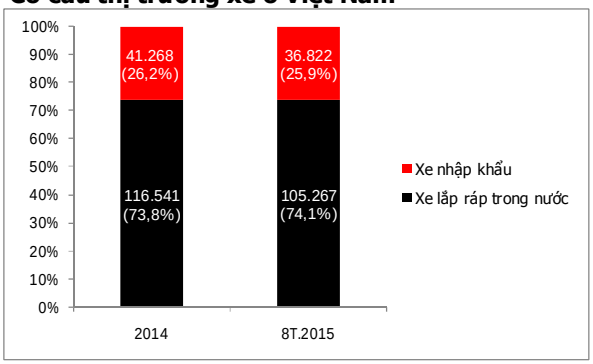
Nguồn: AAF, MSI

Lượng xe được SX của các nước thành viên AFF



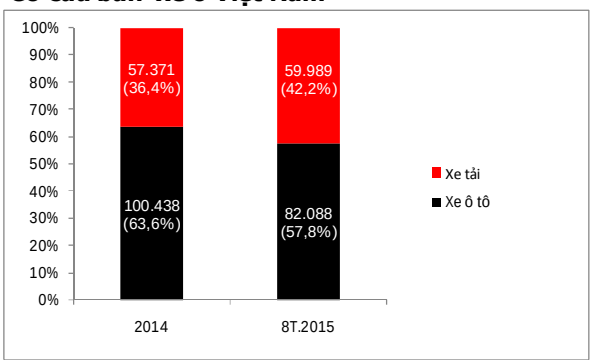
Nguồn: AAF, MSI

Cơ cấu thị trường xe ở Việt Nam



Nguồn: VAMA, MSI

Cơ cấu bán xe ở Việt Nam



Nguồn: VAMA, MSI

ĐÁNH GIÁ VỀ NGÀNH Ô TÔ

Ngành ô tô của Việt Nam ra đời trễ hơn những nước khác trong khu vực ASEAN. Với các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ và nỗ lực của các doanh nghiệp, thị trường xe ô tô Việt Nam hiện tại đã trở thành sân chơi của các hãng xe danh tiếng như Toyota, Ford, Honda, GM… và cả những doanh nghiệp trong nước như Trường Hải (THACO), TMT...

Việt Nam là một nước có dân số đông nhưng tỷ lệ sở hữu xe ô tô thấp (khoảng 33 xe/ 1.000 người trong năm 2015 và được kỳ vọng tăng lên mức 38 xe/1.000 người trong năm 2025) so với các thành viên của ASEAN như Thái Lan, Indonesia và Malaysia với tỷ lệ sở hữu vào khoảng 100-250 xe/1.000 người. Tình trạng này đã tạo ra cơ hội cho sự tăng trưởng mạnh mẽ của doanh thu ngành ô tô trong thời gian dài. Bên cạnh đó, việc giảm dần thuế nhập khẩu cho tới năm 2018 do việc hòa nhập vào AEC cũng tạo cơ hội cho tăng trưởng của doanh thu bán hàng trong nước thông qua việc nhập khẩu xe. Hơn nữa với lãi suất thấp và ổn định và mức tín dụng cho các khoản vay để mua xe tăng sẽ tiếp tục trở thành những yếu tố nâng cao nhu cầu tiêu thụ xe. Việt Nam vẫn được nhìn nhận là một nước có chi phí sản xuất hấp dẫn đối với các nhà sản xuất xe vì vậy nguồn cung cấp sẽ trở nên phong phú. Theo đó, VAMA đã thông báo doanh thu bán xe ghi nhận những kết quả rất tích cực với mức tăng trưởng 20% trong năm 2013, 48% trong năm 2014 và ước tính 39% trong năm 2015. Trong 8 tháng năm 2015, thị trường xe ô tô Việt Nam ghi nhận doanh số tăng vượt trội là 140.000 xe (tăng 82% y/y) với 40% là xe nhập khẩu và 60% là xe lắp ráp trong nước, trong khi đó khối lượng bán hàng của các nước khác đã bắt đầu chậm lại.

Theo VAMA, trong năm 2014, lượng xe nhập khẩu nguyên chiếc (CBU) và xe lắp ráp trong nước (CKD) lần lượt là 41.268 chiếc và 116.541 chiếc, tương đương 26,2% và 73,8%. Trong 8T.2015, tỷ lệ này thay đổi một chút với 25,9% là xe CBU (36.822 chiếc) và 74,1% là xe CKD (105.267 chiếc).

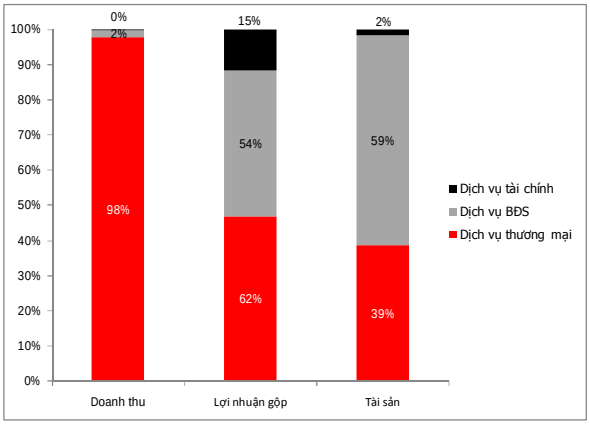
Báo cáo bán hàng của VAMA năm 2014 cũng thể hiện tỷ lệ phần trăm của xe ô tô và xe tải trong cơ cấu bán hàng của thị trường Việt Nam với tỷ lệ lần lượt là 63,6% và 36,4%. Trng 8T.2015, nhu cầu mạnh mẽ dành cho xe tải dẫn đến sự thay đổi trong cấu trúc bán xe với doanh số bán xe tải chiếm 42,2% và xe ô tô là 57,8%.

Mặc dù ngành ô tô có rất nhiều tiềm năng để phát triển nhưng nhìn chung, ngành công nghiệp này vẫn còn vài khuyết điểm: (1) Trong khi Thái Lan và Indonesia đang dần trở thành trung tâm sản xuất và lắp ráp của những thương hiệu nổi tiếng thì các doanh nghiệp ô tô Việt Nam vẫn chỉ đơn thuần là những nhà lắp ráp và phân phối xe trong một thị trường nhỏ bé. Theo Liên đoàn ô tô ASEAN (AAF), lượng xe sản xuất của Thái Lan và Indonesia trong 6T.2015 là 935.251 chiếc và 577.507 chiếc trong khi sản lượng của Việt Nam là 78.596 chiếc. (2) Tỷ lệ nội địa hóa của ngành ô tô tại Việt Nam vẫn còn rất thấp so với những nước khác do năng suất khiêm tốn của các doanh nghiệp địa phương. Theo đó, tỷ lệ nội địa hóa của Toyota Việt Nam là 19-37% và tỷ lệ của Trường Hải là 15-40%. Trong khi đó, tỷ lệ nội địa hóa của Toyota Thái Lan đạt gần 93% và Toyota Ấn Độ đạt gần 80%. (3) Sự yếu kém của mảng sản xuất các linh kiện phụ trợ khiến các nhà lắp ráp tong nước phải phụ thuộc nhiều vào các linh kiện nhập khẩu. Trở ngại lớn nhất là do thị trường tiêu thụ xe của Việt Nam còn quá nhỏ không thể tạo các yếu tố hấp dẫn nhà đầu tư để phát triển công nghiệp phụ trợ. (4) Mức giá trung bình của xe ô tô Việt Nam cao hơn khoảng 20% so với các quốc gia khác.

Trong năm 2015, thuế nhập khẩu xe ô tô từ các nước trong khối ASEAN vẫn không đổi ở mức 50% như năm 2014 trước khi giảm xuống còn 40% trong năm 2016, 30% trong năm 2017 và về 0% trong năm 2018. Hiện tại xe lắp ráp trong nước đang rẻ hơn khoảng 5-10% so với xe nhập khẩu từ Thái Lan và Indonesia. Do đó khi thuế nhập khẩu giảm đến mức 30%, xe nhập khẩu sẽ bằng giá với xe lắp ráp trong nước. Nếu không có sự trợ giúp từ Chính phủ và nỗ lực của các doanh nghiệp thì xe nhập khẩu có thể sẽ đánh bại xe nội địa. Vì vậy từ tháng 1/2016, Chính phủ sẽ thay đổi cách tính thuế tiêu thụ đặc biệt bao gồm chi phí quảng cáo, trưng bày và bảo hành của các xe nhập khẩu dưới 24 chỗ ngồi. Điều này sẽ làm gia tăng giá bán của các dòng xe.

Các doanh nghiệp địa phương cũng lo lắng về vấn đề các chính sách hỗ trợ của Chính phủ chưa đủ để xóa bỏ chênh lệch giữa chi phí sản xuất ở Việt Nam và ở các nước khác thuộc ASEAN do doanh nghiệp vẫn phải bỏ lượng lớn tiền để đầu tư nên trong giai đoạn đầu các công ty không có lợi nhuận để được hưởng ưu đãi thuế. Hơn nữa, việc cắt giảm thuế tiêu thụ đặc biệt dành cho các xe có dung tích xi lanh nhỏ chỉ giúp tăng quy mô của thị trường xe ô tô Việt Nam chứ không thật sự trợ giúp cho các nhà lắp ráp trong nước.

Cơ cấu doanh thu, lợi nhuận gộp và tài sản trong 6T.2015



Nguồn: BCTC SVC, MSI

CƠ CẤU DOANH THU, LỢI NHUẬN GỘP VÀ TÀI SẢN TRONG 6T.2015

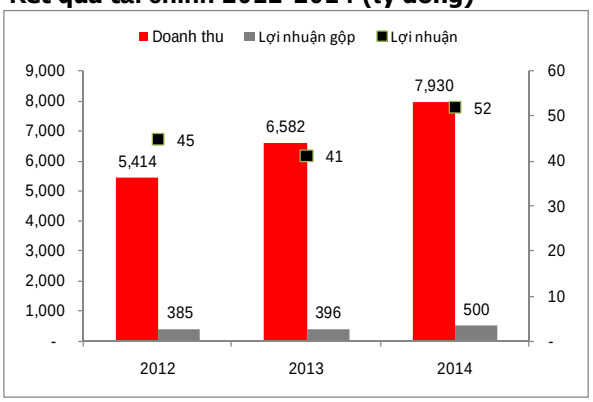
Doanh thu của Savico trong 6T.2015 chủ yếu đến từ 3 yếu tố: (1) mảng dịch vụ thương mại đóng góp 4.010,7 tỷ đồng, chiếm 97,8% tổng doanh thu, (2) 87,4 tỷ đồng từ mảng dịch vụ BĐS, chiếm 2,1% doanh thu và (3) mảng dịch vụ tài chính - mảng đóng góp ít nhất - với khoảng 3,8 tỷ đồng, chiếm 0,1%.

Trong khi đó, mặc dù mảng dịch vụ BĐS chỉ chiếm khoảng 2,1% tổng doanh thu nhưng lại chiếm đến 54% lợi nhuận gộp, tương ứng với 24,4 tỷ đồng. Phần đóng góp của mảng dịch vụ thương mại vào khoảng 45 tỷ đồng, tương đương 62% lợi nhuận gộp của công ty. Mảng dịch vụ tài chính góp một phần nhỏ 15% vào lợi nhuận gộp của Savico, tương đương 3,7 tỷ đồng.

Mảng dịch vụ tài chính cũng là mảng chiếm tỉ trọng nhỏ nhất (2%, tương ứng 43 tỷ đồng) trong cơ cấu tài sản của Savico. Ngược lại, mảng dịch vụ BĐS chiếm phần trăm lớn nhất trong tổng tài sản của Công ty (59%) với 1.517,9 tỷ đồng. Mảng dịch vụ thương mại chiếm khoảng 39% tổng tài sản, ứng với 987,7 tỷ đồng.

Tuy hệ thống hoạt động của Savico dựa vào 3 lĩnh vực, nhưng 2 lĩnh vực dịch vụ bất động sản và dịch vụ tài chính đều hoạt động không hiệu quả, chỉ duy nhất lĩnh vực dịch vụ thương mại nổi lên như một điểm sang trong kết quả kinh doanh của công ty. Các lợi thế như: phân phối các hãng xe với tốc độ tăng trưởng tốt, hệ thống showroom lớn với chất lượng cao và sự tăng trưởng tích cực của ngành ô tô … là những yếu tố chủ yếu đảm bảo cho khả năng tăng trưởng dài hạn cho mảng xe ô tô. Do đó lẽ dĩ nhiên là mảng dịch vụ thương mại đóng góp phần lớn nhất cho doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp. Trong tương lai khi dòng tiền thu được từ các dự án bất động sản được ghi nhận, cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của Savico được kỳ vọng là sẽ thay đổi với các phần đóng góp được chia đều hợp lý từ các mảng kinh doanh.

Kết quả tài chính 2012-2014 (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC SVC, MSI

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh từ năm 2012 đến năm 2014

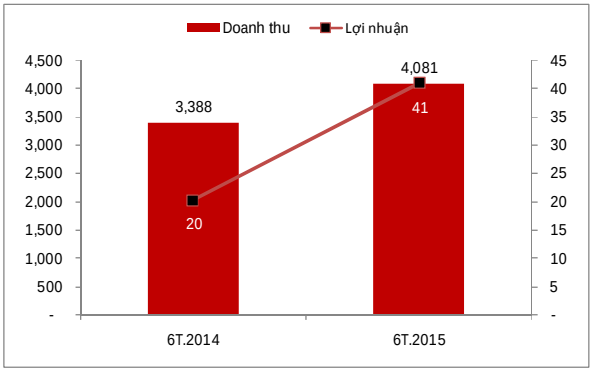
Trong năm 2012, Savico đã đạt được 5.414,1 tỷ đồng doanh thu và 45 tỷ đồng lợi nhuận, vượt kế hoạch được đặt ra cho năm 2012, được đánh giá là một năm khó khăn cho phân khúc dịch vụ thương mại của công ty khi các chính sách vĩ mô thay đổi đột ngột và nền kinh tế trong nước gặp nhiều khó khăn.

Trong năm 2013, Savico tiếp tục đạt được kết quả tích cực với 6.582,4 tỷ đồng doanh thu (tăng 21,6% y/y). Tuy nhiên lợi nhuận của công ty chỉ còn 41 tỷ đồng, thấp hơn 8,3% so với năm 2012. Trong năm này, các hoạt động kinh doanh của Savico gặp cả thuận lợi và khó khăn. Sức mua của thị trường ô tô cải thiện rõ rệt và tăng cao so với năm trước nhưng ngược lại, tình trạng của thị trường xe máy lại khá xấu do doanh thu sụt giảm mạnh. Bên cạnh đó,thị trường bất động sản và dịch vụ tài chính đều không có dấu hiệu phục hồi cộng và tuy lãi suất đã giảm nhưng việc tiếp cận nguồn vốn lại khó khăn. Những yếu tố trên giải thích lý do vì sao lợi nhuận của công ty lại giảm chứ không tăng như doanh thu.

Trong năm 2014, Savico ghi nhận mức doanh thu 7.930 tỷ đồng và lợi nhuận 52 tỷ đồng, tương ứng mức tăng 20,5% và 26,1% so với cùng kỳ. Tình trạng kinh tế xã hội đã được cải thiện, tỷ lệ tiêu thụ của thị trường ô tô tiếp tục tăng, thị trường bất động sản và tài chính cũng cải thiện tích cực... Trở thành những yếu tố khách quan chủ yếu giúp Savico đạt được kết quả vượt trội. Những yếu tố chủ quan như: tăng cường hoạt động bán xe cùng với cung cấp dịch vụ sau mua và phụ kiện, giải thể đại lý và tái cấu trúc hệ thống xe máy, chuyển nhượng bất động sản và tập trung vào việc đảm bảo nguồn doanh thu ổn định từ cao ốc văn phòng và tòa nhà cho thuê, cải thiện hoạt động quản lý ... cũng góp phần vào sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của công ty.

Tổng quan, mặc dù kết quả kinh doanh của Savico được cải thiện qua từng năm nhưng tỷ suất lợi nhuận ròng trong khoảng thời gian 2012-2014 vẫn thấp hơn 1%. Tỷ suất lợi nhuận ròng thấp đồng nghĩa với việc hiệu quả lợi nhuận ròng của công ty đang dưới các tiêu chuẩn ngành và cũng chỉ ra một hệ số an toàn thấp - nguy cơ cao rằng sự sụt giảm trong doanh số bán hàng sẽ xóa lợi nhuận và có kết quả lỗ ròng - cũng như công ty đang không kiểm soát chi phí tốt. So sánh với các công ty cùng ngành, hoạt động và quản lý của Savico chưa được thực hiện tốt và đây là vấn đề chính cần phải được ưu tiên bởi Ban lãnh đạo của công ty cho định hướng của giai đoạn 2015-2020.

Kết quả 6 tháng đầu năm 2015 (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC SVC, MSI

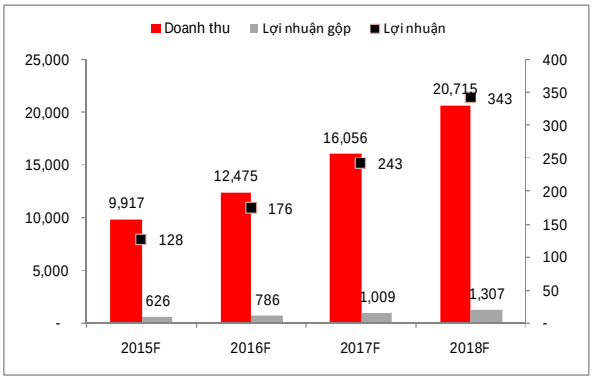
Kết quả 6T.2015 và ước tính Q3.2015 và năm 2015

Savico đã đạt được kết quả khả quan trong nửa đầu năm 2015 với tổng cộng 4.080,7 tỷ đồng doanh thu thuần, cao hơn 20,4% so với nửa đầu năm 2014 và thực hiện được 48% kế hoạch của công ty. Tương tự, lợi nhuận của công ty ở mức 40,9 tỷ đồng, tăng 101,3% so với cùng kỳ và thực hiện được 68% kế hoạch. Những kết quả tốt của công ty đạt được là nhờ (1) sự đóng góp to lớn từ doanh số bán hàng và doanh thu của mảng xe ô tô chiếm hơn 90% tổng doanh thu của công ty, (2) lợi nhuận đến từ khoản thu nhập từ tiền hỗ trợ của nhà cung cấp tại các công ty con trong lĩnh vực ô tô tăng, và (3) lợi nhuận đến từ các hoạt động kinh doanh của các công ty con tăng.

Gần đây Savico ghi nhận khoản thu từ việc chuyển nhượng 25% vốn góp của Savico Plaza Hồ Tùng Mậu cho Vinaland. Bên cạnh đó, công ty cũng chuyển từ chuyển nhượng sang hợp tác với Novaland để khai thác 6.500 m2 diện tích của Savico Plaza Phổ Quang và thu được 40 tỷ đồng trong đợt 1; cùng với việc hợp tác với Saigon Ford để khai thác phần diện tích 2.500m2 còn lại và thu được 25 tỷ đồng. Do vậy chúng tôi vẫn giữ kỳ vọng cao rằng Savico sẽ đạt được 2.669 tỷ đồng doanh thu trong Q3.2015 (+32% yoy) và 41 tỷ đồng lợi nhuận, tăng 193% so với Q3.2014. Cho kết quả cả năm 2015, chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ đạt được 9.916,7 tỷ đồng doanh thu (+25% yoy) và 127,6 tỷ đồng lợi nhuận, tăng 146,2% so với năm 2014.

Qua kết quả kinh doanh của 6T.2015 và tỷ suất lợi nhuận ròng 1%, công tác quản lý và hoạt động của Savico đã có dấu hiệu cải thiện. Tuy đây chỉ là một thay đổi nhỏ nhưng sự cải thiện của tỷ suất lợi nhuận ròng là minh chứng cho việc chiến lược phát triển mới của Savico đã bắt đầu có hiệu quả.

Triển vọng kinh doanh 2015F-2018F (tỷ đồng)



Nguồn: MSI dự phóng

Triển vọng kinh doanh từ năm 2016 đến năm 2018

Trong những năm tới, Savico sẽ tiếp tục chú trọng và phát triển mảng dịch vụ thương mại và phát huy lợi thế từ quỹ đất lớn mà công ty đang sở hữu. Cụ thể, kết quả kinh doanh được kỳ vọng là sẽ tăng mạnh do (1) triển vọng của ngành ô tô vẫn rất khả quan và đặc biệt là mảng phân phối xe du lịch và xe tải, (2) nền tảng kinh doanh vững chắc với hệ thống đại lý đạt tiêu chuẩn cao và định hướng phát triển của mảng bán lẻ xe ô tô thích hợp với xu hướng chung của thị trường, và (3) khả năng cải thiện tài chính khi công ty thu về dòng tiền từ việc thanh lý vài dự án BĐS.

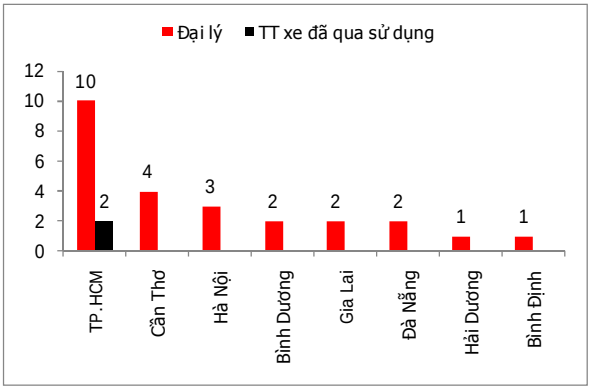
Đặc biệt, trong hai năm 2016 và 2017 sẽ có một lượng lớn xe tải hết niên hạn sử dụng cần phải thay thế. Ngoài ra cùng với sự phục hồi của ngành bất động sản, lượng dự án cơ sở hạ tầng và công trình cũng tăng cao theo và đẩy mạnh nhu cầu vận tải xây dựng. Cuối cùng, do giá nhiên liệu hiện đang giảm nên sẽ tạo cơ hội cho công ty để nâng cao năng suất vận tải. Vì thế chiến lược mở rộng mảng phân phối xe tải là một lựa chọn hợp lý và có thể mang lại những lợi ích to lớn cho công ty trong những năm kế tiếp.

Trong năm 2016, doanh thu của Savico ước tính sẽ đạt được 11.900 tỷ đồng và lợi nhuận sẽ chạm mức 176 tỷ đồng, EPS forward là 7.034,3 đồng và chỉ tiêu P/E forward là 3,5x. Cuối năm 2015, Hino Vĩnh Thịnh - biểu tượng của sự hợp tác giữa Savico và Hino - sẽ bắt đầu hoạt động và đánh dấu bước chuyển mình mới của mảng phân phối xe tải của Savico. Do đó chúng tôi ước tính công ty sẽ đạt tốc độ tăng trưởng của doanh số bán hàng là 20% và lợi nhuận là 37,7% trong năm 2016. Chúng tôi cũng kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận ròng của Savico trong năm 2016 cũng sẽ cải thiện và cao hơn mức 1%. Trong khoảng thời gian 2017-2018, chúng tôi dự đoán doanh thu của Savico sẽ tăng đều đặn với mức trung bình gần 32%/năm và mức tăng lợi nhuận sẽ là khoảng 40%/năm.

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015F	Kế hoạch 2015	2016F	2017F	2018F	6T.2015
Doanh thu (tỷ VND)	5,414.1	6,582.4	7,930.2	9,916.7	8,500.0	11,900.1	16,056.4	20,715.3	4,080.7
Tăng trưởng (% y/y)	(12.0)	21.6	20.5	25.0	7.2	20.0	34.9	29.0	20.4
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	44.8	41.1	51.8	127.6	60.0	175.7	243.4	342.9	40.9
Tăng trưởng (% y/y)	0.5	(8.3)	26.1	146.2	15.8	37.7	38.5	40.9	101.3
Biên lợi nhuận ròng (%)	0.8	0.6	0.7	1.3	0.7	1.5	1.5	1.7	1.0
ROE (%)	6.1	5.5	6.9	14.8	N/A	17.4	20.0	22.7	4.1
ROA (%)	1.7	1.5	2.0	4.5	N/A	5.6	6.8	8.4	1.6
EPS (VND)	1,793.5	1,644.7	2,073.1	5,107.5	2,402.4	7,034.3	9,743.7	13,727.8	1,635.9
BVPS (VND)	29,326.3	29,668.7	30,188.8	39,587.6	N/A	40,330.2	48,560.5	60,421.9	39,555.1
Cổ tức (VND)	1,500.0	1,000.0	1,200.0	1,200.0	1,200.0	1,700.0	2,200.0	2,700.0	1,200.0
P/E (x)	7.6	9.1	7.7	4.8	10.2	3.5	2.5	1.8	11.9
P/B (x)	0.5	0.5	0.5	0.6	N/A	0.6	0.5	0.4	0.5

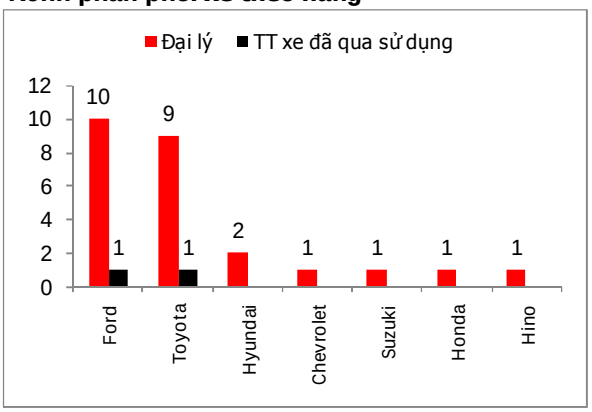
Nguồn: SVC, MSI dự phóng

Kênh phân phối xe theo khu vực



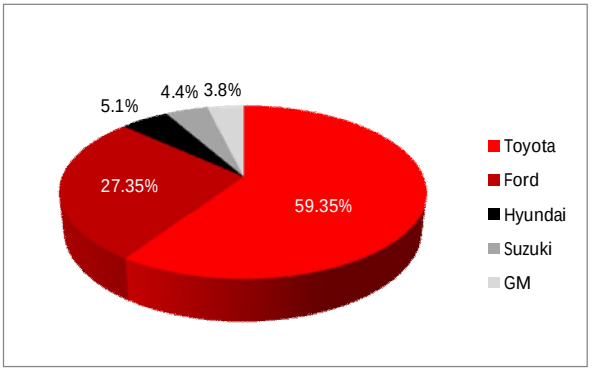
Nguồn: Website SVC, MSI

Kênh phân phối xe theo hãng



Nguồn: Website SVC, MSI

Cơ cấu của doanh số bán hàng



Nguồn: BCTN SVC, MSI

Phân bổ của các hãng xe theo khu vực

	Toyota	Ford	Hyundai	Chevrolet	Suzuki	Honda	Hino
TP.HCM	x	x			x		
Cần Thơ	x	x		x		x	
Hà Nội	x						
Bình Dương		x					x
Gia Lai		x	x				
Đà Nẵng		x	x				
Hải Dương	x						
Bình Định		x					

Nguồn: MSI tổng hợp

DỊCH VỤ THƯƠNG MẠI

Ngành ô tô

Hệ thống đại lý và showroom được phát triển trải rộng khắp cả nước với 8 công ty con và 3 công ty liên kết. Hệ thống phân phối xe ô tô của Savico luôn giữ vững thị phần dẫn đầu đối với từng nhà sản xuất như Toyota Vietnam (22%), Ford Vietnam (24%), Suzuki Vietnam (15%)… Gần đây, Savico đặc biệt chú trọng đến mảng dịch vụ hậu mãi với mục tiêu chiến lược là tập trung vào những hoạt động dịch vụ nhằm nâng cao hiệu suất đầu tư. Mảng dịch vụ ô tô của công ty duy trì mức tăng trưởng trung bình 50%/năm. Doanh thu từ mảng bán lẻ xe ô tô chiếm khoảng 86% tổng doanh thu của Savico trong năm 2014, con số này tăng lên hơn 90% trong nửa đầu năm 2015.

Theo Savico, công ty này dự định sẽ nâng cấp toàn bộ các đại lý từ chuẩn 3S lên chuẩn 4S với giá trị đầu tư gần 5-7 tỷ đồng/ đại lý. Trong thời kỳ 2015-2020, Savico định sẽ mở thêm nhiều cửa hàng, tăng số lượng từ 25 cửa hàng lên khoảng 35-40 cửa hàng. Ước tính sẽ cần khoảng 40-50 tỷ đồng để xây một cửa hàng mới. Công ty đặc biệt nhấn mạnh về khả năng tăng trưởng doanh số cao do việc mở rộng chuỗi cửa hàng tại các tỉnh lân cận như Cần Thơ, Bình Dương, Gia Lai … vào tháng 3/2016, đại lý 3S đầu tiên đánh dấu sự hợp tác giữa Savico và Honda - Honda Cần Thơ - sẽ đi vào hoạt động.

Trong khoảng thời gian gần đây, việc Chính phủ bắt đầu thắt chặt các điều luật về xe tải quá tải trọng đã tạo nên một nguồn cầu lớn cho phân khúc xe tải hạng vừa và hạng nặng. Ngoài ra, do số lượng các công trình cơ sở hạ tầng tăng nhanh chóng dẫn đến nhu cầu lớn về xe tải để vận chuyển nguyên vật liệu. Do vậy nhằm bắt kịp xu thế mới, Savico chuẩn bị mở rộng mảng phân phối xe tải bằng cách hợp tác với Hino– một trong những nhà sản xuất xe tải đứng đầu tại Việt Nam. Công ty đã triển khai thi công một đại lý mới (Hino Vĩnh Thịnh) và kỳ vọng đại lý này sẽ bắt đầu hoạt động vào tháng 11/2015.

Chúng tôi tin rằng với những điều kiện tốt như: xu hướng mới của lĩnh vực phân phối xe tải, tiềm năng của thị trường xe ô tô vẫn còn rất hấp dẫn và sự hỗ trợ đến từ phía Chính phủ (giảm thuế nhập khẩu và thuế tiêu thụ đặc biệt) và phía nhà cung cấp, sẽ mang đến những lợi ích to lớn trong vòng 2 năm tới cho Savico. Chúng tôi ước tính rằng thị phần của công ty sẽ duy trì khoảng 10-11% của VAMA trong những năm sau.

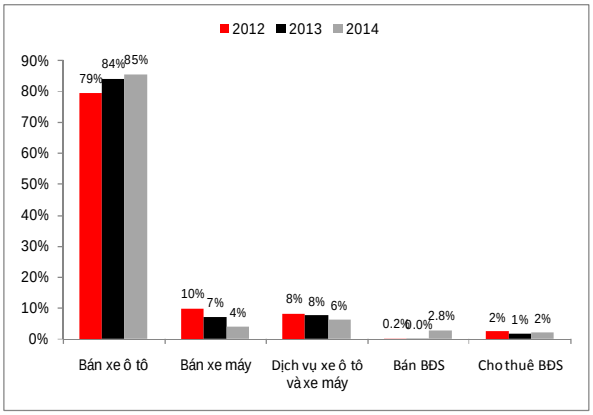
Cơ cấu và các kênh phân phối của ngành ô tô

Savico hiện là nhà phân phối chính thức cho 5 hãng xe nổi tiếng: Toyota, Ford, Hyundai, GM và Suzuki. Do Savico hợp tác với Honda và Hino trong thời gian gần đây nên con số này tăng lên thành 7 hãng xe và công ty cũng kỳ vọng rằng việc hợp tác này sẽ củng cố vị trí của Savico tại thị trường xe ô tô trong nước. Hiện tại, Savico có 25 cửa hàng (bao gồm cả 2 cửa hàng đang thi công) và 2 trung tâm xe đã qua sử dụng trải rộng từ Bắc vào Nam. Theo thống kê, 40% cửa hàng tập trung ở TP.HCM, 16% phân bổ ở tỉnh lân cận Cần Thơ và Hà Nội là khu vực lớn thứ ba với 12% lượng cửa hàng tập trung ở đây. Mặc dù Ford mang về ít doanh thu hơn Toyota, nhưng số lượng cửa hàng của hãng này lại nhiều hơn và phân tán rải rác tại nhiều tỉnh thành.

Do sự khác biệt trong thói quen tiêu dùng giữa miền Bắc và miền Nam và điểm xuất phát của Savico trong quá khứ, không khó để lý giải vì sao một lượng lớn cửa hàng của Savico lại phân bổ ở khu vực phía Nam. Tại miền Bắc, do điều kiện thời tiết và nhu cầu thể hiện vị trí xã hội nên nhu cầu cho xe hơi cỡ nhỏ và xe hơi hạng sang (Mercedes, BMW…) khá cao. Đặc biệt gần đây khách hàng miền Bắc có xu hướng chuyển sang xe ô tô của Hàn Quốc (Hyundai, Kia…) thay vì xe Nhật. Ngược lại, khách hàng tại miền Nam lại chọn các dòng xe lớn và đa chức năng cho mục đích di chuyển kinh doanh và gia đình. Do đó Toyota (Innova, Fortuner, Camry, Hilux, Altis, Vios) và Ford (Everest, Ecosport, Ranger, Focus) được ưa thích bởi người miền Nam. Hai hang xe này cũng là yếu tố chủ lực ngành ô tô của Savico. Trong mạng lưới phân phối của công ty, Toyota là hãng xe đóng góp lớn nhất với khoảng 59.35% tổng doanh số của mảng bán lẻ xe ô tô trong 6T.2015, mức tăng trưởng của dòng xe này trên thị trường là 40,6% yoy. Ford là hãng xe có mức đóng góp lớn thứ hai chiếm 27,35% doanh số bán hàng và mức tăng trưởng của hãng xe này trong 6T.2015 là 70,7%. Những hãng xe còn lại chiếm khoảng 13,3% cơ cấu phân phối xe ô tô.

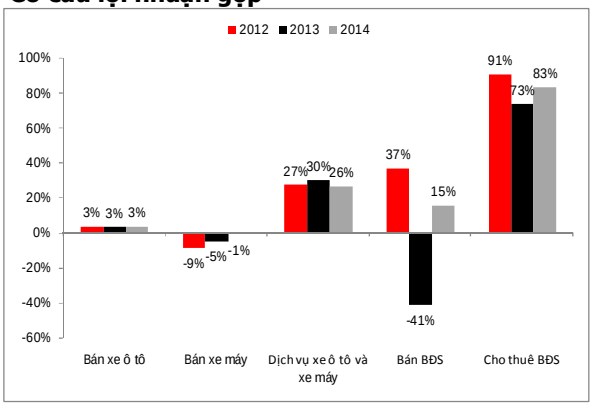
So sánh với những công ty khác, Savico có lượng cửa hàng vượt trội và được sắp xếp hợp lý hơn với sự phân bổ trung bình 1 cửa hàng trong 1 quận hoặc khu vực, vì vậy giảm thiểu được sự cạnh tranh giữa các đại lý trong cùng hệ thống và tránh được ảnh hưởng trực tiếp từ các đối thủ khác. Hiện các cửa hàng của Svico chiếm 10/43 cửa hàng (23%) của Toyota Việt Nam và 11/29 cửa hàng (38%) của Ford Việt Nam.

Cơ cấu doanh thu



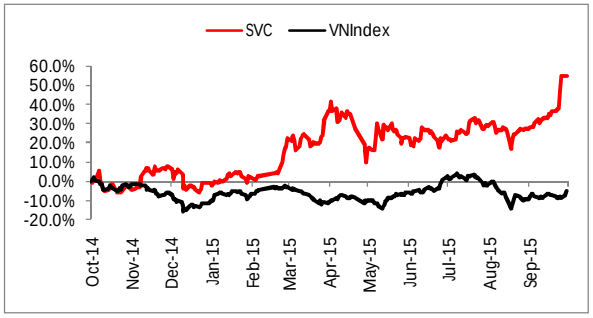
Nguồn: BCTC SVC, MSI

Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: BCTC SVC, MSI

Tăng trưởng của cổ phiếu SVC



Nguồn: MSI

Ngành xe máy

Trong những năm gần đây, thị trường xe máy dần trở nên bão hòa khiến Savico ghi nhận lỗ trong hai năm liên tiếp 2013 và 2014. Công ty buộc phải giải thể một vài đại lý xe gắn máy và hạn chế việc bán sỉ. Doanh số bán hàng sụt giảm khiến doanh thu của ngành xe máy giảm 20% mỗi năm. Trong năm 2015, do tình hình vẫn chưa được cải thiện nên Savico phải tái cấu trúc ngành xe máy. Theo đó, công ty đã sắp xếp và ngưng kinh doanh đối với 2 thương hiệu SYM và Yamaha trong khi củng cố và gia tăng hiệu quả kinh doanh 2 thương hiệu Suzuki và Honda. Công ty cũng tiến hành hợp nhất 2 công ty con nhằm cải thiện hoạt động quản lý và doanh số bán hàng. Cho định hướng mới, công ty chọn tập trung nhiều hơn và phát triển dịch vụ xe gắn máy cùng các dịch vụ gia tăng giá trị cho khách hàng với mục đích duy trì mức tăng trưởng của doanh thu đến từ mảng dịch vụ xe gắn máy (trung bình 20-30%/năm).

DỊCH VỤ BẤT ĐỘNG SẢN

Dịch vụ bất động sản của Savico khá đa dạng với các khu phức hợp, trung tâm thương mại, khách sạn và khu nghỉ dưỡng, nhà và căn hộ chung cư, … Trong giai đoạn khó khăn lúc trước, chính sách thắt chặt tín dụng của Chính phủ đã tác động lớn đến các doanh nghiệp khiến Savico phải cắt giảm quyết liệt các khoản đầu tư vào lĩnh vực BĐS nhằm giảm áp lực của chi phí vốn, và tập trung vào những dự án có năng suất cao để củng cố và phát triển mảng dịch vụ bất động sản. Theo danh sách của Savico, hiện nay vẫn còn hơn 10 dự án đang thi công hoặc trong quá trình triển khai. Do quỹ đất của Savico khá lớn nên quá trình chuyển nhượng còn gặp vài khó khăn khiến công ty vẫn chưa đạt được những kết quả rõ ràng. Chúng tôi tin rằng tình trạng tài chính của Savico sẽ có nhiều cải thiện đáng kể nếu công ty có thể thanh lý thành công vài dự án bất động sản nổi bật và thu về lợi nhuận để bổ sung cho các hoạt động kinh doanh. Savico hiện đang khai thác một vài dự án (Savico Megamall, TTTM Savico Đà Nẵng, …) và đang tìm kiếm đối tác đầu tư cho vài dự án khác(Nam Cẩm Lệ, KDL Bãi Trẹm, tòa nhà 66-68 Nam Kỳ Khởi Nghĩa,…).

Hầu hết những dự án BĐS trọng điểm (Hồ Tràm - Xuyên Mộc, Long Hòa - Cần Giờ…) đã hoàn tất thủ tục pháp lý và có thể triển khai tại thời điểm thích hợp. Savico hiện đang chú trọng vào các dự án BĐS như trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê với doanh thu bán hàng khá tốt và ổn định. Thực tế trong giai đoạn 2012-2014, tuy mảng cho thuê BĐS chỉ chiếm một phần nhỏ trong cấu trúc doanh thu của Savico (1-2%), mảng kinh doanh này lại chiếm phần lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận gộp (73-91%). Cho định hướng sắp tới, Savico sẽ phát triển các dự án BĐS thương mại nhằm hỗ trợ cho sự phát triển của chuỗi kinh doanh của công ty.

(*Danh sách chi tiết các dự án BĐS của Savico nằm ở trang 9 của báo cáo này*)

DỊCH VỤ TÀI CHÍNH

Các hoạt động của mảng dịch vụ tài chính chủ yếu tập trung vào việc quản lý hiệu quả nguồn vốn đầu tư và dòng tiền trong các hoạt động đầu tư của công ty, xây dựng cấu trúc tài chính hợp lý và an toàn để di chuyển theo hướng phát triển bền vững. Tuy nhiên, mảng dịch vụ tài chính lại không hoạt động tốt khiến những khoản đầu tư vào mảng này và số lượng các đơn vị liên quan đến những khoản đầu tư đều bị cắt giảm đáng kể. Tiêu biểu như việc Savico đã thoái vốn hoàn toàn khỏi ngân hàng Phương Đông. Đối với những khoản đầu tư tài chính ngắn hạn, công ty chỉ nắm giữ một lượng nhỏ cổ phần của một vài công ty như BTT, VTH. Theo chiến lược mới của Savico, mảng dịch vụ tài chính sẽ chỉ chiếm khoảng 5-10% tổng tài sản công ty.

SO SÁNH VỚI CÁC CÔNG TY CÙNG NGÀNH PHÂN PHỐI XE Ô TÔ

Tăng trưởng của cổ phiếu SVC

Mức giá hiện tại của cổ phiếu SVC đã tăng 68,9% so với mức hồi đầu năm 2015 và 68,9% cao hơn so với mức cùng kỳ năm ngoái. Đặc biệt, mức tăng trưởng của cổ phiếu SVC cao hơn nhiều so với mức tăng 3,5% (YTD) của VN-Index. Nhìn chung, những điều kiện khách quan và chủ quan đến từ các chính sách của Chính phủ, trạng thái của thị trường và chiến lược phát triển của công ty Savico đều nằm sẽ giúp duy trì sự tăng trưởng của cổ phiếu SVC được ổn định trong thời gian lâu dài. Cụ thể, những chính sách hỗ trợ của chính phủ cho thị trường ô tô (cắt giảm thuế nhập khẩu, thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế tiêu thụ đặc biệt cho xe ô tô dung tích nhỏ …); nhu cầu và tỷ lệ tiêu thụ cao của cả xe chở khách và xe thương mại đều đang làm cho thị trường xe ô tô trở nên càng hấp dẫn hơn với tiềm năng to lớn. Hơn nữa chiến lược kinh doanh chú trọng vào ngành xe ô tô (nâng cấp và mở thêm cửa hàng mới, hợp tác với những hãng xe có tiếng như Honda và Hino) cũng như việc điều chỉnh cơ cấu của các dự án BĐS sẽ cải tiến kết quả kinh doanh của Savico trong những năm tới. Những yếu tố trên đều là những thành phần quan trọng sẽ giúp củng cố và nâng cao tốc độ tăng trưởng của cổ phiếu SVC trong tương lai gần.

Các công ty cùng ngành

Phân khúc sản phẩm ô tô của Savico hiện nay vẫn là xe trung cấp phổ thông, cũng là thị trường lớn nhất tại Việt Nam với tỷ lệ tiêu thụ lớn. Tuy nhiên, để chuẩn bị cho tương lai và gia tăng năng lực cạnh tranh, Savico đã tiếp xúc với các hãng xe để đưa dòng xe cao cấp vào kinh doanh nhằm nâng cao tốc độ tăng trưởng (đối thủ chính là HAX). Đồng thời, công ty sẽ đầu tư thêm vào mảng phân phối xe tải, vốn đang được các doanh nghiệp như HHS, TMT và HTL khai thác rất tốt.

- **HHS:** HHS nắm trong tay 5 thương hiệu xe tải trọng lớn (đặc biệt là thương hiệu độc quyền Dongfeng) và 1 thương hiệu xe đầu kéo từ Mỹ. Việc hợp nhất với CTCP Hoàng Giang giúp HHS tiến vào mảng phân phối xe tải sinotruk của Howo (xe chuyên dụng dành cho những địa hình khó khăn) và xe đầu kéo Freightliner cùng với việc mở rộng danh mục sản phẩm và mạng lưới phân phối.

  Ưu thế: Hệ thống gần 40 đại lý trên 30 tỉnh thành; sản phẩm chiến lược là xe tải hạng trung và hạng nặng và hầu như không gặp cạnh tranh trong nước nhiều, chủ yếu cạnh tranh với các xe nhập khẩu khác; khách hàng chiến lược là các hãng vận tải và logistics; gia nhập nhóm bluechips với thanh khoản cao và vốn hóa lớn...

  Hạn chế: Bộ Tài chính vừa quyết định nâng mức thuế nhập khẩu trên xe tải nhập khẩu nguyên chiếc, đặc biệt là các hạng 5-10 tấn và 20-45 tấn nên HHS có khả năng chịu ảnh hưởng nhiều nhất từ thay đổi của thuế nhập khẩu.

- **TMT:** TMT nắm 6 phân khúc xe thương mại, bao gồm đầu kéo tải trọng lớn, xe tải có thùng tải trọng lớn và xe ben với giá rẻ.

  Ưu thế: 2 dự án tiềm năng: (1) Dự án nhà máy sơn tĩnh điện TMT và (2) Dự án xe giá rẻ liên doanh với TATA Motors (Ấn Độ). TMT sẽ lắp ráp và là nhà phân phối độc quyền của dòng xe thương mại của TATA. TATA cũng sẽ chuyển nhượng công nghệ lắp ráp xe cho TMT. Trong quý 3/2015, TMT sẽ khởi công 1 nhà máy lắp ráp xe bus mới với năng suất khoảng 3.000 xe/năm. Vào đầu năm, ĐHĐCĐ của TMT cũng đã thông qua việc phát hành 1.500 tỷ đồng trái phiếu để mua lại cổ phần của Vinamotor.

  Hạn chế: Quản trị là điểm yếu của TMT. Triển vọng phát triển của TMT phụ thuộc nhiều vào sự phục hồi của nền kinh tế hơn là sự cải thiện khả năng sản xuất và kinh doanh của công ty.

- **HTL:** HTL có lợi thế trong việc phân phối các dòng xe vận tải và xe chuyên dùng như xe cẩu, xe trộn bê tông, xe ép rác,xe đông lạnh. Hiện tại, HTL là đại lý cho Công ty Hino Motors và là nhà phân phối xe cẩu Tadano.

  Ưu thế: HTL hầu như không vay nợ, chi phí lãi vay/doanh thu của doanh nghiệp ở mức rất thấp nên công ty có cơ hội gia tăng ROE khi sử dụng thêm nợ vay trong quá trình mở rộng. Trong năm 2015, HTL sẽ mở rộng hệ thống phân phối bằng việc thành lập chi nhánh tại Đà Nẵng. Việc tập trung vào phân khúc xe chuyên dùng như xe ép rác, xe trộn bê tong, v.v giúp HTL tránh được cá c đối thủ lớn trong cùng ngành như Thaco, HHS và TMT…

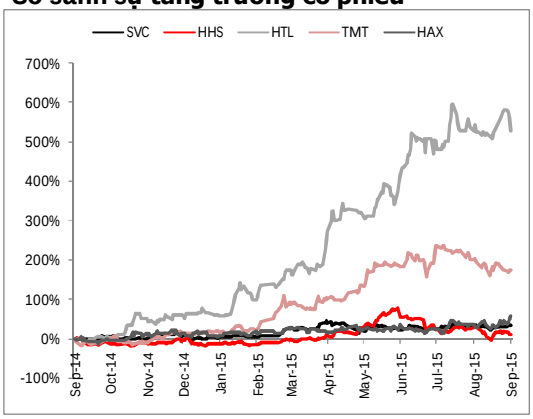
  Hạn chế: Hãng Hino có ít xe chuyên dùng có tải trọng lớn và không có xe đầu kéo - 1 trong những thị trường đang nóng hiện nay.

- **HAX:** HAX là 1 trong 3 đại lý độc quyền của Mercedes Benz Vietnam (MBV).

  Ưu thế: Chuyên về hoạt động sửa chữa và cung cấp phụ tùng, là doanh nghiệp cung cấp dịch vụ ô tô tốt nhất trong các đại lý của Mercedes Benz. Hoạt động này được kì vọng là sẽ mang lại dòng tiền ổn định trong các năm tới. Ngoài ra, lực cầu mạnh mẽ cho dòng xe hạng sang của người tiêu dùng và tham vọng chiếm lĩnh thị trường của Mercedes Benz sẽ tạo cơ hội giúp hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty có nhiều cải thiện trong tương lai.

  Hạn chế: Cần có sự cải thiện trong quản lý và lợi nhuận của hoạt động kinh doanh.

So sánh sự tăng trưởng cổ phiếu



Nguồn: Vietstock, MSI

- **HHS:** Trong 6T.2015, Hoàng Huy đạt được mức tăng trưởng vượt trội trong kết quả của tất cả các chỉ số so với cùng kỳ năm trước. Kết quả ấn tượng này có được là nhờ vào việc thắt chặt qui định về xe tải quá tải trọng và nhu cầu vận tải mạnh mẽ đã tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển của HHS. Biên lợi nhuận ròng của HHS trong 6T.2015 là 16,4%.
- **HTL:** Giá cổ phiếu HTL tăng trưởng cực nhanh với tỷ lệ 562,2% y/y giúp HTL có mức EPS 14.291, cao nhất so với những công ty khác cùng ngành. Công ty này cũng có tỷ suất ROE lớn nhất (35,7%). Biên lợi nhuận ròng của HTL trong 6T.2015 là 7,9%.
- **TMT:** Tương tự HHS, TMT cũng đạt được kết quả tăng trưởng mạnh với mức 296% của doanh thu và 622% của lợi nhuận. Biên lợi nhuận ròng của TMT trong 6T.2015 là 7,1%.
- **SVC:** So sánh với những công ty khác, tốc độ tăng trưởng của Savico nhỏ hơn rất nhiều với những chỉ số thấp nhất. Đây là do chiến lược kinh doanh và quản lý của công ty đạt hiệu quả còn chậm. Biên lợi nhuận ròng của SVC trong 6T.2015 là 1%.
- **HAX:** Kể từ năm 2013, HAX đã thoát khỏi tình trạng lỗ và bắt đầu đạt được lợi nhận cũng như mức tăng trưởng khá nhanh của cả doanh thu (+33% y/y) và lợi nhuận (+179% y/y). Biên lợi nhuận ròng của HAX trong 6T.2015 là 2,1%.

Tên công ty	Mã	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	Giá cổ phiếu (đồng)	Tăng trưởng doanh thu 6T.2015	Tăng trưởng lợi nhuận 6T.2015	Tăng trưởng EPS Trailing	P/E Trailing(x)	BVPS (VND)	P/B (x)	Tiền cổ tức (đồng)	EPS (VND)	ROE 2014	ROA 2014	Biên lợi nhuận ròng 6T.2015
CTCP Đầu tư Dịch vụ Hoàng Huy	HHS	3,449.7	15,600	532%	1077%	528%	7.8	16,450	0.9	1,000	1,896	18.2%	9.4%	16.4%
CTCP Kỹ thuật và Ô tô Trường Long	HTL	744.0	96,500	246%	471%	377%	6.5	21,800	4.3	2,000	14,291	42.4%	18.2%	7.9%
CTCP Ô tô TMT	TMT	1,089.4	37,900	296%	622%	423%	6.0	15,080	2.4	3,850	5,966	20.0%	5.1%	7.1%
CTCP Dịch vụ tổng hợp Sài Gòn	SVC	509.5	21,000	20%	108%	66%	8.3	39,555	0.6	1,200	2,598	6.9%	2.0%	1.0%
CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh	HAX	140.1	12,600	33%	179%	270%	0.9	10,470	1.2	600	2,434	16.5%	6.9%	2.1%

Nguồn: MSI thống kê

WACC (Chi phí sử dụng vốn bình quân)	
COE (Chi phí vốn chủ sở hữu)	18.9%
COD (Chi phí sử dụng nợ)	10.5%
Thuế	20.0%
WACC	14.7%
Tăng trưởng	2.0%

Phương pháp đánh giá	Tỉ trọng	Giá cổ phiếu	Giá thị trường	Tiềm năng tăng trưởng
Chiết khấu dòng tiền Công ty (FCFF)	100%	36,610		
Tỉ trọng trung bình giá cổ phiếu		**36,600**	**25,500**	**44%**

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Savico là một công ty có thâm niên hoạt động lâu dài và đã trải qua nhiều loại hình kinh doanh khác nhau. Cho định hướng mới, Savico quyết định hoạt động dưới 3 lĩnh vực chính: (1) Dịch vụ thương mại, (2) Dịch vụ bất động sản và (3) Dịch vụ tài chính. Tuy nhiên, cả dịch vụ tài chính và dịch vụ bất động sản đều không hoạt động hiệu quả. Nhằm tăng cường triển vọng phát triển, Savico đang cắt giảm bớt các mảng kinh doanh như bất động sản, xe máy và dịch vụ tài chính, và tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi - dịch vụ thương mại - nhằm cải tiến tình hình tài chính của công ty. Thực tế với những chính sách phát triển được điều chỉnh mới, dòng tiền của công ty đã được cải thiện đáng kể. Tuy nhiên Savico vẫn cần phải cải thiện lợi nhuận do kết quả kinh doanh không tương xứng với tiềm lực và vị thế hiện tại của công ty.

Gần đây, việc mở rộng giới hạn sở hữu và quyền biểu quyết của các nhà đầu tư nước ngoài trong các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam được kỳ vọng sẽ mở ra cơ hội mới cho các nhà đầu tư nước ngoài. Hiện nay, tỷ lệ sở hữu 9,01 % của Quỹ đầu tư Jom Silkkitie - cổ đông nước ngoài lớn duy nhất của Savico - là khá thấp. Như vậy với lượng room dành cho các nhà đầu tư nước ngoài còn khá nhiều, Savico dự kiến sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư hơn và có cơ hội để tăng vốn lên. Thực tế từ đầu năm 2015 cho đến thời điểm hiện tại, các nhà đầu tư nước ngoài đã mua cổ phiếu SVC liên tục và nâng tỷ lệ sở hữu từ 14,61% lên 28,21%. Điều đó chứng tỏ SVC là một cổ phiếu dành được nhiều sự quan tâm từ các nhà đầu tư nước ngoài.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp Chiết khấu dòng tiền Công ty (FCFF) nhằm đánh giá giá trị của cổ phiếu SVC. Chi tiết bao gồm dòng tiền từ hoạt động thương mại và dịch vụ và hoạt động cho thuê BĐS. Theo đó chúng tôi không đánh giá lại các dự án BĐS cũng như không đưa tổng giá trị của các dự án BĐS vào quá trình định giá cổ phiếu SVC. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đưa lợi nhuận từ mảng cho thuê BĐS vào quá trình định giá. Kết quả đạt được cho thấy giá trị hợp lý của cổ phiếu SVC là 36.600 đồng.

Khuyến nghị

Dựa trên kết quả phân tích và đánh giá, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu SVC cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn vì những lý do sau:

- Cổ phiếu SVC được định giá theo phương pháp Chiết khấu dòng tiền Công ty với giá trị hợp lý là 36.600 đồng, cao hơn mức giá hiện tại là 43,5%.
- Cổ phiếu SVC đang được giao dịch ở mức giá thấp hơn giá trị thực với mức P/B là 0,6 và P/E Trailing là 8,7x, thấp hơn 27,5% so với P/E thị trường hiện tại (12,0x).
- Mức cổ tức cao 12% và tỉ suất cổ tức trong 6T.2015 là 4,7%.
- Kết quả tích cực trong 6T.2015 với doanh thu 4.080,7 tỷ đồng (+20,4% y/y) và lợi nhuận 40,9 tỷ đồng (+101,3% y/y). Cho kết quả cả năm 2015, chúng tôi kỳ vọng cả doanh thu và lợi nhuận đều cao hơn kế hoạch của công ty.
- Savico là công ty dẫn đầu về mảng phân phối xe ô tô với hơn 30 năm kinh nghiệm và chiếm khoảng 10% VAMA.
- Savico hiện đang sở hữu và khai thác các cao ốc văn phòng, TTTM, khách sạn và khu nghỉ dưỡng, đất nền ...
- Tiềm năng tăng trưởng cho cả 2 mảng phân phối ô tô và phân phối xe tải do điều kiện thị trường tốt (mức tăng trưởng 20% trong năm 2013, 48% trong năm 2014 và 57% trong 8T.2015), chính sách hỗ trợ của chính phủ và kế hoạch phát triển hợp lý của công ty.
- Hưởng lợi từ Nghị định 60 về việc nới room cho nhà đầu tư nước ngoài tăng sở hữu lên 100% doanh nghiệp niêm yết.
- Kết quả kinh doanh tăng trưởng ổn định trong những năm vừa qua và ước tính mức tăng trưởng bình quân 39%/năm trong giai đoạn 2016 -2018.

Một số rủi ro của cổ phiếu SVC

- So với các doanh nghiệp cùng ngành, chỉ số ROE và ROA của Savico thấp hơn khá nhiều với mức trung bình lần lượt là 6,2% và 1,7%. Lý do chính là do áp lực của chi phí vay đến từ nhu cầu tài chính của các dự án bất động sản chưa hoàn thiện.
- Vài dự án bất động sản đang gặp khó khăn về nguồn vốn, thủ tục pháp lý hoặc vẫn đang trong quá trình tìm kiếm đối tác để hợp tác đầu tư phát triển nên năng suất và mức hiệu quả của màng dịch vụ bất động sản còn nhỏ.
- Tuy tỷ suất lợi nhuận ròng của công ty đã tăng từ mức 0,7% trong năm 2014 lên 1% trong nửa đầu năm 2015 nhưng nhìn chung tỷ suất này vẫn còn rất thấp. Ban lãnh đạo của Savico vẫn đang tìm biện pháp nhằm nâng cao tỷ suất lợi nhuận ròng.
- Sự cạnh tranh quyết liệt trong thị trường ô tô sẽ đòi hỏi thêm nhiều nỗ lực không ngừng của Savico, không chỉ để giữ vững vị trí của công ty trong thị trường mà còn để mở rộng danh mục sản phẩm, hệ thống phân phối và thị phần.
- Quản trị của công ty Savico vẫn còn mang tính chất Nhà nước cao.

SVC (HOSE) CTCP DỊCH VỤ TỔNG HỢP SÀI GÒN (SAVICO)

MARITIME SECURITIES

DANH SÁCH CÁC DỰ ÁN BĐS	Vị trí	Loại dự án	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích (m2)	Vốn đầu tư	Tình trạng
Cao ốc văn phòng 95B-97-99 Trần Hưng Đạo	95B - 97 - 99 Trần Hưng Đạo, Q.1, TP.HCM	Cao ốc văn phòng	100%			Đã khai thác từ 01/2006 (cho Canon Corporation thuê)
TTTM Savico	66 Võ Văn Tần, Q. Thank Khê, Đà Nẵng	Trung tâm thương mại	100%	4.739		Đã khai thác từ 01/2007, công suất đạt 95%
TTTM Savico	101 Trần Văn Khéo, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ	Trung tâm thương mại	100%			Đã khai thác từ 2007
Cao ốc văn phòng 555 Trần Hưng Đạo	555 Trần Hưng Đạo, Q.1, TP.HCM	Cao ốc văn phòng	100%			Đã khai thác từ 06/2008
Cao ốc văn phòng 35 Đồng Khởi	35 Đồng Khởi, Q.1, TP.HCM	Cao ốc văn phòng	100%			Đã khai thác từ 03/2009 (cho Rado thuê)
Cao ốc HMTC - SAVICO	91 Pasteur St, District 1, HCMC	Cao ốc văn phòng	51%	1.604		Đã khai thác từ 09/2010
Tropicana Beach Resort	Ba Ria - Vung Tau	Resort và khách sạn		25.000		Đã đi vào hoạt động ổn định từ năm 2008
Sandy Beach	Đà Nẵng	Resort, khách sạn, biệt thự ven biển		17.000		Đã đi vào hoạt động ổn định
Savico Megamall	Nguyễn Văn Linh, Hà Nội	Block A: siêu thị, trung tâm thương mại Block B: văn phòng cho thuê, showroom		46.400		Đã khai thác từ 12/2011
Trung tâm hội nghị tiệc cưới Melisa Center	1014B Thoại Ngọc Hầu, Q. Tân Phú, TP.HCM	Trung tâm hội nghị tiệc cưới	30%	10.814		Đã khai thác từ 10/2014
Savico Plaza	115-117 Hồ Tùng Mậu, Q.1, TP.HCM	Khách sạn và chung cư	25%	3.023	60 triệu đô Mỹ	Đang tiến hành chuyển nhượng cho Vinaland và ghi nhận khoản thu từ việc chuyển nhượng 25% vốn góp cho Vinaland
Savico Plaza	104 Phổ Quang, Q. Tân Bình, TP.HCM	Trung tâm thương mại dịch vụ, chung cư cao cấp	100%	9.028	860.07 tỷ đồng	Chuyển từ thoái vốn sang hợp tác khai thác đầu tư với Novaland với diện tích 6.500 m2, đã thu tiền đợt 1 là 40 tỷ đồng. Hợp tác với Saigon Ford khu đất còn lại 2.500 m2 và đã thu về 25 tỷ đồng.
Nam cẩm Lệ	Đại lộ Cẩm Hùng, Đà Nẵng	Trung tâm thương mại, căn hộ, showroom.	100%	21.822		Chuyển từ thoái vốn sang hợp tác khai thác đầu tư với Novaland với diện tích 6.500 m2, đã thu tiền đợt 1 là 40 tỷ đồng. Hợp tác với Saigon Ford khu đất còn lại 2.500 m2 và đã thu về 25 tỷ đồng.
Cao ốc văn phòng 277-279 Lý Tự Trọng	277-279 Lý Tự Trọng, Q.1, TP.HCM	Cao ốc văn phòng	20%	450		Đã thi công phần móng, hầm, chuẩn bị thi công phần thân, đang chọn thầu thi công M&E. Hoàn tất điều chỉnh thiết kế và hồ sơ đấu thầu phần thân để chuẩn bị cho công tác thi công quý 2.
Khu dân cư (Hiệp Bình Phước - Tam Bình)	Đường Gò Dưa & đường số 12, Q. Thủ Đức, TP.HCM	Chung cư, nhà, trung tâm thương mại	100%	55.340		Đã thu góp vốn 46 phần nền, tiếp tục xúc tiến phần còn lại. Đã hoạch toán phần chuyển nhượng cho DXG. Còn 8 nền nhà liên kế đang được mở bán.
Resort Mercure Sơn Trà	Đà Nẵng	Biệt thự ven biển cao cấp và khách sạn	100%	57.650	20 triệu đô Mỹ	Cty Accor (Pháp) là nhà điều hành và quản lý khai thác dự án với thương hiệu Mercure. Đang nghiệm thu phần hạ tầng và villa mẫu. Hoàn thành thiết kế khách sạn và villa. Tiếp tục quảng bá và tiếp thị
CN 4-3 Nam Sai Gon	Khu Nam Sài Gòn					Hoàn tất chuyển nhượng cho đối tác với doanh thu là 76,4 tỷ và lợi nhuận là 21,4 tỷ đồng
Khu dân cư Bình An	Đường Trần Não, P. Bình An, Q.2, TP.HCM	Biệt thự cao cấp	12.5%	64.978	320 tỷ đồng	Đã xây dựng hoàn chỉnh CSHT và phân lô chia nền cho các đối tác tham gia vào dự án. Savico sở hữu 28 nền với tổng DT là 4.812,9m2, đã bán 11 nền để thu hồi 1 phần vốn đầu tư.
Tòa nhà 66-68 Nam Kỳ Khởi Nghĩa	66-68 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Q.1, TP.HCM	Chung cư và văn phòng cho th	100%	582		Đã hoàn tất nghĩa vụ tài chính và đang tìm đối tác đầu tư
Dự án Hồ Tràm - Xuyên Mộc	Bà Rịa - Vũng Tàu	Biệt tự ven biển		96.300		Đang tiến hành giải tỏa đền bù
Dự án Khu biệt thự sinh thái biển Long Hòa - Cần Giờ	Long Hòa - Cần Giờ	biệt thự sinh thái ven biển,biệt thự vườn, nhà phố	50%	30.000	640 tỷ đồng	Dự tính sẽ bắt đầu khởi công sau khi các tiến trình pháp lý hoàn thành. Đã nộp tiền sử dụng đất
Khu dân cư Quốc lộ 13	570 Quốc lộ 13, Q. Thủ Đức, TP.HCM	Chung cư		18.000	200 tỷ đồng	Chủ trương chuyển nhượng quyền sử dụng đất nhằm thu hồi vốn và tập trung cho các dự án trọng điểm
9-15 Lê Minh Xuân	9-15 Lê Minh Xuân, Q. Tân Bình, TP.HCM	Cao ốc văn phòng	30%	993	60 tỷ đồng	N/A
Boutique Hotel	54-56 Đồng Khởi, Q.1, TP.HCM	Khách sạn		214	40 tỷ đồng	Đã hoàn thiện thủ tục pháp lý
Khu du lịch Bãi Trệm	P. Thọ Quang, Q. Sơn Trà, Đà Nẵng	Khách sạn cao cấp, biệt thự, resort		57.651	15 triệu đô Mỹ	Đã hoàn tất thủ tục pháp lý và nộp tiền sử dụng đất, tìm kiếm đối tác chiến lược để hợp tác đầu tư phát triển dự án.
CTCP Nam Sông Hậu (Honda Cần Thơ)	Khu E1-1 Võ Nguyên Giáp, Thạnh Lợi, P.Phú Thứ, Q. Cái Răng, TP. Cần Thơ	Đại lý 3S		2.778		Đang xây dựng và sẽ đi vào hoạt động vào 03/2016
CTCP Ô tô Vĩnh Thịnh (Hino Vĩnh Thịnh)	55/5 KP Bình Giao, P. Thuận Giao, thị xã Thuận An, Bình Dương	Đại lý 3S		5.600		Đã khởi công, dự kiến khai trương vào 11/2015

Nguồn: MSI tổng hợp từ nhiều nguồn

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Tòa nhà Sky City, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội.

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, Maritime Bank Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

Các điểm mở tài khoản liên kết: Gần 200 điểm mở tài khoản trên toàn quốc tại các chi nhánh Ngân hàng MSB tại Hà Nội, TP HCM, Hải Phòng, Quảng Ninh, Phú Thọ, Vĩnh Phúc, Thái Nguyên, Ninh Bình, Thanh Hóa, Nghệ An, Bình Dương, Đồng Nai, Vũng Tàu, Tiền Giang, Tây Ninh và Cần Thơ.

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Nguyễn Mai Phương, CFA - Giám đốc Nghiên Cứu

Email: phuongnm@msi.com.vn

Tiến sỹ Lê Đức Khánh - Giám đốc Chiến lược Đầu tư/Kinh tế gia trưởng

Email: khanhld@msi.com.vn

Trịnh Thị Hồng - Chuyên viên Nghiên cứu

Email: hongtt@msi.com.vn

Phan Thị Ngọc Mai - Chuyên viên Nghiên cứu

Email: maiptn1@msi.com.vn

Nguyễn Ngọc Nam - Chuyên viên Nghiên cứu

Email: namnn1@msi.com.vn

PHỤ TRÁCH NGHIÊN CỨU – CN. HỒ CHÍ MINH

Võ Văn Cường - Trưởng phòng

Email: cuongvv1@msi.com.vn

Trần Minh Đức - Chuyên viên

Email: ductm1@msi.com.vn

TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

Phan Nguyễn Hoàn Quân

Giám đốc Trung tâm Khách hàng Tổ chức

Email: quanpnh@msi.com.vn

Chu Thị Minh Phương - Chuyên viên

Email: phuongctm@msi.com.vn

Để nhận các sản phẩm nghiên cứu của MSI, vui lòng đăng ký qua email:

msi_research@msi.com.vn

Để đọc trực tuyến các sản phẩm nghiên cứu và tương tác trực tiếp với MSI, vui lòng truy cập:

Website: www.msi.com.vn

Facebook: https://www.facebook.com/msi.com.vn?ref=hl

Khuyến cáo: *Các thông tin trong báo cáo được dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin.*

MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.