

CTCP SAVICO (HSX- SVC)

Triển vọng lạc quan nhờ vào mảng bán lẻ ô tô

- Mảng bán lẻ ô tô: Tập trung phát triển
- Mảng kinh doanh BDS: Đóng góp tích cực nếu việc tái cấu trúc thành công
- KQKD 2015 khả quan do tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi

Quan điểm:

Trong khi các mảng như đầu tư tài chính, taxi, kinh doanh bất động sản đều hoạt động không hiệu quả thì mảng bán lẻ ô tô nổi lên như một điểm sáng trong bức tranh KQKD của SVC. Những lợi thế như phân phối dòng xe có tốc độ tăng trưởng tốt, hệ thống showroom lớn, trải rộng, đạt chuẩn cao cùng với tốc độ tăng trưởng tích cực của ngành là các yếu tố then chốt bảo đảm khả năng tăng trưởng trong dài hạn của SVC. Thực tế, dòng tiền hoạt động kinh doanh của SVC trong các năm gần đây đã có sự cải thiện rõ nét.

Để củng cố triển vọng tăng trưởng, SVC đang tiến hành đẩy mạnh quá trình thoái vốn khỏi các mảng kinh doanh khác như bất động sản, bán lẻ xe máy để cải thiện tình hình tài chính, tập trung cho mảng kinh doanh cốt lõi. Tuy nhiên, do quỹ đất của SVC lớn, quá trình thoái vốn còn nhiều khó khăn nên vẫn chưa mang lại kết quả rõ rệt. Chúng tôi cho rằng tình hình tài chính của SVC có thể sẽ cải thiện đáng kể nếu Công ty thanh lý thành công một số dự án bất động sản nổi bật và thu được dòng tiền.

Kết hợp các phương pháp định giá cũng như xem xét cẩn trọng các rủi ro về ngành, chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của SVC vào khoảng **24.100 đồng/cp**, cao hơn mức giá đóng cửa ngày 20/07/2015 là **19,3%**. Do vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu này trong **TRUNG HẠN**.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015F
Doanh thu thuần	5.414,1	6.582,4	7.940,0	9.276.8
% tăng trưởng	-12,0%	21,6%	20,6%	16,8%
Lợi nhuận sau thuế	44,8	41,2	52,2	63,3
% tăng trưởng	0,5%	-8,2%	26,8%	21,2%
Tỷ suất LNST (%)	0,8%	0,6%	0,7%	0,7%
ROA (%)	1,6%	1,5%	1,9%	2,3%
ROE (%)	6,1%	5,6%	7,0%	8,2%
EPS (VND)	1.796	1.648	2.091	2,532
EPS đ/chỉnh (VND)	1.794	1.647	2.089	2,532
Giá trị sổ sách (VND)	29.327	29.670	30.165	31,484
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.500	1.000	1.200	1.200
P/E (x)	7,0	9,1	9,3	8,2*
P/BV (x)	0,4	0,5	0,6	0,7*

Nguồn: SVC, RongViet Securities, *chốt ngày 20/07/2015P

TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	20.200
Giá mục tiêu (VND)	24.118
Thời gian đầu tư	TRUNG HẠN

Thông tin cổ phiếu

Ngành	BÁN LẺ Ô TÔ
Vốn hóa (tỷ đồng)	504
SLCP DLH (cp)	24.975.507
Beta	0,7
Free Float (%)	12,3
Giá cao nhất 52 tuần*	22.800
Giá thấp nhất 52 tuần*	13.900
KLGD bình quân 20 phiên	120.055

*Giá điều chỉnh



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
Bán lẻ	-14,6	-35	-27
VNIndex	11	6	51
VN30	9	2	32
SVC	-7	25	96

Cổ đông lớn (%)*

Tổng công ty Bến Thành	40,8
Jom Silkities Invesment Fund	9,8
Quỹ Tâm Nhìn SSI	4,95
Công ty TNHH Quản Lý quỹ SSI	4,9
VOF Invesment Limited	4,01
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)*	21,5

*Chốt ngày 20/07/2015

Bà Trần Tường Vân

+ 84 8 6299 2006 | Ext: 324

van.btt@vpsc.com.vn



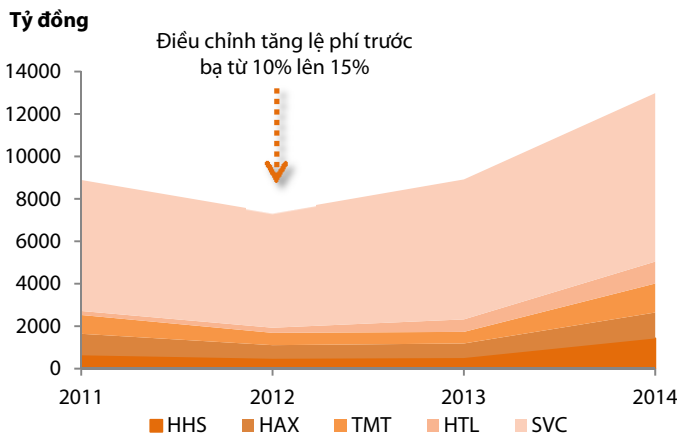
Được thành lập từ năm 1982, bắt đầu cổ phần hóa từ 2005, CTCP SAVICO (HOSE: SVC) đã hoạt động qua nhiều lĩnh vực khác nhau và hiện chỉ còn tập trung vào 3 hoạt động chính là đầu tư tài chính, bất động sản và kinh doanh thương mại, bán lẻ. Một số hoạt động kinh doanh của công ty như đầu tư tài chính, taxi, bán lẻ xe gắn máy, dịch vụ bất động sản đều không thật sự mang lại hiệu quả cao, có đóng góp hạn chế vào tổng doanh thu. Do vậy, SVC hiện nay được biết đến chủ yếu thông qua mảng kinh doanh, phân phối xe ô tô bên cạnh việc nắm giữ quỹ đất lớn. Trong năm 2015, chúng tôi đánh giá bức tranh KQKD của SVC vẫn khả quan do (1) triển vọng ngành ô tô vẫn còn tích cực (2) nền tảng kinh doanh vững chắc, định hướng phát triển mảng bán lẻ ô tô phù hợp với xu thế và (3) khả năng cải thiện tình hình tài chính khi thu được dòng tiền từ thanh lý một số dự án BĐS.

Mảng bán lẻ ô tô: Tập trung để phát triển

Ngành ô tô Việt Nam vẫn còn triển vọng tích cực

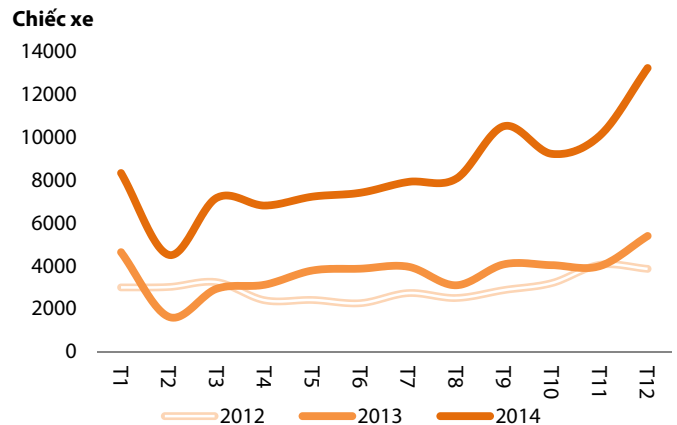
Ngành ô tô trong các năm gần đây đã ghi nhận tốc độ tăng trưởng trung bình tích cực, lên đến ~30%. Trong ngắn hạn, tốc độ này được dự báo sẽ duy trì xu hướng tăng trưởng tốt do ngành ô tô Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng và hàng loạt chính sách thuế được ban hành có tác động tích cực đến ngành. Xét về chỉ số bình quân, thống kê của tổ chức Indexmundi cho thấy số lượng xe bình quân đầu người của Việt Nam chỉ ở mức 33/1000, mức thấp hơn rất nhiều so với các nước trong khu vực châu Á như Malaysia (325/1000), Thái Lan (67/1000) hay Singapore (117/1000)... Bên cạnh đó, tuy thị trường tăng trưởng 20-40%/1 năm nhưng số lượng xe tiêu thụ tuyệt đối chỉ đạt 200.000/1 năm, bao gồm cả xe tải và xe máy (theo VAMA), được đánh giá là quá nhỏ so với dân số 90 triệu người Việt. Ngoài ra, việc Chính phủ ban hành hàng loạt chính sách hỗ trợ ngành bao gồm (1) luật siết chặt tải trọng cấm xe vận tải quá tải quá khổ, (2) lệ phí trước bạ được điều chỉnh giảm ở một số tỉnh thành từ 15% còn 10% và (3) lộ trình giảm thuế nhập khẩu theo hiệp định thương mại tự do ATIGA không những góp phần thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng xe hơi trong năm 2014 mà còn đảm bảo cho tốc độ tăng trưởng trong ngắn hạn. Thực chất, ảnh hưởng của các chính sách như lộ trình giảm thuế hay luật siết chặt tải trọng chỉ bắt đầu phản ánh rõ nét trong năm 2015.

Hình 1: Tương quan giữa điều chỉnh lệ phí trước bạ và doanh thu của các công ty trong ngành bán lẻ ô tô



Nguồn: RongViet Research

Hình 2 : Số lượng xe du lịch tiêu thụ giai đoạn 2012-2014



Nguồn: VAMA, RongViet Research

Ngành ô tô có đặc thù phụ thuộc lớn vào sự thay đổi chính sách nên tốc độ tăng trưởng ngành có thể chịu những ảnh hưởng không lường trước được. Đơn cử như ảnh hưởng từ điều chỉnh lệ phí trước bạ



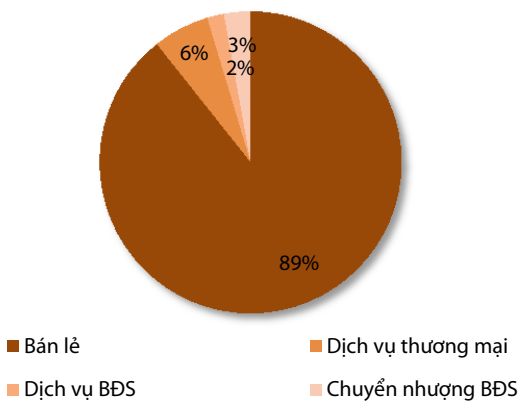
lên doanh thu một số doanh nghiệp bán lẻ ô tô trong năm 2012 (hình 1). Do vậy, dù tiềm năng tăng trưởng ngành vẫn khả quan nhưng một cách thận trọng, chúng tôi sử dụng dự báo của BMI về tốc độ tăng trưởng ngành ô tô là 15% (thấp hơn nhiều so với mức tăng 40% trong năm 2014). Đáng chú ý, theo cơ cấu sản phẩm, BMI dự báo mảng phân phối xe du lịch sẽ có tốc độ tăng trưởng tốt (+15% y-o-y) nhưng vẫn kém hơn mảng phân phối xe vận tải (+22% y-o-y) do không hưởng lợi trực tiếp từ luật siết chặt tải trọng.

Tiềm lực nội tại mảng bán lẻ ô tô được củng cố nhờ vào hệ thống showroom và thương hiệu phân phối

Doanh thu từ mảng bán lẻ xe du lịch chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của SVC (hơn 80%). Do vậy, tương đồng với tốc độ tăng trưởng mảng bán lẻ xe du lịch, doanh thu của SVC cũng tăng trung bình 20% trong giai đoạn 2013-2014. Các thương hiệu mà SVC hiện đang phân phối chủ yếu là Ford, Toyota, GM...đều có lượng tiêu thụ lớn trong VAMA. Trong năm 2014, tốc độ tăng trưởng của các thương hiệu này vào khoảng 15%-70% so với cùng kì. Trong mạng lưới phân phối của SVC, Toyota là thương hiệu đóng góp lớn nhất, hơn 60% sản lượng tiêu thụ với tốc độ tăng trưởng các năm đều hơn 20%. Ford đứng thứ hai trong cơ cấu phân phối của SVC (23%) cũng có tốc độ tăng trưởng lên đến 73% trong năm 2014.

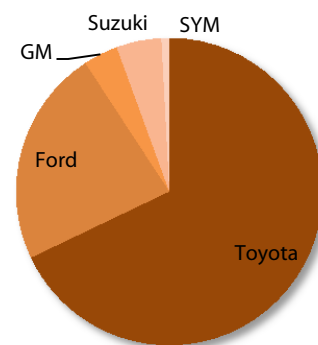
Trong hệ thống phân phối của hai thương hiệu Toyota và Ford, SVC có lợi thế cạnh tranh khá mạnh. Công ty hiện sở hữu 8/40 cửa hàng (bao gồm bán xe mới và thu mua xe cũ) của Toyota và 8/26 cửa hàng của Ford. So sánh với các đại lý phân phối khác trong cùng hệ thống Toyota như SAMCO, Imperial Group, IDMC, HT, Savico có số lượng cửa hàng vượt trội hơn hẳn; đồng thời cũng là đại lý lớn nhất của hãng. Mặt khác, so sánh với các đại lý phân phối chính hãng Toyota hoặc Ford, chúng tôi nhận thấy có sự sắp xếp dàn trải giữa các cửa hàng trong cùng hệ thống. Trung bình mỗi quận sẽ bố trí một cửa hàng; vì thế, giải quyết được tình trạng cạnh tranh trực tiếp giữa các đại lý. Như vậy, vị thế của Savico trong hệ thống phân phối tương đối ít chịu ảnh hưởng bởi các đối thủ cạnh tranh.

Hình 3: Cơ cấu doanh thu của SVC năm 2014



Nguồn: RongViet Research

Hình 4: Cơ cấu phân phối ô tô của Savico năm 2014



Nguồn: RongViet Research

Thị phần phân phối của SVC trong VAMA hiện vào khoảng 10,3%. Giữ vững thị phần này không chỉ nhờ lợi thế về thương hiệu phân phối mà còn nhờ mạng lưới cửa hàng lớn mạnh. Hiện nay, SVC sở hữu 23 đại lý phân phối xe, trải dài từ Bắc đến Nam (phụ lục 1). Quan sát bảng thống kê số lượng cửa hàng của một số doanh nghiệp bán lẻ xe du lịch trong VAMA, có thể nhận thấy SVC nắm giữ lượng cửa hàng lớn hơn nhiều so với các đại lý như Thaco Trường Hải, Mitsubishi, Honda. Không chỉ vậy, mỗi cửa hàng của Công ty hầu hết đều đạt tiêu chuẩn 2-3S, bao gồm các dịch vụ đi kèm như sửa chữa, bảo



trì, thay động cơ. Hoạt động cung cấp dịch vụ đi kèm cho ô tô được đánh giá có nhiều triển vọng với biên lợi nhuận gộp lên đến ~30%. Mặc dù vậy, mảng kinh doanh này hiện chiếm khá thấp trong tổng doanh thu của SVC (chưa đến 6%).

Bảng 1: Số lượng cửa hàng của một số doanh nghiệp bán lẻ ô tô

STT	Doanh nghiệp	Số lượng cửa hàng xe du lịch	Thương hiệu xe phân phối
01	Thaco Trường Hải	15 cửa hàng	Kia, Mazda, Peugeot...
02	Mitsubishi	19 cửa hàng	Mitsubishi
03	Hàng Xanh	04 cửa hàng	Mercedes
04	Honda	13 cửa hàng	Honda
05	Hyundai Thành Công	27 cửa hàng	Hyundai
06	Toyota	32 cửa hàng *	Toyota
07	Ford	18 cửa hàng *	Ford
08	SVC	25 cửa hàng	Toyota, Ford, GM, Suzuki...

*Số lượng cửa hàng loại trừ đi các cửa hàng phân phối của Savico

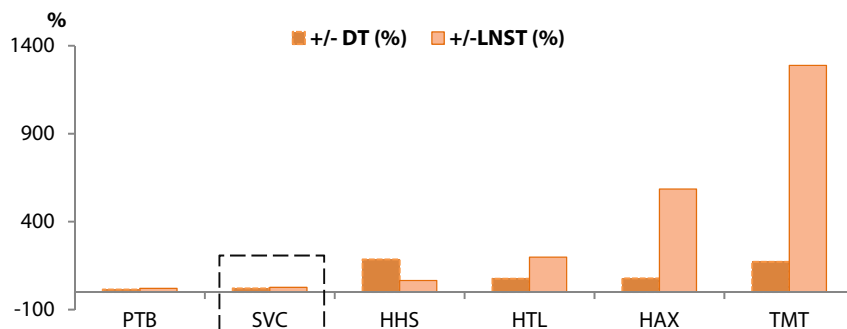
Nguồn: RongViet Research

Tăng cường lợi thế nội tại bằng hai định hướng mở rộng theo chiều rộng và chiều sâu

Với các lợi thế cạnh tranh nêu trên, trong năm 2015, Công ty đã đề ra 2 chiến lược phát triển mảng bán lẻ ô tô bao gồm (1) mở rộng hệ thống phân phối và (2) đầu tư vào mảng phân phối xe vận tải. Chúng tôi đánh giá hai định hướng trên về dài hạn không những giúp SVC mở rộng chiều rộng (gia tăng thị phần) mà còn về chiều sâu (củng cố hệ thống phân phối).

Để dàng nhận thấy trong năm 2014, các doanh nghiệp phân phối xe vận tải như HHS, TMT, HTL đều tốc độ tăng trưởng doanh thu và LNST tốt hơn hẳn so với SVC (hình 7). Dự báo triển vọng, BMI cũng cho rằng mảng phân phối xe tải sẽ tăng trưởng cao hơn phân phối xe du lịch (22% y-o-y so với 15% y-o-y). Trước thực trạng này, mở rộng phân phối từ dòng xe vận tải tải trọng trung sang hạng nặng. Theo thống kê tại bảng 2, phân khúc này có ít đối thủ hơn so với phân khúc hạng nhẹ. Tuy nhiên, do đây mới chỉ là những ý tưởng ban đầu của ban lãnh đạo doanh nghiệp nên chúng tôi đã không đưa nhân tố này vào mô hình định giá.

Hình 5: Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận một số doanh nghiệp trong ngành năm 2014



Nguồn: SVC, RongViet Research

Bảng 2: Phân khúc phân phối xe tải thể mạnh của một số doanh nghiệp

	Thaco Trường Hải	TMT	HHS	HTL	ISuzu	VEAM	Vinamotor	Suzuki
Xe tải hạng nhẹ (500kg-1,5T)	X					X	X	X
Xe tải hạng trung (1,5T-8T)		X		X				
Xe tải hạng nặng (>8T)			X		X			
Số lượng xe tiêu thụ năm 2014 (chiếc xe)	42.238	2914	1.400	870	4.738	2.409	2.674	4.348

Nguồn: VAMA, Thaco Trường Hải, HHS, HTL, Rong Viet Research

Về định hướng phát triển hệ thống phân phối, trong giai đoạn 2015 -2020, SVC chủ trương mở rộng hệ thống cửa hàng trên toàn quốc, từ 23 cửa hàng lên 35-40 cửa hàng. Được biết, chi phí nâng cấp 1 cửa hàng vào khoảng 5 -7 tỷ đồng trong khi xây mới hoàn toàn vào khoảng 40-50 tỷ đồng. Chi phí phục vụ chiến lược này phần nào được bù đắp từ thanh lý bất động sản và dịch vụ tài chính (doanh thu từ chuyển nhượng bất động sản trong năm 2014 hơn 200 tỷ đồng). Ngoài ra, Công ty đặc biệt nhấn mạnh đến khả năng tăng trưởng doanh số thông qua mở rộng cửa hàng tại các tỉnh lân cận thành phố trong tương lai. Theo tìm hiểu của chúng tôi, khả năng tiêu thụ tại các tỉnh thành là khá khả quan khi số lượng đại lý tại đây không quá lớn làm giảm áp lực cạnh tranh hơn so với tại khu vực thành phố.

Từ năm 2015, tăng trưởng của SVC được kỳ vọng dựa vào hoạt động bán lẻ ô tô, là mảng công ty liên kết với các đối tác để thành lập liên doanh hoặc công ty con, công ty liên kết để kinh doanh. Như phân tích ở trên, chúng tôi có cái nhìn lạc quan về triển vọng trung hạn của lĩnh vực kinh doanh này. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý, với tỷ lệ nắm giữ từ 30 – 70% (phổ biến khoảng 51%) tại các công ty con, liên kết..., phần lợi ích cổ đông công ty SVC mẹ nhận được cũng chỉ tương ứng với tỷ lệ trên.

Mảng kinh doanh BDS: Đóng góp tích cực nếu quá trình tái cấu trúc thành công

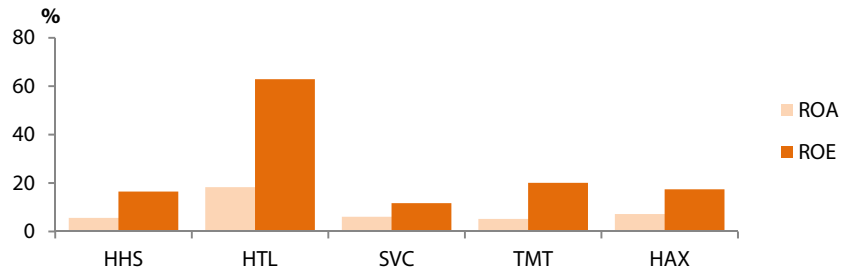
Mảng kinh doanh BDS và những ảnh hưởng đến hoạt động cốt lõi của SVC

Trái với tình hình khả quan về dài hạn của hoạt động bán lẻ ô tô, kinh doanh bất động sản lại cho thấy một mảng màu kém sắc. Hàng loạt dự án như Mercure Sơn Trà, Savico Plaza Phố Quang, Hồ Tùng Mậu, dự án Quốc lộ 13, Hồ Tràm, Xuyên Mộc, Cần Giờ,...đều trong tình trạng đang dở do khó khăn về vốn cũng như các vấn đề pháp lý. Theo bảng danh sách bất động sản của SVC (phụ lục 2), có gần 10 dự án vẫn đang trong quá trình triển khai. Tính đến cuối Q1/2015, giá trị sổ sách của các dự án này là hơn 400 tỷ đồng.

Khi so sánh với các doanh nghiệp phân phối xe **cùng phân khúc** và **khác phân khúc**, chúng tôi nhận thấy các chỉ tiêu tài chính như ROA, ROE của SVC đều thấp hơn hẳn. Nguyên nhân chủ yếu do áp lực chi phí lãi vay xuất phát từ nhu cầu tài trợ cho những dự án bất động sản dang dở. Thực tế, tỷ lệ chi phí lãi vay đang gấp 1,25 lần EBIT của doanh nghiệp (đã loại trừ lợi ích của cổ đông thiểu số). Ngoài ra, một số nguyên nhân tạo nên khác biệt này như (1) tốc độ tăng trưởng của dòng xe mà HAX phân phối- Mercedes (+63% y-o-y) tốt hơn hẳn so với tốc độ tăng trưởng dòng xe chính mà SVC phân phối -Toyota (+22% y-o-y) (2) Sự chênh lệch lớn giữa tăng trưởng dòng xe thương mại và dòng xe du lịch được cho là kết quả của chính sách siết chặt tải trọng; trong khi đó, SVC với chỉ 1 cửa hàng xe thương mại tải trọng thấp (thương hiệu Suzuki) lại không hưởng lợi nhiều từ chính sách này.



Hình 6: So sánh ROA, ROE một số doanh nghiệp phân phối xe ô tô năm 2014



Nguồn: RongViet Research

Nếu quá trình tái cấu trúc, thanh lý các khoản đầu tư bất động sản có hiệu quả, nguồn tài chính bổ sung cho hoạt động kinh doanh sẽ khá lớn

SVC hiện đang sở hữu khá nhiều dự án bất động sản (phụ lục 2), trong đó chúng tôi chú ý đến 4 dự án xây dựng dở dang nằm trong kế hoạch thoái vốn cũng như tìm đối tác liên kết đầu tư như Nam Cẩm Lệ (Đà Nẵng), Mercure Sơn Trà (Đà Nẵng), QL13 và Savico Plaza Phổ Quang.

Savico Plaza 104 Phổ Quang

Dự án SAVICO PLAZA Phổ Quang có tổng quy mô trên 9.000m² với hai chức năng chính bao gồm khu TMDV (2.500m²) và khu căn hộ cao tầng (6.500m²). Trong tháng 1/2015, SVC đã khánh thành khu văn phòng và showroom xe hơi (đại lý Ford) trên khu đất diện tích 2.500m². Đối với phần đất có diện tích 6.500m², Savico đã chuyển từ thoái vốn một phần thành hợp tác với NOVALAND cùng khai thác dự án này (hiện nay là dự án The Botanica). Trong đó, công ty SAVICO chịu trách nhiệm góp quyền sử dụng đất và công ty NOVALAND chịu trách nhiệm góp vốn đầu tư xây dựng. Trong Q12015, dự án The Botanica tại 104 Phổ Quang đã bắt đầu được Novaland mở bán với mức giá bán ban đầu là 33,9 triệu/m² (~ 1,8 tỷ đồng/ 1 căn hộ/1 PN). Việc hợp tác này có thể mang lại cho SVC khoản lợi nhuận không nhỏ so với quy mô lợi nhuận của Công ty.

Dự án Quốc lộ 13 quận Thủ Đức

Dự án Quốc Lộ 13 có quy mô 1,8ha và tổng vốn đầu tư ban đầu vào khoảng 200 tỷ đồng. Do bất lợi về vị trí địa lý so với một số dự án khác của SAVICO, triển vọng kinh doanh của dự án này không thật sự khả quan. Bên cạnh đó, các kế hoạch phát triển nhà ở dành cho đối tượng có thu nhập trung bình và thấp lại không khả thi tại khu vực này. Do đó, cũng trong Q1/2015, Công ty đã phê duyệt chủ trương chuyển nhượng quyền sử dụng đất tại dự án này nhằm thu hồi vốn và tập trung cho các dự án trọng điểm. Chúng tôi cho rằng, việc thanh lý dự án này có thể không đem lại lợi nhuận cho công ty thay vào đó, có ý nghĩa trong việc bổ sung nguồn vốn hoạt động trong thời gian tới, giúp giảm chi phí lãi vay.

Dự án Mercure Sơn Trà, Đà Nẵng

Dự án Mercure Sơn Trà, Đà Nẵng có quy mô 5,7 ha gồm 22 căn biệt thự và 1 khách sạn 120 phòng theo tiêu chuẩn 4 sao. Dự án có tổng vốn đầu tư dự kiến ban đầu vào khoảng 20 triệu đô. Sau một thời gian dài được triển khai, hiện nay, hạ tầng tổng thể của khu khách sạn vẫn chưa được hoàn thiện (hơn 40% khối lượng công việc còn dang dở). Trong khi đó, khu biệt thự hoàn thành xây dựng, hiện đã hoàn toàn ngừng bán, chuyển đổi mục đích kinh doanh sang cho thuê (giá 150 triệu đồng/1 tháng). Với quá trình triển khai chậm, thiếu vốn và nhằm thu hồi vốn SVC hiện đang trong quá trình tìm kiếm đối tác đầu tư sang nhượng dự án.

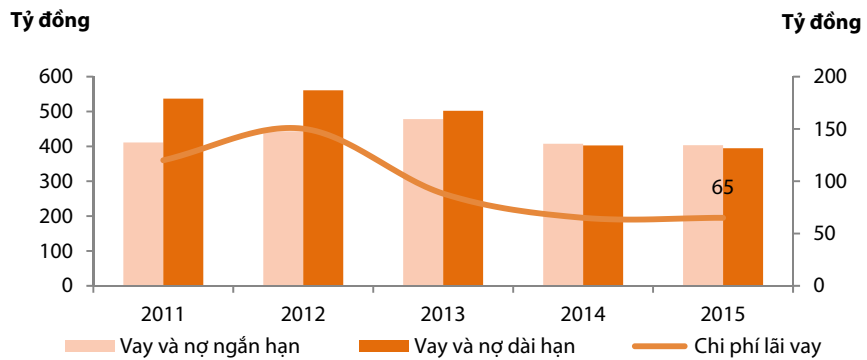


Dự án Nam Cẩm Lệ, Đà Nẵng

Dự án Nam Cẩm Lệ, Đà Nẵng có quy mô dự án 21ha bao gồm khu trung tâm thương mại, cao tầng showroom ô tô và 39 nền nhà liên kế. Hiện nay, công ty đã bán được hơn 60% nền nhà liên kế (giá bán từ 5triệu/1m2). Khu trung tâm thương mại vẫn đang trong quá trình tìm kiếm đối tác đầu tư để triển khai xây dựng.

Giả định Công ty có thể thoái toàn bộ dự án bất động sản dở dang thì với giá trị sổ sách khoảng 429 tỷ đồng, áp lực chi lãi vay sẽ được giảm đáng kể; kết quả là, tác động tích cực đến mức biên lợi nhuận ròng hiện đang khá thấp của SVC (0,65%). Nhận thấy ảnh hưởng tích cực đến tình hình tài chính nếu kịch bản thành công, SVC cũng đã và đang tiến hành đẩy mạnh hơn quá trình tái cấu trúc, thoái vốn khỏi mảng bất động sản và tập trung cho kinh doanh cốt lõi và đã thành công giảm dần chi phí lãi vay trong 2 năm gần đây.

Hình 7: Chi phí lãi vay và các khoản vay của SVC giai đoạn 2010-2014



Nguồn; SVC, Rong Viet Research

KQKD 2015 khả năng do tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi

Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng mảng phân phối xe du lịch có thể đạt mức tăng trưởng 15% y-o-y (theo BMI) và hai thương hiệu chính mà SVC phân phối là Toyota và Ford cũng đạt tốc độ tương tự trong năm 2015. Đối với toàn bộ mảng bán lẻ ô tô, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu sẽ vào khoảng 20% so với cùng kì (hơn 8.400 tỷ đồng). Trong khi đó, mảng kinh doanh bán lẻ dịch vụ bất động sản, dịch vụ ô tô, taxi được dự phóng vẫn duy trì mức ổn định so với các năm trước. Riêng mảng xe gắn máy, do thị trường đang bị bão hòa, SVC cũng tiến hành giải thể 2 đại lý bán xe gắn máy, hạn chế bán sỉ từ năm 2014 nên chúng tôi cho rằng doanh thu có thể giảm 20% so với cùng kì. Nhìn chung, doanh thu và LNST của SVC trong năm 2015 được ước tính lần lượt là 9.276,8 tỷ đồng và 69,8 tỷ đồng, tăng hơn 16,8 %và 33,3% so với cùng kì. EPS 2015 tương ứng dự phóng đạt mức 2.793 đồng/cp.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY15E	Q1-FY15	+/- qoq	Q2-FY14	+/- yoy
Doanh thu thuần	2.005,6	1.856,6	8%	1.795,2	12%
Lợi nhuận sau thuế	13,8	10,4	30%	10,1	37%
EBIT	46,2	44,5	4%	46,7	-1%
Tỷ suất EBIT	2,3%	2,4%	-9bps	2,6%	-30bps

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính



Quan điểm và định giá

Trong khi các mảng như đầu tư tài chính, taxi, kinh doanh bất động sản đều hoạt động không hiệu quả thì mảng bán lẻ ô tô nổi lên như một điểm sáng trong bức tranh KQKD của SVC. Những lợi thế như phân phối dòng xe có tốc độ tăng trưởng tốt, hệ thống showroom lớn, trải rộng, đạt chuẩn cao cùng với tốc độ tăng trưởng tích cực của ngành là các yếu tố then chốt bảo đảm khả năng tăng trưởng trong dài hạn của SVC. Thực tế, dòng tiền hoạt động kinh doanh của SVC trong các năm gần đây đã có sự cải thiện rõ nét.

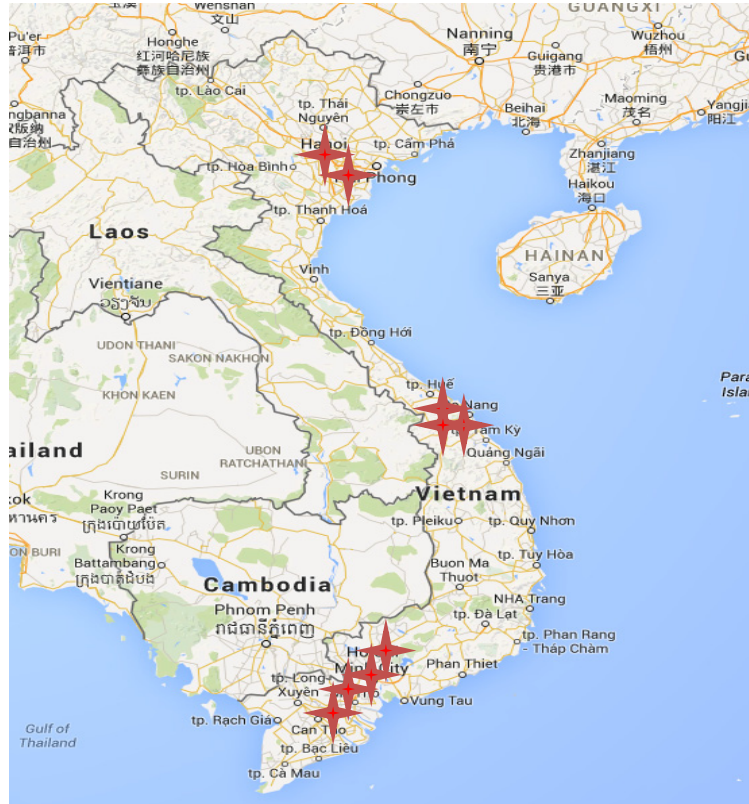
Để củng cố triển vọng tăng trưởng, SVC đang tiến hành đẩy mạnh quá trình thoái vốn khỏi các mảng kinh doanh khác như bất động sản, bán lẻ xe máy để cải thiện tình hình tài chính, tập trung cho mảng kinh doanh cốt lõi. Tuy nhiên, do quỹ đất của SVC lớn, quá trình thoái vốn còn nhiều khó khăn nên vẫn chưa mang lại kết quả rõ rệt. Chúng tôi cho rằng tình hình tài chính của SVC có thể sẽ cải thiện đáng kể nếu Công ty thanh lý thành công một số dự án bất động sản nổi bật và thu được dòng tiền.

Kết hợp các phương pháp định giá cũng như xem xét cẩn trọng các rủi ro về ngành, chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của SVC vào khoảng **24.100 đồng/cp**, cao hơn mức giá đóng cửa ngày 20/07/2015 là **19,3%**. Do vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu này trong **TRUNG HẠN**.



PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Hệ thống đại lý phân phối xe ô tô con của Savico trên toàn quốc



Nguồn: SVC, RongViet Research

Phụ lục 2:

Bảng 3: Danh sách các dự án bất động sản của SAVICO

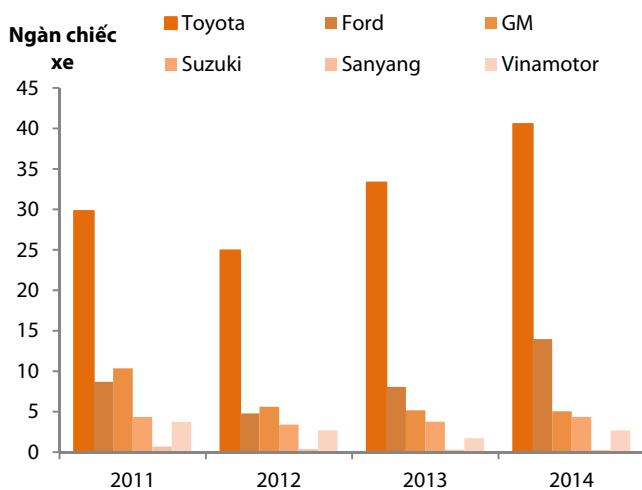
Nhóm dự án	Tên dự án	Địa chỉ	Tỷ lệ sở hữu	Quy mô	Tiến độ và định hướng dự án năm 2015
Khu phức hợp	SAVICO PLAZA	115-117 Hồ Tùng Mậu, Q1, HCM	25%	3.023m ²	Đã ghi nhận khoản phải thu từ việc chuyển nhượng 25% vốn góp cho công ty Vinaland
	SAVICO PLAZA*	104 Phố Quang, Quận Tân Bình	100%	9.028,3 m ²	Đang trong quá trình hợp tác khai thác đầu tư với Novaland Đang thực hiện xin giấy phép quy hoạch và nộp hồ sơ xin phê duyệt tổng mặt bằng để chuẩn bị triển khai thi công dự án
	Nam Cẩm Lệ	Đại Lộ Phạm Hùng, TP Đà Nẵng	100%	21.822 m ²	Đã hoàn thành đường giao thông nội bộ Đã chuyển nhượng thành công >60% diện tích nền nhà liên kế Đang tìm đối tác đầu tư cho khu đất TTTM
	SAVICO Đà Nẵng	Đà Nẵng	100%	4.739 m ²	Đã đi vào hoạt động từ năm 2007
	SAVICO Cần Thơ	Cần Thơ	100%	2.500m ²	Đã đi vào hoạt động từ năm 2007
	SAVICO MEGAMALL	Nguyễn Văn Linh, Hà Nội	100%		Đã đi vào hoạt động, công suất khai thác >90%
Cao ốc văn phòng	Tòa nhà 91 Pasteur (2010)	91 Pasteur Q1, TPHCM	51%	1.604m ²	Đã đi vào hoạt động hết công suất từ năm 2010
	Tòa nhà VP 277-279 Lý Tự Trọng	277-279 Lý Tự Trọng		476m ²	Hoàn tất điều chỉnh thiết kế và hồ sơ đấu thầu phân thành để chuẩn bị cho công tác thi công quý 2
	Tòa nhà 95B-97-99 Trần Hưng Đạo	95B-97-99 Trần Hưng Đạo, Q.1 TPHCM	100%	143m ²	Đã cho Canon Corporation thuê



	Tòa nhà 35 Đồng Khởi	35 Đồng Khởi, Q1, TPHCM	100%	460m2	Đã cho Rado thuê
	Tòa nhà 555 Trần Hưng Đạo	555 Trần Hưng Đạo Q1 TPHCM	100%	914m2	Đã đi vào hoạt động ổn định
	Tòa nhà VP 66-68 NKKN	66-68 NKKN Quận 1, TPHCM	100%	582 m2	Đã hoàn tất nghĩa vụ tài chính và đang tìm kiếm đối tác đầu tư
Nhà- căn hộ chung cư	KCH cao tầng Hiệp Bình *Phước- Tam Bình, Thủ Đức	Thủ Đức, TPHCM	100%	55.340m2	Đã hoàn tất chuyển nhượng phần lớn căn hộ chung cư cho công ty Đất Xanh. Còn 8 nền nhà liền kề đang được mở bán
	KCH cao tầng QL13, Thủ Đức*	Quốc Lộ 13, Quận Thủ Đức, TPHCM	100%	18.247m2	Đang trong quá trình chuyển nhượng quyền sử dụng đất Đang tìm kiếm đối tác đầu tư
	Dự án Hồ Tràm – Xuyên Mộc	Xã Phước Thuận, Huyện Xuyên Mộc, Vũng Tàu	100	96.300 m2	Tiếp tục phối hợp với địa phương đền bù giải tỏa
	Dự án Khu biệt thự sinh thái Long Hòa- Cán Giờ	Cán Giờ	50%		Đã nộp tiền sử dụng đất
	Dự án số 9-15 Lê Minh Xuân	Lê Minh Xuân	Góp vốn với titco & Khahomex		
	Dự án Cn 4-3 Nam Sài Gòn	Khu Nam Sài Gòn	N/A		Hoàn tất chuyển nhượng cho đối tác với DT là 76,4 và LN là 21,4 tỷ đồng. N/A
	Dự án Khu nhà ở phường Bình An, Q.2	Phường Bình An, Quận 2, TPHCM	SVC- nhà Thủ Đức		
Khách sạn-resort	Resort Mercure Sơn Trà	Bán đảo Sơn Trà, Đà Nẵng	100%	57.650 m2	Đã hoàn thành xây villa mẫu Đang tìm kiếm đối tác đầu tư
	Sandy Beach	Đà Nẵng			Đã đi vào hoạt động ổn định
	Tropicana Beach Resort	Bà Rịa Vũng Tàu		25000m2	Đã đi vào hoạt động ổn định
Trung tâm hội nghị tiệc cưới	Trung tâm tiệc cưới Melisa	1014B Thoại Ngọc Hầu, Q Tân Phú	30%	13.000m2	Bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 10/2014
Khác	Dự án chi nhánh Hyundai Gia Lai	278 Lê Duẩn, Thành phố Pleiku, tỉnh Gia Lai	N/A		Đã bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 3/2015

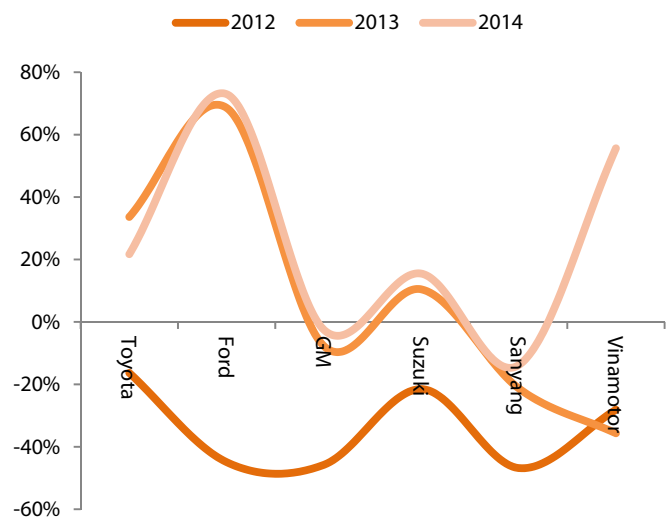
Phụ lục 3:

Hình 8: Số lượng xe tiêu thụ theo thương hiệu



Nguồn: VAMA, RongViet Research

Hình 9: Tốc độ tăng trưởng xe tiêu thụ theo thương hiệu



Nguồn: VAMA, RongViet Research

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015F
Doanh thu thuần	5.414,1	6.582,4	7.940,0	9.276,8
Giá vốn	5.029,5	6.186,7	7.432,5	8.705,4
Lãi gộp	384,6	395,7	507,5	571,4
Chi phí bán hàng	171,7	169,5	186,8	218,0
Chi phí quản lý	150,0	147,3	165,8	182,8
Thu nhập từ HĐTC	28,0	44,5	11,4	10,7
Chi phí tài chính	183,1	84,8	67,4	70,6
Lợi nhuận khác	147,6	42,2	20,5	26,4
Lợi nhuận trước thuế	61,5	84,7	118,8	146,4
Thuế TNDN	14,7	23,6	32,1	32,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,9	19,9	34,5	45,4
Lợi nhuận sau thuế	44,8	41,2	52,2	63,3
EBIT	211,7	172,9	183,8	213,5
EBITDA	373,3	301,9	285,1	305,7

Đvt:%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-12,0	21,6	20,6	16,8
Lợi nhuận HKKD	-46,4	25,6	96,4	10,1
EBITDA	-14,5	-19,1	-5,6	7,2
EBIT	-11,0	-18,4	6,3	16,2
Lợi nhuận sau thuế	0,5	-8,2	26,8	21,2
Tổng tài sản	-0,4	4,6	-6,8	7,7
Vốn chủ sở hữu	-1,1	1,2	1,7	4,4
Tốc độ tăng trưởng nội tại	1,0	2,2	3,0	4,3
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	7,1	6,0	6,4	6,2
LN HKKD / Doanh thu	1,2	1,2	2,0	1,8
EBITDA/ Doanh thu	6,9	4,6	3,6	3,3
EBIT/ Doanh thu	3,9	2,6	2,3	2,3
LNST/ Doanh thu	0,8	0,6	0,7	0,7
ROA	1,6	1,5	1,9	2,3
ROIC or RONA	11,7	9,3	10,3	12,7
ROE	6,1	5,6	7,0	8,2
Hiệu quả hoạt động (vòng)				
Vòng quay kh. phải thu	23,7	23,9	27,5	34,8
Vòng quay hàng tồn kho	17,7	21,4	22,8	24,0
Vòng quay khoản phải trả	10,5	13,5	14,3	13,8
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	0,8	1,0	0,8	0,8
Nhanh	0,5	0,6	0,5	0,5
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	240,8	238,7	227,8	234,7
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	60,5	64,5	54,1	58,9
Vay dài hạn/ Vốn CSH	76,5	67,7	53,4	50,1

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015F
Tiền	222	187	186	190
Đầu tư tài chính ngắn hạn	13	43	48	48
Các khoản phải thu	230	322	255	278
Tồn kho	251	327	325	400
Tài sản ngắn hạn khác	32	25	29	32
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	747	904	842	948
Tài sản cố định hữu hình	137	120	182	216
Tài sản cố định vô hình	46	44	51	55
Xây dựng cơ bản dở dang	493	617	455	455
Bất động sản đầu tư	790	766	748	763
Đầu tư tài chính dài hạn	393	274	300	331
Tài sản dài hạn khác	109	88	69	82
Lợi thế thương mại	0	26	0	0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	1.967	1.935	1.806	1.902
TỔNG TÀI SẢN	2.715	2.839	2.648	2.851
Tiền hàng phải trả và ứng trước	248	221	328	383
Khoản phải trả ngắn hạn khác	221	230	260	295
Vay và nợ ngắn hạn	443	478	408	464
Vay và nợ dài hạn	561	502	403	395
Khoản phải trả dài hạn khác	293	339	320	310
Tổng nợ	1.765	1.770	1.718	1.847
Vốn chủ sở hữu	733	742	754	787
Vốn đầu tư của CSH	250	250	250	250
Lợi nhuận giữ lại	125	133	142	173
Các quỹ	37	38	41	42
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	733	742	754	787
Lợi ích cổ đông thiểu số	169	176	217	217
TỔNG NGUỒN VỐN	2.668	2.688	2.688	2.851
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015F
LNTT	61,5	84,7	118,6	146,4
Khấu hao	47,1	46,7	46,3	92,2
Các điều chỉnh	134,7	60,7	49,4	47,5
Thay đổi vốn lưu động	-190,7	-85,2	117,3	-42,2
Tiền thuần từ HĐKD	52,7	106,9	331,7	243,9
Thay đổi TSCĐ	-146,6	-110,2	-107,0	-144,1
Thay đổi khoản mục ĐT khác	163,7	13,1	-44,2	163,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	14,8	8,8	5,4	5,9
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	26,0	-82,3	-145,7	24,8
Nhận/trả lại vốn góp	23,4	3,2	29,1	0,0
Vay mới/trả nợ vay	56,1	-23,7	-170,3	46,2
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	-37,5	-35,4	-44,9	-310,9
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	42,0	-55,9	-186,1	-264,6
Tiền thuần trong kỳ	120,7	-31,3	-0,1	4,1
Tiền đầu năm	112,2	222,1	187,2	185,8
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	222,1	187,2	179,9	190,0

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

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

Các loại khuyến cáo

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

GIỚI THIỆU

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

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

Hệ thống mạng lưới
Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

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

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**